

人行買債旨在管理流動性



金融熱評 張濤

中國建設銀行
金融市場部分析師

人民銀行開展國債買賣成為市場關注焦點，並引發了是否要進行量化寬鬆操作的討論。為此，人行公開回應，買賣國債不是量化寬鬆（QE）。

今年的《政府工作報告》提出，「從今年開始擬連續發行超長期特別國債，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，今年先發行1萬億元（人民幣，下同）」。

不會持續擴張資產負債表

首先，買賣國債的定位。人行於2013年11月29日在官網上公布的「公開市場業務概述」已明確：中國人民銀行公開市場業務債券交易主要包括回購交易、現券交易和發行中央銀行票據，而二級市場買賣國債就屬於現券交易。

按照定義，公開市場操作是人行吞吐基礎貨幣，調節市場流動性的主要貨幣政策工具，目的則是實現貨幣政策調控目標。目前人行持有的國債餘額為1.5萬億元，但當時其購債同時還有外匯交易，操作的目標則主要是用於設立中投公司的資本金，更多是通過人行與財政合作來給財政補位——結果是人行增加國債資產和基礎貨幣負債，進行資產負債表擴張，而非用於調節市場流動性。

而從廣義上講，發達經濟體貨幣當局實施的量化寬鬆中的購債操作——資產端增加國債，負債端增加基礎貨幣，進行資產負債表擴張，更側重於政策工具儲備範疇。

因此，從工具定位和實際操作中，買賣國債就有了兩個定位：流動性管理和貨幣政策工具儲備，而買賣國債究竟更側重哪個定位，就取決於人行的實際操作，若按照人行強調的國債買賣是「雙方向」的，那就是更側重流動性管理，即不會持續地進行資產負債表擴張。

其次，買賣國債的市場影響。與人行的回購操作不同，買賣國債對市場的影響更為複雜。目前人行的回購操作是質押式回購，且回購自帶退出機制，所以體現政策的信號很清晰，即每次操作都能在流動性規模管理和短期利率宣示給出量化的信號，對於債券市場和國債

收益率曲線的影響，則是通過短期市場利率的傳導。

而買賣國債，則意味着人行將直接參與市場交易，勢必會釋放出複雜的利率信號。因為，人行每一次交易國債買賣，都可能被市場理解為一次利率宣示，人行交易國債期限品種越多，釋放的利率信號也就越多，此變化究竟會對人行利率政策和國債收益率曲線政策傳導產生何種影響，很難評估。因為人行作為貨幣的銀行，理論對於債券交易價格的影響是絕對性的，是能夠主導市場的。

對於市場而言，人行開展國債買賣，不僅直接影響市場供需，而且還可能會釋放出很多利率信號，甚至利率傳導機制也會因此發生變化，對於市場影響也會異常複雜，這種變化勢必會對人行貨幣政策產生干擾。

操作需保持靈活政策姿態

再次，買賣國債對人行的影響。要是從國債的發行和買賣而言，財政部發行國債是「財務非中性」的——追求更低的融資成本，市場機構買賣國債也是「財務非中性」的——追求資產配置效益最大化。但人行買賣國債的行為涉及到基礎貨幣投放，涉及到債券收益率、更涉及到人行自身資產負債平衡，因此在評判人行買賣國債是否財務中性，就很可能與複雜。

因為經濟增長與貨幣供給的同向性，在維護或推動經濟增長時，貨幣供給需要保持一定目標，這也是中國目前的貨幣政策調控目標，伴隨國債作為吞吐基礎貨幣作用的上升，其在人行資產的佔比理應上升，由此來保證貨幣供給增速與經濟增長的匹配。

該變化的直接結果就是，人行資產價值會受到市場變化的影響。例如，國債收益率上行，國債資產的估值就會面臨浮虧，反之收益率下行，國債資產的估值就會浮盈。這也是發達經濟體在實施QE之後，普遍面臨的問題——央行資產價值會對貨幣政策產生複雜影響。

按照這個邏輯，如果人行在國債買賣嚴格遵守「財務中性」，即在國債買賣時始終是價格接受者，那麼人行的資產估值就一定會受到其貨幣政策的影響。換言之，人行利率政策的變化會影響其資產價值，進而可能會影響到人行利潤（鑄幣稅為主）。若與其他市場參與者一樣——「財務非中性」，人行作為中央交易對手，天然就是價格制定者，但這樣可能會扭曲利率政策信號和傳導機制。

