



▲美聯儲的貨幣政策框架並非一開始已十分完備，而是在貨幣政策理論演進，以及內外形勢變化中不斷更新調整。

經濟觀察家

特朗普政府不斷向美聯儲施壓減息，顯示出美國政府與美聯儲的博弈加劇，進而表明美聯儲作為中央銀行的「獨立性」面臨困境。美聯儲連續5次維持利率不變，近期主席鮑威爾提出「對減息持開放態度」，表明減息的預期增強，但這種表態是基於現實形勢和經濟數據變量，還是迫於特朗普政府施壓，還有待觀察。

聯儲獨立性面臨嚴峻困境

金融觀察 回顧歷史，圍繞中央銀行「獨立性」的眾多討論，正反映政府、市場和公眾對貨幣政策的反思，也對貨幣政策制定者更高的專業履職要求。因此，有關中央銀行「獨立性」的討論，不應局限於政治層面，而是各界需要中央銀行承擔專業功能，保持貨幣政策透明和前瞻性。

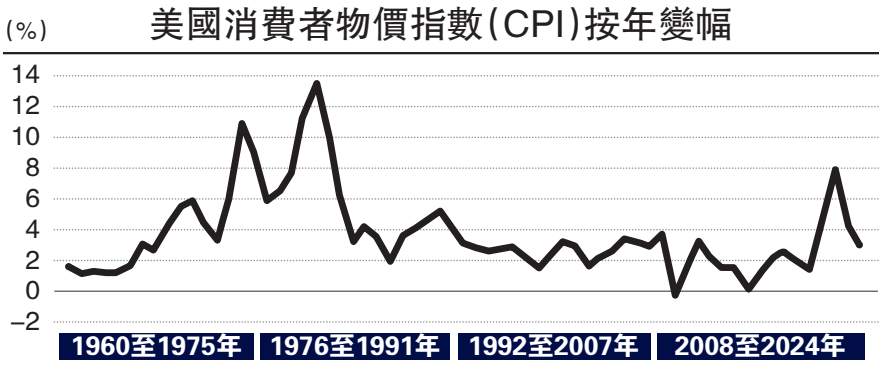
貨幣政策具滯後效應

美聯儲的「超然地位」源於美元的國際地位，其貨幣政策對全球經濟和金融市場產生深遠影響。美聯儲雖然具有愈來愈大的影響力，但其局限性也愈發突出。實踐來看，美國多次發生的經濟和金融危機，無不揭示貨幣政策本身的缺陷，特別是美國推行財政赤字貨幣化後，因高度依賴債務經濟模式，即通過美聯儲購買國債和維持流動性，並在高赤字的財政擴張周期實施低利率的貨幣政策，進而助長了債務上限的突破和赤字的難以收斂。鑒於美聯儲在全球經濟和國際金融市場的巨大影響力，任何貨幣政策框架和政策操作都會引發不同程度的市場波動，這也是美聯儲在肩負「最後貸款人」和「最後做市商」兩大角色，以及履行平衡通脹和就業兩大目標時所必須考慮的問題。理論上，貨幣政策具有滯後效應，同時貨幣政策的預期管理也更加重要，在頻繁的政策操作和預期不穩定的情況下，很容易誘發波動風險。如何提高中央銀行的履職能力是美聯儲必須直面的現實問題。

美聯儲作為中央銀行的功能和角色不斷變化，其政策變化直接影響全球投資風向，因而要求美聯儲制定貨幣政策須更加謹慎。歷史上，美聯儲的政策失誤並非新鮮事，當時導致貨幣供給萎縮，加劇經濟危機，進而導致經濟由衰退步入大蕭條。格林斯潘任職美聯儲主席後期，美聯儲也遭到公眾質疑，其任期內實施的過度寬鬆貨幣政策和放任的金融監管模式，引發了非典型的經濟繁榮。伯南克任期內成功化解金融危機的同時，量化寬鬆也帶來持續的負面效應，後期退出量鬆的難度明顯加大，阻礙了美國貨幣政策正常化。美國經濟愈發倚重美聯儲運用貨幣政策為政府赤字融資，其「獨立性」已然受到侵蝕。當前，擺在美聯儲面前的是，如何應對通脹上升的風險，以及就業壓力逐漸顯現的挑戰。

