

▲美國經濟增長的主要驅動力在於消費支出增長及前沿科技投資擴張，這些驅動力能否延續還存在不少疑慮。



美國經濟暫時的「不着陸」可能會成為全球經濟不穩定因素，前期支撐經濟復甦增長的積極因素逐漸減弱，包括政府財政刺激政策的退潮及利率高位運行等，對經濟增長帶來的負面效應將顯現。美國聯邦政府債務的不可持續、美國局部銀行潛在危機，以及美國科技企業泡沫化風險也值得關注。

# 美國經濟可持續性存疑

金融觀察 鄧宇  
上海金融與發展實驗室特聘研究員

需要關注的是，美國經濟短期內避免了衰退，其中付出的政策代價卻是超歷史的，例如超規模的財政刺激和史無前例的寬鬆貨幣政策，以及激進的加息，這些政策在發揮積極效應的同時，所付出的成本代價和負面溢出風險難以完全消化，將綿延很長一段時期。

## 一、貨幣政策成效與局限性

美聯儲通常被賦予「最後貸款人」的角色，主要調控工具包括：聯邦基金目標利率、結構性貨幣政策工具及其他救助計劃，引導市場流動性和調控貨幣供需關係。2008年金融危機後，美聯儲實施兩輪量化寬鬆貨幣政策。2020年新冠疫情發生後，美聯儲推出更大規模寬鬆貨幣政策，同時下調聯邦基金目標利率至0厘—25厘，並設定2%的通脹目標區間，最終引發大通脹。2022年，美聯儲開啟「追趕式」的加息模式，累計加息11次，幅度達525個基點，聯邦基金利率升至5.25厘—5.50厘。

美聯儲在預期管理、市場和公眾溝通，以及貨幣政策創新等方面取得了較好成效。短期來看，上述政策的確有助於提振市場信心，為市場和機構注入了流動性支持，扭轉了經濟陷入衰退的趨勢。在複雜的現代經濟體系中，美聯儲圍繞控制通脹、就業優先以及金融穩定、防止經濟衰退等多重目標管理上進行大膽試驗，積累了豐富經驗，取得了預期效果。

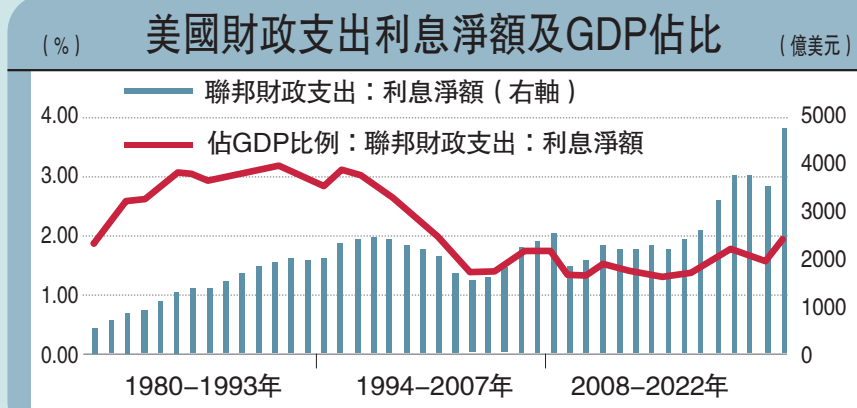
但美聯儲所實施的貨幣政策也存在負面效益，其中包括非常規政策工具的退出變得更加困難。本輪貨幣政策周期考驗美聯儲作為中央銀行的功能作用，無論是目標通脹的實踐檢驗，還是中小銀行的監管，抑或是市場溝通和預期管理，美聯儲體系存在的短板弱項仍值得深思。

## 二、經濟復甦的主要驅動力

相較而言，美國經濟的復甦增長比歐洲和日本等發達國家的進程要快，進展也更加順利，主要憑藉的還是美國獨特的經濟體系和全球布局，通過政策調整能夠獲得較大的迴旋餘地，「用時間換空間」的模式短期內避免了嚴重的經濟衰退，挽救市場信心。

近年來美國經濟結構轉型加快，高科技創新引領帶動一批科技企業快速成長，製造業回流計劃也取得積極進展。同時依託《通脹削減法案》(IRA)和《芯片和科學法案》等，推動國內芯片半導體、清潔能源的發展，同時國外跨國科技企業赴美投資設廠既帶來了新增就業，也改變了過去「產業空心化」問題。

