

能加劇美元的走弱，從而推升人民幣匯價。



中全會以來，變化最明顯的資產是人民幣，從7月22日到9月2日，離岸人民幣兌美元匯率從7.29升至7.09。美元走弱是人民幣升值的主要原因，7月開始，美元被「三連擊」。先是美股二季報出來後，部分機構開始減持美股七巨頭科技股；然後，美國7月非農數據表現堪憂，引發衰退交易和降息交易；最後，日本央行超預期加息，引發套息交易反轉，加速了美元和美股的下跌。

人民幣升值如何影響貨幣政策

天風視野 宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

人民幣升值也和與內部環境有關，三中全會有助於降低經濟轉型過程中的長期風險，減輕人民幣匯率短期失速的壓力。三中全會提出了通過要素市場化改革，做大地方政府總收入的蛋糕；改革地方政府激勵約束機制，約束債務擴張、重複建設、不公平競爭行為；賦予地方更多財權，中央承擔更多事權。

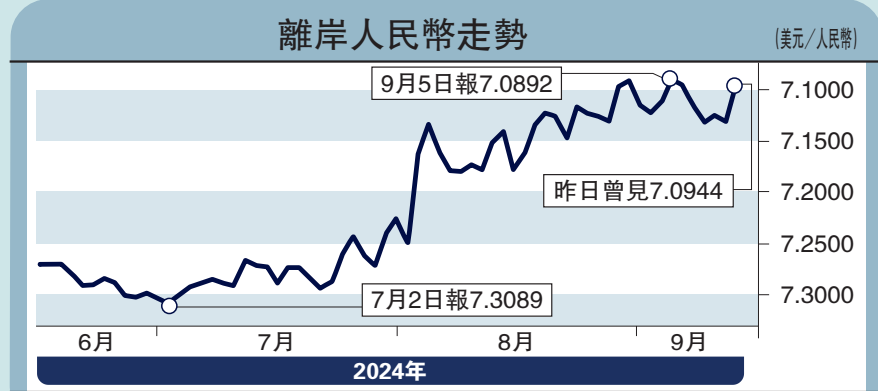
截至8月底，人民幣匯率中間價和即期匯率之間的偏離度完全收斂至0，說明人行當前已經無需動用逆周期因子來緩解人民幣貶值壓力，外匯掉期隱含的1年期美元境內外利差由7月底的100基點收斂至8月底的43基點。

美元貶值的原因並未消退，無論是美聯儲降息，還是美股的波動性，都可能加劇美元的走弱。美股二季報調整可能只是前兆，硅谷和華爾街對AI敘事已經產生分歧，如果依然沒有能夠產生業績的「殺手級」應用，那麼分歧可能加劇成矛盾，在下一個財報季來臨時，變成更大的波動。美國大選進入白熱化階段，政治不確定性也對美元指數形成挑戰。通常情況下，美元指數的強勢往往反映出美國政治的穩定性和盟友對美國資產的支持，大選期間的政治動盪可能打破這種穩定局面，對美元指數構成壓力。

中國貿易順差與結匯順差之間的巨大差額，反映出「藏匯於民」的現象，也是未來人民幣升值的潛在驅動力。今年中國出口表現強勁，貿易順差創下歷史新高，但不斷新高的貿易順差並沒有反映在外匯儲備上，說明貿易企業為了追求美元升值和較高的美元存款利率，沒有將外匯收入及時結匯，而是選擇了「藏匯」。自2022年以來，中國出口商和跨國公司可能積累了超過5000億美元未結匯資產。一旦人民幣升值預期增強，匯率觸及關鍵點位比如7算時，企業為了避免匯兌損失，可能會將手中的美元兌換成人民幣，從而加速人民幣的升值。人民幣匯率不僅可能突破7，甚至有望達到6.9，這也是過去人民幣匯率的常見波動區間。

