

中國實施「穩健」貨幣政策基調已達十四年，從當前境內外情況來看，貨幣政策基調有必要、也有條件調整為「適度寬鬆」。



中國實施「穩健」貨幣政策基調已達十四年之久。當前境內外經濟形勢已發生重大變化，特別是中國面臨較為嚴峻的需求不足、通縮和下行壓力，而美歐貨幣政策則正在全面轉向寬鬆。在此背景下，中國的貨幣政策是否仍應繼續維持「穩健」基調？本文將展開討論。

幣策轉向「適度寬鬆」正當時

評經議濟 連平
中國首席經濟學家論壇
理事長

回顧過去30年中國貨幣政策的實踐，貨幣政策基調由緊到鬆依次可劃分為「從緊」、「適度從緊」、「穩健」、「適度寬鬆」和「寬鬆」等區間。貨幣當局根據客觀形勢變化，以「穩健」為中樞，在「從緊」與「寬鬆」之間靈活調整，以達到穩經濟和逆周期調節的目的。

1993年，中國出現經濟過熱和較嚴重的通脹現象，中央採取適度從緊的貨幣政策，到1996年底，持續3年的通貨膨脹大幅回落。1997年，中國面臨內需不振的情況，疊加亞洲金融危機爆發帶來嚴峻的外部衝擊，形成了通貨緊縮的局面，為應對內外壓力，貨幣政策基調則從「適度從緊」轉向「穩健」，通過適當增加貨幣供應量保持人民幣幣值穩定，並運用信貸槓桿促進擴大內需和增加出口。

2007年底，為防止經濟增長由偏快轉為過熱，中央經濟工作會議將2008年貨幣政策基調定為「從緊」。2008年9月，以雷曼兄弟銀行破產為標誌，美國次貸危機加速升級，中國經濟也受到百年未遇之金融危機的波及，中央遂決定實行積極的財政政策和「適度寬鬆」的貨幣政策，並且延續至2010年。

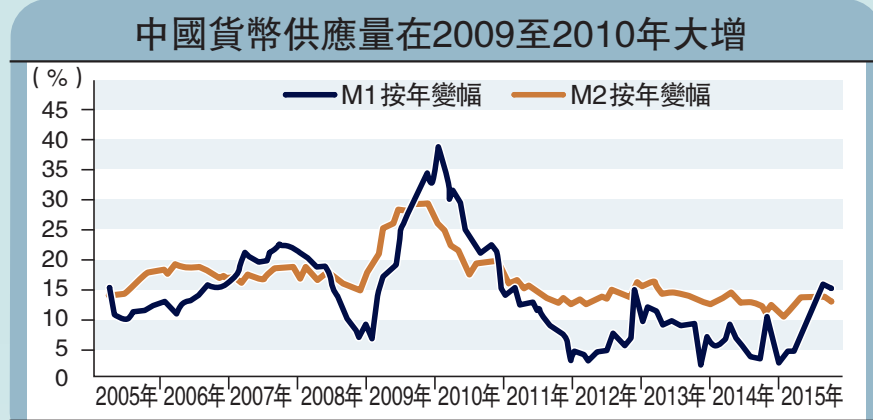
2011年起，為了防通脹、防資產價格泡沫、防「熱錢」異動和防金融風險，中國重回「穩健」貨幣政策基調。自此至今約14年，中國貨幣政策基調沒有發生大的變化，只是在實際運作中有偏鬆或偏緊的傾向。其中，2011至2013年穩健的貨幣政策總體上表現為偏緊，強調對通脹的防範；2014至2019年穩健的貨幣政策回歸「穩健中性」，強調不鬆不緊；2020至2024年穩健的貨幣政策實質上是偏鬆，突出了貨幣政策的靈活適度和精準有力。

刺激內需 提振信心

從當前境內外情況來看，貨幣政策基調有必要、也有條件調整為「適度寬鬆」：

首先，從國內環境看，宏觀經濟和金融指標較為疲弱，亟需貨幣政策進一步發力支持。2024年8月，中國製造業PMI(採購經理指數)為49.1，按月下降0.3個百分點，製造業景氣度繼續回落，且為連續4個月低於50榮枯線。今年以來，製造業PMI僅在3、4月短暫站上榮枯線，其餘6個月均不足50；而2023年也僅有4個月高於榮枯線，8個月低於50。換言之，近兩年中國製造業大部分時間處於不景氣的狀態。

