



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 79 期总第 1209 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 10 月 29 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
规上工业企业整体表现增收不增利.....	1
9 月广义财政支出降幅总体持续缩窄.....	1
全国中小微企业资金流信用信息共享平台上线.....	1
美国监管出手致虚拟币市场巨震.....	2
G7 推进 500 亿美元援乌贷款计划.....	2
货币市场	3
汇丰香港加入人民币跨境支付系统.....	3
央行启用公开市场买断式逆回购操作工具.....	3
监管动态	4
中国互金协会发布金融数据安全治理实施标准.....	4
交易商协会提示五类债券发行和管理典型违规情形.....	4
金融行业	4
第二届保险科技数智大会近日召开.....	4
2024 年香港金融科技周近日召开.....	5
重点产业	5
中关村设立量子科技未来产业园.....	5
自动驾驶赛道多家公司获得大额融资.....	5
地方创新	6
四川：17 项举措助力资本市场高质量发展.....	6
香港：年底前发出第一批虚拟资产交易平台正式牌照.....	6
深度分析	7
贷款如何基于短端利率定价？.....	7



宏观经济

规上工业企业整体表现增收不增利

10月27日,国家统计局公布的数据显示,1至9月份,全国规模以上工业企业实现利润总额52281.6亿元,比1月至8月份增加5754.3亿元,同比下降3.5%;实现营业收入99.20万亿元,同比增长2.1%;发生营业成本84.70万亿元,增长2.4%。工业企业利润下降主要受到有效需求不足、工业品价格下降及今年8月份以来同期基数明显抬高等多重因素影响。光大银行金融市场部宏观研究员周茂华在接受《金融时报》记者采访时表示,今年前9个月我国规上工业企业整体表现“增收不增利”,即营业收入增长,但净利润同比下降,制造业拖累明显。这一现象主要是受市场需求不足、工业品价格整体低迷,去年规上工业企业利润基数相对较高,叠加部分企业面临短期转型成本压力等的影响。国家统计局工业司统计师于卫宁表示,受多重因素影响,1至9月份,规模以上工业企业利润同比有所下降,但利润总额超过5万亿元,特别是以高技术制造业为代表的新动能行业利润较快增长,彰显工业经济发展韧性。

9月广义财政支出降幅总体持续缩窄

10月27日,根据财政部数据,今年9月份全国广义财政支出(一般公共预算支出和政府性基金支出之和)约4万亿元,同比增长12.6%,较8月降幅缩窄超21个百分点。观察积极财政政策力度大小的一个关键指标,正是上述广义财政支出规模及增速,上述9月份数据显示积极财政政策正在加大力度。财政部数据显示,今年前9个月,全国广义财政支出约26.2万亿元,同比下降0.8%。从今年前三季度广义财政支出增速看,显然今年支出力度还不及去年同期,不过从月度数据来看,广义支出降幅总体上持续缩窄,有望转正。根据今年中央与地方预算报告,预计今年全年广义财政支出(约40.6万亿元)增速约为8%,而前三季度实际增速仅为-0.8%,显然今年以来财政支出力度低于年初预期。导致今年以来广义财政支出力度不及预期的原因,主要是收入不及预期,在“以收定支”原则下,收入下滑,势必影响财政支出发力。

全国中小微企业资金流信用信息共享平台上线

10月28日,记者从央行获悉,中国人民银行召开全国中小微企业资金流信用信息共享平台(以下简称资金流信息平台)上线试运行工作会议。中国人民银行征信中心有关负责人指出,资金流信用信息是中小微企业重要的信用信息之一,能够全生命周期地动态反映中小微企业的经营状况、收支状况、偿债能力、履约行为。为解决金融机构跨行共享资金流信用信息的堵点难点,建立制度化、体系化的资金流信用信息共享机制,在充分保护中小微企业权益的同时,促进资金流信用信息共享,中国人民银行开发建设资金流信息平台,并于10月25日上线试运行。据了解,中小微企业向金融机构申请融资时,可授权金融机构通过资金流信息平台查询该企业某一资金账户的资金流信用信息。中小微企业也可通过此平台查询本企业的资金流信用信息。资金流信息平台提供资金流信用信息报告和资金流信用信息明细汇总两类产品服务。



前三季度全国国有企业营业总收入保持正增长

10月28日,财政部网站发布《2024年1—9月全国国有及国有控股企业经济运行情况》。1月份至9月份,国有企业营业总收入为610580.1亿元,同比增长1.2%;利润总额为32487.0亿元,同比下降2.3%;应交税费为44136.7亿元,同比增长0.1%。巨丰投顾高级投资顾问于晓明在接受《证券日报》记者采访时表示,在当前复杂的内外部经济环境下,国有企业营业总收入同比能够保持正增长实属不易,体现了国有企业在国民经济中的稳定器、压舱石作用。不过,国有企业营业总收入在保持稳定增长的同时,也面临着利润下降和资产负债率增加的挑战。于晓明表示,国有企业的利润总额同比出现了2.3%的下降,这可能受到原材料成本上升、市场竞争加剧等因素的影响。尽管如此,这一降幅在可控范围内,表明国有企业仍具备一定的盈利能力。于晓明认为,国有企业应交税费同比增长0.1%,反映出国有企业在履行社会责任、支持国家财政方面的积极贡献。

