



▲分析認為，未來美聯儲很難再出現激進加息控通脹的方式，這次的教訓會讓美聯儲未來對通脹的厭惡程度大幅度提高，同時會提高對通脹的容忍度。

美聯儲確實在通脹判斷上出現了偏差，導致本輪貨幣政策從主動變成了被動。這對中國的啟示是，用債務刺激經濟不具有持續性、風險也很大；預期管理還是必要的，但要嚴格分析和區分總需求帶來的通脹與供給衝擊型通脹。

# 美聯儲誤判通脹釀大禍



博股通經 王晉斌

中國人民大學經濟學院  
副院長

美國本輪通脹和其過去修正貨幣政策有很大關係。2020年8月美國進行了貨幣政策框架修訂，此前美聯儲前任副主席Richard Clarida曾經發表過幾點聲明，總結歸納就是：首先，如果PCE（個人消費支出物價指數）表達的通脹不在2%以上，美聯儲不會加息；其次，允許通脹超過2%；第三，長期目標通脹2%只是事前承諾，不代表事後的時間不一致的承諾，只是一個願景。

## 貨幣政策陷入被動

這也意味着，美聯儲的貨幣政策目標是適度通脹，其要點是有理論依據的：

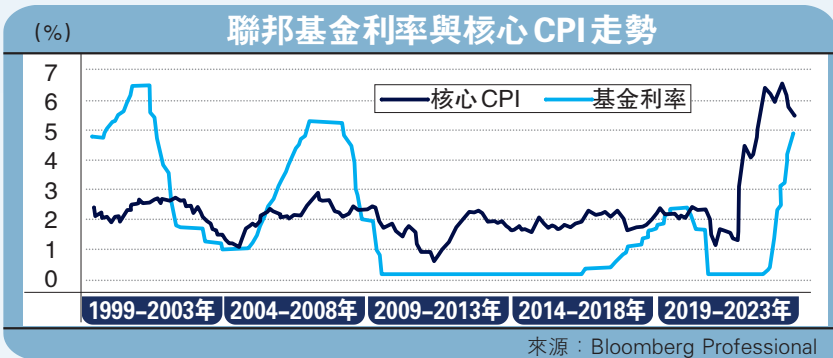
其一，貨幣政策需要正常化，要擺脫利率下限約束的風險。次貸危機後，美聯儲的貨幣政策加息最高點到了2.4%，這個水平並不高。主要原因是次貸危機之後的大停滯周期導致其實際利率下行，從2012年美聯儲認為中性利率是2.25%，到2021年只有0.5%，這意味着聯邦基金利率只有2.5%，這是不能允許的。因為這麼低的利率，將來經濟遇到衝擊時無法降息，所以美聯儲認為需要降低這種實際下限約束帶來的潛在的非對稱風險。

其二，過去由於菲利普斯曲線的扁平化，低失業率不一定能夠帶來高通脹，由於資源的充裕，菲利普斯曲線的傳統經驗關係在次貸危機之後大平庸周期中發生了變異，這種情況下美聯儲判斷，即使失業率很低，也不一定會有通脹。

因此，在上述兩個判斷下，美聯儲估算2022年中性實際利率仍然是0.5%，加2%的通脹率意味着是2.5%，它需要一個超出2%的通脹，能夠讓聯邦基金利率提高到2.5%以上的水平。次貸危機之後，美聯儲非常關注擺脫原來實際利率下限的非對稱風險。

美聯儲在這樣的思維背景下，執行的貨幣政策以就業優先、允許通脹超調。2022年3月份加息時，美國的失業率降到3.6%，PCE表達的通脹達到6.8%。6.8%實際上已經接近其去年6月份的高點7.0%。這麼高的時候才加息，是否是美聯儲出現了誤判呢？因為現在銀行業的風險都歸集到美聯儲的激進加息（包括耶倫的講話），是否是這樣，需要做進一步的判斷。

