



▶截至今年三月，中國股市風險溢價接近歷史最高值，美國風險溢價接近零。

全球經濟從同步聯動的舊範式，逐步走向分化加大的新範式。筆者認為，全球分化形成的內生力量是中國與歐美國家金融周期的錯位，而「經濟國家主義」的回歸進一步放大了分化的程度和持續性。

全球宏觀經濟範式轉變

中金點睛 繆延亮 李昭 楊曉卿

中金公司

宏觀範式的「四大分化」包括：全球增長預期分化、通脹周期分化、利率周期分化、私人部門槓桿率分化，但上述僅是表象，判斷未來演進還需要剖析背後的原因。

經濟國家主義興起

中國金融周期從2017年開始經歷了7年的下行調整，在2023年末似乎出現見底跡象，筆者認為未來中國金融周期的演進取決於政策節奏和力度。當前中國房地產市場的數量調整大體完成，中國商品房銷售面積在2021年到達頂點18億平方米後開始快速下行，2022、2023年全年銷售面積分別為13.6億平方米、11.2億平方米，但價格調整可能仍在進行中。

美國金融周期過去10年間處在上升階段。雖然2023年3月部分中小銀行風險暴露，但是美國政府及時出手救市後市場表現仍然較強，目前尚未出現嚴重的信用緊縮。

金融周期的異步直接導致中美之間形成了鏡像的內部供需失衡，即中國需求不足，美國供給不足。中國處於金融周期下半場，地產與信貸周期下行相互促進，內生需求不足，供給相對過剩。而美國處於金融周期上半場，內生需求旺盛，而供給相對不足。

在內生分化的基礎之上，經濟國家主義(Economic Nationalism)的回歸是外部推手，對分化程度起到放大作用。經濟國家主義的思想最早可以追溯到17世紀的重商主義學派，並於19世紀開始影響政策，一度在20世紀30年代成為各國的普遍共識。

經濟國家主義是指全球競爭背景下，一系列旨在支持和保護國民經濟的政策主張，其最終目標是促進民族獨立與增強國家實力。只要符合國家利益，經濟國家主義既能允許封閉管制和自給自足；也可以鼓勵自由貿易和促進資本自由流動。

新宏觀範式下，增長稀缺成為全球經濟的主要矛盾，隨着全球化導致的貧富分化加劇、技術進步引發失業擔憂加深、疫情衝擊凸顯的國家邊界重要性增強，經濟國家主義思想重新在各國流行。因此各國競相加強政府干預，力圖提高自身的國民經濟競爭力。

全球化時代，全球範圍內生產要素和產業布局的優化雖然提高了生產效率，但同時也導致發達國家本土產業空心化，大量製造業的就業機會轉移至發展中國家，一定程度上加劇了資本積累在全球層面上的不平衡，形成了內生的不穩定。

此外，大國博弈加速了全球化的逆轉趨勢。在經濟全球化時代，中國與美國名義GDP之比長期上升，在2021年達到高點76%。中國經濟相對實力的提升推動中美形成「競合」關係，「修昔底德陷阱」也成為中美關係廣泛引用的框架。中美GDP相對比率2021年之後開始下降，到2023年底下降到66%。

全球化時代，中美周期通過貿易流(買東西)、資金流(金融條



件)、匯率(價格調整)三個渠道長期聯動，但經濟國家主義導致傳導渠道短路，中美內部的供需缺口更難彌合，加劇了「四大分化」的程度和持續性。

1) 貿易和產業鏈重構。全球化時代，中國和美國經濟優勢互補，「中國生產、美國消費」模式促成兩國的互利共贏。在全球化時代，中美供需缺口反向的問題可以通過貿易渠道解決，中國通過向美國出口消化過剩產能，中美均能實現供需平衡。但經濟國家主義的興起推動全球產業鏈發生重構，發達經濟體傾向將產業鏈布局在地理鄰近的周邊地區或盟友國，即實現近岸或友岸外包。

為了維持住出口份額，中國出口也呈現出「以價換量」趨勢。2022年以來，美國從主要的進口來源地的進口價格上升，而從中國進口價格出現下降。對於中國而言，產業鏈重構意味着國內產能或更難輸出，增加價格壓力；對美國而言則意味着供給相對需求進一步緊縮，高通脹或成為長期問題。

2) 資金流再布局。全球化逆轉在資金流層面體現的更明顯。金融資本和產業資本是高度聯動和互補的，一般金融資本先於產業資本流動，後者再跟隨布局。全球資金流入中國市場的速度從2018年開始放緩。研究顯示，2018年中美貿易摩擦導致中國企業投資下降了2%，結構上境外出口依賴度更高的公司，以及大型國有公司股票收益相對下降更多。

全球資金流再布局導致中國的金融條件相比以往更難放鬆。2023年以來，央行已經實施多次降息、降準，中國10年期國債利率已經震盪下降到歷史低位2.3%附近。但由於內外增量資金流入放緩，場內資金整體呈現存量博弈特徵，限制了國內金融條件放鬆的空間。