綜上，人行買賣國債在實際操作中確實需要保持更加靈活的政策姿態，而我們對其評價，也需要更長的觀察和認識。

比亞迪海豹06 DM-i是混合動力中型轎車，於上月底北京車展上亮相，將於今年第二季度上市，售價為12萬至15萬元人民幣。



近期歐美作為全球主要的電動汽車市場，一些動向引發了全球綠色產業發展、尤其是電動汽車可能放緩的擔憂，比如英國政府推遲了燃油車禁售時間。那麼，電動車發展是否出現了放緩的跡象呢？

美歐保護主義擴至新能源車



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

歐美燃油車逐步被淘汰的趨勢是明確的。除了英國延遲燃油車禁售時間之外，其他國家並未推遲原定計劃。英國推遲的原因是原來的2030年燃油車禁售目標過於激進，現在調整至與歐盟同步的2035年，用更多的時間來完善其充電基礎設施，提高本土電動汽車產業的競爭力。

與此同時，歐美依然在積極推動充電基礎設施建設。歐洲議會於2023年7月通過了一項和充電基礎設施相關的法規，要求到2026年在泛歐運輸網絡（TEN-T）的核心網絡沿線，每隔60公里至少部署一個功率不低於400千瓦的電動汽車充電站，到2028年將充電站輸出功率提升至600千瓦。

雖然歐美電動汽車市場仍在持續演進，但不同類型電動汽車的角色和重要性也在隨着政策導向和市場需求而變化。

歐美對電動汽車的定義更廣泛，除了純電動汽車（BEV）和插電式油電混合動力汽車（PHEV）以外，還包括油電混合動力電動汽車（HEV），也就是國內常稱的「輕混」。

在消費端，歐美市場BEV和PHEV的市場份額有所下滑，HEV依舊佔據主導地位。歐盟在2018年至2023年間，新註冊電動汽車的比例不斷攀升，到2023年已達到了48.1%。其中HEV的註冊量（272.1311萬輛）超過BEV和PHEV的總和（235.2141萬輛），在歐盟市場上佔主導地位。

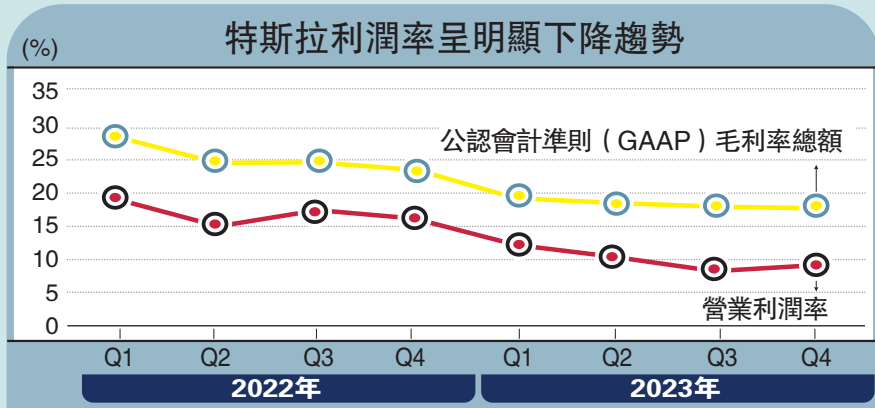
美國的電動車市場在拜登政府執政期間經歷了顯著擴張，銷量增長超過四倍。2020年至2023年，美國BEV的市場份額顯著增長，逐漸縮小了與HEV之間的份額差距，但是2024年1月，BEV與HEV之間的市場份額差距又重新擴大。

歐洲削減補貼減輕財政壓力

變化的原因是BEV和PHEV較程度上依賴政策支持，而近期歐美政府顯得有些力不從心。德國針對BEV的補貼原計劃到2024年底，但由於政府削減開支，2024年就停止了補貼。法國在2024年2月宣布將削減高收入者購買BEV和PHEV的補貼，以防止預算超支，其中最高收入者的補貼從5000歐元降至4000歐元，但低收入者的補貼仍為7000歐元。

