

人行審慎降息 穩定內銀淨息差



市場園見 熊園
國盛證券首席經濟學家

人民銀行周一(21日)宣布,1年期LPR(貸款市場報價利率)從3.55%下調為3.45%,5年期以上LPR為4.2%,與上月持平。本次5年期LPR不變,無論歷史經驗還是現實壓力,實屬「意料之外」。穩銀行息差、兼顧穩匯率,可能是人行主要考量。但這並不代表穩地產的訴求下降,後續存單房貸利率下調、核心一二線地產,仍有望很快落地。

根據過往經驗,MLF(中期借貸便利)調降後,LPR報價均會跟隨下調。考慮到當前經濟和地產的現實壓力,上周MLF利率調降後,市場普遍預期5年期LPR調降幅度在15至20個基點左右、1年期LPR調降幅度可能在10至15個基點。然而,本次1年期LPR調降10個基點處於預期下限,5年期LPR不動,實屬「意料之外」,這也是首次出現MLF利率調降、但5年期LPR未動的情況。

可能原因之一:當前銀行息差處於歷史最低,客觀上需要人行呵護。人行在二季度貨幣政策執行報告中專欄分析了銀行息差,指出「商業銀行維持穩健經營、防範金融風險,需保持合理利潤和淨息差水平,這樣也有利於增強商業銀行支持實體經濟的可持續性」,商業銀行二季度淨息差僅1.74%、處於歷史最低水平。5年期LPR保持不變,對應中長期貸款利率維持不變,有利於穩定銀行息差;存款利率參考1年期LPR及10年期國債利率,1年期LPR調降有助於推動存款利率下調,有利於擴大銀行息差。

可能原因之二:當前人民幣持續貶值,穩匯率的必要性上升。二季度貨幣政策報告首提「堅決防範匯率超調風險」,預示近期人民幣匯率波動引起了人行關注。本次LPR低於預期也低於上周MLF利率降幅,客觀上有助於匯率穩定。

可能原因之三:房貸利率動態調整機制下,不少地區的實際個人房貸利率已低於LPR加點下限,LPR對房貸利率

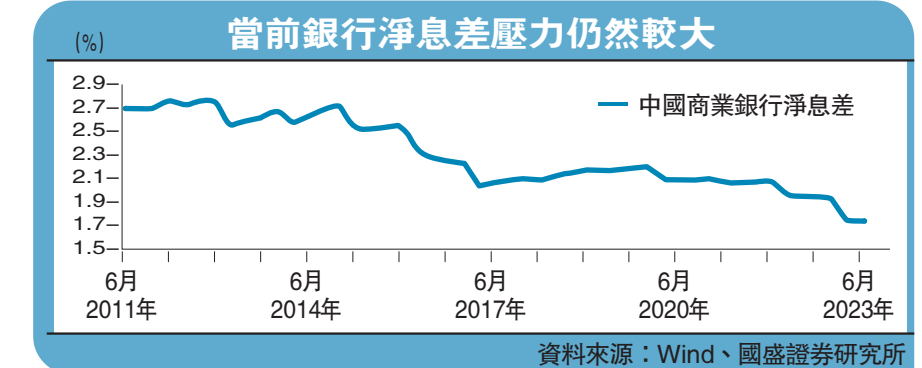
的約束其實已弱化。當前首套房貸款利率已建立動態調整機制,新建商品住宅銷售價格環比和同比連續3個月均下降的城市「可階段性維持、下調或取消當地首套房貸款利率政策下限」,這也意味著對於地產明顯承壓的地區,LPR對於房貸利率的約束已弱化。最新數據看,南京、武漢、天津等地的首套房利率已低於LPR-20個基點的下限,無錫、廈門等地甚至處於LPR下方50個基點的位置。

樓市調控將逐步放寬

穩經濟離不開穩地產,本次5年期LPR未動,並不意味著穩地產訴求下降。如前所述,本次5年期LPR調降低於預期是央行綜合考慮銀行息差、匯率穩定等的結果。鑒於7月24日中央政治局會議對地產表態更為積極,疊加7月底以來人行、住建部、北上廣深等部委或地方政府也相繼喊話鬆地產,均指向穩地產的迫切性和必要性大增。