3) 匯率調整。上述兩個渠道是依靠數量調整，而匯率則起到價格調整的作用。當增長放緩、內需偏弱時，本幣相對外幣適度貶值可以刺激出口，對沖經濟增長的下行壓力。但在金融周期下行背景下，穩定市場預期的重要性上升，因此雖然海外匯率大幅波動(如美元、日圓等)，人民幣兌美元匯率仍維持相對穩定。

宏觀分化在資產定價上也有相應體現，越市場化的資產對中美周期分化的定價越充分，甚至出現超調。首先體現在中美風險溢價的持續背離。截至2024年3月，中國股市風險溢價接近歷史最高值；美國風險溢價接近0%，意味着投資者對於美股和美債的預期回報已經十分接近。

類似地，中美周期分化也體現為

商品價格的分化，與國內周期相關度更緊密的黑色系金屬(如焦炭、煤、螺紋鋼等)表現弱於全球定價的能源和有色金屬。

最後，宏觀周期的分化也會在匯率上有所反映。歷史上，美元兌人民幣匯率與美元指數高度同步，2021年以來美元指數伴隨美聯儲加息周期開始加速上行，但是人民幣波動相對有限，未來可適度提升彈性對沖內外壓力。

中國仍有降息空間

由於房地產通常扮演信貸的抵押品角色，房地產價格和信貸兩者之間相輔相成、相互促進，帶來金融的順周期性，這就意味着金融周期一旦出現轉向，短期內再逆轉面臨的阻力會更大。同時全球化紅利減退對中國的出口形成了更大外部挑戰，因此要求宏觀政策逆周期調節的力度比全球化時代更加有力。

筆者認為當前中國實際利率仍有下調空間。表面上看，政策利率(7天公開市場操作利率)只有1.8%，而美國的政策利率(聯邦基金利率)高達5.5%，中國的貨幣政策看似比美國更寬鬆。但是衡量政策的鬆緊不能看名義利率，而要看實際利率，更要看實際利率和自然利率的差值。我們用10年期國債利率減去GDP平減指數，得到實際利率在4%左右，接近歷史高點。如果從企業的角度出發，用1年期LPR(貸款市場報價利率)減去PPI，得到的實際利率在6%左右；用5年期LPR計算，企業實際貸款成本在7%附近。

考慮到去年中國GDP名義增速為4.2%，Wind一致預期今年GDP增速回升至5.6%，當前中國的實際利率仍有下行空間。實際利率與自然利率之差是衡量宏觀政策鬆緊的標尺。如果我們把名義利率減去通脹、再減去自然利率，我們會發現中國的實際利率比自然利率要高出約3個百分點，而美國只高出1個百分點左右。

降低實際利率可以通過央行降息來壓低名義利率，也可以通過財政發力來提振通脹預期。有觀點提出「降息無用論」，認為在居民高儲蓄傾向的情況下，降息對經濟的幫助有限。誠然，中國貨幣政策的「金融加速器效應」不那麼明顯，尤其是利率和信用市場分割之下，從國債到信用市場的傳導受阻，甚至經常出現債市加槓桿套利的情况。雖然套利行為有風險，但真實利率居高不下對債務負擔和實體經濟造成的損害會更大，兩者相權取其輕，降利率仍有必要。

註：繆延亮為中金公司董事總經理，李昭、楊曉卿為研究部分析師

惠譽變「毀譽」評級展望欠妥當



點市成金 譚浩傑
財經評論員、中南財經政法大學兼職教授

4月10日，惠譽國際信用評級公司發布報告，維持中國主權信用評級不變，但將評級展望由「穩定」調整為「負面」。中國財政部對此表示，很遺憾看到惠譽調降中國主權信用評級展望。

惠譽做出如此「毀譽」行為，主要是沒有動態地看待中國財政的可持續性問題，亦即把眼睛過度靜態、機械、教條地放在財政赤字、地方政府債務、融資平台債務等方面，而沒有公正、透明地看到中國在這些方面所採取的措施，以及產生的效果，沒有客觀、理性地看待中國政府解決實際問題的能力和水平，特別是駕馭複雜局勢的能力。但凡用心觀察，這些問題就不會成為惠譽「毀譽」中國主權信用的理由。

財赤增加 並無提高赤字率

首先，增加財政赤字，並沒有提高赤字率。與2023年年初預算相比，中國2024年安排財政赤字4.06萬億元(人民幣，下同)，增加1800億元。只看絕對值，確實是增加了，但是赤字率則仍然為3%，所增加的赤字，與財政收入增量是相匹配的，不會給財政運行帶來風險和壓力。而所以要增加財政赤字，也是為了在經濟運行狀況還沒有恢復到最佳狀態下，充分利用財政赤字工具，發揮財政的逆周期調節作用。一旦經濟運行恢復到正常狀態，財政赤字也會逐步減少，直至財政收支平衡，並出現盈餘。

