

當前，美國經濟復甦節奏加快，主要得益於美國大規模財政刺激和無限量寬鬆政策，並借助強大的資本市場和美元貨幣地位，成為少數幾個率先走出疫情並實現較快復甦的主要發達經濟體。但未來美國經濟復甦仍面臨通脹率企、財政赤字攀升、寬鬆貨幣政策退出等棘手問題。

提防美退市外溢效應



▲美國經濟受到高通脹、巨額債務赤字，以及局部疫情的衝擊等多重因素影響，預計下半年美元指數可能在92至95區間波動。

交銀觀察



鄧宇

交通銀行金融研究中心高級研究員

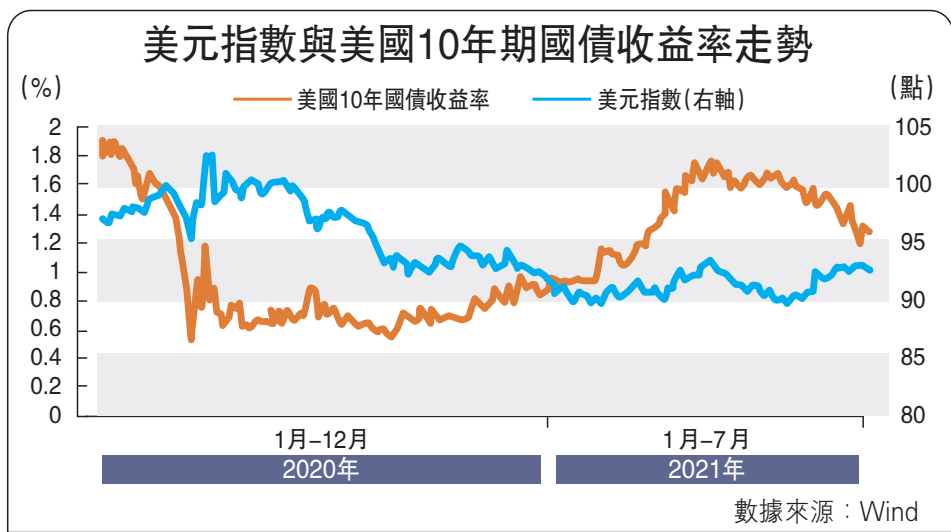
美國經濟復甦的節奏比其他主要發達經濟體要快，除了疫苗接種率較高之外，美國在經濟救助政策的支持工具方面擁有更多的選擇，力度也更大，為確保經濟全面修復，這些政策工具短期內很難退出。

一、當前經濟發展現狀

一是美國經濟正實現較穩定的復甦且比其他發達經濟體更快。美國在2020年三季度已開啟穩步復甦節奏，GDP環比折年率增速從二季度的-31.2%回升至三季度的33.8%，2021年二季度達到6.5%（前值為6.3%）。拜登政府上任後，一方面大力推動疫情防控，加快疫苗接種，目前新冠疫苗接種至少一劑次的佔比超過50%以上；另一方面重點修復經濟，通過加大財政預算支持和救助，促進企業恢復生產，激活居民消費，改善就業狀況。最新公布的美國7月製造業PMI為63.1，創歷史新高，而服務業PMI為59.85，跌至近五個月以來低位，表明美國經濟復甦存在不均衡現象。整體看，美國經濟內生動能逐步增強，支撐未來復甦的政策基礎仍在，但接下來的復甦節奏可能受到大規模刺激政策退出、德爾塔病毒傳播等拖累，與市場普遍的高增長預期或有一些偏差。

二是延續較大規模的財政支出且財政赤字仍在攀升。疫情期間，美國開啟了史無前例的財政刺激政策，2020年4月和6月份美國聯邦財政支出同比分別高達161%和223%，2020年全年聯邦財政支出規模超過6.55萬億美元，而今年上半年的財政支出已達3.9億美元，迫使美國聯邦財政赤字攀升到了歷史高位。今年美國經濟的全面修復和疫苗接種等仍需較大的財政支持力度，拜登政府提出的1.2萬億美元基建法案、3.5萬億美元預算法案（包含家庭支出計劃）已取得實質性進展。根據國會預算辦公室的規劃，預計美國2021年財政赤字將超過3萬億美元，接近2020年財政赤字規模。儘管美國大規模舉債導致財政赤字攀升，但美債利息仍處於歷史低位，接下來美國財政政策可發揮的空間依然比較大。值得關注的是，聯邦政府債務上限到期後，面臨國會兩黨談判的重重阻力。

