

美聯儲在2022年的首次議息會議，為本輪緊縮周期的啟動充分定調。筆者認為本輪「美聯儲衝擊」不容小覷：在前所未有的通脹壓力下，美聯儲的「溫柔」或不再：一次加息50點子、在加息同時大幅縮表等，均是可能的政策選項；過去美聯儲對就業的權衡、對美股調整的「照顧」可能不再。在美聯儲加息和縮表路線尚不明朗之際，需持續警惕美國金融市場波動及其對全球市場的外溢效應。

「聯儲衝擊」不容小覷



市場和國際機構對美國的通脹預期升溫，美聯儲將展現遏制通脹的能力與決心，盡量兌現其承諾。

鍾言讜



鍾正生

平安證券首席經濟學家

今次議息會議維持縮減購債節奏，維持主要利率決策不變，基本符合市場預期。去年底美聯儲已宣布，從2022年1月開始，每月減少資產購買金額由150億美元提高至300億美元，並於2022年2月中旬至3月中旬執行最後一輪資產購買。本次會議維持這一節奏，重申2022年1月至2月將購買400億美元國債和200億美元MBS（抵押支持債券），2月至3月將購買200億美元國債和100億美元MBS，繼而自3月中旬開始停止資產購買。其他貨幣政策不變，包括維持聯邦基金利率（0至0.25%），維持準備金利率（0.15%）和隔夜逆回購利率（0.05%）不變等。

美聯儲還專門發布了一份單獨文件《美聯儲削減資產負債表規模的原則》，標誌著美聯儲「縮表」決策已由討論階段進入市場引導階段。文件從頂層設計角度就加息和縮表的目的和關係做出解釋，重點強調兩點：一、政策利率調整是美聯儲貨幣政策立場調整的主要手段；二、美聯儲預計，在開始上調聯邦基金利率目標區間後，就會開始縮減資產負債表規模。

預告加息節點臨近

本次聲明表述調整內容不多，總體淡化了新冠確診數量激增的負面影響，而進一步強調由於美國通脹率已經顯著高於2%、且就業市場強勁，美聯儲將很快開始加息，但並未提到具體的加息節點和幅度。

聯儲主席鮑威爾在聲明發布半小時後發表講話並接受採訪。具體來看：

關於通脹。有記者問，美聯儲自上次會議以來對通脹風險的看法是否有變化。鮑威爾稱，大致不變、但可能略有惡化。有記者問，未來美國通脹回落的路徑是怎樣的？鮑威爾稱，其不指望2022年促使通脹頑固的因素都能緩解，可能要等到2023年以後。不過，2022年一些力量可能有助於通脹緩和，包括財政緊縮、供應鏈終會緩和等。有記者問，美聯儲遏制通脹的過程會不會傷害就業。鮑威爾稱，其自認為通脹回落和就業市場

穩定是一致的，目前有空間去加息而不傷害就業。

關於就業。上一次（12月會議）有位記者犀利提問，「您認為當首次加息後，就業市場還有進步空間嗎？」這個問題旨在測試美聯儲是否因懼怕通脹而加息。鮑威爾當時回答：是的，比如勞動參與率可能還會進一步提升。本次會議鮑威爾進一步解釋，「最大就業」的定義可能隨經濟周期的不同而變化，意味著美聯儲加息後的就業指標仍有進步空間；其也在開場白和記者問答中多次強調，疫情後一些人提前退休、健康因素等壓制了勞動參與率，繼而希望市場認識到，即使勞動參與率尚未恢復，美國仍可以在此階段實現「最大就業」。無論這樣的解釋是否讓人信服，市場需要明白的是，美聯儲對於最大就業的判斷主觀性極強，在通脹壓力面前，目前就業目標基本不對美聯儲決策構成約束。

