

穩增長政策發力 A股行情看漲



資本脈動 楊德龍

前海開源基金
首席經濟學家

今年中秋與國慶雙節重疊，出行熱情高漲，熱門景點人頭攢動，餐廳大排長龍。消費力恢復的情況理想，特別是與旅遊、出行相關的消費出現一片繁榮景象。

雙節的消費數據預計會超預期，對A股的消費白馬股等形成利好的支撐，推動市場反彈。第四季行情在今日拉開帷幕，可能有理想的獲利機會。相較於首季，第四季的利好消息、政策面、經濟面以及資金面都有助提振市場，加上很多政策可能出台，這有助扭轉市場對於經濟的悲觀預期，帶來震盪回升的機會。

如持有優質股票或優質基金，可以繼續持有，至於一些垃圾股則宜沽出。價值投資是值得貫徹的投資理念，特別是進入第四季，經濟復甦的預期愈來愈強，而政策的力度也會更大。市場的風格將會由之前的追捧題材、追捧概念逐步轉向追捧業績，業績理想的公司將會迎來更大的上漲機會，特別是被錯殺的優質龍頭股，有望出現恢復性上升。所以在今年首季出現虧損的投資者不必過於驚慌，今季很有可能追回損失，甚至扭虧為盈。

7月24日中央政治局會議發布重磅決議，通過財政政策、貨幣政策，以及樓市鬆綁等政策來推動經濟復甦，各個部門全力拚經濟，這改變了很多投資者過度悲觀的預期。

目前經濟數據已有改善，8月份的數據出現了一定的回升，9月份的數據也從收縮重返擴張區間，9月份製造業採購經理指數（PMI）為50.2，按月升0.5個百分點，這是3月份之後再次重回擴張，這說明隨著政策效應不斷累積，經濟運行中積極因素不斷增多。另外，非製造業商務活動指數報51.7，按月升0.7個百分點。綜合PMI產出指數為52.0，升0.7個百分點，三大指數均位於擴張區間。中國經濟景氣度已回升，第四季進一步推動復甦的政策可能會繼續出爐，帶動經濟進一步向好。

有望減息降準 釋放流動性

從8月份的經濟數據來看，雖然經濟出現復甦，但力度還不大，主要亮點

是社融規模大增，居民貸款大幅反彈，這是投資者信心回升的一種體現。但從工業增加值、發電量這些反映經濟增長的數據來看還是偏弱，在政策面可能會繼續發力。

根據第三季人民銀行貨幣政策委員會的決議來看，人行還會繼續實施支持經濟復甦的政策，通過減息降準的方式來釋放流動性，支持經濟恢復。在第四季政策工具當中，貨幣政策會保持繼續寬鬆的狀態，以支持經濟進一步回升，低利率環境有利於資本市場回暖。因此，第四季資本市場面臨的是一個低利率、寬流動性的貨幣政策組合。

在財政政策方面，在政策工具箱中可能會推出刺激消費恢復的政策。近日，發改委出台的20條刺激消費的政策，主要從各個方面來擴大消費需求，下一步有可能會通過消費券的方式，讓消費者有更大的消費能力。在拚盡全力之後，就業數據好轉，居民收入預期回升，這是提高消費最根本的措施。另一方面，如果第四季資本市場有所好轉，甚至出現走強，賺錢效應提高，市民的消費信心、能力和意願也會提高。

房策料進一步鬆綁 刺激交投

樓市方面，第四季可能會進一步鬆綁。近期，很多二三線城市取消限購、限貸等措施，一線城市主要推出「認房不認貸」，以及降低首套房、二套房的首付比例，下調存量貸款利率等。但這些政策力度明顯不夠，不足以扭轉當前樓市低迷的狀態。在部分龍頭房企出現破產風險以及償債風險之後，可能會進一步對樓市進行放鬆。一線城市有望逐步取消嚴格的限購、限貸措施，讓房地產市場回歸市場化，真正撬動樓市的需求，讓房地產企業能夠通過促銷等手段來擴大營業收入，從而加快資金的回流，避免破產。

