

備受市場關注的美國10年期收益率加速攀升的趨勢近期出現了一些「波折」，從最高接近1.7厘左右的水平回落至1.6厘左右後開始上行，同期美匯指數由快速上行趨勢亦回落至去年末的90點附近短暫徘徊後，又在4月末升破91點。兩大重要指標的階段性回落與市場預期出現了較大的反差，反映出市場對經濟復甦的樂觀預期有了新的不確定性。

量寬谷經濟 美元難扭弱勢



▲美國經濟復甦勢頭延續至明年存在不確定性。

交銀觀察



鄧宇

交通銀行金融研究中心
高級研究員

疫情期間，美匯指數和美債10年期收益率均跌到較低水平，這與疫情對全球主要經濟體造成衝擊密切相關。美國在疫情期間遭遇到較為嚴重的損失，美國經濟一度處於短暫衰退，借助無限量寬鬆政策和大規模財政刺激，去年三季度開始，美國經濟開始出現較為顯著的復甦信號，從2020年三季度GDP環比折年率增長33%、四季度4%恢復至2021年一季度6.4%。與其他發達經濟體曲折相比，美國依賴美元全球地位和低利率政策環境維持攀升到歷史高位的債務赤字，推動經濟復甦進程加快，且並未陷入債務危機風險。疫後美國經濟較為強勁的復甦態勢凸顯其韌勁和更有張力的政策空間。

全球復甦不平衡帶來負面效應

但隨着經濟復甦加快、通脹溫和上升以及國際大宗商品快速上漲，市場對於美聯儲維持寬鬆貨幣政策的預期增強。以鮑威爾為代表的「鴿派」一再強調美聯儲貨幣政策框架的轉變，即就業最大化和平均通脹2%並延續一段時期，短期美聯儲「縮表」或提前加息的可能性均比較低。未來美國通脹目標是否超預期，以及未來更大規模的財政刺激包括拜登政府宣稱的1.8萬億美元「美國家庭計劃」、2.35萬億美元「基建投資計劃」等是否如期推出仍有一些變數。不可忽視的一點是，美國經濟自身的潛在風險正在削弱美元的地位，對美匯指數和美債10年期收益率而言，未來的走勢不大可能單邊線性上行，而是在震盪中徘徊上升。

美國經濟較為強勁的復甦態勢主要基於疫情防控制現較快轉折，疫苗上市接種加快，表現出美國超水平的醫療技術和比較完善的公共衛生系統。而大規模的財政刺激發揮了重要作用，包括特朗普政府簽署的2.2萬億美元紓困法案和拜登政府推出的1.9萬億美元刺激計劃，大部分是直接給中低收入群體發放支票，短期內極大地改善了中產家庭經濟狀況，推

動了消費較快修復。另外，美國財政與貨幣政策的高效協調為其經濟復甦提供了較強的支撐。當前，歐元區經濟仍處艱難復甦進程，2021年一季度GDP環比下跌0.6%（2020年四季度萎縮0.7%），技術性衰退導致歐元疲軟，助推美匯指數開始反彈。

反映在美匯指數和美債10年期收益率兩個數據層面，一方面是美匯指數反覆波動，受到經濟復甦趨勢和市場情緒等多重因素影響，自2020年12月初開始出現下行，甚至在12月末跌破90點，進入2021年2月則出現反彈跡象，在3月末一度攀升至93點附近，但又迅速跌至90點附近；另一方面是美債10年期收益率也出現從快速上行到短暫回跌的情形，從2020年末1厘左右徘徊，經過兩個月時間攀升至1.7厘附近，但隨後出現徘徊上行。短期看，美匯指數和美債10年期收益率將保持一種在波動中螺旋式上升的走勢，預計美匯指數不會上行太快，美債10年期收益率未來攀升的預期仍有所增強。

未來經濟復甦的可持續性不僅取決於幾個主要經濟體的復甦情況，復甦不平衡對於全球經濟的穩定性將帶來一些負面效應，包括地緣政治問題突出，一些中小國家可能出現國內政治經濟危機向國際經貿關係衍生，以此轉移國內巨大的經濟社會危機。從國際組織和市場對全球經濟增長的預測來看，普遍的觀點在於全球經濟復甦是大概率事件，但新興市場與發展中國家的復甦並不樂觀，疫後經濟「報復性」增長走勢正變得愈發困難。全球經濟復甦前景並不十分明朗，仍需加以跟蹤和觀察，美國自身的經濟復甦還存在一些潛在風險，包括財政赤字大幅攀升、寬鬆貨幣政策退出後的市場震盪、企業與家庭居民的償債壓力等問題。

印度疫情成目前最大隱憂

反觀美國貨幣政策實現正常化即「縮表」和加息的議程則更加充滿了不確定性，今年美聯儲的幾次議息會議和貨幣政策紀要均維持寬鬆貨幣政策立場，短期內不會輕易調整。對於美匯指數和美債10年期收益率而言，未來繼續攀升的基礎仍存，但隨着經濟復甦進程加快，通脹率可能上升至2%以上，且會保持一段時間，

