

降低政策利率提振內需



青年論壇 張斌

社科院世界經濟與政治
研究所副所長

解決需求不足主要不是靠改革，因為結構性改革的目的是提高生產效率和優化資源配置，提高生產率，而需求不足反映的不是生產率問題，是名義購買力問題，是口袋裏有沒有錢、願不願意花錢的問題。如何讓大家的口袋裏的錢更多、讓大家的購買意願更強，這是我們要解決的。最終需求的改善和名義購買力的提升一定會反映在信貸的增長上。那麼，如何實現？

貨幣政策方面，最有效、最靈活、最精準的政策是大幅度降低政策利率。這裏的政策利率指的是中央銀行向商業金融機構貸款的利率。

首先，這一政策最有效。中國現在大約有300多萬億元（人民幣，下同）的債務，如果政策利率大幅度下降100至200個基點，將使債務人在一年內保守估計可以減少2萬億至3萬億元的債務利息支出。與此同時，這將提高金融資產估值至少10萬億元，並對房地產價格形成支撐。通過大幅度降低政策利率，整個居民的錢包會增加幾十萬億，包括債務利息支付的節省和金融資產估值的提高。因此，這是擴大「錢包」的一個重要手段。與此同時，降低政策利率還會增加消費傾向、減少儲蓄傾向。

其次，這一政策最靈活。政策利率可以隨時調整。

再次，這一政策最精準。與其他逆周期政策相比，調整政策利率的作用機制是擴大個人和企業的「錢包」、優化相對價格環境。至於如何消費和投資，完全由企業和消費者自主決定，而不是由財政政策替代決策。財政政策是替你花錢，而貨幣政策是讓你的錢變多，讓你自己決定如何花費。

圍繞政策利率調整也有一些擔憂。主要擔心有兩點：一個是息差，另一個是利差。

關於息差，主要問題是政策利率下降後，銀行盈利是否會大幅下降，以及這對銀行的經營會否產生影響。我們也應看到，當政策利率大幅下降、總需求水平和名義收入水平提高以後，金融資產的不良率會大幅下降，銀行貸款機會將顯著增加，這對整個金融機構的資產負債表是有利的，而非有害的。

對於匯率問題也是一樣。對匯率的基本支撐不是保持利差不變，而是讓經

濟更加有活力，提高對人民幣資產的需求。如果能夠充分降低利率，激活中國經濟，提升企業投資和盈利預期，這對人民幣資產的支撐將更為強勁。過去的經驗也顯示，內部力量對匯率影響遠比外部力量更為突出。

擴大財政開支 提高居民收入

在財政政策方面，短期內工作重點應是確保預算的充分完成。今年財政並非沒有發力，有許多措施，包括專項債、一般政府債，以及超長期國債。然而，即便將所有這些債務相加，並假設全部資金都能有效花掉，同時假定今年的賣地收入與去年持平，即便在最理想的情況下，廣義財政支出（即政府一般公共預算支出+政府基金支出）的增長速度也只有7.9%。這是極限值，實際情況很難達到。即便達到了這一極限值，對GDP（國內經濟總值）的拉動作用也有限。

今年的GDP增長目標是5%，如果再加上1.5%至2%的名義通脹，大約需要達到6.5%甚至7%的增長。今年的廣義財政支出很難達到這一速度，因此對GDP的拉動作用有限。無論如何，我們首先要確保預算的完成。今年一季度的實際情況與目標相差較大，一般公共預算和政府基金支出的合計增長速度為-1.5%，對經濟增長形成了拖累。

政府支出非常重要，因為其相當於非政府部門的收入。政府支出增長不足會對企業和居民的收入造成很大影響。廣義政府支出在整個社會總支出中接近1/3，這是一個很大的比重。如果政府支出不能增長，居民收入增長少了很重要的一個支撐。接下來，財政政策的工作重點應是確保預算的充分完成。

最後，當前還有兩點尤為重要：一個是房地產，另一個是地方化債。地方政府化債的節奏非常重要。當前私人部門不願意加槓桿，政府不能同時去降槓桿。如果政府和私人部門同時減少槓桿，將陷入惡性循環：支出減少會導致個人收入減少，繼而進一步減少支出，形成收入和支出螺旋式下降的局面。

因此，地方化債的基本原則是：當私人部門願意加槓桿時，政府可以去槓桿、化債、減少債務存量；但當私人部門減少債務存量時，政府就不應急於減少債務存量。此時，政府更應保持債務的流動性，避免債務違約，先穩住經濟再說。等到經濟好轉，稅基改善時，政府再壓降債務存量會有更好的條件，也更容易實現化債目標。

市場趨理性 新盤仍熾熱



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁

香港樓市經過「撒辣」帶來的一輪「急攻」之後，交投氣氛略見冷卻，但整體來說，期內樓市依然算是「旺丁又旺財」，一手表現尤其耀眼。據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，撒辣後84日內（2月28日至5月21日），一手錄得多達7196宗成交，「吸金」高達844億元；與撒辣前84日錄得的1565宗成交及約164億元成交金額相比，分別激升約3.6倍及約4.1倍，反映豐盛的購買力。

