

## 聯儲年內繼續加息機會大

**斌眼觀市 朱斌**

華福證券首席策略分析師

8月26日，2023年傑克遜霍爾（Jackson Hole）全球央行年會在美國懷俄明州舉行，鮑威爾在該會議發表了關於美國經濟和通脹前景相關的講話。根據講話內容以及美國當前經濟與通脹的相關資料分析，我們認為，今年美聯儲大概率仍將繼續加息。

本次傑克遜霍爾全球央行年會的主題是「全球經濟的結構性轉變」，該會議是由懷俄明州傑克遜霍爾坎薩斯城聯邦儲備銀行舉辦的經濟政策研討會，參會者包括各國的央行行長、財政部長、經濟學者等。鮑威爾為本次會議做了開場白。

關於利率和通脹前景，鮑威爾表示如果合適，美聯儲準備進一步提高利率，將謹慎地決定是否再次加息。在通脹持續放緩之前，將採取限制性政策。

關於最近的通脹資料，鮑威爾強調2%仍是並將繼續是美聯儲的通脹目標，雖然最近的通脹資料更加有利但依然過高，因此還有很長的路要走。

### 核心通脹遠高於疫前

一方面，核心商品通脹尤其是耐用品通脹有所下降，但離通脹目標還遠。貨幣政策收緊和供需失調的緩慢緩解正在降低通脹。汽車行業就是一個很好的例證。在疫情初期，在低利率、財政轉移支付、面對面服務支出減少以及偏好從使用公共交通和城市生活的偏好轉變的支持下，對汽車的需求急劇上升。但由於半導體短缺，汽車供應實際上下降了。汽車價格飆升，出現了大量被壓抑的需求。隨着大流行及其影響的減弱，生產和庫存增加，供應改善。與此同時，更高的利率打壓了需求。由於這些供需因素的綜合影響，汽車通脹率急劇放緩。核心商品價格在過去兩個月有所下降，但從12個月來看，核心商品通脹率仍遠高於疫情前的水平。需要採取限制性的貨幣政策來實現這一進展。

### 住宅租金有反彈風險

另一方面，住房服務通脹變化較慢，後續仍有一定上行風險。由於租約周轉緩慢，市場租金增長的下降需要時間才能影響整體通脹指標。大約在過去一年，新租約租金增長放緩可以被認為

是「正在籌備中」，並將影響未來一年的住房服務通脹。鮑威爾表示將繼續密切關注市場租金資料，以尋找住房服務通脹上行和下行風險的信號。我們在此前的報告「美國7月通脹反彈但小幅不及預期——美國7月CPI點評」中也提到，權重最高的住宅分項7月按月上升0.4%，前值0.4%。其中，業主等價租金和主要住所租金按月分別上升0.5%和0.4%。此前美國線上房地產資訊平台Zillow表示，季節性趨勢顯示，房租按月增速在今年剩下的月份中會進一步下降，並可能在10月小幅下滑。但從先行指標來看，反映美國房地產氣度的NAHB住房市場指數7月升至56，為2022年12月以來連續7個月上升，因此住宅項按月增速未來或仍有進一步上升的空間。

關於經濟前景，鮑威爾表示實現通脹目標需要低於趨勢增長，需要關注經濟未按預期降溫的跡象，高於趨勢的增長可能需要收緊貨幣政策。

關於勞動力市場，鮑威爾強調實現通脹目標需要勞動力市場放緩，如果勞動力市場沒有放緩，將用貨幣政策作出回應。由於25至54歲工人的參與率提高以及移民人數恢復到大流行前的水平，勞動力供應有所改善。勞動力的需求也有所放緩，雖然職位空缺仍然很高，但呈下降趨勢。鮑威爾表示預計這種勞動力市場再平衡將繼續下去。我們在報告「就業市場略降溫，但韌性猶在——美聯儲7月非農就業資料點評」中也提到過勞動力短缺率（就業率+廣義職位空缺率-勞動力參與率）呈下降趨勢，顯示加息對勞動力供需的缺口有所改善，說明就業市場正在趨於供需平衡，但年底之前短缺率大幅降至0以下的概率較低。

最後，鮑威爾強調「將根據資料的整體情況以及不斷變化的前景和風險來評估我們的進展」。根據這一評估謹慎行事，決定是否進一步收緊政策，或者保持政策利率不變並等待進一步的資料。

