



▲預計從明年二季度起，美國財政發債壓力緩解，經濟繼續降溫，利率下行的空間將打開。

11月以來，受美聯儲鴿派言論影響，市場情緒樂觀，10年期美債利率下行。可以判斷，貨幣政策的樂觀預期是美債近期下行的主要推手，而財政發債壓力帶來的影響尚未得到有效緩解。今年底至明年一季度，淨發債量仍維持高位，美債利率或在4.3至4.7厘之間震盪。明年二季度後，隨着發債壓力緩解，經濟增長將成為美債主導因素。基準情形下，可以判斷美國經濟在2024年增速趨緩，實際利率帶動下，明年次季起10年期美債利率或趨勢性跌至3.8厘。

## 經濟放緩 美債息趨降

中金點睛 張峻棟 張文朗

中金公司研究員

美聯儲在11月的議息會議上再次暫停加息，並釋放出鴿派信號，認為美債利率過快上漲起到了收緊金融條件的效果。美國10月經濟數據表現偏弱，ISM PMI、CPI等指標均低於市場預期，催化貨幣政策樂觀預期。芝商所聯邦基金期貨交易結果顯示，市場預判本輪加息達峰並最快可能於明年5月開啟降息，年底或降至4.25-4.5厘區間。而財政方面，四季度美國財政部再融資計劃淨發債量略不及預期，並未形成新的財政衝擊。10年期美債利率下行，跌至4.38厘。那麼，在近期的樂觀情緒釋放後，未來美債利率的走向將如何演繹呢？

美國經濟在2024年面臨增速趨緩，而鑒於短期美債利率預計高位震盪，如果市場情況逆轉引致美聯儲貨幣政策快速轉向，甚至重啟QE，利率或下探至3.5厘以下。長期來看，基本判斷是維持美債利率中樞較疫情前抬升，在自然利率和通脹中樞抬升的背景，10年期美債名義利率中樞未來幾年或將趨勢性上升至4.5厘。

近期美債利率下跌，11月1日至17日，10年期美債利率共下降48點子，其中期限溢價下降了43點子，風險中性利率下行5點子。風險中性利率部分更多受短期政策利率預期影響，可歸因於貨幣政策。對於風險溢價，可以發現，這段時間市場的邊際變化主要來自對貨幣政策的樂觀判斷，加息預期的不確定性快速下行，而相比較來說，財政發債壓力仍在。在11月1日公布的發債計劃中，2023年四季度和2024年一季度各淨發行美債7760億美元和8160億美元，其中，中長債分別為3390億和3480億美元。根據美國財政部公布的拍賣計劃，從11月到明年3月，平均每周的息票（coupon）拍賣量為756億美元，對比2009-2019年平均每周為447億美元，即使是期限溢價上升較快的2023年三季度平均每周也僅為610億美元。在中長期息票發行壓力仍然較大的情況下，預計財政發債壓力帶來的期限溢價很難出現明顯的緩解。

總結來說，11月以來美債利率下行，可能主要受貨幣政策預期改善的影響，而財政壓力的影響仍未完全緩解。往前看，貨幣政策預期帶來的影響可能已經在邊際減弱，市場當前已經預計明年底聯邦基金利率會降至4.25-4.5厘的區間，遠遠低於9月議息會議紀要所預期的5.1厘。如果美聯儲短期內不釋放兌付當下較樂觀降息預期的信號，未來一段時間貨幣政



策預期路徑可能很難繼續為美債利率降溫。特別是鑒於當前核心通脹距離其目標仍有一段距離，且核心服務通脹黏性仍在，而鮑威爾本人亦表示使通脹率持續向2%目標靠近的過程並不容易。因此，我們不能排除美聯儲官員通過預期管理手段，再度拉升加息不確定性和期限溢價的可能。

### 明年利率下行是大趨勢

展望明年，利率下行會是大趨勢，但需掌握下行的節奏，而財政發債的變化和經濟增長因素將是主要抓手。首先，明年一季度，鑒於發債量仍然處於歷史高位和趨緩的經濟增速，美債利率波動中樞將下一個台階，預計為4.1-4.3厘（財政及發債壓力繼續釋放20個點子，如果屆時美聯儲停止縮表，利率有望更低）。

明年二季度起，在財政發債壓力預計大幅緩解和經濟繼續降溫的背景，利率繼續下行的空間或將打開。鑒於連續三季發債後美聯儲TGA賬戶現金儲備較多，持續大規模融資的必要性減弱，而明年財政赤字率受國會兩黨分歧和6月FRA法案的束縛，融資需求亦相應減弱，財政發債壓力或將邊際緩解。預計明年二季度起，10年期美債利率或趨勢性得下行至3.8厘，即7月以來的期限溢價上行因素119點子全部釋放，如果屆時美聯儲停止縮表，利率有望更低。從市場主線來講，隨着財政壓力釋放，主導利率走勢的將更多是美國經濟增長的變化。自本輪加息以來，美國勞動力市場緊張狀態得到不斷緩解，在失業率沒有大幅上漲的情況下，職位空缺率幾乎回落至2009年至新冠疫情衝擊前的歷史線上，就業景氣指標出現明顯的均值回歸。

