

# 聯儲降息節奏未如預期



伴隨着10年期美債收益率的回升，從去年11月開始的第一輪降息交易便偃旗息鼓。由於美國經濟數據表現搶眼，市場開始重新調整對於降息的預期。從目前的市場共識來看，市場認為美聯儲在3月份降息的概率在10%左右，並將第一次降息的時點推遲至6月的議息會議。全年而言，市場認為降息的幅度為90個基點，與美聯儲點陣圖給出的85個基點的降息預期基本重合。

很顯然，市場的降息預期已經被無情打壓。與此同時，美股仍然表現強勁，這也意味着美國經濟的表現仍受期待，從這個角度而言，市場需要釐清的降息問題，不僅僅在利率本身，更需要理解美國經濟的中長期狀態。

筆者對於今年降息交易的看法，主要觀點是「一個確定，兩個不確定」。具體而言，「一個確定」是指降息的方向是確定的，「兩個不確定」包括：降息的節奏、降息的影響。

目前而言，第一個不確定已經被充分演繹，市場在大幅調低今年的降息預期，在很大程度上也開始認可，未來的降息路徑可能並不如想像中流暢和流利。美聯儲和市場重新回到同一條跑道，在很大程度上也意味着大家對於未來的不確定性，並沒有因為分歧的彌合而出現降低；反而意味着未來的路，其實只能如鮑威爾一直強調的「Data Dependent」。

降息的第二個不確定，是降息對於通脹的影響。這聽起來有些無厘頭，但1月份美國通脹突然超預期上行，在很大程度上意味着我們對於本輪通脹的認知仍然存在大量的未知。從通脹在過去幾個月的表現來看，市場對於通脹中樞的長期抬升，應該保持一定的敬畏，而貿然預測核心通脹率會降至2%甚至以下，其實並不是成熟的做法。

基於經濟表現大概率會超預期，即美國在2024年的增速大約在2%的情形下，我們應該如何判斷今年的降息節奏和幅度呢？首先，如果美國經濟再度達到2%的增速，並保持大約3%的核心通脹率，那麼這樣的經濟表現並不是我們熟知的。這意味着美國經濟將連續兩年超越潛在增速——目前這一水平大約在1.7%左右——換個角度來說，美國經濟的潛在增速可能需要被重新審視，如果通脹長期保持在3%左右，那麼潛在

增速上行的可能性則更大。由於對潛在增速的研究需要事後驗證，因此目前我們難以得到答案。

從這樣的經濟基本出發，我們可以基本確定的是，美國的貨幣政策需要保持長期的限制性，這意味着終點利率的水平大約會在3%以上，甚至會達到3.5%。如果這一判斷大致成立，那麼本輪降息的幅度會在200個基點左右，即降息八次。

## 建議逢高做空美元

接下來需要判斷的是降息的節奏。目前可以大致明確的是，降息肯定會在今年上半年開啟，美聯儲有絕對的動力去推動本輪降息，並可以將不確定性留給未來。因為降息如果沒有開啟，那麼所有的可能的影響都無法通過現實來得到解答。從這個角度而言，到底是3月、5月還是6月降息，其實意義並不大。美聯儲在上半年必有一降，甚至並不能排除3月降息的可能性。

真正的問題是下半年，如果今年降息三次，那麼9月和12月降息的概率最大，因為這兩次會議美聯儲會公布新的經濟預測，基於新的季度預測來作出相對重要的決議，這也符合往來的慣例。但如果今年降息為三至四次，那麼可以確定的是，12月之前還會有一次降息，而11月份會議往往有承上啟下的功能，發生降息的概率也會比較大。

如果以上的判斷基本成立，那麼市場會如何應對呢？不幸的是，如果今年有四次降息，而兩次發生在第四季度，那麼市場可能會面臨較長時間的痛苦等待，而真正的大規模行情可能要到年底才會開啟。而明年上半年，大概率還會發生兩次左右的降息，這也就意味着本輪降息的主要進程會在未來12至15個月之內完成。

