



▲人行減息能否提振信貸，不僅取決於實體經濟的有效融資需求，還取決於銀行中介的有效信貸供給。

經濟觀察家

自2024年底中國人民銀行重提「貨幣政策適度寬鬆」至今，市場並未等到憧憬中更大力度的降準減息。市場猜測，這或是受到美聯儲寬鬆預期減弱、特朗普交易回歸的影響。但筆者以為，統籌經濟內外部均衡只是部分原因，根本還是在於中國銀行業淨息差的約束加強。

人行幣策 降準優先於減息

特朗普就職不到一個月，密鑼緊鼓地兌現其競選承諾，打響了關稅第一槍。從「特朗普2.0」的所作所為看，關稅措施具有確定性和長期性，各方不必抱有任何僥倖心理。與上個任期相比，「特朗普2.0」關稅來得更快更猛。

「特朗普1.0」期間，關稅衝突曾導致人民幣兌美元匯率承壓，更直接觸發了2019年8月人民幣破7。「特朗普2.0」至今，雖然關稅衝突的烈度不低於「特朗普1.0」，但人民幣圍繞7.3比1上下波動。根據芝加哥商品交易所數據，到2025年2月14日，離岸人民幣和在岸人民幣均升回7.30以內，分別收在7.2594和7.2545，較上年底分別不跌反漲1.1%和0.6%。

之所以如此，主要原因有三：一是「特朗普1.0」時期，中美經濟脫鉤屬於黑天鵝事件，對當時的全球外匯市場造成巨大的心理衝擊。而這次市場已有準備，前期人民幣回撤部分反映了特朗普關稅威脅的潛在影響。當前人民幣止跌企稳，顯示前期的定價已經較為充分。

二是特朗普延續了1.0時期的執政風格，即政策搖擺不定。如特朗普本已宣布從2月4日起取消對中國小額包裹的「最低限度」關稅豁免，但因為執行層面的技術準備不足，2月7日又簽署新的行政命令，暫時繼續允許來自中國的低成本包裹免關稅進入美國。

三是數據顯示中國經濟持續回升向好，支持人民幣穩定。1月份消費者物價指數(CPI)通脹溫和回升，春節假期消費市場超預期回暖，《哪吒2》票房不斷刷新海內外影史紀錄，加之DeepSeek火爆出圈，改善市場對於中國經濟復甦前景的信心。

展望未來，特朗普關稅依然存在變數。首先，特朗普廣泛的關稅政策、減稅及限制移民或使美聯儲實現通脹目標變得複雜。1月份美國通脹數據全面反彈，以及2月份密歇根大學通脹預期環比跳升，均敲響了警鐘。其次，目前估值偏高的金融市場對於貿易局勢緊張尚未充分定價。一旦全球貿易摩擦引發劇烈金融動盪，或令特朗普投鼠忌器。再次，特朗普關稅不得人心。2月初的一項民調顯示，53%的美國成年人認可特朗普上任首月的工作表現，高於其上個任期的44%，但許多受訪者仍然擔憂他在降低通脹方面做得不夠。

如果特朗普關稅落地不及預期，或將利好人民幣。當然，在每個時點上，影響匯率的因素很多且多空交織，特朗普關稅對人民幣的影響將是事件驅動，匯率雙向波動或是大概率事件。

銀行淨息差壓力大

中國金融市場是間接融資為主，主要通過銀行信貸渠道進行金融資源配置，故銀行中介是貨幣政策傳導的重要載體。人行減息能否提振信貸，不僅取決於實體經濟的有效融資需求，還取決於銀行中介的有效信貸供給。

不同於西方銀行業的利息收入僅



佔到營業收入的一半左右，中國銀行業該項佔比仍在七成以上。淨息差反映了銀行通過貸款和其他生息資產獲得的利息收入與支付給存款和其他資金來源的利息支出之間的差額，事關銀行內源性資本補充和銀行放貸的正向激勵。

