

去年疫情發生後，人們見識了全球央行的威力，一場幾百年未遇的大危機竟然通過「憑空印鈔」而安然渡過。但即使如此，疫情初期引發的金融海嘯，在投資者腦海中恐怕依然歷歷在目。時隔一年，相似的味道似乎又出現了。最近幾天，幾乎所有風險與部分避險資產都處於一個大幅波動狀態。這的確讓人感到內心不安，雖然全球央行看上去具有無限的放水能力，但他們最大的敵人已經出現——大型通脹。

金融海嘯會否重臨？



▲美國10年美債收益率一度破1.2%。無疑美國貨幣政策的拐點早已顯現，可惜當前還處於將退未退的糾結狀態，而且依然一味印紙對抗經濟問題，已是完全扭曲金融市場操作。



澤被萬物
趙建

西澤研究院院長

近日隨着英國解封、日本奧運會即將開幕等因素，疫情加重的預期又開始出現，加上OPEC（油組）通過增產導致原油價格大跌，並開始衝擊股票市場。這與去年4月份的國際金融市場情況非常相似，但歷史的節奏通常不會完全重演，很多變量都發生了變化。總的來說，看多和看空的力量都有了較為顯著的變化，我們用比較分析的方法，看看幾方面的異同：

一、衝擊點

第一個衝擊點是新冠疫情，當前印度Delta變異株有蔓延勢頭，但疫情顯然不會像去年那樣嚴重。中國已經基本控制住，歐美等國也差不多實現群體免疫，其他國家也都是階段性、零星爆發。隨着疫苗的普及，全球疫情會進入消退階段。對於金融市場來說，主要影響是邊際衝擊和預期差。即疫情總體上不嚴重，但如果超预期，也會產生較大影響。

第二個衝擊點是後疫情時期積累的其他矛盾。最近的中美關係雖然在經貿方面有所緩和，但在意識形態對抗和地緣政治方面越來越緊張。美國軍機屢屢越界，台海局勢氣氛微妙。同時南非暴亂、拉美國家債務危機等事件，都可能成為新的衝擊點。這些衝擊點往往會以「黑天鵝」的形式出現。

二、基本面

疫情剛發生時需求場縮（通縮）是主要矛盾，極端表現為停工停產導致的能源需求崩潰，致使原油價格大跌甚至期貨價格為負。但隨着寬鬆貨幣的釋放，主要矛盾轉移到供給的修復上來。當然內生供給修復也會相應抬升需求，但這取決於通脹與可支配收入的相對速度。對美國來說，所遇到的最大問題是，疫情發生後對個人賬戶的補助大幅降低了普通工薪階層就業參與的意願，嚴重制約了供應鏈的恢復，尤其是服務業的恢復。

眼下我們分析美國的基本面問題，不能簡單的看總量指標。美國現在面臨的挑戰主要在結構上，即較高的通脹水平。如果美國不能順利的退出過度寬鬆政策，基本面就很難健康穩定地恢復。也因此，筆者對全球經濟的恢復依然持謹慎態度。

三、資金面

全球資金面依然處於相對過剩狀態，美國財政賬戶上依然趴着近兩萬億美元的現金。但是與疫情爆發後的大水漫灌相比，當前的貨幣供給逐步從增量狀態進入存量狀態，在邊際上開始逐步走弱。從基本的金融機理來看，一次嚴重的金融危機發生，繼而貨幣寬鬆開啟後，流動性共經歷三個階段：

第一階段，金融危機最嚴重的時



候，此時民眾恐慌囤積現金，銀行手中有錢但非常惜貸，貨幣被窖藏，因此只有央行外生供給的基礎貨幣快速增加，貨幣市場變得異常寬鬆。

第二階段，市場恐慌情緒逐漸消退，銀行等信用機構逐步正常營業，私人借貸逐漸恢復，貨幣派生機制開始恢復，廣義貨幣（M2）供給開始增加。今次疫情與以前不同的是，美聯儲直接發錢給個人和家庭，產生的後果就是，私人不用加槓桿就可以增加現金。這些錢一部分形成巨大購買力需求，在供給沒有恢復的背景形下形成通脹壓力；另一部分進入金融市場，推高股市與樓市價格。

第三階段，隨着股票、房產等資產價格不斷攀升，金融市場萬物暴漲，此時流動性的創造開始進入外層，即加槓桿創造流動性但不創造貨幣。比如非銀金融機構之間的多次回購、ETF加槓桿、場內外配資、優先劣後分級基金等。

自去年四季度開始，金融市場的資金面已經進入第三階段。但這個狀態在今年二季度後開始發生變化，通脹交易、貨幣政策退出的「taper恐慌」（收水）開始出現。現在大家開始預期滯脹，即通脹的持續走高帶來了貨幣寬鬆退出預期的升溫，這種預期的轉換體現在日益平坦化的收益率曲線上。最近幾天，10年美債收益率一度破1.2%。無疑，貨幣政策的拐點早已顯現，資金面已經處於大退潮的前沿。只不過當前還處於將退未退的糾結狀態，「乍暖還寒時候，最難將息」。

