

日央行「收水」操作路漫長



海外觀瀾 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

7月28日，日本央行宣布將更靈活地執行收益率曲線控制（YCC）政策。根據日本央行公布文件，其未來將靈活控制10年期國債收益率，允許10年期國債收益率在0%±0.5%之外波動。與此同時，為減輕對債券市場功能的影響，日本央行將調整固定利率操作，每個工作日以1%的利率購買10年期日本國債。

日本央行已經指明YCC政策的波動範圍放寬至1%，只不過基於對長期以來低利率環境的考量，一次性從0.5%放寬到1%對市場可能會引起較大衝擊，因此這個調整會是循序漸進的，日本央行將視情況決定具體的調整節奏與進度。

調整YCC政策為其中一步

日本央行略超預期調整YCC政策，成為撬動全球利率的又一個「墊腳石」。這也意味着，日本將逐步開始貨幣政策正常化的進程，這對於全球資本市場的定價都會產生巨大的影響。

日本央行的舉動看似「超預期」，卻是經濟基本面運行的必然結果。由於經濟從去年下半年開始明顯復甦，同時通脹開始慣性上行，日本央行距離實現2%的通脹目標已經越來越近，甚至可能存在超調的可能性。與此同時，通脹明顯上行、借貸利率處於低位，這會在很大程度上鼓勵企業的投資和僱傭行為。

因為利率極低、但通脹上升，在某種程度上意味着「幹啥都能掙錢」，這將驅動日本國內的資產價格，進一步加劇通脹預期。從日本經濟一季度GDP的數據來看，企業投資和居民消費成為經

濟的主要推動力。從這個角度而言，如果利率持續處於低位，那麼企業投資意願仍將處於高位，這會拉動僱傭和工資水平。

與此同時，日本的整體製造業庫存水平也開始顯著上升，這一方面反映出對於需求的樂觀，也體現出企業在利率相對較低時有強烈的補庫意願。相對較好的盈利也會帶來資本市場的正向反饋，這也會進一步加強外資對日本股市的興趣。

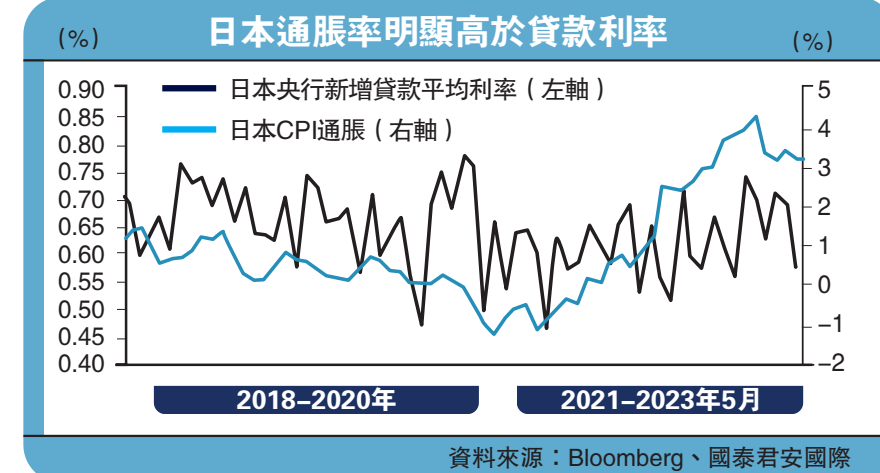
結束長達30年寬鬆 需循序漸進

從上述角度而言，日本央行調整超級寬鬆貨幣政策是必然的，甚至從某種角度上來看，日本央行已經顯著落後於曲線。隨之而來的問題是，即便日本央行調整貨幣政策，是否意味着其在短期內完成「補課」呢？

答案是否定的。由於寬鬆貨幣政策長達三十年之久，日本央行未來的緊縮操作也將大概率是「碎片式」和「漸進式」的，其實節奏應該是「倒序」式，即先取消或改變最近實施的寬鬆舉措，再逐步類推。

與此同時，貨幣政策向金融系統的傳導也需要時間，在實施中也會有很多的現實阻礙。因此，日本央行大概率會在較長時間內持續落後於曲線。這意味着日本經濟的整體「偏熱」趨勢不太會因為貨幣政策的正常化而出現根本改變。

