



▶美國通脹率高，而就業市場沒有實質性壓力，美聯儲將會繼續收緊政策。

今年以來，境內外的利率環境發生了巨大變化，外緊內鬆的環境特徵得到持續強化，而伴隨美國聯儲局和歐洲央行9月份議息會議的臨近，疊加8月份中國人民銀行超預期降息，全球利率環境將再次步入高波動時段。但對於市場而言，除了各央行的利率政策力度、節奏等，影響利率環境波動的重要因素還包括：境內外分化的利率環境的相互影響。

全球利率環境持續緊縮

金融熱評 張濤
中國建設銀行
金融市場部分分析師

首先，從內外經濟運行情況來看，全球通脹壓力整體上是持續上升，而各主要經濟體陸續開始面臨不同程度的經濟下行壓力。例如，美國、德國和中國今年第二季度的GDP環比折年率，均較去年第二季度出現大幅下降，而中國由於通脹環境相對穩定，所以人民銀行還有空間降息，並且已在8月15日進一步將短期和中期政策下調了10個基點。當然，也有像馬來西亞這樣的新興市場國家，經濟增長較去年有明顯改善，同時現有通脹指標尚可（第三季度以來通脹也開始快速上升），但為了應對美聯儲加息後帶來的資金外流壓力，馬來西亞央行今年累計已加息0.5厘。

環球經濟增長放緩

按照IMF（國際貨幣基金組織）的最新經濟展望中的預測，全球「增長下，通脹上」的局面還將會持續。例如IMF在其最新經濟展望中，調整了其對2022年的經濟預測，將今年全球經濟增速由去年7月份預測的4.9%下調至3.2%，同時將全球消費者物價指數（CPI）漲幅由3.2%上調至8.3%，IMF在一年間如此大幅調整預測是十分罕見的。

其次，通脹的廣泛性和就業的結構性，令美聯儲政策緊縮更堅決。截至7月末，除了信息技術、硬件和服務項的價格保持穩定之外，美國CPI籃子中剩餘所有項目均出現了不同程度的上漲，相應自2021年至2022年7月的19個月間，美國CPI已經累計上漲了12%，核心CPI也累計上升8%，其中能源、交通運輸和食品的價格上漲尤為突出，分別累計上漲44%、29%和13%。

美國就業市場依然維持着較低的失業率，最新公布的8月份失業率有所回升，但依然處於3.7%的低位，而且非農職位空缺率也處於6.9%的高位。不過，8月份美國勞動參與率進一步回升至62.4%，雖然仍低於疫情前的63.4%，但較去年同期已經提高了0.7個百分點，反映出美國就業市場對美聯儲的政策逐漸有所反應，但這種反應對美聯儲尚不構成實質性影響。另外，像巴西等較早加息且累計加息幅度不低的經濟體，到目前，其就業市場還保持着相對穩定狀態，但是像斯里蘭卡這樣的高通脹經濟體，經濟社會情況因通脹出現快速惡化，這些先行情形也會對美聯儲的政策取向提供參考。