美國經濟雖面臨局部銀行危機、高通脹及地緣衝突等風險挑戰，但通過強有力的宏觀政策避免陷入嚴重衰退的困境。根據美國經濟分析局(BEA)公布的數據，2023年四季度美國實際國內生產總值(GDP)環比折年率增長3.3%，遠高於預期值2.0%。背後主要有三方面原因：其一，美國GDP佔比最高的個人消費貢



獻較大，2021—2023年私人消費支出對GDP的季度貢獻平均達到2.4%；其二，私人投資和政府支出增長有正貢獻，2023年美國製造業企業支出增長15%，規模超過500億美元；其三，國際資本流入，過去兩年美國吸引了全球24%的外國直接投資。

總體來看，美國經濟增長的主要驅動力在於消費支出增長及前沿科技投資擴張，這些驅動力能否延續還存在不少疑慮。從兩個方面來看：一方面，美國居民超額儲蓄不斷消耗，消費和零售增長的動力不足；另一方面，美國高利率仍可能維繫較長時間，美聯儲降息的條件尚不充分，企業和居民借貸利息支出相應增加，削弱增長潛力。

## 三、制約增長的中長期風險

疫情期間，美國財政刺激很大一部分用於消費支出，包括救助中小企業、提高失業補助及直接給居民派發現金支票。從財政刺激的短期效果看，一方面提振市場主體投資和居民消費信心，拉高零售增長貢獻度，增加居民儲蓄並擴大消費支出規模。另一方面，大規模財政刺激也推高政府債務。統計顯示，2019年10月至2024年1月，美國聯邦政府債務增加超過11萬億美元，其間GDP增長約6萬億美元。

辨證來看，美國的財政政策力度大、財政逆周期調節見效快，但副作用也比較大。由於美國的選舉制度和財政預算赤字緊密關聯，因而財政赤字的擴張往往帶有周期性，而且多數時刻未受到硬約束。即便美國政府多次因聯邦政府債務上限問題而關門，但最終仍能在國會順利「闖關」，這與多數國家的財政體系和財政環境有較大差別。

財政擴張的代價並非所有經濟體都能承受，需要思考兩個問題：其一，經濟回歸常態後的財政可持續性如何保障？其二，高利率環境下的財政擴張如何應對利息支出壓力？從數據來看，2019—2022年美國聯邦財政支出的利息淨額從3250億美元攀升至4751億美元，同期利息淨額佔GDP的比重從1.6%上升到了1.9%。隨着利率走高，財政支出的利息負擔不斷加重。CBO(美國國會預算辦公室)預計淨利息支出增長約佔2024—2034年美國赤字增長的四分之三。除了利息負擔外，美國聯邦債務上限數次被調高，債務規模持續擴大，CBO預計2033年美國債務規模將可能超過45萬億美元，赤字佔GDP比重將達到6%。

美聯儲的貨幣政策大體上取得了階段性成功，但相應地付出的代價也

並不低。數據顯示，2023年美聯儲在扣除支出後的收入為-1143億美元，創有史以來最高的年度虧損。

## 四、結論與展望

美國經濟增長雖有短期的韌性，但可持續性存疑，美聯儲需要在穩定通脹、促進就業和防止經濟衰退之間平衡：一方面，國內政治生態出現不穩定跡象，導致財政政策和產業政策的分歧較大，國內「逆全球化」思潮也為美國經濟的自由開放蒙上陰影；另一方面，大國博弈和地緣政治衝突加深，進而引發全球不穩定性，導致全球氣候行動、國際經濟治理、宏觀政策協調等議題或擱置、或進展緩慢。

2008年以來，關於現代中央銀行的討論甚囂塵上，市場和公眾對美聯儲的批判不絕於耳。特別是2020年以來，美聯儲開啟史無前例的大規模量化寬鬆貨幣政策，而後又實施快速激進加息政策，成為過去五十年以來，政策調整最快、最激烈的一次貨幣政策周期。從政策影響力和負面效應來看，現代中央銀行的角色和地位似乎到了一種新的高度，幾乎達到巔峰。全球市場、機構和投資者對美聯儲貨幣政策的預期更加複雜。

美聯儲前主席本·伯南克在研究美國「大蕭條」後提出金融危機的兩大特徵，一是公眾對金融機構特別是對商業銀行喪失信心；二是債務人普遍破產。其中，銀行體系因規模巨大，居於金融體系核心，因而在金融危機中具有舉足輕重的作用。當前，現代中央銀行已經從「最後貸款人」的角色轉變為兼顧「最後做市商」的多重角色，意味着美聯儲的多重目標和不斷擴張的權力。隨着經濟金融形勢的變化，美聯儲所兼顧的政策目標越來越多，因而對貨幣政策的要求也更高。比較三十年來美聯儲的政策周期和美國經濟周期，二者具有很強的關聯性。

