

降息仍是市場投資主線

中金點睛 李昭 楊曉卿

中金公司研究員

美聯儲1月份的議息會議提示，3月份降息並非基準情景，鷹派態度超出市場預期；利率期貨反推的3月份降息概率從44%降至35%。儘管美聯儲態度偏鷹，美國的「降息交易」並未受到明顯影響：美債利率不升反降，日內回落7基點（Basis Point, BP），黃金價格每盎司在2040美元附近波動。

筆者認為，這反映全球央行轉向是2024年高確定性的交易主題，美聯儲到底是3月還是5月降息屬於政策微調，不改變降息大趨勢。因此，儘管3月降息概率下降，但市場計入美聯儲2024年降息幅度反而從132基點升至148基點。

而1月31日紐約社區銀行業績暴雷，增大中小銀行風險擔憂，美國ADP就業數據與僱傭成本增速低於預期，經濟和金融層面的負面消息推高避險情緒，黃金美債受益，股票商品下跌。

美聯儲的最終政策選擇取決於經濟數據（Data Dependent），如果數據與預期不符，將可以靈活調整政策。美聯儲會議決議稱「聯儲不會在有信心看到通脹回到2%的目標前降息」，中金大類資產的通脹模型預測，2024年中，美國名義消費物價指數（CPI）可能降到2.5%附近，個人消費開支價格（PCE）的通脹數據降到2%附近，基本達到美聯儲目標通脹水平，因此通脹改善可能為美聯儲加快降息節奏創造條件。

其次，鮑威爾提示如果通脹大幅改善或勞動力市場明顯降溫，則可以更快地降息。美國經濟正在處於下行周期，不排除經濟非線性走弱的可能性，如果按照2023年美國經濟增速線性外推，存在高估經濟韌性的風險。儘管仍需更多數據驗證，但美國ADP就業人數低於預期其實已經提示增長風險，非農就業結構不佳也顯示目前美國勞動力市場可能並非真正強勁。

美地區銀行現新危機

儘管紐約社區銀行問題的嚴重程度和傳染性仍需要時間和數據驗證，但至少表明在高利率背景下，美國金融體系相對脆弱，而數字經濟時代的新型流動性衝擊則進一步放大了金融風險。如果金融體系發生震盪，可能與經濟下行共振，推動美聯儲加速降息。

從政策邏輯上看，美聯儲不願意看到市場提前交易降息預期，因此降息決策通常具有突發性：在去年12月之前，儘管筆者反覆提示「higher for longer（更高更久）」並不可信，美聯儲不會

拖到2024年下半年才降息，建議勿低估其降息的時點和節奏，但市場的主流觀點仍然是「higher for longer（更高更久）」。

即使美聯儲首次降息時點推遲至5月或6月，筆者認為對交易方向影響也不大，美債和黃金同樣是佔優資產。筆者曾復盤過去五十年、共14輪美聯儲加息結束後至降息開始前的資產表現。從資產回報中位數與勝率的角度看，美債>美元>0>商品>美股>黃金。

由於本輪周期中股票漲幅已經大幅超出歷史均值，當前美國經濟與銀行業前景尚不明朗，疊加美股估值較高，筆者認為存在一定調整風險，建議保持謹慎。但美債表現低於歷史均值，存在補漲可能。10年期美債利率位於3.9%附近，仍然高於我們測算的美債利率中樞3.5%（3%利率預期+0.5%期限溢價），下行空間充分。

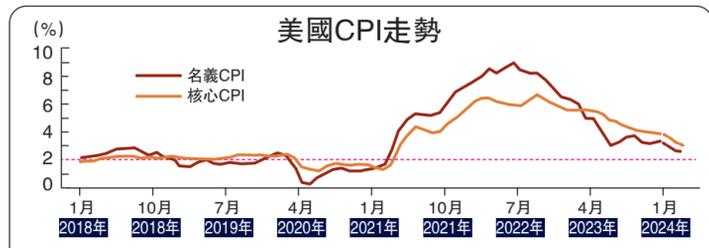
金價有機會創歷史新高

雖然黃金本次漲幅相比歷史表現已經偏大，但考慮到地緣政治風險上升與逆全球化背景下，黃金估值中樞可能結構性提升。如果美債實際利率回落100基點至自然利率水平0.5%，筆者測算黃金仍有100-300美元上行空間，不排除衝擊每盎司2200-2400美元的歷史新高的可能。

