

與2008年金融危機相比，2020年各主要經濟體（除中國外）為應對疫情而採取的財政刺激與量化寬鬆幅度更大，全球央行的擴表速度達到歷史新高。且從當前疫情演變和貨幣與財政政策實際走向看，全球性的寬鬆還將持續。本輪疫情過後，由經濟復甦與量化寬鬆持續導致的貨幣流通速度回升，疊加勞動力增長拐點和逆全球化效應下生產成本的提高，各國債務貨幣化帶來的狹義通脹風險將大概率上升。

債務貨幣化 貨幣廢紙化



▲隨着第三、第四輪救濟法案出台，美國中小企業的就業崗位成為重點救助對象，在近3萬億美元的財政支持下，失業率逐步回落，目前維持在7%水平。美聯社

資產配置觀察



歷史數據顯示，在過去數年中，美日等大規模使用量化寬鬆政策的國家均未出現顯著的通脹趨勢的傾向。這是因為（1）供應鏈全球化的時代廉價的生產成本使本土市場供給充沛，壓低物價；（2）發達國家的流動性陷阱，實體經濟的投資回報對資本的吸引小於金融投資品，流動性脫實向虛導致資產價格上漲。

一、疫情下流動性過剩

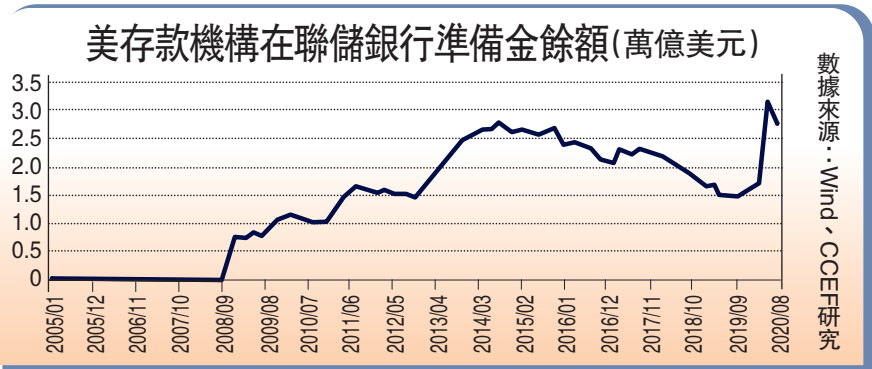
2020年初以來，新冠疫情的蔓延導致部分國家實體經濟基本停擺、金融市場劇烈動盪、跨國供應鏈支離破碎、國際貿易大幅度萎縮。為了減緩疫情衝擊，各大經濟體先後推出多輪超常規經濟救助政策予以應對。從救助方案的具體內容看，各國抗疫時期的經濟政策旨在支持物資供應，緩解家庭、企業和社會的壓力。大量專項補助不僅有助於幫助家庭和企業渡過因疫情期間停工停產帶來的收入下滑造成的短期現金流壓力，還能防止由此導致的資金鏈斷裂帶來的一系列違約風險，有助於防止轉化為金融危機。

龐大的經濟援助計劃和專項補貼支出造成各國政府部門負債的大量增加，與之相適應，量化寬鬆的貨幣政策在一定時間內確保了政府高槓桿運作的可持續性。央行一方面通過大舉購入資產為市場注入流動性並穩定資產價格，另一方面大幅降息，降低政府債發行成本，進一步支持政府通過財政政策推動經濟復甦。

各大主要經濟體央行的資產負債表擴張速度顯示：除中國外，新冠疫情引發的全球量化寬鬆力度大幅超過2008年金融危機時期。以美國為例，自年初新冠爆發以來，美聯儲的資產購買規模已接近金融危機後四輪量化寬鬆政策的總規模，至今擴表達金融危機時期的近三倍，12月末聯儲總資產同比增長76.9%。與此同時，日本與歐洲央行的擴表速度亦達到歷史新高。