非經濟因素影響增大

鮑威爾任職美聯儲主席時期，其經歷了美國經濟從復甦到短期迅速衰退的過程，因而在貨幣政策調整上出現多輪變化。在疫情期間，鮑威爾於2020年宣布美聯儲確立「平均目標通脹制」的核心貨幣政策框架。但期間鮑威爾及其團隊對通脹的上行預判出現失誤，「通脹暫時論」後美國通脹大幅上行至最高9%以上，長時間遠超平均目標通脹2%水平。儘管美聯儲通過激進加息實現了抗通脹的階段



性目標，但政策風險同步顯現。具體表現在，美聯儲在大規模資產負債表擴張後的虧損面擴大。2024年美聯儲全年虧損高達776億美元，連續第二年出現巨額虧損，主因在於疫情期間的超常規激進政策，以及2022年和2023年大幅加息。目前來看，美聯儲在如何應對美國政府施壓和穩定公眾信譽正面臨艱難選擇。

針對美國政府施壓美聯儲的事件，美聯儲兩位前主席耶倫與伯南克聯合撰文表示，美聯儲的政策目標由國會立法設定，並需定期向國會報告執行情況。所謂「獨立性」，並非脫離民主監督，而是指政策制定應基於數據分析和專業判斷，不受短期政治干預。特朗普提名的（代理）美聯儲理事斯蒂芬·米蘭撰寫的《美聯儲改革議程》報告雖指出：「一個能夠在不受短期政治壓力影響下實施貨幣政策的中央銀行會帶來諸多重要益處」，但其改革計劃意在通過改變領導層任期與問責制、分離貨幣政策與銀行監管職能，以及終結美聯儲的財務獨立性等措施削弱美聯儲的「獨立性」。實質上，美聯儲在應對危機時的非常規政策操作存在爭議，而在實施量化寬鬆貨幣政策以及通脹預判等方面也存在較大分歧，因而出現「通脹暫時論」和減息路徑不清晰的情況。近段時間以來，美聯儲連續多次暫緩減息，即表明美聯儲內部對通脹預期和經濟數據變化的分析研判有不確定性。

縱觀歷史來看，美聯儲的貨幣政策框架並非一開始就已經十分完備，而是在貨幣政策理論演進以及內外形勢變化而不斷更新調整。觀察美聯儲貨幣政策框架的變化，一方面要把握當時宏觀形勢，特別是非經濟因素的影響更加深刻，同時可能無法進行準確定量分析，這就增加了貨幣政策實施的難度，也可能因宏觀因子變化而抬高貨幣政策實施的成本；另一方面要將美聯儲的政策路徑同政治生態結合起來，如果僅談論美聯儲的「獨立性」而忽視政治生態，則可能錯誤判斷宏觀形勢。比如在特朗普主張的「對等關稅」，這一因素目前來看還在持續發酵，對美聯儲貨幣政策調整帶來巨大壓力。

多年以來，美聯儲經歷了多次經濟和金融危機，不論是主動還是被動，這些調整是順應形勢變化的必要選項，正如格林斯潘所宣稱的「相機抉擇」，不拘泥於某一經濟模型或理論。在美聯儲所實施的貨幣政策過程中，比如沃爾克、伯南克等，充分體現了靈活性，即貨幣政策的試驗性

質。1970年代時任美聯儲主席沃爾克堅定地推行緊縮政策，通過大幅加息抑制通脹，雖然短期內造成經濟衰退和加劇市場波動，但中長期看為美國此後的經濟繁榮創造了有利的宏觀貨幣環境。2008年金融危機時期，時任美聯儲主席伯南克大膽實施了量化寬鬆政策，迅速提振市場信心，為金融體系注入了流動性，發揮了「最後貸款人」的功能。2023年美國發生硅谷銀行等局部銀行危機時，美聯儲創設銀行定期融資計劃提供流動性支持，發揮了穩定社會公眾信心和保護儲戶利益的作用，扮演了「最後貸款人」角色。

