



▲利率因素在去年四季度對股市帶來動力，近期並未增添新動能，本輪A股上漲主要是風險溢價下降推動。

### 經濟觀察家

雖然內地經濟增速走弱，物價也仍然比較低迷，但近期A股出現一波比較快速的升勢。展望未來，這個趨勢能否持續？市場對此有分歧，一種觀點認為這只是股市上漲的開始，也有觀點認為，如果基本面沒有改善，這波股市的持續性可能較弱。

# 如何理解A股本輪「水牛」行情？

#### 中金點睛

張文明 黃亞東

美國和日

本在金融周期

下行階段都出現過類似的股市上漲，市場形象地將之比喻為「水牛」，就是未見經濟基本面改善，而主要由流動性驅動的股市較快上漲。這裏所謂的基本面在宏觀層面主要體現為經濟增長和物價，在微觀層面主要體現為企業盈利。不管是宏觀還是微觀，都是經濟周期的視角。

那麼，到底如何看待本輪行情呢？在回答這個問題之前，我們首先提出一個問題，這幾年中國貨幣政策比較理性、沒有「大水漫灌」，而且近來一段時間，市場流動性也沒有出現大幅變化，那流動性從何來？換句話說，經濟形勢仍待改善，而貨幣政策也比較克制，單純從經濟周期的視角就比較難以解釋這輪股市的上行，也不好判斷其未來的走勢。

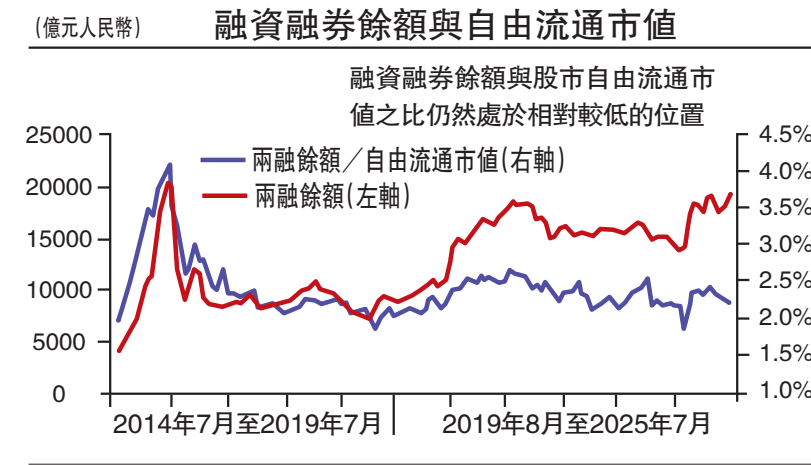
筆者認為，從宏觀層面來看，有必要突破經濟周期視角而從金融周期的視角來分析這波走勢，這是因為中國經濟這幾年經歷的並非傳統經濟周期調整，而是金融周期見頂轉向帶來的經濟大轉型。

金融周期關注信用和房地產相互強化的順周期特徵。金融周期最核心的兩個指標是信用和房地產價格，前者代表融資條件，後者反映投資者對風險的認知和態度，而房地產又是信貸的重要抵押品，兩者相互促進，導致自我強化的順周期特徵。金融周期比經濟周期長，波動幅度更大，一個金融周期可以包括多個經濟周期。經濟周期（主要指標是經濟增長和通貨膨脹）一般持續1至8年，而一個金融周期可持續15至20年。

#### DeepSeek修復市場信心

自從2024年的「924行情」以來，滬綜指從2700點反彈至近期的3600點左右，與2021年的高點（3724點）相差不大。不妨將A股的股權風險溢價拆分成四個因素，即利率、短期經濟增長、長期經濟增長預期、其他預期和資金面因素。我們的估算顯示，2023年下半年到2024年底一段時間內，市場對中國中長期經濟前景預期一度非常謹慎，給股市增添了較大的下行壓力。但2024年四季度這個謹慎預期得到了較好的糾正，而今年年初以來，在DeepSeek爆發的背景下，市場對中國經濟前景的預期則更為有信心，給股市增添了上行動力。

2025年二季度名義GDP同比增速為3.94%，GDP平減指數同比增速為-1.24%。政策利率下降緩慢，2024年9月以來，七天逆回購利率從1.7%下降到1.4%，而近期利率未見明顯變化。利率因素在去年四季度對股市帶來動力之後，近期並未增添新動能。本輪A股上漲的主要是風險溢



