



►美國經濟料明年初進入衰退，而且可能是「滯脹式」衰退，意味着美國「股債雙殺」並未結束。

中金點睛

劉政寧、張文朗

儘管鮑威爾試圖避免製造「衰退恐慌」，但市場可能還是會朝着衰退的方向進行定價。筆者認為今次衰退更可能是「滯脹式」衰退，意味着美國「股債雙殺」並未結束，離「市場底」還有很長的距離。

聯儲加息矯枉必過正

美聯儲抗通脹決心未變，態度依舊「鷹」。美聯儲宣布加息0.75厘，聯邦基金利率上升到3%至3.25%區間，符合市場預期。貨幣政策聲明顯示，美聯儲仍致力於實現通脹2%的長期目標。鮑威爾延續了央行年會上的鷹派態度，明確指出通脹回到2%對維護美國經濟的長期穩定增長有重要意義，美聯儲可以忍受經濟放緩，但無法承擔通脹失控的代價。

利率將繼續抬升，且在較長時間內維持高位（High for longer）。為降低通脹，美聯儲將繼續加息，鮑威爾表示利率需要抬高至足夠限制的水平（sufficiently restrictive），並且維持在高位一段時間（for a while），才能起到降低通脹的作用。根據利率點陣圖，2023和2024年利率中值都較此前預測更高，首次出現的2025年利率中值預測也高於美聯儲認為的2.5%的長期中性利率。也就是說，美國貨幣政策或在相當一段時間內維持從緊的態勢。

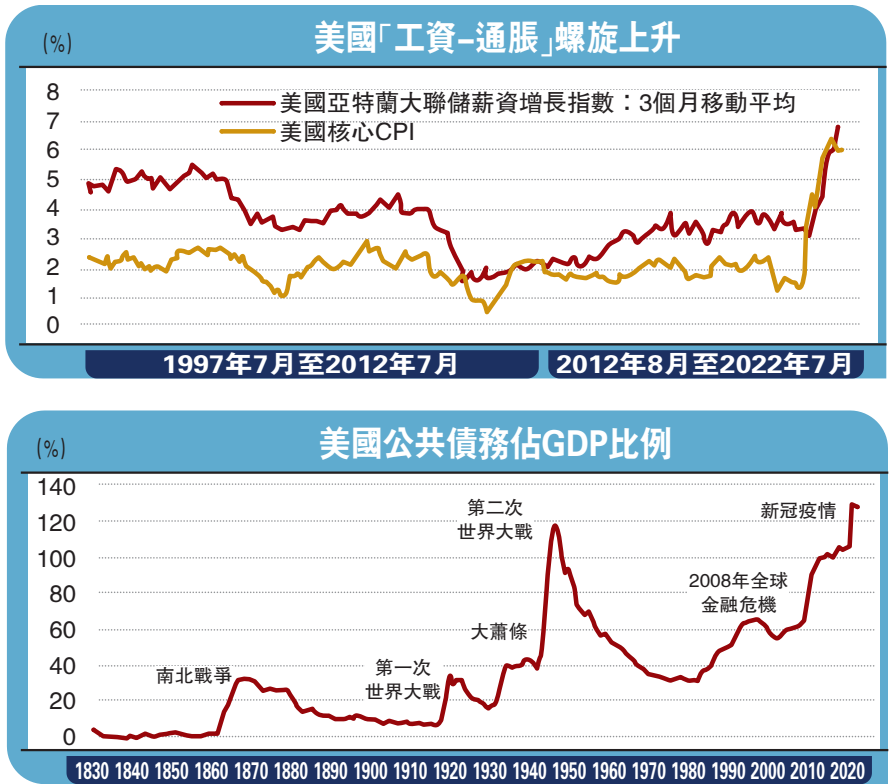
美國經濟增長將放緩，失業率將上升。加息將給經濟帶來痛苦，美國GDP增速將在一段時間內低於潛在增速。根據美聯儲最新預測，2022年四季度GDP同比增速將降至0.2%（前值1.7%），2023年四季度GDP同比增速降至1.2%（前值1.7%）。失業率將上升，美聯儲預計2023底失業率上升至4.4%（前值3.9%），2024年底失業率上升至4.4%（前值4.1%）。既往好的方面想，也要為最壞情況做準備（Hope for the best, plan for the worst）。鮑威爾認為，近期部分指標出現了一些積極跡象，比如消費者通脹預期回落、供應鏈瓶頸緩解、大宗商品價格下跌，這些都有助於緩解通脹。但另一方面，美國高通脹持續的時間已經遠超預期，勞動力供給未顯著改善，再加上工資通脹仍然較高，美聯儲必須繼續加息。加息將帶來痛苦，貨幣緊縮也可能「做過頭」，但為了維護美國經濟的長期利益，美聯儲現在也必須這樣做。至於美國經濟是否會因此陷入衰退，以及衰退幅度有多大，目前只能期待一個好的結果。

