



美國消費在高通脹持續的背景開始明顯下滑，企業利潤與需求持續下降，美國住宅與非住宅投資增長預計都將乏力。

美國下半年通脹預料繼續高位運行，回落速度或將偏慢，而通脹不僅從成本端也從需求端侵蝕企業投資利潤、抑制企業投資熱情，同時通脹黏性也導致美聯儲繼續較快緊縮，將從債務壓力方面遏制企業投資活動，雖然短期企業投資快速下滑風險偏低，但中長期而言較難樂觀。預計年內貨幣政策轉向寬鬆的概率較低，美債利率短期或將震盪。

# 通脹兼收水 華爾街長「熊」

政策微觀 明明 中信証券固定收益首席研究員

美國非住宅投資可以稱為企業投資，是私人投資重要組成之一，由建築、設備、知識產權產品構成。美國GDP中，國內私人投資總額由固定投資與私人存貨變化構成，而固定投資分為非住宅項與住宅項。其中，非住宅投資由建築、設備、知識產權產品構成，近年來建築佔比有所提升，非住宅投資目前核心構成為建築與設備，二者總佔比近81%。

## 企業投資與經濟同步萎縮

非住宅投資變動與經濟增長變化較為同步。企業投資快速惡化一定程度導致了1973年與2001年的經濟衰退，因此企業投資下滑拐點領先於經濟下降的拐點。1973年石油危機導致美國工業企業成本飆升，同時政府對於價格與工資的管控扭曲了供需，進一步惡化了企業的經營前景，導致投資快速下滑，隨後經濟步入衰退。而美聯儲1995年開始的寬鬆貨幣政策孕育了互聯網泡沫，隨著美聯儲加息，泡沫在2000年破裂，導致美國投資熱情迅速下降，引發了2001年的經濟衰退。除了1973年與2001年的經濟衰退，其他經濟衰退周期中非住宅投資往往表現為與經濟的同步性，有時非住宅投資略滯後於經濟衰退，表明若沒有外部衝擊或內部泡沫問題，投資變動高度依賴於經濟水準變化。

回顧歷史，在經濟下行期，非住宅投資對經濟的拖累程度往往高於個人消費支出，但目前非住宅投資對經濟存在一定支撐。從歷史數據來看，雖然非住宅投資的波動幅度沒有個人消費支出那麼高，但在經濟承壓時，非住宅投資對於GDP拖累程度通常大於消費對GDP的影響。2022年第一季度在消費回落的背景下，非住宅投資對於經濟增長仍有較好的支撐作用。

## 美通脹易升難降

企業利潤是非住宅投資的領先指標，主導非住宅投資的變化，美國通脹的高黏性預計會繼續推動成本上升，需求回落導致價格傳導不暢，這將進一步惡化企業盈利水準，進而導致投資下行壓力增大。利潤指標往往領先非住宅投資1至4個季度，而反映

需求的製造業PMI通常領先9個月左右，而產能利用率可以視為非住宅投資的短期領先指標或同步指標。目前高通脹導致美國需求快速回落，個人消費支出明顯下滑，製造業PMI快速回落至53。預計通脹將保持較高黏性，在此經濟環境下，預計企業利潤將繼續下降。短期而言，企業利潤仍處於歷史高位，預計對於投資仍有一定支撐。從產能利用率角度來看，目前預計短期投資活動快速下滑風險較低，但未來需求與利潤將進一步惡化，中長期而言，我們認為非住宅投資的韌性較難持續。

通脹較難快速回落，美聯儲加息節奏將繼續較快，2022年第二季度貸款標準已開始收緊，預計貸款繼續收緊也將構成未來非住宅投資的抑制因素。由於建築在非住宅投資中佔比偏高，同時設備與建築的波動趨勢較為一致，因此商業房地產貸款收緊也可以一定程度反映出整體投資貸款收緊趨勢。商業房地產貸款收緊程度與非住宅投資明顯具有負相關關係。目前美聯儲最新披露的數據表明2022年第二季度的商業房地產貸款已開始收緊，由於通脹較難快速回落，預計美聯儲將延續快節奏收緊，進而進一步抑制非住宅投資。

此外，目前企業高槓桿水準背景下，利率繼續上行對企業未來投資活動的遏制作用不容忽視。從槓桿率角度來看，雖然2020年疫情衝擊下，貨幣政策寬鬆推動了企業槓桿率下降，但是目前企業槓桿率處於歷史高位，與2019年水準較為相近。在高槓桿背景下，美聯儲加息對於企業的財務狀況的負面影響更大，疊加目前經濟下行風險較大，企業對於未來經營業績的預期偏悲觀，預計利率上升對於非住宅投資的抑制作用將逐漸顯現。

從歷史數據來看，非住宅投資下滑拐點與10年期至1年期美債利差走闊拐點通常表現出同步性，但預計此輪與滯脹時期類似，10年期至1年期美債利差走闊將滯後於非住宅投資的拐點。非住宅投資下行拐點與10年期至1年期美債利差走闊時點較為同步，往往是因為非住宅投資下降與經濟衰退同步，而經濟步入衰退往往會導致美聯儲降息，因此10年期至1年期美債利差往往在該時點走闊。但是在上世紀70至80年代滯脹時期，美聯儲迫於通脹壓力，對於美國經濟的敏感性略有降低，因此利差走闊一定程度上滯

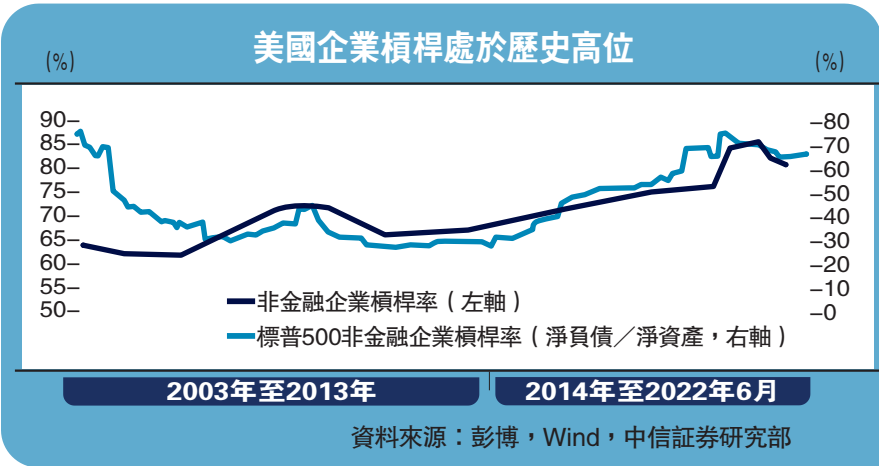
後於非住宅投資下滑。而此輪緊縮，美聯儲也面臨兩難，並且美聯儲官員也表示目前更為注重控制通脹的目標，由於通脹高黏性，預計年內貨幣政策轉為寬鬆的概率較低，因此未來利差走闊時點也將滯後於非住宅投資下降時點。

滯脹時期的歷史表明，美聯儲需要堅定加息以控制通脹，即使存在犧牲經濟的風險，而堪憂的通脹黏性背景下，預計今年美聯儲降息的可能性較低。在滯脹時期，美聯儲雖然不會在失業率剛開始上升時就降息，但在後續面臨失業率持續上升與通脹仍未明確回落趨勢的境地時，美聯儲還是會選擇降息以刺激經濟，直到沃爾克上台的第二年（沃爾克在上台第一年內，美聯儲仍存在通脹未回落便降息的行為）。沃爾克上台第二年在失業率攀升的壓力下仍激進收緊，通脹回落，隨後引發的經濟衰退進一步推動了通脹下降。滯脹時期的歷史反映出若美聯儲意圖通脹回落，需要較為堅定的加息，即使可能會以犧牲就業與經濟為代價。因此預計雖然下半年非住宅投資承壓，但降息可能要在通脹回落信號明確、控制通脹取得成效後再開始降息，今年降息的可能性較低。

經濟基本面預計會惡化，將對美債利率的上行幅度有所遏制，短期美債利率或表現為震盪，需關注未來通脹回落慢於預期對於美債利率構成的上行風險。預計後續通脹磨頂後緩慢回落，因此年內或會出現美聯儲加息放緩的時點，此前美債利率的高位運行的支撐因素均有所減弱。預計經濟下行風險將提升，美國消費在高通脹持續的背景下開始明顯下滑；企業利潤與需求持續下降，疊加抵押利率大幅上行，導致房地產銷售快速趨冷，美國住宅與非住宅投資增長預計都將乏力；美國需求下降，預計將導致企業繼續去庫存，也將減緩經濟增長。經濟悲觀預期對美債利率上行空間構成的一定壓制，但也需注意，通脹回落不及預期，美聯儲緊縮預期有所升溫會導致利率有上行的風險。

## 企業槓桿高 加息衝擊大

預計高通脹將繼續導致需求下降以及成本上升，這進一步壓縮企業的利潤空間，降低企業的投資意願。同時，當前企業高槓桿的狀態，會導致企業對於利率上升更為敏感，預計利率對於美國非住宅投資的負面影響將逐步顯現。雖然短期非住宅投資迅速惡化的概率較低，但中長期而言，存在較快下行的風險。從整體角度而言，在通脹持續「高燒不退」、美聯儲不改遏制通脹的政策背景下，預計美國經濟衰退風險持續上升，美國消費、投資活動以及庫存變動將進一步承壓。預計美國經濟的支撐因素未來將較全面地趨弱，需高度關注經濟下行風險。在經濟預期下滑與美聯儲緊縮較快的背景下，預計美債利率短期內或將表現為震盪，需警惕未來通脹超預期上升的風險。



# 提防歐債危機再度爆發

債市透視 鍾正生 平安證券首席經濟學家

今年6月以來，歐債市場波動加劇。審視歐元區債務違約與債券市場波動風險後，我們傾向於認為，雖然歐央行釋放出「時不我待」的決心，歐元區在財政協同上也取得了積極進展，但在俄烏局勢和高通脹的直接衝擊下，這一次「歐債危機」再度爆發風險仍不容小覷。

一、「碎片化」問題難遮掩。今年以來歐債利率不斷攀升，但市場並未過度交易「碎片化」問題，10年意債和德債利差走闊幅度不算大。事實上，當前歐元區政府債務和財政赤字壓力並不弱於2010年歐債危機爆發前夕，且成員國分化依然明顯。為配合財政刺激，歐盟階段性擺脫了財政束縛，使得成員國政府債務率與財政赤字率顯著上升，繼而中期債務風險上升，其中希臘、意大利等債務壓力相對更大。更值得警惕的是，歐央行貨幣緊縮可能使成員國政府債務風險更加靠攏。

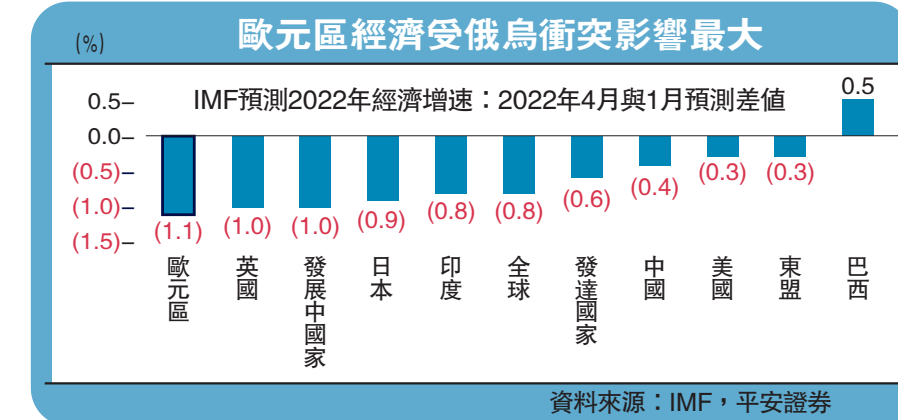
二、歐央行工具受束縛。歐債危機後歐央行應對危機的舉措，可歸結為「降息+購債+預期引導」的組合拳。這一次受制於遏制通脹的目標，歐央行可以使用工具或十分有限：一類是「調結構」（如調整PEPP結構、重啟SMP與沖銷操作等），另一類是「穩預期」（如重啟OMT計劃等）。然而，這些

措施的實際力度與效果均存在較大不確定性：PEPP計劃下的結構調整空間有限；SMP的政策效果可能受制於流動性平衡的目標；「預期引導」會否奏效仍有不確定性。

三、成員國危機恐「交叉傳染」。「厄運迴圈」指的是歐元區主權債務與歐洲銀行體系的深度捆綁，並由此帶來的危機傳導風險。雖然歐盟和歐央行等在控制「厄運迴圈」風險方面付諸努力，但風險仍然存在：首先，新冠疫情後歐洲銀行持有本國主權債務佔總資產比例上升，其中意大利銀行的持有比例已突破歷史峰值；其次，歐元區銀行持有其他成員國主權債仍是普遍現象，「交叉傳染」風險仍存；最後，俄烏衝突後，意大利、法國、奧地利等地區銀行對俄羅斯主權債風險敞口較大。

四、經濟走弱，難抵風浪。俄烏衝突、能源緊缺直接影響下，歐元區經濟衰退風險不斷上升。歐元區通脹受供給端擾動影響更大，歐央行為控制通脹需要付出更大的經濟代價。當前各項衡量歐元區投資、消費和經濟預期的指標均大幅走弱，並已基本跌落至歷史上「危機」時的水準。

當經濟預期跌入低谷，可能反向增加歐債市場的波動風險：第一，市場在資產定價過程中會計入經濟下行乃至衰退預期，高估歐元區債務違約風險，使債券市場定價下挫；第二，歐元區貨幣和股票市場可能因為預期轉弱而出現震盪，不同資產價格之間的聯動勢必波及歐債。



# 新盤熱賣 購買力支撐樓市

主樓布陣 布少明 美聯物業住宅部行政總裁

近期疫情數字雖然反彈，但預料對本港經濟復甦的影響不大。另一邊廂，以往居屋抽籤後，大批購買力會回流樓市，而今次購買力回流的重點，暫時投放在一手市場，二手未見明顯反彈。

事實上，近期新盤熱銷，促使發展商「打鐵趁熱」加快申請預售樓花同意書以補充「貨源」，此舉有助發展商保持一手「貨如輪轉」，保持新盤「熱度」及帶動整體交投氣氛。美聯物業房地產數據及研究中心綜合地政總署資料顯示，6月份共有7個項目獲批預售，合共涉及4611個單位，按月勁升逾1倍，並創43個月新高；至於新申請預售樓花單位錄約1.38萬伙，創近19年半新高。個人認為，全月一手成交量可望達約2000宗，加上二手因部分業主願意擴大讓幅，料有利二手交投回穩。

一手暢旺以外，另一個不可忽略的是租務市場。暑假期間向來是租賃市場

傳統旺季，隨着防疫措施放寬，今年本港租市亦見偷步轉旺的跡象。有地區前線同事反映，個別地區不乏內地生搶先來港租樓，加上租金亦見止跌回穩，同樣為樓市注入上升動力。

根據美聯「租金走勢圖」顯示，5月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租約34.41元，按月微升0.1%，慢慢扭轉自去年第四季左右開始的租金跌勢。

近月租金回勇，為樓市帶來兩方面啟示。首先，對於手持足夠現金、想待樓市回調才入市的租樓人士而言，租金呈持續回升之勢，或令部分買家轉租為買，從而增加對物業的需求，始終長遠而言「供平過租」，提早入市較為划算，這亦間接帶動二手交投。同時，租金水平穩升，若以投資者及用家角度看，租金回報會變得相對穩定，無論投資或自住將更具吸引力，亦可達到抗通脹之效，惠及樓價及樓市表現更加「硬淨」。

總括而言，雖則環球經濟不乏利淡消息，但一手的「熱度」及租金穩中向好，將成為兩個確保樓市表現「下限」的因素。個人繼續憧憬內地未來與香港恢復通關後，可釋放積壓已久的購買力，帶動下半年整體樓市價量齊升向上「闖關」。



←一手市場暢旺，帶動整體樓市交投氣氛，下半年樓價料穩中向好。