



▲內地要解決「總需求不足」問題，啟動經濟，關鍵還是財政政策，必須首先顯著加大財政的擴張力度。

經濟觀察家

近期中央政府公布的一系列貨幣政策令人鼓舞，但也應該看到，貨幣政策所能發揮的作用會受到諸多限制。要解決「總需求不足」問題，啟動經濟，關鍵還是財政政策。必須首先顯著加大財政的擴張力度。中國還有很大的執行擴張性財政政策的空間。

在相當長的時期，中國宏觀經濟政策一直強調「化解過剩產能」、「不採取短期刺激措施、不擴大赤字、不超發貨幣，而是增加有效供給，釋放潛在需求」。

# 財策幣策擴張 紓解需求不足

行成於思 余永定

面對通縮壓力，我們並未立即採取擴張性政策的原因主要有兩個：

首先，沒有明確區分宏觀層面的「產能過剩」和產業層面的「產能過剩」。宏觀層面的產能過剩等於總需求不足，如果通脹和經濟增速同時都在下降，就應該採取擴張性財政政策和貨幣政策。

其次，政府過於擔心中國的高槓桿率（政府和企業的槓桿率），認為沒有執行擴張性財政政策和貨幣政策，特別是擴張性財政政策的餘地。

經驗告訴我們，宏觀經濟政策目標不應過多。名義上，宏觀政策的目標至少有四個，包括經濟增長、就業、物價穩定、匯率穩定。不僅如此，我們還要考慮到產能問題、房地產市場波動、金融穩定等。目標太多就會顧此失彼，其中一些目標應該是其他政策的目標，不應該是宏觀經濟政策的目標，也無法通過宏觀經濟政策來解決。

## 降信貸利率刺激消費

2022年12月中央經濟工作會議和2023年政府工作報告提出，「總需求不足是當前經濟運行面臨的突出矛盾」，標誌着中國宏觀經濟政策的重大調整。

2024年9月24日人民銀行會同國家金融監管總局和證監會、10月8日國家發改委、10月12日財政部相繼在國新辦發布會上，向市場釋放了進一步加強擴張性貨幣政策和財政政策刺激有效需求的重要信號。

中國人民銀行、國家金管總局、證監會同步推出包括降準、降息、降低存量房貸利率等一系列貨幣政策和金融政策是完全正確的。中國人民銀行的一攬子政策，特別是降低存量房貸利率對避免斷供、促進消費應該能夠發揮積極作用。

人行表示，要創設新的貨幣政策工具支持股票市場穩定發展。第一項是互換便利，第二項是創設股票回購增持專項再貸款。人行提出的貨幣政策是積極的，且受到市場的普遍好評。但也應該看到，人行和貨幣政策所能發揮的作用會受到很多限制，最終效果怎麼樣現在還很難說。

例如，最近幾年來，M2（廣義貨幣供應）和M1（狹義貨幣供應）之間的「喇叭口」越來越大，說明在準通縮狀態下，儘管廣義貨幣增速較快，居民和投資者對貨幣的交易需求並沒有明顯增加。降準可以使商業銀行增長信貸創造能力，從而增加貨幣

供應量。但在實體經濟投資需求不旺的情況下，增加貨幣供應量往往導致廣義貨幣中儲蓄存款的增加，形成M2和M1之間的「喇叭口」。

上述情況同樣在美國出現過。只是在2020年3月份後，由於投資需求和消費需求的增長，美國M2和M1之間的「喇叭口」迅速縮小，M1在廣義貨幣中的比重迅速提高。在中國存在嚴重「資產荒」的情況下，降準的信號意義大於實質意義。

事實上，降息也存在類似的問題，雖然降息可以減輕居民的債務負擔，從而有助於鼓勵居民增加消費。但經濟增長前景不佳，即便利率已經很低，投資者也未必願意從銀行貸款，「資產荒」的問題依然無法根本解決。

