

聯儲年內料減息一厘



持之以恆 易恒

華泰證券首席宏觀經濟學家

美國聯儲局大概率將於9月19日(周四)凌晨正式宣布開啟降息周期，但首次降息幅度仍有懸念。筆者認為，9月議息會議選擇降息50點子的可能性略高；全年降息預期可能維持在100點子以上。

7月議息會議以來，美國增長動能回落，部分群體的收入和消費顯示出一定脆弱性，通脹整體仍維持偏弱態勢。筆者預計9月議息會議開啟降息——「首次降息+聯儲表態」的目標可能將維持短期利率下行的趨勢，而全年降息幅度不應明顯低於市場預期(目前為100點子以上)。

近期美國增長動能回落，7、8月份非農數據連續不及預期，崗位空缺和待求職人數之比低於疫情前(2019年)水平；美國信用卡違約率快速上行，顯示部分低收入群體存在一定脆弱。二季度通脹大幅回落，7、8月份溫和反彈，但整體仍維持偏弱態勢；8月表觀的消費物價指數(CPI)的三個月環比折年為1.2%。近期經濟數據支持聯儲9月開啟降息：截至9月16日，市場預計9月降息50點子的概率為58%，全年累計降息幅度約為120點子。

就業市場急速惡化

前瞻指引方面，筆者預計美聯儲主席鮑威爾或維持偏鴿派表態，強調美聯儲不希望看到就業市場繼續惡化。由於就業數據快速走弱，6至8月月均新增非農就業降至11.6萬人，明顯低於3至5月21.5萬人的均值並引發市場擔憂，美聯儲可能通過降息50點子以應對；若美聯儲選擇降息25點子，鮑威爾在前瞻指引上或將通過偏鴿派表態來進行對沖，例如明確強調聯儲有意願也有足夠的政策空間托底經濟。縮表方面，考慮到美聯儲逆回購回落速度顯著放緩，準備金規模仍然較為充裕，預計9月議息會議仍會維持當前每月600億美元(250億

債+350億抵押貸款證券(MBS))的縮表節奏。

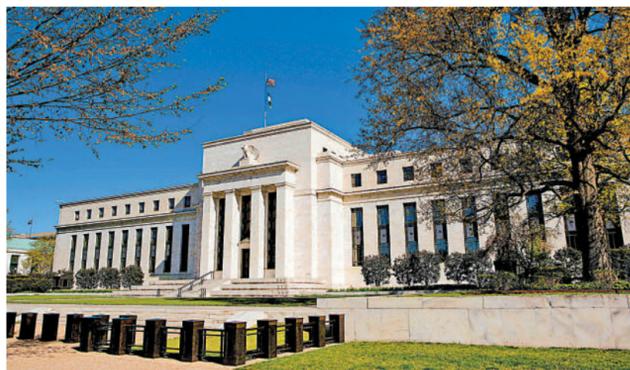
宏觀預測方面，筆者預計美聯儲將下修增長和通脹預測，並上修失業率預測。6月議息以來，美國增長動能整體不及二季度，就業市場明顯放緩，預計2024年四季度國內生產總值(GDP)同比增速預測將從2.1%小幅下修(彭博一致預期為1.8%)，失業率將從4.0%有所上修(彭博一致預期為4.4%)。此外，6月議息以來，通脹整體維持偏弱態勢，預計2024年四季度個人消費支出物價指數(PCE)和核心PCE同比增速或小幅下修，彭博一致預期分別為2.5%和2.7%，低於6月所預測的2.6%和2.8%。

市場關注的點陣圖方面，由於一季度去通脹進程反覆疊加當時美國經濟韌性較強，美聯儲在6月聯邦公開市場委員會(FOMC)上推遲降息，2024年全年降息次數下調至1次。當前美國就業市場加速走弱，筆者判斷美聯儲降息路徑或前置，即2024年降息次數從此前的1次明顯上調至3至4次，2025-2026年累計降息次數從當前8次小幅下修，降息終點也可能小幅下調。