既然就業市場尚沒有出現實質性壓力，而通脹上漲的廣泛性則令「工資—價格螺旋上升」的可能性還在上升，因此對於美聯儲而言，繼續收緊政策就沒有任何疑問。

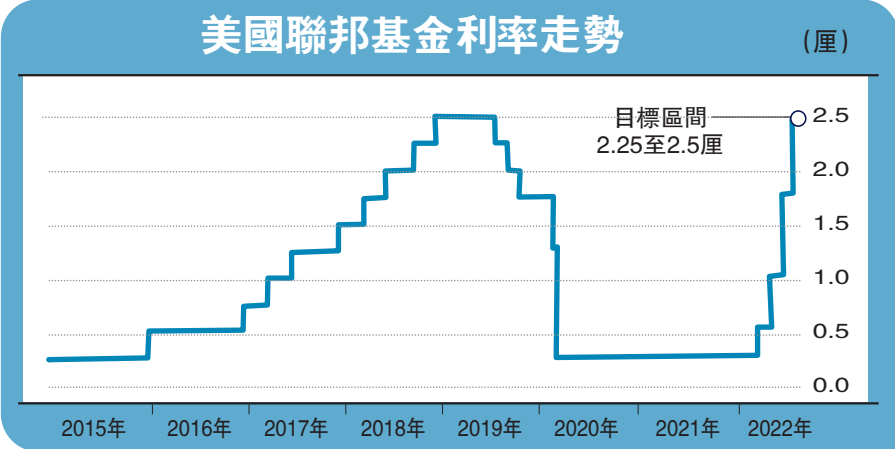
非美貨幣大幅貶值

其三，美元金融條件的大幅收緊，帶動全球利率環境持續收緊。與

IMF調整今年經濟增長及通脹預測

地區/預測時間	2022年7月	2021年7月	變化
全球GDP	3.2%	4.9%	-1.7個百分點
美國GDP	2.3%	4.9%	-2.6個百分點
歐元區GDP	2.6%	4.3%	-1.7個百分點
中國GDP	3.3%	5.7%	-2.4個百分點
全球通脹	8.3%	3.2%	+5.1個百分點

資料來源：Wind



美聯儲持續收緊利率環境同步，美匯指數也一路攀升，目前已突破110關口，相應美元的金融條件出現了大幅收緊。與此同時，包括歐元、日圓、英鎊、澳元、新西蘭元等主要非美貨幣匯率均出現大幅貶值。

對於諸如能源外部依賴度高、外部融資依賴度高的經濟體而言，美元金融條件的持續收緊，一定會增加這些對外依賴度高的經濟體脆弱性的上升。為此，這些經濟體的貨幣當局就需要跟隨美聯儲加息來維護本國匯率，進而穩定金融脆弱性。例如，歐洲央行在9月份大概會加息0.75厘。相應全球利率環境在美聯儲帶動下，也會持續收緊。

其四，後期中國金融條件的放鬆更加依賴於匯率貢獻。與境外利率環境持續收緊不同，有限的通脹壓力，令中國宏觀政策能更加側重經濟增長，尤其是5月中旬之後，穩增長、保就業的政策取向更加明確，今年人民銀行已經兩次下調政策，中國利率環境整體呈現持續下行態勢。目前短期資金利率和企業貸款利率已降至歷史新低，同業存單和國債利率也處於歷史低位。

中美債息全面倒掛

不過，在外部加息與內部降息疊加影響下，不僅中國債收收益率已經全面倒掛，中國最優貸款利率和房貸利率也都低於美國，雖然中國擁有充足的外匯儲備，境內外利差的倒掛並不會大幅惡化金融脆弱性，但境外利率環境變化的外溢性影響應該也是客觀存在的。

另外，在匯率和利率同步走低的影響下，今年中國的金融條件明顯放鬆，但人民幣對一籃子貨幣的匯率仍然在101上方，還是高於疫情初期的水平。因此，從邏輯上講，匯率比利率擁有更多的自然放鬆空間。

第五，外緊內鬆的境內外利率環境還會保持。鑒於當前通脹壓力短期內難以逆轉，迫使美聯儲緊縮政策的

力度與時長，可能均要超出市場目前的預期，結果則是美債收益率曲線還將繼續抬升，同時美債長短端利率間的倒掛程度還將進一步深化。

對於中國而言，利率體系整體水平已經明顯下移，疊加人民幣匯率的走軟，中國金融條件在方向上明顯轉為寬鬆，但目前寬鬆程度尚不及2020年疫情初期，主因在匯率方面。結合境內外利差的影響，後期國內金融條件的進一步放鬆，來自匯率的貢獻可能會更多，而利率方面，只有部分期限的債市利率水平還位於2020年疫情初期上方，仍有一定下行空間。

第六，境外內利率環境間的相互影響。境外利率環境的變化對國內利率環境的影響鏈條更多直接體現為金融市場的波動。例如在跨境資金流動方面，今年首7個月，境外投資者在境內債券市場持債規模累計下降5000億元（人民幣，下同），至3.51萬億元。再例如在匯率方面，今年人民幣兌美元匯價的累計貶值幅度已超過了8%。

境內利率環境變化則更多是通過經濟層面間接影響到境外利率環境。例如，中國經濟運行的波動對全球商品市場具有較強的影響力，而且從經驗數據來看，中國經濟運行態勢要領先商品價格走勢，如中國M1（狹義貨幣供應）同比增速大致領先CRB商品價格指數同比漲幅5個月左右。當前中國利率體系整體水平的下降，一定有助於經濟的增長，相應也會推動國際商品價格漲幅的回升，進而可能會強化境外市場的通脹預期和市場利率的變化。