總體來看，此次鮑威爾的發言偏鷹。目前芝商所Fed Watch工具顯示11月加息0.25厘概率由發言前一天的42.2%上升至48.3%。從鮑威爾關心的核心通脹資料來看，雖然核心CPI未來有走弱趨勢，但下行速度緩慢，並且從權重最大的住宅分項來看，先行指標顯示未來住宅分項按月有進一步上漲空間，進而可能將繼續支撐核心CPI。因此我們維持之前的觀點，認為美聯儲年內大概率會進一步加息。



▲美國核心通脹下行速度緩慢，聯儲局年內有機會進一步加息。

## 銀行提高回贈 增強轉按誘因

**談樓說按 王美鳳**中原按揭  
董事總經理

特區政府放寬按揭成數後，供樓人士在轉按方面有更大彈性，有助他們按照自身需要申請轉按。

市場上有着不同的轉按需求，包括由現有高息貸款轉至銀行低息按揭，例如本欄已提及用家希望轉走已快屆滿低息蜜月期的發展商按揭，又或轉走財務公司高息樓按，另外是轉按兼物業套現、甩按保、甩擔保人、延長還款期等，當中亦連帶一項誘因推動轉按增加，今年銀行先後提高按揭回贈金額，吸引用家因應不同需求轉按兼同步賺取可觀回贈。

今年樓市在首季急彈後回軟至持續牛皮狀態，交投減少影響新按貸款量，反之轉按申請在第二季起逐步上升，銀行對轉按業務亦採積極取態，提供的現金回贈為近年新高，轉按賺回贈造就了一個很大的轉按誘因。

### 留意罰息期及衡量風險

用家只要仔細計數，或者會發現即使現時新造按息稍高於原有的供樓息

率，轉按後亦分分鐘賺得更多更着數。以500萬元尚餘按揭額，平手轉按作為例子，若轉按之後，按揭息率由現時之3.375%上升至3.625%（由H按封息息P-2.5%轉為P-2.25%；P現時為5.875%），利息雖然上升0.25厘，每年利息支出多出約1.25萬元，但轉按之後，銀行提供現金回贈高達2.8%或以上，即約14萬元，扣除轉按律師費（約8000元計），以及2年罰息期即捆綁期內多出的利息約2.5萬元後，仍然有高達10.7萬元回贈金額。

當然，按揭供樓期可長達30年，而並非罰息期之2年，但善於靈活運用按揭計劃的用家會選擇先透過轉按賺得可觀回贈，2年罰息捆綁期後再轉按又或作其他安排。由於息率已近見頂，未來按息向下的機會大於向上，罰息期過後可留意屆時市場按揭優惠是否轉按好時機，很多時當銀行樓按取態積極，總會有積極性大的銀行願意提供更佳的轉按息率及優惠。不過，筆者仍要提醒用家，始終沒人可掌握未來按息水平及優惠，故此用家仍應就未來存在不確定性作衡量。

近年物業估值或有所下跌，下期續談放寬按揭成數令用家仍可做足轉按或轉按套現的貸款金額。



▲南非迫切需要加快產業升級，擴大自主投資佔比，降低對外依存度，促進貿易和投資多元化。

南非2022年GDP規模4059億美元，人均國內生產總值（GDP）和人均國民總收入（GNI）分別為6776美元、6530億美元，逐漸邁入中等偏上收入國家行列。但是，南非在快速實現工業化後雖然融入全球化進程，但不斷增長的外債以及不均衡發展的貿易體系，出現「低增長+高債務」的發展困境，近年更走向「低增長+高通脹+高利率+高債務」的「怪圈」。

# 南非經濟轉型不順的啟示

**金融觀察 鄧宇**上海金融與發展實驗室  
特聘研究員

南非1990年代後的經濟發展主要有兩大特徵：一是經濟長期低增長，相較於同時期相似經濟規模的發展中國家的差距在不斷擴大；二是經濟改革較為滯後，導致產業升級偏慢。如今有兩大現實問題待解：其一，高通脹和高債務問題。其二，經濟改革和產業轉型問題。展望未來，南非的經濟轉型雖有不少困難，但仍然具備較好的基礎和有利的外部條件。總體來看，南非需要適應新的全球化趨勢，擴大對外開放，妥善應對地緣政治和大國關係，拓展經貿「朋友圈」，而且需要激發改革創新活力，讓更多社會民間資本參與經濟轉型，繼續挖掘經濟增長潛力。

