



▶針對發放數字人民幣補貼的方式，分析建議，應向符合要求的特定群體直接發放。 中通社

全球糧價易漲難跌

春實秋華 梁中華
海通證券
首席宏觀分析師

今年以來，尤其是俄烏問題爆發後，除了油價飆升引發關注以外，全球的農產品價格大漲同樣可能產生影響。由於有廣闊的黑土地資源，俄羅斯和烏克蘭在全球的多種農產品供給中佔據了「舉足輕重」的地位。穀物方面，兩國的小麥、大麥年出口總量佔到全世界的四分之一，烏克蘭還是全球第四大玉米出口國，佔比接近15%。食用油方面，俄烏的葵花籽油出口佔到全球的60%以上，菜籽油的出口份額也超過10%。

2月下旬以來，供給收緊的預期迅速推動相關農產品價格，而且在低庫存、緊供給的背景下，價格波動進一步被放大。穀物中，小麥和玉米價格快速衝高。作為世界四大油脂之一，若俄烏葵油供給出現中斷，替代效應下，對豆油和棕櫚油的需求也將明顯增長。因而植物油價格也出現全面的上漲，尤其是兼具食用油和工業用油屬性的棕櫚油，最高漲幅在30%左右。

在全球糧價上漲的帶動下，中國的農產品也出現了一定的漲價壓力。3月進口農產品，包括棕櫚油、高粱、大豆的價格都比1月的時候出現明顯的上漲，除了棕櫚油漲幅超20%外，大麥、大豆的進口價漲幅也分別達7.4%、5.1%。國內的農產品現貨價也普遍出現了一定幅度的上漲，今年以來國內大豆和小麥價格漲幅接近10%和15%，豆油（23.3%）和棕櫚油（64.3%）的價格漲幅則更加顯著。

再加上國內疫情對春耕的擾動仍在，中國糧價也將易漲難跌。通常中國的春耕時間在3月-5月，正值本輪疫情的擴散期。而且疫情比較嚴重的地區主要有吉林和上海，吉林是重要的農業生產地，糧食產量佔到全國的接近6%，需要持續關注疫情對農業生產的擾動。

從實際情況看，吉林在4月中旬完成了社會面清零，而後全力確保春耕生產時序推進。截至5月2日，吉林全省糧食作物完成播種1416.99萬畝，整體播種進度同比快3.82個百分點，勢頭向好。但從全國貨運數據看，主要糧食生產區依然會受到物流、勞動力流動阻滯等的影響，尤其是吉林地區的貨運同比雖然降幅達七成，但仍可能抬升生產和運輸成本。

另外，受去年秋汛影響中國冬小麥大面積晚播，當前整體長勢不及上年及常年同期水平，今年冬小麥面臨減產壓力，市場惜售情緒也推升小麥價格。

中國糧食庫存充裕，儲備糧政策穩價能力仍強。除了較高的自給率外，現階段中國三大主糧的庫存消費比均遠高於聯合國糧農組織提出的17%-18%安全水平，尤其是兩大口糧，小麥和稻穀庫存基本相當於一年的國內消費量。配合較強的糧食收儲調控能力，主糧價格超預期上漲的可能性很小。

所以，考慮到海外通脹的輸入以及國內疫情的擾動，中國農產品價格或將易漲難跌，但有儲備糧政策的調節，整體漲價壓力可控。

金融市場面臨挑戰

至於對整體通脹的影響，糧食價格向CPI（消費者物價指數）的傳導有兩種途徑：首先，糧食價格可以直接拉動CPI，但CPI糧食項的權重較低（2022年約佔2%），因而糧價上漲對CPI產生的直接擾動較小；其次，作為飼料，糧價上漲會推升生豬養殖成本，進而影響豬肉價格，這將會對CPI產生更明顯的作用。

豬飼料中的常用糧食成分有玉米、大豆、高粱等，受進口價格上漲的影響，豬糧的價格可能仍將上行，增加養殖戶虧損。在持續虧損的影響下，3月能繁母豬加速去化（環比-1.9%），行業產能出清有所提速。節奏上，短期豬價的快速上漲主要是由於部分地區出欄受阻疊加終端消費囤貨需求拉動所致，持續性不強，後期或仍將有所回落。不過，筆者預計到三季度生豬供應或有明顯下降，屆時或有可能看到豬價上行週期的開啟，拉動CPI企穩回升。

