



▲為應對利率下降和息差收窄的影響，中國商業銀行主動調整資產負債結構，一定程度穩定了盈利。

明年中國經濟政策維持積極基調



持之以恆
易 珺

中央經濟工作會議將於近期召開，會議將初步確立2025年經濟發展基調及政策取向，討論2025年經濟增長目標、財政赤字等相關決議，但可能到2025年兩會才會公布具體量化指標。筆者預計，會議所提出的總體政策基調維持積極態勢，隱含的經濟增長目標或在5%左右，財政和貨幣政策的表述上仍偏擴張。

款審批通過規模至4萬億元。同時，賦予城市政府調控自主權、調整或取消各類住房限制性政策、加大住房保障力度、政策行和人民銀行提供信貸支持等。此外，明年初若干大型房企可能再度面臨債務償還壓力，關注地產政策是否有助開發商主體上有所突破。

促消費相關政策或為亮點，「以舊換新」和消費補貼等政策2025年可能在規模及品類上有所擴充。同時，針對低收入人群的保障性政策，以及加強社會保障體系的建設或成為主要抓手。根據商務部數據，2024年「以舊換新」政策對於家電及汽車的消費起到明顯拉動效果，2025年補貼規模有望較2024年的3000億元加碼，同時品類進一步擴容。同時，可能從加強「惠民生」角度進一步提振消費，比如通過降低社保繳費比例為企業減負，調整低收入人群的社保繳費基數、增加實際收入及消費能力。

加大對外開放步伐

科技創新、加速擴大開放或仍為推動高質量發展主要着力點。2025年作為「十四五」的收官之年，結構性政策推動戰略性新興產業發展或將加速，比如12月2日，國務院國資委、國家發展改革委聯合出行政策措施，支持中央企業發起設立創業投資基金，重點投早、投小、投長期、投硬科技，推動國有資本加大前瞻性戰略性新興產業投資布局。

隨著全球政治局勢更為複雜，中國對外開放步伐亦有加快。比如11月21日，商務部新聞發言人何詠表示，中國將加緊推動《數字經濟夥伴關係協定》(DEPA)談判進程，挖掘數字經濟合作潛力，還提及將繼續按照《全面與進步跨太平洋夥伴關係協定》(CPTPP)有關程序，與各成員開展深入溝通交流，積極推進加入CPTPP進程。此外，自2023年年末起，中國擴大144小時過境免簽政策的適用範圍，目前免簽國家範圍擴大至38國，累計同25國實現全面互免。

值得注意的是，由於外部環境面臨較大的不確定性，不排除從中央經濟工作會議到兩會期間，逆周期政策保持一定的「靈活性」，以應對潛在的外需壓力。

(作者為華泰證券首席宏觀經濟學家)

財政政策有望保持積極態勢，但在防風險、改善地方政府現金流及促進地方「三保」等方面的「托底」政策可能會力度更大、更堅決。整體而言，筆者預計2025年廣義(中央和地方)財政新增總融資可能達到14萬億元(人民幣，下同)左右，較2024年的約11.4萬億元多增2.5萬億至3萬億元，但由於置換債、再融資債、土儲專項債及銀行補充資本金相關的特殊國債不直接形成財政支出，所以可用於財政支出的淨融資規模(含2024年結轉資金)總規模約11萬億至12萬億元，較2024年多增1.5萬億至2萬億元，佔2024年「中央+地方」財政總支出(約37萬億元)的4%。

貨幣政策表述可能較為積極，但短期內不排除仍有匯率穩定的考量。考慮到目前通脹水平偏低，名義GDP增速低於趨勢值，貨幣政策仍有減息空間，2025年初有望下調20個基點。若後續面臨關稅衝擊，可能仍有進一步的減息降準，但節奏或受外部變化及匯率的影響。筆者預計，貨幣政策寬鬆可能更為「前置」，同時人民銀行或將通過公開市場操作、買斷式逆回購、買入國債，以及資本市場再貸款工具等來加大流動性投放。

房地產相關表述或延續9月政治局會議對「房地產市場止跌回穩」的總體要求，助力地產企穩回升，目前工作重點或為執行此前已公布的政策，包括因地制宜調整地產需求側政策，通過「白名單」項目貸款擴圍加大對房企信貸支持，推進專項債收儲土地及商品房等政策。10月17日，住建部新聞發布會新增政策重心落於降低居民購房負擔，緩解房企、地方政府和地產供應鏈企業的現金流壓力，包括：1)重提貨幣化安置、新增實施100萬套城中村及危房改造；2)年底前增加「白名單」項目貸



