



▲2024年底以來中國長債收益率加速下行，起到「類降息」的效果，降低了人行減息的必要性。

經濟觀察家

2025年中國將實施更積極有為的宏觀政策，積極的財政政策與適度寬鬆的貨幣政策組合。時隔14年重提「適度寬鬆的貨幣政策」，令市場對更大力度的降準降息滿懷憧憬，但預期一再落空。市場解讀此為穩匯率的需要。而筆者以為，更深層次原因或是市場幫人民銀行實施了「類降息」。

2025年中國將實施更積極有為的宏觀政策，積極的財政政策與適度寬鬆的貨幣政策組合。時隔14年重提「適度寬鬆的貨幣政策」，令市場對更大力度的降準降息滿懷憧憬，但預期一再落空。市場解讀此為穩匯率的需要。而筆者以為，更深層次原因或是市場幫人民銀行實施了「類降息」。

市場幫人行實施「類降息」

全球主要央行大都採取了通脹目標制的貨幣政策框架。在此框架下，央行相繼抉擇，採取中性、限制性、支持性的貨幣政策立場。2008年

全球金融危機爆發後，為突破利率不可能為負的零利率下限約束，西方主要央行在實施零利率或負利率基礎上，採取了通過資產購買投放基礎貨幣的量化寬鬆（QE）操作，這屬於非常規貨幣政策（UMP）。

過去三十年來，根據經濟形勢的發展變化，中國兼顧增長、就業、物價穩定和國際收支平衡目標，採取了不同的貨幣政策立場。為應對通貨膨脹和經濟過熱，1993年下半年至1995年，中國實施了從緊的貨幣政策。隨着通脹回落，經濟「軟着陸」，1996年起轉為實施適度從緊的貨幣政策。為應對亞洲金融危機的傳染效應，1998年中轉而採取穩健的貨幣政策，直至2007年。2008年上半年，為防止經濟過熱和通貨膨脹，又採取了從緊的貨幣政策。但因美國次貸危機演變成全球金融海嘯，導致世界經濟衰退，同年9月起轉向適度寬鬆的貨幣政策，直至2010年。2011年，隨着經濟V形反彈，通脹壓力重燃，轉為實施穩健的貨幣政策。此後，雖然國內經濟形勢出現多輪起伏變化，但「穩健的貨幣政策」基調保持不變，直到2024年。2025年，再度實施適度寬鬆的貨幣政策。

字面上將前述中國的貨幣政策操作與西方相對應的話，「從緊」和「適度從緊」均屬於限制性的貨幣政策立場，「從緊」較「適度從緊」的限制性更強些；「適度寬鬆」屬於支持性的貨幣政策立場，中國歷史上還沒有過「寬鬆」的提法，後者應屬於程度更強的支持性貨幣政策立場；「穩健」則屬於中性的貨幣政策立場。

然而，近年來特別是2022年以來，中國的貨幣政策立場並非中性。事實上，自2012年年中起，中國就進入了長達十多年的降息周期。2015年10月，央行宣布放開存款利率上限，人民幣利率市場化開啟了新階段。人行着手構建和完善政策利率體系，以此引導和調控整個市場利率。當時政策利率包括不同期限的公開市場操作（OMO）、中期借貸便利（MLF）、常用借貸便利（SLF）、抵押補充貸款（PSL），以及各類再貸款利率等，但哪些利率更為重要並不清晰。2024年6月，人行行長潘功勝在陸家嘴論壇上公開表示，將進一步健全市場化的利率調控機制，明確將7天逆回購利率作為主要政策利率，淡化其他期限的政策利率色彩，並逐步理順由短及長的傳導關係。

2011年底起，中國更早進入了長達十多年的降準周期。有鑒於此，潘功勝在前述陸家嘴論壇上指出，儘管一些央行已開始降息，但總體上還保持着高利率、限制性的貨幣政策立場。中國的情況有所不同，貨幣政策立場是支持性的，為經濟持續回升向好提供金融支持。現在重提「適度寬

鬆的貨幣政策」，是對前期貨幣政策操作的確認，而非大方向的調整。

這種事情在發達經濟體也發生過。隨着高通脹捲土重來，美聯儲於2022年3月至2023年7月間累計加息11次、5.25個百分點。此後，美聯儲連續8次按下「暫停鍵」，直至2024年9月才首次降息。其中，在2023年11月議息會議前夕，多名美聯儲官員表示，10月中下旬以來，美債長端收益率上行、整體金融條件收緊，已起到了「類加息」的效果，美聯儲進一步加息的必要性降低。這為2023年11月份二度暫停加息提供了註腳。

現在中國也發生了類似的情形，2024年底以來的長債收益率加速下行，也起到了「類降息」的效果，降低了人行降息的必要性。2024年4月以來，人行多次提示長端利率單邊下行累積的系統性風險。同年10月18日，潘功勝在金融街論壇年會上解釋近期政策制定和形成的三點主要考慮時指出，第三點考慮是人行需要從宏觀審慎管理的角度，觀察、評估金融市場風險，並採取適當的措施阻斷或弱化金融市場風險累積。當時，他特別強調了近一段時間，人行就長期國債收益率運行多次與市場加強溝通，目的是遏制羊群效應導致長期國債收益率單邊下行潛藏的系統性風險。