美国监管出手致虚拟币市场巨震

10月26日,虚拟货币集体大跌,其中,比特币一度跌超2000美元,跌破66000美元整数关口,截至发稿,仍跌超1%,以太坊、币安币、狗狗币等虚拟货币价格剧烈波动。这次闪崩或源于美国联邦政府调查稳定币巨头Tether。Tether是稳定币泰达币(USDT)的发行公司,该币种与美元挂钩。CMC数据显示,目前泰达币市值约为1200亿美元,是全球市值排名第三的虚拟货币,也是每日交易量最大的币种。美国大学研究数字资产的法学教授Hilary Allen在接受采访时表示:“对于虚拟货币行业而言,我认为Tether太重要了。如果Tether未来归零,那么将对虚拟货币经济造成灾难性影响。”CoinGecko数据显示,虚拟货币总市值跌至2.27万亿美元,24小时跌幅近3%,超680亿美元(约合人民币4842亿元)市值蒸发。美股方面,与加密货币相关的股票也集体大跌,MARA Holdings股价下跌超6%,Riot Platforms跌超5%。业内人士指出,从技术分析的角度看,今日虚拟货币市场的交易量有所下降,抛压明显增加,多头动能逐渐减弱,空头力量占据上风。

G7 推进 500 亿美元援乌贷款计划

10月26日,据美国“政治新闻网”报道,七国集团(G7)财政部长25日以俄罗斯被冻结资产所产生收益作为抵押、向乌克兰提供500亿美元贷款的具体细节达成共识,首批贷款最早将于今年12月1日开始发放,一直持续到2027年底。报道称,自俄乌冲突爆发以来,西方冻结了约2600亿欧元的俄罗斯资产,其中绝大多数由总部位于比利时的欧洲清算银行控制,这使得欧盟成为任何这些资产计划的关键参与者。欧盟委员会26日发表声明称,欧盟委员会对G7达成的共识表示欢迎。这一成果凸显了欧盟及G7伙伴“坚定不移地致力于支持乌争取自由、恢复和重建的斗争”。欧盟委员会主席冯德莱恩称,欧盟已将G7的承诺变为现实。RBC-乌克兰通讯社称,G7此举为尽快向乌提供急需的援助铺平了道路,并有力确保了关键援助资金不受美国总统选举结果的影响。法新社称,G7在距离美国总统选举仅剩一周多的时间作出该决定,表明美国总统选举结果仍是影响西方援乌的首要考虑因素。



日本自民党未能获得众议院过半数席位

10月27日,在日本第50届众议院选举中,日本自民党和公明党组成的执政联盟未能获得众议院过半数席位,执政联盟政权受到威胁。此次日本朝野各党争夺总共465个众议院议席。结果显示,执政联盟共获得215个议席,未能超过众议院465个议席的一半,即233个席位。反观在野党,最大在野党立宪民主党从98个议席猛增至148个议席,成为自民党之后众议院第二大势力。国民民主党议席也从7个增至28个。日本上一次执政党未能获得过半数席位还是15年前。对于自民党及执政联盟的惨败,上海对外经贸大学日本经济研究中心主任陈子雷并不意外。他告诉第一财经记者,结果与此前预测基本一致,其中既体现了自民党涉及“黑金丑闻”议员在选举时遇到的挑战,又说明自民党当时对这些议员的处分并没有平息民众的不满,更谈不上得到民众的理解或者认可,“自民党‘壮士断臂’的决心并不大”。

货币市场

汇丰香港加入人民币跨境支付系统

10月26日,据《金融时报》、路透社报道,汇丰银行近日在官网发布声明宣布,其香港分行将作为直接参与者加入人民币跨境支付系统(CIPS)。这家总部位于英国的银行将香港视为最大市场,称此举将使汇丰银行在满足全球客户日益增长的人民币国际贸易需求方面,发挥不可或缺的重要作用。《金融时报》报道称,此举将使支付“速度更快,成本更低”,从而降低海外公司使用人民币进行贸易和投资的难度。汇丰银行全球支付解决方案主管科利(Manish Kohli)表示,汇丰香港作为直接参与者加入CIPS系统以促进离岸跨境人民币清算服务,将更好地帮助客户使用汇丰银行的国际网络。按照跨境清算公司方面的说法,汇丰银行是截至目前CIPS跨境人民币清算业务规模最大的外资机构。中国人民大学重阳金融研究院院长王文说,许多大型国际银行正在对这两个支付系统“双向押注”,CIPS提供了“更好的跨境系统的多样化安排,使人民币国际化在未来更加快速地推进”。