總結來看，本次議息會議中，美聯儲的初衷應該是不收緊現有的金融條件、即不抬升短端利率。如此看來，第一次降息對市場產生的擾動可能不會過大。往前看，美聯儲今年累計降息100點子以上的概率較大。儘管歷史規律顯示美國短期內衰退的概率不大，但勞工市場加速下行、部分低收入群體暴露出一定的脆弱性，意味著美聯儲或需要較快降息以對沖經濟所面臨的潛在風險。近期鮑威爾和沃勒的講話明顯傳遞了美聯儲希望阻止增長和就業市場較快下行的信號，這意味著美聯儲的降息決策可能不會過度偏離市場預期，以防止市場回調進而形成「金融條件收緊→實體經濟減速」的負反饋。

考慮到當前市場定價降息50點子的概率接近六成，筆者認為聯儲首次降息50點子的概率相對較大；但如果9月聯儲選擇降息25點子，鮑威爾可能給出更為鴿派的前瞻指引以緩和市場情緒。

和市場情緒。如果美聯儲本周選擇降息25點子，以緩解



減息將至 推政策穩信心良機



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

筆者撰文之時，美國議息結果尚未揭曉，市場上已有人士認為結果是減息，並且樓價會繼續下跌。現在影響樓價的最主要因素是市場情緒，如果市場情緒也是看淡的話，當然市況向低走是可能發生的，而這種情緒已經愈來愈影響社會的氣氛。

評估市場情緒與官方政策不是筆者撰文的目的是，因為樓市不應該靠估的，我一直都是靠數據分析得出結論。無論市場跟不跟着數據走也好，筆者作為專業地產代理，是應該站在市場數據的角度表達觀點的。

有一點希望讀者諸君要明白的，就是減息之後其實市場成本亦會減低，購買力有所增加是理性的反應。而定期存

款在減息後，須面對通脹上升，例如香港的通脹率已由4月的1.1%去到現在的2.5%，如果很多人只收取3厘多的定期利息，其實是沒有安全感的，亦不夠對沖物價的上漲，所以減息後尋覓新的投資對象亦是一個理性的反應。

其實，現時減息效應已經在整個金融環境有所反映。譬如，美國按揭借貸已經自去年10月的7.79厘減到6.2厘；又如，影響息口最重要因素是美債，美債的息口亦下跌，就算不宣布減息，美債息口下跌了大概1厘。

籲減印花稅刺激股市

筆者最關注就是未來國際資金格局走向出現改變，這個資金走動會有什麼後果？答案當然是不知道，不過市場最差的時候已過了，任何轉變發生似乎都會帶來不錯的機會。筆者相信，雖然負面情緒可以不理性地左右市場發展，但始終都要回歸真實需求關係。

如果美國減息的時候，香港即時宣布同時跟進的話，相信對市場有很正面的提振作用。如果任由樓價下跌，對特區政府財政是極大的困擾。筆者是樓市專家，在股市只是普通投資者，我認為如果宣布進一步降低股票印花稅，可以繼續為市場帶來提振作用。雖然「財爺」財政司長陳茂波曾說相關的費用不會影響大局，但是信心會影響大局，筆者建議特區政府配合減息步伐，在相若時間降低股票印花稅，等同官方給予市場一個進取的態度了。

◀如果美國減息後，香港銀行業能夠跟隨，相信對市場有很正面的提振作用。



富裕的基礎。擴大中等收入群體是擴大消費或走向共同



對於任何一個經濟體而言，都會存在各類風險。一般而言，在經濟增長強勁的時候，抵禦風險的能力較強；當經濟增速下行的時候，經濟體自身的「抵抗力」減弱。因此，如何合理、穩妥地去防範風險，就顯得尤為必要。

紓解需求不足 刺激消費成關鍵



察股觀經 李迅雷

中泰證券首席經濟學家

每個月官方都會公布各類經濟數據，不少專家都會根據這些數據提出政策建議。例如，為了降低失業率，通常要通過擴大投資的方式增加就業機會，但過多的投資又成為地方政府債務上升的主因。同時，又由於地方債務的還本付息費用不斷增加，使得地方政府用於公共部門的財政淨支出能力減弱，使得國內的就業壓力並沒有因為投資拉動增長而減輕。

