

次落後於通脹曲線。歐元區去通脹取得明顯進展，六月搶先降息意在避免再



繼瑞士中央銀行3月21日、加拿大中央銀行6月5日宣布降息之後，6月6日歐洲央行宣布將三大關鍵利率各下調0.25厘。這是歐洲央行自2019年以來的首次降息，更是罕見地先於美聯儲降息。隨着供給側衝擊淡化和緊縮性貨幣政策效果顯現，歐元區去通脹取得明顯進展，CPI同比增速從2022年10月高點的10.6%降至2024年5月的2.6%。其間，歐洲央行由前期持續低估區內通脹上行壓力，轉為低估通脹下降的速度。

能源價格波動 歐減息步伐難料

集思廣益 管濤
中銀證券 全球首席經濟學家

歐洲央行貨幣政策的主要目標是維護價格穩定，預測通脹自然成為貨幣政策制定過程的重要組成部分。但近年來由於受到新冠疫情、地緣衝突等特殊事件的影響，使得預測通脹對歐洲央行而言變得極具挑戰性。

受全球供應鏈瓶頸、能源價格上漲等供給側因素影響，歐元區通脹自2021年開始大幅上行。在啟動本輪加息周期之前，歐央行多次上調歐元區通脹預測。2021年3月至2022年6月，歐洲央行將2022年通脹預測值從1.2%逐季上調至6.8%；2023年從1.4%上調至3.5%，但仍然顯著低於2022年和2023年的8.4%和5.4%的實際通脹水平。

通脹前景仍不明朗

歐洲央行對通脹形勢的嚴重低估，導致貨幣政策落後於通脹曲線。在2022年3月美聯儲首次加息之後，歐洲央行於同年7月才開啟激進加息進程，首次加息就是0.5厘，一舉退出實施六年之久的負利率時代。截至2023年9月，歐洲央行累計十次加息、累計上調利率4.5厘。

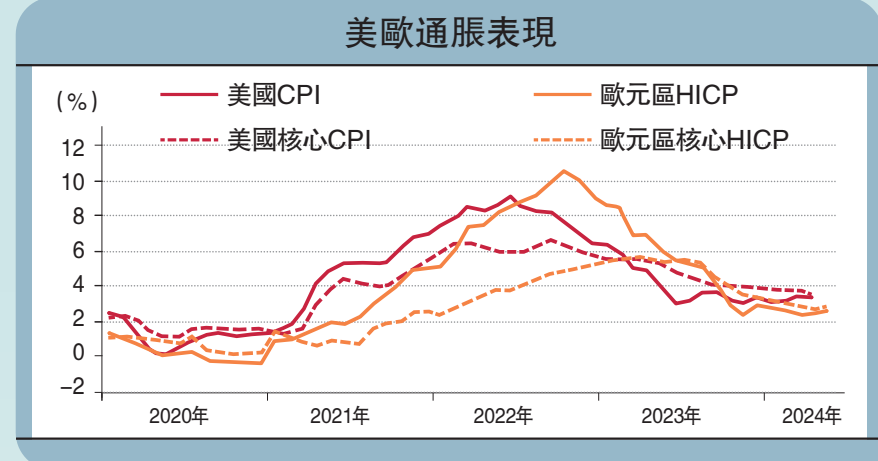
作為歐元區服務業通脹的領先指標，近期服務銷售價格預期變化意味着服務業通脹雖然難以大幅上升，但短期也難以快速消退，通脹壓力有可能更加持久。歐央行行長拉加德重申未來降息路徑的不確定性，表示不能說歐央行正在進入「降息」階段，未來幾個月將面臨坎坷，且不確定坎坷的嚴重程度。

第一個不確定性是勞動力市場持續緊張。由於勞動密集型服務業通脹在歐元區通脹中佔據較大比重，勞動力市場持續緊張是歐元區通脹上行風險的一大重要來源。它主要取決於工資是否延續高增長以及企業利潤率是否會進一步壓縮。

