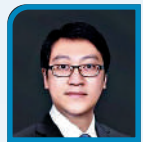




▲美國通脹持續符合預期地下行，勞動力市場也出現較軟化跡象，市場因而預計本次加息為最後一次的概率較高。

7月議息會議美聯儲符合預期地加息25個基點（BP，Basis point），政策利率提升至5.25厘至5.5厘。美聯儲主席鮑威爾表示，後市利率決議需要基於未來披露的數據決定，還需進一步觀察通脹是否繼續走低。筆者認為7月為最後一次加息的概率較高，但當前美國經濟韌性較強，若通脹黏性超預期，則不排除下半年美聯儲再次加息的可能性。年內降息概率較低，短期10年期美債利率或震盪運行。

美加息周期臨近尾聲



經濟把脈 明明

中信證券固定收益
首席研究員

在本次議息會議上，美聯儲上調聯邦基金利率25個基點至5.25厘至5.50厘，該決定全票通過。理事會一致投票決定將準備金餘額支付的利率提升至5.40厘，自2023年7月27日起生效。基礎信貸利率將提高25個基點至5.50厘。美聯儲將繼續如2022年5月發布的《縮減美聯儲資產負債表規模計劃》所述，每月縮表（減少其持有的美國國債、機構債券和機構抵押貸款支持證券）規模上限為950億美元。

經濟預期方面，美聯儲維持原有表述，認為就業市場增長強勁，美國信貸條件收緊可能會對經濟造成影響。7月美聯儲維持了此前6月的論述，表示「經濟活動繼續以溫和的速度擴張，近幾個月就業增長強勁，失業率保持在低位」。隨著銀行信貸緊縮條件收緊，美聯儲保留了此前「家庭和企業的信貸條件趨緊可能會對經濟活動、招聘和通貨膨脹造成壓力，這些影響的程度仍然不確定」的表述。

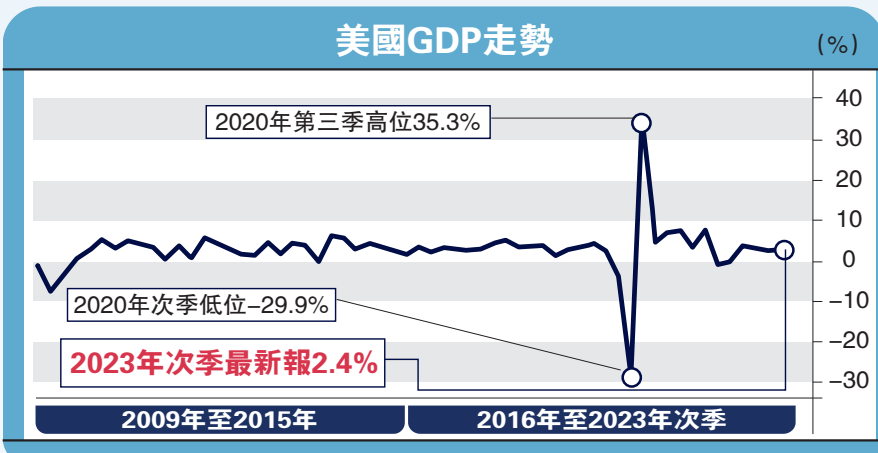
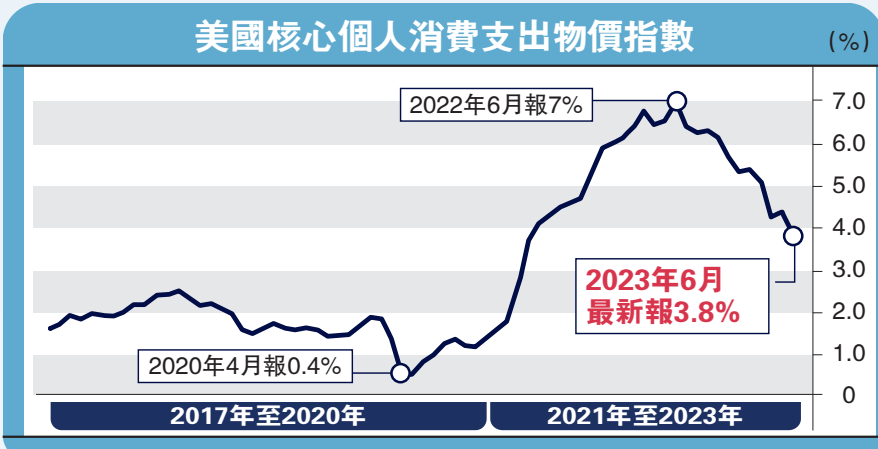
貨幣政策立場方面，美聯儲表示暫停加息是為了等待數據、進一步評估貨幣政策的影響。本次聲明保留了「委員會將密切監測最新信息，並評估其對貨幣政策的影響」的表述。此外，美聯儲也保留了之前「在決定是否需要額外的緊縮政策以使通脹逐漸回歸2%時，委員會將考慮貨幣政策的累計收緊、貨幣政策影響經濟活動和通脹的滯後效應以及經濟和金融發展情況」的表述。

