

中國經濟展現內生韌性



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「陽春布德澤，萬物生光輝。」雖然2018年以來，全球貿易保護主義、歐美技術制裁、全球新冠疫情、地緣政治動盪等一系列外生衝擊產生了較大干擾，但中國經濟潛在增長率保持穩定且優於市場預期，展現了強大的內生韌性。更重要的是，伴隨着中國式現代化的推進，全要素（資料與技術要素）生產率的快速增長將打開高品質發展的新空間，為中國經濟潛在增長率保持優勢奠定了基礎。

基於索羅增長理論（Solow Growth Model），構建柯布道格拉斯生產函數（Cobb-Douglas production function）對2010年至2021年中國潛在經濟增長率進行模擬。不同於傳統生產函數法下的經濟結構模型，考慮到中國數位經濟規模佔GDP比重在2021年已接近40%，而將全要素生產率進一步劃分為資料要素和技術要素。擬合結果顯示，自2010年來儘管中國潛在增長率開始由雙位元數下降至單位數增長，但經濟增速總體運行趨於平穩。尤其是2018年至2021年，在貿易保護主義、技術制裁、全球新冠疫情等一系列外生衝擊下，儘管中國潛在經濟增速有所下行（近四年平均增速為5.1%），但整體潛在增長水準相比2014年至2017年（平均增速6.4%）僅小幅下滑1.28個百分點，顯示中國經濟增長具備長期韌性和可持續性。值得注意的是，2020年至2021年，中國經濟兩年平均潛在增速為4.8%，並未像市場悲觀預期的那樣出現大幅下降，基本維持在合理區間之內。

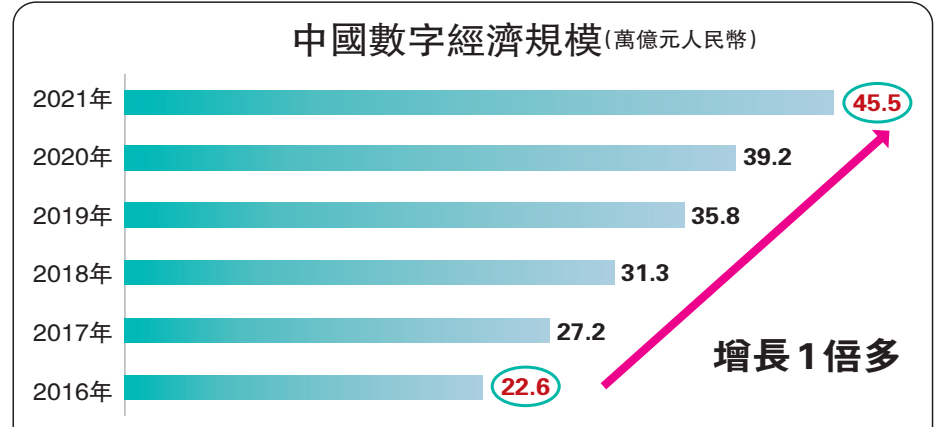
全要素生產率明顯增長

儘管中國整體潛在經濟增長長期呈現下行趨勢，但隨着中國經濟改革深化、對外開放水準提升，以及二十大後中國將創新作為引領發展的第一動力，筆者認為，全要素生產率（資料要素和技術要素）增長將推動中國經濟增長模式和底層邏輯發生根本性和歷史性的轉變。

一方面，資料要素持續發展將為中國經濟帶來規模報酬遞增。近十餘年來，依靠資本、勞動、土地等傳統生產要素投入拉動中國經濟增長的潛力越來越小，無論是勞動還是資本要素的邊際產出均呈現出明顯的遞減特徵。相反，以資料為代表的全要素生產率呈現出邊際產出遞增的特徵。這是因為隨着雲計算、大資料、人工智慧等新一代資訊技術的不斷反覆運算，資料在收集、存儲、整理、分析、控制、管理各個環節的投入產出效率被大幅提升。同時，新的技術創新又可以基於已獲取的資料實現新的反覆運算和升級，從而進一步降低經濟活動中的交易成本。不斷的技術反覆運算導致數字密集型產業在任何經濟周期內的中間成本，都將始終保持在低位水準。