《2023年第二季度中國貨幣政策執行報告》專欄中指出，近年來中國商業銀行利潤保持增長但增速有所下降，淨息差持續收窄，單位資產盈利能力降低，利潤增長主要靠資產規模擴大來「以量補價」。由於目前A股上市銀行的平均市淨率(P/B)低於1，通過發行普通股等外部渠道補充核心一級資本能力較為有限。因此，維持一定的利潤增長是內源補充資本的重要方式，有助於增強銀行支持實體經濟和防範風險的能力，維護境內外投資者對中國宏觀經濟的信心。

《金融機構合格審慎評估標準(2023年版)》對銀行合意的淨息差設置了不低於1.8%的要求。2023年第二季度，中國商業銀行淨息差為1.74%，已連續兩季低於合意標準。之後為了向實體經濟讓利，銀行淨息差持續下行，到2024年第三季度進一步降至1.53%，而商業銀行資產利潤率較2023年第三季度回落0.06個百分點至0.68%。有鑒於此，國家將發行超長期特別國債，給六家大型銀行補充核心資本。同時，擬通過擴大地方政府專項債使用範圍，解決地方性銀行資本補充問題。

然而，淨息差下行的負面影響不僅於此。如前所述，由於淨息差持續下行，全國商業銀行已經三個季度淨息差與不良貸款比例持續倒掛，其中城商行和農商行更是分別自2022年第一季度和2017年第二季度起就開始了。這意味著淨息差不能覆蓋信貸風險，影響銀行信貸投放的積極性，進而加劇安全資產荒，加速國債收益率下行。

《2024年第一季度中國貨幣政策執行報告》專欄分析年初10年期國債收益率快速下行的原因時指出，第一季度，銀行、保險等機構出於「早買早收益」的考慮，資產配置需求集中釋放，投資者無風險資產需求也在上升，債券市場投資的需求相應增多。特別是，部分機構為增厚債券投資收益拉長投資期，對長期債券的需求增加。其中，農村金融機構交易規模佔銀行間債券市場比重為24.8%，較2023年同期上升約10.5個百分點。

自2021年第三季度10年期國債收益率跌破3%以來，到2024年第三季度，銀行淨息差同不良貸款比例的缺口與銀行總資產中對政府債權的佔比為強負相關，相關系數為-0.889。這

表明淨息差與不良貸款比例的倒掛程度愈深，商業銀行對政府債權的配置佔比愈高。同期，商業銀行總資產中對政府債權佔比上升2.6個百分點。其中，中資大型、中型和小型銀行分別上升了2.2、1.7和3.7個百分點，外資銀行上升1.7個百分點，顯示中資小型銀行升幅最大。

存款利率先行下調

2024年9月底，人行行長潘功勝在介紹金融支持經濟高質量發展的政策時指出，這次利率調整對銀行淨息差的影響中性。一是下調存量房貸利率將減少銀行利息收入，但也會減少客戶提前還款；二是人行降準相當於為銀行直接提供低成本的、長期的資金運營；三是預期貸款市場報價利率、存款利率將會對稱下行。據此，人行技術團隊經過多輪認真的量化分析評估，做出了本次利率調整後，銀行淨息差將保持基本穩定的判斷。

現在重提適度寬鬆的貨幣政策，與14年前相比的最大不同在於，人行超常規創設了資本市場支持工具，打通人行向非銀行機構提供流動性支持的渠道，建立起資本市場內在的穩定平衡機制，是人行在拓展貨幣政策傳導、金融穩定功能方面的有益探索。但是，「穩健」之後的「適度寬鬆」卻未沿用2024年9月底中央政治局會議公報中「有力度的降息」的提法，而是強調「適時」或「擇機」降準減息。

《2024年第四季度中國貨幣政策執行報告》指出，當前貨幣政策要處理好短期和長期、穩增長和防風險、內部均衡和外部均衡三組關係。同時，要綜合運用多種貨幣政策工具，根據國內外經濟金融形勢和金融市場運行情況，擇機調整優化政策力度和節奏。可見，當前匯率維穩固然重要，但在人行要處理的多個「兩難選擇」中排名靠後，不影響人行「出手時就出手」。2024年7月底的減息就正值人民幣承壓、境內交易價接近跌停板位置。

