

美通脹再起 警惕延後減息風險



微觀經濟周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

美國1月CPI高於市場預期，通脹進一步下行動力不足。美國勞工部最新數據顯示，美國1月CPI同比上升3.1%，較去年12月的3.4%略有下降，高於市場預期的2.9%。從環比角度看，美國通脹下行動力不足，通脹與核心通脹環比增幅均有所擴大。美國1月CPI環比上升0.3%，高於市場預期值（0.2%），環比增幅為2023年9月以來最高值；美聯儲更為青睞的核心CPI環比增長0.4%，為2023年5月以來最高值。

住房與核心服務通脹黏滯性突出。按分項來看，美國勞工部在1月CPI公布前上調住房分項權重，這進一步提高了住房通脹對CPI的拉動作用，住房通脹對1月CPI漲幅貢獻已經超過三分之二（2.1%/3.1%）；除此以外，核心服務亦貢獻了1.1個百分點的通脹漲幅。

住房與醫療服務價格上行預期下，美國通脹壓力依舊存在。一方面，在美國住宅市場似乎進入到「低銷量高價格」的新形態背景下，住房價格將成為美國通脹下行的最大「攔路虎」；另一方面，醫療保險削減了對醫生3.4%的費用支出，這將導致個人端醫療支出的增長，進而會對醫療服務價格造成壓力，該部分風險將會在2月CPI統計中逐步顯露。

基於當前美國強勁的非農和頑固的通脹數據，市場開始調降未來一年的降息預期。市場起初對美聯儲1月議息會議的反應過於樂觀，這與美聯儲主席鮑威爾的「鷹派」發言格格不入，而隨着美國勞動力市場及通脹數據的陸續公

布，市場開始逐步確認鮑威爾的表態所言非虛。截至2月14日，期貨市場隱含的3月首次降息可能性已經降至10.6%，5月首次降息概率回落至41.6%，全年降息次數由接近6次逐步修正至不足4次。

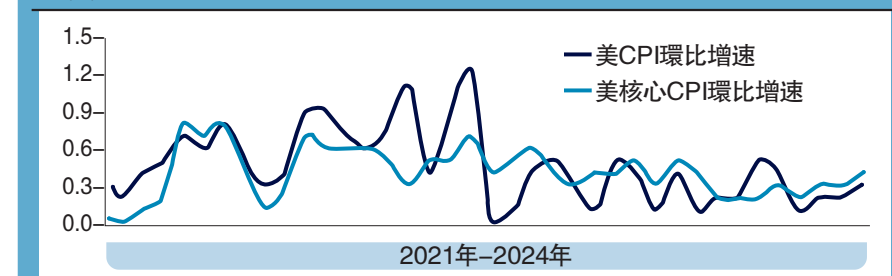
在本輪加息周期中，美國經濟並未表現出過多疲態，消費者需求和家庭負債表現頗具韌性。一方面，2024年1月美國密歇根大學消費調查數據全線爆發，各分項均創下2021年下半年以來的最高值，消費者信心指數、當前經濟環境指數、消費者預期指數分別從2023年12月的69.7、73.3、67.4大幅提升至2024年1月的79.0、81.9以及77.1。另一方面，美國房屋價格、股票和債券市場的優秀表現也提振了家庭負債表，從而對經濟的平穩運行起到有力支持。然而，周四公布的零售數據大幅低於預期，儘管對短期經濟的判斷影響較小，但未來的趨勢值得進一步關注。

除家庭端消費者信心穩步攀升外，美國製造業景氣度也在不斷修復。1月標普製造業PMI自2023年5月來首次回到擴張區間；與此同時，受新訂單增長拉動，ISM製造業PMI在榮枯線下萎縮程度大幅收窄。

美債市料出現擾動

往後看，須警惕美國經濟從「軟着陸」到「不着陸」轉變帶來的風險。基於家庭和企業端的良好表現，美國經濟暫無「衰退」之憂。截至2月15日，亞特蘭大聯儲GDP Now顯示美國2024第一季度GDP年化季環比增速預期約為3%，仍然表現較有韌性。然而美國經濟相對火熱的表現卻會帶來降息時點的推遲，這可能會給之前大刀闊斧交易「降息」的美債市場帶來一定擾動。

