



▲人行四季度例會重申繼續實施適度寬鬆的貨幣政策，加大逆周期和跨周期調節力度。

經濟觀察家

繼去年底重提「實施適度寬鬆的貨幣政策」後，今年底中央經濟工作會議再提「繼續實施適度寬鬆的貨幣政策」，且在具體表述中用「靈活高效運用降準降息等多種政策工具」替換了「適時降準降息」。本文擬在回顧今年貨幣政策操作的基礎上，結合日前召開的人民銀行貨幣政策委員會第四季度例會，對明年貨幣政策進行展望。

貨幣政策延續適度寬鬆

集思廣益 去年12月中央政治局會議將貨幣政策基調從「穩健」調整為「適度寬鬆」，引發對2025年更大力度降準降息的憧憬，債市出現「搶跑」行情。去年全年，10年期國債收益率累計下行88個基點，跌幅創十年來新高。今年元旦和春節過後，10年期國債收益率兩度收盤跌破1.6%，創有紀錄以來新低。

去年底重提「適度寬鬆」，半年後降準降息才落地，且力度低於去年。今年僅降準一次、50個基點，去年降準兩次、累計100個基點；今年僅下調政策性利率—7天逆回購利率一次、10個基點，去年下調兩次、累計30個基點。此外，今年1月份還暫停了國債公開市場淨買入操作，10月份才根據形勢變化恢復此項操作。但疊加其他數量工具的使用，逆周期調節效果逐步顯現。今年前11個月，通過公開市場操作、MLF、常用借貸便利（SLF）、抵押補充貸款（PSL）等工具，累計淨投放貨幣5916億元，去年同期為淨回籠貨幣3.09萬億元。截至今年11月底，廣義貨幣供應（M2）同比增長8.0%，增速同比提高0.9個百分點；社會融資規模存量增長8.5%，同比提高0.7個百分點。同時，信貸結構不斷優化，為經濟穩中向好創造了適宜的貨幣金融環境。

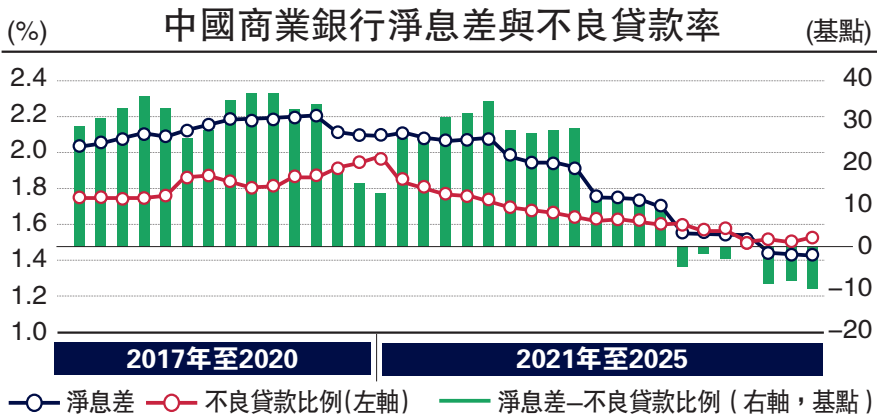
適時推出增量舉措

2026年延續適度寬鬆的貨幣政策取向並不意外。「十五五」規劃建議明確提出，要強化逆周期和跨周期調節，實施更加積極的宏觀政策，持續穩增長、穩就業、穩預期。中央經濟工作會議在重申「實施更加積極有為的宏觀政策」的同時，保留了加強「政策前瞻性針對性」的提法，但將「有效性」替換成「協同性」。這與後面用「堅持穩中求進、提質增效」替換「堅持穩中求進、以進促穩」，用「發揮存量政策和增量政策集成效應」替換「充實完善政策工具箱」，以及在保留「逆周期」的同時增加「跨周期」的表述，都是基於「提升宏觀治理效能」的同一考慮。這正是理解明年貨幣政策的重要邏輯起點。

中央經濟工作會議提出增強政策「協同性」，從貨幣政策角度理解主要體現為：一是發揮存量政策和增量政策集成效應，既要不斷豐富貨幣政策工具箱，適時推出增量舉措，也要落實落細現有政策，加強貨幣政策執行和傳導，充分釋放政策效應。

二是加強與財政政策的協同，發揮其他政策的作用，促進形成更多由內需主導、消費拉動、內生增長的經濟發展模式。如今年9月針對居民個人消費貸款和消費領域服務業經營主體貸款的財政貼息政策就是加強財政貨幣協同、投資於物和投資於人緊密結合的一個典範。財政部門明確明年要繼續用好這個「雙貼息」政策。