2024年一季度，歐洲央行高度關注的單位勞動力成本增長繼續放緩，同比增速由上季度的5.9%降至5.6%，但仍處於歷史高位，反映了歐元區工資增長強勁，但勞動生產率增長偏弱。當季，員工人均薪酬同比增速由上季度的4.7%升至5.0%。其中，作為主要驅動力的議價工資同比增速由上季度的4.5%回升至4.7%，為1993年二季度以來的次高點。

歐洲央行在6月最新預測中，將2024年員工人均薪酬增速預測值上調了0.3個百分點至4.8%，預計2025年和2026年員工人均薪酬增速逐漸降至3.5%和3.2%。考慮勞動生產率變化後，預計2024年至2026年單位勞動力成本增速進一步降至4.7%、2.5%和2.1%，即便如此，這仍然顯著高於疫情前1.5%的平均水平。

第二個不確定性是地緣政治局勢干擾。如前所述，2021年以來，歐洲央行對歐元區通脹預測誤差持續大幅



上升。其中，能源價格預測誤差佔據了相當大的比重，這既包括能源價格假設錯誤帶來的影響，也包括能源價格向下游傳導路徑複雜性提升帶來的影響。歐元區對能源進口依賴度較高，意味着未來能源價格超預期波動仍有可能干擾歐元區的通脹預測。

2024年3月，歐央行基於能源商品價格下跌的影響，下調了2024年整體通脹預測。歐央行預計，全球石油供應過剩帶來的能源價格下行力量能夠抵銷地緣政治局勢帶來的油價上行風險，預計能源通脹在2024年的大部分時間裏保持負值，基數效應相關的波動會推動能源通脹在年底前略微回正。但相對於其他機構而言，歐央行的通脹預測略偏保守。歐央行在6月份更新預測後重申，未來能源商品價格存在非常強的不確定性，石油和天然氣商品價格的替代路徑將對經濟前景產生重大影響，尤其是通脹。

考慮到上述不確定因素對歐元區通脹前景的可能影響，歐央行或難以連續大幅降息。歐央行在6月議息會議聲明中指出，管理委員會將繼續遵循基於數據的、逐次會議確定適當限制水平和持續時間的方法；利率決定將基於其對通脹前景的評估，評估將考慮到即將公布的經濟和金融數據、潛在通脹動態和貨幣政策傳導強度。在會後新聞發布會上，歐央行行長拉加德重申未來降息路徑的不確定性，表示「不能說歐洲央行正在進入「降息」階段，未來幾個月將面臨坎坷，且不確定坎坷的嚴重程度」。「只要有必要，我們將繼續採取限制性措施，以便及時將通脹率降至2%」。

歐元出人意料升值

歐央行降息有助降低歐元區企業和家庭融資成本，促進投資和私人消費，但由於利率仍處於限制性水平，仍將對歐元區的經濟復甦構成制約。歐元區國家金融體系以間接融資為主。此前歐央行激進緊縮，企業和家庭融資成本快速上升，企業貸和家庭房貸利率最高分別升至2023年10月的5.3厘和2023年11月的4厘。到今年4月，二者分別回落至5.2厘和3.8厘，仍處高位。歐央行此次降息有助降低企業和家庭的借貸成本，促進投資和私人消費復甦。但正如拉加德所言，降息後利率仍處於限制性水平，貨幣政策對經濟復甦仍構成制約。與此同時，歐央行還將受制於美

聯儲貨幣政策的溢出效應。年初以來，由於美國通脹數據連續超出預期，市場對於美聯儲降息預期明顯收斂。受美聯儲緊縮預期重估影響，2024年以來美匯和美債息明顯反彈。對於歐元區而言，美聯儲緊縮超預期可能通過跨境資本流動渠道，對歐元資產價格和匯率產生下行壓力，匯率走弱又會進一步加大輸入性通脹。

戲劇性的是，歐央行五年來首次降息後，歐元匯率不跌反漲，與日圓形成鮮明對比。在本輪全球加息潮中，日本央行堅守收益率曲線控制，導致日美負利差不斷走闊，日圓匯率屢創新低。但當2024年3月19日日本央行退出負利率、棄守收益率曲線控制後，卻適逢美聯儲貨幣寬鬆預期降溫，日圓匯率創下三十四年來的新低。但此次歐央行降息當天，歐元對美元匯率由上日1.0869升至1.0890。

