

日前摩根士丹利策略師表示，他們放棄了對近期美元走軟的預期，主要是因為民主黨在佐治亞州參議員決選中獲勝，新冠纾困资金的推出已經是板上釘釘。加之美聯儲最早或於今年6月開始就正常化政策進行討論，摩根預計美國實際收益率和美元都處於觸底過程。那麼，美元真的見底了嗎？當前美元指數反彈是否意味着去年3月中旬開啓的貶值走勢已經終結？

# 美元走勢難言觸底



▲從技術面來看，當前美元貶值周期尚未出現徹底轉勢跡象，階段性反彈與去年9月短期升值結構類似。法新社

領軍智庫



李鋼

上述預期確有一定的市場基礎，正如2022年12月到期的歐洲美元期貨合約暗示，美聯儲將在12月底升息10個基點，而上周之前該期貨合約暗示美國利率暫無變化。同時，美國亞特蘭大聯儲行長和達拉斯聯儲行長均對提前削減購債有所預期，這為未來美聯儲收緊貨幣政策作出了鋪墊。

## 經濟預期過於樂觀

市場輿論偏於樂觀，但客觀事實需謹慎評估。筆者認為：

首先，對於經濟狀況評估過於樂觀。雖然我們可以看到美國製造業及服務業採購經理人指數（PMI）數據恢復較好，而IMF（國際貨幣基金組織）和世界銀行對今年的經濟增長展望也樂觀向好，但評估經濟切不可片面，當前以美、歐為首的部分發達國家確實恢復較快，但不可忽視新興市場國家仍然面臨較大的經濟萎縮壓力。作為世界貨幣屬性的美元，其資本流動不僅限於應對發達國家的經濟需求，新興市場國家同樣有較大的美元需求。

美聯儲去年以來釋放的美元流動性，更多的是投放於發達資本市場，而更迫切需要美元支持的新興市場，美元更多充當投機工具的角色，而非經濟幫扶之手。新興市場史無前例的刺激措施將債務水平推至歷史高位，今年的關鍵問題將集中在這些國家要如何支付一切費用。由此，年內全球經濟恢復不平衡性是主要風險，主要發達經濟體能否帶領新興市場國家走出經濟萎縮困境是關注焦點。

從美國自身視角來看，當前美聯儲政策調整的基礎是就業目標和通脹目標取得實質性進展。雖然我們可以看到這兩項目標較疫情爆發前期已有明顯好轉，但在疫情風險不徹底平息之前，美國旅遊和航空等行業難以達到充分就業水平，同時還需要解決美國就業增長但薪資和收入水平低迷的矛盾；通脹水平提升則有賴於消費狀況與消費信心恢復，這兩個指標距疫

情之前水平仍有較大差距，美國當前投入市場的貨幣流動性更多的進入資本市場炒作，而非實體經濟流通，因而調整政策是未來美國貨幣和財政當局重要任務。

從美國財政政策視角來看，由於民主黨控制了國會的主導權，或有利於更大規模的財政刺激計劃推出。最新消息顯示，拜登政府公布了1.9萬億美元的刺激計劃，除了把支票發放金額提升至2000美元，拜登還計劃把失業補助從目前的每周300美元提高至400美元，並延長一系列支出至9月。這或將利於美國渡過經濟困境，但問題焦點在於，這筆資金最終由誰「買單」？

美國財政部數據顯示，在2020年10月至12月僅僅三個月時間裏，美國政府財政赤字達5729億美元，同比大增61%，創下歷史最高紀錄。債務違約風險令全球投資者繼續維持意願降低，尤其去年10月份中國拋售了77億美元美債；日本也拋售了近67億美元美債，而去年底美聯儲一共持有美債為4.66萬億美元，其總持有量已經超過了國際官方持有人的總和。那麼今年美聯儲是否依舊是美債「最後的接盤俠」呢？

雖說美聯儲為了挽救美國經濟，大量購買美債，但是美債的供給不可能停留在「自我消化」的狀態中。況且，在地緣政治風險持續、外匯儲備多元化及去美元化等國際趨勢下，全球拋售美債愈演愈烈，美聯儲一直兜底也將給其金融系統帶來巨大壓力。這將在長期「反噬」美國經濟，由此美國財政政策的落實執行充滿挑戰和不确定性，也未必能給市場帶來樂觀的經濟增長預期。

## 美股風險不可不察

其次，美聯儲引導未來預期是關鍵。筆者認為，美聯儲退出寬鬆的節奏是穩定有序的。美聯儲首要的動作應該是資產購買縮減，而非縮表，這並不是貨幣緊縮政策，而是寬鬆政策的收緊。也就是新增基礎貨幣量縮減，但資產負債表仍處於擴張狀態，直至逐步消滅到購買量為零，資產負債表開始保持規模，並有縮減可能。而這一過程，市場更多的解讀和反應