央行启用公开市场买断式逆回购操作工具

10月28日,央行发布中国人民银行公开市场业务公告[2024]第7号。根据公告,央行决定从即日起启用公开市场买断式逆回购操作工具。操作对象为公开市场业务一级交易商,原则上每月开展一次操作,期限不超过1年。此举旨在维护银行体系流动性合理充裕。买断式逆回购操作,被定位为流动性投放工具。这也是继央行推出临时正逆回购、国债买卖等工具后,进一步丰富货币政策工具箱。接近央行人士表示,梳理央行现有流动性投放工具,根据期限由短至长,主要包括7天期公开市场逆回购操作、1年期的中期借贷便利(MLF),以及投放长期流动性的国债买入和降准,1个月到1年的中短期流动性投放工具较为欠缺。接近央行人士表示,此次央行在现有工具基础上推出买断式逆回购,预计将覆盖3个月、6个月等期限,增强1年以内的流动性跨期调节能力,进一步提升流动性管理的精细化水平。央行选择此时推出新工具,也有望更好对冲年底前MLF的集中到期。



监管动态

中国互金协会发布金融数据安全治理实施标准

10月26日,记者获悉,日前由中国互联网金融协会组织编制的《金融数据安全治理实施指南》正式发布。内容覆盖数据分类分级管理、数据安全风险管理、数据安全制度体系和数据安全技术体系等关键领域,为金融数据安全治理提供了全面的理论依据和实践指导。随着这些标准的实施,预计金融行业的数据安全治理将更加规范化和制度化,从而显著提升整个行业的数据安全水平,为构建安全、稳定、高效的金融生态环境贡献力量,进而为金融数字化转型和加快建设金融强国提供坚实的基础。当天,在“金融数据安全治理工作研讨会暨金融数据安全系列标准发布会”上,人民银行宏观审慎管理局互联网金融监管处副处长雷昭明还透露,按照中央金融工作会议的部署,央行正在牵头起草推动数字金融高质量发展行动方案,将加强金融领域数据安全和规范应用作为一项重要内容,提出增强数据资产运行和管理能力,加强数据挖掘分析和明确数据可视化,完善数据安全管理体系,提升网络安全防护能力等。

交易商协会提示五类债券发行和管理典型违规情形

10月28日,银行间市场交易商协会官微发布典型违规情形专项提示,公告显示,资管产品是银行间市场的重要投资者群体,近年来持债数量和占比持续提升。然而一些违规案件反映出,个别资管产品的管理人未有效履职,参与违规或为违规提供便利。本着防微杜渐、提醒教育的目的,交易商协会梳理了几类产品管理人的典型违规情形,请重点关注、合规展业,避免出现同类情况。一是协助发行人通过申购或上市后接回等方式,购买自己的债券,沦为违规“自融”的通道;二是在票面利率之外直接或间接收取发行人“返费”,违背发行公平、公正原则,扭曲发行定价;三是听从相关方安排“代持”债券,协助其博取收益,或主动代持“高收益”信用债,损害产品投资人利益;四是产品管理人在不同产品或账户间调节收益,不公平对待投资人;五是产品管理权限外包,或未履行应尽管理职责,未能有效防范或发现多笔异常交易。

金融行业

第二届保险科技数智大会近日召开

10月27日,第二届保险科技数智大会在北京阳光金融城召开。与会专家围绕“提高保险数智化水平,增强行业可持续发展能力”主题展开讨论,致力于探索大数据和人工智能在保险领域的实践应用,把握新技术趋势,创新业务模式。阳光保险集团执行董事、联席CEO、总裁李科表示,保险业“新国十条”对保险业加快数字化转型提出了明确要求,阳光保险将努力做好科技金融和数字金融大文章,以科技力量促进行业高质量发展。北京市通州区委副书记、区长郑皓认为,随着数字化时代的到来,保险业数字化转型也在不断加快,在产品创新、增强风险管理能力等方面,释放出显著的效能。原中国保监会副主席周延礼表示,随着保险业“新国十条”的发布,保险业



数字化、智能化应用将成为推动行业创新发展的关键动力。保险科技的运用不仅能提高保险公司营销服务的精准度，还能在风险管理、投资管理中发挥更大的效能，推动保险行业运营效率全面提升，为推动保险业高质量发展打下坚实基础。

2024 年香港金融科技周近日召开

10 月 28 日，2024 年香港金融科技周在亚洲国际博览馆举行。本届香港金融科技周是迄今为止规模最大的一届，将吸引来自 100 多个经济体的 3 万多名参会者。本次的香港金融科技周由香港财库局与投资推广署主办，并由香港金管局、香港证监会和香港保监局合办，论坛主题包括全球论坛、人工智能与前沿科技、区块链及数码资产、支付科技与金融创新、保险科技、绿色金融科技与社会责任、财富及投资科技、香港交流，让与会者对金融科技领域有更全面的了解。近年来，凭借优越的战略位置和稳健的金融基础设施，香港正在跻身全球金融科技中心。香港财经事务及库务局局长许正宇此前表示，“我们拥有引领金融科技迈向充满机遇新航道的绝佳元素。在最新的《全球金融中心指数》报告中，香港排名全球第三，并在亚太区居首。在金融科技水平方面，香港的排名上升五位至第九，跻身十大金融科技中心之列。这正好反映了政府、金融监管机构和业界同心协力，推动香港金融科技发展。”

