

## 提高就業擴大需求抗通縮



經濟脈搏 趙建

西京研究院院長

一季中國經濟快速反彈，主要驅動力是報復性消費和基建投資，表現出脈衝式上行的特徵。去年抗疫情期間積累的消費意願和投資項目，在疫情放開後集中釋放，具有一定的低基數效應和延後效應。從數據上看，無論是製造業還是非製造業的景氣指數，都已經連續兩個月快速上行，位於榮枯線以上。接下來的焦點就是復甦的可持續性，筆者認為，種種跡象表明今年的主要矛盾是需求不足帶來的通縮：

一是PPI（生產者物價指數）已經快速落入下行區域，2023年2月份同比下降1.4%，工業生產者購進價格同比下降0.5%，環比下降0.2%。1、2月平均下來，PPI比去年同期下降1.1%，工業生產者購進價格下降0.2%。

二是CPI（消費者物價指數）也跌落到1%，創近一年新低。雖然有春節錯位的因素，但是非食品價格下跌還是比較明顯，尤其是一些可貿易的工業品，比如汽車、電子產品等價格下降還是比較明顯，去庫存壓力較大。

三是M2（廣義貨幣供應）與社融增速出現較大背離，社融同比增速9.9%，M2同比增速12.9%，剪刀差持續擴大，說明資金使用和活化效率依然不高，社融沒有形成有效的資金流轉刺激經濟運行，同時也說明了實體經濟的通縮壓力較大。

四是固定資產投資方面，1月至2月份除了基建投資依然保持穩定外，製造業投資增速比去年低1個百分點，固定資產投資依然萎靡不振，勉強靠基建撐着。房地產投資依然還在底部徘徊，沒有形成明顯的回暖趨勢，1月至2月累計同比增速為-5.7%，房地產企業到位資金同比增速為-15%，形勢依然非常嚴峻。

五是出口下滑比較明顯，1月至2月同比下降8.3%，對今年的經濟會形成較為明顯的拖累。出口的下滑會帶來嚴重產能過剩，引起巨大的通縮壓力。

### 大力發展數字平台經濟

如何來抗通縮？最核心的還是充實居民的錢袋子、給企業信心、給地方政府鬆綁。在這裏筆者主要談如何提高就業的問題，因為今年要通過5%的GDP增速實現1200萬就業，必須要調整結構，大力發展就業密度高的項目和產業。具體措施包括：

1) 搞基建投資，發行專項債篩選

項目的時候，不僅要看經濟效益，還要進行產業鏈和項目的就業密度測算，優先支持就業密度高的項目和產業。政府大力投入的基建投資項目，不能只看總量和財務收益，還要看拉動產業鏈的乘數效應，要求地方政府測算就業吸收量，後續評估審計也要在這方面跟上，吸收了多少就業，多少外包給了民企，帶來了當地多高的收入增長等。

2) 繼續加大力度鼓勵出口，出口的就業密度非常高，近兩億人。這意味着對GDP貢獻在10%左右的出口，卻能帶來超過四分之一的就業，可見其就業密度多高。而且出口企業大部分以民企為主，對搞活經濟，刺激需求非常重要。

3) 大力發展第三產業，服務業就業密度最高，供給創造需求的循環最通暢。解決通縮問題的關鍵在於如何暢通供給和需求，最大程度的實現「供給創造需求」。如何實現？主要是收入分配的問題。服務業是勞動力密集型的，沒有較高的資產，中小企業為主，因此大部分收入可以分配到居民手裏，能有效提高居民可支配收入。當然，一般服務業很難提高國家競爭力，生產率也不高，但對老百姓來說是好的。當然，作為工業大國，中國可以大力發展工業服務業，高端製造業都具有服務業的特質，也可以吸收高端人才就業。現在美國失業率處歷史新低，經濟活力和韌性都不錯，主要原因就是第三產業比較發達。