房地產作為國民經濟的支柱產業，一旦在政策利好推動之下出現放鬆，會極大提振投資者對於經濟復甦的預期。因此，綜合來看，在政策面第四季可能會「放大招」，這會改變投資者對於經濟的悲觀預期，從而帶動資本市場回暖。節日期間，港股市場造好，有利於推動節後A股開門紅。

第四季在政策利好、經濟復甦力度增強，以及資金入場的合力之下，資本市場可能會出現大幅反彈的走勢，年底的行情值得期待。



◀ 隨着經濟復甦預期加強，利好政策陸續落地，A股第四季行情可望大幅反彈。

放寬按揭成數 首置保費大減



談樓說按 王美鳳

中原按揭
董事總經理

7月份特區政府放寬銀行按揭成數的同時，按揭保險計劃的適用樓價亦同步提高；9月22日按揭保險公司再公布按揭的適用範圍全線延伸至樓花，與現樓看齊。換句話說，樓花按揭不再局限於600萬元或以下的物業，而是與現樓一樣，透過按揭保險計劃，不論樓花或現樓，1000萬元或以下物業的按揭成數高達九成、1500萬元或以下物業的按揭成數高達八成、3000萬元或以下物業的按揭成數高達七成。

以往按揭公司已一般為按揭借款人提供35%保費折扣，現已將折扣後實際保費率列明於保費表上，收費比以往更清晰透明。而是次放寬按揭亦連帶調低按揭保費，對按揭保用家是一大喜訊，由於銀行可造按揭成數已提高至達七成，以買家為1200萬元單位申請八成按揭為例，按揭計劃為銀行提供的保險範圍現為七成以上至八成，而非以往由五成以上至八成，所需保險的範圍因而少了兩成，按揭保費自然降低。

再者，上期已提及，首置人士承造

樓價1500萬元或以下的按揭，按揭公司可免免銀行最高按揭成數以上高達5%受保範圍的保費，即是用家可免保費承造不低於75%按揭，又或可享按揭成數5%的免保費優惠，例如上述指八成按揭保險範圍是七成以上至八成，但首置買家只需就七成半至八成保險範圍支付保費。

以首置客買入1200萬元單位、選擇八成按揭、30年還款期為例，按揭保費率由放寬前之1.83%（實質折扣後）大幅降至1.09%，保費金額由17.6萬元減至10.46萬元，選擇一次性付款方式同樣可加借於按揭金額一併供款。

若然買入3000萬元的單位，透過按揭保費承造七成按揭，保費僅需貸款額之0.3%。保險費大致上會根據按揭成數、還款年期、樓價、是否首置人士、是否已經有按揭在身等因素而有所不同，現時按揭計劃按上述劃分的保費表共有十個之多，用家不太容易分辨，可找銀行或按揭轉介公司協助了解實質保費率。

同樣引用上述例子，若然買家並非首置人士，保費率則由1.09%上調至1.24%，若然買家並非首置人士並已有按揭在身，例如已是家人的按揭擔保人，保費率亦會上調至1.61%。



◀ 中國老年人口比例持續上升，對金融服務、健康管理、出行照顧等需求相應增加。圖為在北京舉行的中國國際養老服務業博覽會。

資管市場的發展是一個龐大課題。投資者和儲蓄者是兩個大體量的社會存在，雙方資金需求的錯配通過市場的對接和匹配，形成規模巨大的資管市場。資管市場歷經多年發展，建立了深厚的根基，就這一市場的進一步發展和中國的機遇進行探討，對於中國而言有着重要意義。如果中國的資產能夠選擇在全世界配置，如果能夠開放更多的投資市場，來讓中國的儲蓄和投資獲得更好的回報，那麼對於中國的發展也是一個機會。

養老基金管理 金融業新機遇



金融探針 朱雲來

中國金融四十人論壇
常務理事

本文主要利用數據形成針對養老問題的分析框架和模型。這些分析相對粗淺，但希望能夠啟發思考，畢竟即使是發達國家，現在也面臨類似的養老問題。

從1960至2021年，60餘年來，全球總產值、消費和投資等數據的增長出現了15個尖峰，平均每4年一個周期，與美國競選周期時長一致，尚不清楚是否有具體聯繫。在這60年中，全球價格增長了近9倍，而全球真實產出增長了8.2倍。