修訂政策框架 推進減息操作

過去二十餘年，美聯儲的貨幣政策調整經歷三個階段，分別是2012年設定的2%固定通脹目標，2020年轉向「靈活平均通脹目標制」，2025年更新貨幣政策運行框架，即回歸「靈活通脹目標制」，並放棄了此前的「補償性」通脹策略。美聯儲現任主席鮑威爾在傑克遜霍爾年會講話指出，鑒於政策仍處於限制性區間，基準展望與不斷變化的風險平衡可能需要我們調整政策立場。其間，美聯儲公布《2025年長期目標和貨幣政策戰略聲明新的框架》，提出「委員會可以為通脹設定長期目標」，強調「確保長期通脹預期保持穩定錨定」。具有兩大特徵：一是靈活應對經濟新形態。現階段美國的通脹數據長期在平均通脹目標2%水平之上，實現充分就業和通脹目標的時間存在差異或很難同時完成，預計短期內回歸到2%附近所需的時間較長，因而採取「靈活通脹目標制」更符合現實情形，為美聯儲貨幣政策調整路徑提供靈活處理的空間；二是錨定通脹預期目標。新框架認為，錨定在2%的長期通脹預期能夠促進價格穩定和溫和的長期利率，並增強委員會在面臨重大經濟衝擊時促進最大就業的能力。通過引導，形成理性預期。總的來看，美聯儲三次貨幣政策框架的修訂，反映了美聯儲抗通脹的目標和決心，在減少直接干預就業市場的同時，美聯儲更專注於價格穩定，這也將有助於美聯儲更好地推進減息操作。總結而言，圍繞穩定物價、促進就業和維護金融穩定等多重目標，一方面更加需要維護和加強央行的「獨立性」，確保其政策的長期可信度，但另一方面也需要通過加強問責和提高透明度來維護央行的聲譽。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

內銀業績改善 吸引避險資金配置

財經萬象 薛洪言

2025年上半年，上市內地銀行業績呈現「企穩修復、分化延緩」的特徵。在財政發力前置、貸款利率趨穩及資本市場回暖的多重作用下，內銀營收與淨利潤增速由負轉正，資產質量總體穩健，但城商行領跑、國有行修復與股份行承壓的板塊分化格局進一步凸顯。透過半年報數據，既能看到規模擴張提速與非利息收入增長對業績的核心驅動，也能觀察到淨息差收窄壓力與零售風險暴露的結構性挑戰，而第二季度單季業績改善幅度的顯著擴大，則顯示銀行業經營景氣度回升的積極信號正在強化。

從整體業績看，2025年上半年，上市內銀營業收入按年增長1.03%，撥備前利潤增長1.13%，歸母淨利潤增長0.77%，年化加權平均ROE為10.86%，較去年同期微降0.56個百分點。單季度來看，第二季度內銀營收、撥備前利潤和歸母淨利潤分別按年增長3.88%、4.68%和2.92%，改善幅度顯著擴大，業績修復態勢得到進一步確認。就原因來看，除了低基數效應之外，也得益於財政政策前置發力、貸款利率逐步趨穩以及資本市場回暖帶來的非利息收入提升。

資產負債方面，規模擴張成為業績增長的重要支撐。上半年內銀生息資產按年增長9.6%，增速較第一季度提升2.1個百分點，擴表速度明顯加快。信貸投放保持穩定，貸款總額較年初增長7.9%，對公貸款仍是主要驅動力，較年初增長9.2%，基建、製造業、租賃商服貢獻60.6%的信貸增量。

負債端方面，存款增長明顯回暖，較年初上升5.88%，活期存款增速回正至5.4%，顯示存款活化程度有所提升。淨息差仍面臨一定壓力，但降幅呈現收窄趨勢。上半年全部銀行業淨息差1.42%，環比第一季度下降1個基點，主要得益於負債端成本優化與資產端收益率下行放緩。

中收業務方面，非利息收入增長明顯回彈。上半年內銀非利息收入按年升6.97%，較第一季度由負1.9%轉正，成為業績改善的重要推動力。其中手續費及佣金收入按年增長3.06%，主要受益於資本市場活躍度提升和「報行合一」政策影響的消退。

資產質量整體保持穩定，但內部分化加劇。2025年6月末，銀行業不良貸款率1.49%，較第一季度末下降2個基點。上市銀行不良貸款率更優，僅為1.23%，與第一季度持平；關注類貸

款佔比1.68%，較年初下降3個基點；撥備覆蓋率238.6%，風險抵補能力依然充足。上市銀行對公不良貸款繼續保持「雙降」態勢，化債成效持續顯現；與此同時，零售貸款風險仍在進一步暴露。具體來看，企業貸款不良率較去年下降9個基點至1.26%；零售貸款不良率則上升12個基點至1.27%。其中，按揭、信用卡、消費貸和經營貸等各類零售貸款不良率均有不同程度上升，尤其以經營貸上升幅度最為顯著。此外，房地產貸款不良率仍處於較高水平，部分城商行和農商行的房地產領域風險進一步加劇。