關於加息。有記者問「未來美聯儲每一次會議是否都可能加息？」鮑威爾稱加息路徑是不可預測的，本次會議尚未對加息進行表決。但他補充道，因經濟復甦更快、通脹更高，本輪加息周期和2015年以後的周期會很不一樣。有記者問，美聯儲是否可能一次加息50點子？鮑威爾稱委員會尚未決定，但強調其充分正視我們的處境與歷史大不一樣（通脹顯著超調、就業非常緊俏等）。這說明，面對不一樣的經濟情形，美聯儲自然可以選擇不同於2000年5月以來（每次僅25點子）的加息節奏。筆者認為，目前不能排除美聯儲一次加息50點子的可能性。

關於縮表。本次很多問題都圍繞縮表。首先，鮑威爾反覆強調，政策利率調整是美聯儲貨幣政策的主要方式。其次，美聯儲資產購買在危機初期很有幫助，但目前已經不再需要，因此需要「大幅」削減資產持有規模。再次，其強調本次只是討論原則，細節還未過多討論，可能會在未來2至3次會議中繼續討論。最後，有記者問，加息和縮表之間是否有替代關係，比如縮表多少相當於一次加息。鮑威爾強調，目前尚未討論細節，但會以可預測、有條理的方式大幅縮表。綜合來看，美聯儲於3月首次加息後，最早可能於二季度就開始縮表。

關於金融市場。鮑威爾強調，美

聯儲貨幣政策聚焦於實體經濟。市場確實反映加息和縮表預期，其認為這是合適的。美國金融穩定是更廣義的，其認為資產價格上漲對經濟而言總體是好事。

美聯儲2022年1月聲明發布後，市場反應暫時積極：美股和長債收益率漲幅擴大，道指一度漲500點，納指漲超3%，標普漲超2%；10年期美債收益率日內轉漲、重上1.8厘。鮑威爾講話後，市場恐慌情緒加劇：道指轉跌，納指漲幅收窄至不足1%，現貨黃金下逼1820美元，美元和各期限美債收益率漲幅擴大，10年期美債收益率升破1.88厘，美元指數升破96.5。

通脹壓力只增不減

IMF（國際貨幣基金組織）最新發布的2022年1月經濟展望中，預測2022年美國CPI通脹率高達5.9%。即使考慮到美聯儲緊盯的通脹指標PCE的讀數通常小於CPI讀數，5.9%的CPI同比增速對應的PCE同比增速也至少在4%以上，遠超於美聯儲在2021年12月預測的2.6%。這也側面反映出市場和國際機構對美國的通脹預期已然升溫。如果4%以上的通脹率是美聯儲不能忍受的，那麼美聯儲就需要展現遏制通脹的能力與決心，並盡量兌現其承諾。

筆者認為，近期美國通脹壓力只增不減。尤其需要關注兩點：一是，近期國際油價在美聯儲緊縮預期中「逆勢」上漲。圍繞俄羅斯、烏克蘭的地緣政治博弈升溫，進一步刺激油價。美債市場的通脹預期原本因實際利率上行而有所降溫，但近期因油價上行而「止跌」，使實際利率上行對美債名義利率的拉動更加明顯。二是，美國住房租金開始加速上漲，加劇美國核心通脹壓力。美國住房租金分項在美國CPI的比重達三成以上，且其滯後於美國房價的上漲，未來可能在房價壓力下持續上漲。因此，美國住房租金的上漲可能使美聯儲縮表決心更加堅定，市場或進一步預計美聯儲將盡快縮減MBS持有，為美國房價降溫。

需警惕美債息大幅波動

展望2022年全年，筆者認為，在美聯儲啟動縮表的背景下，其或希望10年期美債利率達到2.3厘左右，距離目前仍有40至50點子上行空間，但不應該把其上行節奏視為線性的，需要警惕美債利率大幅波動引發的全球市場波動風險。

筆者的判斷依據是，截至北京時間1月27日（美聯儲議息會議前），市場預計2022年加息4.2次。假設2022年美聯儲加息4次，利率水平在1厘1.25厘區間，參考上一輪美聯儲政策利率在1厘1.25厘的時期（2017年下半年），2年期美債利率中樞在1.45厘左右，高於政策利率下限45點子左右；10年期美債利率中樞在2.3厘左右，10年與2年期美債利差中樞在80點子左右。截至2022年1月25

