

內地存息調低影響債市



經濟微觀 孫彬彬
天風證券
固定收益首席分析師

按照「市場利率+央行引導→貸款市場報價利率（LPR）→貸款利率」的傳導機制，當政策端關注降低實體融資成本時，對應需要考慮LPR引導，而引導LPR在於央行政策引導（通過中期借貸便利MLF）和報價行綜合考慮市場利率，這個市場利率並不簡單對應國債利率，而是對應存款等負債利率情況。

存款利率調降之後，預計2024年1月調降MLF和公開市場操作（OMO）利率10基點（BP，Basis point），隨後1年期和5年期LPR跟隨調降10基點。

第一，在於資金利率的變化，同時關注大額存單（CD）情況。防止資金空轉套利問題可能導致貨幣政策降而不鬆，降息後資金利率下行有限，則仍然對曲線構成或有約束。此外，降息可能不會改善銀行CD的供需狀態。CD利率下行突破的關鍵在於貨幣實質性寬鬆或者銀行資產端運用壓力緩解。

第二，關注開年政府債供給。重點關注元旦之後地方債提前批和國債的發行情況，如果發行緩慢，配合降息有望打開債市利率進一步下行空間。

第三，關注資金分層與曲線分化。降息之後，還是要考慮利率債定價中樞或者錨的問題，結合下半年情況觀察，超長債仍然以MLF為定價錨，但是長債和中短債還是更多關注資金利率和CD利率變化，這一定價分層狀態的原因在於資金分層和機構行為差異。如果資金分層和機構行為差異在降息後延續，則曲線分化可能延續，或者說曲線可能依然偏平。

短期債市適度積極，跨年之後再做進一步觀察。

12月21日媒體報道，國有大行將於12月22日調降存款掛牌利率，債市利率隨之下行。本次存款利率調降有什麼不同？未來怎麼看？

首先，本次存款利率調降有什麼不同？

過去的存款利率調降受10年國債和1年期LPR引導。基於2022年4月建立的存款利率市場化調整機制，自律機制成員銀行參考以10年期國債收益率為代表的債券市場利率和以1年期LPR為代表的貸款市場利率，合理調整存款利率水

平。

此次的區別可能在於，政策端有降成本的訴求，但商業銀行同時面臨貸款重定價和淨息差的壓力，因此需要先引導調降存款利率。

其次，降存款利率後，1月降息怎麼看？

基於11月以來中美10年期國債收益率倒掛幅度由此前的超過220個基點收窄至160個基點左右，人民幣兌美元匯率明顯升值。當前外部約束邊際緩解，貨幣政策自主性有效性可能會進一步增強。在居民消費價格指數（CPI）和工業生產者出廠價格指數（PPI）同比下行、11月金融數據表現不佳的背景下，不排除國內近期降息的可能性。

預計2024年1月調降MLF和OMO利率10基點，隨後1年期和5年期LPR跟隨調降10基點。

關注明年初政府債供給

再者，降息，債市怎麼看？

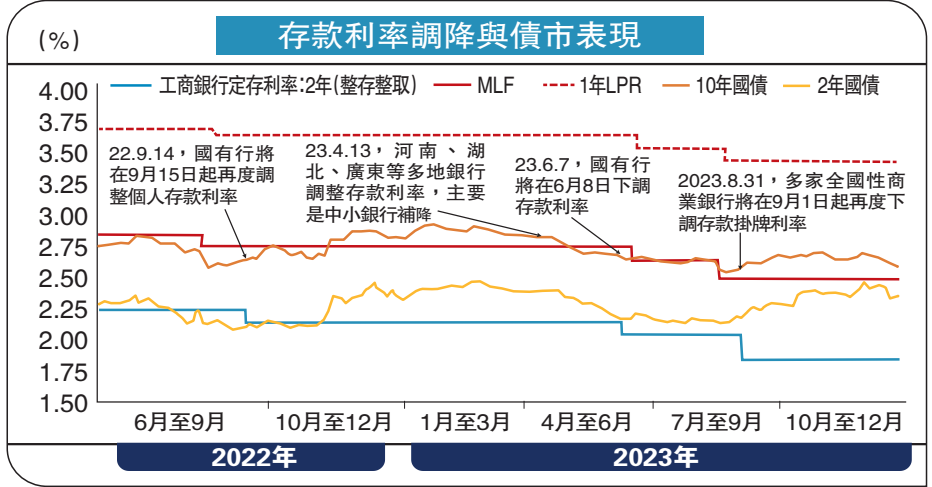
第一，結合歷史觀察，降存款利率後的債市表現並不一致，重點還是看後續資金利率變化，同時關注CD情況。

