



►為抗通脹，歐央行預料會繼續大手加息。

歐央行9月加息0.75厘，並明確未來加息進程將繼續推進，在通脹壓力可能進一步走高，且存在高度不確定性的背景下（歐洲通脹率年內可能破10%），年內歐央行同樣可能執行「沃爾克式」的加息，以連續大幅度、超預期的緊縮力度打壓通脹，10月議息會議同樣存在加息0.75厘的可能性。歐央行加速緊縮可能進一步提升歐債風險。

歐洲或走入激進加息期

經濟脈搏 李超
浙商證券首席經濟學家

在9月議息會議上，歐央行宣布加息0.75厘，將三大政策利率（包括主要再融資利率、隔夜存款利率、隔夜貸款利率）分別加息0.75厘至1.25厘、0.75厘和1.5厘。本次加息幅度整體符合市場預期。聲明發布後，美元小幅反彈，歐元小幅回落，10年期德意利差穩定在2.3厘附近。

量化寬鬆方面，歐央行維持前期政策，繼續開展資產購買計劃（APP）和抗疫緊急購買計劃（PEPP）的到期再投資，但PEPP再投資的結構可能根據歐洲債務壓力的實際情況進行調整。筆者預計，上述組合調整將為壓力國的債券賦予更高權重，歐央行可能對債務壓力國的到期債券進行超額再投資，德國等優質國債進行縮量再投資，在維持總資產規模不變的情況下增加對意債等相關國債的支持。

抗擊通脹 態度堅決

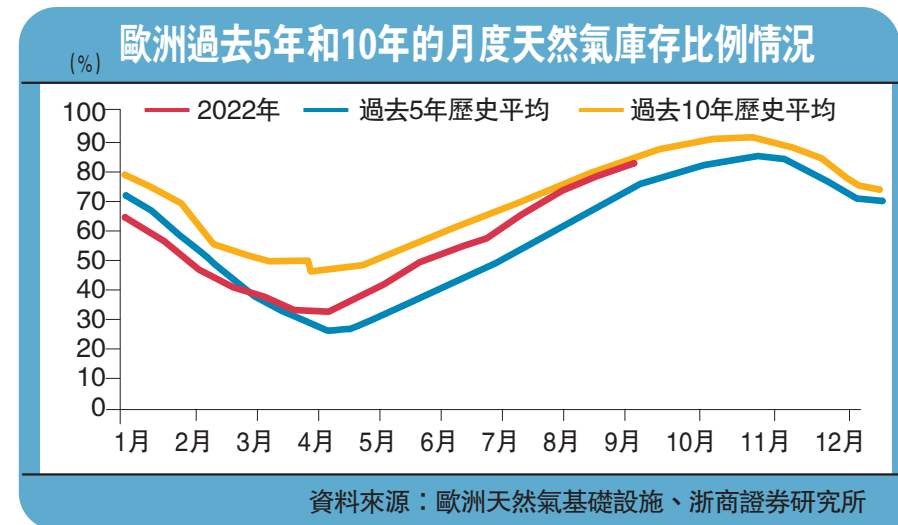
關於未來的政策路徑，歐央行明確未來將繼續加息，但具體加息的節奏將根據經濟和通脹的實際情況進行動態調節，歐央行同樣與美聯儲一致不再開展前瞻指引，進入相機抉擇的決策模式。

經濟和通脹方面，歐央行的經濟數據預測繼續向滯脹方向演繹，俄烏衝突以及隨之衍生的能源供給壓力是核心影響因素。通脹方面，歐央行大幅上調通脹預期，預計2022、2023、2024年的平均通脹率分別為8.1%、5.5%和2.3%（前值分別為6.8%、3.5%和2.1%），如據此估算，年內歐洲通脹率單月增速可能突破10%。經濟方面，歐央行整體下調未來兩年經濟增長預期，預計2022、2023和2024年GDP增長預期分別為3.1%、0.9%和1.9%（前值分別為2.8%、2.1%和2.1%）。

歐央行執委會核心成員施納貝爾也在Jackson Hole全球央行年會中發表重要講話，從三方面闡述歐央行需要以更強硬的政策姿態應對通脹壓力。

一是通脹不確定性強，需要通過強硬的政策立場進行壓制。通脹確實存在高度不確定性，但低估通脹（貨幣政策過於保守）所付出的代價可能比高估通脹（貨幣政策過於激進）更為慘痛。至於通脹到底是供給還是需求端因素所致，對於政策制定者而言並不重要，因而導致的政策搖擺只會帶來更嚴重的後果。在高波動環境下，央行需要進行相機抉擇，前瞻指引正在失效。