債息下降 推高股票估值

實際情況是，前述示警並未建功。2024年12月2日起，10年期中國國債收益率正式跌破2厘。12月9日中央政治局會議重提適度寬鬆的貨幣政策後，更是加速下行，盤間低至1.6厘以下，隱含着市場預期央行降息0.30至0.40個百分點。到2025年1月24日，收在1.66厘，較2024年12月6日（政治局會議的上個交易日）下跌0.30個百分點。2024年底，20年期和30年期國債收益率也先後跌破2厘，到2025年1月24日分別收在1.95厘和1.89厘，較2024年12月6日分別回落24和27個基點。

國債收益率代表無風險利率，是其他金融資產的定價基準，10年期國債收益率下行在中國債券市場已起到了降息的效果。如2024年12月9日至2025年1月24日間，10年期國債和地方政府債收益率分別下降了35和27個基點，5年期AAA級商業銀行普通債和AAA級企業債收益率分別下降了19和17個基點。但是，無風險利率下行在內地股票和信貸市場的傳導不暢。理論上，作為無風險資產定價之錨的10年期國債收益率下行，有助於提振市場風險偏好，推高股票估值，

反之亦然。如2022年，正是因為美聯儲激進緊縮，10年期美債收益率快速上行，導致美國「股債雙殺」。然而，2024年12月9日至2025年1月24日，10年期中債收益率下行，上證綜指、深成指、滬深300和萬得全A指數卻分別下跌4.4%、4.6%、3.5%和5.6%。這部分與10年期國債收益率走低、反映了市場對未來宏觀經濟走勢和通脹預期的綜合判斷有關。

國債收益率還是確定銀行貸款利率的基準。2022年存款利率市場化改革後，銀行可參考以10年期國債收益率為代表的債券市場利率和以1年期LPR為代表的貸款市場利率，合理調整存款利率水準。但是，10年期國債收益率單邊下行未帶動銀行負債端成本進一步下調，進而制約了LPR的調整。而自2022年一季度以來，受資產負債端利率非對稱下行影響，銀行淨息差收窄，並從2024年二季度起持續低於銀行不良貸款比例。更好平衡銀行業資產負債表健康性同實體經濟融資成本下降之間的關係，成為當前央行貨幣政策的重要考量。

有人也許對此不以為意，認為淨息差縮小甚至低於不良貸款比例，只是讓銀行少賺錢。但這忽視了信貸管道的利率傳導需要給予銀行中介正向激勵。如城商行與農商行淨息差與不良貸款比例的倒掛時間更早，程度也更深。隨着LPR不斷走低，這兩類銀行風險偏好降低，反而越來越多配置國債等高信用等級資產。據中國人行統計，到2024年三季度末，中資小型銀行總資產中，對政府債權佔比12.4%，較2021年末上升2.9個百分點，高於同期中資大型和中型銀行分別1.4和1.3個百分點的增幅。加劇了安全資產荒，助推國債收益率下行。

當前貨幣市場波動屬季節性

2025年1月10日早間，人行公告宣布階段性暫停公開市場買入國債。此後，貨幣市場利率快速走高，流動性趨緊。1月10至24日，7天銀行間質押回購利率（R007）平均高出7天存款類機構質押回購利率（DR007）58個基點，遠超出2024年初至2025年1月9日均15個基點水平，反映市場信用風險溢價上升（見下圖）。

雖然人行通過14天逆回購和MLF操作加大了流動性投放，但人行2024年9月底釋放的視情況再降準的預言並未兌現。或因為當前貨幣市場波動只屬季節性，而降準是深度釋放中長期流動性，不宜「大材小用」。

（作者為中銀證券全球首席經濟學家）



中長線資金入市 A股慢牛更堅實

《關於推動中長期資金入市工作的實施方案》日前發布，旨在大力推動中長期資金入市、促進資本市場高質量發展。重點內容和解讀如下：

觀海聽濤
汪毅

《關於推動中長期資金入市工作的實施方案》日前發布，旨在大力推動中長期資金入市、促進資本市場高質量發展。重點內容和解讀如下：

一、推進五大類中長線資金入市，穩步提高公募基金、保險資金、社保基金、養老保險基金、企（職）業年金等中長線資金投資A股的規模和比例。

（1）關於公募基金，明確了公募基金持有A股流通市值未來三年每年至少增長10%。

（2）關於保險資金，力爭大型國有保險公司從今年起每年新增保費的30%用於投資A股，這意味着每年至少為A股新增幾千億元的長期資金。此外，第二批保險資金的長期股票投資試點將在2025年上半年落實到位，規模不低於1000億元，後續逐步擴大參與機構範圍與資金規模。

