

近期關於美聯儲Taper（縮減買債）的話題備受關注，通過縱覽並思考輿論與關切角度，發現Taper邏輯思維與預期心理存在偏頗，理解力不透徹或解讀不精準將會對未來產生重大影響。這些問題的預期與現實背離嚴重，市場恐慌之中的理解不足是重點。而未來美聯儲、美國、美元將會更加積極主動調整，全球有點被愚弄或被擺佈的策略將會更加嚴重，對金融風險嚴重性的意識不清是關鍵。因此，針對市場Taper的焦點話題談以下三點意見，以利於市場有準備應對和風險透徹理解。

美收水進程三大疑問



▲聯儲局主席鮑威爾明確宣布今年年底將會縮減買債，並預告明年或會加息，現時市場有一種理解是收水不會對經濟金融造成很大震盪。

領軍智庫
中國外匯投資研究院
獨立經濟學家

首先，美聯儲Taper是應急投放，也是QE結構性配合財政政策不得已而為。美國乃至任何一個貨幣獨立

國家的財政與貨幣政策協調是金融乃經濟安全之本。歷史上諸多國家或地區金融危機都是財政與貨幣政策失調引爆的風險，至今美國背負全球最大債務負擔、貨幣特權依然堅固之下，美聯儲貨幣政策保駕護航失控的財政政策是觀察美國當前Taper的核心要點。一方面美國政府沒有發行貨幣權力，只有發行國債功能，而在財政赤字超標嚴重之下，美聯儲貨幣政策配合與支持財政為主的Taper，才是最重要的背景與環境。

1.美國國會批准國債發行規模，國債在公開市場買賣；財政部將拍賣交易中沒有賣出去國債全部送到美聯儲，這時美聯儲賬目上將這些國債記錄在「證券資產」項下。由於國債由政府以未來稅收作抵押，因此被認為是世界上最可靠的資產，美國政府信用資產以美元信用保證。2.當美聯儲獲得了這一資產後，用它產生一項負債，就是美聯儲支票。聯邦政府收到支票後，轉成政府儲蓄存在美聯儲賬戶上。3.最後聯邦政府開始花錢，大小聯邦支票構成貨幣流動性投向實體，收到這些支票的公司和個人將其存到商業銀行賬戶上，這些錢又變成了商業銀行儲蓄，被重新分類為銀行儲備，此時這些儲蓄已經由銀行的普通資產生成儲備金；美聯儲允許商業銀行保留10%的儲蓄做儲備，結果90%的資產被銀行用於發放信貸。然而，這並非美聯儲印鈔的簡單迴圈，Taper最大特點就美聯儲運作機制精準對標經濟實體和企業的事實，美國經濟在疫情與地緣複雜環境下堅韌穩健的增長與拉長經濟周期，這種現實是美聯儲貨幣政策與美國財政國債數量和結構的巧妙組合與發揮。

其次，美聯儲貨幣政策核心是美元流動性，這是美國財政與經濟獨具一格的特徵。美聯儲QE實行零利率或近似零利率的政策無空間之後，美聯儲就通過購買國債等方式增加基礎貨幣供給，尤其向企業和實體精準投放，但並非是向市場注入大量流動性。因為美聯儲收購或回購的是美國國債，但給予企業或實體的是現金、支票或流動性。而以救助家庭性命、企業流動性為主的QE，是美聯儲貨幣政策新組合和新特徵，其發放貨幣的功能精準定位與定向是疫情之下美聯儲QE的新形式和新路徑。由此，我們理解或解讀Taper需要明白其過程的來龍去脈。QE到Taper是美聯儲逐漸縮減資產購買至零的過程，實際上並不是緊縮，而是美聯儲資產負債表保持現狀，尚未達到緊縮貨幣時期，只有未來加息舉措出現美聯儲緊

美元貶值影響別國經濟

縮才正式開始。但這並不意味一味緊縮，目前美聯儲每個月1200億美元（包括800億國債和400億MBS），預計未來每月縮減120億購買規模，這也需要10個月左右才能完成。美聯儲貨幣投放已經達到極致，並超出法定指標，Taper將是美聯儲必然採取的手段，也是財政支持不會受到影響的唯一手段，此時和此舉最重要的還是財政與貨幣政策協調的結果。