不僅如此，銀行貸款利率率的下降還要受到存貸差的約束。在決定是否進一步降低MLF（中期借貸便利利率）時，人行必須考慮銀行存貸利差問題。MLF加點形成的LPR（貸款市場報價利率）決定商業銀行的貸款利率，如果存貸利差過低，如小於1.5%，中、小銀行就可能出現虧損。為了避免虧損，銀行就需要調低存款利率，但調低普通百姓存款利率的社會後果也需納入考量。

總而言之，人行需要繼續執行擴張性貨幣政策（或支持性貨幣政策），但要解決「總需求不足」問題，關鍵還是財政政策。「一子落而滿盤活」，必須首先顯著加大財政的擴張力度，然後貨幣政策可以跟進。例如，通過加大公開市場操作買進國債的力度和頻度，抑制擴張性財政政策可能產生的「擠出效應」，進一步發揮擴張性貨幣政策對有效需求的刺激作用。

擴張性財政政策直接刺激投資和消費，「資產荒」的問題就可以迎刃而解。目前10年期國債收益率僅為2.12%。人行擔心金融機構搶購國債會引發金融風險是可以理解的，但也應該看到，長期國債收益率低雖然同「資產荒」有關，但更多還是說明投資者對中國經濟長期前景看好，說明政府還有進一步增發國債的餘地。

## 經濟具韌性 政策空間大

長期以來，政府不願意實行擴張性財政政策的原因，主要是擔心槓桿率過高會導致金融危機。在目前階段，我們毋須過於擔心執行擴張性財政政策會導致政府槓桿率上升，並最終造成財政危機和通脹的可能性。這裏可以用日本的經驗來說明。

1997年，日本的債務餘額對GDP之比為91.2%，中央政府和地

方政府赤字對GDP之比為5.4%。日本政府擔心財政狀況將會進一步惡化。時任日本首相橋本龍太郎稱，如果日本繼續目前的赤字財政，「日本經濟毫無疑問將在下一個世紀中崩潰」。

儘管有經濟學家認為日本經濟還處於不景氣狀態，現在開始財政重建還為時過早。日本首相村山富市也認為，儘管財政赤字值得擔憂，但壓倒一切的是恢復經濟，應採取一切可能的措施來刺激經濟。日本大藏省的判斷則是，着手重建財政已是刻不容緩。

由於執行了財政緊縮政策，1997年雖然財政赤字對GDP之比有所下降，但日本經濟卻陷入嚴重衰退。由於經濟增長的放慢，日本財政狀況的改善變得越來越困難。

日本經驗充分說明，沒有足夠的經濟增長，改革和結構調整都將無從談起。

中國政府有「四本賬」，來自政府性基金的支出，在理論上是通過項目收入毋須通過稅收償還的。所以在寬口徑上，政府部門槓桿率沒有世界銀行測算的110%那麼高。此外，中國是一個高儲蓄率的國家，擁有2萬億美元到3萬億美元的海外淨資產。總之，中國依然還有很大的執行擴張性財政政策的空間，此時不用更待何時？

當然，也有人會說中國整體宏觀槓桿率比較高，特別是企業部門。這個觀點忽視了中國金融結構的影響，中國企業的外部融資主要是向銀行借款和發債，這種融資結構和美國有很大不同。2022年，A股市值佔GDP的比例是65%左右，美國是162%。從企業對外部資金的依賴程度上看，中國遠低於美國。

中國經濟增長潛力是巨大的。2023年中央對宏觀經濟形勢作出的判斷是完全正確的。只要能夠把戰略方針轉化為具體的行動計劃，中國必然能夠實現經濟增速的企穩回升。

筆者建議政府盡快公布一個更為翔實的大規模、綜合性刺激計劃，向市場釋放一種強烈信號，增強信心、鼓舞士氣。今年來不及幹、就明年接着幹，行動上不能操之過急，但政策信號的釋放不能拖延。事實上，人民銀行、國家發改委和財政部等舉行的發布會正在釋放這樣的信號。