三是增強宏觀政策取向一致性和



來源：國家金融監督管理總局、萬得、中銀證券

有效性，將各類經濟和非經濟政策、存量政策和增量政策納入宏觀政策取向一致性評估。其中，將存量政策和增量政策納入一致性評估是新的提法，旨在進一步形成着力穩就業、穩企業、穩市場、穩預期的政策合力。

日前，潘功勝就學習「十五五」規劃建議撰文指出，準確把握科學穩健的內涵和要求，重點需要處理好短期與長期、穩增長與防風險、內部與外部的關係。文章強調：「根據經濟金融運行需要，綜合運用各種貨幣政策工具，加強逆周期調節，有力有效平滑經濟波動。同時，關注跨周期平衡，避免政策大放大收，防止政策過度導致效果衰減和長期副作用，更好支持重點領域和薄弱環節，在中長期促進經濟轉型和可持續增長。」這為從貨幣政策角度強化逆周期和跨周期調節提供了參照。

人行四季度例會重申繼續實施適度寬鬆的貨幣政策，加大逆周期和跨周期調節力度。在具體操作中，這一方面表現為支持性的貨幣政策立場不退坡。中央經濟工作會議將「使社會融資規模、貨幣供應量增長同經濟增長、價格總水準預期目標相匹配」替換成「把促進經濟穩定增長、物價合理回升作為貨幣政策的重要考量」，或可視作向市場發出的前瞻性指引，即若經濟增速達標而物價漲幅不達標，央行也不會轉向限制性貨幣政策立場。

靈活高效運用工具

另一方面表現為不搞大水漫灌，堅持精準施策、留有餘地。本次會議將「適時降準降息，保持流動性充裕」替換成「靈活高效運用降準降息等多種政策工具，保持流動性充裕」，或釋放了以下貨幣政策信號：

一是如確有需要，根據國內外經濟金融形勢和金融市場運行情況，把握好政策實施的力度、節奏和時機，降準降息仍然有空間。

二是降準降息並非貨幣政策工具的必選項。因為除降準之外，保持流動性充裕的手段還可以綜合運用其他數量調節工具；除降息之外，通過強化利率政策執行和監督，優化結構性貨幣政策工具運用，加強與財政政策的協同等，也可以促進社會綜合融資成本低位運行。

三是貨幣政策提質增效還有空間。如引導大型銀行發揮金融服務實

體經濟主力軍作用，推動中小銀行聚焦主責主業，做優增量、盤活存量，提高資金使用效率；用好用活結構性貨幣政策工具，扎實做好金融「五篇大文章」，加強對擴大內需、科技創新、中小微企業等重點領域的金融支持。

四是珍惜貨幣政策空間，注意平衡穩增長與防風險的關係。截至今年三季度末，銀行淨息差為1.42%，較同期銀行不良貸款比例低了10個基點，自去年一季度二者倒掛以來，程度不斷加深，這是當前利率政策操作的重要制約。此外，還要從宏觀審慎角度觀察、評估債市運行情況，關注長期收益率變化。

當然，貨幣政策不只是降準降息，明年實現「十五五」良好開局，貨幣政策「促改革、防風險」的任務也很繁重。根據人行工作部署及建議，在完善中央銀行制度，建設強大中央銀行方面：要構建科學穩健的貨幣政策體系，動態評估完善貨幣政策框架；健全覆蓋全面的宏觀審慎管理體系和系統性金融風險防範處置機制；建設規範、透明、開放、有活力、有韌性的金融市場體系；建設安全高效的金融基礎設施體系。

在防範化解重點領域金融風險，維護金融穩定方面：助力宏觀層面把握好經濟增長、結構調整和風險防範之間的動態平衡，夯實金融市場平穩運行和微觀主體金融機構穩健經營的根基；加強金融風險監測、評估、預警體系建設；堅定維護金融市場平穩運行，用好兩項資本市場結構性工具，探索常態化的穩市機制建設，研究特定情景下向非銀金融機構提供流動性的機制性安排；堅定推進金融支持融資平台債務風險化解工作，積極穩妥處置中小金融機構風險，做好房地產金融宏觀審慎管理；切實推進金融高水準雙向開放，提高開放條件下經濟金融管理能力和風險防控能力。