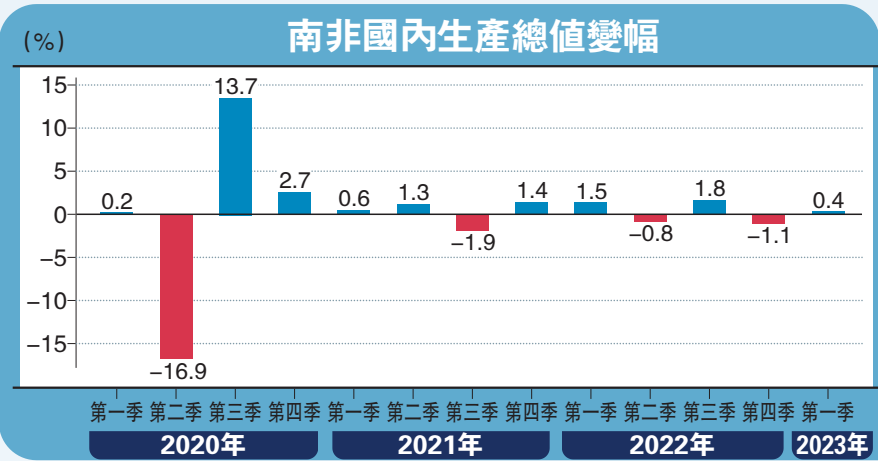
從1934年南非獨立算起，南非經濟發展大致經歷三個階段，即1930至1960年代前、1960至1990年代、1990年代至今。總體來看，南非GDP規模從1960年至今處於相對較快的增長。按美元不變價計，1960至2022年南非GDP規模從656.5億美元增長到3604.7億美元，增幅高達4.5倍。1950年代之前，南非的第一波經濟騰飛發生在1933至1945年，主要得益於採礦業興起，以及淘金熱催生相關產業和出口。

到了1960年代，南非的經濟發展逐步加快。1948至1970年南非迎來穩定的第二波經濟增長，實際GDP規模大概翻了3倍，這段時期經濟發展主要是製造業，對GDP增長的貢獻度達30%。1990年代後，南非步入低增長階段。1994至2022年GDP實際平均增速僅為2.4%左右。

### 地緣及內政問題待解決

南非經濟轉型面臨兩個主要問題。第一，地緣政治環境複雜，外部干預較多。南非曾被荷蘭和英國殖民，雖然在1961年脫離英聯邦，但南非內部卻有大量英國、美國以及其他歐洲國家廣泛滲透，跨國企業布局較為廣泛。南非在經濟、貿易和投資的對外依存度偏高，導致經濟轉型長期受外部因素干擾，加上國內政治分歧增多，延緩經濟改革進程。雖然通過外部投資和開放市場給南非帶來了增長機會，但長期依賴外部因素卻極易引發經濟不穩定，外債增長過快也制約經濟自主性。南非必須着力解決外債問題，增強經濟自主性，同時需要平衡好大國關係，發揮其在G20、金磚國家以及非洲聯盟等世界性、地區性組織的獨特作用，以重塑國際影響力，創造更加有利的外部環境。

第二，國內政治分歧仍在，經濟改革較為滯後。前曼德拉時期，南非的經濟增速相對較快，特別是從英聯邦脫離後，礦產資源以及其他工業品、農產品出口迎來黃金期。後曼德拉時期，經濟政策傾向於「西方化」，導致不同程度的經濟失衡，例如過度依靠外資，大量外國資本湧入



南非市場很快遭遇歐美強大工業品的競爭擠出，同時過早、過快開放金融業，致使歐美的資本大規模進入南非金融市場，引發一段時期的金融混亂。過去30年，南非各界對經濟改革雖有共識，但仍有不少分歧。當務之急是盡快穩定國內政局，重建社會共識並重啟經濟改革議程，為實施更大規模的經濟增長計劃和國家戰略投資鋪路。