此外，《報告》還特別強調，要強化行政政策利率引導，完善市場化利率形成傳導機制，發揮市場利率定價自律機制作用，加強利率政策執行，提升銀行自主理性定價能力，推動企業融資和居民信貸成本下降。

綜上，筆者預計2025年貨幣政策操作，結構性工具將優先於總量工具，總量工具中降準又將優先於減息；減息要兼顧淨息差影響中性，也就是說，銀行負債端成本下行或是人行減息的先行指標。

(作者為中銀證券全球首席經濟學家)

香港航運業創新五大方向



航運前瞻 鍾鴻興

筆者在上篇文章(見2月17日A17版)中

講解了香港航運物流業要發掘新貨源的重要性和迫切性，今天想與大家分享的是，如何鞏固及提升香港的國際航運物流中心地位具體建議。筆者會在以下五個方面進行分析：

一、制定粵港澳大灣區港口協調機制

目前大灣區內港口碼頭在發展過程中存在功能定位重疊、資源競爭無序等問題，制約了整體競爭力的提升。在此背景下，有必要成立大灣區港口碼頭協調機制，令大灣區內港口碼頭各有定位歸歸，這具有重要的現實意義與戰略價值。

在航線布局方面，統籌規劃大灣區港口的國際、國內航線，引導各港口差異化開闢航線。例如，鼓勵香港重點發展歐美等遠洋航線，深圳港加強與「一帶一路」沿線國家的航線連接，廣州港則優化沿海及內河支線網絡，實現航線資源互補。

在基礎設施建設方面，對大灣區港口碼頭的新建、擴建項目進行統一評估和協調，避免重複建設。在資訊共用方面，搭建大灣區港口資訊共用平台，整合各港口的貨物裝卸、船舶動態、倉儲等資訊，實現資料即時共用。

二、數位化港口資訊共用平台

香港特區政府正積極推動智慧港口發展，2025年內將完成構建港口社區系統，促進航運、港口及物流業持份者資訊互通，增強港口競爭力。實現貨物即時跟蹤、智慧倉儲管理、優化運輸路線規劃等功能，提升物流服務效率與透明度，滿足新貨源對物流服務品質的高要求。運輸物流局已委任香港物流供應鏈多元研發中心建設港口社區平台項目。

港口社區平台是一個基於互聯網技術的綜合性資訊共用與協同作業平台，將港口運營相關的各方主體，包括港口管理當局、航運企業、貨代公司、海關、檢驗檢疫機構、金融機構等連接在一起，打破資訊孤島，實現資料即時共用與業務協同辦理。平台能即時共用貨物運輸狀態、船舶動態、港口作業進度等資訊，各方主體可隨時獲取所需資訊，提前做好業務安排。

三、打通內地貨運鐵路引流到香港

過去5年，筆者經常被邀請到內地港口碼頭考察調研，了解當地港口碼頭集團戰略布局思維後，得悉雖然是發展港口航運水陸業務，但在戰略布局上是把周邊的貨源引導到碼頭，包括鐵路貨物、空運貨物、陸路貨物，形成「多式聯運」立體布局，為此布局安排，會加

連接駁鐵路到碼頭、打通海空聯運標準、打通及開闢陸路運輸網絡。現時南沙港、鹽田港，甚至珠海高欄港等都有鐵路直達碼頭，發揮當地「公鐵水」(公路—鐵路—水路)聯運優勢，把中歐班列的貨源引導到碼頭，直接上大船出海外。

國家高度重視香港與內地的經濟合作與互聯互通，在「一國兩制」政策下，內地與香港簽署了一系列促進經貿合作的政策文檔，為香港開展貨運鐵路對接中歐班列提供了政策保障。打通內地貨運鐵路最後一段到香港，發揮香港多式聯運優勢，對接國際市場，是一個破舊立新的思維。隨著跨境鐵路貨運列車開通，內地供港物資運作便可進一步加強。