中央經濟工作會議還提出要健全預期管理機制，提振社會信心。潘功勝在前文談及構建科學穩健貨幣政策體系的主要任務時提出，持續暢通貨幣政策傳導機制，其中包括提升貨幣政策透明度，健全可置信、常態化、制度化的政策宣傳和市場溝通機制，以專業、務實的立場，做好政策溝通和預期引導。

（作者為中銀證券全球首席經濟學家）

白銀重回巔峰 提防監管風險



財經解碼 陶冬

資本市場得到了一個巨大的聖誕禮物，上周幾乎所有風險資產種類一起上漲。納斯達克的反彈引領了全球股市，美國充滿韌性的消費更帶起了資金對經濟的樂觀情緒，債市也穩中帶升。美元走貶，石油價格大漲，有色金屬大漲，黃金大漲，白銀暴漲。

美國第三季度GDP環比年化增長4.3%，高於市場預期的3.3%和前期的3.8%。佔經濟總量七成的消費支出增長3.5%，家庭信心仍然韌性十足。美國對歐亞出口回升，農產品和製造品表現突出，進口下降（關稅戰後去庫存），淨出口對增長貢獻了0.8個百分點。政府支出增長4.6%，主要來自基建、教育、交通和國防，成為穩定經濟的重要支撐。

不過美國經濟的增長源頭主要集中在數據中心建設和高端人群消費上，凸顯經濟的K形發展趨勢，即強者一枝獨秀，弱者逐漸沉淪。Visa卡預測2025年最後兩個月銷售總額逾一萬億美元，線上銷售量更創紀錄，然而消費者情緒走出了三年來新低。這是一個典型的K形聖誕銷量行情，高收入階層買東西很爽快，但是低收入階層十分小心。

2025年美國充滿了兩極分化，即所謂的K形分布。其經濟增長遠遠強過年初經濟學家的預測，經濟衰退未見蹤影，但就業市場突然疲軟，最近幾個月新增就業徘徊在五、六萬份左右，而美聯儲將5萬份設定為衰退的分水嶺。下半年以來，美國經濟增長並沒有製造出多少新的就業機會，被部分經濟學家稱為「無就業增長」。

股市近年是美国家庭財富增長的主要源頭，股市市值歷史性地超過了住宅市值，AI龍頭英偉達的股價更引領風騷。高收入家庭在股市上的投資以及因此獲得的購買力，遠遠超過低收入家庭，他們受到生活成本飆升的影響較小，而低收入階層在通貨膨脹面前已有捉襟見肘的感覺。政府停擺、削減醫療保險和食物補貼更令低收入人群雪上加霜。

據報收入最高的10%家庭，消費額佔到美國總消費近五成，這種差距折射在部分人對動輒上千元門票的演唱會、體育比賽毫不介意，同時大量消費者降級到折扣店買聖誕禮物。反映低收入人群信用品質的汽車貸款違約率上揚，這是經濟惡化的重要前瞻性指標。低收入人群已經跟不上了。接下來的問題是，未來高端人群消費能不能維持強勢？

筆者認為，股市何去何從，對於高消費群體的消費至關重要。最近AI投資泡沫論甚囂塵上，投資者對股市前景產生分歧。首先，筆者認為AI是革命性突破，但其商業化過程很難一帆風順，聖誕節向來並非新盤銷售的最佳時機，皆因過去不少市民都會選擇於聖誕節至新年長假期外遊。據統計，今年聖誕連周末的長假期，有多達65萬香港居民出境過聖誕，總計今年聖誕節長假期新盤市場，整體新盤銷售較去年好轉，加上聖誕過後，全城焦點新盤SIERRA SEA開售在即，整體樓市氣氛可形容為「今個聖誕不太冷」。

12月新盤售1200伙按年倍增

過去幾年的聖誕節，幾乎成為樓市的傳統淡季，去年聖誕節新盤市場特別淡靜，平均每日僅售出約十多伙單位，去年整個12月更只售出約680伙；2022年的聖誕節就更加淡靜，該年12月只售出約270伙；2023年的聖誕則是近年最旺，在新地天水圍Yoho West推售的刺激下，該月新盤銷售達1407宗；至於今年的聖誕節，在過去的四天聖誕長假期（25–28日）共售出約70伙，加上整體12月平均每日亦售出五、六十伙單位，整月的新盤銷售已超越1200伙。雖然今年12月新盤銷售不及2023年，但相對於去年同期，本月新盤銷售幾近倍升。

今年聖誕與去年的聖誕都缺乏大型新盤登場，今年以貨尾盤為主，但今年的聖誕銷售與去年的聖誕銷售可謂截然不同，去年聖誕節新盤銷售以新界西北區的貨尾盤為主，包括元朗洪水橋匯