隨着資訊技術創新不斷偏向資料要素，這將帶動其他要素資源（如資本和勞動力要素）不斷向數字經濟產業聚攏，從而促使資料密集型產業的總體規模報酬遞增。圍繞數位密集型產業，以全球最大開發者社區GitHub平台為例，2021年全球已有超過7300萬的GitHub開發者用戶，其中，中國總用戶數量僅次於美國達到755萬。預計到2030年，中國與數位密集型產業相關的專業人才將超過1000萬。龐大的資料規模和數位人才庫將為中國實現資料持續積累和質變提供保障，並為中國數字經濟高品質發展奠定基礎。

另一方面，人力資本整體水準抬升將是中國推動技術要素增長的長期動力。在全要素生產率中，技術創新的提升需要人力資本的全面升級和不斷積累，而技術創新本身的提高將加快人力資本的積累，促進人力資本投入效率上升。隨着老齡化加劇，中國總體勞動人口規模將在未來十五年內持續下滑，為了平衡人口加速老齡化帶來的社會不均衡問題，中國更加重視「共同富裕」以促進和擴大人力資本進一步的潛在增長空間。具體來說，通過優化社會收入分配體系，中國將進一步提升勞動力要素的使用效率，加快勞動力在不同空間和區域的流動，拓寬階層流通和上升通道，通過提高勞動力要素的整體品質實現人力資本對技術創新的持續支持，從而促進全要素生產率的迴圈提升。



美息近見頂 利好全球股樓



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

對高物價卻步，企業擴大利潤率的能力差過前數個月。聖路易斯聯儲行管轄的地區，特別是小型企業，願意接受更低的利潤率，而非提高價格。筆者認為美國經濟正在轉弱。

隨着銀行事件爆發之初，美元利率期貨多日大幅波動後漸見明朗。其間公布的2月消費物價指數按月上升0.4%，按年上升6%，通脹在回落中。「新債王」岡拉克此前指出，美聯儲為保住公信力，加息幅度將由加0.5厘縮小至0.25厘。前財長薩默斯也認為美聯儲本月加息0.25厘合情合理。

隨着加息會議之前，市場經已預期美聯儲很可能縮減加息規模，大手加息周期接近完結。美股市場表現依然有序，3月14日各主要指數更全線高收，恐慌指數更罕見地單日急挫超過10%。投資者覺得硅谷銀行事件可防可控，未至於顯著惡化，短期內更將加息幅度壓低，未來美聯儲的加息動作不會太嚴厲。

筆者認為，全球股市及樓市等投資市場或許早着先鞭，市況可能有強勁報復式反彈。

筆者認為，全球股市及樓市等投資市場或許早着先鞭，市況可能有強勁報復式反彈。



市場預期，美聯儲未來加息動作不會太嚴厲，有助樓市及股市重拾升軌。



在美元銀行業危機衝擊下，美國經濟下行壓力加大，如果美聯儲加息亦接近尾聲的話，美元將會承壓。

銀行危機爆發背景下，美國聯儲局本次選擇加息0.25厘是權衡通脹壓力和金融風險的體現。筆者認為，後續美聯儲或將根據信貸緊縮的程度和持續時間，決定加息的高度和持續時間。本輪銀行危機似乎並未過多影響美聯儲抗擊通脹的「主旋律」，市場不宜過度押注年內大幅降息的可能性。

聯儲維持抗通脹主旋律



政經透視 鍾正生

平安證券首席經濟學家

美聯儲主席鮑威爾在議息會議聲明發布半小時後，發表講話並接受採訪。首先，解釋了本次經濟預測和去年12月相似，主要考慮到兩方面因素相互抵銷：一方面是近期數據強勁、緊縮的必要性提升，另一方面也考慮到銀行事件後信貸緊縮（credit tightening）的影響。其次，多次強調信貸緊縮和貨幣緊縮的作用是同向的。再次，傾向於認為硅谷銀行事件是「獨立事件」，不認為美國銀行體系存在系統性缺陷。最後，承認未來信貸緊縮的程度和持續時間有較大不確定性，對美國經濟和利率預測的信心略顯不足，對「軟著陸」的信心似乎也在下降。

經濟前景仍不明朗

鮑威爾講話後，市場似乎在交易「衰退」：美股三大股指由漲轉跌，最終均收跌1.6%左右；10年美債收益率進一步回落，最終收於3.44厘、日內跌17點子；美元指數突然跳水，最深跌至102附近，創2月初以來新低；金價則突然躍升，日內漲1.5%。