4) 穩步促進房地產復甦和轉型，房地產就業密度非常高，可以帶動五十個以上的行業產業，包括家電、家居、汽車、建材、設計、清潔、搬運、綠化等行業。

5) 大力支持數字平台經濟。數字中國是吸收就業和靈活就業的重要陣地，不完全統計當前包括靈活就業在內的1.5億人就業是依靠數字平台企業。如果沒有數字企業，城市大量的失業年輕人如何安置將是一個大問題，嚴重時將會帶來社會不穩定。

6) 以新型城鎮化與農業工業化的思路推動鄉村振興，重新發揮鄉土中國的危機緩衝和就業吸收能力。中國過去緩解通縮危機靠的是鄉土中國的韌性和生存保障，現在主要靠數字中國吸收年輕人就業。雖然鄉土中國已經老化，家鄉已經越來越難回去，但可以通過鄉村振興來擴大需求。這裏不是讓年輕人下鄉，而是從新型城鎮化的角度，從農業工業化、現代化的角度重建鄉土，一方面可以治癒大城市病，實現農業安全，另一方面還可以擴大有效需求，解決當前的通縮問題。



▲美聯儲決議加息四分之二，基本符合市場預期，表明美聯儲當務之急仍是抗通脹。

3月23日凌晨，美聯儲在3月議息會議宣布加息0.25厘，將聯邦基金利率目標區間上調0.25厘到4.75厘至5厘，基本符合市場預期。當前美聯儲貨幣政策兩難問題凸顯，抗通脹雖然仍是主線，但防衰退和穩金融的重要性已經明顯上升。雖然目前美聯儲的貨幣政策不可能馬上180度大轉彎，但繼續加息的動力已經大為減弱，這意味着美聯儲加息已經進入了尾聲。

# 美加息周期進入尾聲



評經濟 連平

植信投資首席經濟學家兼研究院院長

美聯儲3月議息會議釋放出四點重要信息：

一是美聯儲決議加息0.25厘，將聯邦基金利率目標區間上調0.25厘到4.75厘至5厘，基本符合市場預期，表明美聯儲依然認為抗通脹是當務之急。美國2月CPI同比為6%，核心CPI同比為5.5%，依然處於高位。其中，CPI同比1月下調0.4%，幅度尚可，但核心CPI同比下降速度依舊緩慢，僅下降0.1%，說明美國通脹仍有一定黏性。以當前物價下行速度判斷，美國通脹要在年內回到2%水平，會有較大難度。這也是本次議息會議、美聯儲所有委員都選擇加息的原因。

二是弱化後續加息預期，聲明中沒有了「繼續加息」字樣，改以「一些額外的緊縮」等模糊字眼代替，這是自2022年3月以來議息會議聲明中的重要變化，說明美聯儲持續加大緊縮力度的態度已經弱化。抗通脹雖然是當前美聯儲的主要政策目標，但隨着經濟衰退跡象逐漸暴露和近期對於金融風險擔憂的上升，美聯儲需要給自己留出更多政策空間，以應對未來可能發生的不確定性。

三是釋放對金融穩定的信心，美聯儲認為美國銀行體系「穩健且有彈性」。本次加息0.25厘，未能實現之前市場傳聞美聯儲擔憂金融風險而停止加息甚至降息的預期。可以看出，美聯儲對其提供的銀行業流動性救助工具充滿自信，認為可以穩定金融市場預期。但從聲明發布會後，美國金融市場運行的實際情況來看，中小銀行的流動性危機已經使得金融市場神經緊繃。

四是確認美國經濟存在進一步下行風險，本次議息會議美聯儲調降2023年美國經濟增長率預期至0.4%，較2月進一步下滑。而事實上，各種跡象表明美國經濟衰退之勢不減。美債期限利差倒掛達到歷史峰值的-1.31%，房地美房價指數自去年6月開始已經連續九個月下滑，3月美國密西根消費指數出現明顯下滑。這些都是美聯儲3月調降經濟增長率預期的重要原因。