從個人收入和消費數據看，2022年，中國人均國內生產總值近1.3萬美元，人均可支配收入約3.6萬元（人民幣，下同），人均消費支出約2.4萬元。從全球情況看，全球居民人均收入與產值比重基本保持穩定，近年略有下降，消費與收入的比重長期穩定在85%附近，近年尤其是2020年，受新冠疫情影響波動較為明顯。整體而言，當收入增長時，消費也在以相應比例增長，消費與收入緊密相關。

邏輯上，居民收入中不被用於消費的部分，可能主要是為了解決未來的養老需求。對於個人而言，20多歲至65歲工作時的收入，需要維持65歲退休之後的生活支出。

如果考慮個人養老金模型，即個人掙錢、存錢以供養老的模式，那麼個人就需要考慮每年存入多少年金才足以滿足養老需求。

全球面臨老齡化問題

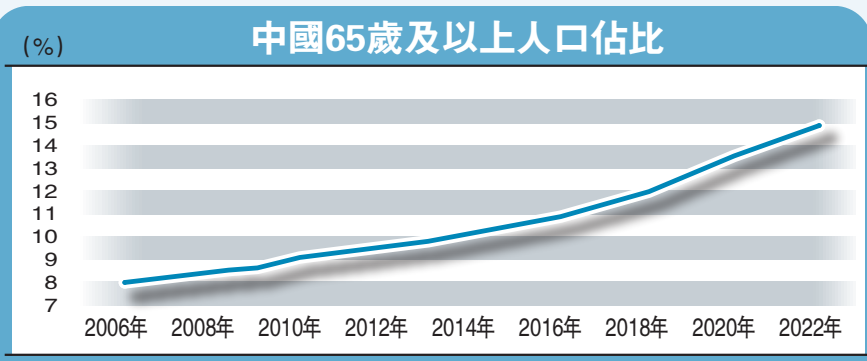
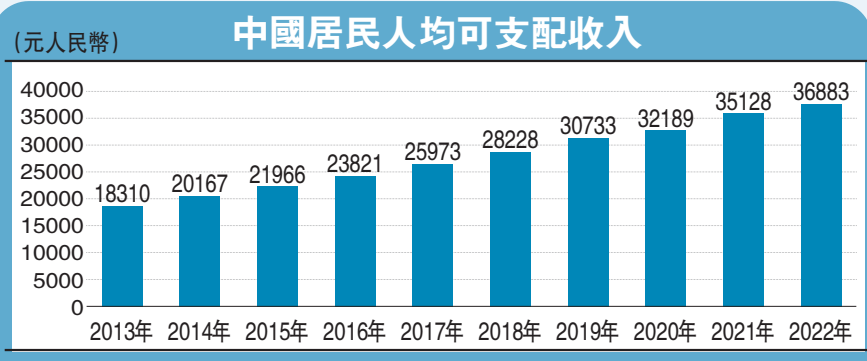
其中有兩個考慮因素：一是未來的消費受到通脹率的影響，如果通脹率高，那麼維持同樣的生活品質所需的支出會增加；二是如果自行存錢養老，那麼年儲蓄每年都會產生一定的收益，每年新投入的年金和投資回報共同構成養老金餘額，覆蓋個人餘生的消費需求。

2022年全球人口總數接近80億，其中65歲以上人口達7.8億，佔比接近10%，14歲以下佔比20%多，老齡化問題是全球化問題。

全球金融資產一定程度是居民儲蓄抗禦包括養老在內的未來不確定性形成的。2000至2022年，全球金融資產由103萬億美元增至487萬億美元。對其收益率進行分析，金融資產大致的平均收益率為5%，當前金融資產總量為接近500萬億美元，那麼當年產生的金融收益約25萬億美元。

如果根據全球老年人平均消費水平進行反推，那麼要滿足退休後老年人消費，就需要有5萬億美元左右的資產收益，佔金融資產整體收益的20%，對應地說，需要有五分之一資產用於對應老年人的消費需求。