歐洲央行也在反思次貸危機，包括歐債危機之後的大平衡周期，也做了相應政策調整。2021年6月8日，歐央行調整了中期通脹目標至2%，意味着通脹也允許超調，這個政策和美聯儲政策非常接近。不過，歐央行在貨幣政策評估中既考慮了經濟分析，也考慮了貨幣金融分析，有人叫做雙因素或者雙支柱，事先考慮到貨幣政策帶來的金融風險問題。



歐央行在去年7月份開始加息，當時歐洲的失業率是6.7%，這是歐元區1999年成立以來的最低失業率，但是通脹率達到8.9%，這是非常高的通脹，接近高點10.6%。允許通脹超調、以就業優先是歐洲央行和美聯儲貨幣政策的顯著特點。

歐元區的情況和美國的情況差異在於，歐洲由於受到俄烏地緣政治衝突的影響，供給衝擊所產生的影響較大，核心HICP與HICP（統一物價指數）之間差距甚大，高點去年10月份HICP是10.6%，核心HICP只有6.6%。但問題在於，隨著能源供給衝擊的下降，歐洲的核心通脹率並沒有下降，而是一直上升，到今年1月份核心通脹率7.1%。

歐洲現在面臨的經濟困難比美國還要大，因為其核心通脹率根本降不下來，歐洲央行無論如何咬牙還會加息，其實今年1月份的通脹率已經從10.6%的高點降到8.6%，下降兩個點，但核心的HICP是一直上升的，從2020年6月0.9%漲到現在的7.1%。

在此過程中出現一個很大的問題，通脹率支撐發生了變化，最後導致激進加息被動控通脹。原本美聯儲始終認為供給衝擊是短期的，供應鏈衝擊下降非常快，到今年2月已經是負值，這個負值已基本回到疫情前的水平。但這個過程波動很大，2019年底為0，2020年4月達到3.02，10月下降到0.08，隨後在2021年底達到峰值4.31，隨後快速下降至今年2月份的-0.26，這給美聯儲判斷全球供應鏈衝擊帶來很大的擾動，其在判斷上出現了失誤。因為一次降到很低，後來又上得很高，未來不確定性非常大。

## 債務增加制約加息能力

在這一輪疫情衝擊後的高通脹過程中，勞動生產率和勞動成本之間是反向關係。勞動生產率實際上是下行的，但是它的勞動成本是上行的，這與勞工市場超預期的緊張有很大關係，這必然導致物價水平強勁上漲。

隨着疫情之後大規模的財政刺激，加上勞動力工作願意低等一系列的因素，美國今年2月份的勞動參與率相比2018-2019年還是下降的，其失業率仍保持低位，美國的職位空缺崗位數相比以前大概多了400萬個，這種情況下工資一定會漲。歐元區也一樣，它的職位空缺率2022年是3.1%，遠比疫情前要高（高出1個百分點），雖然它的勞動參與率比以前還要高，但是崗位的空缺率很高，所以工資還在漲。這就使在通脹支撐因

素由原來的供給衝擊轉為勞工市場工資支撐時，美歐央行出現了一定的判斷偏差。導致的結果是開始激進加息，美聯儲加息十次，歐洲央行加息六次，加息的時間都很短，美聯儲到今天一年左右的時間，歐洲央行去年7月份到現在不到一年的時間加了350個基點。

美國在次貸危機之後經過了一輪去槓桿，但政府債務是上升的，政府用政府債務槓桿置換企業和居民槓桿。歐元區的政府槓桿（政府債務/GDP）和居民槓桿都是上升的，大概上升10個百分點；美國政府槓桿（政府債務/GDP）至今上升15個百分點，政府槓桿上升這麼快，很顯然在加息的條件下其債務的估值壓力非常大。

一個國家的債務越重，激進貨幣政策周期就應減少。現在中國也面臨這樣一個問題，如果地方債規模比較大的情況下，貨幣政策加息對債務的影響非常大。所以，美聯儲如果不縮減債務，儘管政府槓桿和私人槓桿進行了置換，未來美聯儲再出現激進加息控通脹的方式很難，這次的教訓會讓美聯儲對通脹的厭惡程度大幅度提高，同時會提高對通脹的容忍度，比如超過2%，但超過4%、5%的通脹未來會高度警覺，因為隨着債務的增長美聯儲其實在慢慢喪失激進加息的能力。