往後看,存量房貸利率下調、核心一二線地產均有望很快落地。6月以來地產持續超季節性下行,8月中上旬在基數明顯走低的背景下30城商品房銷售仍繼續走弱,進一步確認地產下行壓力仍大。伴隨本次人行有意穩定銀行息差,指向存量房貸利率下調的可能性增加;筆者也繼續提示,北上廣深等核心一二線城市有望很快鬆地產,包括放鬆限購限售、放寬認房認貸標準、下調首付比等。

當前經濟下行壓力仍大,「信心比黃金重要、形勢比人強」,後續一系列組合拳有望陸續出臺、也到了加快落地的關口,鬆地產之外,短期緊盯「一攬子化債」、「活躍資本市場」等方向的細化部署。7月以來中國經濟並未扭轉二季度超預期走弱的態勢,集中表現為消費投資大降、信貸社融超季節性走弱、CPI(居民消費價格指數)同比時隔2年半轉負、PMI(採購經理指數)持續處於收縮區間等,歸因看,本質還是經濟內生動力不強、需求不足、信心不足。繼續提示:後續一系列組合拳將陸續出臺、並加快落地,除鬆地產相關政策外,短期可重點關注「一籃子化債」、「活躍資本市場」等方向的細化部署。



樓價已跌至承接點



樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

天氣不似預期,新盤定價的確不似預期,連帶最新抽居屋的人數亦遠不及預期。新一期的居屋剛於上星期截止接受申請,今年申請人數卻遠低於預期,由於去年的居屋申請達27.8萬份,即使扣除「家有長者優先揀樓計劃」人士,會額外獲發一個籌號,去年的申請人數亦多達24.8萬人,距離2019年的30萬人亦只是減少一成多。原先預期申請居屋人數至少亦達20萬人以上,但今年只有約17萬份,較去年減少三成以上,確實是「大跌眼鏡」。

今年新居屋申請人數不及預期,主要是因為長實油塘新盤親海軒以震撼低價推出,被市場形容為「私樓居屋價」。難怪立法會議員兼房委會資助房屋小組成員梁文廣亦不諱言,當私樓價錢亦貼近居屋價,「界人感覺嚟買私樓或許會再平啲」,市民抽居屋的意慾



▲親海軒II上週開售,售樓處擠滿了準買家。

自然大大減低。再者,以長實親海軒的收飛情況來看,抽新盤比申請居屋更加搶手。上星期推售的親海軒II,最終收逾3.8萬票,成為本港歷來收票最多新盤「票王」,按項目首輪銷售626伙計算,超額認購約60倍。相對於本期居屋的申請人數約17萬份申請計算,以本期居屋合共9154伙計算,超額倍數亦僅18倍而已,60人爭1個單位同18人爭1個單位,私樓新盤明顯較搶手。

下跌空間有限

今期的居屋定價是否吸引,按房委會的訂價,本期居屋將以市價六二折發售,折扣率較去年的一五折為低,售價由149萬元至494萬元,平均呎價由6280元至9390元不等。當中售價最高為啟德的啟悅苑,平均呎價為9390元,最平為元朗朗天苑,平均呎價為6280元。換言之,如果按現時市價計算,計算補地價後,啟悅苑的市價達1.5萬元,而元朗朗天苑的市價則達1萬元,有關市價計算,居屋與現時私樓價格確實相當接近。

當然無人可以擁有市場水晶球,究竟未來升定會跌,確實無人可以肯定。但無可否認,按現時的新盤定價來看,下跌空間或許已相當細,始終以現時的市價來看,個別新盤甚或是個別二手盤的售價,已跌至一個相當吸引的水平,市場跌至低價便遇上相當承接力。



▲美國消費和投資表現雖然好於預期,但經濟衰退的風險仍高。法新社

2023年以來,美國經濟韌性好於預期,引發市場對美國經濟的新一輪重估。在美聯儲持續加息、美國地區銀行風險冒頭等背景下,美國居民收入和消費意願為何強勁?私人投資為何快速企穩反彈?美股為何表現積極?展望未來,筆者預計,美國經濟將保持略低於潛在增速水平增長,實現「軟著陸」的概率在上升。但經濟下行只是延緩而非反轉,市場波動風險仍需警惕。

美步向衰退難以逆轉



政經透視 鍾正生
平安證券首席經濟學家

2023上半年,美國經濟韌性好於預期,2023前兩個季度GDP(國內生產總值)環比(折年)均實現了2%以上的適度增長。對比2023年1月美國諮商會預測,可以觀察到,美國消費和投資表現均好於預期。在此背景下,美國核心通脹韌性比預期更強,但美聯儲加息路徑基本符合年初預期,沒有刻意「製造」衰退。

