

# 中美國債利差倒掛不足為懼

龐溟    經濟學博士、華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策略分析師

4月11日，美國10年期國債收益率上行至2.764%，中國10年期國債收益率持平為2.75%。自2010年以來，中美10年期國債收益率差值首次由正轉負。

事實上，中美國債利差倒掛的可能性以及除10年期國債外其他期限中美國債利差倒掛的事實，已經在過去一段時間內引發市場關注。3月25日，美國3年期國債收益率高出中國同期限國債收益率8個基點，自2009年6月以來首次倒掛；4月1日，2年期中美利差也倒掛了16個基點。筆者認為，中美兩國10年期國債利差近期收窄甚至倒掛，根源在於兩國經濟周期的錯位、宏觀復甦進程的差異和貨幣政策的分化，但對中國影響總體有限。在筆者看來，機構投資者、海外投資者、長期投資者將繼續看好中國市場和人民幣資產。

## 美國現處經濟過熱時期

根據美聯儲3月發布的經濟預測，2022

年美國實際GDP增速約為2.8%，仍顯著高於美國國會預算辦公室測算的2022年美國實際GDP潛在增速2.1%這一數字。潛在GDP增速指的是各種資源正常地充分利用時所能實現的增速，實際增速超過潛在增速，表明美國經濟已有過熱之憂。

類似地，美國目前的就業市場狀況同樣印證了美國經濟的高景氣狀態。美聯儲在3月預測，2022年美國失業率為3.5%，低於美國國會預算辦公室測算的2022年美國自然失業率4.4%這一數字。自然失業率是勞動市場處於供求穩定狀態時的失業率，失業率低於自然失業率的現狀說明勞動力市場供不應求，經濟生產投入了過多的勞動力。

經濟增長快於潛在增速，但失業率低於自然失業率，從產出缺口的角度看，美國正處於充分就業和經濟過熱的時期。與此同時，財政擴張滯後效應、疫情後全球資本開支同步下降、供應鏈尚未完全恢復、俄烏衝突等多重因素共同衝擊下的高通脹

壓力，使美聯儲不得不加快收緊貨幣政策。

根據美國勞動統計局4月12日公布的居民消費價格指數（CPI）數據，3月份美國CPI同比大幅攀升至8.5%，環比（非季調）漲幅進一步擴大至1.3%，均為40年來新高，且從目前國際地緣政治發展態勢來看，通脹壓力可能仍將持續。今年以來，美聯儲開始以遏制通脹為核心目標追趕市場，3月議息會議已加息0.25%，目前市場預期全年還將加息1.5%，其中5月有較大概率一次性加息0.5%。

## 中國幣策強調「結構性」思路

與之相對的是，今年中國政府工作報告將2022年GDP增速目標定在5.5%左右，仍較為接近中國人民銀行測算的「十四五」期間5%至5.7%的潛在產出增速。但目前仍有相當比例的市場投資者認為2022年中國GDP增速將低於潛在增速。

不過，中國的貨幣政策使用仍較為謹慎。例如，4月15日人民銀行降準操作的幅度就略小於市場預期。對比前兩次各0.5個百分點的幅度，此次降準採取0.25個百分點全面降準加0.25個百分點定向降準的組合，體現了靈活精準、綜合施策，把穩預期、穩增長擺在更加突出的位置，更加強調「結構性」的貨幣政策思路。這是因為在流動性保持合理充裕的環境下，市場與實體經濟其實缺少的並非「水」而是「水管」，以及時、有效、便捷地讓實體經濟、重點領域和薄弱環節獲得流動性，並以改革的方式充分化解中小微企業在融資覆蓋面、可得性和便利性等方面的種種難題。

## 人民幣大幅貶值機會微

美聯儲進入加息周期、美元階段性走強，將導致新興市場面臨資本外流壓力加大、外債成本高企等風險。特別地，市場

高度關注中美利差收窄甚至倒掛，其實質是擔憂中國政策空間有可能被擠壓，引發貨幣政策收緊，使人民幣匯率面臨貶值壓力，並增加資本外流壓力和帶來金融市場調整的風險。

目前中美兩國10年期國債倒掛的僅為名義利差，如果將中美兩國通脹水平考慮進去進行扣除，目前中美兩國實際利率利差仍處於歷史高位，且經常賬戶對人民幣匯率仍有支撐。另一方面，由於貨幣政策差異，投資中國國債的賬面損失與其他主要國家的債券相比更小，可以部分彌補利差收窄甚至倒掛帶來的損失，如果中美利差收窄幅度可被人民幣兌美元遠期升水幅度所抵消，外資持有人民幣債券意願將保持穩定，且目前外資佔債市總量比例不足5%，後續動向難以影響人民幣債券走勢大局。總體來說，人民幣匯率未見單邊貶值趨勢，現階段人民幣大幅貶值或資金明顯外流的可能性極低。（摘錄）

