

美降息時間或晚於預期



金融熱評 張濤

中國建設銀行
金融市場部分析師

雖然美聯儲在本輪美聯儲加息周期結束後，一直在釋放不急於降息的信號，但是市場已將降息周期起始時間提前至今年3月份，並預計聯儲全年降息6次，累計降息幅度150基點。即是說，到11月份，美國聯邦基金利率就會由5.25厘至5.50厘降至3.75厘至4.00厘。市場預期大幅超過12月議息會議點陣圖給出的75基點降幅。美聯儲會按照市場預期路徑開展降息麼？

首先，美國通脹超速回落更多源自供給改善。如果以2019年三季度經濟狀況為基點（100），截至2023年三季度末，剔除物價因素後的美國實際GDP已累計升至110.28%，即美國經濟較疫情前水平累計增長了10.28%，其中個人消費貢獻了7.85%（商品消費貢獻了4.29%，服務消費貢獻了3.55%）、私人投資貢獻了2.19%、政府支出貢獻了1.13%，即便是美聯儲僅用16個月就將政策利率提高了525基點（平均每月加息33基點），美國的個人消費勢頭仍沒有被阻斷。

與此同時，美國通脹超速回落，例如美聯儲關注的PCE通脹同比漲幅由2022年6月峰值的7.1%降至2023年11月的2.6%，通脹回落斜率比通脹上漲斜率更為陡峭，回落速度明顯高於1966年以來七輪通脹周期的均值。

可見，美國通脹超速回落並非是建立在個人消費需求大幅下降的基礎上，而是更多依賴於供應體系的修復與能源價格的回落。

其次，美國就業市場仍然保持較強韌性。截至2023年11月，美國失業率為3.7%，較前期低位上升了0.3%（2023年1月的3.4%），同期的非農職位空缺率為5.3%，較2022年3月峰值7.4%回落2個百分點，勞動參與率62.8%，較疫情來前的低位回升了近3個百分點。綜合三組數據而言，美國就業市場供需緊張的緩解很大程度也是源自

供給的增加，即職位空缺率的回落更多依賴新增就業的填補，而非既有就業崗位的減少。

而作為失業率上升先行指標之一的初次申請救濟金人數，目前穩定在80萬人/月的水平，較113萬/月的平均水平低了30%。另外，美國失業人數與職位空缺數的比值僅為0.3，更是大幅低於均值的1.2。這兩組數據則顯示出，美國就業市場供給緊張的局面並未完全消除，對應的工資薪酬漲幅還有4%，高於2%的通脹目標水平。

邏輯上看，就業市場的惡化首先體現為企業持續降低招工需求，直至不再新增招工，之後才會考慮裁員，所以在數據上職位空缺率的回落要領先於失業率的上漲，從經驗規律來看，兩者之間的時滯為六至八個月。按此規律來推演，美國失業率開始持續上升，最快也是2024年6月以後才有可能。

避免控通脹半途而廢

再次，美聯儲剛回歸到利率政策的正常施力空間，過早轉向會影響政策效果。疫情嚴重衝擊了供給體系，加之財政赤字大幅提高了美國個人的消費能力。因此，雖然美聯儲啟動了加息周期，個人消費與美國利率環境呈現出同向變化的異常狀態，即利率上升並未抑制消費比重的上升，此局面直到2022年7月之後，才逐漸得以扭轉——個人消費與利率環境回歸到反向變化的正常狀態，而其中一定程度上還受到美國財政赤字政策消退的影響。而從「消費—利率」曲線的斜率變化而言，美聯儲才剛剛回歸到利率政策的正常施力空間，這也是美聯儲之前釋放「Higher For Longer」的原因之一。