由於現代經濟和金融的深度互嵌，美國經濟增長愈發依賴寬鬆貨幣政策，基本形成「經濟衰退—財政刺激—量化寬鬆」的循環模式。隨之而來的是財政赤字上升、美聯儲資產擴張，政策利率的調整幅度越來越大，回歸正常化的難度更大，稍有不慎可能引發超預期的經濟衰退。雖然近期國際貨幣基金組織(IMF)發布的預測報告上調美國2024年GDP增長2.1%，比2023年10月預測高0.6個百分點，但是美國經濟的中長期風險仍未得到有效解決，甚至某些領域「無解」，只能繼續維繫目前的經濟模式。

(本文僅代表個人觀點)

# 不對稱降息效果事半功倍



天風視野 宋雪濤  
天風證券首席宏觀分析師

降息涉及銀行、實體、政策的三方利益訴求：銀行想要高息差；實體想要低融資成本；政策既想要退進自如的空間，也想要事半功倍的效果。如此看來，降息是平衡銀行和實體之間利益的政策藝術。

## 降不降，體現的是政策意願

在央行已經明確表示「要加強對貸款市場報價利率(LPR)報價的監督管理和考核評估，為促進社會綜合融資成本穩中有降提供有力支持」的背景下，筆者預計2月份中期借貸便利(MLF)利率可能維持不變，但LPR利率可能下調，以此表明貨幣政策寬鬆力度加大的態度。

2月LPR利率下調的核心原因是當前國內偏弱的基本面。從地方政府兩會上，2024年經濟增長目標或繼續定在5%左右。但當下的經濟狀況距離5%的增速存在一定差距。2023年四季度國內生產總值(GDP)兩年複合同比增速僅4%。2024年1月製造業採購經理指數(PMI)為49.2%，位於榮枯線以下，經濟環比動能繼續回落。在此情況下，政策正在變得更加積極主動，如深圳等地房地產政策繼續鬆綁，央行大幅度降準等。

## 降多少，取決於銀行的息差水平

央行對於降息的表述是再貼現、再貸款利率下調及11月、12月存款利率下調有利於LPR利率下調。筆者根據以上因素對銀行淨息差的影響來估算LPR的下調空間：

首先，降準的主要作用是釋放流動性，對淨息差的幫助有限。靜態視角下，假設降準資金用於沖抵MLF資金，即銀行同時少了一筆生息資產(準備金)和一筆計息負債，這能夠帶來一定程度上上的節約。

比如，2024年2月央行降準0.5%(加權平均存款準備金率下降0.4%)，大約能夠釋放1萬億元(人民幣，下同)。按照1.6%的法定存款準備金率及2.5%的MLF利率計算，大約能夠節省88億元。以存款類金融機構的各項存款和金融債券作為有息負債估算，降準能夠降低銀行計息負債成本0.3基點(BP, Basis Point)左右。

其次，存款利率下調能夠有效降低銀行負債成本，但對淨息差的影響存在

時滯。

按照目前的規定，個人活期存款按結息日掛牌活期利率計息；單位活期存款按日計息，按季結息，計息期間遇利率調整分段計息；個人和單位定期存款則一般按照存入日約定利率計息。這意味着存款利率下調會直接降低銀行活期存款的付息成本，但對定期存款的影響需要在到期續作時才會體現出來。

2023年12月以工商銀行為代表主要商業銀行將1年以內定期存款利率下調10基點、2年期定期存款下調20基點、3年期和5年期定期存款利率下調25基點。靜態假設下，2024年1年期以內所有定期存款到期續作，1—5年期有20%的存款到期續作，由此估計存款利率下調能夠推動銀行計息負債成本下降約5基點左右。

最後，再貸款、再貼現的規模較小，對銀行淨息差的影響有限。

截至2023年末，支農、支小再貸款、再貼現的總規模為2.9萬億元，假設再貸款、再貼現規模全部到期續作，即銀行可以節約大約74億元的利息支出，以存款類金融機構的各項存款和金融債券作為有息負債，此次再貸款和再貼現利率下調能夠推動銀行計息負債成本下降0.25個基點。