這一方面是因為在議息會議之前，多位歐央行官員明確釋放降息信號，降息效應已被市場充分定價。事實上，自5月中旬以來，歐元匯率已穩定在1.08以上，脫離了1.06的年內低點。另一方面是因為歐央行上調了歐元區經濟和通脹預測，並且拉加德在新聞發布會上反覆強調，此次降息不代表歐央行正式進入降息階段。會議釋放的「鷹派」降息信號為歐元匯率提供了支撐。

6月7日，美國發布了美聯儲下週會議前的重要數據：5月份非農就業新增27.2萬，超過華爾街所有預期。當天，市場預期美聯儲首次降息時間將推遲至11月，且年內僅有一次降息。6月12日美聯儲議息會議將按兵不動基本已成定局，市場焦點集中在美聯儲新的點陣圖關於聯邦基金利率的預測上。當然，更晚些時候公布的議息會議紀要將會披露更多的細節。5月1日鮑威爾在記者會上隱瞞了多位委員關於若有必要可以加息的討論，這次不知道他還會不會故技重演。

綜上所述，6月份歐央行搶跑降息意在避免再次落後於通脹曲線。考慮到歐元區勞動力市場持續緊張和地緣政治局勢的不確定性，歐央行或難以連續大幅降息。此次歐央行降息有助於降低歐元區企業和家庭融資成本，促進投資和私人消費，但由於利率仍處於限制性水平，仍將對歐元區的經濟復甦構成制約。此外，不宜低估美聯儲緊縮政策超預期對歐元區的溢出影響。

慎重把控A股IPO發行節奏

熱點把脈 皮海洲
財經評論家

6月7日晚間，北交所官網顯示，上市委定於6月17日上午召開審議會議，審議成電光信首發申請。這是北交所上市委會議在暫停四個月之後，首次重啟。此舉也意味着，三大交易所的上市委會議均已恢復。畢竟在此之前，深交所於5月16日召開龍年首次上市委會議，有關公司首發申請被暫緩審議；而5月31日上交所又召開了上市委會議，審議通過了聯芸科技的首發申請。

三大上市委會議全部恢復，對交易所來說應該是一件喜事，這意味着IPO審核又全部開鑼了，三家交易所又可以對排隊的IPO公司進行審核，從而推動IPO公司的新股發行上市了。

但對於A股市場及其投資者來說，則未必是一件喜事。畢竟目前的股市還很疲軟，滬綜指數還在3000點附近，管理層活躍市場提振投資者信心還沒有取得相應的成果，投資者更是處於嚴重虧損狀態。所以在這種市場環境下，投資者更希望聽到的是IPO叫停的聲音，而不是IPO審核恢復的聲音。

讓投資者稍感欣慰的是，最近一個時期新股發行節奏較為緩慢。一方面是由於市場不振的原因，另一方面是由於發行制度修改的原因，所以整個市場的新股發行節奏都緩了下來。比如整個4月份，A股只發行了3隻新股，5月份只發行了4隻新股，6月截至11日為止，也只發行了1隻新股。所以，這個緩慢的發行節奏倒也沒有帶給市場太大的壓力。

但隨着三大交易所IPO審核的恢復，新股發行節奏是否會加快，成為市場非常關心的事情。雖然IPO審核節奏與IPO發行節奏不是一回事，但IPO審核節奏的加快，會讓投資者擔心IPO發行節奏的加快。畢竟更多的公司通過IPO審核及成功註冊後，無形之中帶來新股發行的壓力，從而影響到IPO的發行節奏。所以，在三大交易所IPO審核全部恢復的情況下，本人還是希望新股發行的節奏，甚至是IPO審核的節奏還是能夠繼續放緩。

之所以如此，首先是由目前的市場行情決定的。畢竟A股市場仍然低迷，雖然滬綜指數還在3000點附近掙扎，但不少個股的股價甚至比今年2月初大盤2635點時的位置還要低，市場人氣低迷，投資者損失慘重。在這種市場環境下，整個A股市場與投資者更希望得到休養生息的機會。理論上講，IPO直接