重点产业

中关村设立量子科技未来产业园

10 月 26 日，位于北京市海淀区上地地区的中关村（海淀）量子科技未来产业园，和中关村量子科技孵化器正式揭牌。园区位于上地信息路 26 号，将围绕量子计算、量子通信与量子精密测量三大领域，依托北京量子院等创新主体，通过项目孵化、加速、投资、产业化等系列服务。科技部副部长傅小锋在当天举行的北京量子信息技术创新大会上表示，量子科技和产业已成为各国维护国家技术主权与发展主动权的战略制高点之一，是引领科技产业变革与打造国家战略力量的前沿领域。北京市科委、中关村管委会信息处处长韩健介绍了北京市推动量子产业发展的有关支持措施。据介绍，北京市科委、中关村管委近期推出了一系列支持措施，充分发挥北京创新优势，着眼量子领域全球创新前沿，瞄准科技攻关、成果转化、示范应用、生态培育四大关键点发力，围绕产业链部署创新链，围绕创新链布局产业链，增强量子技术产业发展的体系化能力，推动北京率先建成国家量子科技和产业创新高地。

自动驾驶赛道多家公司获得大额融资

10 月 28 日，轻舟智航宣布完成数亿元人民币 C+ 轮新融资。本次融资由逐鹿聚航基金投资。轻舟智航表示，资金将用于加大全栈自动驾驶技术的研发投入，推进中高阶 NOA 方案的大规模量产交付，并且通过量产数据积累驱动技术迭代，实现从 L2++ 到 L4 级自动驾驶技术的渐进式进化，推动 L4 级自动驾驶时代的全面到来。轻舟智航并不是近期唯一一家获得融资的自动驾驶公司。当地时间 10 月 25 日，美国无人驾驶出租车公司 Waymo 宣布，该公司已完成了一轮 56 亿美元的融资，以进一步扩大其无



人驾驶出租车运营范围。Waymo 完成融资同日，自动驾驶企业文远知行正式在纳斯达克证券交易所挂牌上市，盘中两次触发熔断，一度涨超 27%。上市首日，文远知行报收 16.55 美元，涨幅 6.77%，总市值 44.91 亿美元。业内人士预测，随着技术进步、有利的监管环境及成本效率提高，自动驾驶出租车服务将于 2026 年左右实现商业化，在全球移动出行市场获得相当大的份额。

地方创新

四川：17 项举措助力资本市场高质量发展

10 月 28 日，四川证监局会同四川省委金融办起草《关于推动资本市场高质量发展的实施方案》。《实施方案》从 7 大方面提出 17 项举措，主要包括 3 个方面。第一方面包括优化资本市场培育机制和持续提高上市公司质量。第二方面包括积极支持证券基金期货机构做优做强、规范发展私募投资基金、推动债券和不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展。第三方面包括切实防控资本市场风险、进一步凝聚促进资本市场高质量发展的合力。本次《实施方案》主要有三大亮点。一是贴近四川实际情况，着力补短板、强弱项。提出打造“政府引导基金+国资（国企）基金+市场化基金”雁阵集群等有力举措。二是积极构建有效机制，切实推进责任落实。明确提出“建立资本市场发展协调工作机制，搭建资本市场主体直接融资全生命周期服务对接平台”。三是涉及内容广泛全面，充分体现强监管、防风险、促高质量发展主线。提出“督导上市公司规范发展、落实央地协调机制”，明确推动风险上市公司、债券违约、私募基金等重点领域风险防范化解。

香港：年底前发出第一批虚拟资产交易平台的正式牌照

10 月 28 日，香港证监会就推动香港金融科技生态圈的健康稳健发展提出愿景，并就有关措施勾勒了多个范畴，以在市场发展和投资者保障之间取得平衡。香港证监会中介机构部执行董事叶志衡提到，与虚拟资产交易平台有关的迅速发牌程序。香港证监会现行监管措施包括以风险为本的现场视察及与申请者的高级管理人员和控制人直接对话，在这基础上，香港证监会正实施一个迅速的牌照批准程序，以处理被当作获发牌的虚拟资产交易平台申请者。证监会正为所有持牌虚拟资产交易平台建立一个正式的咨询小组，由每个持牌机构的代表组成，以确保证监会在制定政策过程中考虑它们的观点。香港证监会预计将在今年年底前向被当作获发牌的虚拟资产交易平台申请者发出第一批正式牌照。叶志衡介绍，香港虚拟资产交易平台（VATP）进展顺利，目前已批出 3 张牌照，并正处理另外 14 个申请，香港证监会正采取相对快捷的方式审批 11 家“被当作获发牌”的申请，期望年底前能再批出数个牌照。