價下降推動。

中國金融周期下半場已經調整了較長一段時間。近期股市表現比較好，自2024年9月以來，滬綜指從2700點上漲到3600點以上，漲幅在30%以上。回到本文開頭的問題，如何理解本輪股市的上行及未來的空間呢？

金融周期下行以來，內地居民部門宏觀槓桿率停止上行，但尚未出現明顯下降，非金融企業宏觀槓桿率出現波動。與此對應，政府部門宏觀槓桿率有所上升，但比較克制，從2022年的71%上升到2024年的88%。

如果私人部門資產負債表還有待改善，如何理解這波股市上行呢？從宏觀層面我們至少有以下幾點積極因素。

其一，如前所述，自去年四季度以來，市場對中國中長期經濟前景變得更為有信心，尤其是DeepSeek的出現。

#### 樓市調整 資金轉投股市

其二，雖然房地產仍然在調整，但房地產在中國經濟中佔比明顯下降，房地產對經濟的拖累繼續收窄。微觀層面，我們也看到地產後周期的消費品與房地產的關係減弱。例如，洗衣機銷售從2023年以來，與商品房銷售面積基本不相關。而在2017-19年，洗衣機銷售和商品房銷售面積有非常強的正相關關係。這是因為，當下家電的銷售更多反映更新換代或者置換性需求，而早年間更多是購房後的新家配置需求。

其三，政策制定者對經濟、股市、樓市的關注度明顯提升。2024年9月以來，中國經濟關注度指數明顯回升，這個指數提升意味着政府對經濟的關注提升。從歷史看，中國經濟關注度指數上升階段，滬綜指也常常有不錯的表現。對比過去兩年中央經濟工作會議和政府工作報告，我們也能發現樓市、股市和物價出現的頻率均明顯上升。

還有一個值得關注的因素，就是中國居民對樓市配置的比例下降，對安全資產的配置比例相應上升。在預期經濟和股市下行風險有限，金融周期調整趨緩的情況下，市場會適當增加對風險資產的配置，但不急於配房

地產的情況下，就相應增配股市，尤其是安全資產配置的「性價比」下降的情況下。

#### 市場憧憬刺激政策加碼

展望未來，從宏觀層面如何推行股市呢？借鑒國際經驗，金融周期下半場的股市上漲與宏觀政策力度，尤其是財政的寬度相關性較高。因為金融周期調整帶來的一個核心問題是債務，政府加槓桿，央行擴表有利於改善私人資產負債表，在這個方面中國仍然有較大空間。2021年以來，中國非金融私人部門還本付息佔GDP的比例，以及還本付息佔新增信貸的比例整體持平，尚未出現明顯下降。

從海外央行的經驗來看，在經濟和金融遭受較大壓力的時候，如2008年金融危機發生後，海外央行擴大可接受的抵押品範圍，調整基礎貨幣的投放方式，主動承擔一部分風險，通過資產負債表擴張降低風險溢價。中國人民銀行目前資產擴張的空間相對較大。

在2020-2022年這三年時間裏，人行一方面調降存款準備金率200點子以上，下調MLF（中期借貸便利）利率、7天逆回購利率各50點子，另一方面積極通過多種結構性工具將信貸資源更有效地傳導到經濟中的關鍵部門和薄弱環節，如創設普惠小微企業貸款支持工具支持受疫情衝擊較嚴重的小微企業，創立科技創新再貸款和普惠養老專項再貸款支持經濟結構轉型，設立保交樓貸款支持計劃促進房地產市場信心恢復等。去年9月，人行又創設證券、基金、保險公司互換便利和股票回購、增持專項再貸款兩類再貸款工具為股票市場提供流動性支持。

自2024年9月以來，A股融資融券餘額上升，接近2015年的高點。但是，相比於2015年，當前股市總市值已大幅增長，融資融券餘額與股市自由流通市值之比仍然處於相對較低的位置（見配圖）。