▲明年中國財政政策有望保持積極態勢，促消費、穩地產繼續成為亮點。

港島新盤來年成焦點



樓語縱橫
楊永健

今年新盤市場已經幾近塵埃落定，加上臨近聖誕節及新年假期，相信今年餘下時間未必會再有大型新盤登場，甚或已有個別發展商提早收爐。截至目前，今年的新盤總銷量已約1.52萬伙，相信全年銷售達1.6萬伙的近年高位。

線西段，近日終於再有新進展。最新規劃是南港島綫西段將改以「智慧綠色集體運輸系統」發展，預期工程周期會較重鐵大幅縮減。按當局向立法會提交的文件，擬議的南港島綫西段的初步走線全長約7.5公里，連接香港島的西部及南部地區，便利市民前往港鐵南港島綫黃竹坑站和港島綫香港大學站，途經瑪麗醫院、數碼港、華富、田灣及香港仔，車程約20分鐘，部分路段以高架形式推展，只有瑪麗醫院至香港大學站的路段以隧道形式走線，成本可大幅壓低四成，工程最快2027年展開。

鐵路效應肯定有助未來港島區新盤銷售，特別是黃竹坑站上蓋的新盤，南港島綫西段會以黃竹坑站作中轉站，加上黃竹坑商場THE SOUTHSIDE已全面開業，人流逐漸增加，上蓋新盤亦陸續入伙，繼今年黃竹坑三期BLUE COAST取得理想銷情，來年將有海盈山二期、五期以至六期亦會相繼推售，2025年黃竹坑站的銷售勢必成焦點。

此外，明年港島區尚有多個大型重建項目登場，包括柴灣海德園、北角皇都及西半山美蘭臺重建項目，三個項目均屬港島市區中罕有較具規模的重建項目，由於上述新盤均位處舊區，肯定受到區內換樓客捧場，保守估計明年港島區的新盤銷量可達3000至4000伙的高位。

(作者為世紀21 Q動地總經理)

最令人驚喜是今年港島區新盤大賣，至今銷售已約2200伙，較去年全年翻升3倍以上，亦是近17年新高，因應新近特區政府已就南港島綫西段再公布新規劃，明年港島區新盤市場肯定成為市場焦點。

南港島綫完善運輸網絡

首先從港島區新盤供應來看，隨着黃竹坑站新盤陸續落成，加上無論港島東區、鴨洲洲大街、灣仔以至西營盤均陸續有舊樓重建項目落成，肯定將迎來新盤落成高峰期。按差餉物業估價署的推算，今年港島區新盤落成量是1850伙，較2023年的873伙大幅增加1.1倍，2025年的新盤落成量亦會繼續倍增至3637伙。換言之，單計今明兩年已有近5500伙新盤落成。至於銷售方面，今年港島新盤累銷2200伙，吸納情況相當理想，如果按落成量及銷售量作比對，港島新盤是供不應求，加上過去數年甚少港島區地皮推出拍賣，相信2026年開始港島新盤會出現斷層。

再者，籌建已達十多年的南港島

經濟觀察家

降低政策利率是阻斷需求不足的必要條件，但在減息的過程中，社會各界確實表達了多樣的關注與憂慮。從發達國家經驗來看，中央銀行降低政策利率，並沒有帶來息差的收窄，商業銀行盈利亦沒有惡化。

目前市場對於減息的擔憂主要有兩點：一是對匯率的擔心。背後的邏輯是，降低政策利率之後，會導致資本流出及匯率貶值壓力。二是對銀行業息差的擔心。降低政策利率之後，銀行業息差進一步縮減。銀行盈利能力下降、資本金不足，影響新貸款的發放，甚至可能引發新的金融市場不安定。

減息對銀行正面多於壓力



青年論壇
張 斌

降低的政策利率，指的是中央銀行對商業銀行進行公開市場操作(OMO)時的短期利率。這一調整最直接的影響是什麼？對於商業銀行而言，首要且最為直接的影響是，商業銀行從央行獲取資金或在貨幣市場上融資時的利率成本降低了。

