

長期來看，結構性改革是推動經濟復甦與持續增長的關鍵。



中國本輪貨幣政策「組合拳」效果驚人，同時中國人民銀行着力扭轉市場預期，中共中央政治局會議提振經濟信心。外界最為關心的是，政策為何出現反轉？貨幣政策是否全面轉向寬鬆？股市是否迎來一輪大牛市？

政策組合拳扭轉市場悲觀預期

大學之道 清和
智本社社長

9月24日，在國務院新聞舉行的新聞發布會上，人民銀行行長潘功勝宣布了幾大利好政策：近期將下調存款準備金率0.5個百分點，向金融市場提供長期流動性約1萬億元（人民幣，下同）；降低中央銀行政策利率，7天逆回購操作利率下調20個基點（於27日公布進行公開市場7天期逆回購利率從1.7厘調降至1.5厘，同日，還開展總額2780億元的14天期逆回購操作，利率也下調20個基點至1.65厘。）；引導商業銀行降低存量房貸利率，預計平均降幅大約在0.5個百分點左右；將全國層面的二套房貸最低首付比例由25%下調到15%，統一首套房和二套房的房貸最低首付比例，同時研究允許政策性銀行、商業銀行支持有條件的企業市場化收購房企土地；創設互換便利（首期5000億元）與專項再貸款（首期3000億元）等兩個流動性工具。

9月26日，中共中央政治局召開會議，強調「要加大財政貨幣政策逆周期調節力度」，首次提出「要促進房地產市場止跌回穩」、「要努力提振資本市場，大力引導中長期資金入市」，廣大黨員、幹部要勇於擔責、敢於創新。

今年以來，受到有效需求不足、高負債和低預期的拖累，中國經濟增速下行壓力較大，通脹持續低迷，樓市股市等資產價格跌勢加劇，流動性風險上升。

數據顯示，8月份社會消費品零售總額同比增長2.1%，增速較上月下降0.6個百分點，為今年以來的第二低。今年前八個月，全國固定資產投資同比增長3.4%，其中房地產開發投資下降10.2%，民間投資下降0.2%，外商企業投資下降17.7%。進入8月份，房地產投資、銷售、融資和價格均延續較大幅度跌勢，其中，新建商品房銷售額同比下跌17.06%，個人按揭貸款同比下跌22.05%。

居民消費價格指數（CPI）延續低迷，工業生產者出廠價格指數（PPI）加速下跌。8月份，CPI同比上漲0.6%，除了食品外，其他主要項目均下跌；PPI同比下降1.8%，跌幅擴大1個百分點，連續二十二個月下跌。

人行最新報告顯示，2024年二季度末，個人住房貸款餘額37.79萬億元，同比下降2.1%。較前兩年的歷史峰值，個人住房貸款餘額減少了1.2萬億元。今年上半年，六大行的個人住房貸款餘額減少了3118億元。

8月末，廣義貨幣（M2）餘額305.05萬億元，同比增長6.3%，增幅與上月持平。狹義貨幣（M1）餘額63.02萬億元，同比下降7.3%，降幅較上月擴大0.7個百分點。

由於金融系統具有加速器效應，一些實體部門壓縮資產負債表正在推動銀行縮表，銀行縮表可能加速流動性下降。這一趨勢或許引起了決策層的高度警惕。面對這種形勢，宏觀政策的首要任務應該是遏止流動性風



險，避免通縮常態化。

減息降準改善需求不足

從技術上難解釋貨幣政策組合拳的出台，但為何在這個時間點出或或許還需要考慮其他因素。這次國新辦發布會與中共中央政治局會議召開的時間、內容具有相當的一致性，政策組合更可能是中央決策，而非技術性決策。

中央決策考慮的問題可能更加宏觀、突破技術分析範疇，可能更加關注深層次的問題，以及國際、國內社會層面的影響。9月中旬，中央領導指示「努力完成全年經濟社會發展目標任務」，而7月三中全會上的表述是「堅定不移實現全年經濟社會發展目標」。這說明完成經濟增長目標的壓力在增加，掌管貨幣政策的人民銀行必須作出反應。在這次中共中央政治局會議上的表述與「三中」全會一致，彰顯完成目標的信心。