四、政策面

在本次疫情引發的經濟和金融危機中，我們看到了央行和貨幣的力量，僅靠印鈔發鈔，竟然將一次百年未有的大危機從崩潰的邊緣救出。但這種下猛藥的手段，帶來的副作用也是明顯的。如果說過去美聯儲在金融市場的操作，只會帶來金融市場的扭曲，那麼這次直接現金補貼小微企業、個人和家庭，則已遠遠超出貨幣政策的範圍，本質上是「財政貨幣化」，雖然會起到「重症下猛藥」的效果，但所付出的代價也是極其大的。以前的貨幣寬鬆造成的是金融資產泡沫，但這次貨幣寬鬆的代價就是近四十年以來的大通脹。

此外，貨幣大寬鬆引發的另一嚴重後果，就是對勞動力要素市場的扭曲和破壞。大量低收入階層習慣了補助救濟，不願重新進入就業市場，這

本質上是央行轉移支付和再分配手段對勞動力市場的「擠出效應」。但對於拜登政府來說，考慮到選民支持率和中選選舉，又不能貿然完全停掉救濟。因此，政策面上當前進退兩難，若繼續保持寬鬆，通脹已經不允許；若立即退出寬鬆，剛剛恢復的需求可能夭折，選民的怨恨會加深。我們必須清晰的認識到，逐漸退出疫情時期的非常規寬鬆政策是必然的選擇，只是具體時間點或者節奏還不確定。

五、心理面

政策面的糾結勢必帶來市場心理面的糾結。一方面，人們去年疫情期間看到了央行力挽狂瀾的威力，普遍具有「宏觀剛兌」的情緒，空頭在央行這個最大的多頭面前不敢貿然行動，而且與美聯儲一致行動的多頭也嘗到了甜頭。即使資金面、政策面開始步入拐點，但大部分投資者還是不敢貿然看空。另一方面，市場的確有點風聲鶴唳，投資者們都在繃着心弦認真傾聽音樂停止的節奏，「跑得快」引發的踩踏隨時可能發生，只等待有衝擊力的事件發生，市場心理就可能驚天大反轉，多頭也會演變為空頭。

六、技術面

從技術面上看，全球大類資產基本處於一個高位橫盤震盪狀態。尤其是對美股和大宗商品來說，自一年多以前的最低點已經上漲了一倍左右，如果考慮到槓桿，這種收益率可以說創了歷史紀錄。要知道這是在全球發生幾百年一遇的大危機時走出的行情，大量的基金存在獲利了結的意願。從技術面上來看，高位橫盤震盪，尤其是大幅波動，是行情發生變化的信號。

新的一次金融海嘯何時發生？因為政府和央行的強大干預，以及當前紊亂的市場預期，我們無法準確預知。雖然各國央行具有貨幣大寬鬆的「超能力」，但同時需要看到當前全球金融資產的點位也非常高，一旦再次發生金融海嘯，救助的代價肯定更大。去年美聯儲為對抗危機花了近5萬億美元，如果金融海嘯再起，花費的就不止5萬億美元了。尤其是，央行們的MMT（現代貨幣理論）神話正在褪色，諸神的黃昏正在降臨。雖然美聯儲官員認為目前的大型通脹只是暫時，但是命運的審判是必然的。

三大配套措施鼓勵生育



梁建章

攜程集團執行董事長

2021年7月20日，中共中央、國務院發布《關於優化生育政策，促進人口長期均衡發展的決定》（以下簡稱《決定》），內容包括：取消社會撫養費等制約措施、清理和廢止相關處罰規定，配套實施積極生育支持措施。該《決定》最引人注目的地方在於，儘管尚未在名義上直接宣布廢除計劃生育，但《決定》歷史性地取消了社會撫養費等相關處罰規定，實質上基本等於全面放開生育。

僅僅一個多月前，中央政治局召開會議決定實施三孩政策，允許一對夫婦最多可以生育三個孩子，可以簡單理解為「最多三孩政策」。而在7月20日公布的《決定》中，明確提出「取消社會撫養費，清理和廢止相關處罰規定。將入戶、入學、入職等與個人生育情況全面脫鉤。」也就是說，以往那種因為多生孩子而遭遇處罰的局面一去不復返，「一票否決制」這道緊箍咒被徹底解除。在此基礎上，《決定》還提出：「實施三孩生育政策及配套支持措施，促進生育政策與相關經濟社會政策同向發力，有利於滿足更多家庭的生育意願，有利於提振生育水平。」

上述規定意味着，計劃生育政策已經實際上剝離了限制生育的內涵，國家不僅允許一對夫婦生育三個孩子，而且會鼓勵一對夫婦生育三個孩子，同時也完全接受生育更多孩子的情況。用最簡單的一句話來概括就是，生育政策已經從「最多三孩」升級為「最好三孩」。這是一個巨大的轉變，實行了四十多年的限制生育政策，終於正式轉向鼓勵生育的政策。這個逆轉意義非同尋常，將對中國和世界產生深遠的影響。

應當說，生育政策的逆轉早在我們的預測和期待之中。但是僅僅一個月以後，生育政策就出現了如此大幅度的升級，一方面固然令人欣喜，另一方面也顯示出中國低生育率形勢所具有的嚴峻性。