三年內不會轉向寬鬆

點陣圖顯示2022年底利率將接近4.5%，加息並未減速。這次會議後，美聯儲於年內還剩11月2日與12月14日兩次議息會議，而根據最新的點陣圖，美聯儲官員們預計從現在至年底還有125個基點的加息空間。由於在11月會議前美聯儲只能看到9月的非農和通脹數據，按照美聯儲當前的鷹派態度，要想在11月僅憑一個月的數據

美聯儲9月議息會議維持鷹派基調，符合預期。加息並未減速，點陣圖顯示利率還會進一步抬升，且將在較長時間內維持高位（High for longer）。筆者預計加息將帶來更多痛苦，美國經濟或於2023年初進入衰退，失業率大概率將上升。中期來看，美國政府債務高企對加息形成約束，最終可能迫使美聯儲容忍通脹。

美國股債雙殺遠未見底



就把加息幅度降至50個基點可能有難度。由此，筆者預計美國聯儲局可能在11月繼續加息75個基點，至於12月的加息幅度，美聯儲將視9至11月三個月的數據而定。中期來看，聯邦基金利率或在較長一段時間內維持高位。點陣圖顯示，美聯儲官員對2023年底的利率中值預測由6月時的3.8%上調至4.6%，對2024年底的利率預測由3.4%上調至3.9%，而首次出現的對2025年的利率預測為2.9%，依舊高於美聯儲認為的2.5%的長期中性利率。換句話說，直到2025年底，美國貨幣政策都可能處於從緊的態勢。值得注意的是，點陣圖顯示有一位官員認為到2025年底利率仍應維持在4.4%的高位水平，這意味着該位官員認為未來三年美聯儲都不會再轉向寬鬆了。

如果通脹再超預期，怎麼辦？短期看，筆者預計美聯儲將保持強硬加息的態度，如果通脹再超預期，美聯儲或將以更猛烈的加息予以回應。但如果明年美國經濟陷入衰退，且通脹還是居高不下，那時美聯儲則需要謹慎權衡，在實際操作上可能被迫選擇容忍通脹。這是因為美國政府債務高企對美聯儲加息形成約束。

疫情以來美國政府財政赤字大幅擴張，公共債務佔GDP比例超過100%。如果明年美國經濟衰退，財政前景或進一步惡化，此時如果美聯儲再進一步加息，將導致美國政府償債壓力上升，增加政府債務違約風險。筆者認為美國政府債務違約是「不能承受之重」，為避免發生這種情況，最終美聯儲或選擇容忍通脹，即不求在最短時間內將通脹壓回2%，而是以時間換空間，通過持續的緊縮逐步消化通脹壓力。這意味着，聯邦基金利率不會很快降息，而是要將貨幣政策維持在限制性的區間內。

經濟軟着陆已無可能

經濟「軟着陆」的關鍵在於勞動力市場。鮑威爾在講話中提及了「軟着陆」的三個要素：一是空缺職位率下降且失業率不上升；二是消費者通脹預期被很好地「錨定」；三是供給瓶頸持續改善，大宗商品價格回落。筆者認為這三個條件中最為關鍵的是

第一個，即勞動力市場的表現。鮑威爾表示，空缺職位下降不一定帶來失業率上升，但根據Blanchard & Summers的研究，想要實現這一結果，勞動力供給和匹配效率必須顯著改善，貝弗里奇曲線向內移動，而這在短期內幾乎是很難實現的。據其研究，歷史上空缺職位率下降後失業率通常都會上升，平均來看，空缺職位率見頂後的6、12、24個月內，失業率分別上升了0.3、1.0、2.1個百分點。


筆者認為「軟着陆」的概率已越來越低，美國經濟或於2023年初進入衰退。筆者此前也撰文指出，疫情以來美國勞動力供給收縮，勞動生產率增速下降，帶來「工資-通脹」螺旋，這使得本輪通脹比以往更加頑固。要想降低通脹，美聯儲或需要打破「工資-通脹」正反饋，而這恰恰需要勞動力市場前景惡化，失業率顯著上升。另一方面，美國通脹還受到了「利潤-通脹」螺旋的支撐，要降低通脹還需要美聯儲抑制企業提高價格的能力，而這也意味着經濟增長要更低，需求要更弱。筆者預測2023和2024年四季度GDP同比增速分別為-1.4%和0%，全年增速分別為-1.3%和-0.4%，未來兩年美國經濟都將處於低增長狀態。