在美聯儲降息周期開啟之後的六個月裏，海外資產回報中位數排序為美債>黃金>美股>美元>0>商品，美債和黃金表現仍然靠前，降息交易繼續主導市場大勢。

降息交易同樣是中國市場的重要主線，超配國內債券，關注股票階段性和結構性機會。中央經濟工作會議表態「要強化宏觀政策逆周期和跨周期調節，繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，加強政策工具創新和協調配合」。財政政策強調「適度加力」，貨幣政策強調「靈活適度、精準有效」。

美聯儲降息有利於全球流動性寬鬆，中美息差收窄將進一步減輕國內匯率壓力，為中國利率調降打開空間。1月底降準與定向降息後，貨幣政策可能進一步寬鬆，筆者維持超配國內債券。如果穩增長政策明顯發力，中國股票可能機會大於風險，筆者建議尤其關注產能過剩問題較輕的上游資源鏈。在全球經濟增長放緩背景下，商品建議整體低配，但中國需求拉動的細分商品品類或有相對表現。



適時減辣 扭轉負財富效應



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

美國聯儲局議息後維持不變，是連續四次未有加息，預示利率或已見頂，而且本港大型銀行最優惠利率亦維持不變。值得注意的是，聯儲局表明3月減息機會不大，意味首季減息的預期幻滅，或令本已疲憊的樓市「雪上加霜」。

在樓價跌勢不止之下，負資產宗數因而節節上升。日前金融管理局公布去年四季度末負資產宗數約2.51萬宗，較第三季末急增約1.26倍，創自2004年第三季的逾十九年新高。個人認為，假如在未有利好消息帶動下，樓價難免進一步尋底，預料首季負資產宗數或攀升至超過4萬宗水平。

為免影響經濟，呼籲特區政府為樓市全面減辣，吸引資金來港投資，有助加快經濟復甦。

樓價持續下滑，除了負資產數字持續擴闊外，不少港人眼見自身物業價值不斷縮水，甚至出現資不抵債的困境，難免感到憂心忡忡。當務之急，自然是希望特區政府盡快穩定樓市以助經濟復甦。皆因住宅物業非「一般商品」，而是生活的必需品，也是很多市民一生的

財富所在，若樓價持續下跌將影響市民消費信心，所產生的「負財富效應」會令消費者變得更為謹慎和節制，形成消費信心的危機，嚴重阻礙經濟復甦，甚至影響香港整體經濟表現。

即使去年10月底施政報告已為樓市減辣，惟樓價跌勢持續。美聯樓價指數最新（1月29日）報135.73點，連跌二十四周，比起2021年歷史高位更跌逾23%，重返至2016年10月下旬的逾七年新低。在未見利好的背景下，相信樓價將進一步下跌。

減辣後除了樓價持續跌跌不休外，物業交投亦未見起色。據土地註冊處資料顯示，今年1月整體物業（包括一手公樓、二手住宅、一手公營房屋、工商舖、純車位及其他等）註冊量合共錄4393宗，比起去年同期未減辣前的4427宗更低，而宗數僅高於2016年同期3123宗及2020年同期3776宗，創近三十一年以來的同期第三低。

地產興衰 關乎多個行業

全面減辣並非解決本港樓市問題的「萬應靈丹」，但至少有助穩定樓市及消費信心，對穩定經濟有正面作用。物業交投減少，影響不單是地產行業，銀行、律師樓、裝修、運輸，甚至資產管理等行業都會受到衝擊，因此特區政府宜盡快「出手」提振市場信心。



今年人民幣匯率受到國內經濟恢復和海外貨幣政策走向兩方面的影響，央行匯率調控只是為經濟調整爭取時間。

今年美聯儲貨幣政策或將由收縮轉為放鬆，全球外匯市場在多重因素影響下仍將面臨較大不確定性，人民幣匯率走勢仍存在懸念。決策層須採取一籃子超預期措施，切實改善社會預期。其中既要靠溝通引導市場，也要靠行動取信市場，提升政策公信力。