### 大手加息對銀行影響浮面

當前，美國貨幣政策兩難問題突出，聯儲正面臨三重壓力相互擠壓。美國通脹居高不下，需要美聯儲繼續執行緊縮貨幣政策，特別是2月核心通脹率保持在5.5%高位，使得美國當前的實際利率依然為負。這種情況下，要實現美聯儲2%的長期通脹目標，短期內可能性不大。尤其是當前美國失業率低位徘徊，已經連續前三個月低於4%，說明美國勞動力市場緊張，「工資—通脹」螺旋存在較高的黏性，還需要保持貨幣政策的緊縮態勢。美國經濟衰退跡象已現，金融市

### 美國聯邦基本利率走勢



場也因利率高企變得脆弱、敏感。近期，硅谷銀行、簽名銀行和第一共和銀行等金融機構暴雷，中小銀行流動性持續承壓。美聯儲之前大放水，使得美國銀行業存款激增，而貸款需求不足，美國銀行業購買了大量美債，這些美債在當時看來無疑是最安全的資產。但去年3月以來，美聯儲開始大幅加息，美債價格下行；同時儲戶轉移存款以賺取更高收益，使得美國銀行業的資產負債兩頭被擠壓，造成了今天中小銀行流動性持續暴雷的局面。而只要利率維持高位，這些風險必然持續承受壓力。隨着歐洲金融風險逐漸顯現，美歐之間金融風險相關傳染，美聯儲穩金融的壓力更大。

另一方面，聯儲議息會議聲明中預測2023年的經濟增長率為0.4%，意味着如果繼續加息，經濟增長率可能繼續下行，甚至可能降至負值。更為重要的是，經濟下行和金融風險釋放可能相互交織、相互影響、相互強化，使得美聯儲進一步陷入被動境地。這些都要求美聯儲貨幣政策適時轉變方向，尋求向鬆調節的窗口時機。

可見，美聯儲現階段依然將抗通脹作為主要目標，但防衰退和穩金融的重要性明顯上升。雖然美聯儲貨幣政策不可能馬上180度大轉彎，但繼續加息的動力已經大為減弱。即使正如美聯儲10位成員的觀點，年內還有0.25厘加息的空間，也意味着本輪美聯儲加息進程已經進入尾聲，美國貨幣政策正在進入逐步轉向的過程。

### 經濟步入衰退風險增

本次加息幅度雖然僅0.25厘，但在持續大幅加息之後的邊際影響依然不小。短期來看，美聯儲本次加息的邊際效應不應小覷。

回顧歷史，可以發現每輪美聯儲加息之後，美國經濟往往開始降溫甚至陷入衰退，體現為失業率上升和通脹下降，同時伴隨着金融市場的劇烈波動，甚至觸發金融風險，往往經濟降溫和金融風險相互強化形成經濟危機。這是因為，市場經歷過較長一段時間的低利率和流動性充足環境，經濟主體過度消耗資源形成經濟過熱，金融市場過度承擔風險累積高槓桿，加息會對這種過度狀態帶來剛性調整。1954年至本輪加息前，美聯儲共開啟了十三輪加息周期，其中有九輪加息後，美國經濟陷入衰退。僅有1967年1月、1970年8月、1984年10月和1995年6月，這四次美國經濟實現了軟着陸，但這四次的加息幅度都不大。

去年至今，市場預期加息催生美國經濟衰退和金融風險遲遲沒有兌現，因為就業數據似仍較為強勁，金融市場沒有爆出的系統性風險。但就業數據強勁可能是疫情三年來美國限制移民、疫後勞動參與意願低和就業質量下降等因素，導致了美國勞動力供給短缺。美國經濟真實情況可能遠不如部分經濟數據表現那樣良好。隨着硅谷銀行及一眾中小銀行暴雷事件發生，金融市場發出了較為明確風險信號。有理由相信，美國政府和美聯儲的介入，可以在很大程度上控制已經發生的局部和個別的風險暴露。

但在資產價格大幅下挫和流動性緊縮的條件下，新的潛在金融風險依然會持續顯性化。之前美國金融市場看似穩健，是因為加息幅度未到達臨界值及加息存在滯後效應。當前，加息對美國經濟金融市場運行而言可能已經處在臨界值。因此，即便是小幅加息0.25厘，也可能成為「壓倒駱駝的最後一根稻草」。美歐已經處在水深火熱之中的部分中小銀行，可能會進入更為難熬的困境時期。