人行或繼續降息

從政策角度，人民幣升值後，人行可能繼續降息。今年以來，人民幣多數時間面臨貶值壓力，為了維持匯率在7.3以內，人行使用了包括外匯儲備、逆周期調節因子等在內的工具。降息的必要性並無太大爭議，降息的空間由人民幣匯率決定。在人民幣升值的情況下，人行並未掩飾降息的意圖。觀察到美元開始走弱的跡象後，7月22日人行下調了OMO（公開市場操作）利率10個基點，隨後LPR（貸款市場報價利率）也下調了10個基點，而MLF（中期借貸便利）更是月內第二次操作並直接下調了20個基點，無疑向市場傳遞了明確的信號。人行在降息的同時，也在控制收益率曲線的形態。人行不希望市場預期走得太靠前，尤其是不希望長期債券的投資者提前行動，壓低長期利率，造



成內外利差走擴，導致人民幣匯率的升值空間消失，又轉變為貶值壓力。

所以在考慮進一步降息之前，人行採取了多種策略來控制收益率曲線，比如通過官媒多次提醒市場，長期利率不應過快下降，強調高槓桿可能帶來的風險和波動，特別是對於區域性銀行等小型金融機構。

儘管中國人民銀行規定人行不能在一級市場買賣國債，但在二級市場進行操作是允許的。在2000年前後，買賣國債是人行常用的貨幣政策工具，此後隨著公開市場操作工具的豐富，人行減少了此類操作。最近人行新增了「公開市場國債買賣業務公告」欄目，表明人行通過買賣國債來影響流動性可能成為常態。過去一個月人行已經淨購買了1000億元國債，表明其並非只是口頭干預，而是通過實際行動來影響市場，消除了市場對其操作空間有限的疑慮。

儘管人行賣出了長期國債，但也淨買入了短期國債，表明人行並不希望收緊流動性或推動利率上升，而是希望控制長端利率的下降速度，維持收益率曲線的形態，防止其過於平坦。無論是通過扭曲操作、口頭干預還是直接監管，人行的目的都非常明確，即為了降息創造條件。

在人行降息之前，存款利率已經持續下調。在存款利率下調的基礎上，如果人行降息，LPR會繼續下降。LPR會帶着增量房貸利率下降，而存量房貸利率下降的速度較慢，因為存量房貸是銀行穩定且重要的資產收益來源。雖然二季度銀行的淨息差已經降至1.54%，大幅降低存量貸款利率的空間有限，但適時適度降低存量貸款利率也是合理的，因為如果新舊房貸利率差過大，銀行還是會損失掉優質資產。

提前還款的現象在今年二季度增量房貸利率再次下調後再度升溫，部分地區的新舊房貸利率差距可能高達100基點以上。比如北京目前首套房的房貸利率是LPR-45基點，而存量房貸利率是LPR+55基點，這樣新舊房貸利率就有100基點利差，如果是多套房購房者，利差還會更大。偏高的房貸負債也是一線城市消費偏弱的原因之一。高房價時期的債務負擔擠出了消費能力，偏高的新舊房貸利率也擠出了一線城市居民提前還貸的動機更強。

一線城市的社會消費品零售總額（社零）增速自年初以來一直是負增長，而全國的增長主要依靠二、三、四線城市的正增長帶動。最近輿論對一線城市消費數據下滑的關注度上升，這種壓力可能會促使政策進行調整，以緩解房貸承擔者的利息負擔。事實上，銀行也擔心客戶提前償還貸

款，為了留住客戶也會配合貸款人的需求，幫助進行貸款置換。

如果存量房貸利率能夠下調，最受益的應該是在2019年至2021年期間的利率和房價較高時期買房的家庭。以30年期的100萬元的貸款為例，如果房貸利率下調100基點，等額本息模式下，每月的還款額會減少500至600元。當然實際下調幅度估計最多有40基點，但一定程度上也能改善家庭財務狀況。

與以舊換新或一些口頭鼓勵的消費支持政策相比，降低存量房貸利率政策也具有強烈的積極信號，尤其是在面對不佳的經濟數據時。在貨幣寬鬆的背景，財政政策也將更加積極。過去我們觀察到貨幣政策和財政政策之間存在一定的不同步性，部分原因是匯率無法承受進一步貶值的壓力。當匯率貶值壓力消失後，人行可以購買國債來增加市場流動性，財政也可以加快發債節奏和政策落地，這種協同作用有助於促進經濟增長和穩定金融市場。財政積極，一方面體現為加快落地已承諾資金的使用，比如設備更新、以舊換新的3000億資金由中央財政承擔，來源是超長期特別國債，加快了汽車家電的以舊換新補貼發放，短期政策刺激效果體現在了8月汽車零售銷售的反彈。

