



▲國際局勢動盪，具有避險和保值功能的黃金受到各國央行和投資者的歡迎。

經濟觀察家

全球地緣政治形勢延續動盪，不確定性上升，但投資者正逐漸適應不斷變化的宏觀環境，包括全球資產重新定價和資產組合優化。縱觀全球經濟和大類資產表現，具備避險屬性的資產保持較高的漲幅，比如黃金。另外，美元強勢和另類資產的劇烈震盪，反映全球金融市場的底層邏輯發生變化，比如全球央行增持黃金，以及另類資產比特幣暴漲，顯示全球金融市場的恐慌情緒累積。

全球地緣政治形勢延續動盪，不確定性上升，但投資者正逐漸適應不斷變化的宏觀環境，包括全球資產重新定價和資產組合優化。縱觀全球經濟和大類資產表現，具備避險屬性的資產保持較高的漲幅，比如黃金。另外，美元強勢和另類資產的劇烈震盪，反映全球金融市場的底層邏輯發生變化，比如全球央行增持黃金，以及另類資產比特幣暴漲，顯示全球金融市場的恐慌情緒累積。

# 地緣陰霾難散 黃金延續牛市

展望今年，諸多大型類資產呈現「高度非典型繁榮」，高估的資產走勢能否持續，以及「低估」的資產是否轉好是需要關注的重點，「宏觀敘事變化+泡沫風險潛藏」將對全球大類資產配置帶來新的挑戰。

## 美關稅政策衝擊全球貿易

### 一、地緣政治和特朗普2.0的不確定性

一方面，地緣政治局勢持續動盪，地緣政治風險仍然是「頑疾」。2022年烏克蘭危機蔓延以來，全球地緣政治衝突不斷，導致黃金去年大幅上升28%。實際上，過去一年美元強勢，且美國10年期國債收益率持續飆升，導致非美元貨幣貶值，以及主要國家的長期國債收益率呈現下行的趨勢。總的來看，地緣政治的變局增添了重要大宗商品價格的結構性變量，並迫使重新定價，比如美元、黃金和原油。

另一方面，特朗普2.0不確定性更大，全球經濟面臨新的考驗。特朗普第二任期揚言對中國、加拿大及墨西哥等貿易夥伴加徵關稅，即引發新的貿易風險擔憂。但要實施新一輪大規模的「關稅戰」，將迫使美國財政收支、貿易收支和通脹等面臨考驗。從全球大類資產表現來看，前提的「特朗普交易」已經提前兌現，雖然對全球非美元貨幣造成衝擊，以及帶動全球風險資產重新定價，但市場已經通過壓力測試，各國在應對「特朗普2.0」衝擊也有歷史經驗，有助於降低不確定性。

### 二、全球寬財政及寬鬆貨幣政策分化加劇

其一，財政擴張的衝動仍在，預算更難平衡。疫情以來，全球財政擴張，大規模赤字和公共債務持續攀升，財政預算嚴重失衡。2024年10月至12月美國聯邦政府預算赤字達7110億美元，按年增40%；政府支出1.8萬億美元創歷史新高。日本和歐元區國家同樣陷入高赤字困境。寬財政預期的不穩定將對經濟復甦造成困擾，進而影響高赤字國家的國債收益水平。以安全資產著稱的美債是否存在危機還有待觀察，但數據已顯示出風險信號。2024年10月，美債的海外持有在連續5個月的上漲後突然銳減，直接下降772億美元，跌至8.6萬億美元。

其二，減息周期「後半程」，可能超預期。2024年全球掀起更大規模減息潮，美聯儲及歐央行全年共減息1厘。在快速減息的同時，圍繞通脹反覆及通脹黏性的討論增多，經濟數據也驗證減息的持續性將可能面臨障礙。美國的就業市場和消費需求表現強勁，特別伴隨「特朗普2.0」的預期增強，市場對於美國通脹再次走強的「頑固性」表現出擔憂，這將直接影響美聯儲減息頻率和幅度，2025年減息次數料降至兩次。一旦寬鬆貨幣政策轉向或減息周期搖擺不定，受益寬信用的大類資產可能受衝擊。