對於全球資本市場而言，日本央行的「意外」舉措似乎意味着利率的上行和風險偏好的下行。但事實上，發達經濟體的利率趨勢性上行已經形成，貨幣政策的收緊只是其「印證」，並不是驅動其上行的「外生變量」，因此對於日本央行的收緊，市場短期可能會有一些「不適應」，但基於基本面考量，股票市場的走勢仍然與經濟和企業本身更相關，因此也不必過度關注日本央行貨幣政策正常化的「溢出效應」。



本季樓市料「一手穩二手軟」



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁
(港澳)

美國聯儲局公布最新議息結果，加息0.25厘，本港銀行息率亦隨即宣布跟隨，惟加息僅0.125厘。是次加息幅度一如市場預期，同日港股亦見回升，反映市場已接受是次加息結果。更重要的是，聯儲局態度曖昧，議息後未有明確表示加息周期是否已經完結，相信仍要視乎通脹的走勢，短期息口變化仍然難以預測。筆者不排除美國至少再加一次息，為樓市添變數。

現時本港經濟復甦步伐較預期慢，股市波動，而且多個新盤應市，料仍以吸引價搶購買力，相信三季度維持「一手穩二手軟」的格局。

今次香港加息0.125厘，以P按計算即升至3.625厘，假設以100萬元按揭貸款，以30年按揭年期計算，每月供款約4561元，比起未加息前約4490元，增加約71元；又如，按揭貸款額500萬元，同樣以30年按揭年期計算，加息後每月供款為2.2803萬元，比起未加息前增加約351元。單次加息幅度輕微，對業主的影響及衝擊亦有限，但多次加息之後，業主負擔累積，亦影響購房者壓力測試結果。

連番加息之下，近月樓價已見回調，差估署公布6月份私人住宅售價指數，按月跌約0.54%，連跌兩個月。「美聯樓價指數」已連跌四周，較年內高位跌2.03%。綜合十大屋苑，7月份平均實用呎價與年內高位平均呎價相比，當中八個屋苑下跌，僅兩個上升，而呎價下跌最大的屋苑為海怡半島，跌約9.1%，實用呎價不足1.49萬元。

二手樓價下跌之際，交投同樣受

壓。在息口上升壓力陰霾下，以及股市波動影響，業主及準買家拉鋸情況持續，加上多個新盤市場搶去樓市焦點，凍結二手購買力，料三季度二手交投表現疲弱，二手成交量估計只有約8300宗，按季續跌。

下月新盤交投或重上千宗

新盤方面，雖然同樣受息口上升陰霾影響，但發展商積極以吸引價開售，並推出各式各樣的優惠及付款方法吸客。紅磡全新盤剛公布價單，首批價錢相當吸引，較去年推出的同系項目有折讓，相信反應熱烈。在新盤強勁攻勢之下，料8月份一手成交量有機會重上1000宗水平；若連同9月份一併估計，料三季度一手成交錄2800宗，較第二季微升2%，按季若若。

加息壓力一日未除，相信本港樓市「低氣壓」會持續，尤其是二手受到的影響更大。但筆者相信，以美國現時的經濟情況，高息難長期維持。始終高息環境窒礙資金流動，拖慢經濟復甦速度，相信停止加息只是時間的問題，屆時資金的流向將會有所改變，從而有利樓市。故筆者相信最快要到四季度，本港樓市的交投將出現明顯改善。



今年多個新盤搶去樓市的焦點，凍結二手購買力。



最近十年，製造業大規模投資技術設備，新設備大大提升產能，同時減少勞動力的投入。

7月份中共中央政治局會議提出，「把穩就業提高到戰略高度通盤考慮」。過去內地大力發展製造業，但設備升級替代更多工人，製造業就業人數持續下降。此舉是否與擴大就業的目標相背離？當下，數字經濟成為唯一就業增長動力，如何與先進製造業融合，進而促進就業增長，成為擺在我們面前的重要課題。

製造業升級會打壓就業嗎？

智本社

大學之道 清和

智本社社長

回顧歷史，從上個世紀五十年開始，美國製造業增加值持續上升，但製造業增加值佔GDP的比重從1953年巔峰時期的28.3%下降至2022年的11%，接近歷史最低水平；同時，製造業就業人數從1979年巔峰時期的1955萬人下降至2023年的1299萬人，處於較低水平；製造業就業人數佔全部就業的比重從1953年的32%左右下降至2022年的8%，處於歷史最低水平。

