

全球的長期超低利率和負利率格局惡化了中國的國際金融環境。目前中國還是唯一的保持正常貨幣環境的國家，利率仍保持正的水平，就使得中外息差成為套利對象。面對全球超低利率（負利率）趨勢，中國在向「雙循環」新格局轉型的過程中，貨幣政策應該更為關注中國經濟的內部均衡，不應簡單與發達國家競爭或追隨其政策，更不宜為維持外部均衡而犧牲內部均衡。

全球超低利率新常態(上)



▲美國利率二十世紀九十年代回落至五厘以內，全球開始形成總儲蓄長期向下的趨勢。在新世紀仍持續，並決定了自然利率。

激濁揚清



李揚

國家金融與發展實驗室
理事長

20世紀90年代，全球利率（以美國為例）終於越過1981年的16.39厘的高峰，於1992年回落至5厘以內，全球進入低利率時期。2007年，美國次貸危機爆發，並迅速蔓延至歐洲，觸發當地主權債務危機，隨後全球債務危機爆發。為應對愈演愈烈的債務危機，美聯儲迅即將其官方利率降至0至0.25厘，且持續四年。隨之，世界主要國家貨幣當局紛紛效仿，全球進入超低利率時期。2012年，丹麥央行為應付持續惡化的經濟弱勢，首次推出負利率貸款，更是宣布了全球超低利率（負利率）時期的到來，人類社會「從此進入了一片未知領域」。

2021年2月至3月，全球疫情開始緩和。然而，日歐央行卻相繼發表貨幣政策聲明，繼續保持負利率（日本央行和歐洲央行）和零利率（美聯儲）不變，同時加碼了量化寬鬆的力度，全球超低利率（負利率）的格局仍在持續。利率長期超低甚至為負，異乎尋常。自有金融以來，正利率便構成金融正常運行的基石和持續發展的動力——因有正的利率，金融才得以產生，金融產品和金融服務方能在種類和範圍上不斷拓展；因有利率為正，銀行等金融機構方能存活和發展。顯然，利率超低（負利率）對金融運行的傳統秩序，以及我們一直奉為圭臬的主流金融理論和政策都提出了挑戰。

人口紅利消失 技術進步趨緩

低利率（負利率）長期持續，是一系列決定利率的重要因素長期共同作用的結果。我們可以從實體經濟發展、金融周期的影響和貨幣政策範式的調整等三個角度探討箇中原因。實體經濟運行體制機制的變化，是利率走低的基本因素。全球利率在上世紀80年代後期擺脫其長期高懸的格局，並於90年代初期回落至5厘以內，根因之一在於，其間世界的發展進程發生了翻天覆地的變化——亞洲「四小龍」、「四小虎」相繼崛起、中國於90年代開啟市場化改革進

程、蘇東集團於90年代前後解體並全面轉向市場經濟體制等。這些變化深刻改變了世界，其中全球勞動力供求格局的巨變讓全世界收穫了長達二十年的口紅利。

IMF（國際基金組織）曾在研究中指出，80年代後期以來，由於勞動力變得日益全球化，全球有效勞動力供給在1980至2005年間增加了三倍。從時間分布看，有效供給的增加主要發生在1990年以後；從地區分布看，有效供給的增加約有一半多來自中國等東亞國家，其他則可歸諸南亞、前東歐集團國家和非洲、拉美地區國家。

分析顯示：正是全球人口紅利的釋放，給這個世界帶來了前所未有的「大緩和」（Great Moderation）時期。這個時期經濟運行的典型特徵就是「三高兩低」：高儲蓄、高投資、高增長、低通脹和低利率同時並存。

然而，「大緩和」只是故事的上半段。2001年美國互聯網泡沫的破滅，以及接踵而來的美國次貸危機、歐洲主權債務危機等，則開啟了整個故事的下半段。這是目前仍在持續的過程，連同此前長達二十餘年的「大緩和」時期，共同構成了「百年不遇之大變局」的豐富內容。