深度分析

贷款如何基于短端利率定价？

鲁政委（中国首席经济学家论坛理事，
兴业银行首席经济学家）
来源：首席经济学家论坛

随着人民银行对 LPR 报价机制进行了调整优化，LPR 报价将更多参考短端政策利率，主要是 7 天逆回购利率，弱化 1 年期 MLF 利率对 LPR 报价的参考作用。这意味着，从商业银行贷款定价的角度，未来商业银行需要更多基于短端政策利率来对贷款利率定价；随着利率市场化改革“两轨并一轨”的推进，未来也有可能过渡到直接基于短端市场利率来对贷款利率定价，这无疑对商业银行贷款定价提出了新的挑战。那么，从国际经验来看，如果不使用 LPR 作为定价基准，商业银行如何确定贷款利率？贷款定价和经济周期有何关系？贷款利率的期限利差、贷款利率和金融市场利率的利差由什么来决定？

一、贷款定价基准差异：基于 LPR 还是市场利率？

根据经典的贷款成本加成定价理论（markup theory），商业银行的贷款定价主要基于商业银行的负债成本，以及银行的利润率（profit margin）或者利差（interest rate spread）（Rousseas, 1985）。在贷款成本加成定价理论中，银行贷款定价主要考虑银行负债成本、经营成本、风险溢价和目标利润等因素。

我国央行在 2019 年 LPR 报价机制改革答记者问中指出，LPR 报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。可见，我国 LPR 报价机制中应用了贷款成本加成定价理论的思想。各家报价银行依据上述因素，首先确定最优质客户贷款利率即 LPR，再基于 LPR 加点，对各类贷款进行定价。

不过，并非所有经济体的银行业均采用 LPR 作为贷款定价基准；例如，欧元区银行业在贷款定价中并不使用统一 LPR，而是直接基于短期资金利率（如 EURIBOR）定价，这可以为我们探讨贷款利率如何基于金融市场利率定价提供不同的视角。我们将在下文以欧元区、美国和韩国银行业为例，探讨银行贷款如何基于金融市场利率定价。

从欧元区银行业的贷款定价基准来看，欧元区银行业不使用统一的 LPR 定价，更多采用短期资金利率作为定价基准。根据 BIS (2013)，1998 年，欧洲货币局（European Monetary Institute，欧央行前身）开始推动成员国家将基准利率（reference rate）转换为欧元银行间同业拆借利率（EURIBOR）；此后，意大利、法国、德国等国均推动将基准利率由本国的银行间利率转换为 EURIBOR，西班牙仍继续允许马德里银行间拆借利率（MIBOR）的使用。在近年来国际基准利率改革中，欧元区于 2019 年推出了欧元短期利率（€STR），同时仍保留 EURIBOR，并通过改革提升 EURIBOR 报价机制的可靠性（中国人民银行，2020）。

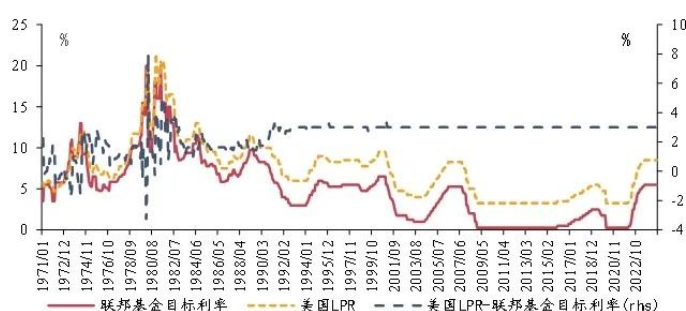
从欧元区银行对按揭贷款和企业贷款的定价惯例来看，EURIBOR 在浮息贷款（包括浮息按揭贷款）的定价中使用较为广泛，此外对于重定价周期较长的贷款，银行还可能使用国债利率等长期市场利率作为定价基准。从按揭贷款利率来看，德国按揭贷款利率基于长期市场利率定价，德国按揭贷款利率的重定价周期可能长达 10 年以上；



西班牙、法国、意大利等国家使用 EURIBOR 作为定价基准，重定价周期在 1 个月到 12 个月不等；除了 EURIBOR 之外，国债利率、银行再融资利率和互换利率也在某些国家作为贷款基准利率（ECB，2009）。从企业贷款利率来看，Weth(2002)指出，德国银行业在提供给大型公司的贷款中，更多使用货币市场利率（如 EURIBOR）作为定价基准；对于其他客户的贷款定价，再基于内部的最优惠贷款利率加点。由于欧元区银行业的上述特点，我们可以将其作为对比，考察在不使用 LPR 的地区，银行业如何进行贷款定价。

美国银行业仍保留 LPR，但逐步转向以市场利率作为定价基准，以 LPR 作为定价基准的贷款占比已经较低。我们曾在 2018 年发布的报告《美国最优惠贷款利率衰落记》中指出，自 20 世纪 90 年代以来，美国 LPR 报价固定为联邦基金目标利率加 300bp，到 2017 年初，美国工商业贷款中以 LPR 为定价基准的贷款占比已经只有 10% 左右。