從目前抗疫進程和貨幣與財政政策實行進展看，全球性的寬鬆還將持續。去年3月疫情爆發以來，美國失業人數在一個月內從737萬增長至2250萬，失業率從4.4%飆升至14.7%；其後，隨着第三、第四輪救濟法案出台，中小企業的就業崗位成為重點救助對象，在近3萬億美元的財政支持下，失業率逐步回落，目前維持在7%；12月末，美國兩黨達成一致的新刺激協議，這意味着美聯儲將繼續維持量化寬鬆、9000億美元的流動性即將注入市場。

歐洲方面，年末疫情的再度爆發令經濟面臨更大的下行壓力，歐洲央



行於12月增加了5000億歐元的購債計劃額度，各國協調步調並採取更多政策刺激的需求同樣迫在眉睫。

中國方面，有效的疫情控制使經濟在4月份就步入復甦進程，因此政策刺激力度也相對溫和。在經濟發展首要目標從「快速修復」轉向「穩定防風險」之際，中央經濟工作會議傳遞了未來一段時間貨幣政策將更加穩健，但依然保證流動性充沛的信號。從貨幣供應量看，M1（狹義貨幣）與M2（廣義貨幣）的剪刀差持續收斂，反映出經濟活力逐步提升。2021年，隨着經濟修復的進一步深化，貨幣活性可能會進一步提升。

二、貨幣洪水脫實向虛

在傳統經濟學邏輯認為：市場的流動性過剩將指向通脹。但自2008年以來，中、美、日三國的央行總資產分別擴張2.2、7.8和6.7倍，基礎貨幣量增長302.9%、613.2%和670.1%，與此同時，以消費者物價指數（CPI）和生產者物價指數（PPI）為代表的通脹指數在十年內並未有明顯的中樞抬升跡象。其背後主要有兩方面的原因：

一方面，CPI和PPI指數受供需關係的影響。過去近二十年中，隨着生產技術與全球供應鏈的日益成熟，勞動力外包、生產資源的跨國流動和新技術的引入縮減了企業的單位生產成本，進口商品低廉的成本和價格有助於壓低本國市場物價，緩解通脹指數上升壓力。

另一方面，寬鬆的貨幣政策創造的流動性並未完全流向實體經濟。央行能通過擴表操作向商業銀行投放貨幣以增加基礎貨幣總量，但實體經濟是否能夠有效受惠還取決於銀行的貨幣派生環節和實體經濟部門實際的資金運用環節。

2008年以來，發達國家商業銀行面對生產率下降、實體經濟投資回報率缺乏吸引力的市場環境，向實體經濟放貸的意願相對偏低。新增貨幣一部分以超額準備金的形式重新回歸央行，另一部分則流向資本市場，導致股市的資產價格一路攀升，從2008至2019年，日經500與標普500指數分別上漲61%和123.2%，遠高於其國內生產總值（GDP）增長幅度（3%、45.7%）。

與此同時，還有大量流動性湧入投資收益率更高的發展中國家市場。

根據瑞士銀行的統計，自2008年以來，十個新興經濟體政府債券的非居民持有比例從約11%大幅上升至約32%，投資外流一定程度上稀釋了發達國家的通脹傾向。因此，近十年來，雖然貨幣不斷超發，中美日等主要國家的PPI和CPI卻相對平穩。

三、全球通脹風險加劇

本輪疫情過後，由各國史無前例的債務貨幣化帶來的通脹風險將大概率上升。

首先，本輪流動性投放的規模和速度遠高於後金融危機時代。數據顯示，2008至2018年，美聯儲共擴表3.5萬億美元，伴隨準備金最大增長約2.7萬億美元。疫情爆發至今，美聯儲資產負債表規模急速擴展約3.3萬億美元，準備金最大增長為1.5萬億美元。

從各國救濟政策的具體施行內容看，更多的財稅支持將直接作用於企業與家庭部門，貨幣政策向實體經濟傳導的效率顯著提升。但由於隔離、停產等特殊原因對旅遊、娛樂及商務消費形成阻礙，且預防性儲蓄在經濟下行風險中有所上升，導致消費需求沒有出現相應的高漲，因此超發貨幣對物價上漲沒有直接的作用。

