



►俄烏衝突可能會加劇國際貨幣體系的燻變，美元的霸權地位或受動搖。

一項有趣的統計顯示，自1450年以來，葡萄牙、西班牙、荷蘭、法國、英國的貨幣都曾擔任過全球儲備貨幣，且每種貨幣獨領風騷的時間在80年至110年之間。而自1920年起，美元事實上已經開始擔任全球儲備貨幣了。那麼，如果歷史規律重演的話，美元的全球儲備地位可能會在2030年左右被撼動。一旦這一現象發生，哪種貨幣將有潛力來替代美元呢？

美元霸權根基動搖

世經明察 張明 中國社科院金融所副所長

美元真正被世界各國公認為全球儲備貨幣，是在1945年布雷頓森林會議召開之後。二戰後形成了「布雷頓森林體系」。該體系的特點是所謂的雙掛鉤制度，也即美元與黃金掛鉤，其他貨幣與美元掛鉤。「布雷頓森林體系」成功運行了20年，但自1960年代後半期開始，該體系的問題突顯。隨着歐洲與日本經濟在二戰後快速復甦，美國經濟的絕對優勢逐漸被削弱。「特里芬難題」開始浮出水面。

所謂「特里芬難題」是指，為了維持全球經濟對儲備貨幣的需求，美國必須源源不斷地輸出美元；但隨着全球美元規模的增長，其他國家對美國維持美元與黃金掛鉤的能力產生懷疑。事實上，從1960年代後半期開始，以法國為代表的一些西方國家開始用美元兌換黃金。隨着美國黃金儲備的快速下降，尼克松政府在1971年宣布美元停止與黃金掛鉤。「尼克松衝擊」被認為是「布雷頓森林體系」終結的標誌。

1970年代全球經濟面臨兩次石油危機造成的滯脹時代，這一時期也成為國際貨幣體系的轉型期。在1976年牙買加會議後，國際貨幣體系逐漸向「布雷頓森林體系II」轉變。

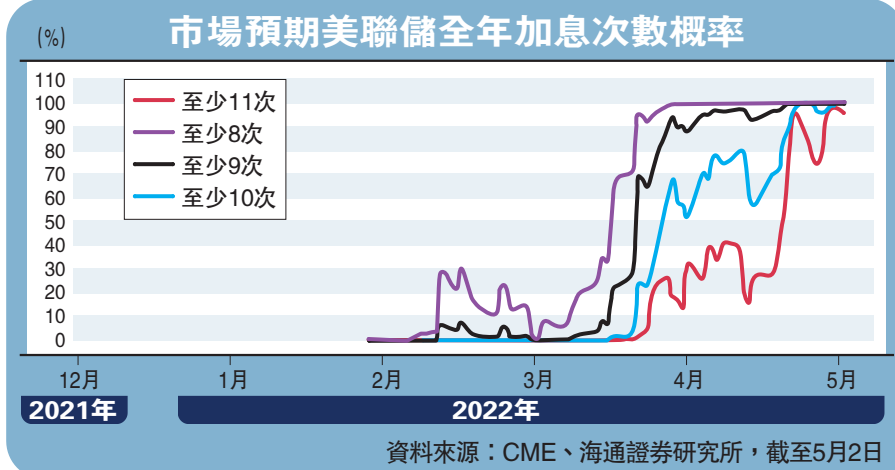
「布雷頓森林體系II」的最大特點，是脫離了黃金錨之後的美元繼續充當全球儲備貨幣。出口導向型新興經濟體（亞洲四小龍、四小虎與中國等）向美國輸出商品換取美元，資源出口型經濟體（中東國家、俄羅斯等）向美國輸出資源換取美元，上述兩類國家再將很大一部分美元作為外匯儲備重新投資於美國的安全資產（尤其是美國國債）。換言之，在「布雷頓森林體系II」之下，美國必然存在大規模的經常賬戶逆差和資本賬戶順差，而外圍國家必然存在大規模的經常賬戶順差與資本賬戶逆差。

聯儲局收水風險外溢

在「布雷頓森林體系I」之下，黃金是錨定全球貨幣體系的穩定源。至於在「布雷頓森林體系II」之下，美國聯儲局的貨幣政策信譽成為錨定全球貨幣體系的穩定源。外圍國家認為，獨立性很強的美聯儲將會以穩定國內經濟增長與通貨膨脹為基礎、實施負責任的貨幣政策，而後者將會帶來美元匯率，以及美元安全資產的價格穩定。