此外，國內呼籲大規模經濟刺激政策出臺的聲音也在增加，以歐盟商會為代表的外資企業亦希望政府擴大經濟刺激的力度，這些都可能是促成政策在這個時間點調整的關鍵因素。

上半年，宏觀政策力度不足，人行未有降息，政府債券發行進度偏慢，政府支出力度不夠，未能呈現出明顯的逆周期特點。隨着市場利率快速下降，與政策性利率、存量房貸利率之間的利差擴大，增加套利動機，推升了市場風險和貨幣政策失靈的風險，進而推動人行下調政策性利率。

數據顯示，今年1年期國債收益率的走勢與7天逆回購利率出現脫鉤。在這種降息之前，1年期國債收益率較去年底相比下跌了100個基點左右，與7天逆回購利率存在35個基點至40個基點左右的偏差。由於今年人行推動貨幣政策改革，將7天逆回購利率作為政策性利率，短期利率受政策性利率的控制下降速度慢，而中長期利率受經濟壓力下降、市場預期走弱的影響而快速下降。

換言之，在這輪降息之前，1年期國債隱含了35個基點至40個基點左右的降息，而這次7天逆回購操作利率下調20個基點。

由於市場利率快速下降，而存量房貸利率一年一調整，具有一定的黏性，導致二者利差達到80個基點以上。擴大的利差，疊加資產荒、投資回報率下降，驅使居民動用儲蓄或借低利率貸款提前償還存量房貸。這導致了個人住房貸款餘額快速下降，加劇銀行縮表，推高流動性風險。

可見，市場利率快速下行是推動人行降息、存量房貸利率下降的主要原因，具有一定的被動性、滯後性，而且降息幅度並未超出市場隱含降息的範圍。這表明人行在彌合與市場之

間的分歧，是一種補償式降息。

此外，下調存款準備金率與房地產相關的政策基本符合市場預期。統一將二套房首付比例降至15%、研究銀行支持企業收購房企土地，這兩項政策是5月17日推出樓市新政策的延續和強化。

真正大幅超出市場預期、激勵市場信心的政策是股票刺激政策，這是人行首次創設貨幣工具支持股票市場融資。人行將創設證券、基金、保險公司互換便利，支持投資銀行增持股票，首期資金5000億元。互換便利不會增加基礎貨幣投放，證券、基金、保險公司通過國債等票據與央行互換獲得流動性以投資股票。

關於互換便利的作用，一方面人行可以通過互換便利持有更多國債，改善資產負債表結構，另一方面證券、基金、保險公司可以獲得更多流動性增持股票，促進險資、理財資金入市，做大投資銀行。這筆資金更可能流向穩健型、高股息的央國企股（銀行、煤炭、電力）及ETF。今年一季，險資銀行持倉佔比高達48.3%，連續三季重倉銀行股。上半年銀行股股息率超過6%，這一工具容易驅動險資入市套利。

而人行創設專項再貸款（3000億元），這筆貸款提供給上市公司及其主要股東，用於回購、增持股票。這項工具會增加基礎貨幣的投放，資金主要流向央國企股和大型上市公司。

上述兩項流動性工具首期資金合計8000億元，相比匯金公司今年增持A股的規模（估計5000億至6000億元），這筆資金規模不算大，但最重要的是，決策層釋放了非常好的預期。

關於互換便利的規模，潘功勝在記者會上稱：「只要這個事兒做得好，第一期5000億元，還可以再來5000億元，甚至可以搞第三個5000億元，我覺得都是可以的，是開放的。」這實際上就是在做預期管理，以激勵市場做多情緒。

穩經濟長遠要結構性改革

短期來看，互換便利和專項再貸款極大地逆轉了市場預期，徹底改變了A股的走勢。中期來看，股票後續走勢取決於財政政策加碼，以及後續的落地情況。筆者預計，本輪財政將進一步擴張，但財政支出的規模、方向受到財政收入、債務負擔等條件的約束，實際效果可能並不如貨幣政策明顯。長期來看，結構性改革是推動經濟復甦與持續增長的關鍵。