如上文所述，目前美國個人消費保持着韌性，就業市場供給緊張局面還沒有完全解除，過早的政策轉向勢必會影響前期政策的效果，控通脹有可能半途而廢，軟着陸也就無望了。

基於上述三個方面的認識，筆者預計：2024年美聯儲將再次令市場意外，開啟降息周期的時間要晚於市場目前所預期的3月份。



歐央行貨幣政策的主要目標是維護價格穩定，與美聯儲的雙重目標不同。

由於去年12月份美聯儲議息會議「鴿派」超預期，即便歐央行行長拉加德在稍後召開的議息會議發布會上，堅稱「歐央行根本沒有討論降息問題」，但市場對歐央行的緊縮立場已有所懷疑。數據顯示，截至去年12月27日，隔夜利率互換（OIS）定價2024年3月歐央行首次降息概率接近六成。歐央行表面上的堅決緊縮態度令人深思，本文擬談談這背後的邏輯。

「鷹派」歐央行言行不一



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

與美聯儲的雙重目標不同，歐央行貨幣政策的主要目標是維護價格穩定。這與歐央行功能主要延續了德國央行的歷史原因有關，就連歐央行辦公地址也在德國法蘭克福。由於高通脹問題在德國引發了多次經濟與社會危機，德國央行對物價極其敏感，常年扮演著歐央行內部的「鷹派」角色。

通脹風險居高不下

2022年1月，歐元區CPI和核心CPI受供應鏈斷裂和強刺激等因素影響出現上漲，分別錄得5.1%和2.3%，高於2%的通脹目標。隨後爆發的俄烏衝突導致國際能源價格飆升，歐元區物價明顯感受到輸入型通脹壓力，CPI和核心CPI最高漲至10.6%和5.7%。接著便是所有央行的「噩夢」，能源價格衝擊引發了「薪資—物價」螺旋上升的跡象。2023年三季度，歐元區工作日調整後的勞動成本指數和議價工資年變化率分別增長5.3%和4.7%，處於30年來的高位。儘管能源價格衝擊已經過去，但通脹螺旋強化的黏性仍有待觀察。

歐元區經濟增長乏力。2022年四季度至2023年三季度，歐元區實際GDP環比折年率分別為-0.4%、0.4%、0.5%和-0.5%，基本沒有增長。2023年三季度，歐元區實際GDP同比增速也自2021年一季度以來首次掉入負區間（-0.3%），連續6個季度下滑，較同期美國實際GDP增速連續3個季度反彈「相形見绌」。20個歐元區成員國中有8個國家陷入負增長，包括德國和荷蘭這樣的核心成員國，這也是市場押注歐央行2024年連續且大幅降息的重要原因。

然而，歐元區呈現典型的滯脹經濟，可能會束縛歐央行貨幣政策轉向穩增長。2023年三季度，20個歐元區成員國中有10個國家的核心CPI同比高於均值4.6%，同樣也有十個國家的實際GDP同比增速低於均值0.3%，兩者呈現一定程度的負相關，即經濟增速越低、通脹反而越高。這與歐元區內需疲軟不無關係。與美國消費驅動不同，最終消費支出佔歐元區經濟的比重在2022年降至74%，較2009年歐債危機爆發之年低了4.5個百分點。

歐元區勞動力短缺問題可能比美國還嚴重。受新冠疫情影響，歐元區與美國出現了類似的就業「大停擺」，即老年人提前退休、遠程辦公流行、政策補貼力度較大和結構性就業摩擦等因素導致歐元區職位空缺率明顯上升。據歐洲統計局數據，2023年三季度，歐元區職位空缺率為2.9%，較2019年底上升了0.7個百分點，相當於多了32%的就業需求沒有獲得滿足。歐洲企業擔憂裁員後招聘熟練員工更加困難，寧可花錢養着等



經濟復甦。

歐元區經濟長期滯脹風險較高。2023年11月，國際貨幣基金組織（IMF）指出，由於人口結構惡化和工時下降的長期趨勢已經逐漸成型，歐元區勞動力短缺和薪資壓力可能難以快速改善，尤其是任何延遲退休年齡的建議都會遭到社會反對。2020年至2023年，歐洲地區工時增速就下滑至與美國相近的水平，使得2016年至2019年的領先優勢基本喪失；美歐勞動力供給差距將在2024年至2028年進一步惡化，歐洲地區工時將不可避免進入負增長，而美國則將有所反彈。