儘管拜登一直致力於推廣電動汽車，但是其計劃屢受政治因素的拖累。比如，拜登政府在2023年4月曾要求汽車製造商在2032年前銷售的BEV達到67%，以滿足新的二氧化碳排放標準。然而，該目標因為美國汽車工人組織和汽車製造商的游說而大幅放寬。在今年4月份通過的最終版本中，目標變為了在三種不同場景下，BEV的佔比為35%至56%。

奔馳（平治 Mercedes-Benz）和大眾汽車（福士 Volkswagen）作為歐洲的知名汽車製造商，都在積極調整電氣化戰略和產品線以適應市場的變化。



奔馳對其2024年的BEV和PHEV銷售目標持保守態度，維持電動汽車銷售佔比在20%左右，與2023年相比沒有顯著提升。同時，奔馳調整了其在2021年年報中提出的2025年將所有汽車中的插電式混合動力汽車和純電動汽車的比例提高到50%的激進目標，更新為2025年至2030年期間將新車中的電動汽車（包括BEV、PHEV和HEV）的比例提升至50%。

大眾汽車在2023年三季度提出將2030年歐洲銷售中的BEV佔比提升至80%，高於之前計劃的70%，但是這個目標在2023年年報中沒有被具體提及，其年報只是提到在2030年向全球市場提供約50款純電動車型，預計屆時其全球新車銷售的一半以上將是純電動汽車。此外，大眾汽車在混合動力汽車（以PHEV為主）和BEV進行大量投資的同時，仍計劃繼續提供內燃機車型，用以滿足市場需求和消費者偏好。

歐日車企省成本 主攻混能車

與以上汽車製造商相比，豐田（Toyota）在純電動汽車領域的發展較為緩慢，更傾向於銷售油電混合動力車型（HEV），並認為不管純電動汽車如何發展，都將只佔據30%的市場份額，而剩下的70%將是混合動力汽車、燃料電池電動汽車或氫能汽車。2023年，豐田混合動力汽車的銷量約佔其在美国銷量的29%，其中純電動汽車只佔1%。豐田在2023年11月宣布，2025年後凱美瑞只提供混合動力版本，但也沒有放棄純電動汽車，依然計劃到2026年為歐洲市場提供六種純電動車型，預計佔其歐洲銷量的20%以上。

與此同時，美國國家環境保護局採取了「技術中立」的監管計劃，允許汽車製造商更加自由地滿足油電混合動力車的排放標準。這意味著，美國汽車製造商將擁有更多的自主權，選擇對他們更有利的電氣化路徑，而不是必須採用純電動汽車。

因為對於大多數傳統車企來說，混合動力汽車生產技術已經較為成熟，相對於純電動汽車，混合動力汽車的成本更低，利潤率更高。調整電動汽車目標後，車企能夠通過減少盈利能力較弱的電動汽車投資，來提高企業當期的利潤表現。

比如豐田2024財年三季報營業利潤大幅增長，主要歸功於混合動力汽車銷量的增長。2023年4-12月，豐田汽車在北美銷量較同期增長了17%。豐田在20世紀末率先推出了混合動力汽車，目前其混合動力汽車的利潤率已達到與燃油車相當的水平。歐美廠商純電動車計劃紛紛放

緩，顯然是受到來自中國汽車廠商的價格壓力。中國在BEV價格上具有明顯優勢。在德國市場，比亞迪（BYD）和名爵（MG）的純電動車型價格通常低於大眾、特斯拉（Tesla）、奔馳和福特（Ford）的相似車型。在英國市場，名爵也展現出了較強的價格優勢，雖然比亞迪的純電動車型價格和大眾汽車相近，但仍然低於其他品牌。

儘管中國純電動汽車的價格更低，但是銷售毛利率卻不低。以比亞迪和特斯拉為例，2023年比亞迪的銷售毛利率為20.2%，超過特斯拉。特斯拉2022年的營業利潤率為16.8%，但是為了提高競爭力，特斯拉在美國、中國和德國等多個市場降價，導致2023年利潤率下滑了7.6個百分點，至9.2%。

在特斯拉2023年降價的同時，豐田的均價卻從年初的3.8859億美元漲到年末的4.0062億美元。因此也不難理解，部分傳統汽車企業將重心轉移到成本更低、利潤率更高的混合動力汽車上。