資金利率方面要考慮防止資金空轉套利問題的或有影響，貨幣政策如果降而不鬆，降息後資金利率下行有限，則仍然對曲線構成或有約束。

此外，降息可能不會改善銀行CD的供需狀態。故此相信，CD利率下行突破的關鍵在於貨幣實質性寬鬆或者銀行資產端運用壓力緩解，如果1月確實信貸平滑，CD利率有向下突破2.6%、向MLF利率回歸的可能，對應會進一步帶動市場情緒。

第二，需要關注開年政府債供給。11月中旬以來，長期限利率債供給環比明顯減少，結合機構配置因素帶動超長債率先企穩下行。後續重點關注元旦之後地方債提前批和國債的發行情況。如果發行緩慢，配合降息有望打開債市利率進一步下行空間。

第三，需要關注資金分層與曲線分化。降息之後，還是要考慮利率債定價中樞或者錨的問題，結合下半年情況觀察，超長債仍然以MLF為定價錨，但是長債和中短債還是更多關注資金利率和CD利率變化，這一定價分層狀態的原因在於資金分層和機構行為差異。如果資金分層和機構行為差異在降息後延續，則曲線分化仍然會延續，或者說曲線依然偏平。



資料來源：Wind，華爾街見聞等，天風證券研究所

銀主盤量增 入市留意3個小貼士



樓按明嘜 張顥曦
經絡按揭轉介營運總監

今年市場上銀主盤的滾存數量有上升的趨勢，臨近年尾，多個銀主盤逐漸在市場放售，而且定價亦十分吸引，日前有報道指梅窩有銀主盤低於市價五成沽出，旋即引來網絡熱議。不少人或會趁現時樓市下調時於銀主盤市場「尋寶」，而購買銀主盤有什麼需要注意？

第一、購買銀主盤最重要留意樓契是否齊全，因會直接影響銀行會否批出按揭，如物業出現僱建、遺失樓契或業權問題等，銀行有機會拒批按揭。建議看中心儀銀主盤時先問地產代理，或到土地註冊處進行「查冊」，了解單位的過往買賣、物業有否涉及業權轉讓及任何物業改動問題等。就以上述梅窩銀主盤新聞為例，由於單位無契屬於無契樓，銀行大多數不會批出按揭，在必買必賣條款下，買家或需要一次過付清所有樓價。

第二、銀主盤成交期一般為45天，部分情況可長達3個月。如購買的單位

樓契齊全及質素良好，加上買家已準備充足文件，一般都可跟足程序申請按揭。如想承造高成數按揭亦可透過按揭保險申請，樓價1000萬元以下的物業最高可承造九成按揭，建議申請高成數按揭的買家在購入銀主盤後便要開始着手處理按揭申請。

注意單位狀況 備留維修資金

第三、由於銀主盤因業主無力償還債務以至被銀行收樓，一般已空置一段時間，其間單位可能出現失修問題，買家要預留較多資金裝修，建議預約睇樓時，需仔細留意銀主盤單位的現狀，並估計是否需要花一筆維修費用。雜項方面亦須留神，假若前業主沒有繳付管理費或樓宇維修費用一段時間，基於大廈公契條款，業主有責任繳付相關的費用，這筆費用或將轉嫁至新買家身上。如果物業有拖欠差餉、管理費，買家需要先繳交相關費用才能申請按揭。

每個銀主盤的背景均迥然不同，準買家入市前應先做足功課，並預留足夠的資金應對突發狀況。如有任何疑問或需要，亦可尋找大型專業按揭轉介公司協助處理。



中國製造業產業鏈競爭力較強，未來加快製造業轉型升級和科技創新，將推動價值鏈地位上升。

2023年中央經濟工作會議在分析宏觀形勢時指出「國內大循環存在堵點，外部環境的複雜性、嚴峻性、不確定性上升」。當前，中國經濟進入新的發展階段，從經濟增長的規律來看，傳統經濟增長方式的轉型是一個比較複雜且曲折的過程，培育新動能和新的經濟增長點，同樣需要花費較長的時間。