從金融數據看，8月廣義貨幣(M2)餘額按年增速為6.3%，已連續5個月低於8%；狹義貨幣(M1)餘額按年下降7.3%。7月人民幣新增貸款僅2600億元(人民幣，下同)，如果剔除5586億元票據融資，實際新增貸款為負；8月人民幣新增貸款雖



回升至9000億元，但與2021至2023年同期的1.22萬億至1.36萬億元相比，仍有不小差距。從分項數據看，居民和企業的短期、中長期貸款規模均明顯下滑，需求不足導致信貸下降的因素可能要超過季節性因素。此外，物價、房地產、消費等指標也處於持續低迷狀態。

其次，現有「穩健」貨幣政策基調與市場心理預期之間存在明顯落差。2020年至今，即便是面臨新冠疫情等外部重大衝擊和內需不足，貨幣政策基調也僅僅只是從「穩健中性」基調向保持穩健的貨幣政策「靈活適度」、「靈活精準、合理適度」、「精準有效」等偏鬆方向調微，但總體基調仍是「穩健」。

2023年以來，人民銀行對LPR(貸款市場報價利率)利率進行了多次調整，如1年期LPR利率分別於2023年6月、2023年8月和2024年7月下調了0.1厘，5年期以上LPR利率分別於2023年6月、2024年2月和2024年7月下調了0.1、0.25和0.1厘。除了5年期LPR利率2024年2月由4.2厘降至3.95厘幅度稍大外，其餘減息幅度都很小。這與歐美國家連續減息時動輒0.25至0.5厘，甚至單次最大幅下調1厘相比，其象徵意義多於實際意義，與市場預期之間存在明顯的落差，因此小幅減息難以對市場產生明顯影響。從加強預期管理、有效引導市場預期的角度看，盡快對貨幣政策基調作出合理的、恰如其分的調整，將有助於提振市場信心，改變當前市場預期普遍偏弱的狀況。

再次，從政策協同的角度看，為增強逆周期調節效果，貨幣政策有必要更好地配合財政政策，實施「雙鬆」組合。在逆周期調節過程中，政府通常會使用擴張性財政政策，通過舉債、赤字、減稅和擴大政府支出等措施來刺激社會總需求。但由於擴張性財政政策自身存在「擠出效應」的副作用，即當政府支出增加時，貨幣需求會相應增長，在貨幣供給既定情況下，利率會上升，導致私人部門投資受到抑制。此時往往需要搭配擴張性貨幣政策，通過增加貨幣供應量來抑制利率上行。

美啟動減息 提供政策窗口

近年來，中國財政政策基調明確定位於「積極的財政政策」，並提出「加力提效」，整體偏向擴張。2023年全國財政預算赤字最初設定為3%，2023年10月對預算進行調整，

增加了1萬億元超長期國債，最終財政赤字率達到3.8%。2024年，中國預算赤字率繼續設定為3%，地方政府專項債券的額度安排為3.9萬億元，較去年進一步增長，同時決定今年起連續幾年大規模發行超長期特別國債。在財政政策基調明顯擴張的同時，貨幣政策勢必要給予積極配合，包括加大流動性供應，進一步降低利率水平等。此時貨幣政策基調就很有必要作出相應調整，由「穩健」調整為實質性的「適度寬鬆」。

最後，外部環境變化為中國貨幣政策基調調整提供了時間窗口。8月23日，美聯儲主席鮑威爾在全球央行行長會議上發表講話，正式確認「政策調整的時機已經到來」。筆者預計，本輪美聯儲減息周期持續時間或長達14至16個月，減息6至8次，累計減息幅度1.5至2厘。不可否認，近年來，在經濟下行壓力和通縮壓力持續增大的情況下，中國貨幣政策基調依然未作出調整，很重要的原因是美聯儲實施的高利率政策對中國經濟金融所產生的掣肘。當下，美聯儲已經開啟新一輪減息周期。在此背景下，中國貨幣政策基調獲得了難得的調整時間窗口，具備了推動新一輪降準、減息的空間。