美聯儲確實出現了供給和判斷的偏差，在這個過程中，通脹動力的切換對貨幣政策的把握至關重要。如果供給衝擊是很短暫的，貨幣政策可以採取相對寬容一點的態度，但如果供給衝擊是持續的，當然不能夠容忍。但是在供給衝擊和需求轉換之間，由於前期大規模的刺激，轉換時點把握不好，貨幣政策也會出現問題。過去美聯儲制定貨幣政策只看實際數據，不太看預期，其長期通脹目標鎖定在2%，所有的決策都要通過勞動力市場數據和物價數據，就業和物價都是滯後變量，因為預期中的不確定性太大，所以美聯儲不希望提供更多前瞻性的判斷，要求看實際數據。

在2020年8月份美聯儲出台了新貨幣政策框架後，2021年是美聯儲在2012年以來有貨幣政策評述中，唯一一次在8月發布，以前都是在1月發布。8月的框架中加了一條「金融穩定」，美聯儲認為金融穩定實際上是貨幣政策有效實施的前提條件，這與以前對比是有很大的變化。事實上，2020年前後美國貨幣政策的框架解釋是兩個模板，這也反映出控通脹是主動控還是被動控，對貨幣政策走向和未來的判斷是不一樣的。

## 影響中國居民消費的四大因素



經濟把脈 林采宜

中國首席經濟學家論壇  
研究院副院長

從2012年至2022年，隨着城鎮化率的提高和居民人均收入的增加，中國居民的人均消費增速均超過8%，除了2020年由於疫情影響以外，其他所有年份居民消費的增長速度均超過了國內生產總值（GDP）的增長速度，消費對於國民經濟增長的拉動作用不斷提高。

過去十年，隨着居民人均收入水平的提高，中國人均消費支出在不同消費門類均有所增加，除了食品、煙酒等生活必需品增長81%之外，住房、交通、通訊及保健方面的消費額增幅分別高達96.2%、96.4%及132.4%。2022年，居民住房支出高達5882元（人民幣，下同），僅次於食品和煙酒支出（7481元），交通和通訊支出高達3195元，這跟房價及房租水平上漲，居住條件改善，手機普及，以及私家車、摩托車的佔有率上升有關。此外，居民在健康娛樂方面的支出也顯著增長，但增幅不及住房和交通、通訊。

從居民消費支出的變化來看，從2013年到2022年，十年來食品煙酒在消費支出中佔比微降2%左右，服裝支出大幅下降近三成，娛樂、教育和文化服務支出的佔比也有所下降，佔比增幅最大的是醫療保健支出，其次是交通、通訊和住房支出。2022年，住房、食品、煙草、交通和通訊的消費支出佔68%左右的比重，如果加上醫療保健，則高達77%，可見大部分居民的消費支出以衣食住行和健康等必需消費為主。

根據耐用用品消費擁有量統計數據，從2013到2022年，居民耐用消費品擁有量增速最快的為家用汽車及電動助力車。2022年，機動車保有量為4.17億，其中汽車保有量為3.19億台，佔76%；其次是空調，累計增幅超過80%。

考慮到購置房產屬於居民的個人資產配置，因此筆者用房租來衡量人們在居住方面的消費支出的。從二手房租賃價格看，不同的城市分化明顯，一線城市的住房租賃價格大幅上漲，從2015年到2023年，二手房租賃指數上漲53.88%，二線城市價格上升比較溫和，租賃指數漲幅僅為15.67%，三線城市基本持平。

由於收入水平和生活習慣的差異，城鎮與農村消費結構及其變化也存在較大差異。從結構來看，城鎮居民在食品、居住、衣着和教育文化娛樂支出大幅高於農村居民。從變化來看，受到基數效應影響，過去十年農村消費增速大幅高於城鎮消費，城鎮居民消費支出中增幅最高的是醫療保健和居住，農村是醫療保健和交通。城裏人買房，農村人買車。

