

【解牛集】—刊於〈信報〉，2013 年 8 月 6 日

美聯儲鴿派貨幣寬鬆主張勝一仗

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

美聯儲局上周議息會議後發表聲明，基本上沒有提及「退市」的片言隻語，而且口氣比上個月的聲明更為謹慎，起碼上月還提到可能會在今年晚些時候退市。再加上週四公佈的美國初領失業金資料和 ISM 製造業指數，都相當令投資人滿意，因美國經濟穩步復蘇勢頭，證明了鴿派經濟學家的看法，提振了市場多頭信心。

聲明還提到了通脹率持續走低可能帶來的風險，也提到了美國上半年的經濟只是「緩步」增長；同時對近期持續走高的抵押貸款利率狀況表示了擔心，這一系列的「組合拳」，使得美元指數持續震盪走低，並一度觸及近六周低位 81.40 左右。

與此同時，周四英國央行和歐洲央行同日公佈了最新的利率決定，維持各自維持基準利率不變，保持原有的寬鬆貨幣政策。可以說，歐洲形勢加上美國利率決議符合市場預期，整個決議言辭偏向鴿派。一方面，美聯儲維持每月 850 億美元的購債規模不變，符合市場預期；另一方面，對退出 QE 前景隻字未提，且並未修改對購債和短期利率計畫的「前瞻指引」，反映了主張貨幣寬鬆的「鴿派」已經佔據上風，9 月啟動退市，開始縮減購債規模的主張無疑受到了挫折。

鴿派寬鬆主張佔上風

一般認為美聯儲「按兵不動」並繼續支援鴿派資訊的做法符合市場預期，主要原因是，雖然七月的資料好轉，但由於上半年經濟和就業恢復狀況並不十分理想。更重要的是，市場目前在處於微弱的復元勢頭當中，需要正面資訊支援，鴿派的表態也有助於緩和市場對於美聯儲政策由鬆轉緊的憂慮，因此，緩解美元和美國國債收益率的上升壓力。

就在美聯儲政策聲明公佈前的數小時，政府率先公佈 ADP 就業與二季度 GDP 資料。資料顯示，7 月 ADP 就業增加 20 萬人，高於預期的增加 18.3 萬人或榮枯分界指標 16.5 萬人。同時也將 6 月 ADP 就業資料從增加 18.8 萬人上修至 19.8 萬人，這兩個月的數字都是兩年來最為亮麗的就業資料。同時，第二季度 GDP 初值增長 1.7%，大幅高於市場普遍預期的 1.0%。但一季度 GDP 增速則從 1.8% 下修至

1.1%。

儘管受到政府縮減開支的拖累，導致第二季度政府支出下跌 1.5%，但由於房地產交易暢旺以及價格上升的帶動，消費支出增長了 1.8%。而且由於對未來的前景看法轉好，企業投資增長 9%，抵消了政府支出下跌的負面衝擊。最新資料不僅沒出現預期中的大幅下滑，反而比前一季度更為堅挺，一度令 QE 退出預期迅速升溫。分析師紛紛預測，美聯儲聲明或上調對經濟前景的預估。

房地產回升暗含不穩

不過，筆者從兩項因素看，美國經濟的復蘇基礎卻又顯得不是那麼牢穩，商務部經濟分析局上周宣佈調整國內生產總值(GDP)的統計方法，從中窺見一些端倪(有關調整 GDP 計算方法的玄機，筆者將另文分析)。

首先，按照美聯儲改變貨幣量政策的其中一項條件，亦即失業率下降至 6.5%，然而，如今依賴地產回升拉動的經濟反彈，看深一層是有風險的，難怪一些經濟學家並未視目前房地產市場的回升為真正的復蘇，因為正如筆者以前也曾在本欄提到，過去三年，根據華人地產商以及地產經紀估計，美國房地產市場共有約 1400 萬套二手樓住房成交，其中，中國人資金以不同形式大概購入了約 80 萬套。

這約 80 萬套的住房，七成是一次過現金支付，平均每套住房價格約 40 萬美元之譜。換言之，約 2000 億美元資金從中國流進了美國的房地產市場，這筆資金對美國房地產復蘇的刺激作用不容輕視。

根據全美房地產經紀人協會報告，6 月份的美國房價中位數為 214200 美元，比 5 月上漲 3%。這是美國房價連續 16 個月保持增長。最近美國房地產價格上漲速度有加快跡象，一年來已經累積增長 13.5%。

不過，6 月份美國二手房成交量稍有下列，按年估計為 508 萬套，與 5 月份的成交量（514 萬套）相比下降了 1.2%，而與去年同期相比則上升了 15.2%。由於與半年前比較房貸利率已經上漲將近一個百分點，因此購房者已經開始變得保守，也注意利率走勢，更高的房貸利率將會抑制投資人在高成本地區的投資意願。