綜上所述，按照過往經驗數據規律進行線性推演，意味着境內利率環境愈放鬆，境外通脹預期壓力就愈大，相應境外利率環境收緊的持續性就會愈長，非美貨幣匯率壓力就會更大，改變此傳導鏈條的關鍵因素，很可能是金融脆弱性高的經濟體出現了國際收支危機，最終改變了當前全球利率環境變化的根本性邏輯。

美聯儲加息態度堅決



實話世經 程 實

工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「利之中取大，害之中取小也。」儘管美國GDP再次萎縮，期限利差和高通脹均加劇美國經濟明年邁入衰退的可能性，但美國勞動力市場表現仍然強勁，犧牲失業率換取通脹回落存在必要。本次Jackson Hole會議上，聯儲局主席鮑威爾以更加直接、清晰、簡短和堅定的態度表達了對抗通脹的決心。他表示，要想達到通脹目標，犧牲掉一定的就業是必要的（基於作者的估算，每1%的失業率提升將導致0.7%的通脹率下降）。未來一段時間內，美聯儲將繼續以「加息並保持」（raise and hold），同時避免「駝峰形利率調整」作為貨幣政策路徑的主基調。

首先，美國通脹仍有再次抬頭的可能，控制通脹仍是重中之重。鮑威爾認為，當前美國總體通脹率回落仍未代表已見頂，通脹預期和核心通脹仍未看到顯著且持續的下行趨勢。而降雨量及水庫蓄水不足，導致全球再次面臨電力短缺的問題，或進一步加劇能源危機對通脹的傳導影響。但面對勞動力失衡和氣候異常等供給側因素，歐央行實際的應對措施極為有限。鮑威爾及聯儲多位理事也承認，央行能夠做的就是通過貨幣政策打壓需求端而非供給端，當總需求下降，私人部門勞動生產率進一步下降，可抑制「工資—價格」螺旋效應的上升。

其次，美國需要犧牲掉一定的失業率來換取通脹回落。7月份美國非農職位大幅好於預期，非農就業總人數和失業情況均回到2020年2月疫情前水平，支持美國進一步強勢加息的底氣。儘管基於多位經濟學家構建的貝弗里奇曲線（Beveridge Curve），當前美國通脹回落勢必導致失業率大幅攀升。然而，美聯儲理事沃倫和聯儲經濟學家菲格拉基於新的貝弗里奇曲線框架指出，當前勞動力市場處於貝弗里奇曲線非常陡峭的位置，這意味着職位空缺的大幅減少，不會帶來失業率隱含增長幅度的顯著擴大。

需注意的是，美國疫情實際上仍未

完全恢復，尤其是對美國國內服務業而言，服務消費行業的平均恢復度為疫情前的45%至50%水平（如7月交通服務恢復度為50%，文化娛樂業平均恢復程度為45%）。外需來看，美國最為依賴的服務貿易平均恢復程度約67%（7月交通運輸超過70%，觀光旅遊56%，其他商業超過80%）。因此，隨着美國服務業的進一步恢復，服務類通脹的傳導可能將繼續支持通脹再次抬頭。

