

►從中國經濟基本面和金融市場體系來看，利率的調整宜避免「單邊」思維。



中國與歐美國家貨幣政策的「錯位」，對市場的影響日益加深。中國未來利率調整既要綜合考慮經濟潛在增速、通脹水平和產業結構，也要避免陷入長期低利率的陷阱，維持積極的投資回報，防範匯率超調風險。

## 貨幣寬鬆有助經濟轉型

金融觀察 鄧宇  
上海金融與發展實驗室特聘研究員

2008年全球金融危機以來，歐美國家普遍處於低利率環境，陷入「低利率、低通脹和高債務、高槓桿」的困境。長期低利率雖為私營部門和公共部門赤字增長提供低成本融資環境，但依賴低利率實現增長卻催生高債務、高槓桿的風險問題，助長高債務型經濟，催生投資泡沫。而中國正處於經濟轉型期，較低的利率環境符合實體經濟新舊動能轉換的需要，但降息並非唯一的宏觀調控手段，而是運用包括利率在內的多種貨幣政策工具。

### 一、中美周期的錯位表現

貨幣政策取向存在巨大差異。中國和歐美國家的貨幣政策周期「錯位」持續較長時間，主因在於經濟周期和金融周期處於不同位置，具體表現在兩個維度：

一是貨幣政策價值取向具有較大差異。歐美國家的貨幣政策調控幅度通常較大，而且節奏快，往往大起大落。統計來看，2008—2023年美聯儲、歐洲央行的資產擴張幅度分別為7.8倍和4.3倍。中國的貨幣政策始終保持穩健性，強調「以我為主」，並未追隨歐美央行的貨幣政策節奏，新冠疫情期間創設推出專項再貸款以及結構性貨幣政策，主張精準直達和精準「滴灌」實體經濟，淡化信貸規模增長目標而更加注重質效。中國央行的資產負債表並未大幅擴張，2016年至今保持穩定增長，同比增速約2.5%左右。

二是利率工具的運用有很大不同。美聯儲以聯邦基金利率為導向，依託準備金餘額利息（IROB）和逆回購協議工具（RRP）的發行利率等利率工具，歐洲央行以再融資利率、邊際貸款利率和存款便利利率為主。歐美央行的利率調節存在較大波動，2008、2020年美聯儲均將聯邦基金利率目標區間下調到0厘至0.25厘之間。相反，中國的利率調整比較穩健。近年來中國加快利率市場化改革，通過靈活運用利率政策工具保持市場流動性合理充裕，包括實施貸款市場報價利率（LPR），借助常備借貸便利（SLF）利率和7天期逆回購操作利率，增強對短端資金面的調控，以及流動性調節的靈活性。

利率調整具有較強的周期性。歐美國家經濟落入長期低增長周期，通脹長期處於較低水平。從貨幣政策的導向來看，穩定物價是其主要目標，高通脹通常需要推高利率來提高融資成本，從而抑制投資和消費需求，低通脹則伴隨的是較低的利率水平。但考慮到現實經濟的複雜性，通過貨幣政策的利率工具來調控通脹僅能起到間接性作用，而通脹的發生有較多不確定性因素影響，例如新冠疫情時的供給衝擊導致的供應鏈中斷，造成物價上漲，以及大規模刺激政策後消費需求增加造成的物價上漲。

貨幣政策雖然致力於穩定物價水平，但調整過快和過激反而會誘發通脹風險。較低的通脹和較低的利率並非最優組合，單純通過實施低利率來



提振內需存在政策缺陷。中國目前的低通脹等現象客觀上反映了國內有效需求不足等問題，但並不能僅依靠降息，而是着眼於通過提高居民可支配收入、改善就業以及增強消費預期等措施加以改善。