三是美國量化寬鬆政策退出很可能在年內落地。關於美聯儲寬鬆貨幣政策調整的預期，市場上出現了爭議，包括機構投資者與美聯儲對通脹的認知和復甦的預期也存在一些分歧。一方面，雖然最新美聯儲FOMC議息會議仍維持寬鬆立場不變，但已着手討論具體退出方案，設立國內外常備回購工具，表明美聯儲已經為貨幣政策調整預熱；另一方面，美國近兩月通脹率已攀升至5%以上



高點，市場對通脹的擔心有所加劇，而疫情反覆波動對經濟前景也有潛在衝擊。同時，美聯儲就業優先框架下，當前美國就業數據不及預期，迫使美聯儲的政策調整節奏相對緩慢，政策調整從暗示、預熱到市場溝通所經歷的時間較長。但是，未來若就業、平均通脹和經濟增速關鍵數據取得重大進展，預計美聯儲將會很快討論並推動「縮表」議程，市場也普遍認為今年三季度或四季度調整的可能性較大。

二、留意四大風險

美國經濟在穩步復甦的過程中存在一些潛在的風險挑戰，如財政赤字攀升和債務問題，無限量寬鬆政策的退出兩難，以及通脹率企、資本市場泡沫現象，這些因素疊加會影響未來美國經濟全面復甦的進程。

一是通脹率持續攀升成為美國經濟未來復甦的掣肘。由於寬鬆貨幣政策引發大宗商品價格普漲，經濟重啟和補庫存周期，以及原材料、農產品等供給存在不足，導致通脹率明顯抬升。數據顯示，美國5月至6月通脹率均達5%以上，CPI同比與核心CPI同比從2020年12月的1.4%快速升至2021年6月的5.4%，核心CPI環比漲幅也較大。美聯儲於2020年8月修訂貨幣政策框架後，以平均通脹率為前瞻性指標，從最近12個月數據看，平均通脹率為2.3%，低於美聯儲預估的3%。目前全球範圍內的農產品和大宗商品價格走勢還未出現真正的拐點，疫情導致的供給不足和國際運價抬升的壓力仍比較大。預計未來通脹率繼續攀升的可能性不大，但短期內大幅抬升對經濟復甦將是重要的拖累項。

二是量化寬鬆貨幣政策退出可能引發流動性風險。由於疫情期間美聯儲實施了最大規模的資產負債表擴張，美聯儲自2020年3月以來的資產負債表擴張到了近8萬億美元，短期內釋放了大量的流動性，積極作用在於穩住了全球市場的流動性風險，避免了大量的高槓桿行業的破產倒閉，但也沖高了金融資產價格，並造成房地產價格暴漲，掀起虛擬貨幣炒作投機熱。鑒於全球經濟復甦基礎不牢固，局部疫情爆發和病毒變異等

造成經濟修復難度加大，美聯儲吸取了上一輪「縮表」和加息過快的教訓，避免過快退出。主要基於兩點考慮，首要的是美聯儲對美國經濟全面修復的預期判斷比較謹慎，就業數據和通脹率等指標的不確定性因素仍在擾動，其次是美國資本市場潛在的泡沫化風險比較大，一旦全球流動性收緊會產生比較大的衝擊，對美國經濟造成極為不利的負面影響。

三是美元指數與美國10年期國債收益率的震盪走勢。美國經濟復甦的預期仍較強，但支撐美元指數上升的動力並不強勁。疫情發生以來，美元指數始終處於震盪搖擺的階段，從2020年3月100多點跌至2020年12月的90點，目前也僅回升至93點附近，反彈的幅度較為有限。美國經濟加快，但仍受到高通脹、巨額債務赤字以及局部疫情的衝擊等多重因素影響，預計下半年美元指數可能在92至95的區間波動，或存在短期回調。而反映市場清晰和交易的美國10年期國債收益率處於「膠着」狀態，2020年7月更是跌破0.6%，目前尚未突破1.3%，還未能恢復到今年3月份1.7%的水平。由於德爾塔病毒傳染性強、傳播快，對未來經濟和金融市場會有較大擾動，美聯儲政策退出節奏比較慢，預計下半年美國10年期國債收益率將延續震盪上行的趨勢，但上升空間相對較窄。