更令歐元區頭疼的是，歐元區的全要素生產率增長可能陷入「前有攔路虎、後有追兵」的窘境。2016年的歐央行研究顯示，歐元區在研發投入、科技創新等方面全方位落後於美國，差距在2010年以後進一步拉大，這可能是造成歐元區人均GDP陷入停滯、而美國依然持續上升的重要原因之一。當前歐元區不僅與美國競爭高科技產業處於落後，還要遭受中國等新興市場的追趕。歐央行對改善歐元區經濟結構性問題無能為力，這屬於政府的職責，但是可以使用貨幣政策應對潛在的滯脹風險。

內部財政難以協調

歐央行在這一輪加息周期累計加了450個基點，存款便利利率從2022年初的-0.5%上升至2023年底的4%，存款「搬家」的情形在歐元區也有出現。2023年5月起，歐元區M2（廣義貨幣供應）同比陷入負增長，10月下降2.1%；7月起，存款環比折年率首次陷入負增長，10月下降1.7%。基本上，美國銀行業遭遇的問題都會出現在歐元區。但得益於更嚴格遵守和實施巴塞爾協議，歐元區銀行業的資本充足率要高於美國同行。2023年二季度，歐盟銀行業的普通股一級資本充足率（CET1）為16%，明顯高於同期美國銀行業的12.5%。

不過，歐元區銀行業面臨的重大風險就是前文所述的滯脹經濟。如果經濟停滯不前和利率高企，歐元區金融體系需要改變過去十多年低利率環境下的經營習慣，尤其是非銀行金融機構不再享有低息資金，繼續高槓桿運行的風險明顯上升。

主權債務「碎片化」是歐元區繞不開的難題。疫情初期，拉加德不經意的一句「我們不是來收窄利差的」引發廣泛爭議，10年期意大利國債收

益率迅速攀升，創下單日最大漲幅紀錄。這導致作為歐元區主權債務風險重要標註的10年期德意利差迅速走闊，歐債危機「夢魘」捲土重來。事後，歐央行趕忙澄清並推出大規模資產購買計劃，方才平息了這場風波。

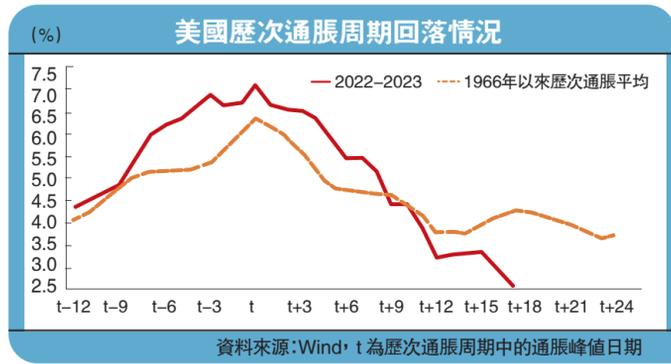
目前，歐元區主權債務風險相對可控。國際清算銀行（BIS）數據顯示，截至2023年二季度末，意大利政府部門槓桿率從2021年一季度末的高點回落了16個百分點至142.3%，回落幅度要大於同期歐元區整體的9.2個百分點。2023年10月以來，國際三大評級公司標普、惠譽和穆迪相繼上調了希臘的評級，使其重新回到投資級評級。

此外，即便2023年以來歐元區經濟增長疲軟，但10年期德意利差沒有明顯走闊，12月日均170個基點，較2022年同期低了33個基點。不過，歐元區的癥結依然存在，財政尚未形成一體化。一邊是近期德國總理朔爾茨表示，政府將控制支出，以填補2024年約170億歐元的財政缺口；另一邊是意大利梅洛尼政府將2024年目標赤字率從3.7%提高到了4.3%。