儘管中國受到的影響相對可控，但需要關注糧食漲價可能導致的其他新興市場風險。全球糧價上漲，像埃及、土耳其、利比亞、黎巴嫩等這些嚴重依賴從俄烏進口糧食的國家，首當其衝受到影響。一方面這些國家將面臨的通脹壓力將進一步加劇，3月黎巴嫩CPI同比已經升至200%以上，土耳其也達到70%（4月）；另一方面，進口大增也將影響國際收支情況。而且這些新興市場國家，本就面臨着美歐收緊、貨幣貶值的衝擊，外債償付負擔趨於上升。再加上進口支付增加，經濟金融市場穩定無疑面對更大挑戰。

斯里蘭卡就是一個先例。截至3月底，斯里蘭卡外匯儲備僅剩19.3億美元，無力償還外債（2021年底短期外債約84億美元），也無法應對不斷漲價的燃料、食品進口支付。今年4月斯里蘭卡總統曾一度宣布全國進入公共緊急狀態，目前當地也依然處在能源短缺、供電緊張、物資緊缺的困境中，民眾抗議活動持續發生。

派數字人幣「紅包」穩經濟

澤被萬物 趙建
西澤研究院院長

動態清零仍然是當前符合國情的抗疫模式，但需要為過渡時期做準備。也就是說，在動態清零作為前提的情況下，需要將防控疫情的次生災害放到越來越重要的位置。現在的目標應該是「兩個清零」：一是病毒本身的清零；二是次生災害的清零。可以說，這兩個清零有一個做不到，都很難說是戰疫取得真正的成功。

為什麼這麼說？因為清零不是目的，人民群眾的平安健康，以及在此之上的幸福感才是最終目的。在這方面，深圳與合肥做得比較好，同樣是動態清零，由於一是速度快，響應及時，二是民生保障跟得上，三是廣泛聽取並處理社會上的各種關切和問題，因此同樣是動態清零，能較好地平衡好「兩個清零」的矛盾，值得其他地區學習。

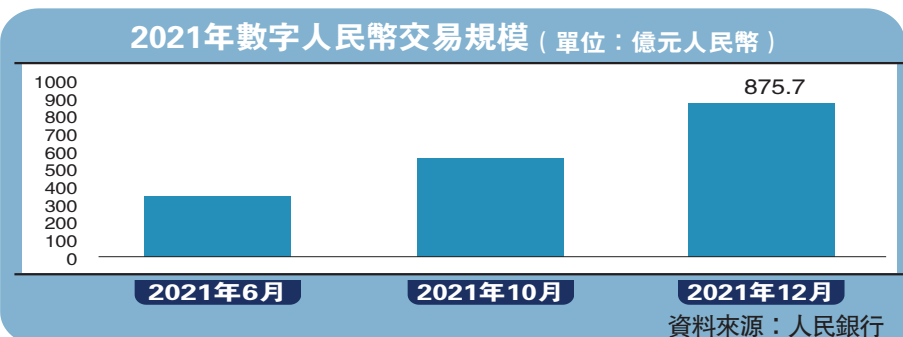
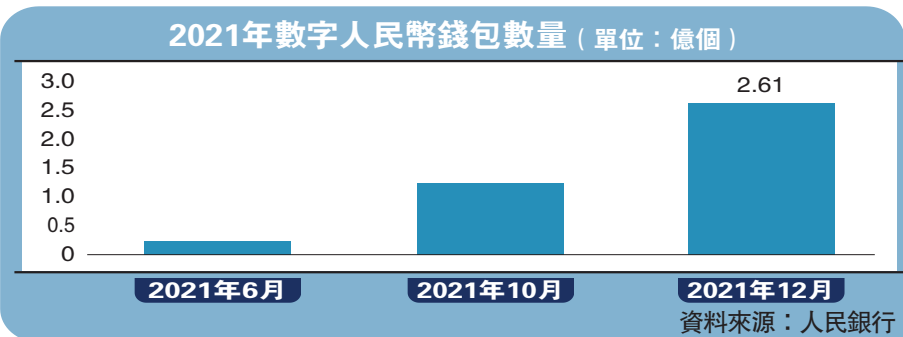
再進一步來說，防疫是全國一盤棋，病毒防控只是問題的一部分，應該將防疫與其他幾個攻堅戰：扶貧、防風險、共同富裕等有機的結合起來。應該站在長期戰略的角度去抗疫，畢竟疫情防控制只是暫時的，總是要回歸到正常的社會生活。因此在制定和實施防疫政策時，應該要考慮到病毒清零之後，正常的社會生活能否快速恢復。