筆者認為，如果政策力度加大，尤其是在解決債務和改善資產負債表方面的政策力度加大，市場情緒仍有改善的空間。

（作者張文明、黃亞東均為中金公司分析師）

## 國債利息徵稅 財政收入料增千億



#### 國金視野

宋雪濤

國家財政部與稅務總局

在8月1日發布《關於國債等債券利息收入增值稅政策的公告》，宣布自2025年8月8日起，對在該日期之後（含當日）新發行的國債、地方政府債券、金融債券的利息收入，恢復徵收增值稅。對在該日期之前已發行的國債、地方政府債券、金融債券（包含在2025年8月8日之後續發行的部分）的利息收入，繼續免徵增值稅直至債券到期。

在國債發行初期為培育債券市場，中國對國債利息收入免徵營業稅。2016年「營改增」改革後將免徵營業稅改為免徵增值稅，並將地方債利息收入和金融機構持有金融債券取得的利息收入也納入了免稅範圍。公告正式結束了國債、地方債、金融債的利息收入免徵增值稅。對此市場關注三個問題。

首先，未來利息增值稅收入在千億元左右。截至2025年7月末，政府債和金融債的存量金額為90.6、42.4萬億元（人民幣，下同），2025年1-7月政府債和金融債的發行金額分別為15.8萬億元和7.3萬億元。假設8-12月發行額15萬億元，平均票面利率1.75%簡單估算，年內應納稅利息金額為2625億元左右，金融機構比如銀行的稅率是6%，公募／資管產品的稅率是3%，由此大致估算年內利息增值稅收入規模大致在144億左右。

但隨着債券滾動續作，需要繳納增值稅的債券規模會持續擴大。從期限分布上看，存量政府債和金融債的剩餘期限呈現出兩頭高、中間低，10年期以上債券佔比21%，2年期以內債券餘額佔比25%，債券加權平均剩餘期限為5.5年左右。隨着舊債不斷滾動續作，以及政府債和金融債的存量規模不斷上升，後續利息增值稅收入規模大致在千億左右。

其次，對債券收益率的影響低於6點子至10點子。直觀來看，對8月8日後新發的國債和金融債利息收入徵收3%至6%增值稅會推動新發債券發行利率上行。投資者需要獲得更高的利息收入以彌補增值稅帶來的損失。

從收益率視角上看，在不考慮對資本佔用成本等問題時，假設10年期國債收益率為1.7%，增值稅為6%（部分機構為3%），則稅後收益率為1.59%（1.64%）。靜態視角來看，單獨增稅可能會帶來10年期新券與舊券存在6-10個點子的利差空間。

但這一部分成本是由投資者和發

行者共同承擔，實際利率上行幅度不會那麼明顯。當前債券市場整體面臨資產荒，債券買盤力量較強，公募和資管產品只需要承擔3%的增值稅，這意味着只要公募的購買意願足夠高，那麼債券整體上行幅度很難超過6點子，如果買盤力量更高，發行者也可以以更低的利率成功發行。另外，收益率上新老債券因為稅制不一樣，彼此收益率也不會完全彌合。

#### 推動資金分流至信用債

另外，此次對政府債等的利息徵收增值稅還會壓低政府債和信用債稅後收益率上的差距，推動部分資金流向信用債市場。以1.7%的收益率為例，改革前一般金融機構持有國債、信用債稅後收益分別為1.7%、1.19%，信用利差為51個點子。改革後國債稅後收益率下行至1.59%，兩者之間的利差收斂至40點子。

再次，稅改平衡財政收支是大勢所趨。從中國債券市場發展的視角看，年初國債市場總規模達到183萬億元，位居世界第二，繼續通過免稅優惠來培育債券市場的必要下降，而且對利率債徵收增值稅還能夠兼顧投資公平，引導資金流向信用債市場。

