



▲美聯儲認為能夠暫停加息，是基於未來幾年國內經濟持續穩定增長，就業市場保持強勁，通脹也將維持在2%的目標水平。

美國就業市場轉變有望帶動薪資增速放緩，核心通脹下行趨勢明確。回顧歷史，美聯儲停止加息往往是經濟與通脹兩個目標平衡的結果，而當前觸發停止加息的條件均具備，筆者預計聯儲6月份停止加息概率較高，若後續美國經濟未出現較全面反彈，則此後重啟加息概率較低。

# 美今輪加息周期已完結



微觀經濟 明明

中信證券固定收益  
首席研究員

5月新增非農就業人數繼續高於預期，美國勞動力市場增長仍然強勁。但據美國人口普查局企業調查數據顯示，近期美國製造業、建築業、住宿和餐飲服務業等此前增長較為強勁的行業，對未來招工需求的預期大幅下滑，反映出美國就業市場正在向買方市場轉變，因而5月薪資增速基本未偏離預期。亞特蘭大聯儲公布的數據顯示，美國跳槽者薪資增速與留崗者薪資增速差距在縮窄，反映出美國勞動力市場供不應求的緊張局勢正在緩解。因此，在供求格局轉鬆的背景下，雖然勞動力市場增長仍然強勁，但薪資增長給美國通脹帶來的壓力預計將逐步緩解。

## 銀行存款普遍流失

未來美國核心通脹下行趨勢較為明確。食品項與能源項預計將持續推動美國整體通脹回落，非核心通脹項價格未來上行風險較為有限。對於核心商品方面，儘管供給衝擊對核心商品項通脹的推動作用已有所減弱，但美國消費仍具韌性，短期核心商品項通脹環比增速中樞或仍高於0，中長期或圍繞0上下波動。核心服務項方面，預計經濟放緩對薪資上漲的抑制作用將進一步顯現。此外，根據領先指標實際租金價格判斷，4月住房項通脹同比增速已出現見頂跡象，其或在今年二季度末開始下降，有望帶動核心服務項通脹同比增速在二、三季度開始下行。中性情景下，筆者預計今年年底美國通脹或回落至3.6%左右，核心通脹或下降至4.2%左右。

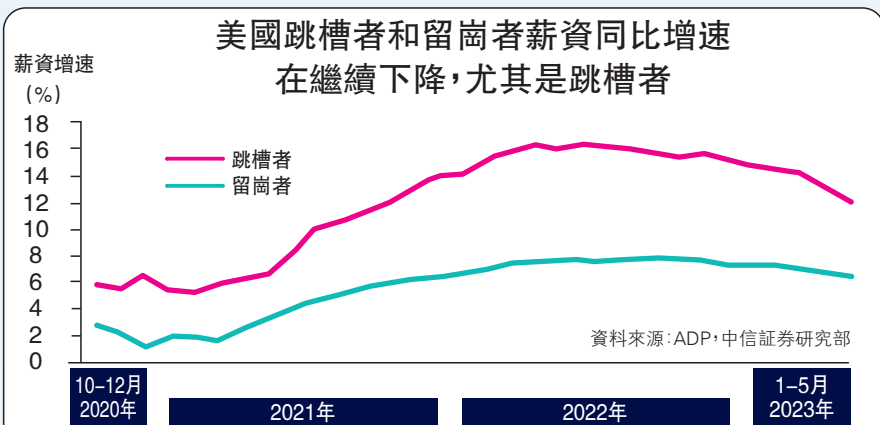
在高利率背景下，雖然當前美國前50的銀行利潤端壓力還可承受，但銀行業普遍面臨存款流失問題，並且證券損失具有一定普遍性。從美國前50銀行的情況來看：

(1) 股價表現方面，大部分前50銀行股價目前仍未恢復至硅谷銀行事件發生前的水平，一半以上銀行股價跌幅仍高於10%，但第一信託銀行倒閉對於前50銀行股價的負面影響較為有限，影響集中在與第一信託銀行具有一定相似性的幾個區域性銀行；

(2) 存款流失方面，近一半前50銀行存款規模在2023年一季度出現同比負增長，15家銀行同比增速跌幅超過5%，個別銀行出現跌幅超過15%的情況，例如紐約梅隆銀行、北美信託等；