目前值得關注的是，美國財政部最新月度顯示，外資連續4個月增持美國債，7月美國主權債券的收益回報為1.4%，比較今年年初1.8%左右收益率回落，這是美聯儲Taper準備退出的要素之一。此外，數據顯示，今年3月全球以美元計價的廣義貨幣（M2）供應同比暴增22%，到6月快速回落至10%左右。市場上增發的貨幣少了，投資和消費這兩大板塊首當其衝受到影響。而美聯儲收購國債並不意味刺激經濟，可能是貨幣管理體系的需要。當市場上流動性比較緊張時，美聯儲可能通過購買國債的形式將資金借給政府，政府向企業投放，美企盈利及經營效率利好的來源與美聯儲作為密不可分。美聯儲購買國債的錢如果是憑空印刷出來的，其購買國債雖然短期解決了流動性問題，但長遠來說會使流通中的美元增加，導致美元貶值，美元貶值與其他國家貨幣升值相伴而行，這與美聯儲的邏輯與操作密不可分。因為美國處於世界金融霸主地位，所以會對其他國家貨幣和經濟造成影響。

最後，美聯儲Taper的最終意圖與指向在於利率，這是目前美元匯率匹配的短板或缺失。Taper是相對QE的一種應急對策，初衷是因為疫情做出應對的舉措。疫情前美聯儲2013年開始QE緊縮，但2020年3月因疫情而起，美聯儲量寬政策側重通過企業或機構購買政府債券，每月投放1200億美元流動性。主要基於三個特殊原因。第一是疫情，第二是赤字，第三是美元升值。伴隨疫情投入加大，政府債務增長超規模，美債務前所未有的超過經濟體量，尤其前總統特朗普擾外激進與安內不足使美國面臨嚴峻風險時期。隨後拜登政府刺激計劃負債資金迴圈與出處面臨壓力，根據拜登政府財政預算，美國2021年財政赤字為3.669萬億美元，2022財年赤字為1.837萬億美元，預計未來10年美國聯邦政府債務累計將超過39萬億美元。美國政府債務運作模式本質上不過是發新債、還舊債的遊戲，循環往復沒有盡頭，而債台則越堆越高。因此，美政府所謂債務上限不過是看起來漂亮的擺設，借債度日就是美國的邏輯與活法。

由此，美財長耶倫再次呼籲國會提高聯邦債務上限，她認為美債違約將引發一場歷史性的金融危機，尤其是這場危機中美國將成為一個永久性

的弱國，過去美國信譽一直是戰略優勢。因此市場期待的美聯儲例會將如願發生變化與轉折是必然性，預計美聯儲Taper將分階段推出，緊密跟蹤經濟形勢和重點監控是根本指引，但美聯儲Taper進程將面臨三個疑問，未來前景並不清晰。

第一個疑問是美聯儲加息時間提前。根據目前美國通脹數據，美聯儲政策初衷受到的挑戰較大，尤其伴隨國際石油價格和美國房價上漲態勢，進而預示美國通脹將不可避免繼續上行，這似乎並非像美聯儲所言通脹短期化。特別在美國通脹組合之中，能源、交通以及住房價格對通脹佔比較大，通脹基礎現實是高企水準的基礎與背景，未來美聯儲加息勢在必行。目前與之前預測比較，美聯儲對2023年前不加息預期已經鬆口，今年底加息概率已展現。畢竟美元利率是美元貨幣短板，並不利於美元特權發揮與運用。

第二個疑問是美元升值或貶值走勢。按照市場基調的反應似乎上半年美元貶值備受關注，但實際上最終美元升值是基本走勢，半年美元升值2.7%，這與市場評論與大多數時間走勢不一樣，美指在達到93點之後一路下挫時間較長，並且維持相對低水準明顯。尤其面對上面債務與赤字壓力，美元升值不利明顯，美元貶值必然有利。當前美國財赤達到2.06萬億美元，美元走勢則是順勢而為貶值的極佳時機與手法。

預計收水進程將隨時調整

第三個疑問是美國經濟與美股配合。目前市場預計美元升值偏多，實際走勢對標依然是貶值手法。然而未來美國經濟波動向下、股市暴跌行情是否輔助美元報復性下跌或是外匯市場最大黑天鵝事件。美國經濟波動在所難免，經濟周期是自然現象，而經濟結構存在分化已經展現現經濟與傳統經濟脫節，科技股與工業股、製造業與服務業分道揚鑣，服務業和製造業已經呈現下行。美股調整有利於擠壓資產泡沫的風險，進而達到緊縮貨幣客觀環境信心和心理對接，經濟與股指協同有利於美加息與貨幣政策轉身，反之則進一步達到美元貶值，以及貶值期間霸權地位與威力不變的事實和現實。但是美國經濟增長作為全球引領與優越局面不變，美股長期牛市繼續，周期拉長的經濟與股市繁榮將更加有利於美國政策實施與發揮。