在前期的資產購買減少和提高利率兩個階段，到最後的縮減資產負債表規模階段，反而並不一定引起市場的波動。

美國貨幣政策調整的參考條件並不確定和唯一。雖然上文提及美聯儲將參考就業和通脹調整政策，但以美聯儲2013年至2014年政策周期的經驗來看，其貨幣政策調整並不完全以完成聯儲雙重任務為前提，更多的原因是金融因素而非經濟因素。因此，在當前金融市場動態異常性突出，且美聯儲去年剛剛引入了新的政策框架之下，我們沒有必要緊盯美聯儲的一舉一動，更沒必要對美聯儲的言論咬文嚼字。對於美聯儲貨幣政策調整時間節奏，也不必刻舟求劍的對標歷史周期，過度解讀可能加劇美元及美元資產的異動。

最後，切勿急於押注美元見底轉勢。合理的美元見底基本面和技術面支撐需逐步形成，過早的預期往往是片面和高風險的。美元中期升值首先需要疫情可控，疫苗有序有效推行，經濟開始全面復甦。尤其是經濟數據實質性轉好提振通脹預期和就業水平是關鍵；這也將進一步使財政和貨幣寬鬆需求下降，提升利率預期。

此外，當前美國與新興市場國家債券收益率利差較大，若美國經濟持續恢復，美國與歐洲、日本經濟實質差異導致其貨幣政策開始分化，而中國經濟穩健有序；這或導致美債利率上行誘使資本流動期有利於美元匯率的方向，進而美元獲得支撐。從技術面來看，當前美元貶值周期尚未出現徹底轉勢跡象，階段性反彈與去年9月短期升值結構類似，應關注反彈過程中多空力量膠着較量，謹防貶值趨勢被扭轉。

綜上所述，目前考慮資產購買縮減及財政政策擴張對美元中期趨勢的影響可能太早，經濟和政策調整具有較大不確定性，未來前景需要理性謹慎應對。而當下市場應關注的焦點是，美元修復調整對美元資產及非美貨幣匯率造成的衝擊較大。尤其是當前美股創歷史新高存在爭議，美元升值或對美股趨勢有動搖，調整應對降低風險不可忽視。

# 區塊鏈專家將執掌美證監

鏈能講堂



付鏡

國際新經濟研究院高級研究員

據彭博、路透報道，美國下屆總統拜登準備任命前美國商品期貨交易委員會（CFTC）主席Gary Gensler為美國證監會（SEC）主席。Gary Gensler是加密資產專家，對數字貨幣、區塊鏈等非常熟悉。

此前Gary Gensler曾表示，比特幣、以太坊本質上都是證券類型，加密資產領域應重視數字貨幣的真正風險，保護投資公眾的權益。他並認為，金融科技是否採用區塊鏈技術取決於是否能降低驗證、經營保護、審查風險的成本，如無法降低，則仍然建議使用傳統技術。比特幣的效率、可驗證性和隱私保密問題都將在未來三至七年中解決，側鏈、閃電網絡等其他解決方式確實存在挑戰。

在融資層面，Gary Gensler認為去中心化的協調、治理、安全及延展性成本很高，尤其在高監管的金融環境中開展。這些監管包括如何保障合法資產、避免欺詐、私人密鑰丟失後找回、避免逃稅等，也包括反洗錢、反恐怖主義犯罪等。他指出，數字貨幣市場與全球資本市場相較佔比不大，但包括中國在內的很多國家會對此有一定形式的管控政策。他明確表示，中國並不是ICO（首次代幣發行）的發源地，但是通過在中國「挖礦」比特幣，用人民幣購買礦機和電力，之後將比特幣轉換成美元/歐元，可能是一些人繞過中國外匯管制的手段。

Gary Gensler還表示，美國暫不會發行法定數字貨幣。金融行業能為區塊鏈帶來很大機遇，同時只有消除數字貨幣的大幅市場波動，才能更好地在金融部門中普遍使用。

筆者認為，包括Gary Gensler在內的區塊鏈專家成為各國金融監管機構的負責人，對加密資產行業是重大利好。這種現象和傳統金融行業大舉布局數字資產現象、行業市場規模大幅擴張相得益彰。