市場的定價節奏也基本可以確定，以10年期美債利率為例，今年上半年發生的第一次降息前後，會帶來年內利率的低點。而真正的交易熱潮，可能會落在四季度。如果今年降息100個基點，那麼2年期美債利率會在年底走向4.3%至4.5%的水平，但10年期美債利率則大概率會較為堅挺，不排除2年期和10年期的利差會轉正。伴隨着明年的進一步降息，2年期至10年期的利差也有機會重新拉大，並逐步找到新的常態。

短期而言，市場需要等待的是下一個確定性，即本輪周期的首次降息，在這樣的確定性下，逢高入手美債，並逢高做空美元，應該是勝率更高的交易。



# 《預算案》後樓市成交料回暖



自兩地恢復通關後，港人北上消費蔚然成風。內地消費向來以低廉作賣點，近年在服務質素亦有所提高，加上社交媒體及本港傳媒的推波助瀾，令大眾更容易受吸引。

事實上，香港優勢仍在，港人北上消費之際，大批內地人才亦被香港所吸引，毅然南下發展事業，目前成功獲批並且已到地的人才為數不少，不但補充了本港的勞動力，亦帶來了新的消費力及住屋需求。雖然去年樓價持續下滑，他們很多都未有打算這個時候入市，但仍會租住單位，推動了去年的租金上升接近一成。

來到現在，租金上升趨勢持續，除了上述人才來港的因素外，樓市走勢未明朗，亦令本地的剛性需求在這個時間選擇轉入租務市場內。目前市場的租盤非常緊張，水漲船高下，相信租金仍然有上升空間。

春節剛過去，樓市交投緩步復常，

市場聚焦下周公布的《財政預算案》。之前很多專家及市場人士，透過不同渠道向特區政府反映，解釋了樓市辣招在刻下已經過時；亦有部分政黨或其他界別人士，呼籲特區政府考慮撤銷辣招。在眾多呼聲及倡議之下，加上有樓市數據佐證，都足夠讓特區政府下定決心撤辣去穩定樓市。

至於利率走向，其實亦已經明朗化。美國聯儲局早前議息，雖然強調短時間內仍未有減息的空間，但是分析認為，至今年中左右，美國就會啟動減息的周期，相信可以令居民對樓市信心漸漸恢復。

租金續升，當息口下降，投資者就會重新活躍。而剛性需求買家，亦會重新考慮入市，原因很簡單，既然租金上升，樓價又已經跌到了一個水平，未來已沒有太多的利淡因素，原本選擇暫時租住的準買家，又會重新考慮入市。畢竟租住物業等同「幫人供樓」，這是不變的定律，對於很多人來說，這並非長遠之策，是時候重新打算一下，只要符合預算及供款能力，買樓也比租樓來得划算。筆者相信，買賣成交亦會在《預算案》後明顯上升。



樓市回穩。人行這次降息力度如此之大，其主要目的是刺激樓市。

本周二（2月20日），中國人民銀行授權全國銀行間同業拆借中心公布最新一期貸款市場報價利率（LPR）：1年期LPR為3.45%，維持不變；5年期以上LPR為3.95%，下調25個基點，創下2019年LPR報價機制改革以來最大降幅。

# 人行降息 經濟復甦勢頭向好



儘管2月份MLF（中期借貸便利）未下調，但是5年期以上LPR依然超預期下調。原因在於，去年底商業銀行下調了存款利率，今年1月份人行又下調金融機構存款準備金率0.5個百分點，同時還分別下調支農再貸款、支小再貸款和再貼現利率各0.25個百分點。如此，商業銀行的資金成本下降，流動性充裕，有動力推動LPR下調。