統計顯示，1980–2011年中國國內生產總值（GDP）實際年平均增速約10%，2012–2022年降至6.4%。儘管如此，中國的經濟增速仍然高於絕大多數大型經濟體。同時，經濟高質量發展的核心不單單在於經濟增速，而更多考慮的是經濟增長質量，需要增強經濟改革發展的獲得感和幸福感，特別是中央經濟工作會議所強調的「切實增強經濟活力、防範化解風險、改善社會預期」。

中國經濟趨高質量發展(上)



金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室
特聘研究員

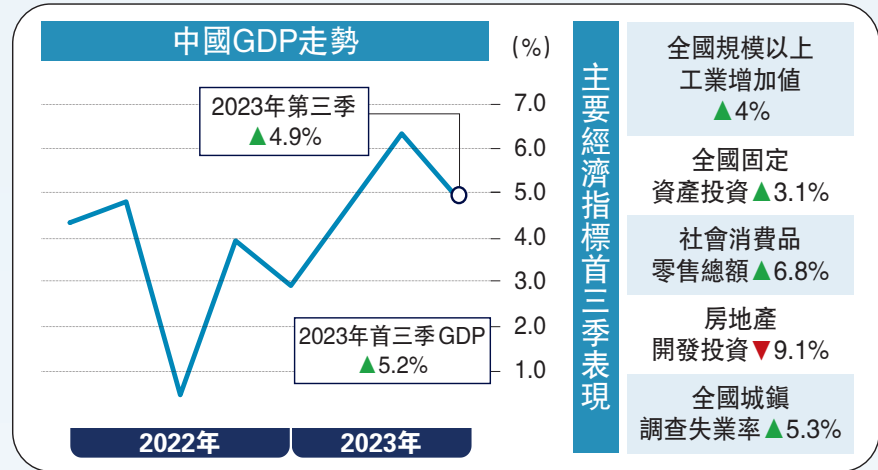
中央經濟工作會議着重強調中國經濟發展「有利條件強於不利因素」。短期的經濟增速波動不能代替中長期的增長潛力，關鍵點在於提升全要素生產率。客觀而言，中國經濟所面臨的內外部環境既有現實挑戰，也有很多新的機遇，比如科技創新和新興產業。對此，應堅持歷史唯物主義和唯物辯證法思維，一切從實際出發，準確認識中國經濟轉型發展所處的周期和發展階段，結合中國國情、經濟發展模式和資源稟賦條件，基於國際比較深刻把握中國經濟的發展前景、發展韌勁以及未來增長空間，理性看待經濟轉型過程中可能出現的一系列風險與挑戰，在發展中解決問題，同時更要堅定中國經濟長期穩定發展的信心，保持戰略定力，以改革促發展，以國內大循環拓展內生性增長動能，以國際國內雙循環相互促進拓展國際發展空間，牢牢把握戰略機遇期和窗口期，釋放更大的經濟發展潛能，為實現中國式現代化創造深厚的物質基礎。總的思路是科技創新實現突破，發展綠色產業，以及擴大內需和提升消費的貢獻度。

總體而言，經濟轉型的「陣痛期」將不會太久，新的增長點的發展壯大將會持續，從而帶動潛在經濟增速回歸，將有望實現經濟新一輪再增長。

一、關於經濟兩個重點問題

眾所周知，研究中國經濟的長期增長不能脫離歷史的土壤，也不能無視現實條件、資源稟賦以及制度環境。從過去七十多年的經濟發展進程來看，前三十年主要實行自主的計劃經濟模式，早期學習蘇聯的計劃經濟模式，後期經過改造和自主探索，形成了具有中國特色的計劃經濟體制。總體看，這一時期的經濟發展模式某種程度上適應了當時特殊的國際內外發展環境，總體上符合戰後國家的經濟發展規律，但能否簡單類比市場經濟或全球化時代的經濟發展路徑仍存在一定爭議，需要具體結合歷史環境和實際效果多方位評價。改革開放時期，中國經濟從計劃經濟逐步過渡到市場經濟，最終在1992年正式確立中國特色社會主義市場經濟體制。學界普遍認為，這一經濟發展模式具有很強的韌勁，釋放了經濟增長潛力。

國際貨幣基金組織（IMF）統計顯示，1980–2021年中國經濟的平均增速高達9.2%，同期美國、日本、德國、英國、印度的增速分別為2.6%、1.7%、1.6%、2.0%、6.0%，超過大多數大型經濟體。2022年中國的GDP按美元計約18萬億美元，與美國的差距縮減至7.5萬億