### 二、利率調整的動態均衡

一方面，正視低利率的相對積極效應。利率是資金價格的信號，無論是對實體經濟還是金融市場都會產生直接影響，因而利率政策逐漸成為貨幣政策傳導的關鍵。比較國際經驗，雖然歐美央行通過激進的利率調整短期內提振市場信心，注入強勁的市場流動性，但這種激進模式也造成市場恐慌情緒和不穩定預期，長期來看有較大負面效應。

從供給的視角來看，實施低利率政策不但有助於釋放穩增長的積極信號，釋放大量的流動性，創造寬鬆且便宜的融資成本，進一步激發企業和居民擴大信貸需求，而且為財政債務融資提供低成本資金，降低利息支出負擔。歐美國家正是憑藉低利率政策維持經濟正增長。

考慮到歐美國家普遍存在的高債務現象，低利率為持續不斷財政赤字增長創造了便利，成為財政擴張的重要誘因。國際清算銀行（BIS）數據顯示，截至2023年12月，日本和美國政府部門的槓桿率分別為218.3%、106.4%，比2008年同期分別上升47.2%和49%。前期受益於低利率政策，日本和美國的財政赤字貨幣化得以維繫，但鑒於美聯儲仍維持較長時間的高利率，而且日本央行將無擔保隔夜拆借利率目標從0厘至0.1厘左右上調至0.25厘左右，為解除負利率政策以來首次加息。

隨着利率走高，財政債務融資成本抬升，財政赤字貨幣化能否持續還有待觀察。辯證來看，降低利率對促進房地產市場穩健運行具有正面效應，反映在居民端即有助於降低房貸利率水平，滿足居民基本住房以及改善住房等需求。截至2024年6月，全國平均新發放房貸利率為3.45厘，同比下降66個基點，環比下降17個基點，處於歷史最低水平。總的來看，通過房貸利率的下調將產生積極效果，有助於提振購房需求，減輕購房者負擔，起到穩市場預期和消化庫存的作用。

另一方面，需要警惕低利率的負面效應。從中國經濟基本面和金融市場體系來看，利率的調整應避免「單邊」思維，而應秉持結構化和均衡模式。低利率副作用顯著，主要表現在受益於低利率，政府的債務規模同步

上升，而利息支出壓力減輕，卻容易引發潛在的道德風險，不但加重財政負擔，破壞財經紀律，而且造成商業銀行淨息差收窄，損害金融穩定性。

從需求的角度來看，雖然低利率釋放了較多「便宜」的資金，但是否就此扭轉需求轉弱的趨勢尚且值得討論。實質上，有效解決需求不足受多重因素影響，就業和預期收入增長是主因。日本雖長期實施低利率政策，但並未改變通脹緊縮問題，反而引發「資產負債表衰退」風險，低利率環境下企業和居民的借貸主要用於償還債務，而不是追加投資或擴大消費。低利率的預期增強，也會扭曲資產負債配置。美國硅谷銀行（SVB）破產倒閉即是低利率的「惡果」。

投資角度來看，長期低利率可能會降低儲蓄存款的利息收益。目前中國居民的儲蓄率維持在35%左右的水平，而且存款定期化趨勢顯著。由於中國居民的資產配置主要偏向於儲蓄存款和房產，其他資產配置的比例偏低，利率不斷走低，對儲蓄帶來負激勵效應。同時，較低利率導致銀行淨息差面臨收窄壓力，對持續穩健經營和資本補充構成較大壓力。截至2024年3月，中國商業銀行資產利潤率和淨息差分別為0.74%、1.54%，均為相對低點。低利率對保險資金配置也帶來深遠影響，主因表現在低利率下保險資金收益率下降，資產負債成本收益不匹配問題凸顯。

### 三、結論與展望

參照歐美國家發達國家的過往經驗，低利率政策僅為「權宜之計」和「無奈之舉」。高度依賴財政赤字而驅動的經濟增長模式，將很難擺脫低利率的依賴性，日本遭遇的「資產泡沫」和美國的「債務泡沫」即是深刻教訓。較低的利率水平雖對經濟增長和降低融資成本、提振投資和消費信心有積極效應，但不能忽視其巨大的負面效應，包括低利率對資產負債表期限結構、資產配置帶來的深刻影響。