打造綠色航運產業集群

四、構建粵港澳大灣區綠色航運走廊 構建綠色航運走廊，是踐行國家減碳綠色發展目標、提升區域航運競爭力、實現可持續發展的必然選擇，對於推動粵港澳大灣區深度融合、打造國際一流灣區具有重大戰略意義。未來兩地政府可在稅務優惠、金融支持等方面給予綠色航運企業和項目傾斜。加強政策協調，消除政策壁壘，為綠色航運走廊建設創造良好政策環境。

依託大灣區內廣州、深圳、香港等城市的產業優勢，亦可打造綠色航運產業集群，涵蓋船舶設計製造、新能源研發、航運服務、環保設備生產等領域，形成完整的綠色航運產業鏈。

五、培養航運物流業複合型人才

過往多年，香港及國際市場對於行業專業人員需求極大，因單一行業專業人員有長期行業經驗，能解決專業範圍的問題。當前航運物流業面臨着人才短缺、行業創新能力不足等問題，嚴重制約了其高品質發展，隨着航運物流行業近20年的高速增長及轉型，已轉變為多式聯運管理思維，要有世界觀，亦能掌握地區優勢，更能應用科技，甚至能推動綠色物流與可持續發展，這種多元航運物流專才，正是現代航運物流業企業渴求的人才。因此，要培養一批多元人才，必須要推行「產教融合」實施方案。

產教融合作為一種將產業與教育深度融合的發展模式，為破解行業難題提供了有效途徑。通過產教融合，能夠實現教育鏈、人才鏈與產業鏈、創新鏈的有機銜接，培養出適應物流業發展需求的高素質人才，推動物流行業的技術創新與轉型升級。

(作者為香港物流商會主席、武漢市政協委員)



▲香港積極推動智慧港口發展，今年將完成構建港口社區系統，增強港口競爭力。

股市向好 有利帶動樓市



樓語縱橫 楊永健

過去蛇年

股市表現不景氣：上一個蛇年即2013年，恒指跌5.1%；2001年的蛇年更由於911事件，美股急瀉下港股全年跌幅達32%。不過，今個蛇年股市開局理想，相信未來會有更好的表現，情況肯定愈來愈好。蛇年首個交易日，港股以約20000點開局，近日已企穩於22000點樓上，每日股市成交金額亦顯著提高。

「審慎看好、樂見更好、愈來愈好」這一句是財政司司長對蛇年股市的祝願，剛過去的龍年，港股表現不俗，恒指升近4500點，升幅近三成。港股顯著回升最重要的一環是，港股集資能力大幅回升。2024年上半年，受高息環境及環球經濟增長放緩影響，香港IPO市場氣氛仍審慎，新上市公司數目不多，集資金額僅100多億元，但去年下半年市況顯著回暖，多隻大型新股上市，集資金額顯著回升至695億元，佔全年集資總額八成以上，總集資金額由463億元，按年大增89%至875億元，全球IPO集資額排名位居第四。

踏入2025年，內地經濟已進入新的爆發點，國產自主研發的人工智能系統DeepSeek的成功，可謂震撼全球，亦引領內地科技股行情急漲。過去兩星期，科技股板塊急速上升，相信今年無論是A股，以至港股IPO市場仍然看漲，仍然有大量具潛力的公司計劃來港上市。

相信大家亦明白，過去數年內地經濟進入調整期。過去內地經濟以「土地—地產—基建」為主軸，以高槓桿驅動的重投資、重投放模式，但這種高槓桿的發展模式已難以維持，經過數年的轉型期，內地經濟已完成轉型，其中又以三新產業(新產業、新業態、新商業)最為矚目，科技創新持續給予高質量發展，製造業高端化、智能化、綠色化轉態勢明顯，內地科技行業在全球的競爭力已大大提高。

總括而言，在內地經濟轉型成功下，今年股市表現肯定是「審慎看好、樂見更好、愈來愈好」，股市向好亦肯定有助樓市向好，蛇年或會重現「股樓齊升」的現象。

(作者為世紀21 Q動力總經理)