2021年，在疫苗普及、隔離解除和企業復工復產等多重因素疊加作用下，拜登政府推出的1.9萬億刺激計劃大概率將有效促進消費和投資，貨幣流通速度也將因此得以快速回升，而歐美等國的寬鬆貨幣政策短時間內不會立刻退出，這些因素都有可能導致通脹快速上行。

其次，全球各主要區域經濟體都出現了不同程度的人口增長率下滑和老齡化跡象。以過去半個世紀來持續為全球規模化生產提供勞動力支撐的東亞與東南亞地區為例，其勞動人口增長率已由90年代的15%跌至1.3%，勞動力成本上升趨勢不可逆轉。加上愈演愈烈的逆全球化對全球產業鏈和跨境貿易的影響，也將打破原有的供求關係，抬高商品價格。加劇通脹風險。

最後，儘管貨幣洪水不一定會直接推升CPI與PPI指數等典型通脹指標，但資產價格上漲在所難免。而房價、股指等資產價格的上升會影響市場對於通脹預期的判斷，水漲船高將是資產價格和消費價格之間必然的聯動效應。

關於人幣升值的四個誤解

集思廣益



管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

2020年，人民幣兌美元匯率中間價累計上漲約6.9%，這是1994年匯率併軌以來最高的年度漲幅，引發市場的廣泛討論。其中，一些觀點看似「理所當然」，但實際上並非如此。以下四個觀點即「眼見未必為實」。

觀點一，人民幣升值將有助於縮小中美經濟差距。但其實不然。理論上，進行本外幣折算時，若是存量數據，應用期初或期末時點匯率；若是流量數據，則應使用期間平均匯率。鑒此，儘管2020年全年人民幣匯率中間價有較大升幅，但年平均匯率（6.8976）與上年（6.8985）基本持平，故人民幣升值對於2020年中美兩國經濟實力對比幾乎沒有任何影響。同理，不考慮各月出口額分布的不均勻，如果企業收到外匯即結匯，與2020年相比，在匯率上差別也不大（2019和2020年的年均收盤價分別為6.9104和6.8988）。

觀點二，中國出口表現強勁，是助推人民幣匯率上行的重要因素。這與事實有一定差距。通過數據對比可以發現，2020年5月底，人民幣匯率創下十二年來新低，其所處的二季度，中國本土疫情已得到控制，全產業鏈供應復工復產，出口恢復至全球領先，市場份額高達16.7%，環比上升5.6個百分點；而在人民幣季度漲幅創歷史新高的三季度，由於當季國際經貿活動逐漸回暖，中國出口市場份額反而降至15.9%，環比回落0.8個百分點。

更重要的是，進出口順差不等於涉外收付款順差。2020年前11個月，貿易涉外收付款順差較海關進出口順差少3050億美元，同比增長49%。同期，企業出口少收款2549億美元，貢獻了前述缺口的84%。出口少收款中，有正常的不收款，如易貨貿易，以及來料、來件、來樣等加工貿易僅收取加工費等，也有出口後尚未收到的款項。後者在國際收支平衡表中，可能反映為進口商賒賬、貿易信貸資產增加，或出口收

入存放境外、境外存款增加，抑或反映在淨誤差與遺漏負值中。

觀點三，2020年人民幣匯率先抑後揚，按照後七個月累計上漲9.3%的發展態勢，人民幣匯率或可升破6。筆者認為，這一判定邏輯屬於典型的適應性預期，即由已發生的情形簡單進行線性外推，以為匯率一漲即會一直漲上去，一跌就會持續跌下來。實際上，人民幣匯率升得快並不等於人民幣升值壓力大、升值預期強，反而是人民幣匯率彈性的增強有助於及時釋放升值壓力，避免升值預期積累。進入12月，外匯市場預期分化更為明顯，人民幣升貶值預期開始交替出現，即是一大佐證。