美國通脹下行動力不足



數據來源：Wind，國泰君安國際

今年利好因素多 港樓價量料回穩



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

新春伊始，先向各位讀者拜年，恭祝大家龍年行好運，今年股樓齊飛，人人笑口常開。

新年長假，各位可有外遊？據入境處數字，由年廿九（8日）至年初二（11日）的4日內約有300萬人次經不同途徑進出香港，當中出境有逾100萬人次。購買力外流，樓市交投未如理想。傳統10大屋苑於農曆新年4天長假期間，破紀錄出現「零成交」。此外，根據《一手住宅物業銷售資訊網》數據，新春初一至初五（2月10日至14日）一手僅錄13宗成交，創8年同期新低；綜合美聯分行資料，期內35屋苑二手成交亦僅錄4宗，更創有紀錄的23年同期新低。市場憧憬多時的「小陽春」亦暫告失蹤。

「小陽春」遲遲未至，高息固然是原因之一，觀望「財政預算案」的房策措施，亦導致不少市民延遲入市。到底港人對「財政預算案」有何期望？為了解市民意見，美聯物業特別於二月初透過社交媒體及官方「筍盤」APP，進行調查，共收回逾400份有效問卷，受訪者中業主及非業主各佔約一半。

調查結果顯示，近75%的受訪者支持特區政府於即將公布的「財政預算案」中，再次減辣甚至「全面撤辣」。

若真的「全面撤辣」料有助加快市民的入市決定。有多達41.2%的受訪者表示，如「財政預算案」中再次減辣或「全面撤辣」，將加快入市，較去年10月「施政報告」前進行的同類調查得出的27.9%，高出近13.3個百分點。調查結果反映，「全面撤辣」已經成為社會的共識，只是力度及幅度的問題。目前香港樓市空前低迷，不少市民都希望特區政府果斷出招，故再次強烈呼籲政府「全面撤辣」，以穩定樓市，避免樓價跌幅加劇，進一步衝擊經濟及民生。

筆者強調，未來樓市不乏利好因素，例如美國息口已見頂，市場更預期今年或減息達0.75厘，如政府提出合適的房策配合發展，於「財政預算案」中順應民意進一步減辣甚至全面撤辣，刺激經濟與樓市，將令本港樓市價量齊回穩。在樂觀的情況下，預計今年一手成交將按年升約43%至1.5萬宗水平，惟宗數較2021年仍低約9%，與較2014至2021年平均約16280宗亦低約8%。

二手方面，估計今年全年有望得5萬宗左右，雖較去年升近4成，有望打破近2年的二手悶局，但較2021年仍低約16%，同時較1996年至2021年平均每年的6.81萬宗，低出約27%。樓價則料將升約5%。租金方面，相信隨着愈來愈多專才到港發展，刺激樓市租賃需求，估計租金將延續去年強勢，今年全年料升約10%，連續3年走勢「跑贏」樓價。



▲預計今年一手成交將按年升約43%至1.5萬宗水平。



▲中國經濟潛在增速領先美國較多的狀況並未改變，往後兩國GDP差距將進一步收窄。

2023年，中國國內生產總值（GDP）實際增長5.2%，名義增長4.6%，按市場匯率（年均人民幣兌美元匯率中間價）折算，名義GDP為17.89萬億美元；美國實際增長2.5%，名義增長6.3%，名義GDP達27.36萬億美元。同期，中美名義GDP之比為65.4%，繼上年下降5.9個百分點後又回落了4.2個百分點。