20世紀90年代便已形成的全球總儲蓄長期超過總投資的格局，在新世紀中仍在持續，並決定了自然利率長期向下的趨勢。只不過，上世紀的人口紅利，此時已悄然轉變為「人口負債」。進入「人口負債」階段後，經濟通常會在兩個方向上失去增長勢頭：生產力下降和社會負擔加重。「人口負債」下，工資率上升、潛在生產率下降、老齡化惡化並帶來社會支出提升、資本積累減少，「三高兩低」中的「三高」漸次失去，僅餘「兩低」還在頑強地表現自己。換言之，表現在貨幣金融領域中的長期超低利率現象，實則只是實體經濟長期衰退的金融表徵。

在諸多導致自然利率趨降的實體經濟因素中，人口結構惡化和技術進步趨緩是主因。在全球老齡化的背景下，全球勞動人口增長率、安全資產收益率在過去三十至五十年中均處於下行趨勢，直接引致了全球自然利率下行。而由於近幾十年來全球尚未出現「顛覆性」科技進步，全球主要素

生產率（TFP）的增長率亦趨於緩慢下降。數據顯示，自21世紀初互聯網泡沫破滅以來，全球技術進步的速度已落在20世紀40年代至70年代期間的平均水平之下。

美聯儲放水思維固化

對於經濟活動日益以金融活動為中心，以金融關係為紐帶，以金融政策為協調工具，從而把金融作為一種重要的經濟資源來推動經濟發展的這一過程與趨勢，我們將其稱為經濟的「金融化」。20世紀末以來，西方發達國家出現了實體經濟不斷被「金融化」的現象，從而使得金融周期逐漸成為主宰經濟運行的主要動力。

從源頭上說，金融工程的出現以及相應的資產證券化的廣泛推行，完美地解決了實體經濟運行中經常出現的期限錯配問題，引導了經濟的「金融化」進程。這一革命性進展最早大規模出現在住宅金融領域。抵押貸款證券化顯著提升了住房市場的流動性，而其原理也在大範圍複製和推廣，催生了各式各樣的資產證券化。正是這些證券化產品，構成發達經濟體影子銀行體系的主體，其規模如今已達到貨幣當局不可忽視的程度。經濟「金融化」不斷提高的事實，還可以從各個金融領域的發展及其同實體經濟的關係變化中觀察到。

例如，經濟的證券化率（各類證券總市值/GDP）上升、金融相關比率（金融資產總量/GDP、M2/GDP等）不斷提高，證券市場年交易量、信貸餘額、年保費收入、外匯日交易量等對GDP的比率穩步上升，貿易相關的資本流動與非貿易相關的資本流動的比率不斷下降等，都是經濟「金融化」的適例。毫無疑問，經濟「金融化」程度不斷提高，正逐步改變着人們之間的經濟關係，使得債權與債務關係、委託與代理關係、風險與保險關係等金融關係，逐漸在經濟社會中佔據了主導地位，並深刻地改變着我們的經濟運行。

「金融化」對貨幣政策的影響，主要體現在它使得貨幣政策向實體經濟傳導的渠道發生了變化，主要表現為：傳統上，貨幣政策主要通過影響商品與勞務的價格（物價）和實體經濟的資金成本（利率）發揮作用；經濟「金融化」情況下，當貨幣政策尚未來得及展示其對物價和資金成本等實體經濟因素的影響時，金融產品等「虛擬」產品的價格便已發生即時和劇烈的變化，並通過改變經濟主體的資產負債表的平衡關係，改變經濟主體的行為方式。鑒於此，貨幣政策不得不越來越關注金融資產的價格變動，不得不越來越多地將政策重點置於壓低利率方面。貨幣政策操作範式。基於貨幣政策操作的分析，能進一步解釋超低利率背後的人為因素。這方面的進展，與金融界持之以恆地對20世紀30年代「大蕭條」展開研究密切相關。