若以《一手住宅物業銷售資訊網》的地區劃分，啟德區的吸金能力冠絕全港，撒辣後該區一手成交金額涉及約159.2億元，成為撒辣後一手吸金最多的地區。灑環、維港1號、天璽、海第1期、天瀧、HENLEY PARK為啟德區內吸金最多的項目。若以啟德區平均每宗一手金額高達1948萬元，遠高於全港平均約1173萬元。

近期大型新盤銷情依舊亮麗，眼見一手交投熾熱，發展商亦繼續沿用「貨如輪轉」的策略補充貨源，冀保持新盤



▲隨着一手樓市轉旺，新盤售樓處經常擠滿買家。

「熱度」及帶動整體交投氣氛。據美聯物業研究中心綜合屋宇署資料顯示，3月份私人住宅落成量錄1381伙，較2月僅1伙大幅急升。若以今年首季合計，共有4975個私人住宅單位落成，較去年四季度按季上升逾32%，並創一年新高。可見，短期一手「掛帥」的勢頭未改。

二手交投形成拉鋸

市場信心趨穩，反映業主持貨信心的「美聯信心指數」最新報62.1點，雖然按周跌1.3%，但其實目前數值依然高於平均值，代表業主持貨信心靠穩，相信樓市短期將步入鞏固期，暫呈穩中向上之勢。

若從業主放盤情況及心態去分析，在「全撒辣」初期，不乏急於沽貨的業主想趁勢加速放盤，但隨着不少荷盤陸續被市場吸納，加上業主持貨力新增，導致放售盤於連升兩個月後，近月數量略為回落。根據美聯物業網站資料顯示，最新放售網盤量錄3.682萬個，按月輕微回落約0.5%，亦側面證明業主持貨力有所提高，市場信心與日俱增。

個人認為，當下樓市購買力仍然充沛，但買家普遍抱持「執盤盤」的心態，與賣方形成拉鋸，致令交投短期回落。展望後市，最近港股表現明顯改善，有助帶動樓市氣氛。此外，雖則近月美國聯儲局在息口議題上「時騰時鴿」，但息口誠然已大致見頂；加上今年正值美國大選年，根據「往績」去推測，時任政府往往會傾盡全力谷經濟，以爭取選票保連任順利。

因此，今年踏入減息週期的機會依然高唱入雲，相信屆時有望帶動二手交投趨中向好，刺激買家重新加速入市，樓市繼續走強是指日可待。



▲美國自加息以來，小型企業的融資成本快速走高。

今年4月下旬以來，美國製造業PMI（採購經理人指數）、非農、住宅銷量等數據表現均不及預期，導致市場對經濟情況及降息節奏的判斷持續波動。那麼，美國經濟周期走到了哪裏？未來往哪裏去？降息交易如何演繹？降息後的交易又有何不同？

小微企融資難 聯儲「淺降息」

中金點睛 張峻棟 范理

中金公司研究員

未來幾個季度，美國需求有韌性，家庭資產負債表比較健康，地產、製造業周期的短期波動尚未影響其總體態勢，「快降息」、「強降息」門檻仍較高。但經濟裂縫初現端倪，居高不下的短端利率造成小企業融資困難。小企業對就業的影響不小，但受關注度不高，一再推遲的降息周期可能正在壓制小企業經營、進而使就業市場降溫。

筆者認為，小企業經營困難或將是促使經濟數據邊際疲軟的重要因素，進而觸發降息。但在經濟內生動能仍較強的情況下，降息更可能是「淺降息」，呈現審慎微調、循序漸進和預防性的特徵，對終端需求進而企業盈利的拉動可能大於對於資產估值的拉動。

資本開支維持強勢

目前支撐美國經濟韌性的中長期基礎仍然比較紮實。

首先，從債務端看，美國家庭自2009年以來持續去槓桿，債務負擔降至歷史低位。分不同收入水平來看，槓桿率亦均處於歷史低位。中高收入段人群的債務槓桿均處於30年來低位，而中低收入段人群的槓桿水平在疫情後大幅下行，處於過去20年的低位。

從資產端看，家庭淨資產過去四個季度連續上行，疫情以來累積了顯著的「超額」淨資產。家庭收入端亦並不弱，勞動力市場從緊到鬆的調整可能已告一段落，私人部門離職率基本回歸疫情前與失業率的負相關區間，同時工資環比增速在過去幾個月趨勢反彈。

其次，住宅地產仍有較強支撐。周期性因素來看，地產價格落後於新屋銷售（3個月至1年不等），本輪新屋銷售同比自去年11月已明顯觸底，筆者判斷房價價格的趨勢回升是大概率事件。根據美國國會預算辦公室（CBO）估計，該國中青年人口上行將持續至2033年，即對應房價增速高點可能出現在2028至030年。而剛需較強的「千禧一代」的新增房屋貸款規模也處於領先。

