

## 人行寬鬆貨幣操作趨向審慎



經濟把脈 明明

中信證券固定收益  
首席研究員

中國人民銀行貨幣政策委員會一季例會指出，國內經濟運行好轉的背景，貨幣政策要「精準有力」，結構性政策工具「有進有退」，信貸增長「合理平穩」，同時發揮存款利率市場化調整機制。筆者認為，人行後續將更關注結構性工具對於薄弱領域的支持情況，但政策力度難超疫情階段，同時繼續改善房地產環境與資負狀況。

相較於去年四季度例會，本次例會刪去了「需求收縮、供給衝擊、預期轉弱」的「三重壓力」，以及所有疫情相關的表述。「三重壓力」最早出現在2021年四季度貨政例會通稿，並在2022年奧密克戎變異株流行期間持續在各季度的例會通稿中被提及。隨著防疫優化措施落地，今年以來，新冠疫情衝擊開始逐漸消退，國內經濟修復斜率抬升，「經濟運行整體好轉」。對貨幣政策基調的表述刪去「靈活適度」、「穩字當頭、穩中求進」，將「加大穩健的貨幣政策實施力度」轉變為「精準有力實施穩健的貨幣政策」，並不再提及「逆周期調節」。

總體而言，經濟向好修復階段，貨幣政策目標從對沖疫情衝擊轉向支持結構性薄弱領域，政策力度需要適度回擺，寬貨幣工具或更加趨於謹慎；結構相較於總量或存在更多空間，但幅度不超過疫情階段。

本次例會將「發揮好」貨幣政策總量結構雙重功能修改為「更好發揮」，對於結構性工具，刪去「做加法」的同時強調「聚焦重點、合理適度、有進有退」。在貨幣政策總體取向更傾向於穩健的基礎上，「聚焦重點」意味着宏觀政策更多關注擴大內需、改革創新和防範化解風險等經濟重要領域，「合理適度」表明政策力度較疫情期間將有所回調，「有進有退」表明適時退出增量結構性工具的同時，已達成政策目標的工具將即時退出，避免造成大水漫灌。政策方向上刪去了受疫情衝擊的行業，後續將向普惠金融、綠色發展、科技創新、基建等領域更多發力。

本次例會對於信貸增長的表述從「保持信貸總量有效增長」轉變為「保持信貸合理增長、節奏平穩」，而2月發布的四季度貨幣政策執行報告也提到「增強信貸總量增長穩定性和持續性」。今年來隨着防疫優化落地，企業生產經營預期好轉，疊加前期寬信用工具集中落地生效，一季度信貸實現開門

紅，而3月信貸增量高達3.89萬億元（人民幣，下同），較去年同期同比多增7600億元。本次會議繼四季度貨政報告後再提信貸增長「平穩」，意味着央行更多關注信貸強勁增長是否會引起「大水漫灌」與經濟過熱，在滿足廣義流動性供需匹配的前提下，穩健政策基調中寬信用政策支持力度可能會有所回擺；經濟延續弱復甦的格局下，後續信貸增長動能或將減弱。

本次會議在回顧今年以來的成果部分新提到了「存款利率市場化調整機制作用有效發揮」、「貸款利率明顯下降」，同時在後續的要求中將降成本的內容從「推動降低」轉變為「穩中有降」。存款利率市場化調整機制最早在2022年4月建立，存款利率自律機制引導商業銀行下調存款利率降低負債成本，並使得2022年5月5年期LPR（基礎貸款利率）脫離MLF（中期借貸便利）利率指導單獨下行；同年9月，在前期MLF降息引導LPR下調後，存款利率市場化調整機制再度生效並引導各大銀行存款降息。今年一季以來部分銀行在該機制下也陸續下調存款利率和貸款利率，雖然降成本仍是中長期政策目標，但在貸款利率已經有所下行的環境下，進一步促使利率下調的緊迫性有所下降。