一線城市在消費支出的絕對量上顯著高出其他城市，人口流入對當地消費形成增量效應。一流的教育、醫療、文化、娛樂及收入水平的優勢，共同構成一線城市的「高消費」。此外，雲南、安徽、四川和江西的增長速度較快，也和當地人口流入有關。西藏、貴州和甘肅的「高增長」主要源於其基數較低。

## 城鎮化率仍有上升空間

展望未來，影響中國居民消費主要有四方面因素：

1）人口因素。人口是生產力，也是消費力。最近十年的出生人口和總人口數據顯示；中國人口老齡化趨勢日益嚴重，疊加總人口數量的減少，未來消費增長的動力將有所減弱。

2）城鎮化率。從2012年至2021年，中國內城鎮化率由52%上升到65%（城鎮戶籍人口只佔47%）。近三年受疫情影響，農村人口向城市轉移的速度有所放緩。但從發達國家的城鎮化發展規律來看，城鎮化率達到80%以上只是時間問題，因此國內的城鎮化率依然有較大的上升空間。

3）收入因素。2022年，中國居民人均可支配收入接近3萬元，比2013年增長將近一倍，其中工資性收入佔68.6%，與2013年相比，幾乎沒有變化，財產性收入從9.3%增加到10.7%，工資收入是居民的主要收入來源。因此，未來的居民消費能力主要取決於工資水平的增長速度。

4）心理預期。人們的實際消費通常情況下取決於可支配收入和邊際消費傾向即消費意願，而居民的當期消費意願往往與其對未來收入及保障預期有關。2020年疫情期間的實證數據顯示，居民消費支出的同比降幅高於人均可支配收入的降幅。可見，大部分人面對不確定的預期時，消費意願會降低。近三年儲蓄上升、消費減少體現了這種保守趨勢。



◀ 分析指，新增人口對住屋的需求會十分龐大，本港下半年樓市看俏。  
中通社

## 下半年樓市有望丁財兩旺



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

踏入二季度，樓市經過一輪輪的旺勢後，似略有放緩。4月初及5月初，適逢有長假期，不少市民都撇下置業計劃，到外地旅遊一紓三年的悶氣。4月的復活節假期，港人期內累積多達接近300萬人次外遊。港人蜂擁外遊，令本港的零售消費表現薄弱，各行各業的人流顯得十分單薄，生意固然難以興旺。地產代理行業也是一樣，因為交投轉靜，4月份上半月的生意額表現亦略見失色。

不過，自年初實現兩地通關，加上疫情大幅減退，刺激本土資金及南下資金作為先頭部隊，率先進入二手市場置業。

鑒於市場氣氛出現大逆轉，發展商亦緊隨其後推出全新樓盤應市，銷情反應十分理想，首批推出的單位絕大部分都全數沽清，次輪亦有理想表現，這些現象令樓價由年初的谷底反彈，短短一季已累積升約8%。

4月份的放緩，畢竟只是短暫的現象，筆者對今年樓市的看法仍然頗為樂

觀，次季季初因為假期的因素令市況好淡爭持，但筆者認為隨着假期完結，交投氣氛將會重返正轨。當中最大的利好因素就是特區政府今年推出的「高端人才通行證計劃」，簡稱「高才通」。據此，年薪逾250萬元或畢業自全球百大大學的年輕人，毋須要事先受聘就可來港發展。

目前「高才通」已在陸續審批，短期內能來香港的內地人士已近一萬人，再加上該批人士會帶同受養人一起移居香港，即代表了在未來的數個月內，會有數萬人進駐香港，新增人口對住屋的需求會十分龐大。

## 新來港定居人士注入購買力

新來港定居人士除了要在香港消費外，更重要的是尋找安居之所，無論買樓也好，租樓也好，對地產代理都是生意機會。況且這批客源是未來樓宇買賣的生力軍，對香港的房地產交投量及樓價有舉足輕重的作用。

至於近年疫情累積下來的資金及購買力亦會逐漸爆發及回流市場，當香港的經濟進一步好轉，置業一定是港人及新來港定居人士的共同目標，所以筆者認為樓市經過短暫的歇息後，下半年必定會出現新一波的爆發潮。