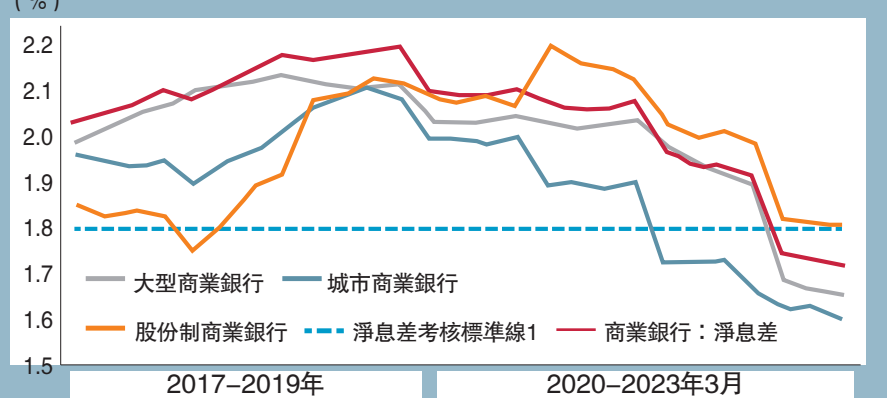
因此，降準、降存款利率、降再貼現再貸款利率的效果加起來，大約能夠降低銀行計息負債成本5.5基點左右。但實際效果還會打折扣，從維持銀行淨息差的角度來計算，預計1年期LPR利率的下調幅度大約在5基點左右。

那麼，最後結果或是不對稱下調LPR利率，5年期LPR利率降幅可能大於1年期LPR利率。

一方面，5年期LPR利率可下調的空間更大。相比於2019年9月，截至2024年1月，5年期LPR僅下調了65基點，低於1年期LPR利率75基點的降幅。這為當前5年期LPR利率更大幅度下調留出了一定空間。

另一方面，不對稱降息或更符合當下政策穩地產、穩經濟的訴求。一般來說5年期LPR主要對應的是中長期貸款(固定資產投資等)、居民按揭貸款等中長期貸款。在房地產市場尚未有效穩，政策強調要更好支持剛性和改善性住房需求，一視同仁滿足不同所有制房地產企業合理融資時，更大幅度降低5年期LPR利率不僅能夠降低居民購房成本和房企融資成本，也能夠向市場傳遞更積極的信號。

## 2023年初商業銀行淨息差跌破1.8%



# 五招避免物業估價不足



樓按明曉 張穎曠  
經絡按揭轉介營運總監

甲辰龍年伊始！筆者祝賀讀者龍年身體健康，萬事如意，龍華富貴！

回說正文，樓市回調使不少人想趁低吸納，但近期銀行按揭業務取態審慎，有意置業人士或會出現物業估價不足而無法順利上會。估價不足是指銀行對物業的估價低於物業購入價，並沒法批足買家所需要的貸款額，使買家臨時需要支付一筆額外首期，俗稱「拾錢上會」。筆者在此整理出五個避免估價不足的小貼士。

(1) 購入物業前「查冊」：部分物業涉及遺契及僱建等問題，如銀行發現後或會影響其估價，建議準買家可於購買物業前透過地產代理或土地註冊處進行查冊，了解物業是否存在任何違規或契約上的隱藏問題，以避免購入有問題的物業。

(2) 選擇貸款機構時宜貨比三家：每家銀行對物業的要求及標準不一，村屋及唐樓等成交疏落的物業，銀行缺乏參考的同類成交個案，估價亦會較為保守，另外銀行使用的估價行亦有

所不同，建議貨比三家，選取估價最高的銀行查詢按揭服務，有需要亦可尋找專業大型的按揭轉介公司協助。

(3) 樓花選用即供付款：過往現樓與樓花的按揭成數樓價上限有所不同，新盤買家一般會選擇建築期付款，待物業落成後才申請高成數按揭上會，但當遇上樓市顯著下行時，上會時或會出現估價不足。而現時現樓與樓花的按揭成數樓價上限看齊，建議新盤買家可以即供付款即時上會，鎖定樓價。

## 選用預先批核 減拾錢機會

(4) 置業前可先選用預先批核服務：個別銀行現時會提供免費的按揭預先批核服務，準買家可於簽約前向銀行申請按揭打定「強心針」，待批核成功後才簽署買賣合約，減少拾錢上會風險。

(5) 網上估價作初步預算：遇上心儀物業時，可到銀行網站進行初步估價，但遇上樓價波動較大時，坊間的估價網或與市價有差距。近期美聯物業推出的「AI參考價」，憑藉多年的歷史數據和多個樓市關鍵因素，再透過AI技術提高準確率，為客戶提供即時貼近市價的參考數據，減低坊間部分網上銀行估價的滯後問題。