美國製造業就業人數及佔比雙雙下降，這到底為什麼？筆者認為，一方面是製造業轉移的結果。最近幾十年，美國跨國公司大規模投資亞洲新興國家，把勞動密集型工廠轉移到中國、印度等國家。截至2020年末，美國製造業跨國公司總資產規模超過2500萬美元的外資子公司共有1.12萬家，海外子公司當年實現營業收入2.5萬億美元，製造業增加值510億美元。

另一方面是製造業發展的結果。雖然美國製造業增加值在全球的比重下降，但是美國製造業並未衰落，而且其競爭優勢在歐美製造業強國中還有所擴大。從2000年到2021年，美國製造業增加值相對日本擴大了17個百分點，相對德國擴大了29個百分點，相對法國擴大了161個百分點。

設備更新替代工人

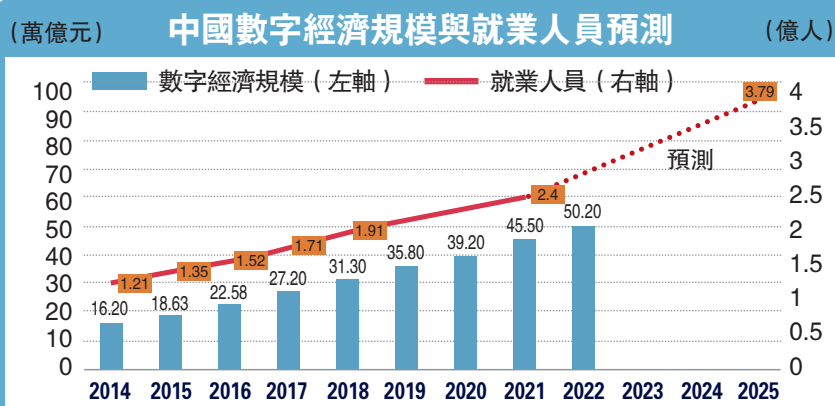
但是，美國製造業發展為何反而壓縮了製造業就業人數呢？邏輯上存在兩種可能：

一是產業升級的替代效應。過去幾十年，美國製造業在持續升級，將低端製造業轉移到新興國家，將高附加值的製造業及其部門留在本土。數據顯示，2020年美國製造業跨國公司研發支出中本土支出規模為2138億美元，海外子公司僅為317億美元。而本土研發投入增加推動的製造升級，提高了設備與技術對工人的替代率，製造業就業人數反而下降。

二是產業分工的分離效應。隨着製造業不斷進步，產業分工越來越精細化，原來的設計、規劃、法務、會計、審計、融資、人力資源等部門分離出去，形成了龐大的現代商務服務產業，大量就業人口也隨分離到現代商務服務業中。這就出現一個簡單的矛盾：製造業不論轉移還是發展，製造業就業人數都會下降。暫且將其稱為「製造業與就業悖論」。

我們再來看中國的情況：從2004年到2019年，中國製造業增加值持續上升，但其佔GDP的比重從35%下降到27%；同期，製造業就業人數並未隨着製造業增加值而一直持續增長。製造業人數佔比從2007年峰值的29%下降到2019年的16.9%。製造業就業人數超過2014年高點後開始下降，2017年後加速下降。

根據國際勞工組織的數據，2021年中國製造業就業人數據較2012年減少2200萬人。根據國家統計局的數據，中國第二產業（含製造業、建築業、採礦業）的就業人員在2012年達到2.32億人的高點後開始減少，之後



五年減少超1400萬人。

中國製造業與製造業就業人數跟之前美國走勢類似，即製造業增加值佔GDP的比重、製造業就業人數先升後降，呈倒「U」曲線走勢，如今均已進入「雙拐點」——製造業增加值佔比拐點，美國是1952年，中國是2006年；製造業就業人數拐點，美國是1978年，中國是2014年。