美匯指數止跌回升的可能性增大。

鑒於美國經濟復甦的勢頭較好，預計未來失業率將會出現較為明顯的下降，距離充分就業的目標趨近，這與美聯儲一貫強調的「就業優先」目標融合。隨之而來的是通脹水平的上升，美聯儲內部、部分研究機構認為可能升至2.2%左右，但是否保持一段時期需要比較可靠的證據。筆者預計美聯儲開啟「縮表」議程或將在今年三季度，但進程將比較緩慢。

短期看，美匯指數的短暫反彈及美債10年期收益率快速上行的趨勢正出現波段式上升的特徵，凸顯未來全球經濟復甦預期受到疫情反覆的深刻影響。近期印度出現突發性疫情爆發危機，日增確診病例達30萬至40萬左右，累計確診病例超1876萬，死亡病例甚至高達20萬，作為全球經濟增長最快的幾個經濟體之一，印度疫情危機無疑會給全球經濟復甦蒙上陰影，並已影響到全球市場的穩定性。

中長期看，國際經濟組織對部分地區經濟增長預測開始小幅調整，而美國是否會將此輪經濟復甦勢頭延續到2022年還存在未知數。拜登政府大膽而激進的經濟投資計劃並不是短期刺激，一方面需要兩黨達成一致共識，其間政策協調和妥協的可能性更大，另一方面是這些政策分階段實施，對美國經濟疫後中長期增長的實質性促進作用不可高估。

整體看，美匯指數和美債10年期收益率的變化呈現出一個反覆波動、震盪上行的預期走勢。新一任拜登政府着眼於基建投資重振美國經濟，並通過對超富階層加徵稅收增加財政收入，為美國經濟短期加快復甦注入了更多動力。與之相反，歐元區經濟復甦更為曲折，第三波疫情擴散、經濟活動修復較慢，與美國復甦不同步。多重因素共同支撐美匯指數反彈和美債10年期收益率震盪上行的利多因素，美元自身的衰退仍無法避免，經過2008年量化寬鬆和2020年開啟的新一輪無限量寬鬆，美元信用大幅擴張，引發市場關於美匯指數長期走弱的猜測。綜合考慮，美匯指數反彈幅度相對有限，美債10年期收益震盪上行，中線看有望回到疫情前水平。

美國經濟增速

季度	增速
2021年第一季	+6.4%
2020年第四季	+4.3%
2020年第三季	+33.4%
2020年第二季	-31.4%
2020年第一季	-5.0%
2019年第四季	+2.1%

中國城鎮化與教育質量提高

建言獻策



沈建光

京東數科副總裁
首席經濟學家

第七次人口普查耗時一年多，投入大量人力物力，就當前中國人口總量、結構特徵、變化趨勢做了全面呈現，對於當下經濟分析與決策意義重大。官方數據顯示，截至2020年全國人口突破14億，這一結果並非如此前媒體報道的「負增長」那樣悲觀。同時，人口普查數據中的結構性變化折射出中國經濟的兩大亮點與兩大挑戰。

過去十年，中國城鎮化率的快速提升是人口普查數據中的一大亮點。2020年城鎮人口佔比達到63.9%，與十年前相比，上升14.2個百分點。城鎮化提速，使得超過1億農民工進城就業落戶，不僅增加勞動力供給，促進消費需求釋放，還與工業化相伴，極大地提高勞動生產效率，即勞動力從農村和農業生產效率低的部門和行業轉向了生產效率更高的城市和非農產業，促進經濟增長。

國際比較來看，當前中國超過60%的城鎮化水平已經高於55.3%的世界平均標準，但距離海外高收入經濟體81.3%的城鎮化程度仍有差距。未來伴隨城市群積聚效應的顯現，中國城鎮化率至少還有10個百分點以上的上升空間。

從政策層面，未來中國城鎮化建設要強調以人為本的新型城鎮化建設思路，城鎮化建設與戶籍制度改革、基本公共服務均等化、稅收體制改革協同配合，以城市群和都市群為依託，為「新市民」融入「新城鎮」創造有利條件。

平均受教育年數提高至9.91年

同時，十年來中國人口素質全面提升，高學歷人口佔比增加，中國人力資本改善顯著，也是普查數據中的亮點。中國擁有最大規模義務教育體系，教育質量在不斷提升，並躍居世界領先水平。近十年，特別是農村義務教育質量顯著提高，補齊城鄉教育均衡發展「短板」，有效促進人力資本與經濟協調發展，推動中國經濟健康發展。15歲及以上人口的平均受教育年限由9.08年提高至9.91年，文盲率由4.08%下降為2.67%，下降1.41個百分點。

此外，普查數據顯示，近年來男女比例失衡的情況有所緩解，是個積極跡象。2020年，總人口男女性別比為105.07，較十年前105.20有所降低，出生人口男女性別比為111.3，較十年前下降6.8。隨着生育政策限制逐漸放開，人們「一定要生一個男孩」的願望不再那麼迫切，「養兒防老」和「重男輕女」的觀念逐漸弱化。