中美經濟差距將再度收窄



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

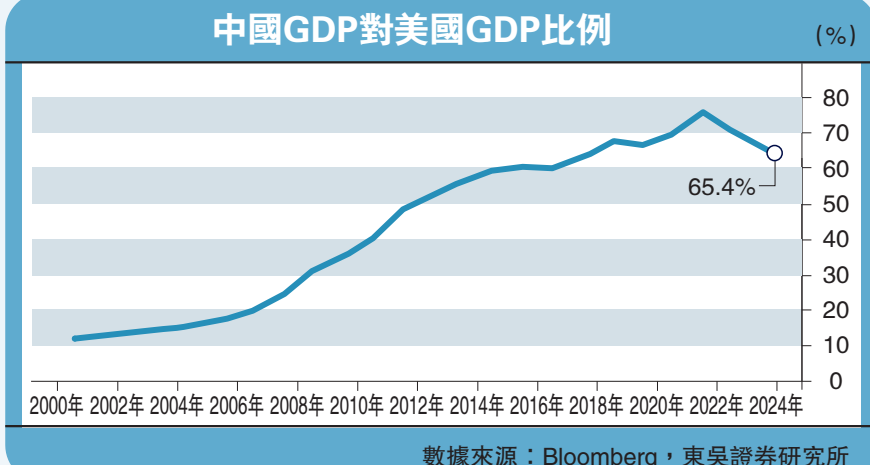
2022和2023年，中國實際GDP增速分別高出美國1.1和2.7個百分點。在中國實際GDP增速領先美國的情況下，兩國經濟規模差距連年擴大，一是因為美國通脹高而中國通脹低，中美名義GDP增速差距逆轉。2017年至2021年，中國名義GDP複合平均增速高出美國4.4個百分點，2022年和2023年卻分別低了4.3和1.7個百分點。

二是因為在內外部因素綜合作用下，人民幣匯率遭遇階段性調整。過去兩年，年均人民幣匯率中間價分別下跌4.1%和4.6%。

中國經濟增速領先

前述經濟現象引發了關於中國經濟追趕是否見頂的討論。然而，當前兩國經濟均是「兩低一高」，只是產出缺口方向不同，中國經濟潛在增速領先美國較多的狀況並未改變，「見頂論」恐言之尚早。2020年至2023年，中美複合平均增速分別為4.7%和2.0%，較2015年至2019年分別低了30%和22%。只不過，美國實際經濟增速高於潛在增速，指向正產出缺口，低增長伴隨着低失業、高通脹。中國實際經濟增速低於潛在增速，指向負產出缺口，低增長伴隨着低通脹、（結構性）高失業。這是中國實際GDP增速快於美國，卻給人感覺中「冷」美「熱」的關鍵所在。但同時也意味着中國經濟的潛在增速仍在5%左右，依然超出美國潛在增速約3個百分點。

實際經濟增速偏離潛在增速較多、物價漲幅過高或過低均非常態，未來都要向均值回歸。在經濟過熱的背景下，美聯儲啟動了四十年來最快、最陡峭的緊縮周期。到2023年底，美聯儲青睞的個人消費支出（PCE）和核心PCE通脹同比分別為2.6%和2.9%，較2022年7.1%和5.6%的高點明顯回落。自2023年9月起，美聯儲連續四次跳過加息，於12月份會議暗示加息結束，並在2024年1月份聲明中刪除了考慮額外緊縮的表述。即便如此，美聯儲依然強調在



數據來源：Bloomberg，東吳證券研究所

對通脹持續邁向2%更有信心之前不認為降息是適宜的。

最近國際貨幣基金組織上調2024年美國經濟增長預測值至2.1%，1月份美國新增非農就業創一年來新高，均顯示美國經濟有「不着陸」跡象，反映美聯儲反通脹任務尚未完成。鮑威爾曾多次表示，為讓通脹進一步回落，需要容忍美國實際經濟增速低於趨勢值。這意味着美聯儲或將更遲更少地降息，進一步抑制美國名義GDP過快增長的勢頭。

積極推動國內通脹溫和抬升

相反，為彌合負產出缺口，中國將加大宏觀調控力度，強化逆周期和跨周期調節，這將推動國內通脹溫和抬升，改變名義GDP增速偏低的局面。2023年底，中國增發1萬億國債並提高赤字率，日前又宣布了2022年以來最大幅度的降率。