中國買家湧入美國樓市

印証其他資料來源，據美國全國房地產經紀人協會(NAR)最新公佈的資料，過去一年，中國買家購買美國地產近 123 億美元，僅次於加拿大人。持有現金的中國買家湧入美國房地產市場，並且選擇高價房，房價中位數 42.5 萬美元遠遠高於其他外國買家居首位，而且近七成中國購房者直接支付現金。截至 2013 年 3 月

31 日的過去一年中，國際買家在美買房共計 682 億美元，其中加拿大人最多，佔到 23%；其次為中國購房者，達到 12%，2007 年這個比例只有 5%。

但這個數字並沒有涵蓋中國人以公司或基金名義在美國購買住宅，如溫州人在紐約地區的大量購房，或購買辦公樓，購物中心或旅館。

在加利福尼亞州，超過半數賣給外國人的房子，買主是中國人。中國購房者搶購了許多洛杉磯的高價房，都是價格數百萬美元的房產。中國在 2012 年一年當中送了 39.96 萬留學生出國，其中將近一半（19.4 萬）是到美國，而且超過九成是自費，這些學生的父母親經濟能力大半都能在美國買房子供小孩居住。

此外許多中國買家通過美國政府的 EB-5 投資移民項目購買房產，該專案被認為是拿到綠卡的快捷途徑。按規定，外國人需要在一個能提供或保持 10 個就業機會的企業投資至少 50 萬美元，如果一棟公寓房是一個大型商業計畫的一部份，購買這棟公寓房也可以包括在投資移民內。美國政府資料顯示，2012 年接近 80% 的 EB-5 投資移民簽證都發給了中國公民，可見中國資金流向美國一斑。

內地資金料將減少流出

不過，筆者估計，從中國內地流向美國房地產市場的資金，估計明年開始有難以為繼之虞，出現下滑。政府會開始嚴格看管資金外流情況。最近國家審計署開始調查地方債，主要就是要瞭解資金去處。如果政府開始收緊地方發債，相信能留到國外的資金將會減少。因此，從這個角度看，對美國房地產復蘇的前景又不能看得太樂觀，甚至可以說市場隱含發展不確定性風險。

另一方面，美國房屋貸款利率已然不斷上升，30 年期房貸平均固定利率比半年前已上升了約一個百分點到了 4.5%。因此，房地產市場的復蘇前景是否那麼好，無疑存在疑問成份。

從今次聯儲局的議息聲明，除了上文所指出，對退市安排無片言雙語的暗示或明示，而且只是表達了對抵押貸款利率上漲的憂慮，以及對近期低通貨膨脹率的關注。

筆者相信，美聯儲內的「鴿派」對房地產市場熱烘烘表象背後可能變化的因素，恐怕也心中有數，骨子裡其實也有不少擔心，亦即是說，房地產市場背後的實情，亦未必如表面看那麼風光。

短期退市機會不大

很明顯，從短期形勢看，美聯儲未必能夠那麼快縮減購買資產計劃的規模。計劃當中，每月投入 850 億美元，其中 450 億購買美國國債，另 400 億則購買按揭抵押證券（MBS），一旦聯儲局縮減購債規模，尤其是按揭抵押證券，影響之下，無論是房利美或房地美發行的按揭抵押證券，若乏人問津，則利率就很容易一下子向上飆升。

根據歷史經驗，只要停止每月 400 億購買按揭抵押證券，按揭利率很容易再往上升 1 到 1.5 百分點。如果按揭利率到了 6 個百分點，購房意願將會嚴重下跌，房價上升趨勢就會停止，給經濟復蘇帶來沉重打擊。所以，退市絕非「想退就退」那麼簡單。

可以這樣說，迄今來看，美國經濟復蘇的步伐迄今並不如市場想像中那麼穩定，還有不少外圍變化的因素影響。

另一方面，衡量當前歐洲的形勢，雖然最惡劣情境相信已成過去，但歐洲經濟要走出衰退，恐怕亦不是那麼容易。筆者相信，起碼還有兩次衝擊歐債危機復燃的敏感時間，一是每年的 5、6 月或 10 月、11 月，因為這兩個時段都是債券到期的高危時刻。由此來看，歐洲市場亦隱含幾番上落波動的風險。

估計在未來半年，無論是投向歐洲股市或債券，相信無可避免受到不確定性風險的衝擊，使資金有持續流向美國市場的傾向性。一旦資金流向美國，對美國來說，後果有好有壞，其中美元指數上升，便明顯不利美國外貿出口。

扼要總結，拉動美國經濟復的「三頭馬車」中，固定投資算是比較有好的表現，尤其投入房地產市場的投資；消費增速與 GDP 增速相若；但外貿萎縮，只能相當依賴從外流進來的資金來拉動。在經濟復蘇步伐未夠穩定下，美聯儲短期退市的機會不大。