### 三、全球主要大類資產走勢及預期表現



(一) 美匯指數：震盪行情且仍有階段性走強的機會。2024年美匯指數並未隨美聯儲減息周期而走軟，反而走強。美元強勢，一方面反映美國經濟的「異常」韌勁，另一方面折射出國際金融市場濃厚避險情緒。但是，美匯指數走強反過來對非美元貨幣構成貶值壓力，2024年日圓、歐元、英鎊兌美元分別下跌4.7%、2.1%、1.8%。展望2025年，普遍預計美元延續漲勢。支撐美元強勢的因素包括美國經濟保持較好增速、美聯儲減息節奏放緩及歐元區經濟下行等，但拖累美元下行的因素包括通脹風險、美聯儲超預期減息，以及美國經濟下行風險升溫。

### 警惕美科技股高估值風險

(二) 股市：業績驅動+減息周期將釋放利好。全球貨幣寬鬆周期延續，利好資本市場，帶來更多低成本的融資。回顧2024年全球股市，美股延續強勢，日本股市階段性走出強勢行情，印度、越南等股市也有不同程度的積極表現。中國股市逐漸改善，歐洲股市表現疲軟。行業方面，科技股延續向好。展望2025年，美股上漲的可持續性和科技公司的高估值風險仍不可忽視，需要關注全球股市回調及AI等創新科技存在的潛在風險，龍頭科技股的業績不穩定也可能引發市場震盪。

(三) 黃金：結構性需求驅動價格溫和上漲的概率會較大。回顧過去3年金價的走勢可見，需求增長是主因。其中的需求源於國際局勢動盪，黃金的避險和保值屬性顯現，特別是全球央行增持黃金。2024年上半年全球各國央行共增持507噸黃金，按年增長8%。各國央行增持黃金，既優化主權儲備資產結構、鞏固實業主權信用，也有利於應對國際局勢變化帶來的衝擊，維護國家金融安全和利益。展望金價走勢，預計結構性的需求因素仍將支撐金價維持一定的漲幅，但更高的長期利率或疲弱的黃金消費需求可能帶來逆風。

(四) 原油：延續價格波動且下行斜率可能增加。儘管全球經濟延續復甦增長，但油價卻呈現更大的波動性，原因在於全球原油供需市場的調整，特別是烏克蘭危機和巴以衝突等引發主要產油國原油供應發生變化，原油制裁和航運緊張致使出口下滑。2024年全球原油出口下降2%，為2021年以來首次。展望2025年，全球經濟增速放緩將導致原油需求下降，特朗普第二任期對油氣產業的支持將提高原油供給水平，可預期的供

大於求局面將拖累油價。2025年油價料呈現偏弱走勢，非OPEC產油國增產、需求走軟及庫存上升等導致油價波動且繼續下探。

### 比特幣維持劇烈震盪走勢

(五) 比特幣：維持寬幅波動和劇烈震盪走勢。由於全球風險資產配置邏輯發生變化，比特幣從初期不被認可的另類資產，逐漸被更多的主流機構投資者認可，但仍難改其劇烈波動的走勢。比特幣2024年漲125%，最高觸及10.8萬美元。花旗銀行分析認為，比特幣被歸類為大宗商品，已經有現貨ETF和期貨合約等傳統金融產品作為交易工具。比特幣在2024年被美國SEC批准為ETF，其作為新興數字資產逐漸引起國際金融組織及中央銀行的關注。展望未來，比特幣能否被納入央行儲備貨幣還存在未知數，由於缺乏有效監管且價格波動過大，比特幣的資產配置仍需謹慎。