### 開放市場過快 經濟結構失衡

南非經濟轉型有三點經驗啟示。其一，經濟改革是長期工程，需要保持穩健、務實和進取。發展中國家的早期經濟轉型，多數以學習模仿歐美國家為主，即迅速工業化，以資源或人口紅利為後發優勢，通過引進外資和技術設備等建立工業基礎，再以出口導向和進口替代完成原始積累。伴隨南非經濟起飛，由於體制原因，制約經濟轉型的因素開始累積，貧富差距擴大等變得突出，制度改革滯後導致經濟轉型拖累。同時，南非經濟改革因過快過激而引發發展失衡，雖然多次啟動制度和經濟變革，但在核心議題上停滯不前，內部體制僵化。因此，發展中國家的經濟轉型和改革既要順應內外形勢變化，不能延誤時機，也要選擇更加務實的方式進行改革試點，避免採取過激的政策。

其二，製造業是確保經濟持續增長的基石，應保持一定比重。1960年代後南非的經濟增速在非洲前列，原因是比較成熟的工業體系和較強的製造業基礎。但是，相較於其他金磚國家，南非的製造業發展存在瓶頸，能源轉型仍有較大難度。2004至2022年南非製造業增加值佔GDP的比值從18%下降至12%左右，同期中國的製造業增加值佔GDP的比重長期穩定在28%至30%。作為發展中國家，如果不具備較強的製造業基礎，將很難獲得更高水平的價值鏈地位。因此，加快製造業轉型升級是發展中國家實現突圍的關鍵，同時擴大可再生能源投資，應對綠色轉型難題。

其三，金融的自主性至關重要，必須堅持獨立的金融發展模式。1980年代拉美和1990年代的東南亞國家在金融改革上有許多經驗教訓，參照歐美國家的金融模式並不可取，往往因制度、環境不相容而出現劇烈波動，引發區域性金融危機。南非一度面臨類似的金融投機和金融自由化等問題，但經過金融改革後，貨幣政策自

主性增強，利率和匯率相對穩定。2008年全球金融危機後，南非啟動金融監管體制改革，建立「雙峰型」監管體制。目前，南非擁有比較健全的制度和法律環境，金融體系比較發達。作為發展中國家，既要應對國際金融的負面溢出風險，增強區域金融中心話語權，也要防範國內金融風險，增強金融服務覆蓋面。

南非的經濟轉型問題集中在兩個層面：第一，從後發優勢轉變為比較競爭優勢存在不小的難度。無疑後發國家工業化起步絕大部分是依託「外資+出口導向」或進口替代等方式，承接發達國家產業鏈和跨國企業投資，但下一步產業鏈價值鏈的提升卻有較大難度，一方面是知識產權和專利保護受限，另一方面是發達國家實施出口管制和貿易壁壘等政策。對此，南非需要擴大非盟影響力，加快推進金磚國家與非洲自貿區合作，促進投資和貿易多元化；第二，從出口導向和外部依賴走向自主性較為不易。通過出口獲利是後發國家原始積累的重要手段，但這種模式卻依賴於發達國家。南非如今的發展帶有「拉美化」印記，長此以往將削弱經濟增長潛力，迫切需要加快產業升級，重點聚焦先進製造業和新興產業，擴大自主投資佔比，降低對外依存度，促進貿易和投資多元化。

南非發展的關鍵在於兩個突破：一是掃除經濟改革障礙。南非國內政治改革和經濟政策存在較大分歧，需要加強執政黨團結，盡快達成政策共識並推出市場經濟改革計劃，加強宏觀政策與結構性改革配合，加快機構和制度改革，加強社會治安治理，增加社會福利投入，為經濟發展創造穩定的國內環境。二是突出比較競爭優勢。南非的經濟嚴重依賴礦產資源，未來要加大自主投資，掌握關鍵領域資源控制權和投資自主權，提升製造業產業鏈優勢，增強出口競爭力，同時開放新的市場，優化投資環境，調動私營部門投資積極性，挖掘人口紅利，改善提升整體就業水平，發掘新的經濟增長點。近年來，中國和南非雙邊貿易增長較快，未來雙方有望通過金磚國家框架、共建「一帶一路」等擴大雙邊直接投資和貿易加快增長，包括新能源投資、電力裝備升級以及基礎設施建設等領域擁有廣泛合作空間，預計將為南非經濟轉型提供新的動力。

（本文僅代表個人觀點）