(3) 淨利潤方面，當前利潤惡化速度偏慢，23家銀行同比增速在10%以上，三分之二銀行同比增速為正，但也存在極端銀行利潤同比跌幅超過50%的情況，例如第一資本金融、艾利銀行、桑坦德銀行等；

(4) 證券投資未實現損益方面，部分排名前10的銀行存在可供出售證券未實現損益佔普通股一級資本比率超過-15%的情形，例如美國合眾銀行、第一資本金融（接近-20%），並且不少前15的銀行持



有至到期證券未實現損益佔普通股一級資本比率超過-15%；

(5) 未受保險保護存款佔比方面，排名前15的銀行中，部分銀行存在未受保險保護存款佔比超過80%的情況，例如紐約梅隆銀行、道富銀行。而從全美銀行數據來看，美國銀行業資產端與負債端均面臨較大壓力。

## 通脹數據已經見頂

回顧2000年以來兩輪加息周期，美聯儲暫停或者徹底停止加息均是出於對經濟與通脹的權衡。2006年美國在通脹壓力見頂（消費物價指數（CPI）同比4%左右）、通脹回落跡象還未明顯時由於經濟增速放緩便停止加息；2015年-2018年多次暫停加息，主要是由於美國通脹在多個時期下降至2%以下；2018年12月後停止加息是由於通脹回歸2%目標附近。雖然前兩輪加息時期美國通脹壓力遠小於此輪，但回顧美聯儲決策與過往經濟背景，仍可為此輪加息路徑提供指引。

美國經濟增速放緩與通脹得到控制，是美聯儲2006年6月後不再加息的主要原因。美聯儲公開市場委員會2006年8月會議紀要顯示，美聯儲認為未來經濟增速可能低於預期，未來兩年能源和進口價格上漲影響將減弱，核心CPI增速將有所回落。因此，美聯儲選擇暫停加息以觀察此前加息對經濟活動和價格的全面影響，防範過度緊縮的風險。雖然美聯儲在此次會議上還強調了暫停加息並不代表緊縮周期的結束，但由於美國通脹回落，疊加美國實際國內生產總值（GDP）增速快速下降，美聯儲後續並未重啟加息。

對經濟前景的不確定性和對通脹下行的擔憂，是美聯儲2015年至2018年間暫停加息的主要原因，而通脹達到2%目標附近是2018年12月後停止加息的主要原因。2015年12月加息25基點後美聯儲暫停了加息步伐，主要因為美國經濟增長緩慢，該年四季度實際GDP環比折年率僅為0.6%，疊加美聯儲對世界其他地區經濟復甦缺乏信心（英國脫歐等事件），擔心加息步伐過快可能導致美國經濟復甦進程被打斷。2017年相對短暫的暫停加息也主要由於當時美國通脹低於2%的美聯儲目標水平。而2018年12月後，美聯儲認為未來幾年美國經濟將持續穩定增長，就業市場將保持強勁，通脹也將維持在2%的目標水平，因而美聯儲暫停了加息。

回顧歷史可知，美國通脹局部見

頂、預計通脹壓力會在未來逐步緩解、通脹已得到控制都可能成為美聯儲停止加息的條件之一，但美聯儲對於通脹壓力的權衡並非是等待通脹累計回落幅度超50%，或通脹需回落至2%才會停止加息，即使是在上世紀80年代，聯儲主席沃爾克開啟新一輪加息後，在通脹回落了約高點水平的1/3時美聯儲便停止了加息。美聯儲停止加息的另一條件為，美國經濟放緩至潛在增速以下。回顧歷史不難發現，美聯儲停止加息時點往往是實際GDP環比折年率向下突破（或接近）潛在GDP增速時點附近。

## 本月料停加息

而當前通脹與經濟兩個觸發美聯儲停止加息的條件均具備。當前美國通脹累計回落幅度已超過1/3，接近50%，並且當前美國通脹壓力將逐步得到緩解的趨勢是明確的，薪資增速較為可控。而今年一季度美國實際GDP增速錄得1.3%，這也是本輪加息周期中實際GDP增速第一次低於潛在增速1.78%，並且美聯儲預測今年實際GDP年度增速為0.4%，意味着未來若經濟沒有出現全面反彈，經濟放緩至潛在增速以下成為大概率事件，亦觸發了美聯儲停止加息的條件。