影響兩國經濟對比的匯率因素也是非線性的。在匯率靈活的情況下，沒有只漲不跌也沒有只跌不漲的貨幣，而且漲多了會跌、跌多了也會漲。當匯率由市場供求決定時，市場匯率是內生而非外生的，圍繞經濟基本面對應的均衡匯率水平上下波動，同時會經常出現偏離基本面的過度升貶值。

匯率漲跌是經濟運行的結果而非目標。將「強大的貨幣」列為建設金融強國的六大核心關鍵金融要素之一，不等於追求人民幣對外升值，而是讓匯率反映經濟基本面，發揮促進宏觀經濟穩定和國際收支平衡的穩定器作用。中國政府提出，到2035年人均GDP達到中等發達國家水平，有人

將人民幣升值列為其實現的前提條件之一。然而，更為可能的路徑是，若中國經濟持續回升向好，回歸潛在產出水平，將有助於順利實現前述遠景目標，同時人民幣對外幣值企穩回升也將水到渠成。

此外，進行各國經濟比較，除用市場匯率折算外，還可以用購買力平價（PPP）匯率。購買力平價是根據同一種商品和服務在不同國家的售價是相同的一價定律，來反映各國商品和服務綜合價格的比例關係。以此作為國際經濟比較的貨幣轉換係數，可以消除各國間的價格水平差異，能更真實反映各國及世界經濟實際規模和發展變化。與市場匯率相比，購買力平價受短期因素影響較小、穩定性較強。當然，該方法也有不足之處，即不可貿易的商品和服務是不可比的，難以準確估價。

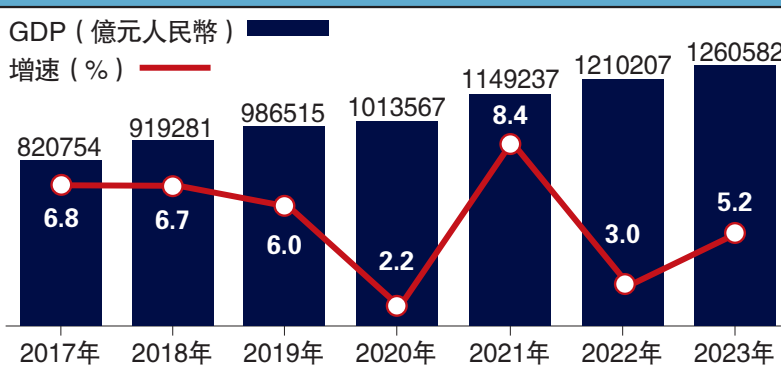
高質量發展推動經濟提速

根據IMF測算的購買力平價折算，中國相對美國的經濟差距近兩年是繼續收窄而非擴大。受益於國內低通脹，2022和2023年人民幣購買力平價匯率分別為3.99和3.81元人民幣/國際圓，各同比上漲4.7%。同期，中國名義GDP分別折合28.35萬億和29.84萬億國際圓，與可比口徑的美國名義GDP（美元的購買力平價匯率為1美元/國際圓）之比為117.3%和121.0%，分別同比上升0.7和3.6個百分點。

市場匯率與購買力平價匯率各有優劣、各有用途，難以相互替代，可以相互補充。故國際貨幣基金組織、世界銀行等國際機構通常會提供這兩種方法測算的各國及世界經濟總量，以及購買力平價加權的世界經濟增長及各國經濟發展對世界經濟的貢獻。

綜上，應理性看待近年來中美經濟規模對比的波動，既不能掉以輕心，也不必過分渲染。實現中華民族復興偉業，取決於我們能否做對事情。我們要保持戰略定力，堅持深化改革開放和科技創新引領，着力推動高質量發展，着力提高全要素生產率，推動中國實際經濟增速回歸趨勢值，並盡可能長時間維持潛在增速處於中高速區間。

2017-2023年中國GDP及增速



數據來源：國家統計局