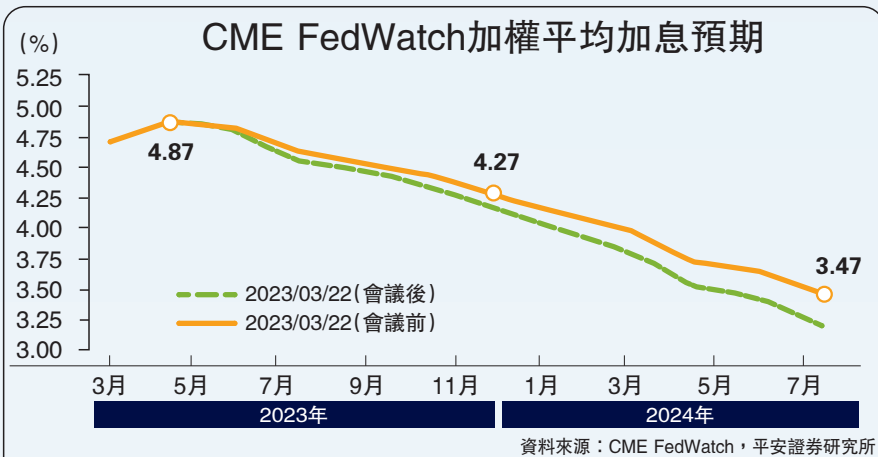
具體來看：

（1）關於硅谷銀行事件。本次記者會幾乎一半的問題均圍繞美國銀行業危機。總的來看，鮑威爾對於美國銀行體系的韌性表現出較強信心：強調銀行存款是安全的，認為硅谷銀行暴雷的主要原因是自身的經營行為（包括存款來源單一、對長期國債等資產過度暴露等），最後強調了該事件不能說明美國銀行業存在缺陷。此外，很多記者詢問有關硅谷銀行調查的進展，鮑威爾拒絕透露調查進展，直言不願意在調查結果公布前向公眾表達其個人的看法。

（2）關於經濟增長。首先，鮑威爾稱近期美國經濟數據比預期的更強，但銀行信貸條件也更緊，因此最新的經濟預測考慮到了上述因素的相互抵銷。但整體而言，為了實現物價穩定，經濟增長需要在未來一段時間低於長期趨勢（below trend）。其次，鮑威爾提到經濟衰退通常是非線性的，因此未來經濟走勢存在不確定性。再次，當被問及「軟著陸」還能否實現時，鮑威爾的表達更顯猶豫，其稱路徑是存在的，但現在做出判斷可能過早（too early to say）。

（3）關於通脹。有記者問，上次會議鮑威爾曾九次提到「反通脹」（disinflationary）的進展，目前反通脹仍在繼續嗎？鮑威爾首先幽默地糾正「是十二次」，之後他仍認為反通脹進展在繼續。其認為PCE（核心個人消費支出平減指數）中44%的部分正在降溫，但剩餘56%的部分（主要是非住房服務價格）沒有太多進展。

（4）關於利率。總的來看，鮑威爾仍然認為利率決策應保持靈活，仍遵循數據依賴原則。有記者問，當前選擇繼續加息會不會放大金融風險？鮑威爾強調，本次加息決策主要基於宏觀目標，對金融穩定並未展露出過度擔憂。有記者問，點陣圖預計年內仍會維持終端利率不變，這和市場降息預期有很大出入，是市場錯了



嗎？鮑威爾稱，點陣圖展現的是委員們當下的基準預測，但銀行危機事件很臨時（so recent），因此未來還存在很多不確定性。有記者問，如果到年中發現通脹仍然頑固，美聯儲會不會選擇停止加息來等待通脹回落？鮑威爾較為堅決地回答No。

（5）關於縮表和擴張。關於美聯儲在硅谷銀行事件後一周內擴表約3000億美元，鮑威爾強調此「擴表」和量化寬鬆（QE）有很大區別：QE的目標是增大國債需求、壓低利率，但近期的擴表（以貼現窗口為主）並沒有此含義。有記者問，美聯儲是否考慮改變目前的縮表路徑？鮑威爾稱，本次會議沒有對此進行討論。

（6）關於金融市場條件。有記者問，如何看待當前的金融條件？鮑威爾稱，目前的金融條件傾向於收緊，且收緊幅度或比傳統的衡量指標展現出的情況更大，因為傳統指標主要基於利率，沒有考慮信用緊縮的影響。