雖然部分美聯儲官員仍然偏鷹，但近期已有官員表示6月可以暫停加息，7月及以後是否進一步加息需評估經濟數據表現。筆者認為6月停止加息概率較高，若後續美國經濟沒有出現較強勁、較全面的反彈，則此後美聯儲重啟加息概率較低。美聯儲鷹派官員克利夫蘭聯儲行長梅斯特5月31日表示：「沒有[令人信服]的理由停止再次加息」。

但是美聯儲主席鮑威爾5月19日對6月是否加息的表態偏鴉派，認為美聯儲應考慮信貸緊縮程度的不確定性，並且認為：「目前尚不清楚美國是否需要進一步加息」。

此外，費城聯儲行長哈克5月31日也聲明「傾向於支持在6月的央行下次會議上[跳過]加息，儘管即將公布的就業市場數據可能會改變他的想法；通貨膨脹動態和信貸緊縮步伐的不確定性使他對繼續加息持謹慎態度」。

基於美聯儲官員表態及美國貨幣政策歷史回顧，筆者認為，6月不再加息的概率較高，若後續經濟沒有出現較強勁、較全面的反彈、美聯儲對通脹、以及通脹預期沒有失去控制，則美聯儲7月或更遠未來的議息會議上較難重啟加息。

# 人幣匯率從「韌性」到「彈性」



憑高望遠 徐高

中銀國際證券總裁助理  
首席經濟學家

隨着人民幣對美元在近幾個月走貶，各方再次高度關注人民幣匯率。

當前人民幣貶值的外因是美元的走強。自「811匯改」以來，人民幣兌美元匯率就與美匯指數高度負相關——美匯指數上升、美元走強的時候，人民幣對美元會貶值。反之亦然。考慮到美匯指數僅在2023年5月就上漲了2.5%，當前人民幣對美元貶值不奇怪。

## 結匯操作推升外匯需求

但比人民幣貶值方向更值得注意的，是近期人民幣貶值的幅度。2022年前三個季度，美元曾大幅走強。那時人民幣對美元的貶值幅度明顯小於美匯指數漲幅。在那段時間裏，美匯指數上漲16.9%，同期人民幣對美元不過貶值10.2%。但在2023年的2月到5月這四個月裏，美匯指數不過漲了2.1%，同期人民幣卻對美元貶值4.9%。如果說在2022年美元強勁升值時人民幣表現出了「韌性」，對美元貶值幅度有限，那麼在過去幾個月裏，人民幣匯率就更多表現出了「彈性」，對美元貶值幅度顯著大於美匯指數升幅。

人民幣兌美元匯率從韌性到彈性的變化，主要原因之一在於國內經濟復甦放緩。由於經濟景氣會通過多種渠道影響本幣匯率，且不同渠道的影響力和影響速度也有差別，所以從數據上看來，經濟景氣指標與匯率的相關性並不非常明顯。要解釋人民幣匯率從韌性到彈性的轉變，還要在經濟景氣之外找其他更直接的內因。

這個更直接的內因就是，人民銀行結匯規模的擴大。在結匯過程中，人行一邊向國內市場投放人民幣（外匯佔款），一邊從國內市場收走外匯，並將其放入外匯儲備中投資到海外。在外匯市場中，人行的結匯操作會推升市場對外匯的需求，並同時增加人民幣供給，因而給人民幣匯率帶來貶值壓力。反過來，人行如果停止結匯，則會增加人民幣的升值動能。

在2022年四季度之前的兩年多時間裏，儘管中國因為貿易順差擴大而有大量外匯流入，人行結匯規模卻一直很低。但估計是因為國內商業銀行手中持有的外匯實在太多，商業銀行要求人行結匯的呼聲越發高漲，所以從2022年四季度開始，人行加大了結匯規模。在

2022年10月到2023年4月的七個月裏，人行外匯資產增加了4768億元（人民幣，下同）——人行在市場中用4768億元購入了同等價值的外匯。而在2020年1月到2022年9月的這33個月中，人行結匯總額不過810億元。當人行明顯擴大了結匯規模之後，人民幣匯率的彈性就會增加，從而會在美匯指數上升時以更大幅度貶值。