釋放明確政策信號

「適度寬鬆」的貨幣政策基調介於「穩健」和「寬鬆」之間，在當前情況下實施具有三點積極意義：其一，相比「穩健」的貨幣政策基調更積極進取，可匹配總量、價格和結構性貨幣政策工具更大力度的運用空間，向市場注入充足流動性，並推動實際利率顯著走低；其二，相比「寬鬆」的貨幣政策基調要相對更審慎。由於寬鬆力度相對適度，因而可以避免導致「大水漫灌」和嚴重通脹等後遺症；其三，與當前名為「穩健」但實際偏鬆的貨幣政策基調相比，其最大的積極意義在於，能夠向市場發出更加清晰、明確的政策信號，使得市場各方更好地領會政策的寬鬆意圖，並對後續政策形成一致性積極預期，增強對於經濟復甦向好的信心。

既然近年來降準、減息，以及結構性工具頻繁向鬆方向調整，而且未來一個階段，繼續逆周期調節方向不會改變，那麼為什麼不能實事求是地將「穩健」基調適時調整為「適度寬鬆」基調呢？綜合各方面情況來看，當前推行真正意義上「適度寬鬆」基調的貨幣政策條件已經成熟。

日股泡沫破滅後的投資啟示

斌眼觀市 朱斌
華福證券
首席策略分析師

1989年是日本股市上一輪峰值，之後步入十多年的低迷期。東證指數在1989年12月18日創出2884點的收市新高後，一路震盪下行，直至2003年3月11日見底，收報770點。在近13年的時間裏，東證指數跌幅高達73.3%。

儘管指數回調幅度很大，但是這13年，日本的股市並不是一無是處。從行業層面來看，很多行業呈現出了不錯的投資機會，對於其他市場也有一定的參考價值。

從Wind一級行業來看，從1990到2002年，各個行業的投資機會都不少。我們將各個行業中個股漲幅的平均值與東證指數漲幅進行了對比。先將每一年行業漲幅跑贏指數漲幅，且顯著為正收益的行業(包括一級行業、二級行業和三級行業)進行標紅，將之稱為「顯著跑贏指數」的行業。我們可以發現一些有趣的特徵：

從行業「顯著跑贏指數」的情況來看，1990到2002年間的日本股市，整體呈現出「熊長牛短」的狀態。在1990到2002年的13年間，所有一級行業都呈現下跌的年份有4年，佔比超過30%，而一級行業只有1個「顯著跑贏指數」的有兩年，分別是1999年和2002年，一級行業只有兩個「顯著跑贏指數」的有一年，是1995年。10個一級行業有超過50%(含)「顯著跑贏指數」的年份有4年，分別是：1991年，6個行業「顯著跑贏指數」；1994年，5個行業「顯著跑贏指數」；1998年，8個行業「顯著跑贏指數」；2000年，7個行業「顯著跑贏指數」。

從行業類別來看，在這13年裏，「信息技術」與「公用事業」是表現最好的兩個行業，分別有5年實現了「顯著跑贏指數」；材料、房地產、可選消費、能源、日常消費次之，分別有4年實現了「顯著跑贏指數」。表現較差的是工業、金融和醫療保健，分別只有三

次、兩次和兩次「顯著跑贏指數」。但需要指出的是，醫療保健在「顯著跑贏指數」的1998年和2000年，對東證指數分別跑出了33.8%和70.5%的相對收益，而工業、金融則沒有這樣的表現。

進一步地，我們再來看二級行業和三級行業的表現(由於公司數量和行業分類的差異，有些一級行業我們落地到了二級行業，有些則落地到三級行業)。從二級、三級行業表現相對較好，只有一個年份(1990年)沒有出現「顯著跑贏指數」的二級或者三級行業，其餘年份中，1991年、1993年、1994年、1998年和2000年，都有10個(含)以上的行業「顯著跑贏指數」。從行業表現看，公用事業下屬的電力Ⅲ(三級行業)、燃氣Ⅲ(三級行業)，日常消費中的家庭與個人用品(三級行業)，信息技術中的半導體與半導體生產設備(二級行業)、軟件與服務(二級行業)，醫療保健中的醫療保健設備與服務(二級行業)都有5年以上是「顯著跑贏指數」。