通脹預期根深蒂固

鮑威爾在當日新聞發布會上表示，未來利率決議需要基於未來披露的數據決定，後續還需進一步觀察通脹是否繼續走低。美聯儲工作人員不再預測今年會出現經濟衰退，鮑威爾認為今年不會降息。

貨幣政策方面，鮑威爾表示：在判斷何時降息時，需要同時考慮通脹水平和下降速度，將取決於美聯儲對通脹回落至目標的信心程度，如果數據顯示有需要，美聯儲可能會在9月份加息，也有可能9月不加息。這不是一個美聯儲想要提供大量前瞻性的指引的環境。他亦認為今年不會降息，政策還需要在更長時間內維持緊縮水平。更漸進的加息步伐並不意味著每隔一次會議加息一次，可能是三次會議中加息兩次。但早在通脹達到2%之前美聯儲應該停止加息，也會在通脹達到2%之前開始降息，因為預計到2025年左右才會看到通脹回落至2%。美聯儲可能在縮表的同時降息，利率調整和縮表是獨立的。實際聯邦基金利率目前處於有意義的正區間。

通脹方面，鮑威爾表示：6月通脹報告比預期稍好，通脹已經在一定程度上得到了緩解，但它只是一份報



告、一個月的數據，不要從單一讀數中獲取太多信號，後續還需進一步觀察通脹是否繼續走低，並且增長比預期強勁，通脹回落至2%的過程還有很長的路要走。核心通脹仍然相當高，長期通脹預期仍然「根深蒂固」，希望看到核心通脹率下降；加息的全部影響還沒顯現。隨著貨幣立場越來越具限制性，面臨的風險也在增加。工資可能是未來一個重要問題，勞動力市場將成為讓通脹回落的重要一部分，希望工資增長與2%通脹率相一致，勞動力市場條件需要進一步放鬆。俄羅斯退出黑海糧食協議預計不會對美國食品通脹產生重大影響。

年內降息概率低

經濟方面，鮑威爾表示：美聯儲工作人員不再預測今年會出現經濟衰退，經濟活動以溫和的速度擴張，決策者希望看到適度或溫和水平的經濟增長。勞動力市場仍然非常緊張，就業增長依然強勁，勞動力供需持續出現平衡的跡象越來越明顯。美聯儲看到了強勁的消費，當前的支出和國內生產總值（GDP）數據顯示出強勁的增長，消費者支出增長較年初放緩。較高的利率已經拖慢了房地產市場的增長速度，政策正在發揮作用，符合預期。恢復房地產市場的平衡還有很長的路走，現有住房供應非常緊張。勞動市場的疲軟仍然是可能的結果，實現一定程度的通脹下降而不引發失業激增是一種理想的結果。即使出現較軟著陸，勞動力狀況仍會有所減弱。對於銀行體系，鮑威爾表示銀行業已經穩定下來，美聯儲正在謹慎監測銀行業的情況，但很難梳理出銀行業動盪對經濟的影響。

鮑威爾在鴿派表態的同時，也釋放了一定鷹派信號。鮑威爾鴿派地表

示實際聯邦基金利率已經處於有意義的正區間，但同時他也表示更漸進的加息步伐可能是三次會議中加息兩次，並且重申了從歷史來看「做得少」導致控制通脹失敗的長期社會成本是較「做得多」更高的。鮑威爾鷹鴿交織的表述也體現在多次強調會基於未來數據作出議息決定，表示9月加息與不加息都存在可能性。中性發言也包括鮑威爾表示後續還需進一步觀察通脹是否繼續走低，以及觀察本周會披露的美國僱傭成本指數（ECI，Employment Cost Index）數據來輔助未來會議決定。整體而言，鮑威爾釋放了鴿派信號的同時，也為未來留下了轉鷹的空間。

筆者認為7月為美聯儲本輪最後一次加息的概率較高，但若通脹超預期，則不排除今年下半年再次加息的可能性，年內降息概率較低，短期10年期美債利率或震盪運行。今年以來美國通脹持續符合預期地下行，6月通脹數據略好於預期，勞動力市場也出現軟化跡象，因而預計7月為最後一次加息的概率較高。