如果把中國增加財政赤字當作下調中國主權信用評級的依據，那有些國家早就進入財政破產狀態了。顯然，這是不公平的，也是沒有令人信服的理由的。

其次，地方政府債務規模得到了有效控制。我們並不否認，部分地方政府確實背負了一定數量的債務，在極少數地區，債務負擔還比較重。但從地方政府債務的總體狀況來看，並沒有達到惠譽下調中國主權信用評級展望的程度。

一方面，中國政府早就採取積極有效措施，控制地方政府債務規模，嚴禁地方政府增加新的債務，且時間已經長達十多年。而在這十多年時間裏，地方政府債務規模沒有出現新的擴大，有的地方還出現了下降。

另一方面，在疫情等多重因素影

響、經濟運行狀況不佳、財政收入增長放緩的情況下，地方政府債務規模仍然得到有效控制，說明中國地方政府對待債務的態度已經發生明顯變化，不會再隨意擴大債務。隨着經濟運行狀況好轉，債務規模也會出現下降，債務風險不僅可控，而且正在逐步化解。

更重要的是，中國政府不允許地方出現財政赤字，在債務規模沒有擴大的情況下，地方政府不會再出現其他方面的債務風險，也不會像美國一些州，會出現政府破產現象。在這樣的背景下，惠譽下調中國主權信用評級展望，完全沒有道理，也沒有依據。

再次，融資平台債務結構合理。惠譽可能太不了解中國，也不了解融資平台與政府的關係。十多年前，在清理地方政府債務時，對融資平台的債務是進行過認真分析和處理的，屬於政府債務的，全部歸類於政府債務，屬於企業經營性債務的，則歸類於企業。在此基礎上，融資平台必須轉型為經營性國有企業。目前，地方政府融資平台都早已轉型為經營性國有企業，相關的債務則也做出了明確劃分，政府的歸政府，企業的歸企業。剔除了政府債務的融資平台，債務結構已經比較合理，債務規模也不大，將融資平台債務作為下調中國主權信用評級的依據，實在有點欲加之罪。

作為國際評級機構，如果在對中國地方融資平台債務結構和分布狀況都不十分了解的情況下，就草率地將其作為下調中國主權信用評級展望的依據，是有損國際評級機構形象的，也是不負責任的。這樣的國際評級機構，也是應當下調評級信譽的。因此，建議中國財政部下調惠譽國際評級機構的信譽指數，由「信任」下調為「基本信任」。否則，惠譽不會做出客觀、公正的信用評級，而會任性地給主權國家做出信用評級，從而損害主權國家的主權債務信用形象。



▲中國政府採取積極有效措施，控制地方政府債務規模，嚴禁地方政府增加新的債務。

美減息愈推愈遲 市場添波動



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

聯儲局落實減息行動愈推愈遲，市場在去年下半年預期今年首季成事，但現在推遲至6月甚至更後。筆者相信實現減息愈遲，投資市場只會變得愈來愈波動。情況如過山車，投資者要綁穩安全帶。

摩根大通行政總裁戴蒙促請聯儲局待至6月後才減息，理由是聯儲局需要增強其抗通脹的信譽。他表示美國經濟處於繁榮階段、表現良好，現時股市有一點泡沫跡象。

美國總統拜登提出的2025年《預算案》金額為7.3萬億美元，預計未來10年債務規模將達到45萬億美元。有「新美聯儲通訊社」之稱的《華爾街日報》記者Nick Timiraos表示，拜登最新預算數字，可能釋放聯儲局實施更高利率的訊號。

美國日前公布3月份消費者價格指數(CPI)，同比增速反彈至3.5%(前值3.2%)，核心CPI同比增長持平

3.8%(前值3.8%)，兩者季調後環比增速均為0.4%，連續第3個月超出市場預期。

從上述數據可知，美國通脹的確居高不下，聯儲局成員近期轉鷹、不肯在首季減息，亦並非無理由。經濟數據既然這樣，唯有讓高息維持更長時間，以壓低通脹，將減息日子推遲，投資者只能順勢而行，聯儲局日前發布最新點陣圖顯示，10名成員預計今年減息至少3次，9人預測最多2次。

聯儲局議息之日維持息率不變，在經濟增長方面，聯儲局上調今年美國國內生產總值(GDP)增長預測至2.1%，遠高過去年12月預測的1.4%，並上調2025年及2026年的GDP增長預測至2%，高過之前估計的1.8%及1.9%。

亞特蘭大聯儲銀行行長博斯蒂克將預期減息次數從2次調整為1次，時間可能比他之前預期的要遲。如果現實一如他所想像般，聯儲局的確可以耐心等待。

聯儲局今年減息多少，視乎經濟及通脹，期望現實像點陣圖有3次減息，否則或令全球樓市股市變得更為波動。



▲美國聯儲局或推遲減息行動，勢令樓市變得更加波動。