可以說，在任何時期，影響匯率漲跌的因素都同時存在，如果先有觀點再找論據，往往容易出現偏差。而且，貨幣升貶值因素是此消彼長的，會導致匯率跌多了會漲，漲多了會跌。鑒於此輪人民幣升值已持續一段時間，累積了一定的幅度，隨時可能觸發市場預期的自發調整。因此，各方都應保持政策措施的足夠彈性和靈活性，以更好地應對外匯市場瞬息萬變的形勢。

觀點四，外資增持境內人民幣金融資產將支持人民幣走強，甚至可帶來國際收支的「雙順差」。該觀點背後的問題不容忽視。統計數據顯示，2020年前三季度，中國經常項目順差為1687億美元，資本項目逆差為1653億美元。「雙順差」論者忽視了一個基本原理，即在央行基本退出對外匯市場常態干預的情況下，經常項目與資本項目必然是順逆差相抵的鏡像關係，無論出現「雙順差」還是「雙逆差」，都是對外經濟失衡的表現。因此，決定資本流入／流出的是經常項目收支狀況，而非匯率的強弱；外資流入並不必然導致匯率上漲，流出也不必然導致匯率下跌。

此外，外資配置境內資產與境內增持海外資產本身是同時發生的。如2020年滬深股通累計淨買入2089億元（人民幣，下同），港股通累計淨買入5967億元；南北向資金軋差後，股票通累計跨境資金淨流出3877億元。部分人選擇性地忽視南下資金的動向，會導致對跨境資本流動總體形勢的誤判。

股市大旺樓市回升

樓市新態



汪敦敦

祥益地產總裁

執筆當日，剛好恒生指數急升至29642.28點，而全日成交金額更破紀錄超過3000億元，港股市值已經突破50萬億元。顯然香港面對天災（疫情）人禍（黑暴）及中美貿易戰之下，不單能安然渡過而且更上一層樓，資金匯聚香港，令到香港的M3在去年10月錄得16.8萬億元的新高，H按供樓利率現在更平至1.51%左右。以500萬元貸款30年期對比一年前為例，供樓就平了約2500元（-12.5%）。

筆者問寫字樓一位同事，她供樓平了多少，其回應是一個月平了大概1千元左右，即是，每年12000元的息口紅利比政府過去的派1萬元更多。在疫情令世界昏暗的時候，居民只顧悲情的時候，香港已有很亮麗的變化，成為了更重要的金融中心及國際稱許的資金避難所了。

有人說香港只剩下金融。這未免看得太膚淺，股票上賺了錢及因為減息得益的人，很可能已經多過受失業和結業潮影響的人數，最起碼香港保存了元氣。

十分諷刺的是，香港過去是由悲觀

主義者主導了媒體，悲觀主義帶領人們走向錯誤的失敗方向。香港其實並沒有財富困境及經濟問題的，香港只有貧富懸殊問題，我們的確要面對這個問題。

貧富懸殊有兩種：一是分配性貧富懸殊，即是因為社會制度不公平或忽略，所以令到社會的財富分配不均勻。這種是傳統的貧富懸殊。第二種就是觀念上引起的貧富懸殊，這種基本上的觀念令你進入貧富懸殊兩極的其中一極，例如有些人會很迷信美國會加息，所以沒有入市投資，因此長期入了「淡友局」，甚至賭氣，這個觀念令到他們享受不到現在這個新常態的財富分配。

在新常態中得到較佳財富分配的都是樂觀的人，他們面對現實數據，從而迎接西去東來的世界大趨勢。

樓市很多人仍在等「跌」，但隨着經濟大結構的日益好轉，其實樓市已經在新常態中逐步回升。我們無論看中原指數、祥益指數或者差餉物業估價署指數都會發覺，住宅樓價谷底已經在去年上半年出現了，現在是等樓價逐步「升」並非等「跌」。大家用心去看一看個別板塊的樓價已經比最低時升了5%至10%，現在所買的低價成交往住是一些落後板塊重新啟動的時候才會出現的，有指定目標的準買家若用這類數據來作判斷，可能會不斷錯過入市時機。



▲分析指，隨着經濟大結構的日益好轉，樓市已在新常態中逐步回升。中通社