但也需注意，當前美國勞動力市場仍偏緊張，薪資增速放緩幅度不及預期。同時，美國消費者信心在實際薪資增速反彈支撐下大幅回升，美國消費仍具有韌性，7月製造業採購經理人指數（PMI）出現反彈，6月服務業PMI也回升至53.9，疊加美國房地產市場回暖，美國經濟增長仍較為強勁。

在此背景下，筆者預計未來美國通脹下行的核心因素——薪資增速以及住房項通脹增速未來的下行幅度存在不及預期的可能性。因而若美國經濟繼續保持韌性，美國通脹下行斜率不達預期，則美聯儲存在進一步加息的可能性，年內較難降息，短期美債利率或震盪運行。

「一帶一路」基建 沿線國貿易提質



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

過去十年，「一帶一路」倡議久久為功，通過有效提升沿線區域基礎設施品質，明顯降低了區內貿易的交易成本，進而對整體經濟增長做出了積極貢獻，並創造性地豐富了全球化的時代內涵。在此過程中，「一帶一路」倡議通過優化資源配置，不僅沒有惡化債務風險，反而潛在提振了沿線國家的償債能力。

首先，通過抬升「一帶一路」沿線交通基建品質可有效降低貿易成本。關於如何降低交易成本，主流經濟學圍繞資訊成本、制度成本和交通運輸成本三個方面提出了具體的政策建議。基於「一帶一路」倡議，筆者的研究主要圍繞交通運輸成本，認為基礎設施建設的完善能夠在四個方面最終降低交易成本：

- （1）基建服務自由化和便捷化能夠直接和間接降低貿易活動中的資訊成本；
- （2）基建完善將顯著節省物流時間成本；
- （3）基建品質提升可以降低貨物及服務貿易運輸過程中的額外風險；
- （4）基建便利化將增強貿易國之間的經濟聯動性和緊密性。

過線性（OSL）模型估計，發現當「一帶一路」沿線貿易國雙方的交通基礎設施平均品質提高1個百分點，可使沿線雙邊貿易國間的貿易成本下降0.20個百分點。通過非線性（ML）模型估計，發現當「一帶一路」沿線貿易國雙方的交通基礎設施平均品質提高1個百分點，可使沿線雙邊貿易國間的貿易成本下降0.22個百分點。結合實際情況，根據世界銀行（2023）的綜合基建質量數據，2014年至2022年，「一帶一路」沿線國家基建綜合品質增長了2.5個百分點，因此我們的模型估計沿線雙邊貿易成本平均下降0.55個百分點左右。

其次，貿易成本降低將帶動沿線整體經濟增長。基建品質的提升有效降低貿易成本，將進一步推動「一帶一路」沿線國家的經濟增長。貿易成本的顯著降低，最直接的影響是對企業（特別是出口企業）出口競爭力的直接推動作

用。當企業的出口競爭力得到提升，企業出口獲利增強，出口型企業整體利潤優勢提升，帶動整體貿易額提升。結合實際情況，2014年至2022年以來，「一帶一路」沿線國家基建綜合品質增長了2.5個百分點，沿線雙邊貿易成本下降0.55個百分點，這將提高發達經濟體國內生產總值（GDP）增速0.50個百分點，提高新興市場GDP增速0.41個百分點，提高發展中國家GDP增速0.61個百分點。

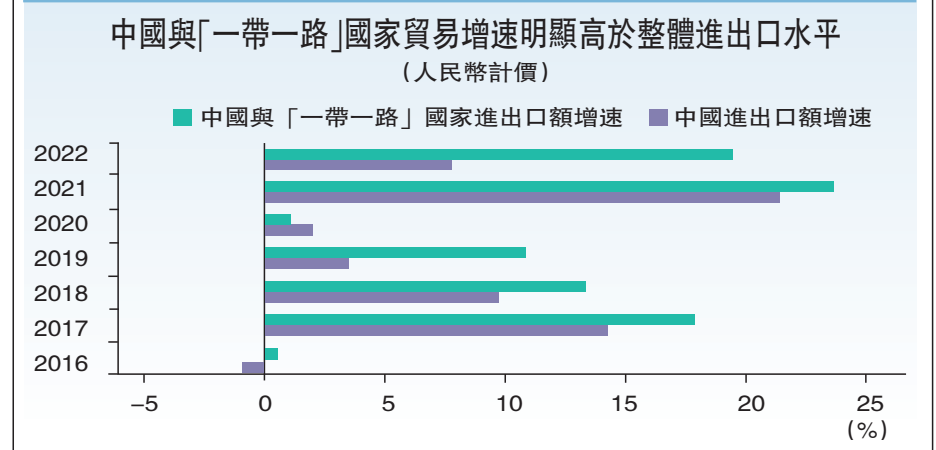
除了對沿線國家之間雙邊貿易成本下降對經濟增長的影響外，筆者進一步研究了中國與「一帶一路」沿線國家和地區之間的貿易成本降低0.2個百分點時，對不同區域的GDP增速影響。