加大投資製造業升級

另一方面是加大投資，當前政府不太可能將資金投入到房地產和傳統基建領域，財政資金更多聚焦製造業升級和新型基礎設施（水利、電力、算力）。政府推動的「以舊換新」政策主要針對智能家電和新能源汽車，既符合製造業升級、技術進步、提高效率的方向，也符合減少碳排放、可持續發展的趨勢。關鍵基礎設施建設也中央財政投資的核心方向，比如在水利領域，近年來對內陸航運和運河的投資顯著增加，內陸航運的成本遠低於陸運，對於時間敏感度不高的運輸業務來說，經濟性更為顯著。

積極的財政也可以是中央加槓桿，比如修改赤字率以彌補財政收支缺口。今年1至7月，全國一般公共預算收入同比下降了2.6%，政府性基金收入情況更不樂觀，下降18.5%。與此同時，公共預算支出同比增長了2.5%，反映了當前財政缺口的嚴峻狀況。去年10月底增發國債後，赤字率最終3.8%，今年年初設定的3%赤字率預留了調整的可能性。如果增加的1萬億長期國債無法覆蓋增加的財政缺口，那麼調整赤字率將變得必要，考慮到去年已經有過類似的調整，今年再調整也不會感到意外。下一次人大常委會會議是否討論這個問題將成為重點。

內地積極發展第三支柱養老保險

宏觀政策 中國銀行研究院

9月11日，國務院發布《關於加強監管防範風險推動保險業高質量發展的若干意見》（以下簡稱《意見》），從嚴格市場准入與機構監管、整治違法違規行為、防範化解風險等方面提出十條要求。《意見》明確要積極發展第三支柱養老保險，主要關注點如下：

第一，第三支柱養老保險內涵豐富。內地從20世紀90年代開始着力構建第三支柱養老保障體系：第一支柱國家基本養老保障已於上世紀90年代開始全面推行，目前已有近11億人參加；第二支柱企業補充養老保障於21世紀初開始建設，目前有7000多萬人參加企業年金和職業年金；第三支柱個人補充養老保障一直在嘗試構建，2022年開始試點的個人養老金制度是第三支柱的典型代表，目前已有6000多萬人開立個人養老金賬戶。但是，第三支柱養老保障的內涵不僅限於個人養老金賬戶，凡是個人為養老所做的補充財務安排都屬於第三支柱的範疇，包括個人養老儲蓄、養老保險、養老理財、養老信託等多種形式。第三支柱需要政策引導，但更需要居民自發參與。

內地居民習慣於依靠第一支柱作為養老金的主要來源，隨着人口老齡化加劇，第一支柱的相對保障水平必然有所下降，發展第二支柱與第三支柱的補充保障作用勢在必行。個人養老金制度試點推行的意義不僅在於個人養老金賬戶的建設，更是喚醒居民開展退休理財規劃的意識，引導居民做好多樣化養老保障和跨期財務規劃。當然，發展好第三支柱還要金融產品支持。《意見》明確支持保險公司發展商業保險年金與商業養老金業務、鼓勵開發保險類個人養老金產品、推動專屬商業養老保險發展，旨在保障第三支柱發展所需的養老保險產品供給。

第二，保險類產品對個人養老金制度的支持力度不斷加大。根據國家社會保險公共服務平台與個人養老金銀行保險行業信息平台的信息，截至2024年

9月12日，保險類個人養老金產品共103隻，其中在售產品66隻，分別相對於二季度末增長21隻和16隻。保險類個人養老金產品分為專屬商業養老保險、年金保險與兩全保險三種類型，2024年以來三種保險類個人養老金產品的數量已增長45隻。同期，儲蓄類、理財類、基金類個人養老金產品數量增長分別為0隻、3隻和36隻。比較而言，保險類個人養老金產品不僅增長數量最多，增長速度也最快。《意見》明確鼓勵開發適應個人養老金制度的新產品和專屬產品，未來，保險類產品對個人養老金制度的支持力度還將不斷加大。