### 民營房企融資環境改善

本次會議通稿中，「防範化解優質房企風險及改善其資負狀況」的表述被提前，體現供給側保主體政策意圖的提升；同時，「提升新市民、青年人住房金融服務以及住房消費者權益」的表述被刪去，並修正為了住房租賃金融政策的完善，體現需求側支持政策信號缺位。總體而言，本次會議延續四季度例會及四季度貨政報告中對於供給側風險化解的關注，預計前期部署的保主體專項借款，以及「第二支箭」民營房企融資支持工具、金融16條地產支持政策工具的存量政策可能會得到適時補充，而後續民營房企融資和監管環境獲得到進一步改善。

總體而言，一季貨政例會明確經濟修復成色較好，貨幣政策力度要適度回擺，寬貨幣操作會更為審慎，宏觀政策、擴大內需、改革創新、防範化解風險組合拳下，預計人行將更傾向於結構性工具，但是結構性貨幣政策工具力度也可能不及過去三年。對債市而言，當前經濟弱復甦情況下，如果缺乏進一步寬鬆操作，二季度後信貸增長或很難持續一季度的開門紅，短期內長端利率可能在2.8%到2.85%的區間內震盪偏強運行。



下內地在貸款利率已經有所下行的環境下，進一步促使利率下調的緊迫性有所環境。

## 銀行估價不足怎麼辦？



樓按明曉 張穎穎

經絡按揭轉介營運總監

物業估價是按揭的其中一項重要指標，站在銀行角度，銀行會視為信貸風險管理，因此會根據估價行的專業評估而決定可借出的貸款金額。對個別買家而言，因資金有限，買家亦希望可借足按揭，不用掏錢上會。

銀行沿用的估價行及估價準則各有不同，考量因素一般可分為物業的類型、質素、附近的成交等。而樓價及成交價的跌升亦會影響物業估價走勢。另外，銀行對村屋、單幢樓、交投稀疏或非優質物業的估價較普通私樓審慎。

買家最怕遇上估價不足，即指銀行估價與物業成交價有差距，導致按揭貸款額不足以應付成交金額，買家需準備額外資金支付差額。假設買家購買的單位為800萬元，買家欲承造八成按揭，借款額為640萬元，但銀行進行估價時，估價為720萬元，銀行借貸減少至576萬元，比原先預計借少64萬元。

估價不足的情況普遍發生於二手買

賣，而去年樓價急挫，銀行估價亦跟隨下瀉。今年首季樓市暢旺，新盤銷情熾熱，一手交投活躍，二手市場亦受帶動。根據美商物業估價師的數據顯示，2月份私人住宅售價指數報345.9點，按月升2.2%，創四個月新高，是自2020年5月份後最大升幅。市民對後市樂觀，銀行開始積極爭取按揭業務，對物業估價取態變為積極。近期報道指首季多個大型二手屋苑的估價升幅強勁，部分屋苑估價升幅更超過一成，相信勢頭有望於二季度延續。

雖然二手大型屋苑單位估價回升，但仍有其他屋苑單位的估價未跟上市場變化。

另外，如市況逆轉不幸遇上估價不足，亦有方法自救。首先可多找幾間銀行比較，尋找估價最貼近成交價的銀行。其次，買家可考慮增加按揭成數，從上述例子，買家可由八成按揭轉為九成按揭，借款額由576萬元增加至648萬元，不用掏錢上會。最後，買家如有備用資金，可考慮直接掏錢上會，填補首期開支增加的部分。如遇上心儀單位，亦可先於網上估價平台或透過大型按揭中介公司為單位作初步估價。



▲中長期來說，AI浪潮將孕育全球科技的新龍頭，對於AI領域核心研發優勢的龍頭公司應持有理性、客觀的長期投資理念。

自第一次工業革命以來，科技逐漸成為全球經濟增長的重要生產要素，每一次重大技術革命都會推動人類社會經濟出現突飛猛進的長周期增長。如今伴隨算力、自然語言處理等基礎通用技術的成熟，基於自然語言的ChatGPT快速應用、AIGC（生成式人工智能）應用場景快速拓展。人工智能（AI）浪潮已至，這輪科技革命注定會給各行各業帶來「顛覆性」的變革。

