

聯儲加息周期不易終結



金融熱評 張濤

中國建設銀行
金融市場部分析師

伴隨美國6月CPI（消費物價指數）和核心CPI漲幅超預期的放緩，美聯儲在本輪加息周期之初誓言的「軟著陸」可能性繼續上升。按照菲利普斯曲線關於「通脹—就業」的框架來觀察美聯儲的本次抗通脹進程，截至目前美聯儲取得了超預期的成效——去年6月美國CPI同比漲幅及9.1%之後，就開始快速的回落，一年後CPI同比漲幅累計回落6個百分點至3%，同時美國失業率穩定在3.6%左右的水平。

鑒於核心通脹漲幅仍大幅高於2%的通脹目標水平，美聯儲結束加息的進程會十分謹慎。圍繞美聯儲隨後的利率政策路徑，有三處變化需要密切關注。

首先，美聯儲利率政策已轉入實質性的限制性水平。伴隨6月核心CPI同比漲幅回落至5%以下，美國主要的通脹指標漲幅均低於美聯儲的政策利率水平，即剔除通脹因素後的實際政策利率由負轉正。按照之前聯儲加息周期的經驗，當政策利率轉入實質性的限制性水平後，利率收緊對消費需求的緊縮作用也將進入加速顯現階段。但由於美國防疫的財政紓困政策和疫後就業市場的結構性變化，之前聯儲的經驗規律能否再次發揮作用，美聯儲也無法確定。加之在抗通脹過程中，貿然過快停止加息周期，很可能因通脹反覆而造成不必要的麻煩。例如，加拿大央行和澳洲聯儲就過早結束加息，後又被迫重啟，相應其公信力和抗通脹的進程都受到負面影響。

因此，在通脹趨勢性回落沒有十分明確的證據前，美聯儲更傾向於保持抗通脹的姿態。

其次，美國通脹出現反覆的概率不低。雖然在過去的12個月，美國通脹漲幅快速回落，但從物價絕對水平的上漲情況來看，美國消費者承受的通脹壓力還十分巨大。例如，本輪通脹周期以來，能源和汽車價格波動最為明顯，這兩項也是對CPI同比漲幅回落貢獻最大的，但自今年2月之後，能源和汽車的絕對價格就不再下降，與此同時，住

房、服務等價格水平仍在累計上漲。這也是美國消費者「加薪」的訴求持續高漲的原因所在，相應這一次美國通脹的黏性強於以往，所以通脹反覆的概率並不低。

實際上，就在6月份CPI數據公布之後，克利夫蘭聯儲也隨即更新了其對通脹的模型預測，預測結果顯示，7月份的CPI和PCE（核心個人消費支出）同比漲幅均會較6月有所回升。

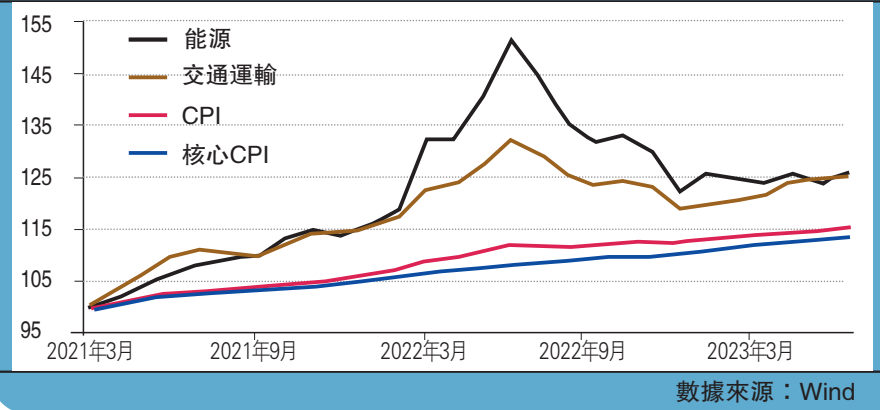
通脹目標採取靈活策略

再次，美聯儲對於通脹目標會採取更為靈活的策略。除了上述兩點近期變化之外，還有一處影響更深遠的變化，即美聯儲對其通脹目標會採取更為靈活的策略。按照美聯儲在6月議息會議公布的最新經濟預測（SEP），可以觀察其未來兩年的聯儲政策路徑，美聯儲預計至今年底，美國PCE通脹將回落至3.2%，而政策利率（聯邦基金利率，FFR）則保持在5.6%的水平，即高過PCE通脹2.4個百分點；到2024年底，PCE通脹降至2.5%，FFR為4.6%，超出PCE通脹2.1個百分點；到2025年底，PCE通脹進一步降至2.1%，FFR為3.4%，超出PCE通脹1.3個百分點。