綜上所述，預計美聯儲Taper將循序漸進有推推進，並且將隨時調整，甚至根據經濟狀況有進有退並不固化或僵化實施，這是基於美國優勢與問題並舉特性所為的特殊性與特別所在，與眾不同是美國因素的獨特與獨到所在，市場必須清楚美元邏輯、美債特性、美聯儲特別以及美國思維的道理與未來訴求，這樣環境下理解美聯儲Taper將更加務實或清晰未來。

淺談能耗雙控對內地工業影響

中金點經
彭文生

中金公司首席經濟學家

8月中下旬以來，內地部分地區在「能耗雙控」目標的約束下大幅限產，對短期工業生產形成影響。8月國家發改委發布《2021年上半年各地區能耗雙控目標完成情況晴雨表》顯示，全國19個省份為一級、二級預警。隨後各地相繼出台嚴格的限電限產舉措，包括江蘇、廣東、雲南省等，對化工、鋼鐵、有色金屬、非金屬建材等行業進行限產。雙控政策對經濟的短期衝擊主要集中體現在9月份的工業生產，我們從兩個思路來考察能耗雙控的影響：

一，考察分行業的變化和投入產出視角下的影響。能耗雙控主要針對「兩高」專案，包括煤電、石化、化工、鋼鐵、有色金屬冶煉、建材等6個行業類別。根據9月發電日耗煤量、鋼鐵周產量、水泥開工率等高頻數據估算，能耗雙控對相關行業生產的拖累約在3%至5%。按照這6個產業的降幅來估算，9月工業生產受拖累約1.5%。假設這種供給約束向下傳導，受影響較大的行業包括非金屬礦物製品業、金屬製品業、建築業等。

二，參考秋冬季環保限產對工業生產的影響。2017年首次執行京津冀地區秋冬季環保限產，對相關省份工業增加值平均拖累約3%。長三角2018年也開始執行秋冬季環保限產，但政策相對溫和，江浙兩省工業增加值拖累約0.5%。我們以這兩個案例為基準，假設紅色預警省份採取更嚴格措施、工業拖累3%，黃色預警省份政策相對溫和，工業拖累0.5%，其餘省份不做大規模額外限產，則對工業生產總的拖累約為1.3%。

除了能耗雙控的短期衝擊，電力供給不足也導致了7月以來持續性的限電限產。在需求端，受出口、氣溫等因素支撐，中國用電需求居高不下。1至8月全社會用電量同比增長13.8%，比規模以上企業發電量增速高2.5個百分點，創下2003年以來增速差的最大值，反映了用電緊張的格局。在供給端，水力發電同比負增長，火力發電則受到煤炭生產監管、進口煤炭減少等約束，難以彌補電力供給缺口。未來電力短缺對工

