



◀以名義GDP增速為目標的好處在於，能夠包含通脹目標和逆周期調節兩重含義。

經濟觀察家

中國有很多宏觀經濟問題需要釐清，本文試圖解答以下幾個問題：當前的低利率環境究竟是短期，還是長期情況？

如果是長期情況，我們應該如何應對？

低利率環境之下，銀行業應該如何生存？

為什麼中國的低利率環境會長期存在？

如果把中國很多基本面數據放到全球數據集裏做回歸，可以看到類似基本情況下其他國家的大致利率水平，也可以了解中國的基本面在幾十個國家中處於什麼水平。

設名義GDP目標 加強逆周期調控

青年論壇
郭凱

根據測算結果，過去20年，中國中性利率或均衡利率（經濟處於穩態增長時的實際利率水平）基本處於長期下行趨勢，從4%左右下降到2023年低於0%的水平，下降幅度高達500個基點。

為什麼會出現這種趨勢？我們可以從不同角度進行分析：

(1) 企業資本回報率。全球金融危機後，中國上市公司的資本回報率明顯下降，包括資產回報率(ROA)、淨資產收益率(ROE)，導致中性利率持續下行。

(2) 增量資本產出比(ICOR)，指為獲得單位產出所需要投入的資本量。資本產出比越高，意味着資本邊際產出越低。過去二十年，中國增量資本產出比呈現持續上行趨勢，意味着邊際產出要投入的資本量越來越多。

溫和刺激通脹水平

從宏觀角度，中國資本邊際回報率、企業資本回報率下降，以及利率下降是有對應關係的。這些走勢下行受多種因素驅動，其中最顯著的驅動因素有兩個：一是儲蓄率。近些年中國宏觀儲蓄率始終維持在40%至45%的水平，儲蓄率很高。在其他條件相同的情況下，高儲蓄率必會向下壓低利率。二是人口。近些年中國人口結構發生了很大變化，處於快速老齡化過程中，這也給利率造成很大下行壓力。

通常而言，有下行壓力就會有對沖下行壓力的因素，其中之一就是勞動生產率。如果勞動生產率明顯提升，則有助於向上拉高利率。但近些年中國勞動生產率基本不變，對沖下行壓力的因素也無法快速抬高利率，最終導致利率整體結構性下行。

但實際利率結構性下行並不代表名義利率一定很低。中國名義利率很低的原因之一，是近些年較低的通脹水平。2022年以來，中國官方居民消費價格(CPI)基本保持不變。從統計角度，中國CPI統計已基本和國際接軌，但在自住房租金估算上有所差異。中國官方CPI按照成本法而非市場法計價，但近些年由於房地產市場調整，租金水平下降很多，這方面因素並未體現在官方CPI中。我們用相對市場化的指標替代了官方CPI中的自住房租金部分，調整後得出的CPI數據自2021年以來明顯下行，這也是中國通脹水平較低的體現。

中國房地產周期自2021年下半年開始調整，這意味着儘管過去幾年中國名義利率顯著下調，比如房貸利率從6%左右下調到3%左右，新增貸款利率從5%多下調到3%多，但考慮到價格比較疲軟，名義利率減去價格指數後得到的真實利率下降並不大。我們用人民銀行公布的新增貸款利率減去以調整後CPI計算的價格變動得出真實利率水平。數據顯示，過去兩三

年中國真實利率在快速上升，僅在今年略有下調。

因此，儘管名義利率處於歷史低點，但實際貸款利率其實仍處於歷史的相對高點。換句話說，雖然名義利率被壓得很低，但由於有低通脹因素的作用，實際利率仍然很高，名義利率仍有繼續下行的壓力。

在低利率環境下，銀行如何解決息差收窄的問題呢？如果存貸款利率同時下調，影響並不會很大。但人民銀行公布的1年期存款利率最後一次下調是在2015年，此後一直維持在1.5%。根據人民銀行的解釋，中國已經完成存款利率市場化。因此儘管官方利率未下調，但並不意味着存款利率沒有調整。

但存款利率是有下限的，不可能無限下調。由於銀行間競爭關係、自律機制的自我管理等多種因素，我們很難接受存款利率降為零或者為負的情況。

由於資產端利率快速下行，而負債端利率下調空間有限，因此息差問題變得非常突出。一方面，受長期結構性因素作用，中國實際利率無法很快回升，甚至有長期下行壓力；另一方面，中國負債端利率存在下限。這導致息差大幅收窄，對金融機構造成衝擊。