在人行加大結匯規模的同時，國內居民和企業的外匯資產負債狀況仍然健康，人民幣匯率韌性的另一個來源並未改變。過去一年中，中國境內居民和企業的外匯貸款餘額進一步下降，而外匯存款餘額則穩中有升。這使得中國居民、企業外匯存款與貸款之差上升至近十年的新高。

這與2015年「811匯改」前外匯貸款多於外匯存款的倒掛局面形成了鮮明反差，從而可以確保了人民幣無序貶值的局面不會重演。

## 7.3兌1美元為重要支持位

以上分析可知，在人民幣匯率從韌性到彈性的轉變過程中，人行擴大結匯規模是最重要的動因。也正因為此，分析人民幣匯率下一步走勢，既要預判美匯指數走向，更要分析人行的態度。而人民幣匯率中間價相對上一日匯率收盤價的偏離幅度，是觀察人行對人民幣匯率態度的關鍵指標。

所謂人民幣匯率中間價，即每日外匯市場開市前，中國外匯交易中心公布的當日外匯交易的參考匯率——當日的匯率交易報價必須落在圍繞中間價的某個事先確定的範圍之內。最近兩個月，儘管人民幣相對美元明顯走貶，但人民幣兌美元匯率中間價並未明顯偏離上一日收盤價。看起來，目前人行還不擔心當前人民幣的貶值。因此，如果美匯指數進一步走強，人民幣對美元還可能會進一步貶值。但人行手中還有中間價及結匯操作兩大影響匯率的有力手段可用而未用，所以目前的人民幣的貶值高度可控。

投資者可每日觀察中間價相對上一日收盤價的偏離來高頻跟蹤人行的態度，進而預判匯率走勢。上一輪人民幣貶值的低點是2022年11月創出的7.3。從穩定匯率預期的角度來看，人行很可能在人民幣貶到這一水平時採取措施。因此，7.3可能是近期人民幣匯率的一個支撐位。此輪人民幣未必會貶到7.3，但如果真的貶到那個位置附近，則可以對人民幣匯率走勢反轉有較強信心。



# 人才來港增居住需求 樓市受惠



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

港的傳統資金也不盡如人意。筆者認為上述想法並不正確。

## 經濟持續復甦利市場氣氛

經濟民生經歷大劫後，復原是需要一段時間的歷程，不可能一蹴而就。經濟及樓市經過一季度反彈後，未再持續出現爆炸性上升，這是可以理解的。香港經濟正處於慢慢回復增長的過程，而特區政府適時大量輸入人才，這些人才正是香港樓市的生力軍，為樓市帶來活力。

內地有14億人口，就算只有十萬分之一的人有意來港置業，也會對香港樓市帶來很大的支持作用。此外，香港的富裕人士並非每個都在疫情期間蒸發了財富，當本地經濟穩定下來，房地產絕對是這些人的投資首選。

因此，筆者相信香港的經濟和樓市仍有很大的增長空間。今年全年的樓價仍有望以升市作結，升幅更勢必有雙位數字。明年更有望比今年更好。現在香港已經走出疫情的陰霾，經濟逐漸復甦，樓市也將逐漸回暖。因此，樓市的好淡爭持只是暫時的現象，香港樓市前景仍非常俏麗。

全球疫情逐漸結束，本業也因經濟環境而大受影響，部分人更因此出現資金周轉困難。

去年香港房地產市場受到疫情嚴重的衝擊，出現顯著回落，樓價跌了一成半左右。但今年初特區政府全面放寬防疫措施，第一時間恢復內地與香港通關，經濟得以從谷底反彈，樓市也開始止跌回升，大部分香港人的心情也變得開朗。近幾次長假期都出現港人「報復式」外遊，消費意欲亦比去年好得多。

這段時間，香港整體朝氣勃勃，零售、飲食及旅遊得以邁向正常，樓價亦由低位急速反彈近8%。

然而，經歷一季度的熱鬧之後，樓市開始出現好淡爭持，二手成交量亦大幅回落。這時開始有人大肆唱淡，甚至估計今年樓價最終會下跌收場。有些人認為香港樓市很難再靠北水支持，因為內地很多富人的收入也受到影響，而香