再次，製造業、補庫和資本開支周期上行的趨勢也並未出現明顯扭轉。自2023年下半年，企業盈利狀況已觸底反彈，而在財政持續投放貨幣的情況下，金融條件亦逐步寬鬆，筆者判斷PMI的上行趨勢大概率持續。美國補庫周期正在重啟，其中製造業庫存同比已觸底反彈。

最後再來看稍長維度的資本開支周期，資源品工業品和信息技術兩個領域的資本開支維持高增速擴張，同時這兩個領域的產能利用率仍處周期



高位，意味着資本開支有望維持高強度。

不過，需求韌性並不意味着高利率沒有影響到經濟運行。從上市公司表現來看，雖然標普500所代表的大型上市企業ROE（淨資產回報率）持續上行，但羅素2000指數所代表的小上市企業ROE自加息以來持續下行。

全美獨立企業聯盟（NFIB）公布的小企業信心指數亦呈下行趨勢，並已持續27個月低於20年均值（見圖）。與大企業擁有相對多樣化的融資渠道和融資優勢不同，小企業由於資金少、經營風險大等原因，融資難度大，渠道單一，更多依賴短期銀行貸款。融資約束下，小企業難以在加息前鎖定低利率，是典型的「短端利率敏感型部門」。

加息以來，小企業實際支付的融資成本隨政策利率快速走高，近期徘徊在9.5%至10%之間，小企業認為貸款更難獲得的比例亦持續攀升並徘徊高位，與市場整體金融條件自2023年下半年以來的趨勢性寬鬆形成較大反差。這說明在不降息的情況下，單純藉由金融條件的改善對小企業的影響或相對有限。

小企對就業市場影響大

由於多數小企業知名度及市場影響力低，其融資問題可能並未得到市場的足夠重視。但小企業壓力對就業市場進而整體經濟的影響不容忽視，根據美國人口普查局最新數據，規模500人以下的企業吸納了美國46%的就業，並創造了40%的個人工資收入。同時，小企業的經營狀況也會影響到上游大中型企業的需求，NFIB小企業信心指數與ISM服務業PMI新訂單分項基本同步波動，而計劃增加庫存的小企業淨比例則與ISM製造業PMI同步波動。

因此，我們看到，激進加息已經對「短端利率敏感部門」帶來了壓力，且在較長期不降息的情況下，壓力會持續存在進而遏制以小企業和耐用消費品為代表的終端需求，進而可能成為美聯儲在今年下半年開降息的催化劑。但小企業的融資壓力並未觸及美債市場、回購市場等可能觸發

系統性金融風險的部門，因此迴異於2007年和2020年降息前迅速猛烈的金融市場壓力。

在經濟韌性底色不變的情況下，下一輪降息將更多呈現謹慎微調、循序漸進和預防性的特徵，我們稱之為「淺降息」。在歷史上類似的經濟韌性偏強時期，如1985和1995年，加息結束後美國經濟實現軟著陸，伴隨較淺的降息周期，小企業信心指數亦觸底反彈。因此，筆者判斷，美聯儲開啟降息將有效改善終端需求，經濟周期有望全面啟動，加劇「不着陸」的可能性，通脹和長端利率可能重回上行通道。

看好黃金配置價值

筆者認為，短期內市場的預期波動並不影響我們自去年底以來所強調的資產定價邏輯：降息前，成長風格或繼續受益於間歇性降息交易；而降息後，順周期和價值風格有望跑贏。

首先，美聯儲下半年可能開啟的降息周期更多利好實體經濟進而改善美股盈利，而非提振美股估值。在新宏觀範式逐步確立，利率中樞維持高位的情況下，筆者重申此前觀點，投資者應更加注重資產標的的盈利質量和自由現金流，而不是過度寄希望於低利率時代美聯儲大幅降息帶來的估值改善。

其次，在住宅地產、製造業、補庫等多周期共振開啟的階段，繼續看好銅、油等順周期資產的長期表現，以及美國地產鏈、消費韌性等利好的國內相關出口板塊。降息後，美國經濟潛在「不着陸」將利好向全球提供資源品、資本品和消費品的新興市場經濟體。伴隨美國通脹中樞上移、宏觀波動加劇，以及美國趨勢性做大財政，筆者看好黃金的長期配置價值。但在短期內，我們提示大宗商品價格可能存在回調風險。

最後，對於美債，我們仍維持此前判斷，降息前隨着高利率逐步壓制經濟，降息預期打入，美債利率可能下行至4.2厘至4.4厘。而降息開啟後，伴隨經濟「不着陸」概率提升，美債利率曲線可能中短端陡同時長端熊陡，10年期利率可能在降息後至年底升至4.5厘至4.7厘。