由於商業銀行能以更低的成本從貨幣市場融資，如果存款利率已實現市場化，那麼存款利率也有望隨之下降。然而，政策利率下降到存款利率下降並非一對一的傳導，商業銀行會根據市場競爭情況和自身情況選擇存款利率下調的幅度。總體而言，商業銀行的負債成本是下降的。

對於銀行資產端，當負債端成本下降以後，在市場競爭壓力之下，銀行的貸款利率通常也會相應下調。政策利率下降到貸款利率下降也並非一對一的傳導，即100個基點的政策利率下降，並不一定會導致100個基點的貸款利率下降，商業銀行會根據市場競爭情況和自身情況選擇貸款利率下調的幅度。

所持金融資產估值上升

與此同時，發達國家的經驗顯示，當政策利率下調後，商業銀行所持有的金融資產，尤其是債券類資產的市場估值，會有所提升。這是因為利率降低會導致債券價格的上漲。在不同的會計計價方式下，例如採用市場計價法，這部分資產的估值將會增加，進而提升商業銀行的收益。

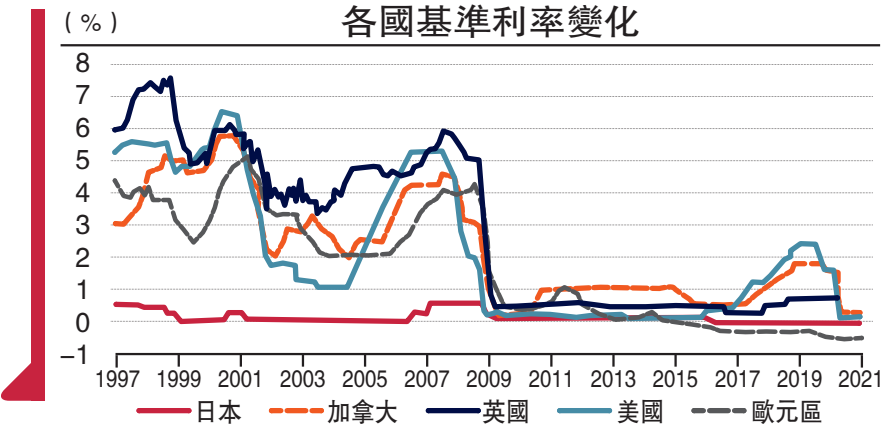
降低政策利率對商業銀行的息差及盈利能力的影響取決於多重因素：1)政策利率下降對存款利率與貸款利率或有不同的傳導率，如果政策利率下降以後，貸款利率下降遠大於存款利率下降，商業銀行息差收窄。2)降低政策利率以後，商業銀行通過調整其負債結構和資產結構，可以享受負債端成本下降的好處，減少資產端資產的損失。3)商業銀行持有的金融資產估值提升，能起到對沖降低政策利率對商業銀行盈利的負面影響。4)降低利率以後，企業和居民的負債成本下降帶來不良資產率下降，更旺盛需求環境下信貸需求的提升，會對銀行盈利帶來積極影響。

須強調的是，央行選擇降低政策利率的時間和幅度對商業銀行盈利有顯著差別。

首先，如果商業銀行持有大量的債券類金融資產，當利率在短期內快速下調時，這些資產的估值將會提升，對商業銀行構成利好。在其他條件保持不變的情況下，更快速地降低政策利率對商業銀行更為有利。

其次，在需求不足、經濟相對低迷的情境下，信貸需求減少，壞賬率上升，商業銀行面臨持續損失。如果降低政策利率不充分，拖的時間太長，經濟陷入需求不足的時間愈長，銀行的虧損愈多。通過快速降低政策利率，可以縮短經濟處於需求不足狀態的時間。

實際上，銀行業息差的收窄及銀行業的變化，並不完全取決於央行是



否降低政策利率。即使央行不降低政策利率，由於商業環境的變遷或經濟周期的變化，商業銀行的利差與盈利也會發生變動。在控制了經濟基本面之後，研究者發現，政策利率的調整對商業銀行的息差及盈利並無影響。那麼，造成根本性影響的是什麼呢？答案是整個經濟環境及銀行業的競爭狀況。