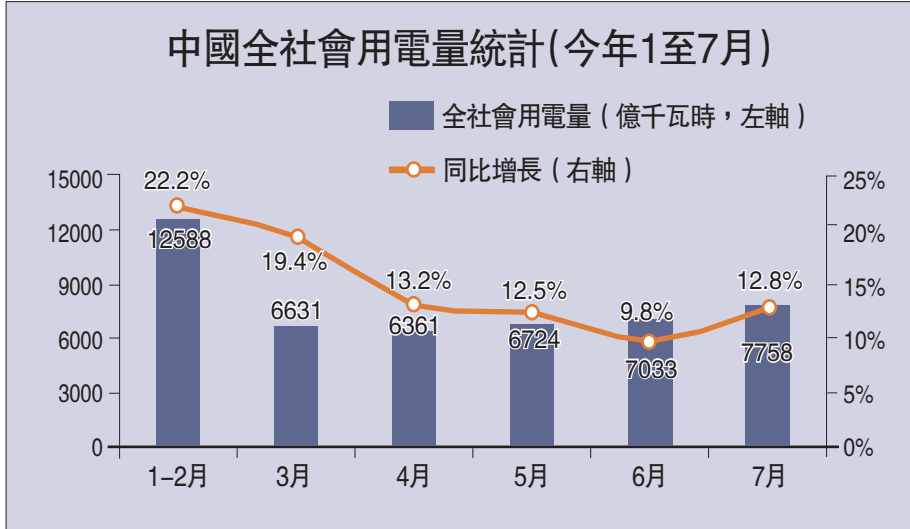
業生產和居民生活的影響，或持續體現。

能耗雙控政策的影響可能持續到年底，但4季度較9月會有邊際改善。多數地方的能耗雙控、限電限產政策截止時間並未明確，部分地方政策暫定截至9月底，比如江蘇、浙江等地一些階段性限產舉措；也有些省份或城市的政策，將特定領域的限產持續到年底，比如雲南（黃磷、鋁、工業砂等）、廣西（電解鋁）、新疆（電解鋁）等。總體來看，四季度工業生產仍然會一定程度上受能耗雙控政策的壓制，但在邊際上會較9月有所好轉。綜合考慮9月能耗雙控對工業生產的拖累，以及工業增加值佔GDP比重，我們預計9月生產收緊對三季度經濟增速的影響在0.1—0.15個百分點。

展望四季度，考慮到執行階段性政策的省份的工業體量，明顯大於將限產政策持續到年底的省份；並且持續到年底的產業政策，主要是針對特定領域（比如電解鋁等）。9月份生產「急剎車」，可能更多是為了突擊完成第三季度的能耗雙控目標。中性情形下，我們假設目前受到能耗雙控影響的工業生產中，有30%的比例在四季度仍然受到壓制，那麼四季度經濟增速受到的拖累約在0.1—0.15個百分點左右。未來還需關注三季度晴雨表發布後能耗雙控政策的變化。

消費物價將回升

供給約束支撐上游工業品價格，PPI同比增速年內或在9%以上，但上游漲價對中下游盈利空間的擠壓加劇，貨幣政策將保持穩中偏鬆態勢。我們認為，伴隨採暖季臨近，煤價或仍將堅挺；各地鋼鐵限產的同時，地產、城投嚴監管也抑制了需求，鋼價或繼續5月以來的震盪態勢；國際油價、銅價受疫情擾動外出和生產、供給逐步釋放、Taper臨近等因素影響，可能延續近月的高位震盪態勢。我們預計，年內PPI同比或維持在9%以上，CPI同比逐步回升、11月後升至2%以上。在原材料價格大漲、生產受限、運價高企的情況下，中下游利潤空間受到擠壓。7月降準後流動性偏鬆，近期利率市場的變化，可能更多反映了政府發債加速等因素的擾動，貨幣政策穩中偏鬆的態勢並未轉變。



港銀申請內房按揭 免匯率風險

談樓說按
王美鳳

中原按揭經紀
董事總經理

上期提及香港銀行為港人提供內房按揭，具低息及便利等優勢。事實上，自廣深港高鐵及港珠澳大橋通車後，市場憧憬「粵港澳大灣區」內城市群形成交通便利及功能互補的商業圈及生活圈；未來待深中通道建成後，珠江口東西兩翼與港澳更緊密連接，粵港澳大灣區之交通流動將更為順暢。

現時大灣區內地城市樓價主要仍低於香港，加上升值潛力大，故此不少港人亦考慮於大灣區內置業。根據中原大灣區指數，今年上半年已錄得6.9%升幅，個別內地城市房價升幅更達16.5%。

雖然2019年底內地放寬港人在大灣區城市購房限制，便利香港居民在大灣區內地城市購買房屋，但為防樓市過熱，不同內地城市仍然會按市場情況實施調控及限購政策，有意置業人士應先了解有關限制。

銀行為港人提供的內房按揭以港幣

作為貸款單位，故此供款不受每月匯率波動影響。現時銀行提供內房按揭的貸款金額最高可達1500萬至3000萬，大部分銀行暫時限於接受商品房（類同住宅）為主，較少接受公寓、商用物業類別之按揭申請。在按揭申請過程中，借款人同樣需要提交足夠的入息證明以確定其還款能力，當中包括最近三個月糧單、顯示薪金入賬之銀行月結單及稅單；若屬於自僱人士，則需要提交最近三個月公司銀行賬戶紀錄，以顯示近月淨資金流入，以及最近一年已審核之審計報告、稅單及公司查冊等，另外是一些證明文件包括身份證、回鄉證、住址證明、首期證明及住房銷售合同或認購書等。

大多港人對內地房貸準則並不熟悉，現時香港銀行提供之內房按揭計劃可讓港人購買內地住房後一條龍在港辦理按揭，過程中由香港銀行職員向借款人解答疑問及辦理申請，客戶感覺語言溝通和手續上更為便利。

雖然現時銀行承造內地樓盤範圍仍然有限，但相信業務繼續發展下，地區範圍將會持續擴大，提供更大便利予港人。