中國經濟全年增速料9%

市場解碼



汪濤

瑞銀亞洲經濟研究主管

市場期待已久的中央政治局會議於日前召開。鑒於經濟活動指標受到顯著的基數效應擾動，會議強調要「辯證看待」一季度經濟數據。會議指出當前經濟恢復尚「不均衡」、「基礎不穩固」，且未來疫情等方面的不確定性持續存在。得益於經濟活動處於上行周期，會議要求要用好穩增長壓力較小的窗口期，凝神聚力深化供給側結構性改革。因此，正如預期，會議重申保持宏觀政策「連續性、穩定性、可持續性」，以及「不急轉彎」。筆者依然認為今年二季度經濟環比增長動能會較一季度加快，預計全年實際GDP增長9%。

會議強調要慎重如始抓好疫情防控和疫苗接種，措辭態度比兩會更為重視，這可能是因為最近海外主要新興經濟體和部分發達經濟體疫情出現明顯反彈。因此，整體宏觀政策定調也和兩會基本一致，要求積極的財政政策要落實落細，穩健的貨幣政策要保持流動性「合理充裕」，強化對實體經濟、重點領域、薄弱環節的支持。筆者依然預計政策會逐步正常化，信貸增速可能會從3月的12.3%放緩至年底的11%，增廣財政赤字率可能在去年的擴張4個百分點後在今年下降2.5個百分點。

會議要求防範化解經濟金融風險，特別要求「建立地方黨政主要領導負責的財政金融風險處置機制」。如筆者此前所述，這可能表明政府比較擔憂信用

違約和不良貸款增加可能帶來的負面溢出效應、並希望防範相關風險。這也呼應了此前政策重心更多轉向防風險的表態，特別是針對部分房地產開發商、地方政府融資平台和金融機構的相關風險。

地產今年溫和放緩

會議還要求加強和改進平台經濟監管，促進公平競爭。筆者預計政府會繼續強化反壟斷，未來可能會有更多涉嫌壟斷行為的平台型公司面臨審查或罰款。此外，會議繼續強調堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，並特別提出增加保障性租賃住房和共有產權住房供給，防止以學區房等名義炒房。考慮到房地產相關信貸收緊，依然預計今年房地產活動可能溫和放緩，不過鑒於市場情緒依然比較穩健，筆者的預測可能面臨一定上行風險。

與全國兩會和十四五規劃的定調一致，本次會議也要求強化國家戰略科技力量，積極發展工業互聯網，加快產業數字化。此外，會議還要求「有序推進」碳達峰、碳中和工作，積極發展新能源。前者可能對應最近部分地方政府在控制高能耗和高碳排放產業的執行層面過於激進，大幅推升了上游行業產品的價格。政府還表達了對促進製造業投資和居民收入的明確支持。

筆者預計，低基數、高產能利用率和企業營改改善可以推動全年製造業投資周期性反彈10%以上。居民收入改善和疫情基本受控意味着全年實際消費可能增長10%，其中服務類消費反彈空間更大。

港樓收租仍具吸引力

樓市新態



汪敦敬

祥益地產總裁

買樓收租是否仍然是一項理想投資？很多人認為現在收租回報率只得2%左右，所以買樓收租需要三思。筆者認為只用收租回報率去計算買樓收租的價值太過片面及不完整。何況很多時買樓收租回報率的高低，可能等於其他因素有改變，這些改變可能是負面的，亦可能是一個入市投資機會。

例如1997年後樓價不斷下跌，連跌六年，收租回報率亦不斷上升六年。那我們是否應該要不斷向有關業主恭喜呢？如果買了一層樓，樓價上升，但是租金又不斷上升，這明明是「財息兼收」的理想局面，但因為買賣和租金兩個可觀升幅之間有距離，所以收租回報率下跌，那是否就是不精明呢？