在當前背景下，我們唯一能做的就是提高名義利率，具體有兩個方面：實際利率和實際通脹率。但實際利率受結構性因素影響，短期內很難上升，甚至會保持在較低水平。因此，只能在通脹率上動腦筋。

試想，如果實際通脹率從負2%上升到正2%，從非常低的通脹水平上升到相對溫和的通脹水平，那麼在不改變實際利率的情況下，名義利率可以有400個基點的上調空間，達到5%左右。這樣，當前面臨的很多約束和壓力都可以得到釋放。

積極擴張財政支出

接下來的問題是，如何提高名義價格？如何提高預期通脹率？是否實行通脹目標制就可以走出當前的低利率環境？筆者認為中國無法實行通脹目標制。僅靠人民銀行設置通脹目標就能達到通脹目標，這是非常理想化的。國外央行實現通脹目標往往需要一整套的制度安排，目前中國並不完全具備相關條件。

以價格為例，當前中國真正管理價格的部門不是人民銀行，發改委物價司也有此職能。價格受不同部門管理的情況下，央行很難通過貨幣政策來傳導價格，也不可能將貨幣政策主要目標鎖定通脹率。

名義國內生產總值(GDP)增速目標是更適合中國的宏觀調控模式。多年來中國宏觀調控都有GDP預期目標，但是實際GDP增速，比如2024年的GDP目標是5%。這對地方政府來說也易於把握，可以將任務從省到市到縣進行分解。這樣儘管有些地區增

速低於全國、有些地區增速高於全國，但大部分與全國一樣，就可以大體實現目標。

未來工作的核心是要從實際GDP目標制向名義GDP目標制轉換，將名義GDP而非實際GDP增速作為預期目標。比如，T年中國GDP總量是130萬億元人民幣，T+1年要確定7%的名義GDP增速目標，就要實現139萬億元人民幣的GDP總量。

以名義GDP增速為目標的好處在於，其包含了通脹目標和逆周期調節兩重含義。如果合意增長是5%，合意通脹是2%，那麼對應的名義GDP增速就是7%。如果實際增長變慢，比如實際GDP增速只有4%，那麼實現7%的名義GDP增速就必須把通脹拉到3%。這意味着，要進行逆周期調節，在財政、貨幣政策等宏觀層面採取寬鬆政策，通過拉高通脹的方式實現名義GDP增速目標。而若明年實際增速達到6%，那麼實現7%的名義增速目標就要把通脹降到1%。

由此可見，以名義GDP增速作為調控目標具有很強的逆周期含義，即經濟比較低迷時，要把通脹拉高；而在經濟比較旺盛時，要把通脹調低。而且名義GDP目標制和中國體制比較接近。

為實現名義GDP增速目標分解各項任務，各級政府也更容易理解和實現。具體政策方面：

- (1) 要實現經濟意義上的積極財政政策，不能僅是態度積極，實際支出增速和財政赤字也要跟上。
- (2) 雖然利率是制約息差的因素之一，但息差收窄本質上是經濟原因而非政策原因所致。
- (3) 房地產仍是拖累中國經濟很重要的因素，市場止跌回穩需要更強有力的政策才能實現。

為通脹目標值設定錨定

筆者的結論主要有三點：首先，結構性因素是引起低利率環境的必要條件，也是長期決定性因素，但不是充分條件。中國一些結構性因素疊加低通脹水平，共同導致了當前的低利率環境。

其次，息差是資產利率與負債利率的差值。如果二者同步下調，那麼利率下行或低利率環境並不一定導致息差縮窄。但名義利率是有下限的，且下限未必為零。如果名義利率降無可降，息差收窄的壓力就會比較明顯。在此前提下，唯一比較明確的解決方式就是提高名義價格水平，保持溫和的通脹。從相對較低的通脹環境到溫和的通脹環境，能夠為我們打開各種空間。

再次，中國是否要錨定一個通脹目標值，比如像其他國家錨定2%或更高的通脹率？我覺得這是很好的制度安排。但從短期來看，名義GDP目標也許才更適合中國的宏觀調控模式。

(作者為中國金融四十人研究院執行院長)