具體來看:1)2023年前兩個季度美國GDP環比不僅沒有如預期般萎縮,反而實現了2%以上增長,基本持平於潛在增長水平;2)美國消費支出增長是經濟增長的關鍵動能,前兩個季度居民消費環比增長均超過預期3個百分點以上;3)美國住宅投資環比增速連續兩個季度超過預期10個百分點以上,美國非住宅投資在一季度基本符合預期,但在二季度表現亮眼,環比增速超過10個百分點;4)政府支出保持較高水平增長,基本符合預期;5)美國失業率如期保持低位,勞動參與率的修復好於預期;6)美國PCE通脹率回落速度超預期,但核心PCE回落不及預期;7)美聯儲加息路徑基本符合預期。

美國經濟為何強勁?目前比較有共識的「直接原因」包括:

一是,居民就業強勁、收入穩定增長。美國失業率保持歷史低位,2023上半年新增非農就業累計達到162萬人,較2015至19年平均水平仍高出42%;就業韌性下,美國非農非管理人員時薪同比平均增長5%,居民僱員報酬收入同比平均增長5.5%。

二是,地產投資快速企穩,製造業投資逆勢上升。美國新屋開工數量自2023年1月以來觸底回升;美國私人固定投資中的製造業建設分項在2023年前兩個季度同比分別增長49%和69%。

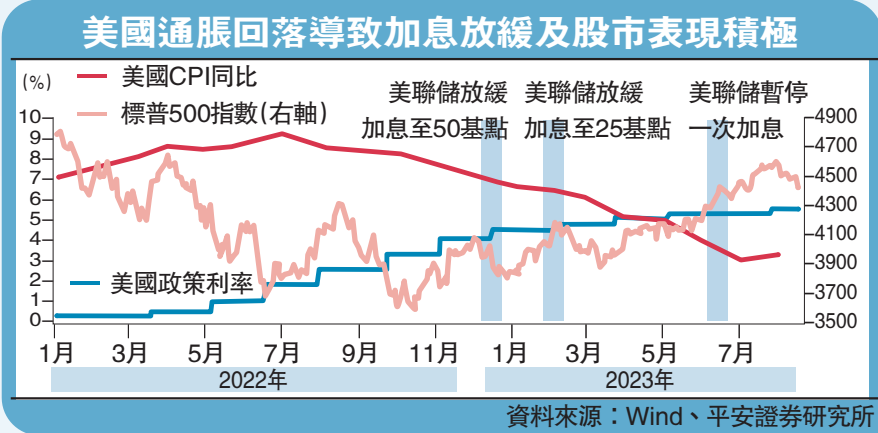
三是,政府消費和投資支出保持較快增長。2023年首兩個季度,美國政府消費和投資對GDP環比拉動率分別為0.85和0.45個百分點,高於2015至19年平均水平的0.35個百分點。

四是,美股表現積極,進一步加持居民收入與消費意願。標普500指數在2023上半年累計上漲15.9%,而在2022上半年累計下跌20.6%,形成鮮明對比。2023上半年,美國居民僱員報酬中,養老金和保險基金的收入同比平均增長4%。

政府替居民加槓桿

但筆者認為,上述原因更多是現象而非本質。譬如,美國居民消費熱情為何保持高漲?高利率背景下,地產和製造業投資為何能快速企穩甚至反彈?貨幣和信貸緊縮的影響為何不明顯?高利率和衰退預期下,美股為何表現積極?帶著這些疑問,進一步思考本輪美國經濟韌性背後的深層次原因,並發現以下四條底層線索:

第一條線索,美國財政和貨幣的



「完美配合」,造就了居民資產負債表的強健,也撬動了企業投資增長。新冠疫情後,美國實施了1960年代以來最積極的財政和貨幣政策刺激,可以說充分踐行了現代貨幣理論(MMT)的教條。2020至2021年美國財政赤字佔GDP比重高達12%至14%,是2019年的2至3倍。雖然2022至2023年美國財政赤字佔GDP比重已經降至6%以下,但疫情後的財政刺激對美國私人消費及投資的積極影響仍在延續。事實上,美國政府加槓桿「代替」居民加槓桿,令居民部門資產負債表強健,弱化了貨幣緊縮對居民部門的衝擊。