四是美股長達十餘年的牛市行情存在的結構性問題。儘管美國股市在新冠疫情期間遭遇重創，2020年3月的8個交易日更是經歷了四次歷史性「熔断」，但目前仍保持長達十餘年的「牛市」行情，美國道瓊斯、標普500、納斯達克三大指數分別從2020年3月末到2021年7月末的漲幅分別高達59%、70%、91%。其中，美股自身的結構性問題不可忽視。一方面，自2008年全球經濟金融危機後，美國的股票回購規模在不斷擴大，2010年到2020年間美國上市公司股份回購規模約6.5萬億美元，大規模回購在促進股市的同時也埋下了較高的流動性風險，並加劇了資金空轉；另一方面，美國ETF投資處於持續擴張階段，2019年美國ETF持有的全球資產規模接近6萬億美元。由於ETF主要投資美國幾

中美股市反差走向之謎

領軍智庫



譚雅玲

中國外匯投資研究院獨立經濟學家

上周，中國股指下跌與美股上漲反差明顯，其中心理因素以及企業業績是影響關鍵。

首先，中國股指心理反應過度。一方面是中國行業管理規範性加強，而相比較服務類行業不安逸情緒攪擾是心理反應產生的衝擊力加大，進而股指下跌直接導致北上資金流出加大，股指波動率偏下明顯。據有關統計顯示僅26及27日兩天北上資金流出達170億元（人民幣，下同），其中26日流出就達到128億元，股市開放外資流動對市場現實和心理支撐較突出。而今年至今，中國股指漲幅比較外圍市場，尤其與美國市場比較的漲幅十分有限。雖然中國資本市場開放加快，但實際外資流入伴隨疫情和中美關係的影響，北上資金流入呈減緩態勢。

另一方面，是中國實體經濟現實依然穩健，無論投資消費出口均處於相對高水平階段，雖然尚未恢復到2019年的正常水平，但經濟穩健顯而易見。如剛剛發布的上半年中國規模工業水平增長達到66%，這足以表明實體經濟基礎並未發生問題，股指反應過度的情緒化是導致資金流動變化的關鍵因素，暫時性較突出，長期性尚難言轉折或趨勢性不良。

其次，美國股指業績收益偏好。尤其是剛剛過去的美國上市財報發布敏感期，最新FactSet數據顯示，88%標普500成分公司的每股收益超出預期，第二季度標普500指數成分公司的每股收益總和增長率超過74%，這是2009年以來的最高水平。美股指數受益公司財報顯著，美國三大股指今年已經上漲10%以上，道指創出35000點歷史新高。包括蘋果股指等科技類一直是美股重要潛力股與刺激因素。谷歌、微軟、亞馬遜等都在推進雲類型的業務，大數據和5G發展獲得大力推進，預計未來將繼續增

長。

目前看美股第三季度業績增長率將為8%至9%，第四季度或降溫至8%，但是今年美國經濟增長將在7%至7.5%之間，這預示美股今年餘下時間還有10%上漲空間。尤其透過美國經濟數據不難看出企業增長潛力的來源與動力，目前美國製造業PMI為63，服務業PMI為60左右，就業與失業數據基本向好，美股增長環境具備上漲推動。美國經濟決定美股泡沫不大，股指繁榮與經濟增長對稱前行預示美股調整與上漲並舉。

最後，中美競爭不良因素存在壓力。目前市場態勢集中中美天津會面敏感時期，預期不安是導致輿論偏頗和情緒焦躁的重點。尤其美方依然以制裁中國企業為主，信息傳播導致的股指波動在所難免。如標普、道瓊斯決定從8月2日起從其指數中剔除25家中國公司，而富時羅素則表示將在7月28日從其指數中再剔除20家中資企業。富時羅素並進一步說明，該決定是基於指數用戶和利益相關方的反饋。