滯脹年代的復甦路徑

實話世經



程實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「沉舟側畔千帆過，病樹前頭萬木春。」展望2022年，全球經濟依然深陷新供給衝擊引致的「滯脹泥沼」，資本市場也隨之引發關於經濟復甦路徑的探討。筆者認為，儘管新供給衝擊不可避免地造成了宏觀經濟環境日益複雜與惡化，短期復甦路徑更趨曲折與分化，但長期發展方向卻也漸次清晰。首先，復甦有序推進但增速放緩，難以恢復疫前水平，物價穩定遭到長期破壞；其次，通脹雖不是惡性的但也不是暫時的；再次，全球供應鏈開始漸進恢復；最後，後疫情時代數碼經濟加速進化，元宇宙將引領思想變革。

復甦有序推進，但難以恢復疫前水平。我們用IMF（國際貨幣基金）的WEO（世界環境組織）基礎數據庫進行了測算，在全球191個有統計的經濟體裏，2020年有84%的經濟體GDP總量低於疫情前（2019年），2021年這一數碼降低至53%，2022年有望進一步降低至23%，表明復工復產持續在更大範圍內獲得成效，但值得注意的是，2022年全球僅15個經濟體的經濟增速高於歷史平均增速（1980-2019年），全球93%的經濟體經濟增長依舊弱於趨勢水平。

其中，金磚五國2022年經濟增速較2021年的下滑程度明顯高於主要發達國家，中美作為全球最大的兩個經濟體2022年的經濟增速都有望達到5%左右。隨著新型變種毒株蔓延，如果新冠疫情出現意料之外的劇烈反覆，則新供給衝擊可能會掀起第二輪高潮並將延續更長時間，則全球經濟會再度陷入困境。但疫情也有可能突然消失或隨着特效藥的面世，全球經濟解封，生產要素得以順暢流動，供應鏈有望快速恢復，將帶來經濟增長的上行空間。

通脹不是惡性的，但也不是暫時的。2022年全球物價形勢依舊複雜且嚴峻，全球通脹雖非惡性，但也不是暫時的，原因有六：一、新冠疫情並未根本性終結，全球要素流動依舊受到廣泛抑制，供應鏈緊張對通脹形成的主要作用還將在較長時間內維繫；二、高通脹行業價格水平對全球商品及服務價格的外溢性影響持續存在並悄然增強；三、前期價格高漲商品的價格並未出現市場預期中的快速回落，高通脹行業的價格剛性有所顯現；四、全球勞動力市場呈

現出勞動參與率下降、結構性短缺和摩擦性失業並存的複雜格局，工資上升可能與物價上漲形成正反饋螺旋，進而持續推動通脹上行；五、通脹預期已然形成並呈現出自我強化的微觀特徵；六、全球保護主義、孤島主義和民粹主義的盛行帶來了廣泛的不確定性，地緣政治動盪則加大了能源價格的波動性，通脹長期化可能性由此上升。

受到疫情衝擊影響，全球價值鏈遭受了數十年來前所未有的破壞。價值鏈中下游庫存調整，生產與供應方交貨時間壓力，以及制度差異下全球疫情恢復不同步是影響全球價值鏈恢復的最主要挑戰。隨着全球疫情逐步受到控制，產業鏈上供應端、物流端與零售端在2021年二季度以來正在持續修復。儘管這種恢復仍是緩慢且漸進的，但筆者相信，隨着時間推移，持續的復甦或將對全球貿易和價值鏈上的供求關係產生新的影響。若全球疫情同步恢復的速度加快，那麼從上游的生產和供應端到中下游的物流、零售及消費端，整體價值鏈的恢復程度將會顯著提高。然而，價值鏈上的生產生活的復甦與擴張並不代表中長期全球價值鏈就能恢復至疫情前水平。地緣政治風險、極端氣候變化及企業自身產業鏈的重塑，將對全球價值鏈的恢復構成長期挑戰。