關注房地產信用風險

展望下半年，上市內銀業績修復動能有望進一步鞏固。規模擴張方面，在財政與貨幣政策協同發力下，信貸投放將繼續向對公領域傾斜，「五篇大文章」及產業金融領域將成為核心抓手，支撐生息資產穩健增長。淨息差改善是關鍵亮點，隨着貸款利率管理政策落地與存款成本重定價深化，息差有望在第三季度進入企穩通道，全年降幅預計較2024年明顯收窄。中收業務呈現「結構分化」特徵，資本市場復甦與財富管理需求回升將推動手續費收入增長，但第三季度債市潛在回調可能對公允價值變動損益形成階段性壓制。資產質量整體可控，但需重點監控兩大風險點：一是零售貸款不良的滯後暴露壓力（尤其是消費貸與經營貸），二是部分區域房地產市場的信用風險緩釋進度。

綜合全年來看，上市內銀營業收入與淨利潤預計將延續「逐季改善」的溫和修復態勢，結構性分化特徵更為凸顯：國有大行依託規模優勢與政策紅利保持穩健增長，部分優質區域城商行（如長三角、珠三角等地銀行）有望延續高景氣表現。

從長期視角看，銀行業正處於經營模式的關鍵轉型期，正由以往以規模驅動和順周期擴張為特徵的傳統路徑，逐步轉向更注重質量、具備弱周期韌性特徵的精細化經營。這一轉變具體表現為資本使用效率持續提升、客戶分層經營不斷深化，以及非利息收入佔比穩步提高。

對投資而言，這種轉變具有重要意義，兼具弱周期韌性、高股息與低估值特徵的銀行股，仍將在資產配置中繼續發揮平衡防禦與收益的重要作用，並在「啞鈴策略」中同時擔當「壓艙石」與「彈性來源」的雙重功能。

（作者為星圖金融研究院副院長）



◀內銀業績處於經營模式的關鍵轉型期，逐步向更注重質量、具備弱周期韌性特徵的精細化經營。

買銀主盤前查清狀況 方便上會

談樓說按 王美鳳

銀主盤給人錯覺是難於承造按揭，買入銀主盤同樣可向銀行申請承造按揭貸款，原則上跟一般按揭無異，銀行審批銀主盤，同樣是根據物業估值、買家還款能力及物業狀況批出按揭，換言之，若果有關銀主盤只屬業主無力供樓而交由銀主變賣單位，單位本身沒有出現問題，銀行可如常批出按揭貸款。

確認業權有否瑕疵

但要留意，銀主盤買賣限制較多，買家一般需接受一些特別條款，買賣基本上以臨時買賣合約作為分界線，簽署合約後，等同買家已接受物業之業權及樓宇所有狀況，有別於一般樓宇買賣可讓買家在交易期內提出業權查詢。故此，銀主盤買家應在確定入市前預先做足功夫，了解物業所有狀況，以衡量是否存在風險及是否可承受相關風險。一般情況下，簽約後即使買方發現任何產權負擔或物業狀況問題，亦不可提出爭議。在這種情況下，對於如常需要申請按揭貸款的買家，關鍵在於簽訂合約前，是否已確定單位沒有出現可能導致按揭拒批的問題，例如是業權瑕疵、業權不清、樓契缺失、結構性非法僱建

等。需留意銀行成功批出按揭後，最終亦需由律師確定業權屬良好，方會正式放款予借款人。

有些情況即使未至於構成上會問題，但仍需買家自行處理，例如原業主拖欠管理費、水電費等導致物業被註押記令，俗稱「釘契」；又或倘若維修、翻新大廈通知已發出，要求業主支付有關費用，不論是否已於買賣合約前發出，銀主合約一般聲明須由買方自行負責。此外，銀主盤買賣過程中，買方不可將單位轉售，而銀主亦不會負責清理單位內之任何傢具或雜物。簡單來說，簽約後，銀主基本上是不會負責單位之任何問題。故此，買家在決定入市銀主盤前，宜先做好事前功夫，例如先視察單位了解物業狀況、查閱土地查冊紀錄了解有否法庭押記及產權負擔、搜集所需物業資料、並先透過律師向銀主借契以便了解業權是否良好等。

基於上述情況，買家在確定購買銀主盤之前應先行做足功夫，以避免售後任何情況出現影響交易或按揭審批；若對於物業估值及自身借款能力存疑，買家可事先透過按揭轉介了解銀行估價，若時間充足亦可先進行銀行預先按揭批核。

（作者為中原按揭經紀董事總經理）