這三對數字透露出兩點重要的信息：一是在2026年之前，美聯儲都會將政策利率保持在限制性水平狀態（利率始終高於通脹）；二是美聯儲不會等到通脹回落至2%目標水平後，才會採取降息。例如，2024年暗含著要降息100個基點，2025年則進一步降息120個基點。如果美聯儲之後的政策路徑就是這樣的話，實際上預示著美聯儲在某種程度上放棄了2%的通脹目標。

以上，就是筆者從近期美國通脹數據和美聯儲政策信號的變化中獲得一些新的認識，但是這些認識更多側重對美聯儲抗通脹的單一分析，相應對於加息滯後效應對金融穩定的影響，美聯儲縮表計劃（QT）的持續推進對金融體系整體流動性的影響，以及利率和流動性雙收緊對美國債務持續性的影響等問題，均沒有過多的涉及和納入筆者對美聯儲利率政策路徑的分析中，然而隨著美聯儲距離結束加息進程的臨近，這些問題對於市場影響的重要性自然也會隨之提升，對此也將會擴充現有的分析框架，來持續更新認識。

本輪通脹周期以來美國消費物價累計漲幅



延長居屋按揭保證期助上車



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

香港金管局日前宣布放寬按揭成數限制協助市民換樓，但未補地價的居屋業主及有意購買二手居屋的市民並未能受惠。於是多位議員參與的立法會「G19」於上星期舉行了「活化居屋二手市場交易新建議」記者會，並公布對「活化居屋二手交易」的共同倡議。他們建議將擔保期延長至60年，此舉是可以活化到居屋第二市場的潛在供應達30萬個單位。筆者是十分同意，也認為議員對市場的理解非常準確，反映新一屆議員的確是接地氣的。

樓齡20年以上佔比近九成

建議書指出，目前約35.2萬個居屋單位中，有31.3萬個（89%）樓齡達20年以上，當中31年或以上的更佔四成。面對樓齡較高的居屋單位，因為現時房委會為居屋單位提供的按揭保證期只是「30年減樓齡」政策，令大部分單位因為老化而未能獲得合理按揭，更多的是出現無法批核，部分準買家（尤其是年輕人）根本無法承擔極之高昂的首期金額，遑論緊接一連串的律師費、印花稅、地產代理佣金等。

有關的按揭貸款保證期由首次轉讓起計最長為30年，即是說樓齡愈高，供款期就愈短，令到每月供款額都非常之高。如果心儀居屋的樓齡超過20年，部分銀行不批出合理的按揭年期（如20年或以上）。當樓齡超過20年，銀行會因應按揭保證期「30年減樓齡」縮短還款年期，令到部分基層的準買家無法承擔高昂的首期和供款金額，又或者收入未能符合壓力測試，從而令整個居屋第二市場接近冰封。

根據居屋第二市場的數據，的確是出現結構性的收縮現象。「白居二」申請宗數甚高，顯示需求甚為殷切，但是成功交易個案極低，其中以「白居二2020」申請宗數高達11.7萬宗，而配額數目為4500個，但成交宗數僅達2100宗，成功率只得47%。有超過半數「中籤」者，最終未有認購到單位，若果情況持續，未補地價的二手居屋單位將失去作為房屋供應的主要來源之一。

房策低效率是大問題，無論什麼原因政府都有責任去提高效率，有需求但未能準確配對不是一個理想的情況。

香港特區政府不應該容許二手轉讓率低這個情況出現，這會令政府只能不停撥資源真地興建公屋解決問題，亦會令到香港的房屋政策在富戶問題的解決上不堪理想。



中國汽車行業取得了歷史性的突破，當中新能源車更成為了主要增長動力。

今年二季度，中國GDP（國內生產總值）同比增長6.3%，快於今年一季度4.5%的同比增速。這主要是去年二季度低基數的結果——2022年一季度GDP同比增速4.8%，二季度降至0.4%。如果算兩年複合年增長率（今年比2021年的增長），今年一季度和二季度的增速分別為4.6%和3.3%，二季度增速呈現放緩。

