

## 刺激經濟措施宜加碼



宏觀漫談 羅志恆

粵開證券首席經濟學家

中國5月經濟恢復速度進一步放緩，經濟、金融、物價數據幾乎全面回落，股市和債市收益率持續下行。人民銀行隨之下調公開市場操作（OMO）、常備借貸便利（SLF）和中期借貸便利（MLF）等政策利率，資本市場對可能的新增政策發力舉措呼聲較高、期待較大。當前不僅要考慮擴大內需，防止外需下滑的重要性上升，還要激發微觀主體信心。

## 民間投資有待激活

5月社零消費的兩年平均增速僅2.5%，其中商品零售增長2.5%，餐飲收入增長3.2%，服務消費恢復情況好於商品消費。而商品消費低迷主要受耐用消費品拖累，5月房地產後周期的家電、傢具、家裝零售，兩年平均增速分別為-5.4%、-4.0%和-11.3%。隨着汽車銷售進入到旺季及部分地區加大補貼力度，汽車銷售增速有所回升，但5月兩年平均增速也僅為2.1%，低於社零消費總體的2.5%。

1-5月民間投資同比為-0.1%，大幅低於固定資產投資總額的4%，製造業投資增速下行，均反映出民營經濟對未來的信心仍不足，穩定經濟主要依賴以基建投資為代表的政府和國企投資。

2月、3月樓市曾迎來「小陽春」，但隨着前期積壓的購房需求集中釋放，4月以來樓市明顯降溫，購房者觀望情緒較重，成交活躍度下滑，二手房掛牌價下調。房企新項目開發意願不強，5月房屋新開工面積同比下降28.5%，降幅較4月擴大0.2個百分點；在「保交樓」政策帶動下，5月房屋竣工面積同比保持24.5%的高增長。

全球經濟衰退風險顯現，外需下滑、出口回落。5月美國、歐元區製造業採購經理人指數（PMI）分別為46.9和44.8，分別連續七個和十一個月位於收縮區間。1-5月外向型經濟體中，越南、韓國、中國台灣出口同比為-8.4%、-13.5%和-16.9%。1-5月，對美出口佔中國全部出口的份額僅為14.3%，是近年同期的最低水平；1-4月中國外商投資企業出口同比-13.7%，進料加工貿易同比-11%，同比增速均遠遠低於出口整體增速，一定程度上反映了產業外遷對出口的壓力。

就業形勢嚴峻，尤其是青年人群就業形勢較差，這又將反過來制約居民收入和消費增長。5月16-24歲勞動力調查失業率為20.8%，5月大概有600多萬

青年人口仍在尋找工作。2023年高校畢業生規模預計達1158萬人，比去年增加82萬人，進一步加大就業壓力。隨着臨近畢業季，青年失業率或將繼續季節性上升。

中國生產物價指數（PPI）同比連續八個月負增長，規模以上工業企業利潤大幅負增長，營業收入利潤率和應收賬款平均回款期惡化。

## 減息降準料陸續有來

本文着重討論五個可行性或市場關注度較高的政策措施，分析其刺激作用、潛在風險與現實約束。

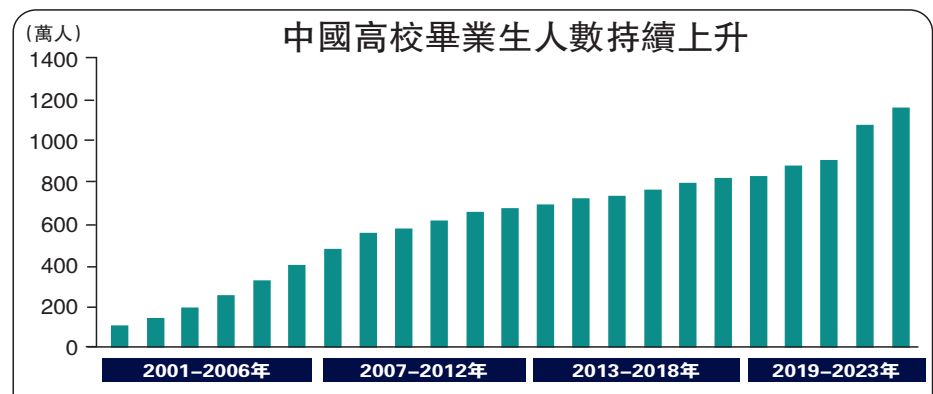
（1）進一步降準降息，降低實體融資成本，刺激消費和投資。目前僅10個基點（BP）的降息，對經濟的提振作用或相對有限，還需進一步降準降息，刺激居民消費、購房與企業投資。社會上對貨幣政策進一步寬鬆有四個顧慮：一是引發通脹，二是匯率貶值，三是房價暴漲等資產泡沫，四是政策傳導不暢和金融空轉。但從當前情形來看，這些顧慮均未構成明顯制約，穩增長穩就業更加重要，貨幣政策還有進一步寬鬆的空間。