進入21世紀之後，全球一度出現了顯著的經常賬戶失衡現象。換言之，中國、德國、石油輸出國等國家積累了持續大規模的經常賬戶順差，而美國積累了大規模的經常賬戶逆差。順差國擁有逆差國的大規模債權。當時，中國等債權人擔心，一旦美國政府的外債負擔不堪重負，美國可能通過美元大幅貶值來降低真實外債水平，這將給全球債權人造成重大損失。

在次貸危機爆發後，為了應對危



資料來源：CME、海通證券研究所，截至5月2日

機與提振經濟，美聯儲花費了5至6年時間實施了三輪量化寬鬆政策，將美聯儲總資產從1萬億美元以上激增至4.5萬億美元左右，由此造成的全球流動性氾濫，極大地推動全球資產價格上漲（尤其是美國股市）。但有趣的是，在此期間，美匯指數（也即美元兌其他主要發達國家貨幣的加權平均匯率）不降反升。尤其是在歐洲主權債危機重創了歐元之後，美元的全球儲備貨幣地位在次貸危機爆發至今總體上先升後降，大致不變。

在新冠疫情爆發後，美聯儲的量化寬鬆政策可謂變本加厲，僅僅在兩年內就將其總資產從4萬億美元提升至9萬億美元；美國股市再次隨着量化寬鬆政策的實施而水漲船高；美匯指數整體上依然保持相對強勢。

事實上，無論是次貸危機還是新冠疫情，全球其他國家都對美國國內貨幣政策的負向溢出效應很有微詞。美國人只願提振國內經濟增長與維護國內金融穩定，實施了極其寬鬆的貨幣政策，這種政策加劇了全球的流動性過剩，推高了新興市場國家與發展中國家的負債水平，增加了後者的金融不穩定性。然而，美國人「哪管外部洪水滔天」，一旦國內經濟復甦導致通脹率上漲，美聯儲就會開始收緊貨幣政策，這種貨幣政策的持續收緊又會給外圍國家造成新的負面衝擊。

雖然其他國家對美國國內貨幣政策的負面溢出效應持批評意見，但美國政府依然我行我素。美元的國際地位並未顯著削弱，其中最重要的原因是美元缺乏競爭力足夠強的對手。歐元、人民幣、英鎊、日圓等貨幣，在短期內仍難挑戰美元的中心地位。

不過，2022年俄烏衝突的爆發可能會加劇當前國際貨幣體系的燻變。俄烏衝突後，以美國為代表的發達國家對俄羅斯實施了多項金融制裁，包括將俄羅斯部分銀行列入SDN（特別指定國家）名單、將俄羅斯部分銀行剔除SWIFT（環球銀行金融電信協會）國際資金清算系統，以及部分凍結俄羅斯的外匯儲備與黃金儲備。

對當前國際貨幣體系的重大衝擊，在於美國與部分歐洲國家凍結了俄羅斯的外匯儲備與黃金儲備，這就破壞了迄今為止全球最重要安全資產（美國國債）的安全性。

如前所述，「布雷頓森林體系II」存在的基礎，在於中國等經常賬戶盈餘國堅信美國國債是全球最安全的資產，美國政府不會賴賬。但隨着今年以來美國政府陸續凍結阿富汗，以及俄羅斯持有的美元資產，這就意味着

美國政府不再遵守市場規則（哪怕是名義上的）。其他國家對美元安全資產的質疑，自然就會動搖當前國際貨幣體系的根基。

對中國、沙特阿拉伯、印度等持有大量外匯儲備資產，但並非美國盟友的國家而言，這意味着投資於美國國債未來將不再安全，美國政府在全球金融市場上的聲譽可能完全臣服於其地緣政治的考量。一旦美國國債失去了全球最重要安全資產的地位，那麼美元在國際貨幣體系中的地位無疑也將顯著下降。

本次美國聯合部分歐洲國家與日本制裁俄羅斯的現實，向很多國家生動地說明，僅僅在美國及其盟國內部多元化資產，是不能抵禦多國聯合制裁這一系統性風險的。那麼還有什麼別的選擇呢？如果國際通行的信用貨幣不再可靠，那麼將更高比例的主權外匯資產配置到實物資產上，尤其是大宗商品之上，就變為了一種明智選擇，這種選擇對於非常依賴大宗商品進口的國家而言尤其重要。其中的邏輯非常簡單，既然積累美元儲備的目的在於應付未來較長時期的進口，那麼由於美元資產變得不太可靠，那麼不如直接用於進口大宗商品。這就是瑞士信貸分析師Zoltan認為，全球將會步入「布雷頓森林體系III」，而新的國際貨幣體系下，美元和大宗商品將會分享儲備貨幣地位的邏輯。