根據統計，當前全球養老金的總規模佔金融資產比重約為12.5%，而根據老年人人口實際比例計算，滿足已退休老年人消費需求的養老金佔比應當為20%。積累這些養老金資產最



終的目的是為了養老，那麼有養老需求的群體，不僅是那些明確已經退休的群體，對於沒有退休的工齡人口而言，他們也需要為將來而儲蓄，其養老年金及收益也都納入養老基金，所以養老基金規模佔全部金融資產的比例可能更高。

甚至就整體而言，全球所有人的金融資產規模與全球所有人為自己退休後生活所準備或正消耗的資金會很接近。具體到現實場景中，全球數據平均計算一個人的收入除去消費後，剩下所有的部分都放入年金，才剛好夠退休時的消費需求。

這就相當於所有的收入被分為兩部分，其中大部分都用於當前生活所需，剩下的結餘部分作為養老年金，覆蓋未來的退休生活需要。個人會對兩階段進行自我調整，如果意識到未來的生活消費不夠，便會減少當前消費，增加支付到養老基金中的資金。

儲蓄20%應付退休生活

總之從整體規模上看，20%的金融資產佔比基本上能夠實現老人退休後的消費平衡。從消費增長和通脹來看，消費的增長略高於通脹，也就是說每年的消費在逐步增加或者說升級，但增加的量並不多，因為如果增加過過快的話，剩餘的資金將不足以維持退休之後的生活，所以個人會對這二者形成一種平衡。

如果以2022年為起點，考慮一位23歲年輕人的養老金變動情況，那麼可以想像，在未來數十年中，其年金餘額先持續上漲，漲到退休時到達頂峰，隨後逐年下降。

從1978至2022年，中國居民人均收入從171元增長至36883元，年均增長13%，總計增215倍；人均消費支出則從151元增長至24538元，年均增長12%，總計增長162倍；人均產值從382元增長至85724元，年均增長13.1%，總計增長224倍；同期居民收入佔產值比重從44.8%微降至43%，其間平均值為47.8%；消費佔收入比重從88.2%下降至66.5%，其間平均值為78.7%。

我們測算了中國養老，由於中國儲蓄率更高，所以2022年23歲工作、60歲退休的居民，基礎假設每年需要等比繳居餘的56.9%，38年累計存繳107萬元，在年均2.2%通脹率、5.8%投資回報下可以支付退休後20年（中國預期壽命78歲左右）消費。

如果上述計算基本正確，那麼其實可以認為，在給定經濟持續發展等宏觀經濟基本條件的前提下，個人可以為自己提供養老。

社保基金體系需改善

在中國社保實際上現收現付的體系下，當前社保基金尚不寬裕。如果要系統性地改善社保基金的可持續性，可能需要建立一個長遠目標，鼓勵年輕人從參加工作之初就開始計劃養老投資，如此一來便有機會迅速建立起國家養老金的基礎。

對於金融行業而言，養老基金的管理也提供了很多新的行業機會。養老基金與一般的投資基金有所差別。一般而言，廣義的投資基金所追求的是最高回報，但養老年金其實是以匹配未來需求為目標，根據收入水平、收益率和通脹率等數據來折算平均回報，比一般投資基金相對投資管理期限更長。不過，養老基金畢竟涉及14億人，有眾多賬戶需要進行系統化管理，所以金融界可以抓住機會推出專業化、系統化的產品。

可以考慮設計相關政策鼓勵，比如居民將資金存入養老賬戶後，哪怕今後出現個人破產清算，也不需將這筆資金計入破產清算範圍，因為這筆資金是為了保障其未來的基礎生存。在破產理論中，也往往允許給被破產對象保留基本生存條件，如基本的住房和汽車等，養老基金也可如此。在各類政策促進下，相信很多居民會有存繳養老保險的積極性。

總之，我們過去一直想推動個人養老賬戶，但也面臨各種各樣的困難，不過上述測算表明，整體上能夠通過一個體系框架來做實個人養老賬戶，而且這對每一位具體參與的人員都有好處。