## 降低購房借貸成本

為什麼這次降息力度如此之大，而且單獨下調5年期以上LPR？其主要目的是刺激樓市。今年房地產交易慘淡，在2月19日之前，全國30大中城市的房地產交易量下跌32%，創近十年新低。春節期間，各大城市的新房交易非常低迷。如果房地產市場繼續惡化，不僅將拖累經濟復甦，還可能引發債務風險和銀行系統性風險。超預期下調5年期以上LPR，主要是為了降低新購房的貸款成本，試圖刺激樓市需求回穩。

不過，從實際利率的角度來看，人行最近一年多降息的力度還是不足。從2022年下半年開始，中國實際利率持續上升。2023年，由於市場價格快速下跌，CPI、PPI、房價、股價均不同程度下跌，人行降息的力度跑輸價格下跌的速度，以至於實際利率走高。當前實際利率水平接近歷史高位，在全球主要經濟體中也幾乎是最高的。

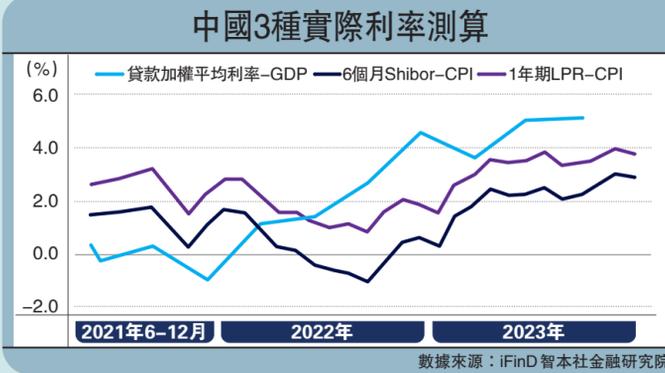
以「1年期LPR-CPI」測算的實際利率在去年11月升至峰值3.95%，「6個月SHIBOR利率-CPI」的實際利率在去年11月升至峰值3.01%，「貸款加權平均利率-GDP平減指數」的實際利率在去年三季度升至峰值的5.09%，分別較去年1月上升了240個基點、266個基點、137個基點。採用「10年國債利率-CPI」的統一口径，橫向對比美國、日本、德國、印度、越南幾個主要經濟體，中國當前實際利率也是最高的。

實際利率是衡量貨幣政策緊縮還是寬鬆的關鍵指標。較名義利率更能夠反應市場的真實融資成本和償債負擔。當實際利率持續上升，高於經濟潛在增長的中性利率，容易抬高實際融資成本，抑制消費和投資，增加實際償債負擔，推高債務風險，打擊市場價格修復，無助於宏觀經濟復甦和微觀主體改善。

極端情況下，過度借債抑制需求，引發價格持續低迷，同時實際利率上升又進一步打壓價格，當價格下跌達到臨界點時，債務、價格、利潤、信用等多變量則相互「踩踏」，衝擊家庭、企業、銀行和政府部門的資產負債表。

美國經濟學家弗里德曼認為，美聯儲在1929年金融危機爆發後實施了錯誤的緊縮政策，加速流動性枯竭，引發金融資產和商品價格下跌，最終導致金融恐慌和大蕭條蔓延。

根據1983年以來的數據統計，美



國經濟走勢與實際利率呈負相關。其中，三次經濟衰退均發生在美聯儲加息推動實際利率上升時期，且經濟衰退前實際利率水平均為周期性歷史高位。經濟衰退發生後，美聯儲拯救市場的方式均為快速降息壓低實際利率。

從經驗上看，中國的經濟走勢跟實際利率的關係並沒有那麼明顯，原因在於利率市場化程度較低，利率的價格調節機制不充分。但站在邏輯角度，實際利率過高對經濟的限制是存在的。

通過實際利率減去自然利率，可以測算出實際利率的限制性水平。當實際利率等於自然利率，意味着經濟實際增速達到潛在增速水平，便是帕累托最優狀態。當實際利率低於自然利率時，經濟處於被刺激狀態；當實際利率高於自然利率時，經濟處於被限制狀態。