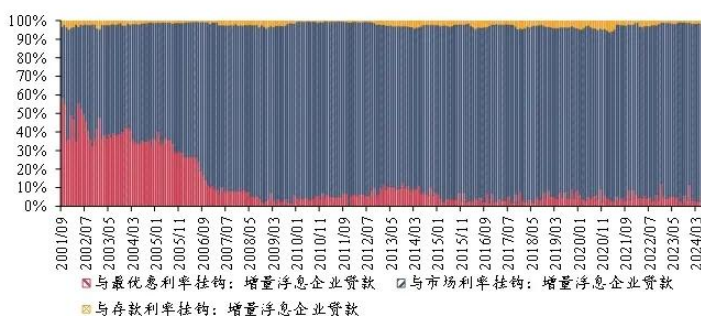
图表 1: 美国 LPR 走势和联邦基金目标利率的关系



资料来源：Macrobond，兴业研究

韩国银行业挂钩 LPR 的贷款占比也已经明显下降，目前浮息企业贷款主要基于市场利率定价；浮息家庭贷款主要基于存款利率和市场利率定价。2001 年 9 月，在韩国新增浮息企业贷款、浮息家庭贷款中，挂钩 LPR 的贷款占比一度分别达到 58% 和 41%。到 2024 年 6 月，韩国新增浮息企业贷款中，挂钩 LPR、市场利率和存款利率的比例分别为 4%、95% 和 1%；新增浮息家庭贷款中，挂钩 LPR、市场利率和存款利率的比例分别为 1%、32% 和 67%。其中，市场利率以 CD 利率、债券利率为代表，存款利率以 COFIX 指数为代表。2010 年之后，韩国家庭贷款中基于存款利率定价的占比快速上升，这可能是由于当年韩国推出了用于衡量银行平均融资成本（cost of funding）的 COFIX 指数，该指数在 2010 年 2 月创设，由 8 家主要银行提供的平均融资成本数据计算得到，推出后韩国房贷更多挂钩 COFIX。

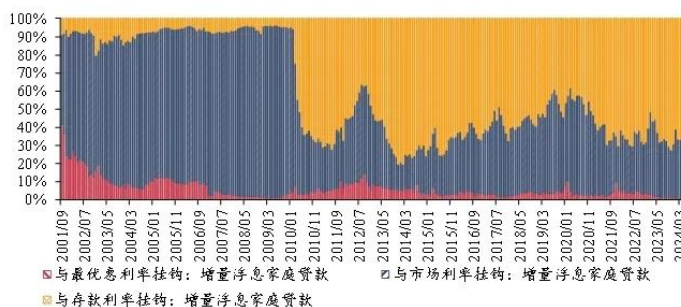
图表 2: 韩国浮息企业贷款的结构（不同基准占比）



资料来源：Wind，兴业研究



图表 3: 韩国浮息零售贷款的结构 (不同基准占比)



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 4: 韩国定期存单利率和 COFIX 指数



资料来源: Wind, 兴业研究

二、基于市场利率的贷款定价

对于直接使用金融市场利率作为贷款定价基准的市场, 银行如何确定贷款利率和金融市场利率的利差? 此外, 如果是基于短端资金利率作为定价基准, 银行如何确定贷款利率的期限利差? 我们将在下文讨论。

2.1 如何确定贷款利率和金融市场利率的利差?

贷款利率和同期限金融市场利率之间的利差, 可以近似地看作贷款的信用利差。因而, 理论上讲, 贷款利率和金融市场利率的利差取决于宏观经济周期、信用环境等。

从德国贷款利率来看, 德国银行业贷款加点存在逆周期特点, 不过零售贷款利率相较于公司贷款利率的调整更为滞后。Weth(2002)指出, 短期公司贷款和货币市场利率之间的利差随着货币市场利率下行而走阔; 不过, 在作者考察的部分样本时间段内, 德国房贷和债券利率之间的利差未跟随市场利率下行而走阔。我们计算了德国公司贷款利率、住房贷款利率和可比期限的国债利率的利差, 贷款和国债的利差和利率的走势大体呈反向关系, 但也存在阶段性的背离。

图表 5: 德国公司贷款利率和国债利率的利差



资料来源: Macrobond, 兴业研究



图表 6: 德国房贷利率和国债利率的利差



资料来源: Macrobond, 兴业研究

从美国市场来看, 贷款利率加点幅度同样呈现出逆周期的特征, 在高通胀和债务危机导致坏账增加的时期, 贷款加点幅度显著上行。Rousseas(1992)指出, 美国银行业贷款加成存在一定的逆周期性, 即在经济周期下行时, 贷款加成幅度往往上升; 此外, 在 20 世纪 70 年代高通胀时期, 以及 20 世纪 80 年代, 拉美债务危机后美国银行业坏账增加时期, 美国银行业贷款加点幅度均显著上行。从库存周期波动来看, 美国 30 年按揭贷款-10 年美国国债利差(以下简称“美国贷款-国债利差”)和制造业 PMI 呈反向关系, 也和 Lown et al(2006)发现的在库存周期下行时期, 美国银行业贷款审批条件收紧的关系较为符合。此外, 除了前述的两段时期, 在 2008 年全球金融危机时期、本轮美联储加息以来, 美国贷款-国债利差的中枢均出现了较大幅度抬升。