我們期待政府將會推出更為具體的、時間跨度由2024年第四季度到2025年全年的「一攬子刺激計劃」。

（作者為中國社會科學院學部委員）

# 地緣風險未除 支持金價升浪

悉與君知 周君芝

正當市場對黃金價格充滿分歧的時候，我們看到黃金價格迭創新高，一再挑戰世人想像力。面對2740.57美元/盎司的價格新高，我們該如何理解這輪黃金價格新高，未來黃金價格又將走向何方？

回溯本輪降息交易，7至8月市場開始搶跑降息交易，黃金持續攀升。7月以來，市場開始搶跑美聯儲降息交易，美債利率持續下跌，金價結束盤整，開始新一輪上行。降息落地後，美元指數並未下破100關口，美債利率企穩，金價一度出現短暫調整。這樣的組合表達出市場對此次美聯儲降息的經濟判斷，美國經濟仍偏強勁，美國正經歷一次預防式降息。

隨後美國經濟數據驗證軟着陸判斷，年內降息預期同步調整。令人驚訝的是，降息路徑收窄並未抑制金價上漲。一邊定價美國軟着陸，另一邊黃金價格迭創新高。

9月下旬以來，美債實際利率對黃金價格的解釋力度再次失效。美元和黃金同漲，黃金的獨立行情引發市場關注。事實上，今年以來，國際金價已飆升超過25%，並不斷創下歷史新高。這一漲幅超越了美股等其他資產類別，再度引發市場關注。

在筆者看來，近期黃金持續上漲受到多重因素支撐，一是全球仍處於新一輪貨幣寬鬆的路徑中，二是地緣衝突升級，三是「特朗普交易」重啟。

首先必須承認的大趨勢是，全球貨幣寬鬆方向並未轉變。美聯儲超大幅度降息啟動了全球降息潮，歐洲央行、加拿大央行、印尼央行、南非央行、沙特阿拉伯央行、科威特央行、巴林央行、阿聯酋央行、卡塔爾央行、新西蘭央行都在9月份宣布跟進降息。

其次，9月中旬以來，地緣政治博弈並未見到收斂趨勢。相反，一件件地緣事件，讓全球開始重新思考，這一輪地緣政治博弈是否正在擴散，全球政治震盪預期可能需要調整。

再次，「特朗普交易」重啟，市場廣泛定價中期通脹中樞上移。10月中旬以來，博彩市場顯著加大了對特朗普當選的押注。美國博彩網站Polymarket數據顯示，特朗普當選的概率由10月5日的49.8%上升至10月16日的57.7%，且10月15至16日的上升幅度較為明顯，凸顯了公眾對特朗普當選預期的快速升溫。特朗普主張「減稅+關稅」的政策組合，對應更高的經

濟增長、債務增長和通脹前景。市場再度開始定價「再通脹」，金價獲得額外支撐。高通脹預期、寬貨幣路徑，以及擴散的地緣博弈，這三個條件罕見碰撞在一起，構成了金價攀升的完美環境。

## 各國央行增黃金儲備

如何觀察黃金避險屬性？不妨看看官方部門的黃金需求，各國央行購金需求仍在不斷增長。根據世界黃金協會的數據，2024年二季度全球央行淨購金量同比增長了6%至184噸，顯示出各國央行對於黃金的需求依然強勁。

另一個值得注意的變化是，阿塞拜疆國家石油基金（SOFAZ）二季度數據顯示，其黃金持有量在4月至6月間增加了10噸，實現自2019年二季度（+23.7噸）以來最大的季度增量。截至今年二季度末，阿塞拜疆國家石油基金黃金總持倉為114.9噸，較2023年未高出13噸。

2024年10月15日，墨西哥、蒙古和捷克等多國央行官員在邁阿密舉行的倫敦金銀市場協會年度行業會議上，罕見地公開表示支持繼續增加黃金儲備。這一現象不僅反映了央行的戰略調整，還可能對國際黃金市場產生深遠影響。