提振信心 政策力度需超預期



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

2024年要鞏固和增強經濟發展態勢，需要有一些實質性的舉措來改善社會預期。正如2023年底中央經濟工作會議上進行的總結，一方面肯定了中國經濟回升向好，高質量發展扎實推進；另一方面，也提出了問題，主要是有效需求不足、部分行業產能過剩、社會預期偏弱、風險隱患仍然較多，國內大循環存在堵點，外部環境的複雜性、嚴峻性、不確定性上升。

進一步推動經濟回升向好的態勢，政策主要是從五個方面發力：

其一，加大宏觀調控力度，強化逆周期和跨周期調節，繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策。

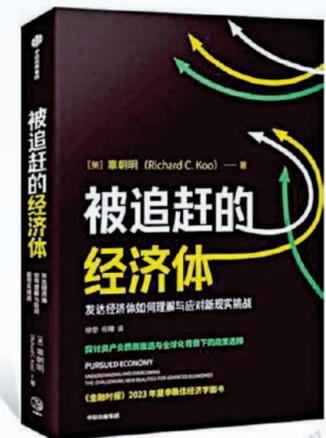
其二，堅持科技創新引領，培育增長新动能。科技創新引領現代化產業體系建設在今年九項重點任務中位列首位。

其三，全面深化改革開放，謀劃一些重點領域改革開放的措施，為經濟發展注入新動能。

其四，防範化解重點領域風險，統籌考慮房地產、地方政府債務和中小金融機構風險，守住不發生系統性風險的底線。

其五，着力擴大國內需求，用擴大內需的確定性對沖外需的不確定性。去年外需對中國經濟增長貢獻11.4%，從連續四年的正貢獻轉為去年的負貢獻，而去年消費對經濟增長的貢獻率為82.5%，達到2000年以來最高，當然也有低基數的原因。2024年要激發有潛能的需求，擴大有效益的投資，促進消費和投資相互促進的良性循環。

總之，2024年穩增長的政策還是延續了以結構調整為主、政策刺激為輔的思路。



▲辜朝明撰寫的《被追趕的經濟體》提到，未來中國經濟增長需要企業投資及居民消費大力擴張。

中國通脹率有望轉正

對於當前中國經濟發展的現實挑戰，辜朝明先生（野村綜合研究所首席經濟學家）在《被追趕的經濟體》一書中有些內容可供借鑒和參考。辜朝明指出，教科書一般認為借款人是天然存在的，然而當資產負債表受損和投資機會不足時，卻會導致借款人

缺失，引發「節儉悖論」，即「我的支出」是「你的收入」，我不花錢就會減少你的收入。當所有人都不花錢，增加儲蓄時，經濟會走向蕭條，陷入通縮螺旋，在一個低的水平達成新的均衡。

辜朝明建議，此種情形下，短期來看，政府必須繼續借款並將私人部門多餘的儲蓄用於能夠收支平衡的公共項目，直至國內投資回報率得到長期改善。從長期來看，通過結構性改革提高國內資本回報率，但這通常需要十年或更長時間才能產生宏觀經濟效果。可見辜朝明並不否認結構性改革的重要性，但他也指出，結構性改革通常是一個慢變量，短期需要政府增加開支。

辜朝明認為，2012年前後，中國跨越了「劉易斯拐點」，經歷了工資的快速增長，這意味著中國處於「後劉易斯拐點」的黃金時代。現在黃金時代越來越短，歐美大概有三、四十年的時間，日本大概有二十年的時間，但是中國的黃金時代能維持多長時間還有很大不確定性，因為當前中國已經面臨「脫鈎」、人口老齡化和「中等收入陷阱」的挑戰。未來中國經濟增長需要企業投資和居民消費大力擴張，中國要實現2035年人均收入達到中等發達國家生活水平的遠景目標，沒有時間可以浪費，也沒有政策錯誤的空間。

2024年中國經濟發展具備四個方面的機遇：第一，政策疊加形成合力。去年財政增發了1萬億元（人民幣，下同）國債，今年還可以接着用結餘資金，同時財政還有進一步擴張的空間，如果對匯率波動有容忍度，那麼貨幣政策也有實施空間。第二，超大市場蘊含潛力。尤其是疫情衝擊在今年對經濟的影響有可能進一步減弱，會進一步釋放超大規模市場潛力。第三，改革開放激發活力。第四，現代產業蘊育機遇。