財息兼收時代未過去

無錯！收租回報率低，大部分時間只是代表買賣購買力比租客購買力更強大而已。除此之外，收租回報率要配合其他因素才可以反映到買樓收租的投資價值，很多時買樓收租即使不是眼前「財息兼收」，其實收租亦很豐厚的，買樓收租是應該要看三大因素：收租回

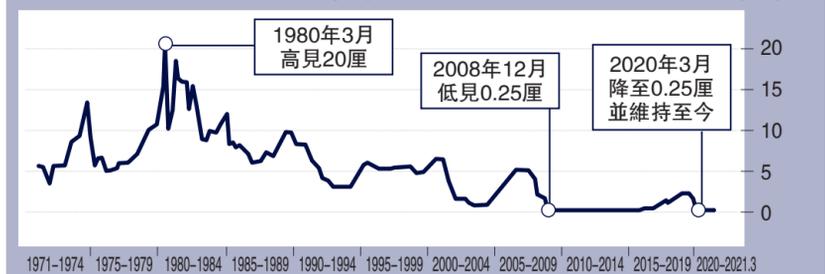
報率、借貸息口、樓價上升的幅度。

現在的情況是歷史上買樓收租最低借的時候，借貸息口除了代表借貸成本之外，亦代表了投資的一個主要風險，筆者想強調絕大部分住宅現在的利息支出都是平過收租的，實際H按息只是1.38厘左右的息口水平，其實投資的波幅是很容易高過利息風險的，即是說相對現在是較容易賺錢而較難損失的。

筆者舉一個例子大家就會明白，我人生相當部分時間都是在息口15厘以上度過的，當年即使收租回報率有4至5厘，但並不值得羨慕的，因為就算收租後都要再付息去補貼，那就可以反映到當年4至5厘回報背後的風險是不值得今天的人去追求的。當時筆者的投資波幅，如果租客不交租，我納空租的息口損失一年要達15%，所以這個風險是遠大於現在的1.38厘。這就是為什麼內地只1%的收租回報率，選擇買樓收租仍大有人在，原因就是大家普遍都對樓價穩定升幅的前景有信心，那香港相對更穩妥。

筆者想說的是，因為未來香港住宅樓市買賣的購買力仍然是強於租務的購買力，所以我們要面對一個現實：中期的收租回報率會繼續下跌的，但這並不等於租金不會上升，亦不是等於「財息兼收」的時代過去，只是我們需要計算及準備更好的投資方案而已。

美國聯邦基金利率



至今，學術界和政策界已經在很多方面達成了對大蕭條原因的解釋。其中，大蕭條的深刻教訓是，在全社會都急切需要流動性的最緊急狀況下，中央銀行卻囿於「真實交易」原則且將減少金融風險作為最優先事項，未能及時向金融體系注入流動性救助商業銀行和企業，致使危機愈演愈烈，終至演變成幾乎資本主義制度滅亡的大蕭條。這種認識，深刻地改變了央行調控的邏輯和行為方式，並因一批精研「大蕭條」的專家（如伯南克等）入主美聯儲，在根本上改變了儲局行為方式。

2008年國際金融危機中，發達國家貨幣當局毫不猶豫相繼推出超低利率和量化寬鬆等新型貨幣政策工具。2020年以來，為應對新冠疫情影響，他們更將應對危機的政策推向極致，一方面允諾向經濟主體直接提供支票，增加各類經濟主體的資金可得性；另一方面，索性直接實行負利率政策，進一步降低經濟主體獲取資金的成本。

總之，鑒於以上因素均繼續存在並發揮作用，全球超低利率乃至負利率將在大概率上成為金融運行的長期現象。

►前美聯儲主席伯南克(中)是精研大蕭條的專家，他入主美聯儲後從根本上改變了儲局行為方式。旁為美聯儲主席耶倫(左)，與前美聯儲主席保羅·沃爾克。