後疫情時代，掌握數碼經濟主導權已經成為升維競爭的核心要義，數碼經濟實體化與虛擬現實「雙循環」的進化趨勢在2022年將繼續強化，全球數碼經濟的發展重心將聚焦於數碼要素驅動業與數碼化效率提升業。

產業數碼化 量變到質變

從供給側看，數碼經濟的實體化將推動產業數碼化進入從量變到質變的階段，產業數碼化向第一、二產業滲透，利好對農業、工業進行全方位、全鏈條改造的數碼化效率提升業。

從需求側看，對數碼商品的需求顯著提升，利好涉及數碼內容創建與確權的數碼要素驅動業。虛擬現實的「雙循環」將打開數碼商品的增長空間，雖然數碼商品並非首次出現，但NFT與元宇宙分別對應數碼世界生產關係與生產力的升級，賦予了數碼商品新的價值源泉。一方面，NFT通過確認數碼商品的產權與所有權，讓原本支持無限複製的數碼商品具備了稀缺性。另一方面，元宇宙在傳承了人類在現實世界中的認知規律與情感變化的同時超越於現實世界，通過再造一個虛擬平行世界，孕育出商業線上重做的廣闊市場。

樓市小陽春仍可期待

樓市智庫



陳永傑

中原亞太區副主席兼
住宅部總裁

購買力通常在春節後的一季度末開始湧現，2022年能否再現小陽春，取決於發展商的賣樓步伐及疫情控制進展。今年出現小陽春機會是有的，發展商也要向股東交成績表。疫情兩年，港人逐漸適應。美國今年加息似成定局，部分二手樓業主經已主動出擊，減價約3%至5%賣樓，立刻得到買家承接，交投反彈，新春後料持續。

中原地產統計所得，自2014年至今，一手住宅市場共出現兩次小陽春、3次強勁小陽春（成交量逾2000宗），合共五次。

過去八年農曆年後出現五次小陽春，分別是2015年、2016年、2017年、2018年及2019年；當中三年更連續出現強勁小陽春，最勁一次出現於2018年，當2月春節假期過後，發展商加快推盤搶客，該月一手銷量創出多達2843伙佳績，較2月份約807宗激增2.5倍，屬過去八年春節後最勁小陽春。

兩次強勁小陽春，分別是2017年及2018年。其中2017年的小陽春更提早來臨，其中的春節假期為1月底，

惟未受傳統淡季影響，1月仍錄得逾1300宗一手成交，較2016年12月約680宗，急升近倍；在隨後的四個月更越戰越勇，月月破千宗成交，3月更急升至約2770宗，小陽春為期長達5個月，共售出逾9000伙。2018年新盤小陽春亦在3月爆發，全月總銷量達2249宗，較上一個月僅約530伙增加逾三倍。

美息口料升至2.25厘水平

本港極端低息的環境下，私樓供應不足，惟基於樓市基本面不變，包括極低息環境、失業率回落、內地降準及放慢調控步伐，只要第五波疫情受控，發展商會陸續推盤，帶動樓市氣氛。疫情困擾香港逾兩年，累積購買力大，只要市況適合，小陽春將重現。

美國加息亦不會加得太多，假設聯儲局在今明兩年各加息四次，合共八次，聯邦基金利率也只是2至2.25厘，低於上個加息周期的2.25至2.5厘，屬低息。加息太多，政府及國民又吃不消。要加息超過通脹的7%以達至正利率，政府及國民將承受巨大壓力。供應鏈導致的高通脹，正在紓解；美國已由石油消費國變成出口國，有力影響油價消減通脹，美國加息將不會太猛烈，有利樓市。

日，10年與2年期美債利差為76點子，近一個月平均為81點子。

因此，如果2017年下半年的美債收益率曲線形態是美聯儲認為合適的水平，那麼目前美聯儲即使尚未啟動縮表、僅通過釋放縮表信

號，已經基本實現了這一目標。往後看，如果美聯儲於2022年加息4次，2年期美債利率或達到1.4至1.5厘，10年期美債利率或需達到2.3厘左右以保持長端利差空間，即距離當前水平仍有40至50點子左右上行空間。