（2）下調存量房貸利率，減輕居民還貸壓力，提升消費能力。當前社會上對於下調存量房貸利率的呼聲較高，但下調存量房貸利率存在一些問題：其一，銀行是自主經營的商業機構，人行主要通過貨幣政策來影響貸款利率，下調存量房貸的加點部分，超出了監管部門的正常職權範圍；其二，住房貸款是銀行的優質資產，且存量規模較大，若下調其利率，將對銀行利潤造成較大衝擊，增大銀行業風險，同時許多銀行都是上市公司，也將影響股民利益；其三，利率是資金的價格，購房和房貸都是市場行為，遵循契約精神，若經濟低迷時期可以要求下調加點部分，經濟強勁時期銀行要求重新加回卻面臨較大困難。

（3）優化房地產調控政策，支持居民剛性和改善性購房需求。當前房地產市場低迷仍是拖累經濟增長且蘊藏較高風險的領域，政府出台了多項穩地產政策，試圖提振居民購房需求，但與此同時，部分合理的剛性和改善性需求卻仍受到嚴格限制。

（4）發行長期建設國債，提前建設「十四五」期間的重大項目工程，擴大總需求，穩定信心和預期；同時將騰出的財力給中低收入人群發放補貼，尤其是提高農村地區的養老金，促進消費或提高抗風險能力，保民生、穩增長。

（5）發放消費券，中央和地方分地區按比例分配，既能減輕地方政府負擔，又能調動其積極性，最終提振全國居民消費。



## 全球股樓震盪未完



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

美國聯儲局6月決議維持利率不變，是過去一年加息十次後，首度暫緩加息。聯儲局理事、副主席提名人傑斐遜日前透露，聯儲局即使在未來議息會議上決定暫停加息，也不應該被視為加息周期結束。

里士滿聯儲銀行行長巴爾金表示，經濟似有冷卻跡象，看到利率上升限制需求，令經濟趨向冷卻，商界仍傾向加價以應對成本上升，通脹較預期頑強。

美元利率期貨反映6月中加息機率下降，聯儲局不少成員仍覺得美國通脹依然高企，加息未能削停。

資產管理機構貝萊德行政總裁芬克說得明白，美國通脹頑強及高企，聯儲局需要再加息兩至四次。通脹過高及頑強，近期停留在4%至5%範圍，部分原因是華府仍有財政支援措施，看不到通脹回落至2%趨勢。暫時無確實證據顯示美國經濟會陷入衰退，即使出現衰退，也屬溫和。

聯儲局公布的褐皮書報告指出，美國經濟活動在最近幾個星期似乎停滯不前，就業增長及通脹都在放緩，商業前景似乎較之前略差。各地區聯繫人指出，勞動力市場仍然強勁，但已有所降溫。一些地區企業報告表示，需求減弱或不確定性增加，導致暫停招聘或裁員。通脹步伐經已放緩，價格溫和上升，全國大部分地區聯繫人預計，未來幾月價格仍以溫和速度上升。

美元利率期貨表現異常反覆，反映未來聯儲局加息不易捉摸，但可以肯定的是美國通脹仍甚為頑強，並不容易回落至聯儲局2%的目標水平，所以難以掌握美息走向。這樣會使到美國以至全球樓市股市等投資市場走勢變得波動，短線投資不容易捕捉。

如果以長線角度分析，美國經濟有轉弱之勢，現在聯邦基金利率已經站在逾5厘水平，許多美國民眾以至企業甚至銀行已感到吃不消，否則不會出現目前的銀行倒閉潮。銀行也撐不住，何況民眾，現有息口許多人以至機構均接受不住。若聯儲局再加息相信加幅亦有限，不然就會打擊美國以至全球經濟及樓市股市等投資市場。



▲美聯儲選擇暫停加息，並且引導市場相信未來仍會加息，是希望緩解金融緊縮壓力，可是也只會為權宜之計。

2023年6月美聯儲議息會議如期暫停加息，但經濟預測暗示年內或仍有兩次加息，此前市場主流預期認為年內僅加息一次。美聯儲主席鮑威爾講話態度模糊，關於繼續加息的討論不多，只強調今年不應該降息。筆者目前仍傾向於認為，美聯儲會在7月完成最後一次加息、年內不降息。