美或陷入滯脹式衰退

市場對於衰退的擔憂將會增加，這次衰退更可能是「滯脹式」衰退。儘管鮑威爾承認加息將帶來痛苦，但筆者認為他對於痛苦的解讀還是過於「輕描淡寫」了，這可能是因為鮑威爾想避免人為製造「衰退恐慌」。但過度掩飾就相當於承認，市場可能還是會朝着衰退的方向進行定價。這次議息會議結束後，美股下跌、美債收益率先升後降，表明市場對於美國經濟前景的憂慮在加重。筆者認為，如果明年美國經濟衰退，更可能是「滯脹式」衰退，即GDP負增長但通脹依舊很高。歷史表明這類衰退發生後美聯儲降息的時間更晚、門檻更高，美債收益率見頂的時間更晚，美股「磨底」時間更久。從這個角度看，美國資產價格調整還未結束，離「市場底」還有很長的距離。

（劉政寧、張文朗均為中金公司分析師）

製造業出口國的挑戰加劇



實話世經程 實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「錦江春色來天地，玉壘浮雲變古今」。在世界經濟增速普遍疲弱與全域性通脹持續蔓延的背景下，全球整體貿易表現邊際放緩，主要貿易出口國對外貿易表現也出現了不同程度的分化，具體表現為製造業出口國貿易順差縮小，甚至出現貿易逆差，而大宗商品出口國貿易順差增加。筆者認為，製造業出口國貿易順差縮小只是表象，以量補價與價格傳導的機制受阻是管道，而產業鏈供需兩端對外依賴程度則是底層原因。

從貿易鏈的角度來看，「以量補價」的管道不暢。今年由於美聯儲加息步伐加快且幅度加大，美元指數一路高企，致使非美元貨幣普遍貶值。基於出口價格的角度，儘管非美國家對美國可能出口價格相對降低，增加了出口商品競爭力，但是由於非美貨幣普遍貶值，故而對非美國家出口價格，仍是取決於兩國本幣的相對匯率，價格優勢並不能完全展現。更重要的是，由於美元升值，本國出口貨品價格對美元雖略佔優勢，但這是基於「以量補價」的管道暢通的理想情況而言。然而，今年歐美等發達經濟體的衰退預期不斷升高，直接削弱了對於進口產品的需求，「以量補價」並不總是成立，出口量下降（周邊需求）與出口價格降低（匯率）或將同時出現。

從供應鏈的角度來看，上下游價格傳導不暢。由於能源／原材料進口依賴較高的製造業國家受制於大宗商品的高企，致使原材料價格一路攀升，上游行業產品也隨之漲價，使得中下游企業，尤其是中小企業面臨着生產成本上漲的壓力。在此背景下，由於價格傳導機制失敗，對於處於中下游外貿企業而言，出口價格上漲幅度遠不及進口原材料價格上漲幅度。與此同時，經濟增速放緩引發的內外需求疲弱，又進一步削弱了中下游企業的定價能力。在來自成本與收入的雙重壓力之下，壓縮了中小企業利潤。不僅如此，出口企業還面臨人力成本上升、運輸受阻、航運成本提升、

匯率波動加劇等因素，給出口企業帶來更大壓力。

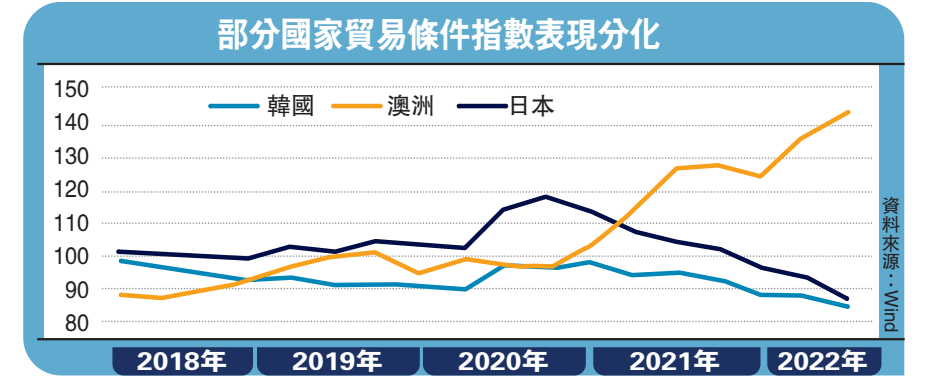
從供給端來看，此輪疫情引發的新供給衝擊從實體層面（供應鏈受阻）與心理層面（貿易保護主義抬頭）打破了原有的均衡。在從舊均衡點向新均衡點移動的過程中，要素進口依賴國因供應鏈瓶頸和貿易保護主義（如大宗出口國的能源保護和糧食保護主義）難以獲得生產原料，不得不面臨生產資料價格高企。以成本推動為主的結構性通脹與地緣政治動盪造成的生產側失序，使得生產資料進口依賴國進口商品價格比出口商品價格上升更快，貿易條件隨着通脹抬升而惡化。