雙向發力支持銀髮經濟

第三，保險業要在產品端和資金端雙向發力支持銀髮經濟發展。在產品端，一方面財產保險公司要聚焦提供養老機構綜合責任保險、開發居家養老責任保險等養老服務專屬保險產品，支持養老服務機構發展；另一方面人壽保險公司要開發商業長期護理保險產品，為老年人的長期護理服務提供補充保障。目前，我國已在49個城市試點社會保險形式的長期護理保險，二十屆三中全會決定加快建立長期護理保險制度，但仍可預期，全面實施的長期護理保險制度將重點保障重度失能群體的基本護理需求，還需要開發商業長期護理保險產品來保障中輕度失能群體的長期護理服務需求與重度失能群體的多樣化護理需求。

在資金端，保險公司一方面通過建立養老社區為養老服務產業提供直接融資來源，另一方面通過設立養老產業投資基金，為養老產業提供資金支持。目前，泰康保險、中國人壽保險、中國太平洋保險、中國平安保險等多家保險集團在省市布局養老社區，中國人保、國壽保險、大家保險等也已設立大型養老產業投資基金支持養老產業。《通知》明確要依法合規促進保險業與養老服務業協同發展，未來，保險業對養老服務產業的支持力度將進一步增強。

人才湧入 豪宅市場看高一線

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部行政總裁

近期本港經濟氛圍向淡，樓股市場陷入整固，尤其臨近減息前夕，市場普遍估計美國聯儲局將於未來一周落實減息，故不少準買家均趨於觀望，謀定而後動。事實上，在減息機會高唱入雲下，業主信心略見轉強，令近期樓價荷盤減少，拖累二手交投回軟；樓價走勢難免同步陷入低迷。

「美聯樓價指數」最新報129.31點，按周跌約0.08%，連跌12周；2024年迄今跌約6%，創8年新低。

在減息前夕，近期發展商正相繼提速推盤，試圖搶佔減息後的市場先機。綜觀近期新盤概況，個人認為，新盤首批單位將依然以「保守價」推售吸引市場目光，但在「減息」效應下，除非個別發展商急於套現，否則相信難以重現「蝕本價」賣樓，這有助改變買家「遲買更平」的心態，亦能增強買家入市信心。

個人預期，只要新盤樓價企穩，而且一手餘貨量漸趨下降，屆時二手業主無需再「被動」地跟隨發展商以低價賣樓，有助穩定樓價表現，預期今年第4季樓價平穩發展，甚至出現反彈。

另一方面，在近日整體樓市交投疲憊之際，豪宅表現依舊不俗，回潮特區政府於2月底全撤辣以來，豪宅成交已顯著回彈，其中逾5000萬元豪宅交投更明顯升溫，反映不乏實力買家偷步入

市。

首8月豪宅交投超去年全年

據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，今年首8個月整體一手成交量錄10288宗，逼近去年全年10479宗水平；當中逾半億元一手豪宅跑贏大市，今年首8個月逾5000萬元一手成交量錄230宗，率先超越去年全年201宗，並高出約14.4%，同時已創3年新高。

眾所周知，香港土地資源稀缺，尤其是用於豪宅或洋房開發的優質土地更是鳳毛麟角。根據差餉物業估價署資料顯示，截至2023年底，在不包括村屋之下，全港共有約127萬個私人住宅單位，而洋房數量只有近1.97萬幢，即僅佔全港單位總數約1.5%，凸顯洋房供應彌足珍貴。

同時，各類外來專才及內地生湧港，對於向來對豪宅情有獨鍾的內地人而言，豪宅需求自然是有增無減。根據特區政府最新數據，各項輸入人才計劃共收到逾32萬宗申請，其中近20萬宗獲批，而已經進入香港工作和居住的有近14萬人，令香港人口接近753萬人，接近歷史高峰，有助刺激豪宅租賃需求。

減息周期迫在眉睫，有助消除樓市不明朗因素，同時隨着第4季豪宅新盤相繼推出或加推應市，再配合特區政府「搶人才」計劃威力進一步發酵，吸引愈來愈多高才、專才及其受養人到港，估計豪宅將繼續受買家追捧，整體表現可望看高一線。



▲今年首8個月豪宅一手成交量錄得230宗，率先超越去年全年201宗。