那麼，中國製造業就業人數下降的原因是否跟美國類似？筆者認為，中國製造業產業升級的替代效應、產業分工的分離效應，一定程度上壓縮了製造業的就業空間。

最近十年，製造業大規模投資技術設備，新設備替代了更多工人。根據《機器人行業貿易組織國際機器業聯合會》(IFR)的數據，2021年中國工業機器人的安裝量同比增長45%，超過24.3萬台，這個規模幾乎與世界其他地區的數量總和相當。2022年人行特設設備更新改造專項再貸款工具，專門為製造業設備更新改造提供低息（金融機構不低於3.2%）的2000億元（人民幣，下同）貸款。從2005年到2017年，技術密集型行業的就業人數佔製造業總人數的比重從32%上升到44%，而勞動密集型和資本密集型行業變化較小，在30%上下波動。

與美國情況類似，中國製造業分工持續推動製造業人員的萎縮和商務服務業人數的增加。數據顯示，從2012年到2021年，國有製造業就業人數減少1400萬人，國有租賃和商務服務業增加388萬人，國有金融業增加291萬人，國有科學研究與技術服務增加120萬人。

此外，製造業遷移對就業的衝擊也不可忽視。近些年，服裝、鞋帽、傢具等勞動密集型製造業向東南亞國家轉移。根據光大證券首席宏觀經濟學家高瑞東的研究數據，與2017年相比，2019年美國自中國進口的皮革、紡織、鞋帽分別下降16.6、3.2、5.2個百分點，同期從東盟進口的這些品類的份額分別上升了11.6、1.8、4.4個百分點。

投資過度誘發風險

如此看來，當產業發展到一定程度，製造業與就業的關係會出現一種「悖論」：製造業增加值增加，但是製造業就業人數下降；製造業增加值佔GDP的比重下降，製造業就業人數佔總就業人數的比重加速下降。問題來了，促進製造業發展還能否擴大就業？

在筆者看來，製造業發展引致製造業就業人數下降，但同時創造了更多就業，促進了就業總量增加。譬

如，製造業分工精細化，設計、會計、融資、軟件等部門分離出去，形成了龐大的現代商務服務業及其就業崗位。過去三十年，若加上商務服務業的就業人數，美國製造業的就業人數並未下降太多，若再加上其他房地產業、服務業的就業人數，美國整體就業人數在上升。所以，製造業與就業悖論並不存在，製造業的發展最終促進就業總量擴張。

中國的情況也是一樣。從2012年到2021年，中國製造業的就業人數下降15%，而服務業的就業人數增長32%，達到3.65億人。

反而我們需要警惕的是，製造業投資泡沫形成的「假性繁榮」。因為過度投資不會帶來製造業就業增加，也不會增加整體就業水平，還可能誘發風險，引發更多失業。這符合弗里德曼對菲利普斯曲線的批判：通脹不會增加就業。以房地產為例，過去超發貨幣注入樓市，刺激房地產投資迅速增加，房地產、建築業及上下游相關產業就業擴大；當房地產泡沫風險出現，並引發政策整頓，市場急轉直下，開發商陷入債務危機，供應商討債、工人討薪，開發商、建築商、材料商、地產中介商整個產業鏈裁員。

也因此，製造業投資創造新就業，須建立在市場的有效需求之上。7月政治局會議指出，「強調數字經濟與先進製造業、現代服務業深度融合」。此前也講過數字經濟和實體經濟融合，但這次更加具體，數字經濟與先進製造業、現代服務業深度融合。在現代經濟體中，數字經濟與先進製造業深度融合，硬件根據軟件系統技術疊代的需求而創新。蘋果產業鏈就是產業深度融合的經典案例。

數字經濟已經成為中國最主要的創造就業部門。2012年至2021年，數字經濟規模從16萬億元上升到45萬億元，增加了近三倍；同期，數字經濟就業人數從1.2億增加到2.4億，增長了兩倍；預計到2025年，數字經濟帶動就業人數將達到3.79億。

現在的問是，中國的數字經濟、現代服務業發展還不夠充分，與先進製造業融合程度還不深。政府可以將數字經濟、現代服務業與先進製造業三位一體，定義為「高質量經濟體系」。研究高質量經濟體系的規律，數字經濟需求帶動先進製造業創新與現代服務業提升，先進製造業和現代服務業創造新供給進而創造新需求；為數字經濟、現代服務業與先進製造業提供更多的發展空間，促進三大產業融合、經濟效率提升，進而擴大就業總量。