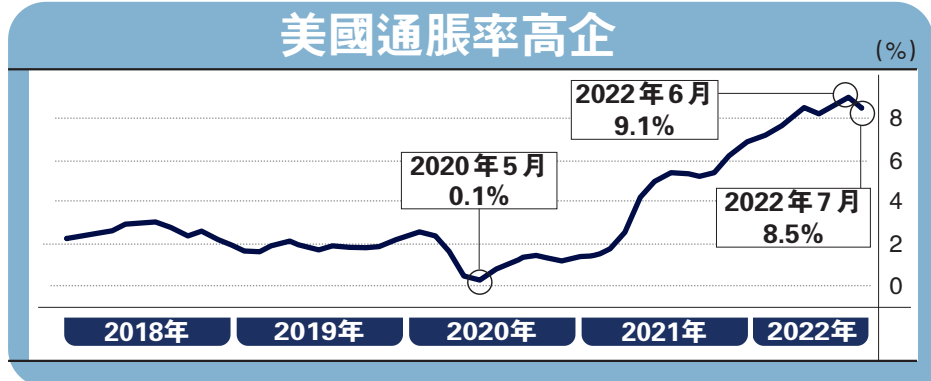
本月料再加0.75厘

再次，終端利率被上調，「加息並保持」將是利率路徑主基調。從6月份給出的點陣圖來看，加息已臨近終點。然而，當前市場的廣泛性通脹不再支持美聯儲提早結束加息。本次Jackson Hole會議上，美聯儲重新調整了終端利率預期，加息路徑被強調將保持平穩性和連貫性。

鮑威爾指出聯儲需要以史為鑒：「參考上世紀七十年代的高通脹影響……過早的放鬆貨幣政策是值得警惕的……」。這意味着，在通脹未能回落至目標水平前，聯儲在未來一段時間將繼續以「加息並保持」作為貨幣政策路徑的主基調，同時還要盡可能避免「駝峰形利率路徑」。

聯儲從過去一次次失敗的預測中吸取教訓，頻繁的前瞻指引和極端的利率路徑轉向只會讓市場逐步對其失去耐心。尤其當面對高通脹威脅時，聯儲試圖挽回形象的舉措已經讓市場產生懷疑。Jackson Hole會議上，鮑威爾一改過去演講作風，以更加堅定（多次表達抗通脹決心）、直接（不再左右搖擺）、簡短（全程演講僅9分鐘）和強硬（強勢「鷹派」）的姿態，針對當前市場政策轉「鴿」預期進行糾偏。聯儲主席在前瞻指引和資訊傳遞上的風格轉變，或預示未來聯儲的利率政策將更加具有導向性。

筆者認為，未來美聯儲在價格目標指引過程中，將更加全面衡量價格變動、通脹預期、核心通脹三者與通脹目標之間的偏離度，不會因為整體通脹（食物和能源）短期內的上下波動，而輕易地調整利率路徑以及改變前瞻指引；預計9月聯儲將繼續加息0.75厘，全年加息幅度為3.75至4.25厘。



港樓開始步入熊市？



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

第五波疫情拖累本港樓市，樓價年初至今回落約5%，今年剩餘時間，樓價能否穩定下來仍是未知之數，要視乎利好因素還是利淡因素主導市場氣氛。

最近筆者與身邊很多人談論樓市，他們大多一面倒看淡市場。本輪樓市的上升周期已經接近20年，由2003年沙士的最低位反彈，一直都是大漲小回，愈升愈有；過去幾年，樓市在窄幅區間反覆上落，而今年來則是跌多升少，是否意味樓市有機會開始步入熊市？

筆者並不認同樓市已現熊蹤，但亦非盲目樂觀，只是在這個行業打滾超過30年，經歷過不同的年代，見證了樓市的起落跌宕。還有一點筆者絕對相信的，就是10年前陸續出台的辣招，除了限制買家炒賣之外，同時亦令買家入貨之後不會輕易出售，扭曲了市場。例如買家印花稅，買入的時候已經支付巨額

稅款，當賣出的時候，因為要將稅款一併計算，可以割價的幅度亦減少，因此變相樓價不容易大跌；又例如額外印花稅，如果持貨未足3年，最高須額外付出兩成稅款，經計算之下，業主亦自然避免將讓價幅度擴闊。

但話說回來，香港樓價高，除了因為辣招稅使然，亦因為這座城市有其矜貴之處。香港是一個國際化都會，相信沒有人會有異議；生活在香港，付出比較高昂的生活費也是很容易理解的事。香港既是世界知名的金融中心，又是一個自由進出的城市，較易吸引全球各地精英聚居香港。特別是近20年中國內地經濟起飛，有很多富豪及人才都願意在香港居住，自然也就提升了香港的競爭力。

世界上最好的東西都會流向及聚集在大城市，香港亦不例外，所以說房地產是貴得有道理。再加上筆者相信，未來利好消息仍會繼續出現，例如先與境外通關，再配合內地的通關條件，香港就可以重振經濟，因此高樓價在大都會的城市絕對有存在價值。



◀香港樓市已上升近20年，由2003年沙士的低位反彈，一直都是大漲小回，愈升愈有。