# 美提速加息 市場漸消化

涂國彬    永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

看貨幣政策，各國政策不一。對於美聯儲下一步行動，投資者已經逐漸對5月加息0.5厘的預期達成一致，通脹擔憂持續，現在有投資者預期，未來兩次會議每次都會加息0.5厘。市場也已經有所消化，周三美股個別發展。道指一度上漲逾400點，最終收漲249點，納指收跌1.22%，標普收跌0.06%。美債息從高位回落，美匯指數亦下跌，好在能夠守住100水平。

新西蘭第一季CPI按年升幅創30年高位。上周央行已經大幅加息，通脹壓力大，後市或還將加息。紐元止跌反彈，已經升穿0.68水平。澳央行態度偏鷹，加息時間或提前。澳元在周三亦大幅反彈，後市有機會先上探0.8。此外，歐央行管委表示，可能最快7月加息。歐元從周二開始止跌反彈，周四早段已經升穿1.09水平，不過，整體還是先維持區間波動。日圓在周三一度跌穿129水平，之後從20年低位反彈。但畢竟日央行維持寬鬆政策，日圓或維持弱勢。

## 金價區間波動

金價中長線走勢受到貨幣政策影響大。現在地緣局勢持續，避險需求給金

價帶來支持，但投資者對俄烏局勢的擔憂已經緩和不少。金價在周二回落，周三先跌至兩周低位，低見1,939.2美元，之後反彈，最終收漲在1,957.2美元。後市方面，通脹壓力和避險需求存在，繼續給金價帶來支持，有機會上探2,000美元水平，但加息大環境又限制了金價漲幅。

其他貴金屬方面，鉑金延續回落，不過下行空間有限，目前整體繼續在950至1,100美元區間上落，短線還需調整。鈀金繼續窄幅波動，缺乏明確方向，圍繞2,400美元上落，還需耐心等待。

## 紐油測試支持

至於油價則表現反覆，需求方面，投



◆日本央行維持寬鬆政策下，日圓或維持弱勢。

資料圖片

資者擔心全球經濟增長放緩，影響商品需求前景，惟內地疫情有所企穩，需求擔憂有所緩和；供應方面，俄烏衝突持續，加上歐盟禁止俄羅斯石油入口的可能性，似乎越來越高，供應擔憂繼續給油價帶來支持。紐油在周二回吐漲幅，周三就止跌轉升，收漲0.18%至102.75美元，反覆測試100美元水平。後市還要關注供求方面的消息，對此非常敏感，維持震盪。

其他大宗商品價格方面，倫鋁能夠守住3,200美元水平，近期窄幅波動為主。庫存降至多年低位，倫鋁雖然乏力上攻，但還是能夠運行在高位。倫銅區間波動，還是能守住一萬水平，但一時間未能重新上探3月新高，正在等待好消息。（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

# 疫後重振香港經濟刻不容緩

史立德    香港中華廠商聯合會會長

隨着第五波疫情逐步緩和，政府昨日實施第一階段社交距離措施的放寬，不少食肆預約訂座爆滿，更有市民於凌晨時分等待健身室重新開放，而海洋公園於開門前已有過百人在門外等候，準備一家大細到場遊玩。香港雖然逐步走出疫情的陰霾，但仍面對不少挑戰，因此特區政府要盡快開展以下4方面的工作。

## 嚴控疫情 盡快通關

首先是管控疫情，盡快為老弱年幼打針。今次第五波疫情嚴重，不少香港人受感染甚至因而離世，令人傷痛。早前

醫管局曾公布數字，指出死亡個案中，有67%的人未接種疫苗，22%只打了一針，兩針或以上佔11%，充分反映疫苗的防禦作用。為了管控香港疫情，特區政府應盡快透過外展隊為全民注射疫苗，特別是長者與小童。去年商界透過不同獎勵方式鼓勵市民接種疫苗，特區政府今次亦可以參考。香港已經出現嚴重的抗疫疲勞，社會、經濟及民生無能力再面對第六波疫情。

此外，香港要盡快恢復正常通關，回復對外聯繫。香港是細小而高度外向型經濟體，沒有天然資源，人口有限，地方不足，能夠成為全球知名的國際金融

及貿易中心，全賴人才雲集，交通運輸四通八達，人流物流暢順，加上背靠祖國，面向國際，擁有多元文化。交通網絡對一個經濟體而言，猶如一個人的血管。兩年多的封關，令香港斷絕對外往來，部分國際企業已經選擇遷離香港。因此，香港要盡快恢復正常通關。

## 推動本土再工業化

第三，我們要疫後復元，讓經濟重新起飛。香港不少行業受疫情嚴重打擊，例如旅遊業、零售業、運輸業及演出業等。雖然特區政府已經發放六輪防疫抗疫基金，不過仍擁有龐大財政儲備，有