（3）關於社保基金和養老保險基金，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。

（4）關於企（職）業年金，逐步擴大企業年金覆蓋範圍，鼓勵企業年金基金管理人開展差異化投資。

二、優化長線資金考核機制，硬指標進一步明確，注重長周期考核來減少短期市場波動。

（1）對於國有保險公司，經營績效全面實行三年以上的長周期考核，淨資產收益率當年度考核權重不高於30%，三年到五年周期指標權重不低於60%。

（2）對於社保基金和養老保險基金，細化明確全國社會保障基金五年以上長周期業績考核機制，支持社保基金充分發揮專業投資優勢。

（3）對於企（職）業年金，加快出企（職）業年金基金三年以上長周期業績考核指導意見。

（4）針對公募基金改革，目前已形成初步改革方案，後續將盡快落地。要系統改革行業考核評價體系，後續將全面加強長周期業績考核。此外，在已經降低基金管理費率、託管費率、交易費率的基礎上，2025年起將進一步降低基金銷售費率，預計每年將為投資者節省大概450億元的費用。

三、在「新國九條」制度框架下，進一步優化資本市場投資生態。

（1）分紅和回購方面，引導上市公司加大股份回購力度，落實一年多次分紅政策。「新國九條」以來，截至目前，A股回購和分紅規模已顯著提升。2024年，上市公司分紅2.4萬億元、回購1476億元，創歷史新高。去年12月和今年1月，預計有超過310家公司實施春節前分紅，分紅金額約3400億元，家數、金額為去年同期的9倍、7.6倍。

（2）定增、申購等方面，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。同時，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。在交易端不斷豐富適合中長期投資的產品和工具供給，積極支持相關資金投資入市。

（3）進一步提升證券、基金、保險公司互換便利，股票回購增持再貸款這兩項資本市場貨幣政策工具使用的便利性，適時推動工具擴面增量。有助於提升上市公司和行業機構的融資能力和投資能力，更好地發揮市場管理和維護市場穩定的作用，增強資本市場內在穩定性。未來還將探索常態化的制度安排。

有助優化投資者結構

目前來看，公募基金、保險資金、社保基金、養老金、企業年金等中長線資金投資A股規模仍有較大的提升空間。設置硬指標提升投資規模、優化考核機制、優化市場生態等多項措施齊頭並進，在制度規則上明確了提升中長線資金入市比例的路徑，為A股「長錢長投」提供了長期的制度保障。大力推進中長線資金入市，持續為A股提供穩定的增量資金，有助於優化投資者結構，提升機構資金比例，進而平抑市場短期的、非理性的波動，增強其內在穩定性。中長期資金的長周期考核導向，有助於在制度層面引導資金流向那些具有長期發展前景的優質企業，有利於促進資本市場資源的有效配置，更好地支持實體經濟發展。

總之，大力促進中長線資金入市將為A股的長期穩定「慢牛」行情提供堅實保障。

（作者為長城證券首席經濟學家）



▲保險資金等中長線資金投資A股規模仍有較大的提升空間，大力促進這些資金入市有助A股長期穩定。

110%按揭計劃 樓花買家上會救生艇

樓按明職
張顯職

本港樓價由2021年9月歷史高位回落，至今已累跌超過2成半，部分高位購入樓花物業並選擇建築期付款計劃的買家，現時物業陸續落成及入伙，但因物業的估值顯著下跌，他們申請按揭時將要面對估價不足而需要額外籌錢上會的問題。

為協助這批買家，金管局早前推出「一次性特別安排」，容許銀行放寬該批買家的按揭成數上限至現時估值的80%。不過，對於部分估價下跌幅度較大的物業，仍不足以彌補首期差價。而近日有私營按揭公司提供另類高成數按揭計劃，2021年至2023年期間以建築期付款計劃購買自用樓花物業的買家，貸款額可高達估價的110%或買入價的90%，並以較低者為準，以協助未能及時籌錢的買家解決上會問題。

舉例，買家於2023年以1500萬元購入一個樓花物業，現時物業即將入伙，買家原先想借70%按揭即1050萬元，但物業估值下跌2成至1200萬元，如透過金管局「一次性特別安排」，最多可借80%按揭即960萬元，但仍需要額外補90萬元的差價；如買家採用私營按揭公司的另類高成數按揭計劃，便可借足原先想申請的貸款金額，即代表

買家毋需補額外差價的情況下亦可順利上會，對於欠缺資金的買家而言，此計劃將成為他們的「上會救生艇」。

相關計劃按息3.75至4.25厘

上述另類高成數按揭計劃所需的申請文件與一般銀行相若，買家可預先準備好稅單、其他入息及負債文件，包括但不限於糧單、薪金入數紀錄、強積金證明等，以節省時間。不過，有急選用的買家亦有幾樣事項需要留意，相關計劃的按揭利率大約為3.75厘至4.25厘，最長按揭還款期為30年，並需按75減人齡為準。另外，買家亦需要支付類似按揭保費的參與費，當中有一半可分攤入每月供款中。最後，此計劃為限時推廣，如想申請，建議盡早向大型及專業的按揭中介了解詳情。（作者為經絡按揭轉介營運總監）



▲目前有按揭中介提供另類高成數按揭計劃。