### 四、前景及展望

2025年伊始，美匯指數和金價呈震盪上漲態勢，映射了地緣政治和複雜經貿關係對大類資產的影響。

從兩個維度看：一方面，需要重新審視世界秩序，很可能地緣政治衝突將走向長期化，以及「脫鉤斷鏈」風險也逐漸走向顯性化，競爭和合作互相並行，迫使全球供應鏈及投資的韌性增強，並徹底改變跨國投資的布局，主要反映在美國國債投資的持有者份額，以及央行增配黃金和增加非美元貨幣的權重。截至2024年第三季，美元在全球貨幣儲備的份額自2018年第一季的62.8%降至57.4%；另一方面，需要重新審視大類資產的預期表現，傳統的大類資產仍是全球資產定價的「錨」，比如美匯指數、美國國債等，但這些資產的結構性缺陷不可避，安全資產的短缺加劇了「全球資產定價錨」的不穩定性，迫切需要重新「尋錨」，同時要留意美股的高集中度風險。標指成份股公司2024年增加10萬億美元市值，僅頭部7家公司的市值增加值的佔比逾50%，高集中度風險是否誘發美股泡沫仍是問號。

全球政局加速調整及宏觀政策非傳統的演繹的過程中，將可能導致傳統的大類資產價格發生逆轉或重構，市場樂觀預期折射的或是對風險的恐慌，大類資產的高波動可能成為一種新的常態。於投資者而言，謹慎評估宏觀形勢和政策演變，以及警惕泡沫資產風險應是題中之義。

(作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點)

# 改善A股表現 引資事半功倍



熱點把脈  
皮海洲

1月22日，中央金融辦、中國證監會、財政部、人力資源社會保障部、中國人民銀行、金融監督管理總局六部門聯合印發的《關於推動中長期資金入市工作的實施方案》(以下簡稱《實施方案》)主要內容正式與公眾見面。從《實施方案》的內容來看，確實有利於推動中長期資金入市。

從《實施方案》的內容來看，六部門推動中長期資金入市主要是推動保險資金、社保基金、基金養老保險基金、企業年金、公募基金入市。為此，《實施方案》提出如下的措施。

一是提高這類資金的投資規模或入市比例。比如，《實施方案》分別提出「在現有基礎上，引導大型國有保險公司增加A股(含權益類基金)投資規模和實際比例」、「穩步提升全國社會保障基金股票類資產投資比例，推動有條件地區進一步擴大基本養老保險基金委託投資規模」、「引導督促公募基金管理人穩步提高權益類基金的規模和佔比」。

而在1月23日國新辦舉行的新聞發布會上，中證監主席吳清更就此提出了明確的要求。一是明確了穩步提高中長期資金投資A股規模和比例的具體安排。對於公募基金，明確公募基金持有A股流通市值未來3年每年至少增長10%。對於商業保險資金，力爭大型國有保險公司從2025年開始，每年新增保費的30%用於投資A股。同時，第二批的保險資金的長期股票投資試點也將在2025年上半年落實到位，規模不低於1000億元人民幣。

二是全面實施長周期考核。比如，對於國有保險公司經營績效全面實行3年以上的長周期考核，淨資產收益率當年度考核權重不低於30%，3年到5年周期指標權重不低於60%；細化明確全國社會保障基金5年以上、基本養老保險基金投資運營3年以上長周期業績考核機制；加快出企(職)業年金基金3年以上長周期業績考核指導意見。通過實施長周期考核，將原來的1年期績效考核延長到3年以上的長周期，使這些資金更注重長期投資，獲取長期投資收益，而不是過於看重短期投資收益，這樣就有利於這些資金進行長期投資。

三是給入市的中長期資金以相應的待遇。比如，允許公募基金、商業保

險資金、基本養老保險基金、企(職)業年金基金、銀行理財等作為戰略投資者參與上市公司定增；在參與新股申購、上市公司定增、舉牌認定標準方面，給予銀行理財、保險資管與公募基金同等政策待遇。

正是基於《實施方案》提出了上述措施的緣故，這就為中長期資金的入市創造了一定的條件。尤其是全面實施長周期考核，這也是打通了中長期資金入市的一個卡點堵點。所以，《實施方案》的出台對於推動中長期資金入市可以形成一定的助力。

當然，要讓《實施方案》更好地發揮推動中長期資金入市的作用，其至關重要的一點，就是要增加A股市場的吸引力，要讓A股市場具有賺錢效應。如果A股市場缺少賺錢效應，相反只有虧錢效應，那麼要推動中長期資金入市，就會困難重重。實際上，A股市場之所以對一些重要資金缺少吸引力，就是A股市場缺少賺錢效應的結果。