從人口結構來看，勞動人口減少，老齡化程度加深是中國經濟的一大挑戰。2020年，15至59歲的人口佔比63.35%，與十年前相比，下降6.8個百分點，與之形成對比的是，60歲及以上人口佔比18.7%，上升5.4個百分點。伴隨老齡化的還有「少子化」現象。2020年中國育齡婦女總和生育率僅為1.3，遠低於維持人口更替水平所必需的最低生育率2.1。結合線上消費大數據來看，近年來，母嬰消費增速有所回落，醫療保健消費顯著上升，亦說明「少子老齡化」的趨勢。

勞動年齡人口下降，撫養比上升將給勞動力供給、家庭養老負擔和基本公共服務供給帶來壓力，進而推升居民生活、企業生產和社會治理成本。從日本情況來看，少子老齡化嚴重制約日本經濟的增長。根據IMF（國際貨幣基金組織）發布預測，日本受少子和老齡化的影響，四十年後實際GDP可能下滑25%。

老齡化趨勢需應對

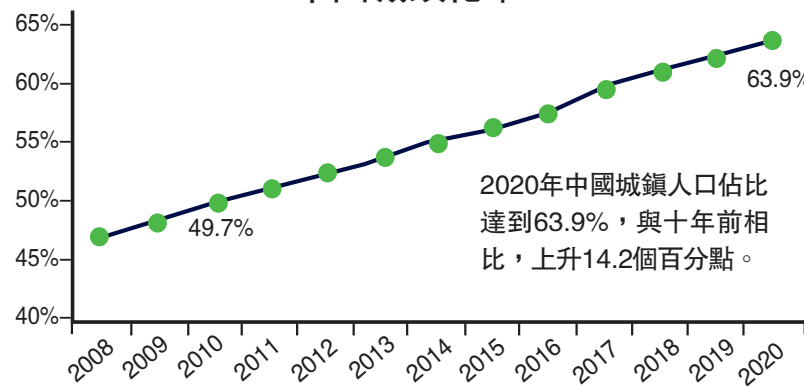
對於中國而言，老齡化帶來的直接壓力會率先體現在養老金缺口上。據《中國養老金精算報告2019-2050》顯示，全國城鎮企業職工基本養老保險基金2035年前後將耗盡累計結餘，2050年養老金缺口或將達11.28萬億元人民幣。未來應對老齡化趨勢任重道遠，加快國企利潤轉社保、發展第三支柱養老保險，對中國養老保險體系形成關鍵補充十分必要。

此外，人口流動的區域不均衡態勢同樣值得關注。當前人口分布呈現人口向經濟發達區域、城市群進一步集聚的現象。其中，中國東部地區人口佔39.93%，中部地區佔25.83%，西部地區佔27.12%，東北地區佔6.98%。與2010年相比，東部地區人口佔比重上升2.15個百分點，中部地區下降0.79個百分點，西部地區上升0.22個百分點，東北地區下降1.20個百分點。未來面對區域性經濟不平衡，還需加碼城市群公共資源均衡配置政策，緩解人口流出地因勞動力流出導致的經濟壓力，促進地區間經濟增長均衡化發展。



▲中國城鎮化水平高於世界平均標準，未來要強調以人為本的建設思路。

中國城鎮化率



供應長期不足 港樓價易升難跌

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

過去兩年香港經歷了修例風波及新冠疫情的洗禮，經濟大受打擊，不少公司因為生意大減而被迫結業。由於市道不景情況持續，很多大型企業已負擔不到甲級商廈的租金，改為搬遷到成本較低的地區；同樣位於遊客區的商戶，很多因生意不足而關門大吉，導致商舖市場的租金已大幅回落至多年新低。由於租金下調幅度大，為創業或續租的經營者製造出減低成本支出的機會，有利業務長遠發展。

然而，根據最近一份調查報告顯示，香港的樓價依然傲視全球，物價之高同樣位處世界前列。香港樓價長期高企，主要是土地供應長期不足所致。樓

價高企，除了供應不足因素，建築成本高昂推波助瀾，樓價變成易升難跌。

中國經濟起飛後，富裕的人口不斷增加，而香港作為「一國兩制」之下的一個自由城市，是中國的一部分，是國際金融中心，自然吸引不少內地富人的注意。只要有少數內地人到香港投資及定居，房屋供應將難應付。

更重要的是在疫情之下，香港人在家居工作的機會增加，他們對於居住面積及生活空間越來越重視，更懂得健康的重要性，所以希望擁有寬敞及舒適的生活環境，有足夠的工作地方，同時與家人共享天倫之樂，所以住屋需求只會增無減。

筆者相信，香港的房屋供應在未來日子仍然處於嚴重不足的情況，而需求仍然非常緊張，兩者失衡持續，樓價大方向依然只升不跌。

美匯指數和美債10年期收益率走勢