從財政稅制改革的視角看，政策正在從細節着手梳理當前的稅收體系，將一些「不合時宜」的稅收優惠剔除，提高財政的收入能力，緩和財政的收支壓力。

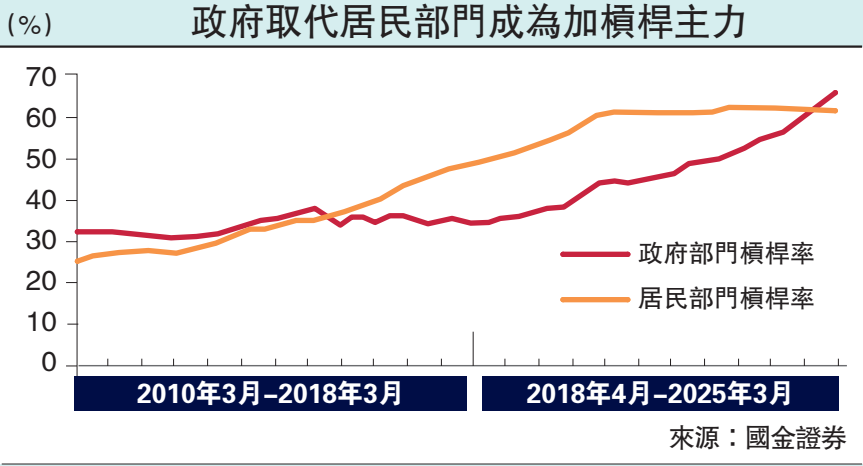
近年來，財政收支壓力不斷攀升，今年二季度政府部門槓桿率從2019末的37.9%上行至65.3%。一方面是財政收入增速放緩，土地出讓收入從2021年的8.7萬億下滑至2024年的4.8萬億。另一方面是財政支出相對剛性，「三保」支出維持高位，2023年基層「三保」支出約佔可用財力的五成左右，如果再加上其他的剛性支出，佔可用財力的八成左右。

在既要平衡財政收支壓力，又要推動建立現代化稅收制度的大背景下，梳理財政稅收體系、深化稅收徵管制度是更大的「理所應當」。

從「金稅四期」全面落地、到對居民境外收入徵稅、再到對政府債利息收入徵收增值稅，都是完善稅收制度的一環，也都能助力財政收支平衡，而這或許只是開始。於無聲處聽驚雷。如果財政支出是剛性的，那麼財政改革如何為財政開源也將成為後續財政的重要議題。

（作者為國金證券首席經濟學家）

#### 政府取代居民部門成為加槓桿主力



來源：國金證券

## 資金湧港 奠定香港繁榮基礎



#### 樓市新態

汪敦敬

數據顯示，外國、外地公司來成立並註冊數字創新高，香港的資金不斷累積增加。根據最新數據，截至2025年6月底，香港的貨幣供應量M3（流通現金加商業銀行存款）錄得19.86萬億元，對比去年同期的17.94萬億元，按年增長10.7%。對比上一個月的19.71萬億元，按月增長0.76%。

香港長期保持逾18萬億至19萬億元充裕的資金，短期內也不需要擔心負利率的來臨，是最理想的投資處境。19萬億元M3是一個什麼概念？1997年香港的M3只有2.87萬億元，去到2007年的時候是6.13萬億元，去到2019是14.8萬億元，一年前是18.5萬億元，反映香港資金不斷上升。這是強勁的底氣。

何況，除了M3外，我們亦加以分析銀行結餘（銀行放在金管局的戶口結餘）和未償還外匯基金票據及債券（銀行被金管局吸納的資金）。目前三者加起來逾21萬億元，長期趨勢上亦是持續上升的。

有一點是要特別留意的，定期存款按月減少2.2%或2284億元（過去兩

個月累計共流出3780億元），活期存款按月增長3.48%，儲蓄存款按月增長5.46%，反映資金初步已一如筆者之前所料，從定期存款流出，滾存的資金量已不容小覷。

近日金管局持續入市承接港元沽盤，分析預料隨着銀行體系結餘減少，港元拆息將回升。筆者認為有關情況是正常的，不是因為港元有「流出壓力」，相反是源於5月大量外資湧入香港的後續發展。很多評論都忽略了有關香港銀行結餘的實力，其實應該連同未償還外匯基金票據約1.4萬億港元去看，銀行體系資金量足夠應付套息活動，H按息隨着資金流動有所落是平常事。筆者認為，香港息口與金融環境將保持穩定。

金管局總裁余偉文曾在匯思撰文指出，資金流出港元體系並不一定代表撤離香港，同時銀行持有的外匯基金票據及債券，基本上都能穩妥管理其流動性，確保資金有序、高效地流轉。資金流出港元體系兌換成其他幣種（如美元），仍可能留在香港金融體系。筆者認為，市場有很多信息是市民要去了解的，不要道聽途說。

（作者為祥益地產總裁）