貿易壁壘應對中國車企崛起

電池是決定電動汽車成本的關鍵因素，佔電動汽車製造成本的40%至50%。根據彭博新能源財經的數據，中國的電池組均價為127美元/kWh（千瓦小時），而歐洲則高出33%。

相較於歐洲，中國向美國出口的純電汽車佔比要少得多。儘管美國已經對中國的電動汽車加徵了27.5%的關稅，但美國汽車製造商及其政治盟友依然呼籲提高針對中國電動汽車的貿易壁壘。近期，拜登正在考慮採納三位來自汽車製造大州密歇根州和俄亥俄州的參議院民主黨成員的提議，即提高對中國電動汽車進口的關稅，採取更嚴格的措施阻止中國汽車進口。

總體而言，儘管歐美地區的電動汽車市場並未出現整體放緩的趨勢，但在政策調整和市場需求的雙重影響下，BEV的增速有所減緩，HEV的表現更加強勁。轉變的背後，既有被動的原因，也有主動的原因。

被動的一面，主要是歐盟在財政壓力下補貼退坡，導致純電和插電式混動的銷量下降；美國出於平衡傳統能源企業和傳統汽車製造商利益的政治阻力，選擇在大選年放緩了電動汽車的發展目標。

主動的一面，體現了歐美車企的「以退為進」——先在成本更低、技術更成熟、利潤率更高的傳統燃油車和HEV車型上積累起足夠的利潤，再利用提高關稅和設置貿易壁壘等手段換來保護時間，最終還是為了應對來自中國電動車廠的強大競爭。

購買力增加 樓價反彈可期



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁

自從樓市全撤辣後，樓市各板塊齊齊起勁，尤其是一手盤蜂擁而出，交投在3月份更勇破單月紀錄新高，氣勢一時無兩。據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料統計75大鐵路沿線屋苑，4月份共錄898宗一手註冊，按月增加約85.9%，創十三個月新高，由於註冊量屬滯後數字，4月註冊個案一般主要反映3月樓市於財案全面撤辣後的暢旺市況。

說回最近的市況，二手交投略見整固，其實樓市正靜悄悄地儲蓄向上動力，有望未來進一步配合好消息爆發。首先不得不提的是居屋市場。在新一批「白居二」陸續出動，以及早前特區政府收緊「富戶」政策之下，最近不少「白居二」及「綠表」買家爭相入市，大大惠及居屋市場表現。

根據土地註冊處資料顯示，二手居屋（包括已補地價的自由市場及未補地價的第二市場）4月份錄659宗註冊，較3月的349宗增加約88.8%，創十三個月新高。雖然4月份註冊個案一般主要反映3月市況，但隨着撤辣後樓市氣氛持續向好，加上踏入租務旺季，相信4月份二手居屋註冊量有望持續向上。

個人認為，白表及綠表客提速入市，配合特區政府早前推出的「居屋按揭保證期最長延至50年」的措施，估計只要未來聯儲局正式公布減息時間表，

屆時將有更多買家重回二手或於居屋市場尋寶，盤活樓市換樓鏈，對於樓市整體表現帶來很大幫助。

租金回報升 吸投資者入市

另一股樓市動力正是租務市場。根據特區政府最新公布，截至今年4月底，「高才通」及其他人才計劃已錄得約29萬宗申請，當中近18萬宗獲批，更多達逾12萬人已來港。需知不少專才初來港時均喜歡先「租樓」熟習環境，其後再慢慢轉租為買，大批人才湧港，明顯刺激香港租務市場表現。

綜合美聯分行資料，以本港10大屋苑4月份市場租務個案為例，期內合共錄302宗租務成交，雖然按月略為回落，但較去年10月至今年3月的半年間，平均每月約288宗仍高出近5%，並穩企逾300宗水平，可見租務持續活躍。

此外，住宅租金亦同步回升。美聯「租金走勢圖」3月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租約35.83元，按月回升約0.6%，連跌三個月後回升，並創四個月新高。

其實不少來港專才租客均具備入市實力，而且是未來樓市潛在買家，故此當下租務市場暢旺，正好成為未來買樓「生力軍」；而且租金持續上升，提升租金回報率，有助吸引投資客伺機入市，以長線收租之用。

由居屋及租務市況分析，樓市正進一步積蓄爆發動力，只要未來投資氣氛進一步向好，配合步入減息潮，屆時勢可助樓價進一步反彈。