公用事業板塊韌性較強

綜合起來看，我們可以從日本市場低迷期的歷史經驗中，獲得三點啟示：

首先，指數低迷期確實是一段投資者壓力較大的時期，會有相當比例的年份，大部分行業都會隨指數下行。

其次，那些具有穩健需求、價格穩定的行業，其股價走勢還是顯強韌的，比如日本股市在1990到2002年的低迷期中，公用事業的大部分行業、日常消費和醫療保健的部分需求穩健行業，都體現出了十分可觀的相對收益和絕對收益。

第三，有自身α屬性的行業(如科技和創新藥等)，也能在特定時期表現出十分強勁的爆發力，如日本當年的半導體與半導體生產設備(二級行業)、軟件與服務(二級行業)，以及製藥、生物科技與生命科學(二級行業，在2000年有十分突出的表現)。

筆者認為穩健需求以及科技創新，是投資者可以在市場低迷時期可以重點準備與布局的行業。

減息超預期 樓價有望回穩

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁

美國聯儲局公布最新議息結果，大幅減息0.5厘，這是美國自2020年3月以來首次減息，減息幅度不但較預期高，而且今年還有進一步減息的可能。更重要的是，本港大型銀行今次亦超乎預期減息0.25厘，隨着減息周期啟動，相信有望帶動資金流入其他投資板塊。

現時本港樓價已經較高峰期跌近三成，加上租金升幅凌厲，對自用及投資極具吸引力，磚頭價值有望重新抬頭。雖然與3年前相比，本港按揭息率明顯上升，但隨着樓價高位回落，加上期內家庭收入上升，令到買家入市能力反而提升。

以一個約850萬元的單位為例，2021年8月樓價高位、供款30年及七成按揭計算，當時「經絡按揭息率指數」(MMI)僅1.58厘，即每月供款約20764元；現時樓價已由高位下跌約28%，即該單位樓價跌至約612萬元，假設同樣以供款30年及七成按揭計算，今次本港按揭息率下調0.25厘，預計MMI由今年8月4.14厘減至3.89厘，上述個案的每月供款調低至20182元。由於居於私宅的家庭月入中位數由3年前約3.76萬元上升至最新4.1萬元，令供樓負擔比率由55.2%下調至約49.2%。可見息口下調0.25厘，加上收入增加、供樓負擔減輕，置業更容易。

與此同時，最新7月份本港定期存款高達9.97萬億元，創出紀錄新高。隨着美國踏入減息周期，本港息率將會

進一步下調，定期利息亦續減，將驅使資金流出。保守估計只要當中1%流入樓市，即可帶來997億元成交額，以今年首8個月平均每個住宅單位(包括一手及二手)820萬元計算，等同於約1.2萬個單位的需求，預計減息將刺激樓市成交，樓價或有望喘定回穩。

再者，近年租金持續攀升，美聯「租金走勢圖」最新8月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租約37.88元，連升6個月，並創近5年新高。隨着本港按揭回落，市民入市置業的意欲亦會提高，將促使「轉租為買」個案增加；同時，近年租金升、樓價跌，帶動租金回報率向上。相信隨着本港按揭回落，而上升不少的租金回報率亦會吸引部分投資者加快入市步伐，有助成交量上升。

新盤加快應市 成交轉旺

筆者認為，不少新盤會趁利好消息下接連登場，料第四季一手成交量有望達至4700宗，較本季估計約2600宗大升約八成；二手方面，在新盤搶攻之下，表現未及一手，估計第四季二手住宅成交量約9500宗，較本季估計約9000宗上升逾5%；至於樓價方面，料本港樓價未會即時急彈，惟樓價或有望喘定回穩。

美國息口終於回落，影響本港樓市的多項指數亦見好轉，現時樓價已對投資者具相當的吸引力，因此筆者建議特區政府將住宅物業納入投資移民的適用範圍，以吸引更多內地及海外的資金、人才及家族到港發展，進一步推動本港的經濟增長，並且對住宅成交帶來正面支持。



項目減息見周來臨，加上影響樓市的投資數據見好轉，現時樓價對投資者的吸引力。