二是通脹預期脫錨失控的風險正在上升，央行在控制通脹方面的信譽遭遇嚴峻挑戰，需要通過強硬的政策立場樹立權威。一方面源於貨幣政策對本輪通脹反應過慢，另一方面源於歐洲政策框架管理力度的不對稱，過往經驗使得政策更關注低通脹風險而非高通脹壓力。此外，當下歐洲的年輕人口基本未曾經歷過央行堅決抗擊通脹的時代，容易質疑央行控制通脹的權威性。為此央行需要展示決心，不能過分重視經濟產出，緊縮政策要保



資料來源：歐洲天然氣基礎設施、浙商證券研究所

持定力，不能在通脹拐頭初期就開始轉向寬鬆呵護基本盤。

三是中央銀行面臨高犧牲率問題，即相比過往，壓低相同幅度的通脹需要進行更大幅度的緊縮，犧牲更多的經濟產出。首先是在長期寬鬆的貨幣環境下，經濟的利率敏感性愈來愈低。利率敏感性降低後，比起七八十年代，控制通脹需要更大力度的撤回寬鬆貨幣政策。其次是菲利普斯曲線的平坦化，為了降低通脹需要更大力度的政策收縮並犧牲更多的就業。再次是本輪通脹已全球化，為壓低通脹貨幣政策需要作出更大反應（除了國內需求因素，還要對抗全球漲價壓力）。

筆者認為在全球通脹短期難以根治的背景下，施納貝爾講話中描述的三大原則可能成為歐央行未來重要的政策指引。在這一框架下，預計年內歐央行同樣可能執行「沃爾克式」的加息，以連續大幅度、超預期的緊縮力度打壓通脹，在當前通脹仍有上行風險的背景下，10月議息會議歐央行可能繼續加息0.75厘。

能源危機不甚樂觀

上周五（2日）俄羅斯天然氣工業股份公司宣布出於「技術原因」再次停運北溪1號，且本次停運並未給出明確的期限範圍，北溪1號實質進入「無限期停運」階段。周一（5日），克里姆林宮發言人在採訪中提出：「當前天然氣的停運主要與西方國家的制裁有關」，未來天然氣運輸何時恢復正常主要取決於美歐國家的制裁何時解除。綜上，俄羅斯已明確將能源作為反制美歐制裁的手段，且在俄烏衝突和美歐制裁延續的未來，天然氣的斷供可能持續。受俄反制措施影響，歐洲天然氣價格大幅反彈，荷蘭TTF天然氣期貨價格在消息公布後首個交易日漲幅達15%。

當前歐洲各國均在加快天然氣儲存進度。德國總理舒爾茨表示德國當前天然氣儲存率已超過80%，並計劃盡快將儲存率提高至100%。法國最大天然氣進口商Engie公司表示：「法國正致力於實現其在11月之前存滿100%天然氣的目標」。雖然當前歐洲儲氣進度較快，但不宜對未來能源形勢過於樂觀。

一是四季度本就是歐洲儲氣和用氣高峰，歐盟歷年10月份的儲氣量均會達到全年峰值，過去5年的10月平均儲氣比例便會達到86%。即便今年觸及物理儲氣上限，僅比過去5年均值高出14%的儲氣率，不宜對用氣高峰期下的高儲氣率盲目樂觀。

二是即便歐洲天然氣進入滿庫存

狀態，僅夠歐盟使用約3個月；如果考慮四季度至次年一季度的冬季用氣高峰，則歐洲天然氣滿庫存可供使用時長將進一步縮至2.4個月。在此情況下，如果俄羅斯對歐的天然氣斷供持續過久，則未來歐洲供氣仍然不容樂觀。

如上文所述，未來能源尤其是歐洲天然氣價格可能進一步上漲，筆者認為歐元區通脹率受此影響可能在年內突破10%。繼本月起預期加息後，歐洲通脹壓力持續高企，可能倒逼以通脹為單一目標的歐央行在四季度繼續大幅加息。

在「更高的槓桿+更緊的貨幣+更弱的德國」三重壓力下，筆者認為歐洲未來債務壓力不可小覷。除此之外，雖然歐央行7月以來出台TPI（傳導保護工具），其本質也是一個有條件使用、無上限的購債工具，主要防範債務風險，但通脹壓力極大約束了歐央行通過貨幣寬鬆救助主權債務的政策空間，因此也不宜對TPI潛在的政策力度過於樂觀。

作為歐洲債務壓力的重要觀測指標，後續需緊盯10年期德國國債利差走勢，從上一輪歐債危機經驗來看，意大利債務承壓初期德意利差迅速躍升至3厘以上並持續走闊，意大利債務壓力開始發酵。近期10年期德意利差再次回升至2.4厘附近，考慮近期能源壓力升溫，德意利差可能於四季度進一步走闊。