因此，有必要對中國經濟面臨的各種風險進行度量，用「穿透式監管」的方法，分清哪些是淺層風險，哪些是底層風險，各類風險之間的關聯性究竟如何。

美國2023年的國內生產總值(GDP)增速為2.5%，中國為5.2%，但美國的失業率卻屢創新低。為何美國的GDP增速不到中國的一半，但失業壓力反而很小？

從經濟結構看，美國的服務業在GDP中的佔比達到80%，84%的就業人口在服務業；而中國在服務業的就業人口不足50%，服務業對GDP的貢獻為54%左右。從增長模式看，美國是一個典型的消費拉動型經濟，貢獻率在80%左右，而中國的最終消費對GDP的貢獻長期徘徊在52%至56%之間，顯著低於全球平均水平。反觀投資對GDP的貢獻，中國長期保持在40%以上，是全球平均水平的兩倍。

也就是說，中國經濟發展的模式，無論與發達國家還是發展中國家相比，都有很大不同。而這種迥異之處，在投資回報率較高的階段，可以用來解釋中國為何能快速崛起；當投資回報率顯著下降的時候，是否又可以成為地方債務風險和就業壓力加大的原因？

不能為了破滅一個風險而又製造出另一個風險，這就需要對風險或潛在風險進行評估，找出其由來，採取有針對性的舉措。而不是反覆用穩增長、穩投資的逆周期政策來簡單應對。

大增投資或致產能過剩

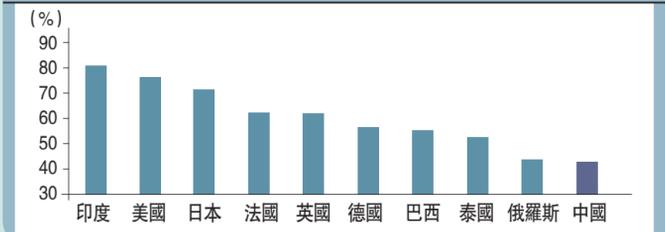
因此，並不是說只要GDP增速提升，失業問題就迎刃而解，更不能把投資當成萬能藥方，遇到風險都用擴大投資去應對。這就需要提高政策的精度。

例如，現在大家普遍認為中國經濟面臨的困難是有效需求不足，但有效需求包括有投資需求與消費需求，今年1月到8月份民間投資增幅為零，社會消費品零售總額增長率為3.4%，那麼更應該去刺激投資需求還是消費需求呢？

有人認為，民間投資拖累了整個固定資產投資，因此，要擴大財政赤字，加大政府在基建投資規模。問題在於投資不屬於最終需求，投資會增加供給，變成鐵路、公路、港口、產業園區、機床和生產流水線等，進一步加劇了運能過剩和產能過剩問題。因此，應對有效需求不足的正解應該是通過增加居民收入來促消費，而不是擴大投資。

大家經常講的一句俗話叫「頭痛醫頭，腳痛醫腳」，意思是只治療表面的疾病，而沒有去徹查病源，治標不治根。例如，工業生產者出廠價格

2022年各國居民可支配收入/GDP



(PPI)和居民消費價格指數(CPI)的長期低迷，既有供給過多的原因，又有需求不足的原因，但必須找出主要原因。去年底召開的中央經濟工作會議，把有效需求不足放在六大困難的第一位，這是否意味着需求不足已經成為當前經濟面臨的主要問題？

從邏輯上講，需求與收入分配有關，在國民經濟的三大部門中，居民部門的收入分配比例越高，則消費需求就會越強。從國家統計局公布的抽樣調查數據，2023年，全國居民人均可支配收入達到39218元，乘以2023年人口數量，除以2023年的GDP總額，為43.9%。

由於上述數據是抽樣調查的結果，存在高收入組實際收入被低估的可能性，但不改變居民可支配收入在GDP中佔比偏低的結論。根據國家統計局的數據，從去年以來居民可支配收入增速快於名義GDP增速，說明居民收入在國民收入分配中的比重有所提高，但要讓佔比在短期內大幅上升的可能性不大。

擴大消費或提高消費對經濟增長的貢獻遇到的第二個挑戰是，中低收入階層的收入佔比偏低。從國家統計局公布的抽樣調查數據看，2023年中國中等收入戶、中低收入戶和低收入戶佔總人口的60%，但可支配收入佔比只有30%，與10年前相比只上升了1%，只有擴大中等收入群體才是擴大消費或走向共同富裕的基礎。