## 聯儲加息「停」而不「止」



政經透視 鍾正生

平安證券首席經濟學家

議息會議宣布暫停加息，即維持聯邦基金利率在5厘至5.25厘目標區間，符合5月會議後的市場主流預期。同時，美聯儲維持其他政策利率：（1）將存款準備金利率維持在5.15厘；（2）將隔夜回購利率維持在5.25厘；（3）將隔夜逆回購利率維持在5.05厘；（4）將一級信貸利率維持在5.25厘。縮表方面，美聯儲將維持原有計劃，即每月被動縮減600億美元國債和350億美元機構債券和抵押支持債券（MBS）。

經濟和政策描述部分，6月聲明幾乎沒有變化，僅在宣布維持利率不變後，補充解釋了此舉的目的是「使委員會能夠評估更多信息及其對貨幣政策的影響」。

## 年內降息機會微

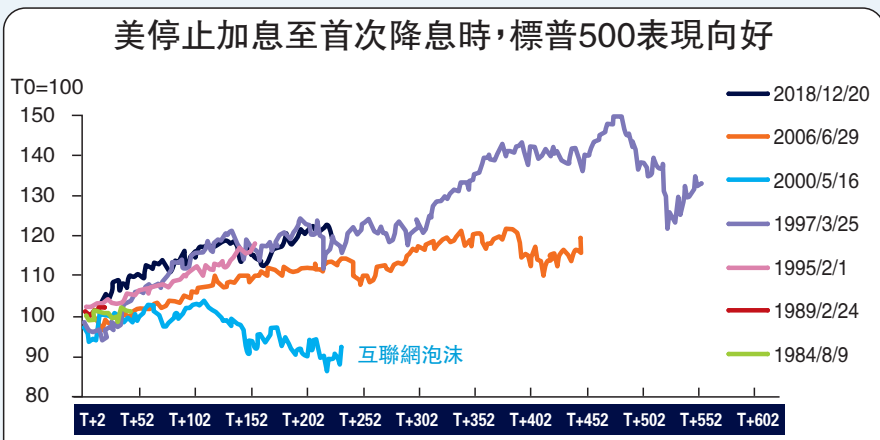
鮑威爾在聲明發布半小時後，發表講話並接受採訪，市場情緒有所緩和：10年美債收益率由3.85厘回落至3.8厘附近；美股三大股指集體轉漲，納指、標普500和道指當日分別收漲0.78%、0.39%和0.08%；美匯指數由103.3回落至103附近；黃金價格重回每盎司1940美元上方。

鮑威爾講話內容具體來看：

（1）關於暫停加息。多數記者就本次會議暫停加息提問，尤其考慮到經濟預測暗示「應該」再加息50基點（BP），美聯儲為何不直接選擇繼續加息？鮑威爾曾兩次提到美聯儲加息決策的「三維度」框架：「速度」、「高度」及「時長」。其認為，去年加息的「速度」更為重要，因此美聯儲選擇大幅、快速加息；但隨着利率水平靠近需要達到的終點，美聯儲選擇放慢加息節奏，但仍認為更高的利率水平可能是合適的，暗示目前加息「速度」的重要性已讓位於「高度」。

（2）關於未來加息。雖然沒有記者直接詢問7月會否加息，但鮑威爾在回答其他問題時，就7月以及未來的加息決策表態比外界預期的更為模糊。首先，其在提到6月暫停加息時，糾正使用「跳過」（skip）這一表述，旨在傳達美聯儲尚未就7月會議作出決策，不承諾一定會加息。其次，其在討論點陣圖的時候也強調，點陣圖僅代表委員在當下的預期，並不應視為對未來加息的決策。惟鮑威爾認為，儘管緊縮過度及緊縮不足（通脹上行）風險可能仍然更高，暗示未來繼續加息是合適的。

（3）關於降息。有記者問道，經濟預測顯示明年通脹仍高，但利率水平為何會下降。鮑威爾解釋稱，隨着通脹下降，實際利率水平（政策利率-通脹率）會自然上升；其認為只要維持實際利率水平，就可以幫助通脹回落，繼而政策利率可以相應調降。但他也強調，在今年通脹回落有限的背景下，不認為應該降息。



（4）關於經濟、就業與通脹。通脹方面，不少記者擔憂住房服務通脹黏性。鮑威爾也承認，過去半年住房通脹沒有出現明顯的回落進展，但也沒有加速上漲。此外，也有記者關心工資上漲會阻礙通脹回落。鮑威爾稱，「希望」看到工資增長水平逐漸回落（而不是斷崖式回落）。就業方面，鮑威爾的表態比較積極，認為就業市場供需趨於平衡。