當前貨幣政策周期「錯位」反映了中國和歐美國家發達國家資產負債表結構、實體經濟基本面的不同周期特徵。低利率有助於提供較強的流動性，但不能就此依賴低利率政策或不切實際地推動大規模降息，否則將可能引發利率風險。經過實踐探索，中國現代貨幣政策框架持續完善，利率市場化改革取得積極進展，運用政策利率工具更加嫺熟，維持合理的正向激勵，創造有利於經濟可持續增長的貨幣金融環境。

(本文謹代表個人觀點)

## 就業數據決定美聯儲降息節奏

民生國計 陶川  
民生證券研究院首席經濟學家

上周公布的美國7月通脹數據，確實可以給下月降息吃上一顆「定心丸」，但最終是0.25厘還是0.5厘，能夠「一錘定音」的可能是8月非農數據。而且在今年剩餘的時間內，美國通脹的降息「分量」將讓位於就業，這可能是本次數據公布後最大的市場含義。

通脹「分量」下降，除了美國聯儲局在7月會議紀要中的轉向，可能更重要的一點是數據本身的糾結：商品通脹降溫明確，服務通脹有波動風險。

上半年，美國商品通脹對消費物價指數（CPI）環比維持負貢獻。7月核心商品環比增速下降至-0.3%，同比持平在-1.7%的低位，其中機動車分項的同比增速繼續下行至-4.2%。美國二手車價格指數仍在低位波動，機動車零售商的庫銷比仍在上行。

與此同時，美國CPI經歷了一輪的「過山車」，1月到3月CPI超預期、4月CPI持平預期、5月到6月CPI低於預期。核心原因在於服務通脹的波動，以及能源價格階段性反彈。黏性較強、權重較高的住房通脹在6月環比增速降至0.2%，而本期環比增速反彈至0.4%。住房CPI增速的滯後效應，可能是未來半年通脹走勢的主要風險。

整體來看，當前美國通脹走弱的趨勢不變，但大多被市場預期，而向2%回歸的這「最後一英里」，注定會因為服務業和工資而充滿坎坷。推而廣之，這種數據的分化和「上躡下跳」並不少見，這一點在製造業採購經理指數（PMI）等數據中尤其突出，例如製造業數據當前全方位走弱，但是服務業數據卻意外反彈，整體仍有韌性。

無論是Markit口徑還是ISM口徑，7月製造業PMI讀數均為年內新低。尤其是ISM口徑下PMI生產指數是四年多以來的最低點；就業指數自2020年6月以來的最低水平，如果剔除新冠疫情期間的數據，就業指數更是自2009年以來最糟糕的表現。而另一方面，7月美國服務業PMI仍在50榮枯線以上，且幾乎所有的分項（ISM口徑），商業活動、新訂單、就業、庫存等相較於6月均有所改善。

相較而言，今年以來美國勞動力市場持續降溫，就業數據持續走弱的趨勢

是更加確定的。先不論7月新增非農就業人數環比大跌至11.4萬人，失業率超預期升至4.3%，抑或新申領失業救濟金數據趨勢性向上，可能更具有趨勢意義的是，當前美國勞動市場的供需缺口已經越來越窄。

### 市場高估衰退形勢

筆者依舊認為，當前市場可能過於高估就業數據背後的衰退信號。近幾年來新增非農就業人數的噪音越來越大，信息含量受限——頻繁修正而且常常上躡下跳。例如，2022年12月新增就業13.6萬人，2023年1月大幅反彈至48.2萬人；2024年3月至5月新增就業人口也呈「V」字轉折。

7月失業率升至4.3%亦有一定「虛高」。暫時性失業人口貢獻60%的失業增幅。颶風「貝里爾」（Beryl）的影響結束後，這些暫時性失業人口重返工作崗位，或將反映在下個月的數據中。