歐債風險利好黃金

黃金方面，繼續強調三季度是重要的配置窗口期，歐洲潛在的債務風險會強化黃金的配置價值，下半年倫敦金可能挑戰年內新高。從下半年宏觀環境的潛在演化路徑來看，黃金是下半年重點看好的大類資產。如果歐洲債務壓力發酵，則從2010年的經驗來看避險情緒將推升金價上行。

美股方面，預計將在三季度完成築底，四季度逐步反彈。伴隨短期美股二季報業績逐步公布並下修全年增長預期，緊縮預期導致的盈利下修將進入尾聲。緊縮力度邊際趨緩帶動利率水平回落將對美股形成提振，從風格上看納斯達克仍將有優於道指的表現。

美元方面，未來歐洲情況演變仍是關鍵變量。短期來看，歐債危機仍有進一步加劇風險，美元可能繼續維持高位震盪。筆者曾多次指出，俄烏衝突背景下，能源供給緊張將使得歐洲面臨經濟增長和債務風險的雙重壓力，歐央行7月給出的TPI工具受制於通脹約束並未很好打消市場對於債務壓力的憂慮。

內地通脹洪峰低於預期

市場探針 李宗光
華興資本集團
首席經濟學家

國家統計局周五（9日）公布了8月份通脹數據，居民消費價格指數（CPI）同比上漲2.5%，低於預期的2.8%，較前值2.7%回落0.2個百分點；工業生產者出廠價格指數（PPI）同比增長2.3%，低於預期的3%，較前值的4.2%回落1.2個百分點。

具體來看，CPI同比下行，主要受鮮菜及能源價格影響。從CPI分項看，食品和非食品CPI同比增速分別為6.1%和1.7%，均較上月回落0.2個百分點。筆者比較關注的是，豬肉價格運行整體相對穩定，對食品CPI貢獻為正。8月，豬肉價格環比上漲0.4%，同比上漲22.4%。同比漲幅比上月擴大2.2個百分點，主要受去年同期低基數影響。

9月開學疊加雙節臨近，一般是豬肉傳統消費旺季。豬肉價格運行相對平穩，一方面，受發改委調控預期，生豬出欄逐步恢復正常。8月底，發改委表示自9月份開始分批次投放政府豬肉儲備，並準備約談大型豬企屠企，研判生豬供需和價格形勢；另一方面，8月以來疫情反覆，各地政策趨緊，也對豬肉消費形成一定的壓制。未來豬肉價格有望繼續維持相對穩定，需要跟蹤上述方面因素的變化。

非食品價格增速回落主要受能源價格下調影響。受國際油價下跌影響，發改委8月連續兩次下調油價。國內汽油和柴油價格環比分別下降4.8%和5.2%。汽油、柴油氣價格同比分別上漲20.2%、21.9%，漲幅較上月回落4.4和4.8個百分點。

原油價格下跌主要受美聯儲主席鮑威爾發表鷹派演說影響，但我們也要看到，在8月初，俄羅斯石油的折扣開始縮小，由8月1日的39%收窄至8月25日的24%，價格收窄了每桶10.6美元，這一定程度上表明俄原油需求的邊際改善。其中一個可能因素是，歐盟為了過冬，需要搶在年底俄羅斯原油禁令生效

之前，儲備更多的能源。原油價格整體或仍有支撐，年內有望繼續維持高位震盪運行。

CPI年內高點或在3%以內

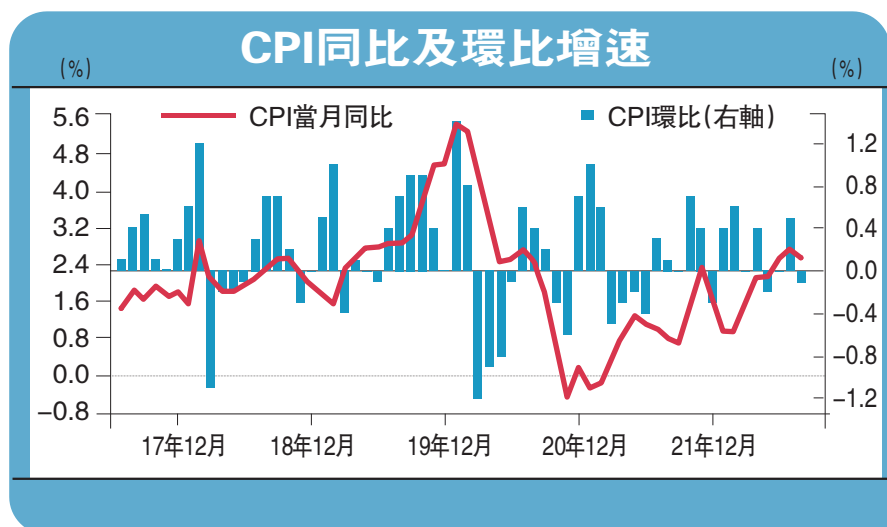
核心CPI相對企穩，但通縮風險仍未解除。8月份核心CPI同比增長0.8%，與上月持平；環比零增長，較上月回落0.1個百分點。核心通脹整體維持平穩，出現相對企穩的跡象，表明內需並沒有進一步大幅惡化。