AI基礎投資的回報的確有問題。其次，在中期選舉之年，無論白宮還是美聯儲均很難對股市大幅調整坐視不理，政策干預乃至重啟量化寬鬆都是有可能的。

轉一個話題，黃金、白銀走出了一波漂亮的年末行情，上周均創歷史新高。美國對委內瑞拉施以極端軍事壓力，對尼日利亞境內伊斯蘭組織展開軍事打擊，這些地緣政治因素刺激了避險需求。同時美元匯率疲弱，貴金屬及商品價格齊齊上揚。不過這些尚無法解釋黃金白銀價格史詩級別的上漲。

2025年迄今，黃金價格上漲了72%，白銀更飆升了191%，成為大類資產種類中最亮眼的資產，寫出上世紀八十年代初以來最強勁的貴金屬價格曲線。這一輪黃金白銀的主要買家是各國央行和ETF，反映出官方與民間對不受央行寬鬆政策影響的資產追求。央行是法幣的發行者，卻要對沖法幣的幣值風險，頗具諷刺意味。

民間追逐黃金白銀可以理解為，過多的流動性追逐有限的資產，何況這是與央行政策最沒有關聯度的資產。如今美歐日分別進入了新的財政擴張周期，無論央行對利率如何表態，新增的財政赤字還是要通過央行購買來解決。換言之，財政窟窿最終要靠貨幣擴張來買單，財政和貨幣本來就是國家政權這枚硬幣的不同兩面。

日本和德國的長期國債收益率近月大幅攀升，日德這些淨資本輸出國的本國債券變得更具吸引力，海外購買美國長債的需求勢必放緩，美財政部發行新債券的成本也可能更高。儘管美國兩年期國債收益率不斷走低，三十年國債收益率居高不下，今年年初兩者的利差為54點，現已升到134點。這反映出市場對各大工業國控制財政赤字信心不足，對各國央行守護政策獨立信心不足。

工業購買和國家儲備推動需求

除了寬鬆的貨幣政策，工業購買和國家儲備也是重要原因，這一點在白銀上體現得更清楚。AI行業和數字中心的崛起，令白銀的工業應用場景驟然增加，白銀供需連年出現缺口，中國、美國、日本、德國、印度先後啟動儲備程式，這是國家戰略性舉動，新的剛性需求。電動車、晶片、太陽能板等產業對白銀的需求也日益增加。

白銀這次暴漲，讓人想起上世紀七十年代的亨特兄弟槓桿炒銀。在期貨市場的槓桿效應下，白銀價格從1973年的每盎司1.5美元一路炒到48.9美元。1980年1月監管推出白銀規則，限制金融槓桿炒作，銀價暴跌，此後白銀花了45年才恢復過來。筆者認為這次白銀上漲有其強烈的產業需求和國家戰略考量，但是擁擠交易和監管風險也須提防。

（作者為淡水泉（香港）總裁）

焦點盤快登場 帶動貨尾旺銷



樓語縱橫 楊永健

聖誕節向來並非新盤銷售的最佳時機，皆因過去不少市民都會選擇於聖誕節至新年長假期外遊。據統計，今年聖誕連周末的長假期，有多達65萬香港居民出境過聖誕，總計今年聖誕節長假期新盤市場，整體新盤銷售較去年好轉，加上聖誕過後，全城焦點新盤SIERRA SEA開售在即，整體樓市氣氛可形容為「今個聖誕不太冷」。

12月新盤售1200伙按年倍增

過去幾年的聖誕節，幾乎成為樓市的傳統淡季，去年聖誕節新盤市場特別淡靜，平均每日僅售出約十多伙單位，去年整個12月更只售出約680伙；2022年的聖誕節就更加淡靜，該年12月只售出約270伙；2023年的聖誕則是近年最旺，在新地天水圍Yoho West推售的刺激下，該月新盤銷售達1407宗；至於今年的聖誕節，在過去的四天聖誕長假期（25–28日）共售出約70伙，加上整體12月平均每日亦售出五、六十伙單位，整月的新盤銷售已超越1200伙。雖然今年12月新盤銷售不及2023年，但相對於去年同期，本月新盤銷售幾近倍升。

今年聖誕與去年的聖誕都缺乏大型新盤登場，今年以貨尾盤為主，但今年的聖誕銷售與去年的聖誕銷售可謂截然不同，去年聖誕節新盤銷售以新界西北區的貨尾盤為主，包括元朗洪水橋匯



▲天璽，天2期一個大單位成交呎價達47132元。