歐央行「搭便車」依靠美聯儲降息來緩解壓力。2022年2月爆發的俄烏衝突「重創」了歐元區前景。國際收支數據顯示，該年3月與6月份歐元區有價證券及投資項下分別淨流出1401億和1009億歐元。能源價格衝擊和匯率快速貶值迫使歐央行於2022年7月份開啟加息進程，首次便是50個基點，一舉擺脫實施八年之久的負利率時代。即便如此，當年8至11月歐元區依然出現了連續四個月短期資本外流，月均流出698億歐元，9月份更是創紀錄流出了1665億歐元。

2023年以來，歐央行整體上跟着美聯儲「亦步亦趨」延續加息和暫停的節奏。11月份，美聯儲「鴿派」動作不斷，這也讓歐元區明顯受益。因此，即便2024年歐央行表現得比美聯儲更偏「鷹派」，市場也會借助美聯儲的寬鬆預期推動歐元區金融條件進一步鬆弛。

綜上，歐元區中長期滯脹風險較高，勞動力市場緊俏程度緩解不如美國，但需求不足的問題依然存在。由於美聯儲超預期「鴿派」引發全球金融條件轉鬆，歐央行「嘴硬」並不妨礙市場激進押注其2024年降息次數。或者說，歐央行「故意」比美聯儲維持偏緊的立場，既能穩定匯率和跨境資本流動，「搭便車」享受美聯儲帶來的刺激效應，又能避免在治理通脹上犯錯，可謂「一舉兩得」。



減息將至 樓市首季料迎小陽春



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

從美元利率期貨顯示，2024年減息有可能約1厘，比去年12月中聯儲局點陣圖所預期減息0.75厘更多。一些世界級投資機構預測，未來減息超過1厘，比起聯儲局更樂觀，聯邦基金利率或降至約4厘，香港樓市首季步入小陽春可期。

息口是左右買家入市其中一個重大因素，現時息口確定見頂，買家入市動力相應提升，部分更會希望把握樓價低位逐步入市。農曆新年前後是樓市傳統旺季，加上利好消息刺激，預期一季即迎來成交量小陽春，相信早前累積的購買力及猶豫不決的準買家，會加快落實置業決定。

特區政府近年以搶人才為目標，成立「人才服務辦公室」，積極招攬外地人才，包括推出高端人才通行證計劃及優化原有的人才入境計劃。截至2023年11月底，各項輸入人才計劃共收到超過20萬宗申請，獲批來港人士當中已有逾8.1萬人來港工作及定居，再配合最新一份施政報告中「先免後徵」的優惠，相信可持續為樓市注入新動力。特區政府早前亦宣布重啟投資移民計劃，投資移民人士來港後具居住需要，相信計劃可為樓市注入新資金。

筆者預計，在面對銀主盤量及負資產數量高企的現實，特區政府有機會於2024年底財政預算案中提出進一步減辣甚至全面撤辣，以免出現金融危機。屆時

息口因素憂慮消散，加上減辣措施，預期將帶動首季成交量增加，量變質變，有機會帶動樓價亦會從谷底反彈5%。

今年一手成交有望1.5萬宗

現時美國已宣布加息期告終，若首季再有減辣措施出台，二手樓價將於上半年見底，中原城市領先指數有機會回升約5%至155點。成交量方面，一手發展商為求銷量，仍會以筍價推盤，貨尾盤亦會推出各項優惠吸客，刺激銷情，料2024年一手成交量可達1.5萬宗。二手受惠息口因素及剛性需求持續高企下，部分買家或會於樓價低位偷步入市，料二手成交可達4萬宗。

高盛預計，2024年聯儲局分別在3月、4月及5月各減息0.25厘，然後每季減息一次，到年底時聯邦基金利率降至4到4.25厘。減息幅度比預期大，料利好樓市。



▲現時息口確定見頂，買家入市動力相應提升。