在生產端，我們看到PPI正在加速下滑。8月份PPI同比增長2.3%，回落1.2個百分點，繼續弱於預期。特別是環比增速繼續大幅下跌，跌幅達1.2%。這種連續大幅下跌在歷史上也是比較少見的，跌幅已接近2020年2月的情景。分行業看，PPI環比大幅下滑主要受石油、天然氣、黑色金屬、煤炭開採等上游行業的PPI下滑拖累。其中，石油、天然氣價格下行主要受國際價格影響，由於中國對外石油依賴度較高，價格下行整體上有利於緩解國內生產成本。

煤炭採選價格下行則更多的與國內保供政策下供給端的發力相關，對中下游製造業也是有利的。黑色金屬價格下滑則主要受需求端，特別是房地產建築持續低迷影響。中下游製造業，如紡織、塑料製品、汽車等PPI也大都環比下行，主要體現消費端需求不振。與其他行業形成鮮明對比的是電熱生產供應業，其價格上行則由於8月高溫乾旱下，電力需求激增，而供給相對不足。

之前在我們基準情景的預測下，8月CPI將到2.9%，10月將達峰值3.2%。而8月CPI增速超預期回落，主要由於近來原油價格的持續回落以及需求低迷下，核心通脹不及預期。

往後看，原油需求在冬季將會有所提升，但強美元大概率仍將對原油價格形成壓制，整體呈寬幅震盪走勢。豬肉價格則是未來通脹的重要影響因素，但未來隨着存欄量的改善，旺季不旺的影響，豬肉價格或也難有趨勢性大幅上行。因此，CPI年內高點或將低於預期，落在3%以內。



樓價續跌 救市從速

主樓布陣 布少明
美聯物業
行政總裁（港澳）

近期先後有政商界重量級人物發聲，要求重新審視「通關」及人才移民政策，所提出的論點，與美聯的觀點幾近相同，皆反映各界對香港疫下前景的憂慮。事實上，疫情已接近3年，未有完結的跡象，香港經濟飽受打擊，就連抗跌力最強的樓市都開始出現下滑，樓價跌幅有擴大趨勢。「美聯樓價指數」最新報162.05點，按周跌0.84%，跌幅創自2020年3月初，亦即是約兩年半以來的最大，全年樓價迄今已跌約5.57%。以現時樓價走勢，相信指數將下試2019年初低位158.25點。

業主信心跌至三年低

樓價跌幅擴大主要由四大原因觸發。一是疫情有加劇趨勢，單日確診人數連續破萬，市民憂慮或爆發第六波疫情，防疫措施再度收緊，影響經濟；二是整體投資氣氛轉差，恒生指數已跌近19000點的邊緣，債價及匯價皆未見止跌，市場情緒悲觀籠罩；三是預期美國聯儲局再度加息，銀行一再調高H按上限，進一步影響投資氣氛；四是發展商近期以低市價開盤，採取「求量不求價」策略，直接為二手樓價帶來巨大的壓力，現時二手業主若急於放貨，只有減價求售。

須留意的是，反映業主信心的「美聯信心指數」亦持續下跌。該指數是根

據美聯物業網上搵樓的網盤價格變化製作而成，最新報39.5點，按周跌1.7%，連跌八周，更創出自2019年10月初以來的近3年低位，由此可見業主對後市信心不足，部分減價求售，減價盤因而增加，導致信心指數持續下跌，預期樓價短期仍會持續調整，全年的跌幅有望達至8%甚至以上。

政商界的求變的聲音已經愈來愈響亮，經濟與樓市皆亟待特區政府提出放寬措施挽救。正是「兼聽則明，偏信則暗」，希望特區政府聽取各界意見，於10月公布的施政報告中提出更多有效「救港」措施。作為香港特區政府新特首，李家超任內首份施政報告，全港市民都引頸以待。上屆特區政府已經先後兩次放寬按揭保險成數，希望新特首可以延續放寬樓市政策，就算不減辣，亦應該推出更多惠民措施，以振奮經濟，又或進一步落實對內通關的時間表。短期而言，只有施政報告推出「派糖」或「減辣」的良好消息刺激，樓價才有扭轉跌勢的機會。



▲近日不少新盤以低市價開賣，對二手樓市場帶來巨大壓力。