本次加息也會加大對全球金融市場的衝擊，特別是在硅谷銀行、瑞信暴雷，美國中小銀行風險持續發酵，美歐金融風險相互傳染之際。全球風險偏好繼續下降，資金避險需求上升，原本回流美國的資本可能因懼怕美國金融風險而遲疑；美債收益率大幅波動，短暫失去了全球資產「定價之錨」的功能，全球資產價格隨之大幅波動；美元指數波動加劇，衝擊全球外匯市場。

值得指出的是，美聯儲加息和救助中小銀行流動性，可能還將加劇美債上問題，從而使得美國加速走向新一輪的財政懸崖。截至今年1月，美國債務總額已突破31.4萬億美元。美聯儲持續加息使得美國政府融資成本不斷上升，還本付息壓力加大。而近期，金融風險持續暴露，美國財政仍有可能無奈之下實行救助，從而又增加美國政府債務負擔。美國債務上限暫停法案將在6月到期，未來幾個月美債上限問題的黨爭將愈演愈烈。

本次美聯儲加息，對於中國的影響可能會表現在三個方面：短期內高利率使得美國金融風險繼續暴露，可能對中國金融市場產生風險傳染效應；美元指數可能震盪波動，影響人民幣匯率穩定，美元指數和美元匯率下行，意味着人民幣資產市場表現向好趨勢正在形成；中美利差倒掛加大，階段性制約中國貨幣政策空間。

## 港息不變 中小單位延續旺市



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部 行政總裁（港澳）

在硅谷銀行倒閉及瑞士信貸陷入財困陰霾下，美國聯儲局公布最新議息結果，一如市場預期加息0.25厘。值得注意的是，美國加息步伐正在逐步放緩，先自去年6月至11月連續4次每次加息0.75厘；及後在去年12月加息幅度已收窄至0.5厘；再到今年2月初，以及今次僅各加0.25厘，可見美聯儲的加息或已近尾聲。

同時，本港各大型銀行等亦宣布維持最優惠利率（P）不變，已是連續第二次無跟隨美加息。事實上，本港大型銀行早前更「偷步」降低二手物業H按封頂息。由此推斷，港息未來大幅上升空間有限，甚至大有可能接近完結。

本港息率不變，對樓市帶來正面支持，尤其是中細價的中小型單位物業，更可受惠於息口穩定及政府調整首置人士的印花稅措施。綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料顯示，本年截至3月21日，一手成交量共錄得超過2700宗，1000萬元或以下佔當中約77%，料在調低印花稅效應配合港息不變下，比率有望進一步突破八成水平，未來將主導樓市走勢。

至於二手方面，據土地註冊處最新資料顯示，截至3月20日止的一季度，二手住宅錄約1.07萬宗註冊，較上季的7697宗增加近四成；當中逾500萬至1000萬元二手住宅錄5081宗註冊，較上季的3566宗增加近43%，充分反映中型，以及中小型單位的受歡迎程度。最近市場交投漸呈多元化，除了一

般上車盤「大熱」以外，在兩地通關之後「人通財通」，豪宅交投亦明顯復甦。如近日新地旗下九龍站天璽，市場報該項目一個實用面積1574呎四房戶，日前連一個車位以近1.42億元易手，呎價逾9萬元創項目紀錄新高。

### 通關效應 超豪宅成交增

根據本行早前數據，今年截至2月13日，逾5000萬元新盤成交量已錄52宗，按季急升近63%，創一年新高。相信連同本月數據，豪宅成交量增幅將會更為明顯，足證豪宅市場的熱絡。

短期而言，相信市場目光將會繼續聚焦一手，購買力追捧優質新盤，3月一手交投料會達約2300宗水平，較上月約900宗大升約1.5倍，而二手交投有望達到5000宗。

至於樓價方面，美聯樓價指數最新報153.85點，按周升1.7%，連升十一周至十九周高位，本年迄今升近5.4%，估計在加息步伐放緩及息口有望見頂下，樓價有望延續升勢。



▲本港息率不變，對樓市會帶來正面的支持。