實際上，不論是社保基金、基金養老保險基金、企業年金，還是保險資金，其安全性都是至關重要的。尤其是社保基金、基本養老保險基金、企業年金，這類資金其實是只能賺錢而不能虧損的。如果投資虧損，只會加劇這些基金的缺口。所以，這些基金對股票投資是非常謹慎的。

### 回報吸引 資金自然來

因此，儘管在政策面上，管理層為這些基金進行股票投資大開綠燈，比如社保基金投資股票的比例最高可達40%，保險資金投資股票的比例最高可達45%，但實際上這些資金投資A股的比例基本上就在10%左右，或者說大都控制在15%以內。如果股市能夠形成賺錢效應，這些資金投資股市的比例自然會大幅提高，又何需主部門與監管部門一再引導引導再引導呢？

所以，六部門發布《實施方案》推動中長期資金入市這是值得肯定的，相信《實施方案》的出台對於推動中長期資金入市確實可以形成一定的助力。但在出台《實施方案》的同時，六部門更要同心協力，共同營造股市的賺錢效應，讓股市能夠走出慢牛、長牛行情，如此一來，各類機構資金的入市，包括保險資金、社保基金、基本養老保險基金、企業年金、公募基金等中長期資金的入市就會更加踴躍，甚至不請自來。(作者為財經評論家)



▲A股如能夠走出慢牛、長牛行情，自然會吸引各類機構的資金入市。

# 港息今年料再減0.25厘



談樓說按  
王美鳳

去年本港銀行提速三次減最優惠利率(P)後，置業人士的供樓負擔減輕了多少？市場主要按息為H+1.3厘，以封頂息率P-1.75厘(細P)計，最優惠利率(P)由去年5.875厘逐步降至現為5.25厘，按息由4.125厘降至3.5厘，息率共減0.625厘，以目前平均新批按揭額約450萬元、30年還款期為例，每月供款已累減1602元，減幅達7.3%。現時按息主要是3.5厘，此水平已明顯低於30年平均按息4.09厘，今年減息周期延續，息率走勢將會如何？

至於美息方面，2024年美國共減息1厘，今年減息步伐或將減速，但減息周期或延續至2027年。由於市場普遍認為美國新總統的經濟政策或令通脹回落速度受阻，今年美國減息步伐或放慢。然而，美國經過對上激進加息期後，現時美息處於減息期初段仍處高水平，若高息持續將影響經濟，預料美國減息期仍會持續，美息仍將進行向下調整，但減息步伐受通脹走勢、就業及經濟數據變化而影響，今年美國進一步減息幅度料介乎0.5至1厘，美息將回落至3厘多水平。

港息方面，基於本港對上一次加息周期(2022至2023年)港P加幅明

顯少於美息，美息加5.25厘，港P僅加0.875厘，故此是次減息周期港P減幅將會少於美息；簡單來說，即是P加息時加不多，減息時同樣減不多，是次港P不會在美國每次減息均會下調。銀行去年提速減P累計達0.625厘後，預期今年P減幅尚餘0.25厘，今年美國將繼續減息，而港P將會進一步下調0.25厘後完成減息周期，屆時港按息將減至3.25厘。

### 按揭利率將跟隨下移

港P完成減息周期之後，接下來本港按息會否進一步回落，將視乎折息回落幅度。按照現時H按封頂息率水平，1個月折息需跌至低於2.2厘，按息方可跌穿封頂息率而下降，最近折息開始回落至近4厘水平，但與2.2厘仍有較大距離。若今年折息能逐步回落，銀行資金成本降低或可推動銀行下調按揭計劃息率，令市場按息進一步下跌。

在對上一次加息周期，實際按息加幅共2.625厘，當中不只因銀行加P，而是結合折息上升，以及銀行上調按揭計劃息率，故此今年整體按息變化亦會因應幾方面，包括P減幅、折息回落走勢，以及銀行按揭計劃息率變化而出現調整。

(作者為中原按揭董事總經理)