美國經濟將放緩，推動降息預期升溫，進而實際利率趨勢下行。同時需要提醒的是，鑒於美聯儲在9月議息會議後首次承認中性利率或已抬升，在不發生大的系統性風險的情況下，降息的幅度或並沒有市場預期的那麼大。但是，由於在短期的財政壓力下，美債利率可能仍然高位寬幅震盪，而高波動性可能抬升對沖基金美

債基差交易的保證金需求，甚至引發基差交易逆轉進而拋售美債現貨。鑒於對沖基金的基差交易可能是近期美債市場的主要邊際需求來源，根據回購融資和期貨做空情況來看，預計基差相關的現貨持倉可能在2023年一季度便達到了6000至8000億美元左右，這一風險也引起了美國證交會（SEC）的關注。如果高利率測試觸發了基差套利交易反轉，進而通過美債交易商傳導跨市場的系統性風險，迫使美聯儲貨幣政策快速轉向甚至重啟QE，在此情況下，我們預計10年期美債利率可能跌至3.5厘以下。

從更長期的視角來看，美債利率中樞或已較新冠疫情前出現結構性抬升，10年期美債利率中樞未來幾年或趨勢上行至4.5厘附近。去年5月，我們率先提出，隨着宏觀範式轉換，通脹中樞上移和經濟波動加大，風險中性利率和期限溢價都將面臨上升壓力，推升10年期美債利率中樞至4.0-4.7厘。以自然利率（實際利率的中樞）+通脹中樞的視角再次審視，強化了這一判斷。

### 資金需求增加 供給減少

具體來說，預計資金供需關係正迎來結構性變化，資金需求增加同時供給減少，將抬升自然利率中樞。從需求端看，財政和產業政策思維轉換、全球產業鏈重構及再工業化、綠色轉型等因素有望提升實物資產和實體經濟的投資和消費需求。而從供給端看，人口老齡化將減少家庭儲蓄；逆全球化對國際貿易和資本流動形成衝擊，削弱全球美元回流；去金融化下的金融監管趨嚴和貨幣政策趨緊亦從源頭減少信貸的派生，從而收縮資金供給。另外，從「貨幣非中性」視角來看，在9月鮑威爾承認中性利率上升後，可能使得美聯儲和市場對自然利率的判斷相互強化，導致自然利率走高的預期容易自我實現。基於這些判斷，根據預測模型顯示，未來幾年10年期TIPS收益率中樞位於1.2-1.5厘附近；再疊加3%的中長期通脹中樞假設，未來10年期美債利率中樞或將達到4.5厘。

## 金融須加大力度支持科創



點市成金 譚浩俊  
財經評論員、中財大政大兼職教授

近日，中國人民銀行、科技部、國家金融監管總局、中國證監會聯合召開科技金融工作交流推進會。會議要求，建立健全科技金融工作推進制度機制，抓緊制定加大力度支持科技型企業融資的實施措施，推動工作落實。進一步健全國家重大科技任務和科技型中小企業兩個重點領域的金融支持政策體系，組織開展科技金融服務能力提升專項行動。

企業創新，是構建新發展格局、實現中國式現代化的關鍵，只有不斷創新，企業才具有生生不息的生命力和發展動力，經濟才具有健康、穩健、可持續的發展條件和能力，廣大居民才有穩定、可靠的就業基礎與空間，中國才能在國際關係中具有更多的話語權，才能不斷提高中國的國際影響力。

企業創新，不僅依賴於企業家的積極參與和頑強拼搏，依賴於廣大科技工作者的不斷探索與無私奉獻，依賴於廣大員工的積極努力和工匠精神，也需要其他方面的大力支持和真心幫助，特別是金融支持，是企業創新不可缺少、十分必要的重要方面。如果金融部門能夠對企業創新有效支持、有力支持、有序支持，無疑是對企業、尤其是企業家的最有力的激勵和鼓勵，能夠不斷激勵他們創業的動力和信心，能夠讓更多的企業家、科技工作者、創業者扎根於基礎研究領域、高新技術領域、實體產業領域，能夠讓中國的製造業不斷取得新的突破，能夠大力縮小中國企業在科技創新方面與世界先進企業間的差距，並趕超世界科技發達國家，成為真正的科技強國。

客觀地講，近年來，在加強科技金融服務體系建設、積極支持企業創新方面，金融部門還是做出了一定努力，也取得了一定成效。高端製造業貸款、專精特新企業貸款、科技型中小企業貸款等持續保持較高增速，科技型企業信貸融資便利性不斷提升。各項科研成果的取得，都得到了金融部門的一定支持。但是，與企業創新，特別是中央對企業創新的要求相比，還有不小的差距、有需要大力改進和提升的方面。其中，如何加強對基礎研究領域和中小科