多達二十九條的《決定》，涉及到鼓勵生育的各個方面。從幼託配套、教育減負、稅收減免、住房優惠、產假、女性就業平權到輔助生育等等。筆者以前所提到的各種鼓勵生育的政策建議，這次幾乎都被覆蓋到了，可以說是非常全面。當然，大部分政策目前還只是方向性的，未來需要具體的細化和落地。下面再就最重要的幾個方面進行一些政策的預測和建議：

（一）教育減負

《決定》非常正確和到位地提到了要解決「擇校熱」的問題。筆者曾指出，在教育普及化和公平化的大前提下，過早的教育擇校分層不僅沒有必要，而且激化了擇校和考試的壓力。筆者建議普及高中教育，並取消「中考」和「重點中學」，把高考以前的教育均等化，以減輕高考之前的擇校和考試壓力。未來再逐步普及大學本科教育，用大學生畢業考替代高考，進一步緩解高考和擇校壓力。當然，教育改革的問題非常複雜，目前在社會上並沒有達成共識，導致很多改革措施現在還未涉及到教育過早分層的根本問題，但教育壓力又是制約生育率提升的最重要的因素，所以期待未來出台更為大刀闊斧的教育改革措施。

（二）住房減負

《決定》也提到了對於多孩家庭給與購房優惠的政策方向。相對於教育來說，購房優惠比較容易快速見效。現在高房價地區的房價裏一大半都是土地成本，也就是政府的財政收入，完全可以把這部分作為購房補貼返回給多子女家庭，同時增加那個地方的建設用地指標。我們的土地政策應該跟着走，哪些地方有更多的人口流入，就應該給更多住房的用地指標，來增加供給和平抑房價。更好的思路是與鼓勵生育的政策結合起來，就是住宅供地跟着孩子走。

（三）稅收減免和財政補貼

《決定》提到了要修改個人所得稅法，抵扣嬰幼兒的照顧費用。這個方向是正確的，但是僅僅抵扣保姆的費用是遠遠不夠的。筆者做過測算分析，如果把現金獎勵、稅收減免和住房補貼等都加起來算等值的錢的話，鼓勵生育需要花GDP的10%的錢，才能把生育率提升水平，要花GDP的5%才能提升到發達國家的平均水平，要花GDP的2%才能提升到日本的水平。

有些學者質疑，拿出GDP的百分之幾，我們國家有這個財力嗎？當然是有的，關鍵是我們是否真正把人口當成基礎和戰略的資源，如果是，那就絕對有這個能力做到。

雖然中國的低生育率問題非常嚴重，比世界上絕大多數國家更加嚴重。但是生育政策這次實現了從「最多三孩」到「最好三孩」的快速升級，彰顯中央解決低生育問題的決心。如果能夠發揮出中國在制度和資源上的優勢，還是有望解決低生育率的世界難題。也只有力挽狂瀾地扭轉人口減少的趨勢，繼續維持中國的人口規模優勢，才能確保中華民族和中華文明長盛不衰。



第七次全國人口普查數據顯示，去年中國新出生人口為一千二百萬，比前年下降了百分之十八。

豪宅如何界定？



廖偉強

利嘉閣地產總裁

豪宅的定義一般都是以建築物坐落位置（Location）為主，但現時出現很多新興豪宅，包括港島東、西九龍、啟德及白石角等，這些位置以往不是豪宅地段，但經過發展商打造，以及周邊的配套，將屋苑包裝成新一代豪宅。然而，這些屋苑單位面積很參差，有些只有300至400方呎，金額亦只有千多萬，是否符合豪宅的定義？

筆者認為可以用以下標準去衡量豪宅的定義，除傳統的豪宅地段外，目前新發展地段需具備兩個標準，才可列入為豪宅。首先樓價必須超過2000萬元，達到政府收取印花稅的最高標準稅率4.25%，其次實用面積必須達到差餉物業估價署分類當中的D類別或以上，即是實用面積1076方呎或以上，能夠符合這兩個標準，才可定義為豪宅。

如何選擇屋苑才會增值？筆者認為，最容易觀察的就是有發展潛力的區域。例如當年的九龍站，發展商推出第一期項目的時候就必須入市，因為之後發展商會不斷提升價錢。這些區域的配套非常齊備，包括有機鐵站、高鐵站、大型商場、位置四通八達等。另一例子就是啟德區，發展更多元化，亦是未來的核心商業區，港鐵及其他交通工具的配合，發展商項目的不斷落成，這些因素都能推高樓價。

傳統區域的屋苑又如何選擇呢？除有港鐵外，最好有其他交通工具輔助，再加上名校網，或大型購物中心，更重要的是物業管理公司，這些因素都可提升物業價值，除受用家歡迎，更會得到投資者的垂青。

2019年中樓價歷史高位，如無意外將在今年三季度內突破，市場沒有明顯利空因素，隨之而來只有利好消息。兩地只要能通關，經濟活動就會再度活躍。未來十年，本港樓市仍然供不應求，相信入市者只有買貴，沒有買錯。