此外，有兩位記者分別詢問了少數群體就業降溫和部分行業罷工的問題，這可能是美國就業市場正在降溫的一些微觀信號。經濟方面，有記者問「軟著陸」的前景是否發生改變。鮑威爾的回答略顯猶豫，其一方面強調仍然存在軟著陸的路徑，但另一方面更藉此機會重申了美聯儲對於回答2%通脹的決心和承諾，暗示「遏制通脹」的重要性仍然高於「呵護經濟」。

（5）關於信貸緊縮。鮑威爾稱，目前評估信貸緊縮的影響仍然過早；如果美聯儲看到了這一影響，才會進一步考慮（調整貨幣政策）。

（6）關於金融風險。有記者專門詢問了商業地產和非銀行金融機構的風險。鮑威爾一方面承認美聯儲正在關注這些風險，也強調了美聯儲具有維護金融穩定的職責，但另一方面，也沒有承認金融風險對目前的貨幣政策有很大影響。

（7）關於國債市場和財政可持續性。鮑威爾稱，美聯儲會關注國債流動性和市場影響；但財政可持續性不是其職責。當被問道美聯儲會不會為財政融資，鮑威爾堅決稱「絕無可能」。

## 延長緊縮周期效果

當前美國宏觀環境頗為複雜，經濟仍有韌性，但趨勢降溫的信號增多，且金融風險冒頭。在此背景下，本次會議美聯儲選擇暫停加息，並且引導市場相信未來仍會加息，既可以緩解金融緊縮壓力，也不至於令金融條件過快放鬆，此乃權宜之計。往後看，在鮑威爾講話中提到的「三維度框架」中，筆者認為「時長」甚至比「高度」更重要，而適當放緩速度並為未來的加息留出空間，能夠起到延長緊縮周期的效果。

雖然本次點陣圖顯示，多數官員預計未來至少還有兩次加息，但鮑威爾講話對未來加息的語氣偏弱，再綜合考慮美國經濟、就業和通脹降溫的趨勢基本確立，筆者目前仍傾向於認為，美聯儲在7月會完成最後一次加

息，此後在不發生重大金融風險的前提下盡量不降息，維持「充分限制性」利率水平較長時間，直到美國經濟衰退見頂，通脹得以確定性回落。但也需注意，7月重啟加息並非「板上釘釘」。正如鮑威爾講話時強調，7月會議還沒有決定，不應把本次暫停加息稱為「跳過」加息。筆者認為以下可能條件的觸發，將會降低7月重啟加息的幾率：

（1）美國6月通脹數據大幅回落。7月會議前公布的6月通脹數據可能顯得積極，基於數據下，6月消費物價指數（CPI）的通脹率可能進一步回落近1個百分點至3.2%左右（假設環比增長0.3%）。6月以來（截至13日）國際能源價格維持小幅下行走勢，這也限制了6月通脹超預期走高的可能。

（2）美國6月失業率進一步上行。美國5月失業率升至3.7%，假如進一步上升，即可能突破2022年2月以來新高，並進一步接近4%左右的「自然失業率」，降低繼續加息的必要性。

（3）美國銀行業發生新的暴雷及合併事件。美國財政部長耶倫在6月7日發言對美國銀行業的看法偏謹慎，對於再次發生銀行合併「不會感到意外」。截至6月7日當周，美聯儲銀行定期融資計劃（BTFP）使用規模突破1000億美元，連續五周上漲，也暗示銀行業流動性壓力猶存。

（4）美股出現較大調整。當前美股的積極表現與美國經濟前景略顯矛盾。隨着美債利率修復至銀行危機前水平，截至6月13日，標普500指數風險溢價水平進一步刷新2009年以來新低，暗示美股「過熱」。

而無論7月是否加息，美聯儲仍可能保留9月再加息的選項。由於「供給驅動型」通脹的改善空間有限，疊加基數原因，展望下半年，美國通脹數據改善的幅度或更小，且通脹回落更需要以經濟降溫為前提。本次點陣圖暗示，7月和9月連續加息兩次，對多數聯儲官員而言也不會太過意外；如果因為平衡短期金融風險而在7月繼續暫停加息，那麼9月可能需要重啟加息以彌補所需的利率「高度」。

此外，一旦市場確信美聯儲已經中止加息，注意力就可能立即轉為何時降息，致使金融市場條件快速轉鬆，威脅美聯儲遏制通脹的效果。因此，筆者認為，美聯儲可能會有意令最後一次加息「懸而未決」，起到延長緊縮周期的效果。