图表 7: 美国 30 年按揭贷款利率和国债利率的利差



资料来源: Wind, 兴业研究

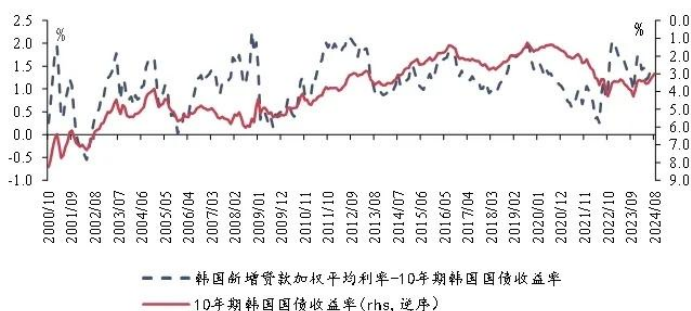
图表 8: 美国贷款-国债利差和制造业 PMI



资料来源: Wind, 兴业研究

从韩国市场来看, 贷款利率在国债利率基础上的加点幅度同样存在较为明显的逆周期性。韩国贷款利率基于市场利率或存款成本定价等多个基准, 整体来看, 韩国贷款利率的加点幅度和韩国商业景气指数之间, 也存在较好的负相关关系。

图表 9: 韩国贷款利率和国债利率的利差



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 10: 韩国贷款-国债利差和韩国商业景气指数



资料来源: Wind, 兴业研究

2.2 如何确定贷款利率的期限利差?

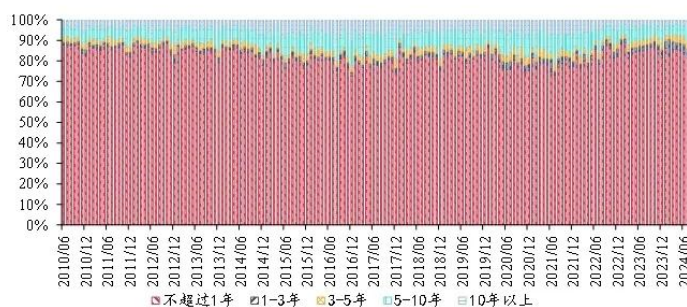
由于美国、韩国市场分期限的贷款利率数据较为有限, 我们这里主要讨论欧元区贷款利率的期限利差。由于欧元区银行业使用 EURIBOR 为代表的短期资金利率作为定价基准, 这就涉及到如何基于短期利率对长期贷款定价, 由此, 研究文献中对于欧元区短期基准利率向贷款利率传导效果的讨论也较多。

从欧元区贷款定价效果来看, 欧元区零售贷款、长期贷款的定价较为滞后。ECB (2005) 研究认为, 欧元区零售贷款相较于短期资金利率(如 EURIBOR) 定价的滞后效应, 部分来自于二者的期限差异, 贷款定价同时受到短期资金利率和长期市场利率的影响; 不过, 在引入欧元之后, 短期利率向贷款利率的传导效应得到了改善。Gregor et al(2019)在对超过 50 篇研究利率传导效应(Interest Rate Pass-Through) 的文献进行综述后发现, 在以欧元区为主的各国银行业的研究中, 基准利率(包括政策利率、货币市场利率和债券市场利率等)对于贷款利率的平均传导系数约为 0.8, 相较而言, 基准利率对于零售贷款、长时期贷款的传导系数更低; 此外, 利率传导效果还和各国金融市场发展程度有关, 金融市场深度更高的国家, 传导效果更好。

德国公司贷款的期限利差和国债相当, 而对于重定价周期偏长的房贷, 期限利差低于可比期限的国债。以德国为例, 由于德国房贷中, 大量零售贷款的重定价周期长达数年; 从浮息贷款的久期角度, 浮息贷款的久期等于重定价期限, 也就是这些贷款定价时需要参考更长期限的市场利率。从德国公司贷款期限利差数据可以看出, 5 年-1 年贷款期限利差和同等期限的德国国债大致相当; 而对比来看, 德国 10 年-1 年房贷的期限利差明显低于可比期限的德国国债期限利差。