# ChatGPT或開啟新一輪科技革命



察股觀經 李迅雷

中泰證券  
首席經濟學家

縱觀兩千多年全球經濟增長史，在19世紀以前，全球經濟增長非常緩慢。直到工業革命的爆發，徹底改變了這一局面，之前主要依賴人力、獸力的生產方式發生了變化，全球經濟開始加速增長。此後，科技已經成為世界經濟增長最重要的動力。

### 勞動生產率獲得提升

很多人認為現代社會一直處在科技井噴的高峯，是因為隨着互聯網在日常生活滲透程度的不斷加深，讓我們產生了一種仍處於「技術大爆炸」時代的錯覺。即使是以「互聯網+」為代表的21世紀的科技紅利，也已瀕臨耗竭。2021年全球互聯網滲透率達65.6%，中國滲透率達65.2%，美國滲透率達90%。世界主要經濟體極高的移動互聯網滲透率預示着新興互聯網平台進入一個獲取「增量」困難，需要依靠「存量」拼殺的紅海時代。

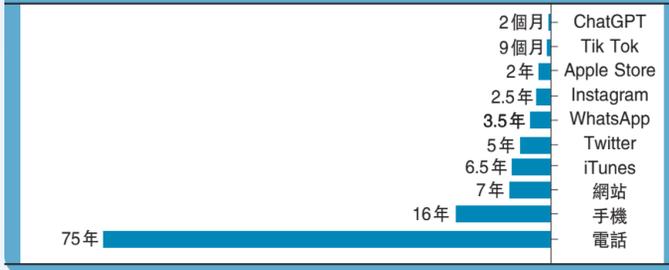
科技革命爆發的標誌就是新一代科技成果開始廣泛應用於生產生活，從而解放、發展生產力，提高勞動生產率。近年來全球範圍內出現的技術突破並未能從本質上解放、發展生產力，尤其對於能夠引領全球經濟發展的大體經濟體而言，其發揮的作用遠遠不夠。去年11月底推出的ChatGPT則再次引發了人們對於新一輪科技革命的遐想。ChatGPT推出僅兩個月，用戶數已經突破了一個億，當年的電話和手機分別用時七十五年和十六年才在全球積累1億用戶，即使是上一個最快破億的程序TikTok也要用時九個月。

媒體上對於「科技革命」一詞的使用十分氾濫，實際上，但凡不能顯著帶來全要素生產率提升的其實只是「偽革命」。不同於其他技術突破，此輪以ChatGPT為代表的AI的發展，極有可能實現對勞動力、資本等生產要素的智能替代和功能倍增，促進全要素生產率的提高。

蒸汽機之所以推動了第一次科技革命，是因為其在提升了勞動生產力的同時，將大量勞動力從低級的農業勞動中解放出來。電力則加速了勞動力從第一產業向第二產業的轉移，並刺激了第三產業的發展。信息科技時代，大量勞動力湧入第三產業，形成了如今全球第三產業GDP佔比55%的格局。未來，隨着AI的廣泛應用，會有越來越多固定、繁瑣和標準化的工作被AI取代，這既能緩解人口老化時代勞動力短缺的問題，也能幫助勞動者專注於更具優勢和創造性的工作，從而大幅提高勞動生產率。

高盛的一份關於AI報告就指出，在AIGC的加持下，工作流程被大幅簡化，生產力將得到提振，在生成式AI發展的十年內，預計每年可以將生產力提高超1.5%。我們有理由相信，未來AI將掀起新一輪科技革命，在帶來生產方式和產業結構重構的同時，

### 產品用戶數突破1億時間不斷加快



提升當今社會生產率。AI技術更加成熟之後，其對於全社會乃至全球勞動生產率的提升注定形成重要支撐力量。

### AI全產業鏈逐漸成熟

AI並不是橫空出世的新技術了，但當前來看其對於全要素生產率的提升效果還不明顯。其中一個重要的原因在於：AI的先進技術真正在整體經濟中的擴散、傳導與推廣存在「時滯」。回溯上一波AI的追捧，大概還是在2017年AlphaGo圍棋大戰之後，這一熱度沒有保持下來，主要就是因為沒有大規模的應用落地，沒能直接推動生產率的進步。