第二條線索,美國金融體系的相對韌性,限制了貨幣和信貸緊縮的負面衝擊。譬如,美債收益率曲線倒掛這一傳統衰退預警暫時失靈,最大原因就是美國金融體系韌性強化。美聯儲激進加息,引發美債收益率曲線倒掛。歷史上,美債收益率曲線倒掛後,金融體系壓力往往隨之上升,因為美國各類金融機構可能存在資產負債久期錯配的問題,這也是今年部分地區銀行暴雷的導火索之一。但截至目前,多數美國金融機構承受住了資產端的浮虧壓力。事實上,2008年次貸危機後,美國金融監管強化、風控機制更為成熟,賦予了金融體系更強韌性。

第三條線索,高通脹順利回落,因供給改善、需求預期和通脹預期穩定,也因此提振了居民實際收入、消費信心和美股表現。供給方面,全球供應鏈持續修復,為美國CPI(消費物價指數)通脹率的快速回落做鋪墊。據OECD(經合組織)研究,截至2022上半年,美國通脹中「供給驅動」和「介於中間」對通脹的貢獻約佔七成,「需求驅動」僅佔三成。2022下半年以來,俄烏衝突影響淡化,能源生產國亦保持相對克制,國際天然氣、原油、農產品等價格進一步回落,美國CPI通脹率也開始回落。需求方面,美聯儲加息雖然尚未引發衰退,但也避免了需求的過快增長;同時,面對美歐央行緊縮,商品需求預期走弱,疊加今年二季度亞太經濟復甦遇到一定波折,今年以來大宗商品價格整體趨弱。

第四條線索,短周期和中周期錯位,「建築周期」的開啟帶動地產和製造業建設投資,緩解經濟下行壓力。近一年,美國經濟在短周期即庫存周期(2至3年維度)中處於下行階段,但地產和製造業投資或處於中周期即建築周期(10至15年維度)的上行期。本輪美國住宅投資下滑幅度有限、新房銷售較快企穩反彈;政策加

持下,製造業投資建廠需求帶動非住宅投資整體上升。

總而言之,本輪美國經濟呈現較強韌性,並非完全偶然。市場主流預期出現偏差,其中不少原因可歸結於經驗主義下的誤判,即高通脹和高利率勢必引發經濟衰退。但事實上,美國財政與貨幣政策的配合、金融體系的韌性、意外的「完美去通脹」,以及建築周期的強勢開啟,這些新的變化對傳統經濟分析框架及衰退預警信號,無疑帶來了新的挑戰。

提防三大風險

筆者認為,美國經濟實現「軟著陸」的概率上升,但鑒於美國經濟出現諸多新變化,未來經濟、政策與市場的演繹存在仍不確定性。具體提示三方面風險:

一是,數據喜憂交織,需謹慎看待美國經濟的「好」。事實上,今年以來美國經濟指標並非全線走強,不乏數據喜憂交織的例子。例如,雖然生產法口徑下的GDP增長強勁,但收入法口徑下的GDI(國內總收入)增速在今年一季度卻明顯弱於GDP增速。

二是,經濟周期只是延遲而非反轉,不宜期待美國經濟過早復甦。筆者認為,雖然美國經濟具備較強韌性,但未來半年至一年,經濟下行趨勢仍是難以逆轉的。換言之,美國經濟可能「軟著陸」,而非「不着陸」。參考美國諮商會2023年8月最新預測,自2023年三季度至2024年二季度,美國實際GDP環比折年率預計分別為1.3%、-1.0%、-0.8%和1.0%,GDP同比增速在0%至2%區間。

三是,美聯儲抗通脹步入「最後一公里」,雙向風險仍難平衡。雖然美國通脹失控的風險基本能夠排除,但通脹率能否順利回歸到2%的目標水平仍存不確定性,美聯儲尚難宣告勝利。如果美聯儲執著於追求2%的通脹水平,持續推遲降息,則可能緊縮過度、令經濟額外承壓;如果美聯儲對於通脹目標表示出更大靈活性,選擇提早降息,美國經濟或能得以喘息,但通脹反覆的風險也可能上升。

不要忘記1980年代沃爾克領導的美聯儲也曾「犯錯」:在1980年下半年美聯儲過早降息(配合信貸管政策),令通脹回落受阻,繼而不得不在1981年以更大幅度加息,「製造」了較為嚴重的衰退,也令美股陷入長達20個月的熊市。如果未來美聯儲的表現不能延續「完美」,「軟著陸」預期生變,那麼市場情緒恐將面臨又一次反轉。