根據預測，今年名義國內生產總值（GDP）會快於實際GDP的增長，去年GDP平減指數是負的，名義增長是4.6%，預測2024年名義增長5.9%，居民消費價格指數（CPI）轉正為1.2%的溫和通脹，工業生產者出廠價格指數（PPI）從負增長轉為零附近的正增長，出口由上一年的負增長轉為正增長。不過，匯率是兩種貨幣的比價關係，中國經濟增長4.8%能否確保人民幣匯率一定升值，不僅要看中國還要海外、尤其是美國的情況。

根據中央經濟工作會議精神，今年經濟工作有一項重要任務是切實改善社會預期。中央經濟工作會議要求，2024年要「穩中求進，以進促穩，先立後破」，多出有利於「穩預期、穩增長、穩就業」的政策。要增強宏觀政策取向一致性，把非經濟性政策納入宏觀政策取向一致性評估，強化政策統籌，確保同向發力、形成合力。提出不折不扣、雷厲風行、求真務實、敢作善為抓落實。對於做好當前經濟工作的五個規律性認識，實際上是重提以經濟建設為中心，發展是首要任務。

穩預期置於「三穩」之首，其重要性不言而喻。現在主要的矛盾在於

我們的很多政策措施處於落後於市場曲線的狀態。穩預期不僅要靠說，更要靠做。2024年要堅持結果導向、問題導向，從三個方面實現超預期：提振市場信心：首先，通過實施超預期的宏觀調控措施，推動經濟運行回歸到合理區間；其次，通過超預期的改革開放舉措，用標誌性的事件重塑市場信心；再次，通過超預期的防範風險政策，引導主要風險因素趨於收斂。

美經濟對人幣影響的三種可能

去年12月3日，在論壇內部研討會上，筆者提出2024年美元和人民幣匯率走勢有三種情形。今年初以來國內外經濟金融形勢的演進，進一步堅定了我對上述問題的看法。對應着美國經濟的三個場景，2024年美聯儲貨幣政策及美元匯率走勢有三種可能的情形：

第一個場景是「軟着陸」，即美國經濟增速輕微放緩、失業率小幅走高伴隨着美國通脹持續回落。此種情形下，美聯儲不加息或者小幅降息，美元指數圍繞100上下窄幅震盪，但在「美強歐弱」基本面的支撐下，美元指數還是有支撐的。

第二個場景是「不着陸」，即美國經濟增速繼續維持正產出缺口，失業率處於歷史低位，通脹持續高企甚至重新走高。此種情形下，美聯儲小幅降息後不降息或者再度加息，在緊縮預期或再度緊縮的驅動下美元指數有可能重新走高。

第三個場景是「硬着陸」，即美國經濟突然失速甚至陷入衰退，失業率大幅走高，通脹快速回落乃至通縮。此種情形下，筆者預計美聯儲將快速切換至危機處理模式，大幅降息甚至重啟零利率和量化寬鬆，在避險情緒、信用緊縮警報解除後美元走勢會異常疲軟。比如2008年全球金融海嘯，世界經濟衰退，美元由於避險情緒推動，美元走強。第一輪量化寬鬆之後，金融市場平靜了，美元從2009年年初開始，有一波兩年的走弱行情，最多的時候跌破了80。

總之，美聯儲降息不等於美元必然走弱，在美國經濟不衰退的情況下，美元大體上是穩中偏強的走勢，只有當利空出盡以後，才有可能大幅走弱。

2024年，人民幣匯率受到國內經濟恢復和海外貨幣政策走向兩方面的影響，央行匯率調控只是為經濟調整爭取時間。人民幣兌美元匯率走勢依然存在較大的不確定性，預測也有三種情形：

第一種是中性情形，即中國經濟持續恢復，美國經濟「軟着陸」，美聯儲小幅降息，人民幣處於有漲有跌的震盪走勢，震盪走強或是走弱取決於兩個經濟體向趨勢值或者潛在增速收斂速度的比較。

第二種是樂觀情形，即中國經濟回升向好勢頭得到鞏固和加強，美國經濟「硬着陸」，美聯儲政策大幅轉向，人民幣匯率或呈現趨勢性反彈。

第三種是悲觀情形，即中國經濟繼續面臨下行壓力，美國經濟「不着陸」，美聯儲不降息或者重新緊縮，人民幣匯率或進一步承壓。