穩經濟須兼顧新舊動能



憑高望遠 徐高

中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

考慮到今年上半年GDP同比增速已經達到了5.5%，且由於去年四季度經濟受疫情影響而留下了低基數（意味着今年四季度GDP同比增速不會太差），今年全年GDP增速達到5%目標應該沒太大問題——但這只是表明增速達標的可能性很大，並不代表經濟狀況十分理想。

當前，中國「穩就業」的壓力不小。今年6月，中國城鎮調查失業率與上月持平，繼續維持在5.2%，也接近於過去6年失業率的平均水平。但同時，中國青年人（16至24歲年齡段）調查失業率再創新高，上升至21.3%。青年人的失業問題有其結構性的一面（今年6月中國25至59歲年齡段人口的失業率僅為4.1%），也有其周期性的一面——青年人失業率的同比降幅與中國GDP同比增速顯著正相關。

地產疲弱拖累內需

換句話說，經濟增長得愈慢，青年失業率上升得愈快。而即使是仍處較低水平的25至59歲年齡段的失業率，其同比降幅也與GDP同比增速正相關。從穩定就業市場、維護社會穩定的角度來看，經濟增速還需穩住。

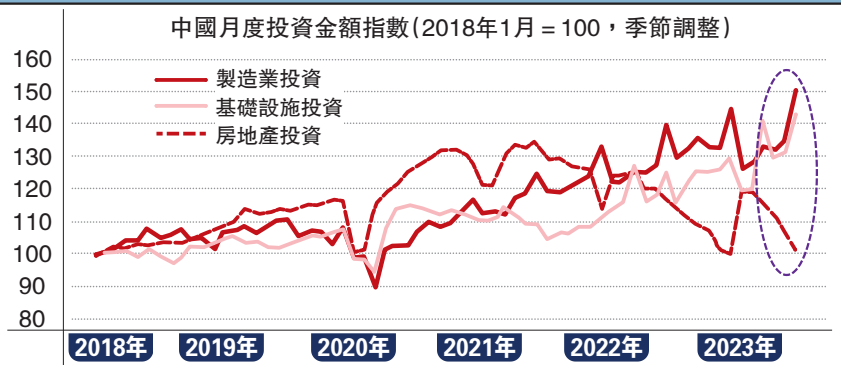
從幾個主要經濟指標季節調整後的絕對水平來看，中國總需求不足的狀況在今年6月有所加劇。季節調整之後的絕對水平指數顯示，中國出口金額已連續下滑3個月，6月季調後的出口金額比3個月前的高點縮水了20%。同月，中國投資和消費品零售總額的絕對水平也小幅下滑。中國工業增加值絕對水平在6月雖有所回升，但仍然低於今年年初的高點。如果需求面指標比走弱的勢頭延續，再考慮到去年三季度基數的抬升，本季度GDP同比增速可能會明顯低於上一季度。

若要穩定需求，只能從內需想辦法。因為外需既不能為中國所控制，且未來前景還不樂觀。筆者曾在4月份撰文指出：「在發達經濟體景氣度因貨幣緊縮而走低的時候，中國出口不太可能長期保持強勢。」最近幾個月的出口走勢無非是在印證之前的判斷而已。

在內需之中，主要的拖累項還是地產投資。季節調整之後，今年6月中國固定資產投資金額和消費品零售總額分別比今年3月水平低了5%和2%，降幅相對溫和。而6月中國地產投資金額卻比3月水平低了13%。相比之下，投資的另外兩大項，製造業投資和基礎設施投資，其6月水平比3月分別高了13%和1%。事實上，如果不是今年6月製造業和基礎設施投資規模反常的高，6月中國投資數據還會更難看。

筆者曾指出：「從地產投資資金來源來看，今年一季度地產行業的復甦有明顯的需求拉動特徵——房子賣

地產投資走弱拖累整體投資



資料來源：萬得、中銀證券

得多了，銷售回款增加了，所以地產行業復甦了。」當時筆者判斷此輪地產復甦難以持續。從今年4月到現在，地產銷售重歸低迷，連帶着銷售回款再次回落，從而讓地產投資資金來源再次大幅下滑。到今年6月，地產投資資金來源的絕對水平已跌破了去年四季度的低點，又創近7年來的新低。