面對當前的經濟形勢，中央需要加大逆周期調節力度，大力降準降息可以扭轉預期，緩解流動性風險，但財政政策是關鍵，結構性改革具有根本性。

經濟復甦助力人民幣升值

財富經緯 王晉勇
珠海華發投控集團
首席經濟學家

9月18日（上週三），美國聯儲局宣布降息50點子，這是自2020年3月以來的首次降息。如何看待這次降息，大多觀點集中於美國通脹已經得到控制，而且經濟熱度有所降低需要貨幣寬鬆加以刺激。而對於世界經濟的影響，不少人認為美國降息或導致美元流入新興經濟體。

筆者認為，在美元霸權的環境下，應當看長遠些、看深層一些。即美聯儲這一舉動背後有多少是被動因素、又有多少是主動因素，以此來分析多大的程度上是美元對世界的「收割」，而多大程度上又是美元對世界的退讓。

先來看看美聯儲降息後各國央行的反應：歐元區、英國和加拿大央行開始下調利率，而印度、韓國和南非等國家央行則在猶豫觀望。由於美元在世界上無可替代的地位，各國貨幣與美元之間的匯率對於本國經濟的影響不言而喻。先於美國降息會導致本國貨幣貶值，造成的雙重影響包括：降低本國產品成本從而有利於出口，提高進口產品價格從而對淨進口國帶來通脹壓力。

大部分亞洲國家的通脹壓力較輕，央行的貨幣政策相對寬鬆。業內人士預計，印度央行可能會很快降息，而韓國和泰國央行也可能在年底前降息。而不少拉美國家已經開始降息，多數海灣國家則幾乎同時下調了關鍵利率。例如，沙特阿拉伯央行將回購利率和逆回購利率分別下調了50點子至5.5厘與5.0厘；阿聯酋央行也將隔夜存款基準利率下調了50點子，至4.9厘；印尼央行也將7天逆回購利率下調25點子至6厘，為三年來首次降息。

中國人民銀行於9月24日宣布，7天逆回購操作利率下調0.2個百分點。可以預見，也會啟動一輪降息周期。（事實上，於27日公布進行公開市場7天期逆回購利率從1.7厘調降至1.5厘，同時，還開展總額2780億元的14天期逆回購操作，利率也下調20個基點至1.65厘。）

筆者此前曾提到過，中美利差會逐步收窄，但這依賴於中國經濟徹底走出當下的低迷，尤其是房地產擺脫目前的困境。當然，這中間有感知放大的成分，因為中國經濟增長仍然是世界上最高的，只是相對於前幾年明顯降低了而已。當下決策層需要充分利用低利率對於經濟的刺激作用，迅速提高社會的投資積極性，促進資本市場的活躍，特別是增強投資者的信心。

至於美聯儲未來的降息步伐，筆者認為取決於通脹是否繼續得到遏制，以

及美國經濟是否持續保持良好勢頭。如果通脹繼續反彈，則降息速度不會很快，同樣如果美國經濟持續向好，則降息壓力不大。

有觀點認為，美元降息後，資本會迅速回流中國，筆者對此持有謹慎態度。

首先，美聯儲降息不會一蹴而就，將會是一個漫長的過程。正如美聯儲主席鮑威爾所言，美聯儲只是「適當地放鬆緊縮政策」，為的是「在經濟適度增長的情況下保持勞動力市場的強勁」。鮑威爾認為目前就業和通脹之間大體做到平衡，未來是否進一步寬鬆貨幣，美聯儲委員會仔細評估經濟數據、不斷變化的前景和風險的平衡。如果勞動力市場意外走弱，或者通脹下降快於預期，才會進一步採取措施。

美減息策略尚待觀察

美聯儲立足於公共利益考慮的平衡，也是就業與通脹之間的平衡。所以，分析美聯儲的降息策略，要看這個平衡可以維持多長時間。從鮑威爾謹慎的言辭來看，他至少不認為這個平衡會很快打破。