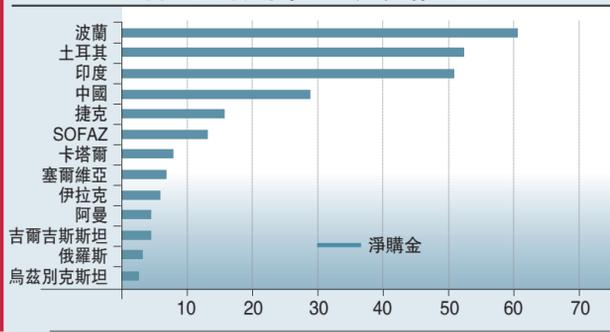
如何觀察黃金對未來通脹及流動性寬鬆定價預期？不妨看ETF擴量，9月北美ETF市場已實現連續第三個月流入，是該月ETF資產管理規模增長最為顯著的地區。得益於近期資金的持續流入，全球黃金ETF年初至今的資金流已由負轉正，背後的原因仍主要來自於市場對未來降息及寬鬆預期的押注。

如何看待未來金價的走勢？短期視角，金價後續上漲空間仍與避險情緒密切相關。考慮到中東局勢仍然複雜，以及熱戰進一步擴大的可能性並未完全消除，仍會加大我們對於短期價格空間和短期方向判斷的難度。時間上，11月美國總統大選結果或是市場對於地緣押注的一個窗口期，基於哈里斯和特朗普對於中東戰局和俄烏衝突的立場相反，屆時大選結果或對市場避險情緒產生擾動。

中長期視角，金價中樞或已出現階段性上移，這一判斷筆者之前已經提示過。疫後全球經濟格局出現較大變化，美國製造業回流及各國關稅博弈的邏輯仍在持續演繹，我們觀察到全球經濟增長格局面臨一輪重塑。後續供應鏈的重新整合伴隨的通脹中樞上移，或對黃金定價產生深刻影響。

（作者為中信建投證券首席宏觀分析師）

各國央行年初至今淨購金量（噸）



# 樓市氣氛回暖 新盤百花齊放

主樓布陣 布少明

自從施政報告公布一系列提振措施以來，樓市「雨過天晴」，一手「百花齊放」。各區新盤推盤步伐明顯提速，並錄得亮麗銷情。須留意的是，一手貨尾量仍然高企，據房屋局數據顯示，截至2024年9月底，未來三至四年，一手私人住宅潛在供應錄10.8萬伙，按季減少1000伙，但仍然屬於歷史高位水平，現樓貨尾更回升2000伙至2.1萬伙。

「美聯樓價指數」最新報127.28點，按周微升約0.04%，年內樓價則錄7.47%的跌幅。不過，近日已有大型發展商見市況回暖，開始略微調高售價開賣，並且錄得不俗銷情，料可扭轉樓價的跌勢。

短期相信樓市依然是「一手天下」，主要原因是不少發展商在施政報告後提速銷售新盤，惠及一手交投持續旺熱。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，以施政報告發表後七日（10月16日至10月22日）計算，全港一手成交量錄747宗，比起報告發表前七日（10月9日至10月15日）625宗上升接近兩成。金額方面，升幅更為顯著，施政

報告發表後七日一手成交錄約116億元，較報告發表前七日約70.5億元大幅增加約65%。若以不同金額劃分，報告發表後七日逾1000萬至2000萬元一手成交量升幅最顯著，錄281宗，按周急升約1.6倍，主要受惠黃竹坑站囑目新盤於施政報告後開賣並錄得不俗銷售，而這些成交金額主要集中逾1000萬至2000萬元。

## 本月一手交投或升三倍

此外，期內逾2000萬至5000萬元一手成交同樣增加，宗數由36宗急增至66宗，增幅逾83%；至於逾5000萬元一手交投亦由17宗增至27宗，升幅約59%，而其中1宗更涉及金額達8.45億元的壽山15號洋房物業。

從以上新盤數據的交投升幅看出，樓市氣氛漸入佳境，而且換樓鏈加快啟動。

個人預期，鑒於近期新盤銷情理想，反映市場購買力依然豐盈，料10月份一手交投有望較上月750宗急升約兩至三倍，二手交投料錄得約3400宗水平，而樓價估計或於四季度內止跌回升約3%，全年跌幅將收窄至5%內。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）