筆者曾對去年7月份的地產行業有過如下分析：「對於地產過於嚴厲的融資緊縮政策觸發了行業的下行，並將行業推入了惡性循環中。一方面，地產開發商資金鏈收緊，信用風險上升；另一方面，其他人對地產行業信心下降，主要表現為銀行對地產開發商的惜貸，以及購房者因為擔心房屋交付而來的「惜購」心態——不太敢買房子。這兩方面的因素相互加強，使地產行業進入了極其反常的疲弱狀態。地產行業僅憑自身力量，很難打破這種惡性循環。」

儘管從2022年11月開始，地產融資政策放鬆已經有了大半年時間，地產行業仍未能跳出上文所說的惡性循環。今年一季度地產行業的復甦，更像是被疫情抑制之需求的一次集中性釋放。釋放結束之後，行業又重回困境。這也表明，當前的地產紓困政策力度仍顯不足，尚不足以打破行業的惡性循環。如果沒有更強有力的扶助政策出台，行業狀況很可能進一步惡化。而考慮到地產行業有較長的上下游聯繫，且通過賣地收入與地方政府財政密切相關，地產行業的弱勢會給經濟帶來沉重壓力。

國產汽車彎道超車

當然，中國經濟也並非全無亮點。最近3年，中國汽車行業取得了歷史性的突破，亮眼表現從2020年一直延續到現在。從2022年四季度開始，中國更是超過日本，成了世界第一大汽車出口國。中國汽車行業的突破還表現在國內市場中自主品牌的崛起。多年以來，國內市場中含資品牌汽車銷量一直高於自主品牌。但從2022年一季度開始，中國自主品牌汽車銷量反超含資品牌，且優勢在最近一年多時間裏不斷擴大。

汽車的新能源轉型讓中國汽車行業上了一個大台階。2019年末的時候，在中國汽車產量中，新能源汽車（包括純電動和插電混動）佔比尚不足5%。但從2020年開始，這一比例就不斷上升。目前，中國汽車產量中

新能源車的佔比已達到三分之一。最近3年新能源車佔比的上升，與中國汽車出口量的爆發走勢高度融合，也與中國自主品牌汽車銷量反超含資品牌的趨勢一致——中國汽車行業在新能源轉型的大潮中實現了彎道超車。

中國汽車行業的彎道超車可以給人兩點啟示。一方面來說，中國供給面的產業轉型升級一直在快速推進。重要行業的技術突破可遇而不可求，但中國恰恰是在新冠疫情衝擊全球產業鏈的時候，緊緊抓住了新能源車轉型的技術機遇，在國內國外都實現了汽車行業的歷史性突破。這充分體現了中國改革開放40多年在製造業方面積累起來的強大競爭力。

從另一方面來說，在汽車這麼一個大行業取得歷史性突破的時候，中國宏觀經濟仍然低迷，充分表明了中國宏觀政策既要推進「立」，更要防止「破」。根據中汽協的統計，2022年中國重點汽車企業的總營業收入約為4.5萬億元（人民幣，下同），總工業增加值8481億元。可以說，汽車行業是中國一個舉足輕重的大行業。但就是這麼大的一個行業，它過去兩年半時間裏平均10%以上的工業增加值真實增速，仍不足以對沖地產行業走弱帶來的壓力，無法改變中國經濟低迷的現狀。

這充分說明，經濟發展固然要培養新增長點，但也不能人為打擊傳統增長引擎。所謂「有破有立」，試圖在破立之間實現經濟平穩增長、經濟結構轉型升級，只是一廂情願。這是因為產業結構的升級，與傳統增長引擎的呵護並不矛盾。地產市場的平穩發展，與汽車行業的上台階可並行不悖。平穩發展的地產業，加上取得突破的汽車業，中國經濟預期必然向好。所以，在市場已經做好了「立」的時候，中國宏觀政策需要糾偏不恰當的「破」。

在經濟面臨沉重下行壓力的時候，中國急需放鬆對經濟增長的政策約束：與其說現在在中國經濟需要的是「踩油門」，不如說要的是「鬆煞車」；與其說市場在期待「一攬子」刺激性政策，不如說市場在期望「一攬子」政策糾偏。這方面，對中國債務問題的認識糾偏，以及對房地產市場調控政策的糾偏是重中之重。只有停止人為的「破」，守住中國經濟的存量，同時促進「立」，培育更多的新增長點，中國經濟才能實現高質量發展之要求。