及時遏制需求收縮

不過，從長期的實踐案例中不難發現，淺層風險容易化解，但需要評估：化解淺層風險所付出的代價有哪些，是否為了化解淺層風險而又加大了底層風險？

例如，中國的GDP增速的走勢變化幾乎是全球最穩定的，過去40年來沒有出現過負增長，這主要歸功於逆周期投資工具。如在過去三年房地產投資增速大幅下滑的背景下，製造業投資和基建投資逆勢增長，使得投資對GDP的貢獻居然沒有降低，這是十分罕見的現象，但代價則是這幾年地方政府的債務增速加快上升。

根據國家金融與發展實驗室的數據，2023年中國的宏觀槓桿率水平達到287.8%，與西方國家的債務水平相若，但中國的人均GDP水平只有高收入經濟體平均水平的四分之一。故需要評估一下維持GDP增速穩定所付出的成本大約有哪些？

中國的金融體量很大，過去經常詬病的是「大水漫灌」，即長期以來廣義貨幣供應量(M2)的增速大幅超過GDP增速。如今，M2增速已經降至6%左右，M1(狹義貨幣供應量)則連續大幅回落至負7%左右。由於房地產步入長周期下行階段，那麼，金融收縮也就變得順理成章。

從2024年上市公司的中報看，淨經營性現金流比去年同期下降79%，

如果剔除銀行，則淨經營性現金流增速為負17%。這反映出銀行業務的收縮十分明顯，上半年上市銀行的營業收入合計下降2%。伴隨著淨息差減少，貸款增速下降，以及中間業務收入下降等周期因素，現金流就出現相應的下降。從今後來看，銀行不良率上升可能是大勢所趨。

對於非金融類上市公司而言，淨經營性現金流的下降實際上體現了現金流量表的風險，一方面，需求萎縮、銷售下滑，導致企業的現金流入減少；另一方面，應收賬款不能及時收回、庫存積壓等又使得業務鏈的運行難以變現。

導致現金流風險的最主要原因，還是受房地產長周期的下行，故建築業首當其衝，連不少央企都出現了明顯的現金流危機。此外，長期形成的產能過剩和運能過剩問題，遇到經濟增速放緩、消費者信心不足的時候，就會更加突出。目前看，無論是PPI還是CPI，都長期處在收縮區間內。

進一步改善居民收入

由於歷史原因，中國經濟體量和科技發展水平長期落後於西方國家，改革開放後採取了投資拉動的「經濟趕超」模式。這種模式的優點是，基礎設施建設與工業迅猛發展，高儲蓄、低人力成本在工業化早中期提供了便利，但到了後期，由於勞動生產率增速的放緩，債務增長拖累，其投入產出比明顯下降。

由於供需失衡的長期性，即需求不足、供給過剩，這就使得投資和消費兩端都存在意願不足問題，在前文已經作了充分表述。這就可以解釋從2021年到2023年連續三年的中央經濟工作會議都提到了「預期轉弱」和「預期偏弱」。而要改變預期，就應該重點從需求側發力，而不是反覆以擴內需的名義來拉動投資，因為投資不是最終需求。

7月30日召開的中央政治局會議，已經明確把增加居民收入和擴大消費作為下一階段的重點。希望國家各部委形成共識，切勿以本位主義立場來應對和處置與本部門相關的風險，從而忽視了深層次風險的應對。

更須重視的是，今年前三季度部分公共財政和部分企業利潤的增加，是通過「減法」來實現的。如1月到7月份國家非稅收入增長12%，其中有一部分或是通過罰沒來實現；而企業利潤的增加，則可能部分是通過裁員或降薪來實現；再加上「政府過緊日子」等財政支出的減少，使得最終需求出現了下降。

因此，通過超量發行國債來補貼居民收入、提高社保水平、刺激消費等應該是當前應對預期偏弱和經濟收縮的最有效手段，儘管根治結構失衡的底層風險是需要通過改革來實施，但前提是要遏制住當前經濟收縮的乘數效應，以緩解通縮壓力。