非線性環境加劇市場波動

實話世經
程實

「變化無窮，各有所歸。」市場預期的非線性變化在當今經濟環境中扮演了越來越重要的角色。隨着全球經濟面臨的不確定性加劇，傳統線性模型的預測能力逐漸失效，非線性變化引發的市場波動給投資者決策帶來新挑戰和機遇。非線性的預期變化或將成為金融市場新常態，從而進一步改變傳統的市場定價機制。

首先，宏觀政策的不確定性加劇預期的非線性變化。宏觀政策的不確定性，尤其是貨幣政策和財政政策的突然轉向，是預期非線性變化的重要推手。在美國聯儲局等主要央行政策轉向時，市場預期迅速從寬鬆政策轉向緊縮政策，導致資本市場大幅波動。

2022年，美聯儲連續多次大幅加息以抑制通脹，導致全球市場迅速調整對未來利率路徑的預期，進而引發美國股市、債市及全球匯率市場的劇烈波動。根據國際貨幣基金組織(IMF)在2024年10月發布的《世界經濟展望》預估，全球通脹漸已消退，全球經濟或將迎來三重政策轉向——貨幣政策、財政政策及經濟增長改革政策，而政策溝通和執行的不確定性將會造成市場對未來經濟路徑的預期非線性變化。

在政策轉向過程中發布的指引不明確或與市場預期不一致時，市場參與者對未來政策路徑的解讀就會存在着巨大差異，這將導致市場波動加劇。其次，技術進步與產業顛覆引發的預期劇變。技術進步，尤其是顛覆性創新(如人工智慧(AI)和區塊鏈技術)，加劇了市場預期的非線性變化。例如，人工智慧的快速發展使得投資者對科技行業的前景產生了極大的不確定性。2022年底，生成式人工智慧技術的突破性應用，ChatGPT和其他語言模型的推出，迅速改變了多個行業的生產力結構。

科技行業的前景並不按照線性的演化模式展開，而是受到了技術突破以及創新周期的影響，這使得市場對科技行業的預期呈現出劇烈波動特徵。例如，區塊鏈技術的興起引發了加密貨幣市場的大幅波動，加密貨幣的價格在短時間內飆升，隨後又因監管政策的不確定性出現劇烈下跌。區塊鏈技術雖然被視為顛覆性的核心技術，但其應用前景

的不確定性和市場的炒作情緒，讓投資者對其未來發展產生了巨大的分歧，導致市場預期頻繁波動。

非理性情緒加速泡沫破裂

再次，行為經濟學因素導致預期非線性變化。預期的非線性變化不僅與經濟基本面有關，還與行為經濟學因素聯繫緊密。在市場波動較大時，投資者往往不是根據理性判斷做出線性預期調整，而是受到情緒、認知偏差和群體效應的驅動。

例如，當市場情緒極度樂觀時，投資者可能會在高估值時大量買入資產，推動市場價格進一步上升，這一非理性行為在2000年的互聯網泡沫中表現得尤為明顯。互聯網科技公司估值在市場極度樂觀的情緒下被推至高峰，儘管許多公司尚未盈利，但市場預期的非理性放大效應使得大量投資湧入，最終泡沫破裂，股市迅速崩盤，投資者對該行業的預期從極度樂觀迅速轉為悲觀，短期內價格的劇烈波動顯示出市場預期的非線性特徵。投資者在未基於公司基本面進行深入分析的情況下，盲目追隨市場情緒，進一步放大市場波動。