國際貨幣體系碎片化

筆者認為，俄烏衝突的爆發很可能意味着，自布雷頓森林體系成立以來形成的單一儲備貨幣體系，將會轉化為多元儲備貨幣體系。

在多元儲備貨幣體系下，可能形成多層次的全球儲備貨幣。例如，美元、歐元、人民幣、英鎊、日圓等多種貨幣都可能分擔國際儲備貨幣的職能，其中美元的佔比可能顯著下降，歐元與人民幣的佔比可能明顯上升。這種碎片化的儲備貨幣格局當然會影響效率，但卻和新冠疫情後變得碎片化的全球供應鏈體系相互匹配。俄烏衝突爆發後可能加劇的全球地緣政治衝突格局，並強化國際儲備貨幣的碎片化。

總而言之，大國博弈、全球疫情、地緣衝突多重壓力下，全球化可能回潮，經濟與金融全球化都可能讓位於區域化與碎片化的合作。這一趨勢體現在貿易端，就表現為全球供應鏈的區域化與縮短。這一趨勢體現在金融端，就可能表現在國際儲備貨幣的多元化與國際貨幣體系的碎片化。

財赤飆升 美債息難長期高企

灣區問道 王龍 大灣區金融家協會主席

近期美國國債收益率大幅攀升，10年美債息率盤中一度升破3%，後續走勢會如何？眼下市場多從通脹、就業等方面進行討論，筆者嘗試從另外一個角度——美國政府的財政赤字來分析這一問題。

利息淨支出逐年遞增

經歷2008年次貸金融危機之後，美國政府的赤字逐漸失控，政府公共債務從2007年的5萬億美元（佔GDP約為35%），至2021年大幅增加到23萬億美元（佔GDP為103%），在短短14年間，美國政府公共債務暴漲3.6倍。此外，2021年美國國債利息支出高達4214億美元，且債務利息淨支出從次貸金融危機以來逐年升高。

那麼，美國政府的財政赤字是否可以持續？國家債務的可持續性問題是非常複雜的。

中國歷代王朝的衰落原因都可追溯到財政危機，從而導致政府無節制的徵稅，最終民不聊生、不得不反。例如漢朝的鹽鐵專營等機制都是中央稅收的畸形產物，帝國崩潰也是因為財政紀律的失效。

近現代各國政府均採用臨時國債的方式臨時解決財政問題，但這種方式也會導致財政危機的出現，內債失控可能導致政府的信譽問題，外債失控（對外舉債）可能導致外債違約，結局都是匯率大幅貶值、經濟凋零。在此其中，外債失控往往更加容易導致經濟危機，例如1982年的拉美危機就是當地政府在經濟高速增長時期大量借用外債飲鴆止渴，當美元收緊時，本國匯率大幅貶值，爆出大量主權債務違約並引發經濟危機。

因此，從歷史角度來看，政府的財政健康是一個亙古不變的目標，即使在當代，政府可以通過對內和對外發行國債臨時滿足財政的需求，但長期的政府赤字也必然會導致當局貨幣出現大幅的貶值。

當然，探討當代的財政赤字是否會演化成財政危機，是一個非常長期的話題。

短期來看，美國政府出現財政危機

的概率可能不大，而且比較難出現類似1982年拉美國家爆發的主權債務危機。最根本的區別在於，拉美危機是外債危機，而美國政府更多舉債的是本幣美元。不過，長期無法控制的美元赤字必然會導致美元的長期走弱。由於這個問題複雜且需要長時間觀察，筆者在這裏不對政府的財政問題再深入討論，而把重心放到美債利率曲線上。

那麼，從美國政府的財政極限來看，在本輪聯儲局的加息周期中，美債收益率曲線大幅攀升對美國財政壓力有多大？

2020至2021年期間因為疫情，美國財政赤字大幅飆升到3萬億美元，顯然這並非常態。截至2022年1月31日，美國未償聯邦政府債務餘額約30萬億美元，其中公眾持有的債務約23.5萬億美元，政府間債務約6.5萬億美元。

