



▲過去一年，通脹得到有效控制，大部分經濟體得以避免出現深度衰退，全球經濟展現了足夠韌性。

2024年，隨著主要國家繼續保持限制性利率，上半年全球經濟增長動能或進一步衰減，但下半年在通脹有效下行後，主要國家貨幣政策將轉為寬鬆，意味著上一輪「復甦、繁榮、滯脹、衰退」的周期正式結束，新的復甦周期即將開啟。美國經濟減速確定但衰退未必；歐洲經濟仍將持續低迷，並於年中開啟回暖；日本經濟將在明年保持溫和復甦，日本央行也將盡可能保持較低利率以確保長期通脹達標。

增長見底 周期重啟

——2024年全球經濟形勢展望



宏觀經濟 溫彬

民生銀行
首席經濟學家

回顧2023年，地緣政治對全球貿易與產業鏈安全造成的影響依舊存在，美歐短暫的銀行業危機、俄烏戰爭與巴以衝突增加了全球經濟的不確定性。在大多數國家持續一年有餘的緊縮貨幣政策下，儘管經濟復甦動能趨弱，但通脹得到了有效控制，全球經濟展現了足夠的韌性，大部分經濟體得以避免出現深度衰退。

2023年以來，全球經濟延續了後疫情時代的復甦動力，主要國家保持限制性貨幣政策均持續超過一年，全球經濟增長動能趨弱，但依舊保持了一定韌性。

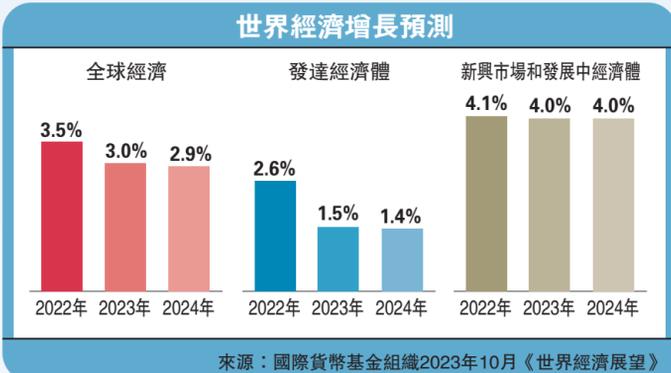
三季度以來，各經濟體增長形勢出現較大分化。美國經濟表現強勁，當季GDP季調環比增長1.2%；歐洲經濟出現收縮，季調環比下降0.1%，法國、德國、英國GDP均環比下降0.1%，意大利增長陷於停滯；亞洲經濟體分化，日本GDP三季度意外環比大幅下降0.7%，韓國則環比增長0.6%；新興市場表現良好，全球經濟已從同復甦狀態轉向冷熱不均，頭部美國一枝獨秀，歐日等發達經濟體率先減速，新興市場保持增長。

全球通脹水準明顯回落

與2022年的全球普遍高通脹相比，2023年全球通脹持續回落。國際大宗商品價格的回落為通脹下行貢獻了主要力量，由於2022年二季度為全球能源、金屬與糧食價格的最高點，高基數導致2023年中以來各國CPI中的上游商品價格同比大幅下跌，推動通脹中的非核心部分回落，儘管各國核心CPI一度顯現黏性，但仍在向通脹目標有效推進。

分國家來看，美國與西歐國家核心通脹表現黏性，但在上游能源加速回落推動下CPI已下行至2%至4%區間，通脹達標進程走過大半；東中歐、西亞北非等國家通脹依舊偏高，主因俄烏與巴以危機影響能源糧食供應問題仍然存在。一些國家則率先表現出通縮跡象：除了中國通脹在三、四季度出現月度負值外，11月份亞美尼亞、泰國也出現了CPI負增長。

2022年以來，面對普遍的高通脹問題，各國不得不以壓縮需求的方式為通脹降溫，以美聯儲為首的全球央行加息，僅中國、俄羅斯、土耳其等少數國家僅在降息的反周期中。不過2023年下半年以來，隨着各國經濟減速與通脹降溫，各國貨幣政策收緊先後見頂並逐步預期轉入寬鬆。發達國家下半年加息已步入尾聲。8月以來



加息基本結束或已經暫停的國家包括美國、歐元區、英國、加拿大、瑞士、新西蘭；僅澳洲在11月仍加息了0.25厘，日本則仍未進入實質性加息階段。相比之下，面臨經濟減速和通脹下行的國家則轉為降息。越南央行6月將再貼現利率由3.5厘降至3.0厘，今年已累計調降1.5厘。面對通脹持續回落，巴西在8、9月連續兩次降息。

明年展開新的復甦周期

展望2024年，新的復甦周期即將開啟。一是美歐經濟減速並有望於二季度開啟降息。美國經濟減速確定但衰退未必，持續的限制性利率正在強化對美國經濟的降溫作用，但勞動供給改善將減輕工資-通脹螺旋，促使核心通脹回落，給美聯儲預留政策寬鬆空間，以便適時引導市場預期，以尋求經濟軟著陸。隨着年中降息周期開啟，美國經濟在2024年下半年有望邊際回暖。