從需求端來看，跨境物流受阻會影響外貿訂單交付，貿易保護主義迫使最終產品進口國尋找其他國家製造品替代或者是本國製造替代。總的來看，出口國產品滯銷，進口國產品價格高企，是以犧牲社會總福利的非帕累托改變。

量寬退潮危機盡顯

此外，自2008年金融危機之後，世界各國採用擴張性財政政策刺激經濟實現復甦，但長期的擴張性支出短期增加了各國的債務負擔，長期則透支了未來經濟增長潛力，加劇了貿易失衡。疫情初期，大量湧入的流動性雖然推高了股市，形成經濟失速陰影下的資本盛宴，但潛在的問題卻在潮水退去之後逐漸顯現：一方面，根據筆者研究，政府債務比重突破門限值後，不僅對於經濟的助力呈下降趨勢，而且有着推升通貨膨脹的作用；另一方面，長期且過度擴張的財政將惡化貿易平衡條件，尤其是在對外開放程度不高的經濟體中，擴張性財政政策對於貿易平衡的衝擊強且影響時間久。


因此，面對當前世界經濟發展趨緩、對外出口增長下滑、貿易條件惡化等多方面不利因素的困擾，宏觀政策的制定需要科學合理地實現兼顧與平衡，而這也恰好能夠說明了為什麼在周邊波動紛擾之際，宏觀審慎政策如此必要及有效。新供給衝擊下，貨幣政策與財政政策等需求側政策效力有限，沒有一勞永逸之策，而宏觀政策的制定只能夠針對現實情況兩害相權取其輕。



疫情以來美英日經濟刺激規模

美國	● 超過9萬億美元的經濟刺激計劃，超過2020年GDP總量40%，是2008年應對金融危機規模近5倍
英國	● 超過6800億英鎊的財政刺激措施
日本	● 近200萬億日圓經濟刺激計劃

聯儲強勢加息效果存疑



樓市智庫陳 永傑

中原亞太區副主席兼
住宅部總裁

美國短期仍受食品及房租等因素影響，令通脹維持高企。縱使紐約期油回落到90美元之下，通脹還是肆虐。市場預期，年內加息對付通脹行動仍將持續。美國總統拜登表示，總體來說過去兩個月美國物價基本上持平，對美國家庭來說是個好消息。但降低通脹還需更多時間和決心。

美國8月份消費物價指數（CPI）按月上升0.1%，與市場預期下跌0.1%恰好相反。指數按年升幅回落0.2個百分點，降至8.3%，但仍然高過預期。數據反映能源價格下跌，竟被食品價格及房租上升抵銷。扣除食品及能源價格，8月份核心消費物價指數按月升幅擴大至0.6%，按年升幅擴大至6.3%，兩個數字均高於市場預期。

數據發布之日，美股三大指數收市急挫近4%至逾5%，都創下逾兩年最大單日百分比跌幅，結束之前連續四個交易日升勢。聯儲局今年餘下時間加息將不可免，但相信美國經濟正在放緩，甚

至步入衰退，會否步入棘手的滯脹難以估計。如果美國經濟不振，未來時間內加息應會不敢太進取，因為經濟承受能力更弱。全球關注美國能否將通脹壓下去，現在聯儲局要對付商品價高企的同時，亦要壓低食品價格與房租，加息一招能否一概通用，成為疑問。

美國通脹繼續頑強，利率期貨顯示，市場預期美息今年底將提升至4.5厘，比原先估計多出0.5厘。但隨着美國將油價壓低至每桶90美元之下，相信仍有能力控制住食品及房租價格，美國通脹尚未失控。

假如年底美國息率提升至4.5厘，通脹受到控制，本港銀行稍後亦有可能加息0.25至0.5厘。以按息計算，香港仍屬低息。



▲市場預期美國利率今年底提升至4.5厘。