加密資產專家們對區塊鏈、數字貨幣的深刻認知將引領構建金融科技監管秩序，更好地使用技術工具實現資金融通、賦能實體經濟。

在筆者看來，對於內地及香港的金融監管機構來說，也需要有更多領導幹部了解區塊鏈、數字貨幣，才能更好與國際監管同行交流，更科學地制定相關的政策。日前中共中央黨校出版社出版了《與領導幹部談區塊鏈》、《與領導幹部談數字貨幣》兩本書。前者從區塊鏈興起的時代背景、技術構成及演進、模式與功能特徵、行為準則、產業生態、應用方向、問題和風險等方面做了詳盡介紹，後者更是從數字貨幣的本質、交易平台、代幣發行融資、交易平台監管等方面建言獻策，並首創「共票（Coken）」理論。

共票指代區塊鏈上的共享新權益，具有增長紅利分享的功能、流通消費的功能、權益證明的功能。共票需要構建區塊鏈上的大數據分析和風險預警機制、建立區塊鏈標準來做配套的機制保障。這些學界的聲音應該更多地被決策者聽到、踐行。



▲美官員指，比特幣等加密資產領域應重視數字貨幣的真正風險，保護投資公眾的權益。路透社

# 今年樓價料升逾5%

主樓布陣



布少明

美聯物業住宅部行政總裁

每年1月份作為全年之始，普遍業界中人均會為全年樓市走勢作出估計。筆者早前已約闡述對今年樓市的看法，今期專欄將進一步為樓市作更全面的剖析。

在「瞻前」之前，我們需先「顧後」，回顧一下去年全年樓價情況。根據本行編撰的「美聯樓價指數」，本港樓價全年僅跌0.92%，這表現在全球經濟滑坡、投資市場一片驚濤駭浪之下，充分反映出本港樓市驚人的抗跌力。樓價不跌，除了因為住宅市場供不應求等的「恆久」利好因素外，更重要的是資金氾濫，尤其是「中概股」回港上市，進一步吸引外地資金源源不絕的流入，形成「財富效應」，足以抵銷連續負面因素對樓市的影響。

## 有望挑戰歷史高位

個別樓市板塊前景方面，特別看好豪宅及中小型單位前景，首先談談前者。今年豪宅有望重新成為市場焦點，原因是大型豪宅新盤正魚貫登場，配合兩地隨時恢復通關、「北水」加快「南調」，以及人民幣匯率節節回升，直接令內地的購買力升級等因素，相信向來供應罕見的豪宅有望「量額齊升」，料通關後的豪宅樓價更有望升約10%，跑贏大市。

至於受惠「新按揭」措施，購買力仍有待釋放的1000萬元或以下的中小型物業，向來是買家趨之若鶩的板塊，需求之熱熾無需多言，加上「宅經濟」及在家工作盛行，相信持續推動港人追求更佳的居住環境，變相刺激對此物業類別的需求。

一二手交投方面，基於近日疫情放

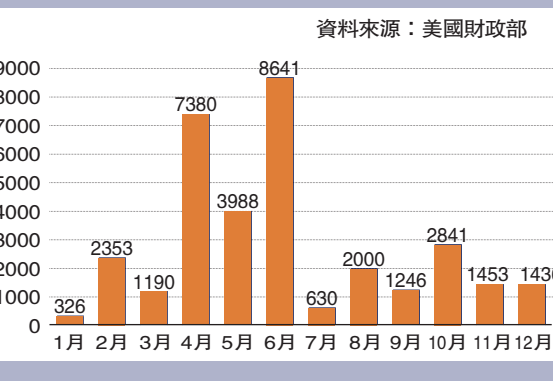


▲受惠未來經濟重啟及股市暢旺，料本港全年新盤銷售量可彈至1.8萬伙。資料圖片

緩，發展商重新積極推盤，二手交投亦現漲勢，樓市似已提早出現「小陽春」。受惠未來經濟重啟及股市暢旺，相信全年新盤銷售量可反彈至1.8萬伙，按年上升約24%。至於新盤銷售金額料升至2420億元，按年升幅近五成，屆時將創出《一手銷售條例》後新高。預期二手交投今年延續升勢，註冊量料將達到5萬宗，按年增逾6%，創九年新高；註冊金額則有望達到4200億元，按年升逾11%，並創11年來新高。全年而言，一二手估計雙雙「量額齊升」。

至於最多人關心的樓價升幅，在眾多利好因素「拱照」下，樓市中長線發展看俏，隨著步入牛年，今年樓市將「送疫迎牛」展現新氣象，估計全年樓價將現「小V形反彈」，至少可升5%。假若疫情大幅放緩，甚至徹底消散，同時香港經濟強勁復甦，樓價更不排除出現「大V彈」，再挑戰2019創下的歷史高位。

## 美國2020年每月財赤金額 (單位：億美元)



## 中國持有美債規模