把就業轉弱與衰退聯繫起來，重要的一點可能在於居民債務問題形成自我加速的負向循環。歷史上的經濟衰退，往往對應着前期私人部門的高槓桿，而當前居民和企業部門的資產負債表均相對健康。但隨着勞動力市場逐步走弱，居民可支配收入和支出增速也將下滑。

對居民部門來說，高利率環境沒有傳導至他們的房貸壓力上（居民在2020—2021年鎖定了低利率成本，2022年以來高利率環境中沒有加槓桿），抵押貸款債務的風險較低。然而，消費貸（尤其是信用卡）的風險更顯著。消費貸的還貸支出佔可支配收入比例持續上升，信用卡的拖欠率也已經高於疫情之前的水平。

如果美聯儲不降息、令高利率環境持續，居民消費貸的壓力進一步上升，同比可支配收入增速放緩，那麼居民消費支出將被壓制，加快美國經濟走弱的節奏，形成「勞動力市場走弱—私人部門債務問題惡化」的負向循環。

當前9月美聯儲降息幾成定局，就業接替了通脹的「主駕駛位」。未來幾個月通脹環比保持在0.3%以下是大概率事件，而就業數據對政策和市場的影響會越來越大。如果颶風「貝里爾」的影響結束後，新增非農就業人數仍繼續大幅下降、失業率繼續上升，裁員人數轉向進入上行通道，那麼9月首次降息0.5厘的可能性將上升，當然目前這不是我們預測的基準情形。



▲美國勞動力市場持續降溫，就業數據持續走弱的趨勢更加確定。

## 樓按市場有望下季反彈

樓按明曉 張顯曦  
經絡按揭轉介營運總監

樓市交投步伐減慢。近月按揭市場亦進入膠着狀態，金管局公布住宅按揭統計，6月份新申請按揭貸款的宗數為6690宗，連跌兩個月，創四個月新低。

總括今年上半年，新批出按揭貸款額及宗數累計1431.89億元及3.1889萬宗，比去年同期分別下跌747.42億元（34.3%）及1.28萬宗（28.6%）。在新批出按揭個案中，由3月起至6月，即撇辣後的首四個月，一手按揭佔比一直維持於三成水平，即逾二十年的佔比高位。

上半年新盤主導市場，一手按揭佔比同被帶動，而政府也於去年放寬樓花按揭成數，據經絡按揭內部統計，今年已推售的樓花新盤中，逾六成買家選用即供付款方法，相比去年急增四成半，料下半年一手按揭佔比將繼續維持一定水平。

此外，首半年新取用按揭貸款額及宗數為930.72億元及2.0905萬宗，比去年同期分別下跌292.34億元（23.9%）及5101宗（19.6%）。

上半年整體按揭數字仍然疲弱，當

中主要受一季末市況疲弱影響，加之上述數據均包括轉按數字，而首半年轉按金額及宗數為168.19億元及3959宗，比去年同期分別急跌189.08億元（52.9%）及4383宗（52.5%），金額創自2012年後即近12年的首半年新低，宗數創自2003年有紀錄以來的首半年新低，轉按數字急跌下，帶動整體按揭宗數回落。

### 租務市場活躍 租金五年高

雖然樓市觀望氣氛仍濃厚，但筆者對下半年樓按市場保持審慎樂觀，美國通脹回落至2%的目標上已取得進展，就業增長亦有所放緩，市場預期美聯儲最快於9月份減息。

如美國下半年加大減息幅度及次數，香港拆息將跟隨顯著回落，息口下降可幫助減輕本港企業，包括發展商融資成本或利息支出，同時亦可減輕業主的供樓負擔，對樓市將有正面支持。

利率水平已經見頂，減息周期亦預計開始，本地住宅租務市場非常活躍，租金水平已經創近年新高。居住需求大，加上樓價回調，相信將會回復返「供樓抵過租樓」年代，預計會有更多租客「轉租為買」。樓按市場有望於四季度出現反彈。