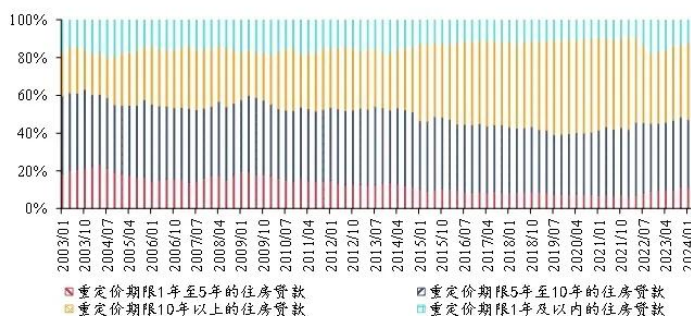


图表 11: 德国付息企业贷款 (单笔 100 万欧元以上) 的重定价期限结构



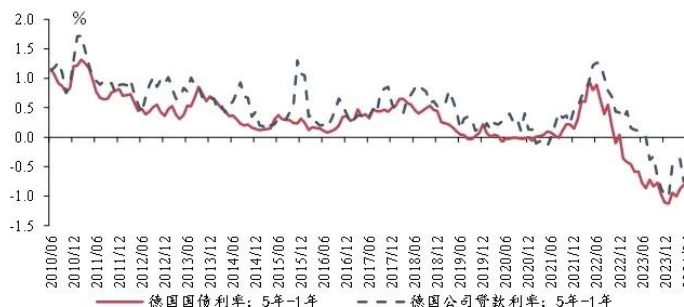
资料来源: Macrobond, 兴业研究

图表 12: 德国住房贷款的重定价期限结构



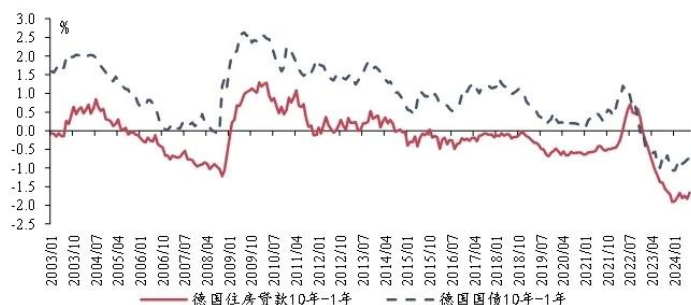
资料来源: 德国央行, 兴业研究

图表 13: 德国公司贷款期限利差和国债期限利差



资料来源: Macrobond, 兴业研究

图表 14: 德国住房贷款期限利差和国债期限利差

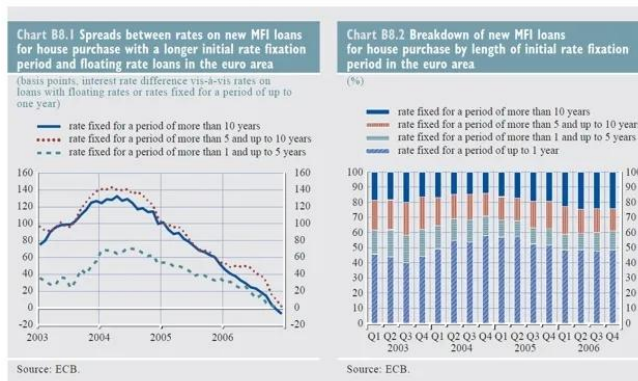


资料来源: Macrobond, 兴业研究

从贷款期限利差和利率走势的关系来看, 在利率上行期, 贷款期限利差趋于收窄; 反之, 利率下行期, 贷款期限利差趋于走阔。根据 ECB (2007), 在 2005 年至 2006 年市场利率上行期间, 重定价期限较短的浮动利率贷款的利率上行幅度较大, 而重定

价期限较长的贷款利率上行幅度相对较小，因而贷款期限利差趋于走平。居民和小微企业的浮息贷款选择和期限利差更为相关，在期限利差走阔时趋于选择浮动利率贷款；对比而言，大企业相对更不敏感，这可能是因为大型企业可以通过发行债券等方式获取融资。

图表 15: 欧元区住房贷款期限利差和住房贷款定价结构



资料来源: Wind, 兴业研究

2.3 商业银行的个体因素如何影响贷款定价?

贷款定价除了受到周期性因素影响之外，还受到商业银行个体因素的影响，包括银行规模、资产负债结构、经营效率和竞争关系等。

Weth(2002)指出，银行贷款利率的调整速度和银行规模、银行再融资条件和银行业务结构有关。对于规模较大、金融市场融资占比高、对非金融客户的长期业务占比较低的银行，贷款利率跟随金融市场利率的调整更为迅速；与之相反，对于非金融客户长期业务占比高、与之匹配的负债期限也更长的银行，短期内贷款利率显得更有粘性。

贷款加成可能还受到银行业的竞争关系、经营效率等因素的影响。Rousseas(1992)指出，由于美国在 20 世纪 80 年代逐步放松了存款利率的限制，商业银行可以支付更高的存款利率，同时贷款的风险偏好也有所提升，导致贷款加点幅度上升。Schlüter et al (2012) 对于德国银行业的研究认为，对于运营效率更高 (cost efficient) 的银行，通常收取更低的贷款加点幅度，为客户提供更为稳定的贷款利率。结合美国财政部的 TIC 数据，2024 年上半年，美国向中国投资者净卖出外国债券 0.2 亿美元，上年同期为净买入 40 亿美元；净卖出外国股票 8 亿美元，上年同期为净买入 34 亿美元。这显示，美国投资者总体没有参与 2023 年 9 月以来外资净增持境内人民币债券，同时也很可能踏空了 2024 年 9 月底 A 股的 V 形反弹行情(7 月份美资进一步向中国投资者净卖出外国股票 30 亿美元) (见图表 7)。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。