美元。未來中國經濟體量規模將繼續增長，假設到2035年GDP按照4.5%的年均增速，以美元現價計，預計屆時中國的GDP規模有望接近32萬億美元。

從兩個維度來看：其一，從經濟總量規模看，中國已經成為超大型經濟體，但人均GDP和人均GNI距離發達經濟體仍有較大差距，意味着未來中國經濟發展空間巨大，未來中國加快全國大市場建設，國內大循環將釋放更大的增長潛力。統計數據顯示，中國的消費對經濟增長的貢獻率上升至65%以上，隨着中國人均GDP躍升，消費內需將轉化為增長優勢。

其二，中國製造業產業鏈競爭力較強，全球產業鏈價值鏈地位仍有提升空間，未來加快製造業轉型升級和科技創新，將推動價值鏈地位上升，國際循環將產生新的增長點。2022年中國經濟面對內外複雜因素挑戰下，GDP增速仍達到3%，而同期美國、德國的經濟增速分別為2.1%、1.9%，表明中國經濟韌勁較強。

IMF最新發布的研究報告預計，2023年中國經濟將增長5.2%，而美國、歐元區和日本的經濟增長分別為1.4%、0.7%和1.8%。需要注意的是，按照世界銀行（World Bank，縮寫WB）統計的購買力平價（不變價）GDP規模來看，2017年中國的GDP規模超過美國，2021年GDP總量規模分別佔美國、歐元區、日本的比重約為117.7%、156.5%、485.0%。據此看，中國的總體經濟實力和基礎均比較深厚，具備增長韌勁和發展空間。研究顯示，在全球經濟增速普遍放緩的大背景下，中國經濟仍可能保持中速增長。

中央經濟工作會議強調「推動經濟實現質的有效提升和量的合理增長」，着眼於「國內大循環建立在內需主動力的基礎上，提升國際循環質量和水平」。作為超大型經濟體，中國的國情較為特殊，經濟產業機構和發展模式比較獨特，沒有可供完全借鑒的經驗。未來穩定中國經濟增長既需要努力確保短期政策的精準有效，防止經濟增速過快放緩，也要圍繞結構性改革提出中長期的戰略，其中就包括定成設計和具體規劃，未來要進一步落實到各地方和各部門，並最終能夠產生好的政策效果。在這個過程

中，就需要有為政府和有效市場的有機結合，尊重經濟發展規律，因時因勢而作出正確選擇。

目前，中國經濟增長的動能轉變已經逐步進入到新的階段，科技創新引領經濟增長的動能顯著增強，製造業增加值佔GDP的比值穩定在30%左右，新型基礎設施、綠色低碳、前沿科技投資等發揮的作用顯現。以擴大有效投資、挖掘消費潛能形成「投資—消費」的良性互動，既要在增加居民收入、深化收入分配改革上有所突破，也要在戶籍制度改革、財稅體制改革等領域加以推進，由此才能更好地發揮超大市場和超強生產能力的比較優勢，穩定經濟增速的同時邁向高質量發展。

二、全面分析經濟發展內外環境

（一）經濟總量規模較大，未來增長難度可能更大。

中央經濟工作會議提出「推動經濟實現質的有效提升和量的合理增長」，高質量發展需要一定的經濟增長支撐，但不是過去的粗放型、高污染和高能耗的增長，而是着重科技創新、綠色低碳等新的增長。

IMF統計顯示，中國的GDP規模從1980年的約3030億美元上升至2021年的17.7萬億美元，2021年美國、日本、德國的GDP規模分別為23萬億美元、4.9萬億美元、4.3萬億美元，中國佔美國GDP的比重達到77.1%，分別佔日本、德國GDP的3.6倍和4.2倍。一般而言，超大型經濟體經濟增長的範式和過去大中型或中小型經濟體將有本質區別。目前，中國的經濟總量規模僅次於美國，佔美國GDP總量的比重持續上升，從匯率折算和購買力來看，中美經濟總量差距在不斷縮小。未來推動經濟總量規模如此大的經濟體實現穩定持續的增長難度很大，全球範圍內並無類似的案例。即使是美國、日本和德國，過去二十年的GDP年均增長率僅在1.0%–3.0%左右。

比較而言，2010–2022年間中國GDP年均增長率則達到8.4%，近5年來面對複雜形勢和外部不確定性，中國經濟年均增長率仍超過5%。中國未來15年的經濟增速維持在4%–5%的水平仍有潛力空間。（待續）（本文僅代表個人觀點）