最後，在傳統的線性預期模式下，投資者通常可以依據趨勢進行逐步調整，而在非線性環境中，這種方式可能導致投資組合的高波動和更大的尾部風險。

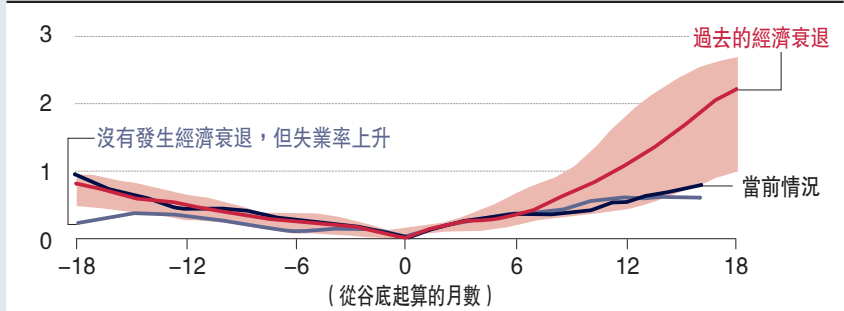
(1) 股票市場波動性增加，定價效率下降。股市對非線性預期變化的敏感性尤為顯著，技術進步、政策變化和外部衝擊等因素都可能導致市場定價效率下降。由於預期變化的突變性，市場可能對企業的盈利預期產生過度反應，進而導致股價的大幅波動。

(2) 債券市場利率路徑的非線性調整。利率預期的非線性變化同樣影響債券市場。主要央行貨幣政策的突然轉向，尤其是利率政策非線性的調整，常常導致長期國債收益率的劇烈波動。

(3) 大宗商品市場供需失衡與預期衝擊。大宗商品市場對非線性預期變化的反應主要體現在供需失衡和價格波動上。地緣政治、氣候變化、政策干預等因素常常導致市場對未來供給或需求出現劇烈預期調整，進而引發價格的非線性波動。

(作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理)

失業率緩慢上升且接近非衰退時期



資料來源：Haver Analytics；國際貨幣基金組織(IMF)工作人員的估計。
註釋：每個國家的谷底(t=0)是過去兩年失業率最低的月份。本圖顯示，在當前時期，失業率中位數(33個發達經濟體)自谷底以來上升了0.8個百分點，但此處於經濟衰退期間失業率升幅的低端(紅色陰影區域)。

港樓市轉好 成交大增

主樓布陣
布少明

香港樓市「負資產」又衝高位？日前金管局公布，今年第三季末，負資產住宅按揭貸款宗數約4.07萬宗，較今年第二季末約3.03萬宗，按季增加約34.4%，創自2003年第4季後，近21年新高。數字顯著上升，主因是第3季樓價持續下挫。

相關數字看似駭人，但究其原因，是近期利好因素接踵而至，例如減息周期已經展開，未來香港息口很可能慢慢回落；早前公布的施政報告推出提振樓市及寬減按揭的政策；加上漸漸有發展商已提價推售新盤及部分餘貨，相信以上種種措施，有助多管齊下助樓市脫困。

事實上，樓價走勢已率先企穩。美聯樓價指數截至10月28日止報127.6點，按周升約0.25%，較3周前的年內低位累升逾0.3%，相信未來負資產數字可望慢慢下降。

上月一手交投超2900伙

整體樓市交投正與日俱增，綜合一手住宅物業銷售資訊網資料及市場消息，10月30日一手成交量錄逾2900宗，按月急升約3倍，並創7個月新高。二手方面，根據美聯物業統計，10月份10大指標屋苑共錄得約216宗成

交，較9月錄得約149宗按月升約45%，同樣創出7個月高位，可見無論一手，或者二手交投均呈漸入佳境之勢。

近期陸續出現投資者短炒獲利，以及豪宅與超豪宅的成交個案。這些「聰明錢」提速入市，正好為樓市見底，以及「最壞時刻已過」提供佐證。另一方面，特區政府近年力推的「搶人才」計劃如火如荼，日前亦正式公布優化輸入人才機制，包括「高才通」及「優才計劃」的詳情，如落實擴大「高才通」計劃的合資格大學名單等。

近日，桌球壇傳奇、有「火箭」之稱的奧蘇利雲透過「優才」計劃移民香港，直言「鍾情香港坐擁良好稅制，同時喜歡香港的美食及文化」，足見本港對海外人才的吸引力。根據資料顯示，自2022年年底推出全新輸入人才機制以來，至今已收到超過38萬宗申請，近24萬宗獲批，已有約16萬名人才攜同家人抵港。他們成為租賃物業的潛力，預料將惠及本港樓市加速復甦。

香港樓市正漸見「逆轉」向好之勢，相信在美國總統選舉結束，此一不明朗因素消散，配合美國聯儲局啟動減息周期，將有助爆發積累已久的購買力，樓市勢必重回健康軌軌。(作者為美聯物業住宅部行政總裁)