足夠資源，可以精準扶助受重創行業，真正急企業所急。此外，香港需要訂立長遠目標，例如建屋計劃，讓社會知道未來發展方向。

最後，推動再工業化，針對工業上游發展。香港要擴大經濟基礎，除了繼續發展金融業外，工業亦不容忽略，因此要有更實際行動推動再工業化。事實上，香港要拓展工業生產的上游工作，例如設計、品牌、標準及研發等，之後將產品成果透過大灣區落地生產。去年行政長官於施政報告中公布政府改組，設立創新科技及工業局，應盡快落實，以真正帶動本港再工業化。

# 內地次季GDP增長料續承壓

艾西亞    法國外貿銀行亞太區首席經濟學家

伴隨近期地緣政治不確定性的增強以及內地Omicron變異病毒株的爆發，內地經濟在一季度實現了4.8%的GDP同比增速，高於去年第四季度的水平（同比4%）。不過，3月與1、2月的經濟數據之間，已經出現了較為明顯的變化。3月底，製造業和非製造業PMI雙雙下降。

疫情爆發首當其衝影響的是消費。2022年首兩個月社會消費品零售總額同比增長6.7%，但是在3月同比增速下降為-3.5%。其中，餐飲收入從前兩個月的同比8.9%下滑至3月的-16.4%，商品零售也從前兩個月的同比6.5%下降至3月份-2.1%。值得注意的是，2022年第一季度家庭可支配收入同比僅增長6.3%，遠低於疫情前2019年一季度8.7%的水平，意味着總體的消費增長趨勢是放緩的。

## 消費投資增速有所放緩

與前兩個月相比，內地3月份投資增速也有所放緩，但固定資產投資的同比增速仍然高於消費品零售總額的同比增速。根

據我們的測算，內地固定資產投資（FAI）同比增長率從1、2月的12.2%下降到3月的6.6%。其中，國有和民營企業固定資產投資都出現了減速。不過，正如我們所預期的，由於財政政策力度加強，政府主導的基礎設施投資在第一季度顯示出更加明顯的支撐作用，從1、2月的同比8.1%上升到3月的同比8.8%。

對外貿易方面，內地出口增速在3月有所放緩，但仍然保持兩位數增長。具體而言，出口增速從1、2月的16.3%放緩至3月的14.7%。進口增速縮窄的速度相對更快，從1、2月的同比15.5%降至3月的同比-0.1%。因此，內地在2022年第一季度保持了1,633億美元的貿易順差。不過，這一貿易順差的絕對水平，已經低於2021年第四季度的2,507億美元。

內地經濟目前面臨的阻力比年初預期的要多，這促使政府出台更寬鬆的政策來支持經濟。在財政政策方面，我們預計財政赤字可能會在原有安排的基礎上略有增加。如果將政府的表內赤字以及通過融資平台產生的

表外赤字加在一起，那麼2022年內地的廣義財政赤字佔GDP的比重將從去年的12.1%提高到13%以上的水平。

## 貨幣政策調控仍屬謹慎

中國央行也在通過實施靈活寬鬆的貨幣政策以支撐經濟。近期的貨幣政策側重點之一是向受疫情影響的家庭和企業（尤其是中小企業）注入流動性。內地社會融資總額的增速從2月份的10.2%增加至3月份的10.6%。總體來說，貨幣政策的調控仍然是較為謹慎的，人民銀行在過去兩個月並沒有採取降低LPR利率的措施，法定存款準備金率也僅僅是下調了0.25百分點（部分符合條件的銀行下調了0.5百分點）。背後的原因之一是央行通過向中央財政上繳結存利潤（6,000億元），已經注入了部分流動性。不過，人民銀行相對謹慎的貨幣立場也反映出其對中美利差迅速收窄的擔憂，同時也意味着財政政策可能分擔更多支持經濟增長的責任。當前較為溫和的通脹壓力是有利於央行



部置寬鬆貨幣政策的。內地CPI從1月份的同比0.9%上升到3月份的同比1.5%，但核心CPI（不包括食品和能源）從同比1.2%下降到1.1%。

在金融市場方面，上證綜合指數自年初以來一直呈下降趨勢，一季度跌幅超過10%。人民幣在今年前兩個月得到支撐。但是在近期，國際資本出現一定程度的外流，對人民幣施加了一定的貶值壓力。總而言之，當前的經濟出現一定的挑

戰。如果需要實現政府工作報告中預期的5.5%的增長目標，那麼更大力度的經濟政策是有必要的。同時，今年疫情對經濟究竟會產生多大的影響，也取決於目前的疫情將會在何時受控。此外，我們還需要在接下來這段時間，重點觀察經濟刺激政策的有效性。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

◆疫情爆發首當其衝影響的是消費，內地3月社會消費品零售總額同比增速降為-3.5%。  
資料圖片