歐洲經濟仍將持續低迷，並於年中開啟回暖。目前一系列先行指標顯示歐洲經濟正在從2023年第三季度的收縮中邊際恢復，但距離榮枯線仍有距離。隨着能源危機緩解與通脹逐步回落，貨幣緊縮見頂，有助於經濟在未來2至3個季度築底，並於2024年下半年開啟回暖進程。

日本經濟將在2024年保持溫和復甦。推動日本經濟2023年復甦的因素大多能在2024年繼續維持，包括能源成本回落、超低的實際利率、外需有限回暖，以及新一屆政府的綜合性刺激計劃等。同時，日本央行也將盡可能保持較低利率水準以確保長期通脹達標。

二是新興市場經濟體保持穩健增長。與發達國家相比，新興市場經濟增長更快，但也面臨着更多的分化與挑戰。IMF預計2024年新興經濟體將實現4.0%的增長，與2023年持平。從區域看，東南亞與南亞地區依舊是新興市場的主要增長動力，其中印度增長保持穩健，受外需低位回暖影響，越南、菲律賓、馬來西亞等東盟國家增速將較2023年回升；中東北非地區增長顯著分化，石油輸出國在經

歷2023年因油價下調的減速後，2024年經濟增速將有所恢復，而非石油國則將繼續面臨高通脹與糧食不足挑戰；拉美地區部分國家將受益於友岸製造業回流而保持穩健增長，部分國家則面對資源價格回落的挑戰。

2023年美國經濟保持擴張。儘管多數機構在去年對美國經濟陷入衰退表達了擔憂，但前三季度美國經濟表現明顯好於預期，特別是三季度美國經濟季調環比年率達到4.9%，增強了市場對於美國經濟的信心和軟着陸預期。從四季度趨勢看，預料仍能確保全年實現高於潛在增速的增長。

消費作為最重要的復甦動力仍有韌性，服務業存在供給缺口。至2023年11月，美國個人消費支出距離疫情前長期趨勢約有1.1%的缺口。從不同類型的消費品長期趨勢來看，居民收入增加與超額儲蓄有效激發了消費品支出，至2023年11月，美國耐用消費品實際支出距離疫情前長期趨勢僅有0.1%的缺口，非耐用消費品則超出了疫情前長期趨勢0.8%，是消費復甦的最強動力。而服務消費尚未恢復到疫情前的長期趨勢外推水準，存在約1.9%的缺口，主因服務業勞動供給不足。

通脹方面，美國通脹呈現結構性回落。最新公布的11月通脹數據符合預期。從未來通脹走勢看，食品、能源與租金價格將引領通脹回落的大方向，預計明年二季度通脹回落至2.6%附近，核心通脹回落至3%附近。同時，結合非利普斯曲線通脹與就業的關係，初步判斷屆時失業率或上行至4.0%至4.5%區間，對應美聯儲大概率開啟降息進程。

歐洲經濟展望2024年將緩慢復甦，經濟景氣指標已呈現邊際改善跡象。12月份議息會議上，歐央行連續第二次暫停加息，市場預計最早將於2024年一季度末降息，屆時融資條件將趨於寬鬆，有利於提振消費和投資。考慮到央行暫停加息、歐洲天然氣儲備充足，四季度歐洲經濟有望邊際回暖，預計2023年經濟增速為0.8%。2024年，低基數效應疊加貨幣政策支持，預計經濟增速為1%。

內銀降定存利率 紓緩息差壓力

金融脈搏

中銀研究

近期，國有大行宣布下調存款掛牌利率，這也是2023年以來存款掛牌利率的第三次整體下調，主要有以下幾點值得關注：

第一，此次調降圍繞存款掛牌利率展開，中長期存款利率的下調幅度更大。作為商業銀行自主調節的一種存款利率，存款掛牌利率相較央行存款基準利率具有更強的自主性。在存款掛牌利率的基礎上，商業銀行可以在存款利率定價自律機制允許的前提下，結合自身經營發展、客戶需求以及存款產品特徵等因素進行利率加減點操作，推動其他存款利率變化，實現吸納存款和負債管理的目標。從調整內容來看，此次調整重點圍繞定期存款利率展開，定期整存整取三個月、半年和一年期利率均下調10個基點，二年期存款利率下調20個基點，三年期和五年期存款均下調25個基點。此外，也有部分銀行的零存整取、整存零取、存本取息利率下調10個基點，通知存款掛牌利率下調20個基點。整體來看，此次中長期定期存款利率的下調幅度更大，具有非對稱調降特點。考慮到存款掛牌利率調整基本呈現「大型銀行先動，其他銀行跟進」的「領導者定價」特徵，此次在國有大行調整之後，未來預計其他銀行或將跟進下調。

順應利率市場化改革

第二，可以從以下兩方面理解存款掛牌利率調降。一方面，是銀行根據市場變化和自身經營發展需要做出的主動調整。在資產端，2023年以來，隨着銀行加大讓利實體經濟力度，持續降低實際貸款利率，推動實體企業綜合融資成本下降，貸款收益水準在一定程度受限。疊加存量按揭利率下調政策落地，商業銀行存量房貸利率面臨調降壓力，導致貸款收益進一步承壓。在負債端，我國銀行存款仍呈現高速增長態勢。以國有行為例，截至2023年三季度末，國有六大行存款規模達134.15萬億元，同比增長近13%，並且存款定期化趨勢依然明顯，在一定程度加大存款成本壓