加之有關中美利益衝突點的恐慌或難以協調則是我國股市不安逸的重點。其中包括中美意見分歧難以改善外交關係，尖銳措辭的利空效應直接刺激股市資金流動效果與形態。據統計外資近3日連續流出超200億元，截至7月27日，當月已累計淨流出37.7億元，這也是自2020年11月以來首度轉為流出，其中配置盤流入規模大幅萎縮，今年以來配置盤資金月均淨流入近400億元，而7月淨流入規模不足20億元。加之股指連帶匯率因素滾動效應疊加，人民幣匯率連續走低400點。雖然人民幣貶值對中國外貿有利，但市場反應過度則加大不安心理，更何況人民幣升值節奏已經難以顯現人民幣貶值的有利，技術與價格布局或擺布早已提前壓制人民幣貶值效果。

因此當前中美股市反應的情緒化較突出，調整暫時性需要觀望，市場不宜過早下結論或預期，理性面對周期與規律乃經濟對標是根本趨勢與調節必然，切勿掉以輕心。

公屋申按揭先計清年期

談樓說按



王美鳳

中原按揭經紀董事總經理

白居二買家除了可在二手市場購買居屋，亦可選購公屋單位（業主在居屋第二市場放售

的租賃屋單位），那麼，白居二買家購買公屋，按揭配套是否與居屋一樣？

白居二買家購買公屋單位在原則上同樣享有高達9成按揭及長達25年按揭年期，當中亦無需支付按揭保費；但實質上，跟居二市場之居屋單位一樣，首次出售日期起計已多年的單位或礙於按揭還款保證期限的關係而未獲批足九成按揭，買家要小心注意公屋單位的首次轉讓期。房委會向銀行提供的居屋擔保期是30年，而公屋的擔保期是25年，銀行會因應公屋剩餘擔保期設定按揭成數及還款期；例如一些銀行以居屋首次買入期計18年或19年為界線，但公屋則以首次賣出日期計14至15年內為主，不超於這個年期才大機會批足九成按揭及25年還款期。公屋有別於居屋，居屋若非貨尾或撻訂重售單位，首次出

售日期大多與樓齡差距不多，但二手市場未補價公屋即使樓齡較高，首次出售日期卻可能是近十年之事，故此買家需向業主取得准實證或從土地註冊紀錄確定單位之首次轉讓日期。

若果二手未補價公屋現時距離首次賣出日期已超出14至15年，有些銀行做法是遞減可造還款期或按揭成數，例如將九成按揭降至八成按揭，甚至七成按揭，又或將還款期由25年縮短至20年。在上述擔保期內承造按揭之公屋單位，銀行現時提供P按（最優惠利率為基準之按揭）而非市場大熱之H按（折息按揭），實際息率現為2.5厘為主；然而，銀行按揭審批方面會較私樓寬鬆。

如果二手未補價公屋單位首次買入期計已達20年或以上，銀行大致上只可跟隨私樓批出6成按揭，但按揭年期仍以25年為限，並非如私樓般可長達30年。由於已過擔保期，銀行在審批上會要求買家通過供款壓力測試，並提供足夠入息證明，在估價方面大多亦需按市值扣減樓價折扣率去計算，尤其對於破頂價單位，買家需小心衡量有否估價不足問題。

家市值排名較高的公司股票，借助金融市場的槓桿效應擴大了投資規模。一旦遭遇貨幣政策調整，ETF的投資風險可能會迅速放大，而估值過高的科技股以及近年來興起的SPAC同樣潛藏較大的監管與投機風險。

三、經濟復甦存變數

未來，美國經濟復甦仍面臨一些現

實挑戰或中長期風險。過於龐大的財政赤字、高通脹的演變，以及量化寬鬆政策退出等問題，既可能成為影響美國經濟復甦進程的重要因素，由於美國的政策外溢效應明顯，也將給全球經濟和全球金融市場帶來更多的變數。因此，針對美國財政與貨幣政策的調整，以及可能引發的一系列衝擊需要密切跟蹤，以便及早做好政策應對和預期管理。