自然利率是在價格充分狀態下的均衡利率，是帕累托最優的利率。這是一個抽象的概念，具體水平不易評估。

紐聯儲根據HLW2023模型測算的自然利率數據顯示，2008年金融危機後，美國自然利率長期處於1%左右的低水平，以國債測算的利率限制性水平長期處於負數，可見美聯儲通過壓低實際利率來刺激經濟復甦。2022年開始，美聯儲快速加息，利率限制性水平飆升。值得注意的是，80年代以來，美國經濟三次衰退均發生在利率限制性水平處於階段性高位。當經濟衰退後，美聯儲均通過降息來壓低實際利率的限制性水平。

人行在2021年發表的BIS（國際清算銀行）工作論文中，採用LW（Laubach & Williams）模型方法，測算中國自然利率水平從2002年的4.6%左右，下降到2019年的2.1%左右。機構測算當前的自然利率在1.9%到3%之間。儘管數據有所差異，但是無一例外地顯示，中國自然利率持續走低，而且當前已跌破實際利率，換言之實際利率已達到限制性水平。

機構測算的數據顯示，當前在GDP平減指數口径下的實際利率限制性水平處於相對的歷史高位（均高於75%分位），其中金融機構貸款加權平均利率的限制性水平達到了352基點（歷史85.0%分位）。

## 提高貨幣傳導效率

也因此，從2022年下半年開始，由於自然利率穩步下降，實際利率快速上升，實際利率限制性水平快速上

升，目前處於歷史性水平，正抑制着經濟復甦、投資和消費回穩，同時還可能惡化債務和通縮形勢。

需要注意的是，一方面過度借債引發價格下跌，價格出清艱難，可能維持實際利率高企；另一方面，根據齊拉姆模型和索洛模型，經濟潛在增速下降和人口老齡化將推動自然利率持續緩慢下降。亦有相關研究表明，政策不確定性預期上升將導致自然利率的顯著下降。機構預測，中國自然利率將在未來幾年在持續下降，2030年將下降至0.56%。從長期來看，如果政策性利率維持不變或降幅小，自然利率又持續下跌，實際利率的限制性水平將持續維持高位。

就當前的全球經濟形勢而言，極少經濟體在實際利率快速增加、且實際利率維持在3.5%以上的條件下，經濟還能夠保持復甦和增長。中國實際利率快速上升說明貨幣政策仍然處於緊縮周期，因此人行降息的幅度和節奏有必要超預期。因此，當前貨幣政策首要解決的應該是實際利率過高的問題。人行有必要實施強有力度的降息政策，大力壓低實際利率，解除實際利率對經濟的抑制。

人行降息可以降低實際利率、融資成本及償債負擔，解除對經濟的抑制，但這並不等於價格、投資、消費和經濟復甦。極端情況下，日本大衰退時期，利率降至零附近，但無法阻止通縮蔓延。

最近兩年，人行緩慢降息，社融高增長，但是大量資金滯存銀行系統，存款堆積，個人住房按揭貸款餘額開始下降，城投債增長乏力，資產負債表出現衰退跡象。經濟系統呈現社融高增長與價格低迷之間的背離，M2（廣義貨幣供應）高增長和M1（狹義貨幣供應）低迷之間的背離。

由此可見，經濟系統存在明顯的結構性問題。由於大規模啟用結構性貨幣工具、國有銀行和利率不完全市場化，貨幣傳導機制不暢，即便降低利率和增加貨幣投放，但是效果不佳。大量貨幣經過結構性渠道流入公共機構、國有企業，但地方債務約束大、公共性投資嚴重過剩，政府支出乘數下降，貨幣配置效率低下。

所以，人行要把改善家庭資產負債表作為使命，兼顧數量目標和價格目標，大幅度降低利率，壓低實際利率，解除抑制因素的同時，還需要着力改革貨幣發行結構，降低結構性工具規模，促進利率市場化，避免過度定向降準、定向降息，降低對信貸的窗口指導，提高貨幣傳導和配置效率。