叫停是最符合投資者利益的，而在IPO不能直接叫停的背景下，盡可能地放緩IPO的節奏，也是投資者希望能夠看到的事情。同時為了不增加投資者的心理壓力，IPO審核的節奏同樣也需要放緩再放緩，不能因為三大交易所IPO審核開鑼了，就加快IPO審核的腳步，在目前市場極度疲軟的情況下，加快IPO審核的腳步同樣會驚嚇到投資者。

嚴格審核 堵塞帶病上市

不僅如此，目前的IPO審核仍然還是一種「帶病審核」形式，IPO的審核節奏與發行節奏也都需要繼續放緩。雖然今年3月中國證監會發布了《關於嚴把發行上市准入關從源頭上提高上市公司質量的意見（試行）》等文件來嚴格IPO審核工作，隨後還進一步完善了新股發行審核制度，提高了IPO門檻等，但本次對新股發行審核制度的修改還是比較匆忙的。IPO制度所存在的一些重要問題並沒有得到徹底解決。

比如，IPO公司股權結構畸形的問題並未着手解決，導致任何一家公司上市，股市都成了控股股東及大股東等的提款機，這對於整個市場來說都是致命的。又比如，保薦機構收取的保薦費需要進一步規範，限制甚至禁止「三高」發行。這些都還需要從制度上加以解決。在上述問題都沒有得到妥善解決，以至多發行一家公司上市，A股市場就一家「帶病上市」的公司，顯然不是市場之福，更不是投資者之福。

此外，IPO的審核節奏與發行節奏需要繼續放緩，也讓股市告別融資市的具體要求。長期以來，A股市場一直都是一個為融資服務的市場，新股加速發行甚至高速發行，具體表現就是A股融資市的特徵。如今，為了提振投資者信心、活躍市場，管理層強調A股要以投資者為本。A股市場有必要更多考慮廣大投資者的利益，而放緩IPO審核與發行的腳步，就是考慮到投資者利益的結果，也是A股告別融資市的重要表現。



▲A股市場新股發行節奏較為緩慢，4月份與5月份總共只發行了7隻新股。

人口增加 推動樓價租金上升

樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

一場疫情令筆者這幾年少了遠行的機會，通關之後雖然多次外遊，但都不是長途的，今次到加拿大探親，算是幾年來久違了的遠行，體驗更深。

我們都活在互聯網世界，很容易透過社交媒體知道外國親友發生了什麼事，面對怎樣的環境，但是永遠不如親身去感受來得真切。房地產方面，溫哥華樓市相當活躍。過去二十年間，多次傳出加拿大「地產已死」，但隨着人口的遷入，加拿大房地產的春天又回來了，現在可以說是供不應求的旺市。溫哥華人口的增加首先帶動了租金上升、繼而帶動樓價上升，樓價上升亦帶動了周邊城市卡加利市的樓市。

另外，筆者亦見識到溫哥華的長者服務，較貴的服務費甚至達到每月約8000元加幣，服務對象都是80歲或以上的長者。這個服務做得相當好，可以給予長者優質的生活服務。這個價格很

貴嗎？其實香港亦有逆按揭，很多持有住宅的長者已經供滿樓，但我們就欠缺類似的服務提供。

銀髮經濟潛力大

筆者認為這是銀髮經濟的極佳案例。大部分供滿樓的長者可以透過類似逆按揭的服務，享受到足夠的投資回報。如果我們再配合融合大灣區，可以衍生出很多機會。筆者認為，港人今時今日真的不要故步自封，一樣可以與周遭城市合作產生很多有創意的機會。譬如港人可以在香港上班而在內地居住；亦可以在香港策劃做前哨宣傳，在內地做實踐。整個世界都在改變中，問題是主動改變還是被動改變。

當然，我們看西方的文明亦看到西方的腐敗，貧富懸殊令到失業者愈來愈多，而很多失業者是因為適應不到城市的變化而失業，而政治上亦要和他們妥協很多，所以吸毒和罪惡滿街，很多加拿大的朋友都說沒有問題，但和他們一起外出用膳均會見到其對治安日益小心翼翼及提防，安全感日益消磨，這是可悲的一面。



▲溫哥華人口增加，帶動租金與樓價上升。