總體來說，東亞、東南亞及非洲南部國家將是貿易成本實現下降後的最大受益地區。對於中國本身來說，通過「一帶一路」倡議強化雙邊貿易合作，貿易成本降低對經濟增長的推動的作用仍然顯著（若中國與「一帶一路」沿線國家雙邊貿易平均降低0.2個百分點，中國GDP增速將增長0.2個百分點）。

「債務陷阱」子虛烏有

最後，「一帶一路」專案並未導致「債務陷阱」。基於2022年的資料來看，「一帶一路」沿線國家或地區對中國債務佔其GDP的平均值約為2%，低於60%的國際債務警戒線。當前與中國合作的每一個國家和地區中，沒有任何國家對中國的外債負擔超過30%。受到全球央行加息、財政緊縮及過去三年疫情衝擊影響，多個新興市場國家和發展中國家陷入嚴重債務危機。以巴基斯坦和斯里蘭卡為例，巴基斯坦當前正面臨嚴重收支平衡危機和外匯儲備下降問題，但來自中國的貸款的比重仍低於巴基斯坦總外債的30%。斯里蘭卡同樣深陷債務危機之中，但該國對中國外債債務佔比低於15%，且2/3都是優惠貸款。

進一步，筆者對「一帶一路」倡議是否帶來實質性債務風險進行了實證研究。基於固定效應下的雙重差分模型，筆者發現「一帶一路」倡議對沿線國家債務增長的影響並不顯著。結合貿易成本降低對沿線國家經濟增長的提振，筆者認為「一帶一路」倡議不僅不會加劇沿線國家的債務風險，而且長期將有利於提高沿線國家的償債能力。



全球通脹轉弱 樓股蓄勢回升



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼任宅部總裁

美國7月宣布再加息0.25厘。事實上，美國、歐洲及英國等地的通脹逐步放緩，未來加息動力正在減弱中。筆者相信，環球投資市場未來會有比較理想的表現。

美國聯儲局公布，5月消費者信貸額年率化升幅，降至逾兩年低位。5月消費者信貸額年率化升幅為72億美元，是2020年11月以來最低水平，較市場預期少。以學生貸款及汽車貸款為主的非循環性信貸，期內減少13億美元，是2020年4月以來首次下跌。包括信用卡貸款在內的循環信貸，期內上升58億美元，較前兩個月有所下降。

紐約聯儲公布6月消費者預期調查顯示，受訪者認為一年後通脹水平為3.8%，創出2021年4月以來最低，通脹預期較一年前的高峰低3個百分點。三年通脹預期穩定於3%；五年預期則由5月調查的2.7%，升至3%，仍高過2%的美聯儲目標。

受訪者預計樓價將上升2.9%，升幅高過5月份的2.6%，對未來樓價上升

的預期連續第五個月上升，重新回到一年前水平。勞動力市場看法，調查認為明年可能會失業的受訪者比例升至12.9%，創出2021年11月以來最高。

歐洲央行兩名官員認為，加息周期進入尾聲。歐洲央行管治委員、法國央行行長維勒魯瓦認為，當地通脹已見頂，由今年初7%回落至現時約5.3%。收緊貨幣政策周期會令歐元區通脹後年回落至2%目標，預料息口已接近見頂。

另一名歐洲央行管治委員、葡萄牙央行行長森特諾，也有信心整體通脹已見頂，之後會迅速回落，核心通脹應該會跟隨。

英倫銀行行長貝利預期，今年餘下時間英國通脹很可能顯著地回落，加息對經濟的效應仍未全數反映出來。貝利指出，隨着央行接連加息及能源價格下滑，名義通脹將於今年餘下時間顯著下滑，英國經濟表現較預期強勁。

曾經飽受通脹及加息困擾的美國、歐洲及英國皆表示通脹回落，筆者相信加息已是到了尾聲階段，預料未來會是走向減息之路。近月全球大城市的樓市及股市普遍展現升勢，假如進入減息周期，全球投資市場尤以樓市及股市將會走勢更強，回報更上一層樓。