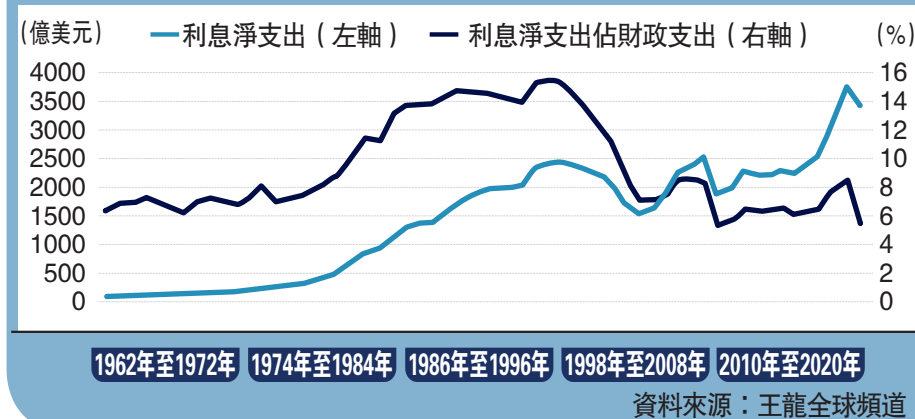
如果美國政府公共債務的加權成本（美債加權收益率）長期維持在3%及以上，那麼利息支出為6900億美元以上，2021年財政支出為6.82萬億美元，佔財政支出的比例約10%，佔正常年份的財政赤字比例為69%（正常年份財政赤字按1萬億美元計）；如果美國政府公共債務的加權成本長期維持在4%及以上，那麼利息支出為9200億美元以上，2021年的財政支出為6.82萬億美元，佔財政支出的比例為13.5%，佔正常年份的財政赤字比例為92%。

財政壓力有爆煲之虞

事實上，自2015年聯儲局上一輪加息周期以來，美國財政利息淨支出值就開始大幅上升，在本輪加息周期中，如果利率保持高位，可以預想到未來政府財政利息淨支出可能會進一步上升。根據美國國會辦公室（CBO）關於每年政府財政赤字的預算（2022至2031年）來看，2022年開始，美國年度財政赤字預計將回到1萬億美元或以下的水平。當然，如果美國政府無法有效控制財政開支，今明年將會面臨政府頻繁停擺的風險。

假設美國政府能夠遵守CBO設定的政府財政赤字預算，那麼未來5年，美國財政赤字將控制在1萬億美元左右的水平，這意味着美國政府需要絕對控制住利息支出的問題。否則，每年的債務利息支出可能會接近年度財政赤字的100%，美國政府將處在一個難以承受的境地。

美國財政利息淨支出及佔財政支出比例



資料來源：王龍全球頻道

防疫措施鬆綁 樓市轉活

樓市強心針 廖偉強 利嘉閣地產總裁

回看第五波新冠疫情初期，很多市民對樓價走勢都感到悲觀，專家也即時修正全年預測，原因在於疫情的影響不知何年何月完結。當悲觀情緒出現，大家就會把不同的利淡因素持續放大，例如美國加息潮、俄烏衝突、中美關係等，但這些因素會否對樓市需求有嚴重影響呢？

筆者認為上述影響在所難免，但香港人對房地產的需求與其他國家及地區不一樣。

首先，香港的私營房屋從來都是供不應求，再加上有能力入市者大有人在。據政府統計，香港私營房屋約130萬個單位，已經供滿按揭佔66.1%，這些業主套現能力十分強，只要按揭部分就有足夠資金再次選購單位，亦能夠將換樓鏈啟動去激活樓市。

事實上，新冠疫情亦改變香港人對房地產的需求，有能力買家更開始追求空間感，因為留家的時間增加，如果居住環境狹窄，會影響心情及心態。部分有能力入市的買家，則選擇租住單

位作為短期解決方案，所以疫情期間的租務仍然活躍，再加上在家工作已成為不少打工仔常態，家居的布置及環境亦是重要考慮。

還有其他因素亦正在推動樓市，例如今年的財政預算案進一步放寬按揭保險樓價上限，這些立竿見影的因素，確實可以激活樓市。

政府每年公布總體房地產成交數字，以香港740萬人口當中，每年只要1%有能力的購買力入市，足以消耗全年成交量。

香港是繁榮及繁忙的都市，港人生活步伐相對其他地方快。每個城市都有其獨特性，香港人處事應變迅速，加上資訊科技發達，訊息流通容易，港人的反應及心態亦很容易隨機應變。

最近政府公布進一步放寬社交距離限制措施，市民已經急不及待出外消費，房地產買賣再度活躍起來，大部分業主已經不願減價，買家擔心樓價會一觸即發，「執輸行頭，慘過敗家」的心態一窩蜂出現。發展商有見及此，亦擔心客源會被消化，無不加快推盤步伐，令市況迅速轉旺，香港樓市的非凡韌力可見一斑。因此，筆者絕對相信房地產在香港這個彈丸之地，未來仍然是天之驕子。