然而，這並不代表AI不能引發新一輪科技革命。實際上，即使是第三次工業革命期間，信息技術對生產率的提升也存在明顯的時滯，即所謂的「索洛悖論」。當時，美國勞動生產率的增長率從1948—1973年平均3%下降到1984—1990年的大約1.5%，直到上世紀90年代以後，信息技術對生產率提升的作用才明顯體現出來。

同樣的道理，AI對全要素生產率的提升發揮作用也需要一段時間，這或許要在三個條件逐漸滿足後才能看到明顯的作用：一是要具備算法、算力、數據等相應的新型基礎設施，促進AI技術的全面商業化應用；二是要加強互補式創新，利用機器學習系統的自我學習能力激發互補式創新，實現AI技術研發與產業發展之間的良性互動；三是要加大配套投資，實現企業生產模式、組織結構和業務流程的再造。

本次以ChatGPT為代表的AIGC引發的新一輪AI熱潮讓我們看到了以上條件逐漸被滿足的可能：一方面，近年來世界範圍內算力、算法水平不斷提高，作為AI時代的基礎，各國高度關注數據要素市場化發展，努力挖掘、培育、釋放數據價值，從東數西算、全國一體化政務大數據體系建設，到「數據二十條」和《數字中國建設整體布局規劃》相繼頒布，中國也一直在積極引導數據要素的發展。而隨着AIGC的不斷迭代，我們可以看到AI在養老、教育、醫療、內容創作等領域實現廣泛應用的希望。

另一方面，2006年以來，深度學習的實用化進程為實現AI技術研發與產業發展之間的良性互動創造了條件。相比AlphaGo而言，ChatGPT的出現意味着人類不僅可以在封閉問題上採用神經網絡的辦法進行處理，還能夠通過不斷地優化、預訓練、對抗

訓練、強化訓練這一套流程對開放性問題進行處理。近期的研究論文表明，GPT-4已經具有一些自我反思和糾錯能力的萌芽，這使得它在和人類交互中，可以建立起數據、學習和智能的增長飛輪，從而從產業化的過程中實現與產業發展的良性互動。

此外，由於AI投資和業務影響之間存在明顯的關聯性，AI投資將給企業帶來明顯的效益，伴隨AIGC技術的不斷發展和成熟，大量公司將紛紛布局AI，企業生產模式、組織結構和業務流程會發生巨大改變。從去年底AIGC概念走紅以來，已經有包括微軟、谷歌、百度、阿里、華為等企業布局AI領域，未來AI技術將顛覆各行各業，比如AI可能會被包裝成「解決方案」以此強化SaaS公司現有護城河，辦公工具將成為AIGC最廣泛的應用等，都將在很大程度上改變企業商業模式和管理方式。

### 關注新一波投資機會

回顧歷次科技革命的發生必將會帶來大量融資。究其本質，只有資金支持才能增加核心企業的研發優勢，進一步擴大技術成熟及應用。在新一輪科技革命背景下，新興科技企業將產生大量融資需求，AI發展新格局或開啟新一波投資黃金期。特別是，全面註冊制落地之後，更要關注AI領域相關金融科技公司、科創公司的投資機會。

就短期而言，當前AI板塊市場集中度較高，主題投資行情下一些下游應用受益的公司估值過高，投資者需要規避其中過熱風險；但中長期來說，若AI帶來一輪科技革命，其注定將孕育全球科技的新龍頭，對於AI領域核心研發優勢的龍頭公司應持有理性、客觀的長期投資理念。

算力作為制約AI發展的關鍵要素，目前AI行業龍頭主要使用英偉達的圖形處理器（GPU）芯片進行開發訓練，國內高性能GPU的研發能力有限，具備高國產替代緊迫性。當前芯片製程已經提升到5納米（nm），繼續提升製程的性價比逐漸降低，在這種情況下，「先進封裝」或成為中國算力領域「彎道超車」的關鍵技術。

此外，AI算法包括基礎算法和應用算法兩類，目前幾乎所有基礎算法都由斯坦福、哈佛、OpenAI等美國機構提供，而應用算法幾乎完全開源，美國對開源社區有絕對控制權。也就是說當前中國AI算法對國外依賴度很大，建議關注有核心算法突破及AI算法商業落地的廠商。