其次，美國經濟保持穩定增長，其國內生產總值（GDP）增長可能會保持在2%乃至以上。在這種情況下，勞動力市場意外走弱或者通脹迅速下降的可能性似乎較小。在不遇到極端情況發生的前提下，美聯儲沒有採取進一步下調利率的動力。科技進步對於美國經濟的促進作用並沒有削弱，人工智能（AI）革命帶來的產業擴張方興未艾，所以經濟硬着陆的風險並不大。而通脹是否會超預期下降，則要看消費品住房，以及交通價格是否迅速走低。在美國政府與中國脫鉤立場的影響下，短期內大量低價格消費品湧入美國的可能性並不大，而住房與交通價格的剛性比較大，所以通脹迅速下降的可能性也不大。

再次，資本會不會迅速回流中國，還取決於中美利差是否會很快縮小。當下來看，人行依然採取寬鬆的貨幣政策，利率仍然有一定的下降空間，而中國經濟能否迅速走出低迷，也是不確定的。人行前行長易綱日前表示，「中國目前面臨通縮的壓力」，因此利率回升似乎還看不到。這樣的話，即使明年底美國聯邦基金利率下降到3.4厘，而當下人民幣定期存款利率大約在1.85厘，即使不繼續下調，仍會維持較大的利率差。所以，寄希望於國際資本回流中國在可以預見的未來並不現實。

美聯儲降息緩解了資本外流及對人民幣幣值的壓力，但短時間內仍然不會逆轉美元的強勢。對於中國經濟來說，還是要練內功，加強自身經濟的活力，進一步增強民間信心，促進科技進步和對外開放。

利好頻出 港樓市反彈在望

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部行政總裁

美國聯儲局宣布減息0.5厘，本港多家大型銀行相繼跟進，為市場及一眾「供樓族」帶來驚喜，並對本港經濟及樓市帶來提振作用。近期市場對於減息為樓市帶來的正面效應抱有疑問，適逢筆者日前召開記者會公布有關內容，不妨「借花敬佛」於本欄分享一下。

首先，若對比2月底「全面撤辣」與現時減息的效果，據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》及市場消息，全撤辣後一周內，新盤成交量較消息公布前一周大增近8.2倍至597宗；期內全港35個大型屋苑於該週的二手成交量，則按周增加1.32倍至116宗，全撤辣帶來的刺激效果可謂「立竿見影」。

反觀日前減息後的一周，新盤成交量僅較公布前一周增加1宗；同期二手一周成交量亦只按周上升4宗，可見減息對提振樓市的「威力」並不急勁，亦可見「減息」的效用發揮需時。

筆者認為，2月底「全面撤辣」的效果是即時性的，但卻「後勁不繼」。相比之下，減息威力雖則需時發酵，但結合撤辣，估計對樓市的作用是「細水長流」式的。

除了美聯儲減息帶動本港樓市以

外，亦有愈來愈多正面因素提振本港經濟。例如，現時本港家庭供樓負擔正持續下降。以一個實用面積約500方呎的單位為例，於2021年8月樓價高位、供款20年及七成按揭並以最優惠利率（P）為基礎計算，當時的供樓負擔比率為68.6%，對家庭的支出負擔可謂不輕。

居民供樓負擔下降

但隨着樓價由高位下跌、本港按揭息率下調、同時居於私人住宅的家庭月入中位數上升，令到最新供樓負擔比率已跌至約50.8%，較2021年高位回落17.8個百分點，並創自2016年7月後逾8年新低。供樓負擔比率屬於相對健康水平，勢令準買家置業更輕易，變相利好樓市。

此外，內地三大金融監管機構推出救市「組合拳」，多舉齊下援助樓股市場，同時推動經濟增長，消息已即時令本港股市陷入「亢奮」，以超大成交地連升多日、氣勢如虹，估計本港資本市場亦會受益。

既然中央推出政策刺激經濟，特區政府宜同步配合出招，藉此產生「協同效應」，提升香港經濟復甦速度。筆者建議，特區政府應放寬投資移民的資產涵蓋類別，重新將「住宅物業」納入投資移民的適用範圍，以吸引更多境外的資金、「人財」及家族辦公室到港發展，有助刺激樓市，繼而對本港經濟復甦帶來更正面支持。