力，導致息差承壓。相應地，商業銀行淨息差為1.73%，同比下降0.21個百分點，是2010以來的最低水準。不斷壓縮的淨息差空間給商業銀行可持續性經營帶來嚴峻挑戰，為了穩定淨息差，保障可持續經營和抗風險能力，商業銀行主動調降存款利率對沖息差壓力的行為順勢而生。另一方面，是商業銀行順應存款利率市場化改革的要求。2021年6月，央行將商業銀行存款利率上限優化為加點確定，旨在引導存款市場有序競爭。2022年4月，央行進一步指導利率自律機制建立存款利率市場化調整機制，存款利率調整具有更多「隨行就市」的市場化特徵。2022年9月、2023年6月和9月，商業銀行已經三次調降存款掛牌利率，推動利率保持在相對合理水準。此次存款掛牌利率下調距上次調整時隔3個多月，是順應存款利率定價改革與存款利率市場化調整機制改革要求的重要表現。

加強主動負債管理能力

第三，存款掛牌利率調降能夠緩解銀行息差壓力，未來銀行將進一步優化資產負債管理，保障經營穩健發展。此次存款掛牌利率調降會對定期存款產生直接影響，降低存款平均成本率，在一定程度上降低商業銀行負債端成本壓力，有助於維持息差在合理水準。2023年中央經濟工作會議提出「促進社會綜合融資成本穩中有降」，中央金融工作會議提出「要加大政策實施和工作推進力度，保持流動性合理充裕、融資成本持續下降。」預計2024年，LPR仍有適度下行空間。因此，存款掛牌利率調降還能夠為後續銀行針對實體經濟薄弱環節、重點和新興領域降低融資成本和持續讓利進一步騰挪空間，提升服務實體經濟的能力和可持續性。同時需要看到的是，存款作為銀行最重要的資金來源，對銀行成本和資產負債管理都具有深遠影響。未來，銀行仍要繼續加強主動負債管理能力，把握好存款業務的規模、定價及效率三者之間的關係，提升存款利率定價能力，合理調整存款布局，保障經營穩健發展。



◀存款利率市場化調整機制改革的環境下，銀行仍要繼續加強主動負債管理能力，保障經營穩健發展。

2024樓市展望 等待購買力回歸



樓市新態 汪敦敦

祥益地產總裁

又到了回顧過去一年樓市的時候，筆者以年初時發表的「2023年我對樓市的十大忠告」一文的內容作回顧基礎。2023年的樓市發展，正是被文章開首的第一點的「中美決戰才是市場最大關鍵」言中，政治上的角力隱憂正壓倒了本來累積的購買力和正常需求。

「愈接近真正時移易的一天，戰爭亦接近，而香港作為橋頭堡角色也會愈容易受到不同方式的狙擊。」「是一場搏弈，即是彼此各出奇謀，也即是局面會隨時改變，市場趨勢被左右，市場機制許多時亦失效！」「當中國在固守被動階段，市場亦容易走向負面，相反當中國主動及發放能量的時候，市場也容易景氣。」

結果是美國盡衝擊香港市道，中央在這個時候整頓市場與企業模式，投資者猶如兩面受敵，苦不堪言。筆者認



為政府應盡量向市民解說一些政策進退的原因，讓市民追隨支持，及以免被負面流言蜚語乘虛而入，令人心虛怯。

2023年持續2022年的「無論市場變化如何，大部分時間市場也被扭曲詮釋」，「市場情緒和唱造大局」下，負面主宰下，疫情後香港復甦緩慢，市民在悲觀情緒下將積聚的購買力轉做定期存款。去年至今年9月逾半年時間共流入3.73萬億元，至破紀錄的9.17萬億元，香港成為世界上除盧森堡外，銀行存款對比GDP比率最多的經濟體，令「樓市機制復甦」落空，財富效應亦被凍結，「資金走勢左右大局」更在存款滿溢下出現樓價下調。

不過，好事情也抬頭，優才計劃的成功，令房地產不論租、買都有了新的支持力。「租金反映需求真相」，負面情懷放緩了樓市買賣的購買慾，但截至2023年10月份官方住宅租賃指數錄得連續9個月上升，反映樓市最基礎底氣仍充足。樓市趨勢和市場數據雖背道而馳，根據市場數據和結構評估樓市已經失效。但樓價下跌的結構是甚麼？樓價

下跌的結構是：悲情下+低通脹+高定期存款利息=空前強大的購買力凍結在銀行。以上結構只要略作改變，無論減息、通脹上升、悲情減退，甚至GDP提升，也會令約9萬億元定期部分成為購買力回歸市場，我們的確未能夠掌握到回來的時間表，但並不遙遠也不冗長。

◀息口高企的環境下，市民將資金轉做定期存款，樓市購買力被積聚。