

林俊泓, CFA

研究部主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

## 即時觀點

2024年7月3日

### 蛻故孳新

- 人行從一級交易商借入國債乃一石二鳥之計：透過不斷續期，它解決了必須即時校準正確儲備水平的棘手問題。更重要的是，當主權國家取代銀行和影子銀行成為批發融資市場的主要借款人時，尾部風險將得到遏制。
- 如果非銀行參與者從罷工中驚醒過來，日中流動性風險將重新成為人們關注的焦點。
- 未經考驗的國債借用計劃暫應被理解為配樂。所有高於 2.2% 的國債收益率似乎都是機會均等的公平遊戲。

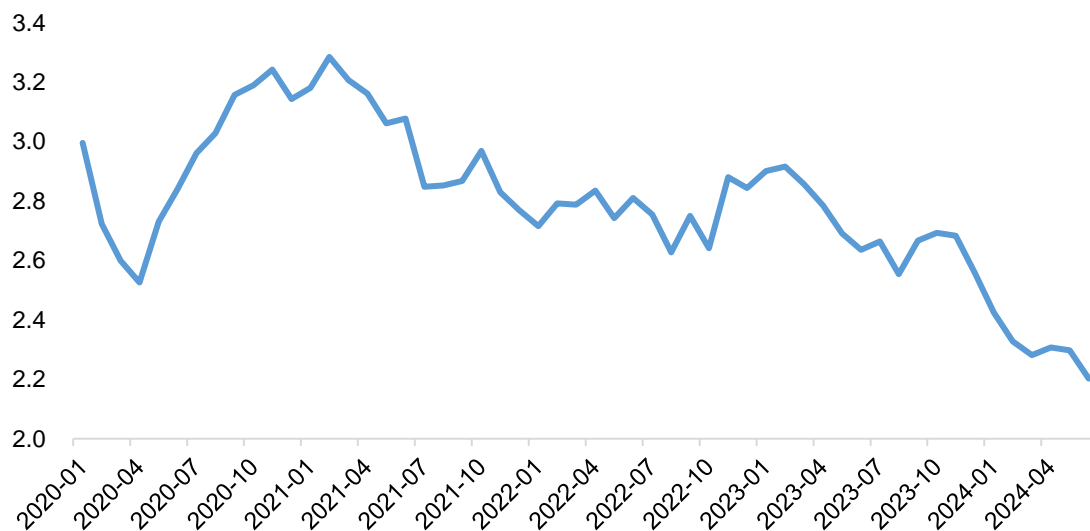
無論因為存款湧入，還是欠缺套利機會，金融機構司庫虹吸國債已非新聞。國債的風險比重為零，以此交易為生已經成為不少金融機構的救命稻草。此點應該無甚反對聲音。分歧的是，監管機構應該如何應對。



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

圖表1：中國10年國債息率



資料來源：CEIC、上海商業銀行

積極、願景、敢於亮劍皆被列舉為解決方案，但這卻忽略了潛在問題。如果人民銀行冒然騎著白馬，介入並直接購入機構持有的債券，拯救行動只會促使銀行準備金膨脹，同時驅使資金流進回購市場。當連二線銀行也從回購借款人轉化為回購貸款人，我們肯定能感受到影響。

然後再考慮看似異想天開的主意：人行僅僅從一級交易商借入國債。與目前流行的量化寬鬆不同，借款並非永久資助，而是可能每月甚至每週資通一次。此乃一石二鳥之計：透過不斷續期，它解決了必須即時校準正確儲備水平的棘手問題。更重要的是，當主權國家取代銀行和影子銀行成為批發融資市場的主要借款人時，尾部風險將得到遏制。好處是顯而易見的。

然後你或許猜想，人行如何長期控制長端利率？大家似乎忘記一項事實。要左右日均交易量達四千至五千億元的市場，離不開巨額的抵押品抽離。如果非銀行參與者從罷工中驚醒過來，日中流動性風險將重新成為人們關注的焦點。尚經考驗的國債借用計劃暫時還應被理解為配樂。所有高於2.2%的國債收益率似乎都是機會均等的公平遊戲。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

## 近期研究報告

|   |             |
|---|-------------|
| 現身說法                     | 2024年6月21日  |
| 若即若離                     | 2024年6月13日  |
| 言多必失                     | 2024年6月11日  |
| 鑑古知今                     | 2024年5月31日  |
| 起伏跌宕                     | 2024年5月6日   |
| 轉輾反側                     | 2024年5月2日   |
| 月上柳梢                     | 2024年4月24日  |
| 先勝而後求戰                   | 2024年4月11日  |
| 風物長宜放眼量                  | 2024年3月21日  |
| 加息之後                     | 2024年3月19日  |
| 張牙舞爪                     | 2024年3月18日  |
| 眼見為實                     | 2024年3月7日   |
| 人心思變                     | 2024年2月20日  |
| 淡然自若                     | 2024年2月1日   |
| 絕處逢生                   | 2024年1月30日  |
| 飽經霜雪                   | 2024年1月22日  |
| 杯弓蛇影                   | 2024年1月5日   |
| <b>2024 全球經濟與外匯展望</b>  | 2023年12月20日 |
| 且戰且退                   | 2023年12月14日 |
| 天機算盡                   | 2023年11月22日 |
| 執迷不悔                   | 2023年11月2日  |
| 聊勝於無                   | 2023年10月25日 |
| 滄海橫流                   | 2023年9月28日  |
| 誓不低頭                   | 2023年9月21日  |
| 賤取如珠玉？                 | 2023年9月19日  |
| 過猶不及                   | 2023年9月11日  |
| 鴿擊長空                   | 2023年9月4日   |
| 砥礪前行                   | 2023年8月14日  |
| 陰差陽錯                   | 2023年8月4日   |
| 上善若水                   | 2023年8月3日   |
| 處之泰然                   | 2023年7月27日  |
| 未雨綢繆                   | 2023年7月26日  |
| 錢布天下                   | 2023年7月18日  |



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

### 注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情況。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深港通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變



更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK