



►美國的勞動力短缺將成為長期問題，並非貨幣或財政措施可以化解，從而制約經濟發展。

今年的一、二季度，美國GDP增速分別為-1.6%、-0.9%，似乎表明美國經濟已陷入「技術性衰退」。近來市場開始進行「衰退交易」，預期美國經濟將於2023年進入一場溫和衰退。當前，美國經濟是否已進入衰退？美國經濟是否正在向衰退前行？一旦進入衰退，美國財政政策和貨幣政策能有多大空間來阻止經濟衰退？市場普遍較為關注。

美經濟衰退難以避免

評經議濟 連平
植信投資研究院院長
兼首席經濟學家

淨出口和庫存投資的波動是導致當前美國經濟陷入「技術性衰退」的主要原因。一季度，淨出口對GDP貢獻率為-3.23%，背後原因是商品進口金額的快速增長，商品進口對GDP的拖累達到-2.4%；二季度GDP的主要拖累項目來源於私人庫存投資，對GDP環比增速的拖累為-2.01%。一季度商品進口高企、二季度庫存投資銳減，反映的國際供應鏈受阻，與美國商品消費降溫的共同作用。

通常美國經濟是否出現「實質性衰退」是由國家經濟研究局（NBER）認定的。NBER最為看中的評判指標：一是除去轉移支付以外的實際個人收入；二是就業的情況。目前來看，前者仍處於歷史平均水平，離轉負還有一定的距離；而7月非農就業人數仍維持在50萬人以上，超過1960年以來大部分未發生經濟衰退的時期。因此，儘管近兩個季度GDP增速收縮，但大概率不會被NBER追認為經濟衰退。

儘管至今年二季度美國經濟尚不能認定為陷入衰退，美聯儲仍試圖在控通脹和穩經濟中尋找平衡點，但種種跡象表明，美國經濟正走向衰退。

首先，高企的能源價格既推高生產成本又抑制消費

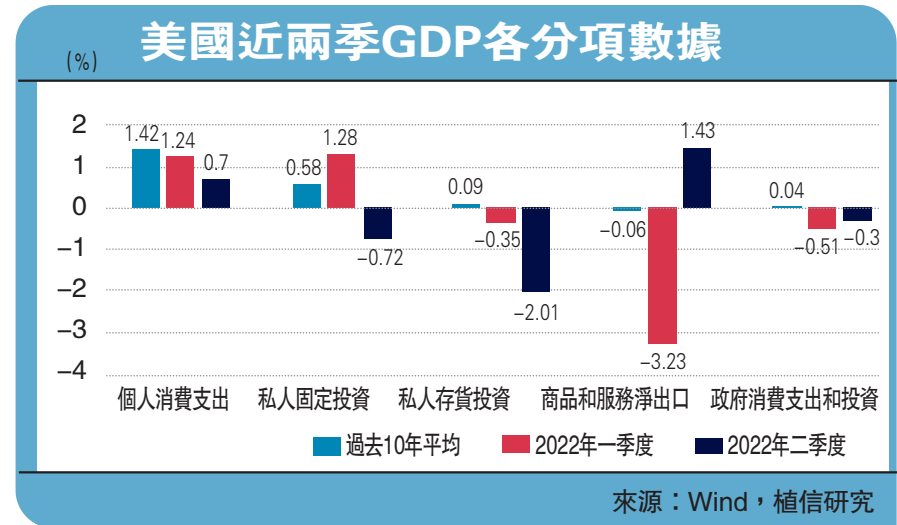
從歷史上看，過去每一次石油危機時期，美國都陷入了經濟衰退。石油價格上升從供需兩端同時阻礙經濟增長：一方面推高以石油為原料和燃料的行業的生產成本，導致生產率下滑；另一方面，作為一種短期內價格彈性很小的消費品，石油價格的上漲會擠出消費者對於其他商品的購買力，近幾個月美國CPI同比增長率維持在8.5%以上，處於40年以來的高位。

上世紀八十年代的石油危機時期，沃爾克曾經在相似的情形下通過收緊貨幣政策成功抗擊通脹。其關鍵條件包括：一是國際原油價格在1981年後增速大幅放緩，在1982年開始下跌，對於美國通脹的輸入性壓力減弱；二是樹立貨幣政策的可信度，將貨幣政策的操作目標從利率轉到控制貨幣數量上，恢復公眾對通脹的穩定預期。與之相比，當前圍繞俄烏地緣政治衝突的制裁與反制裁之爭仍在持續，未來一個階段，原油價格仍將維持高位震盪；以貨幣偏緊應對供給因素引發的高通脹亦在很大程度上會使其效應大打折扣。

3月份以來，美聯儲的貨幣緊縮雖然對抑制通脹和通脹預期起到了一定作用，但效果並不理想。債券收益率中隱含的金融市場通脹預期近兩個月以來略有下降，從4月的高點2.5%下降至8月的2.3%左右。密歇根大學調查的長期通脹預期下降到2.9%，紐約聯儲調查的消費者對未來一年的通脹預期持續上升、對未來三年的通脹預期維持在3.2%左右波動，離美聯儲將長期通脹預期穩定在2%左右的目標仍有較大距離。

其次，消費服務增長空間持續收縮

2021年下半年以來，美國的商品



消費增速放緩，服務業的修復成為經濟增長的主要動力。2009年到2019年，服務消費佔美國GDP的比重為46%左右，就業人數佔總就業人口的70%以上，在美國經濟中佔有重要地位。今年以來，服務消費的恢復主要受益於疫情的影響逐步放緩後，美國居民的消費結構性恢復；即主要屬於修復性增長，而非增量性的增長。2022年3月以後，美國消費的絕對值已經回到疫情爆發前的水平。

雖然服務在居民消費中的佔比依然有2%至3%的回升空間，但由於2020年以來的大規模財政補貼已經停止，居民消費的整體增速已經開始回落。隨着服務消費修復完成，美國經濟的重要增長支撐點持續減弱。近幾個月來，美國服務業預期轉差，製造業PMI（採購經理人指數）持續下滑，服務業PMI自2020年7月以來首次回落至榮枯線以下。

其三，美國勞動力供給短缺和結構性失衡將長期制約經濟發展

自2010年起，美國勞動年齡人口在總人口中的佔比就開始加速減少，疫情更導致許多55歲以上人口提前退休，勞動參與率持續位於62.5%以下，不及疫情之前水平。疫情前美國就業市場就呈現出結構性失衡問題，耐用品製造、專業和商業服務、教育和醫療、休閒和住宿行業的職位空缺率顯著高於其他行業。根據美國商務部的測算，即使全部有耐用品製造業工作經驗的失業人員都被僱用，也僅能滿足該行業65%的空缺，而交通運輸、建造業、採礦業的勞動力則過剩。目前美國的失業率已經小於自然失業率，但產出缺口依然存在，說明美國的勞動力短缺將成為長期問題，並非貨幣或財政措施可以化解，從而持續成為制約經濟發展的內在因素。

其四，美國地產市場下行壓力增大

地產投資及其相關的消費是美國經濟的重要構成部分，佔美國GDP的比重達到12%以上，地產周期往往同步或者稍微領先於經濟周期。目前美國地產市場下行趨勢明顯，預示着經濟下行壓力加大。與以往不同的是，此輪推動美國房價大漲的一個重要因素是住房供給不足。截至今年7月，全美建築商信心指數NAHB指數跌至55，與20個月之前90的水平相比出現了明顯回落。建築商在房價大漲的環境下對建築業持悲觀預期，很大程度上與供應鏈短缺所造成的建築材料價格、建築工人薪資水平在較短時間內

大幅度上漲有關。

房地產投資下行必將拖累美國經濟下一階段的增長。隨着房貸利率上升，購房者償債壓力加大，將拖累居民消費，居民部門信用風險上行。短期住房抵押貸款利率快速上升，導致購房者每月償付貸款利息支出大幅快速增加，個人利息支出增速達到9.8%，每月住房抵押貸款償付金額增速超過8%，個人償債增速開始超過個人收入增速。當前美國房貸利率與房價同步上漲，可能誘發存量貸款者的再融資需求擴張，一旦購房者收入增速放緩，則可能導致抵押貸款的風險敞口擴大。房貸償付的壓力逐步增加，勢必會對居民其他消費支出產生擠壓。

其五，歐洲國家經濟步入衰退的可能性很大，會對美國經濟下行帶來外生壓力

受俄烏衝突以及對俄制裁影響，歐洲國家面臨能源供應短缺的困境，部分工業金屬和糧食短缺風險也日益凸顯。通脹上行、貿易逆差擴大和貨幣政策緊縮預示着，歐洲國家經濟正在走向衰退。OECD（經合組織）綜合領先指標（CLI）顯示，歐元區19國的經濟數據已在2021年四季度到達頂點，並回落至100的榮枯線以下，該指標對於GDP有較好的指向性，往往領先GDP大約6至9個月左右，歐洲國家的經濟下行趨勢較為明顯。

美聯儲激進加息之下，美元較為強勢，歐元大幅貶值，跌至與美元幾乎平價，創下20年以來的新低。意大利、西班牙、希臘等國家償債壓力加大。10年期意大利國債利率上行至4%以上，償債成本飆升，意大利債務率突破150%、赤字率超過7%，均已達到2010年歐債危機時期水平。隨着美聯儲進一步加大緊縮力度，美元仍有升值空間，美債的實際利率也將繼續抬升，導致國際貨幣市場的流動性進一步收緊。如果個別國家的債務危機進一步發酵，演變成信用危機和流動性危機，將會威脅以美元為主導的國際貨幣體系的穩定，限制美聯儲進一步收緊貨幣政策的空間，對美國的對外貿易和金融穩定造成拖累。

美國和歐洲國家貿易與投資關係緊密，截至2021年仍互為彼此最大的整體貿易和投資夥伴，對歐出口、從歐進口的貿易額分別佔到美國進出口總額的20%以上，德國、英國在美國外商直接投資中的佔比都達到10%以上。從外生角度看，歐洲國家經濟陷入衰退必然給美國經濟帶來壓力。

人幣貶值壓力尚未解除



經濟微觀 孫彬彬
天風證券固定收益
首席分析師

9月5日，人民銀行發布公告稱，為提升金融機構外匯資金運用能力，決定下調金融機構外匯存款準備金率2個百分點至6%。去年人行兩次調升外準，今年則兩次調降外準，原因何在？如何看待後續人行立場與人民幣匯率？

外匯存款準備金是指金融機構按照規定將其吸收外匯存款的一定比例交存人行的存款；外匯存款準備金率是指金融機構交存中國人民銀行的外匯存款準備金與其吸收外匯存款的比率。調整外匯存款準備金率是人行調節外匯市場供求壓力，管理跨境資金流動的宏觀審慎工具之一。

人行歷史上五次上調外準都發生在面臨着較大的升值壓力，並且外匯交易市場存在不合理的投機交易行為，以及外匯資金持續流入之時。調升外準有抑制熱錢流入，控制外幣交易頭寸，緩解人民幣匯率升值之意。外匯存款準備金從2005年1月1日起初始設置為3%，從2006年9月15日提高起至4%，從2007年5月15日起提高至5%，從2021年6月15日起上調至7%，從2021年12月15日起上調至9%。

今年以來，人行兩次調降外準，均發生在人民幣匯率面臨一定貶值壓力之時。事實上，包括本次調降外準在內，人行已經通過在香港發行人民幣行票據，以及連續數日的人民幣匯率中間價定價釋放了穩匯率預期。但即便人行釋放了穩匯率信號，受歐元走弱推動美元走強突破關鍵點位影響，近日人民幣匯率還是出現了較大波動。9月5日盤中，美匯指數升破110關鍵點位，離岸人民幣匯率一度跌至6.9544。為避免人民幣匯率形成趨勢性貶值預期，人行及時主動應對，再度釋放了穩匯率信號。

通過宏觀審慎工具來調節外匯市場的超調行為，是「811匯改」後人行干預外匯市場的主要手段，能夠起到管理匯率調整節奏的效果。但從今年4月人行調降外準後，人民幣匯率依舊繼續貶值的市場表現來看，調降外準還不足以扭轉人民幣匯率的貶值節奏。

筆者認為，在中國經濟下行壓力解除以前，人民幣匯率仍有貶值預期和壓力。但當前人行無意主動引導匯率貶值，後續人民幣匯率主要還是取決於美匯指數。筆者判斷，俄烏衝突局勢短期



◀人行再度調降外匯存款準備金率，意在通過宏觀審慎工具釋放穩匯率信號，緩解近期由美元快速走強帶來的人民幣匯率貶值壓力。

資金蟄伏 靜待樓市反彈



樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

港人仍然生活在充斥偏見的世界中。以樓市為例，樓價的而且確處在下跌中，筆者此前撰文《樓價下跌的四個階段》，正是想讓投資者及業主都了解到樓價需要調節，但樓價下跌並不意味著應該全面悲觀。市場調節本來是平常事，如果因此而將悲觀情緒過分渲染，無疑是不理智的。

最近很多評論員都將香港遲緩緩進加息而引起的套息活動，解讀為資金外流，但其實只是投機者在香港借錢去買美元而從中獲取息差的行為。財爺表示，香港不但沒有資金外流，上半年本港認可機構的存款總額仍略升0.4%。最新數據也顯示，香港總存款連續兩個月上升，仍處在一個上升趨勢中。

這個息差環境，可以製造出套息行為，同時也是香港作為國際金融中心的一個優勢。普通市民都可以藉此做到定期存款收息3厘，以及銀行借按揭實際2.5厘左右。這種環境帶來套息優勢，亦帶來息差優勢，境外資金都會來香港享受平息且匯價與美元掛鈎的紅利。即是說，港元息口低於掛鈎的美元不是一個負擔。

難有逆轉，年內美國經濟與貨幣政策對歐洲的領先態勢仍將持續，後續美元仍將維持強勢，高點可能在115左右。後續人民幣匯率大概率走弱。

眼下市場焦點在於人民幣匯率貶值的節奏，筆者預計人行不希望人民幣匯率短期過快波動，這可能對金融市場穩定造成進一步的影響。參考近日人民幣匯率中間價穩定在6.90附近，筆者預計，從維護幣值穩定的角度考慮，10月中旬以前，人行對人民幣匯率的階段性引導區間在6.9至7.0。如果短期內美匯指數上行勢頭放緩，預計人民幣匯率有望穩定在7.0以內。但如果美匯指數兌現強勢預期，且美元兌日圓匯率持續高於140關鍵點位，人民幣匯率跌破7算的可能性也會相應提高。

年底有降準可能

人行年內再度調降外準，意在通過宏觀審慎工具釋放穩匯率信號，緩解近期由美元快速走強帶來的人民幣匯率貶值壓力。筆者判斷，人民幣匯率貶值壓力雖然尚未解除，但如果近期美元上行勢頭放緩，人行此舉有助於在短期內將人民幣匯率穩定在7以內。

需要強調的是，人行釋放穩匯率信號，並不意味着人行受到了約束，內外均衡仍然是對內為主。當前中國經濟與就業復甦仍舊疲軟，社融增長乏力，且近期各地疫情仍然多點散發，貨幣政策重心仍是穩增長、穩就業與寬信用，人行仍有維持寬鬆立場的必要。且人行副行長劉國強也明確表示，貨幣政策在量與價方面均還有空間。

邏輯上，對外既然求穩，對內更要穩，所以市場無需過度擔心內外均衡問題。從寬信用、穩增長角度，筆者總體預估，年內再度通過市場化利率調整機制帶動LPR（基礎貸款利率）下調的可能性會更高。

降準方面，要觀察10月底之前相關新增政策安排的效果，按照相關表述，筆者合理預估增量政策落地會起到一定效果，所以短期內再進一步降息的可能性並不高，可能要觀察明年1月的可能性。

至於降準的時間，市場會關注9月公開市場到期規模的問題，但實際上參考過往歷史，人行仍然可以通過MLF（中期借貸便利）和公開市場操作加大數量投放來解決，降準無疑是釋放負債成本壓力和進一步推進寬信用的工具，從這個角度考慮，如果有的話，似乎在12月推行的可能性更高。

除了市場套息潮之外，還有一些數據不應忽略的。首先是香港的私樓市值，如果用差估署數據做基礎計算，截至去年，大概有13.99萬億元左右，這些私樓的市值大概有逾9萬億元是沒有按揭的，這是蘊藏着的購買力。

另外一個的數據，就是最新一期的貨幣供應M3報告，反映香港有大量的儲蓄存款轉去定期存款。7月份M3連續兩個月上升，定期存款5個月增逾7600億元。即是說，原本約有7600億元在活期存款現在卻做了定期存款，各方面數據反映香港資金沒有流失，而且保持實力。很多資金現在蟄伏起來，在這個階段他們享受高息回報，這是一個不容忽視的新常態。

在投資方面，「買有風險，不買也有風險」。認清跌的風險，但更加不可以不認清楚將來樓市萬馬奔騰的動力。



▲香港的港元定期存款5個月增逾7600億。