創型企業的金融支持，還是有相當大的提升空間的，需要金融部門做出更多的探索與改進的。

從對重大科技任務的金融支持來看，總體上是比較穩健的，也是有比較明顯效果的。但是，對重大科技任務和重點科技型企業中基礎研究、高端技術研究、尖端技術研究、卡脖子技術研究等方面的支持，還有需要不斷改進、持續改進、深入改進的方面。畢竟，有些方面的技術創新，不是一朝一日就能完成的，需要時間、需要人力、需要耐心。如果金融企業也像資本一樣，追求短期利益、短期效應，而不是用長遠眼光看待技術創新，完全依靠企業自身的資金實力，是很難完成創新任務，實現技術突破的。因此，在企業創新方面，金融部門應當有更加明確的金融支持措施和辦法，有專門為基礎研究領域服務的金融手段、金融措施，讓企業和科技工作者能夠安心創新、專心創新，避免分散企業和科技工作者的注意力。

### 真正成為科企創新「加油站」

對中小科技型企業的金融支持，無疑是金融部門比較大的短板，也是金融部門需要重點突破的方面。因為，對相當一部分金融機構來說，都有比較明顯的願意錦上添花、不願雪中送炭的心理，都在企業取得明顯效益時，主動要求提供金融支持，而在企業發展最需要資金支持時，躲得遠遠的，甚至抽貸、停貸。如此，對企業創新是會帶來比較大的負面影響的。因為，對任何科技型中小企業來說，起步階段都是最難的，也是最需要獲得金融支持的。如果在這時候能夠幫上一把、推動一下，企業就有可能衝破技術瓶頸、突破技術難關，很快產生發展效應。恰恰是，金融部門在這個環節的支持手段還較少，支持的動力還不強，支持的力度還不夠。

金融支持中小科技型企業，能否在經營理念、服務觀念、支持手段等方面做出較大改進，真心實意地為中小科技型企業服務，真正成為中小科技型企業的創新「加油站」，需要金融部門好好思考、認真研究，拿出更多實實在在的舉措，讓中小科技型企業深切感受到金融支持的暖意和溫馨。一旦金融部門和科技型中小企業之間建立了良性互動關係，中國的科技創新將邁上一個不小的台階，中國企業的國際競爭力將取得新的提升。

## 樓市有空間進一步減辣



主樓布陣 布少明  
美聯物業住宅部行政總裁 (港澳)

施政報告發表後，新盤市場隨之活躍。最值得留意的，是龍頭發展商的天水圍站大型項目。執筆之時，市場消息指該盤已收到逾2500票，超購近8倍，成功登上今年首日「票房」最賣座新盤寶座，反映項目極受歡迎。

近期一手市場重新啟動，吸納市場不少購買力。據市場統計，本月（截至24日止）一手已錄約470宗成交，已超越10月全月的344宗，並創3個月新高，預計一手交投將穩增，全月累計可錄600至700宗成交，按月大幅增加超過1倍。

一手成為焦點，反觀二手交投難以避免地繼續整固，一方面準買家以買「筍盤」為入市目標，另一方面部分業主亦未肯大減價放盤，令交投陷入拉鋸，惟在部分急於出貨的業主減價沽貨下，樓價或續現下調壓力。「美聯樓價指數」最新報142.49點，按周跌0.12%，連跌14周，本年迄今樓價跌約2.4%，創逾6年半新低。

另一邊廂，施政報告公布「減辣」未幾，市場又現進一步「減辣」的要求。近日有政界人士，指出「減辣」的力度只屬「半桶水」，要求政府只要在

未來兩至3個月並無異常狀況，理應在明年2月財政預算案中「全面撤辣」，令市場重回正軌，有更健康的發展。

筆者相當明白，特區政府在有關樓市「辣招」的議題上，不肯大刀闊斧地撤銷或進行調整，箇中原因是擔心一旦「全撤」，本港樓價或會因而飆升。不過，早前曾有外資大行發表最新報告，指出在過去2年全球通脹及利率上升的情況下，香港樓價同步已回落，並已跌出「泡沫」的分類，再觀察近期「減辣」後樓價的低迷表現，其實不用憂慮撤辣會刺激樓價大幅向上。

當下香港正藉復甦初期，無論股市，或者樓市，正經歷着「後疫情效應」，樓市作為本港重要經濟支柱，若交投不振，勢影響經濟復甦的進程。最近二手樓量雖然轉趨活躍，但交投未見明顯起色，倘若特區政府想加速激活經濟，理應拋低「心理包袱」，可考慮進一步在調整辣招上着墨。根據「美聯信心指數」，最新報51.1點，按周跌0.4%，連跌3星期，由此可見市場對樓市前景的信心未有因「減辣」而全面恢復。

其實「減辣」的重點並非提振樓價，而是在於激活樓市交投，為此舉可增加樓市供應，同時靈活樓市換樓鏈，令市民可投個人需要靈活套現，亦可藉此間接刺激香港經濟，是一舉兩得。



◀本月截至24日止，一手成交錄得470宗，已超越10月全月的344宗，並創3個月新高。