信貸緊縮歪打正着

美聯儲本次選擇加息0.25厘已是權衡通脹壓力和金融風險的體現。一方面，2023年以來的美國經濟數據整體強於預期，美聯儲抗擊通脹的緊迫性上升，原本加息0.5厘一度也是可選項，只是在硅谷銀行事件後退出可選項。另一方面，硅谷銀行事件後，美聯儲加息行動勢必需要考慮金融穩定目標，同時也需考慮信貸緊縮會增大經濟下行壓力，因此選擇維持0.25厘的加息幅度。至於為何不選擇暫停加息，筆者認為，美聯儲堅持按照既定路徑加息，可以釋放出「一切在掌握之中」的信號，這對於穩定市場預期、阻遏風險發散是非常重要的。美聯儲前副主席克拉里達（Richard Clarida）此前也建議，若美聯儲暫停加息，市場可能會懷疑是不是美聯儲知道一些「我們不知道的真相」，引發市場恐慌。

往後看，筆者認為銀行危機「最壞時期」已過，「抗通脹」仍是美聯儲的主旋律。可從三個方面理解「金融穩定」與「通脹風險」的關係：

一是，輕重緩急不同。短期來看，「金融穩定」的階段重要性超過「物價穩定」，美聯儲通過選擇維持小幅加息（而不是加快加息），以及適當擴表並默許市場利率有所回落，盡快完成「金融穩定」的棘手任務。待風險緩解後，美聯儲完全可以再投入到「抗通脹」的中期任務中去。

二是，工具選擇不同。美聯儲可以通過結構性工具遏制金融風險，如設立BTFP（銀行定期融資計劃）、擴大貼現窗口等，但在總量性政策上堅持加息，無需放棄遏制通脹的目

標。三是，銀行危機事實上能「歪打正着」抗通脹。銀行危機並非好事，但其會帶來通縮效應（disinflationary effect）。正如本次記者會鮑威爾不斷強調的，信貸緊縮的影響恰恰符合「我們正在做的事情」。某種程度上，在銀行體系已大致穩定的前提下，信貸緊縮是需求降溫的必要條件，甚至可以說是美聯儲「樂見」的。

往後看，美聯儲可能根據信貸緊縮的程度和持續時間，來決定加息的高度和持續時間。本輪銀行危機似乎並未過多影響美聯儲抗擊通脹的「主旋律」，市場不宜過度押注年內大幅降息的可能性。

銀行危機可控

10年期美債收益率波動中樞下移至3.5厘，未來再度破4厘難度大。短期來看，硅谷銀行事件後，「加快加息」預期已被打破；中期來看，銀行危機後，美國中小銀行信貸緊縮將衝擊實體經濟，美國經濟衰退風險進一步上升。不過，下半年會否降息、降息幾次仍有待觀察。筆者傾向於認為，下半年美聯儲將堅持數據依賴的一貫做法，當然其未必會像目前美聯儲點陣圖表現的那樣堅決，也可能不會像CME（芝加哥商交所）市場預期的大幅降息。

美國銀行業危機對美股的情緒影響告一段落，多空因素依然並存。首先，大部分危機導火索已被「澆滅」，筆者判斷美國銀行體系整體穩健，系統性風險應可控。這也解釋了，硅谷銀行倒閉以來，道瓊斯指數大幅下跌，但標普500指數反而溫和上漲。尤其在美國財政部長耶倫表態更多支持政策在路上後，美國中小銀行股票大漲，就是市場恐慌情緒告一段落的體現。其次，從50日超買超賣指標看，標普500指數已經脫離「超賣」區間。未來一段時間，美股多空因素並存：壓力來自對信貸緊縮和經濟衰退的擔憂（盈利端），機遇來自美聯儲加息或受制約、美債上行動能減弱（估值端）。

美元指數波動區間或將保持在100-105左右。銀行危機衝擊下，美國經濟下行壓力加大，美聯儲加息亦接近尾聲，美元承壓。但全球經濟金融風險猶存，階段性避險需求或將限制美元跌幅。尤其是，考慮到歐洲經濟風險高於美國（因通脹壓力、政府債務和能源風險均更高），歐洲銀行業風險亦可能高於美國。雖然歐央行短期加息節奏超過美聯儲，但歐央行行長拉加德已表示可能暫緩加息，貨幣政策緊縮差異對歐元的支撐從而對美元的牽扯亦會減弱。