選定日本、美國、歐元區、加拿大和英國作為觀察樣本，將2002年定為日本的T0時期，將2009年定為其他經濟體的T0時期，觀察各國基準利率大幅下調前後五年銀行業經營狀況的變化。

通過觀察，我們可以發現以下幾點：首先，在T0之後，樣本國家銀行業在大幅降低政策利率後，其息差並未明顯收窄，部分國家在降低政策利率後甚至出現了息差擴大的情況。進一步觀察ROE(淨資產收益率)和ROA(總資產收益率)的變化，我們發現，在大幅降低政策利率之前，商業銀行的ROE和ROA均呈下降趨勢。但在降低政策利率之後，這兩個指標反而有所回升，意味着銀行的盈利能力在降低政策利率後得到了改善。

刺激信貸需求 提升盈利

如何理解這一現象呢？這與之前提到的「降低政策利率無直接影響」的理論相融合。降低政策利率之前，經濟處於低迷狀態，需求不足，這自然會導致銀行盈利能力的下降。但通過充分地降低政策利率，需求回升、經濟回升、銀行的信貸機會增多，盈利能力也隨之提升，因此ROE和ROA會呈現出上升的趨勢。

上述國際經驗說明：不能簡單地將息差收窄或盈利下降歸咎於降低政策利率本身。相反，通過降低政策利率促進經濟恢復至正常狀態，實際上對商業銀行的盈利能力及不良率控制均有所裨益。

在2014至2015年期間，中國通過公開市場操作將利率下調185個基點，1年期定期存款利率下調了150個基點，而貸款利率下調了140個基點。若這些調整能夠100%傳導至商業銀行，理論上息差將會擴大，因為貸款利率下調幅度小於存款利率下調幅度，將導致息差增加10個基點。若再考慮OMO利率的更大降幅，商業銀行的負債成本將進一步降低，銀行業息差應有所提升，這也能體現中央銀行對商業銀行的支持。

但實際情況並非如此，不對稱降低政策利率並沒有使商業銀行的息差

提高、盈利得到保障。儘管政策利率的調整對商業銀行的息差形成正的益差，但在2015年和2016年期間，商業銀行的息差卻大幅下降了約60個基點，其中生息資產收益率下降了110個基點，低於貸款基準利率下降的幅度；計息負債成本率下降了50個基點，低於OMO和存款基準利率下降的幅度。

這一現象說明，決定商業銀行息差和盈利能力的關鍵因素並非政策利率的保護作用，商業銀行之間的競爭及宏觀經濟環境是決定商業銀行息差和盈利更重要的因素。對於商業銀行而言，降低政策利率使其能以更低成本獲取更多資金。相應地，在其資產端，貸款及同業資產的比例會有所下降，而證券及金融類資產的比例則會上升。這種現象是發達國家在進行結構調整時的普遍現象。

為應對利率下降和息差收窄的影響，中國商業銀行主動調整了資產負債結構，一定程度穩定了盈利。在負債端，負債成本的相對變化直接促使銀行調整其負債結構，顯著壓降了存款佔負債的比重，而對應增加了同業負債、央行借款、應付債券的佔比。在資產端，資產收益的相對變化使銀行增加金融資產、壓降同業資產來應對減息帶來的影響。同時降準也使得銀行降低央行存款，並逐步增加貸款規模。

降低政策利率後，商業銀行的營收增速明顯下降，非息收入起到了一定支撐作用。利率水平下降帶來的金融資產估值提升，一定程度上緩解了銀行盈利水平下降的壓力，但由於會計記賬方式的影響，這並不體現在銀行資產負債表上。

若在降低政策利率的同時實施財政擴張政策，財政擴張將帶動政府項目產生新的貸款需求，這對於緩解商業銀行盈利下滑的趨勢具有顯著效果。這是財政與貨幣政策、財政與金融之間的配合。在降低政策利率的過程中，政府主動增加信貸投放，能夠在一定程度上保障商業銀行的盈利能力。

換個角度思考，若在需求不足的情況下不採取降低政策利率措施，難以走出需求不足的局面，對於商業銀行而言，必將導致存貸款利差收窄，不良資產上升。持續時間愈長，損失愈大。相反，若能充分降低政策利率，有助於擺脫需求不足的局面，這對商業銀行而言反而是有益的。

(作者為社科院世界經濟與政治研究所副所長)