信貸擴張遭遇瓶頸

在整個防疫過程中，為抗擊疫情護航的宏觀經濟政策特別重要。但與其他政策相比，疫情時期的宏觀政策難點在於，疫情防控制帶來的次生災害產生的衝擊是不一樣的，帶有明顯的結構性特徵。以經濟衝擊來說，受到傷害最大的群體包括：中小企業、個體戶、跨國公司、高新技術企業等。這些企業是中國改革開放以來積累的生力軍，吸收了大量的就業、繳納了巨額稅收、做着最前沿的創新探索工作。因為採用的是現代型、市場化和專業分工程度非常高的生產模式，企業經營生態非常複雜、精緻，同時又非常脆弱，一旦資金鏈和供應鏈受到衝擊，在一定時間內就很難恢復。

2020年疫情發生後，中美兩國同時採取積極寬鬆的宏觀政策以對沖巨大的外部衝擊，力挽經濟金融危機之狂瀾。但兩國選擇了不同的方式：美國除了一般的量化寬鬆手段外，還史無前例的向個人賬戶發錢，發放主體不僅局限於美國公民，還包括在美國境內居住的符合要求的（比如有社保）居民。粗略估計，疫情以來美聯儲通過直接發放到個人手中的錢超過兩萬億美元，其他的福利財政支出總計超過五萬億美元。這些特殊時期的特殊舉措，較為成功的解決了疫情封閉期間的民生問題，使得疫情衝擊期間沒有發生通縮。但通脹數據創下半個世紀新高，這又迫使美聯儲不得不加快加息縮表的節奏，引起全球新的一輪金融動盪。

與美國利用美聯儲直接「撒錢」不同，在危機面前，中國動用的是強大的商業銀行系統。在疫情1.0與2.0



階段，中國宏觀政策相對來說具有較高的「戰略定力」，向社會投放貨幣一直堅持通過商業銀行的信用渠道，無論是普惠貸款或支持地方政府投資。這裏最大的不同之處在於，美聯儲向民眾直接發錢，是完全的轉移支付和再分配性質，不具備任何生產性。而通過商業銀行投放貨幣，由於銀行按照風控標準僅對具有抵押品、生產能力和未來現金流收益保障的項目放貸，保證了貨幣派生的生產屬性，最大化減少了對實體經濟供給和需求兩側的擾動，在保住市場主體的同時，也保住了就業、稅源和經濟增長，可謂「一石雙鳥」。

然而，動用商業銀行系統投放貨幣也存在較大的問題：一是提高企業主體的槓桿率。相比之下，美聯儲給個人和小微企業的資金是「淨資產」，槓桿加在政府身上。二是要有充足的企業信貸需求，在經濟下行期如果企業因為信心和預期原因不願貸款，銀行也沒辦法投放。三是要有足夠的合格抵押品和授信項目，如果沒有，銀行的風控標準也無法通過授信。四是衝擊沒有造成大面積的企業破產，如果大量的企業破產，銀行也是巧婦難為無米之炊。

財政補貼提振消費

在疫情對經濟造成重大衝擊下，通過商業銀行體系發放信貸增長存在着一個悖論：宏觀政策的逆週期調節與商業銀行的順週期經營之間的矛盾。這對矛盾可能會引發一系列的信貸配置扭曲，比如銀行在強制要求的普惠貸款指標下，可能會出現數據造假行為，將大企業的貸款分成多個普惠貸款，轉而為地方平台下的房貸「輸血」。所有這些，都可能帶來隱形債務的膨脹、槓桿率的快速上升和債務違約風險的加大等風險。因此，中國依靠銀行系統投放貨幣的模式，短期內不會像美國那樣引發高通脹，但長期會累計隱性債務和高槓桿風險。如果債務違約爆發後仍然採取貨幣化的手段，那高通脹其實也是無法避免的。

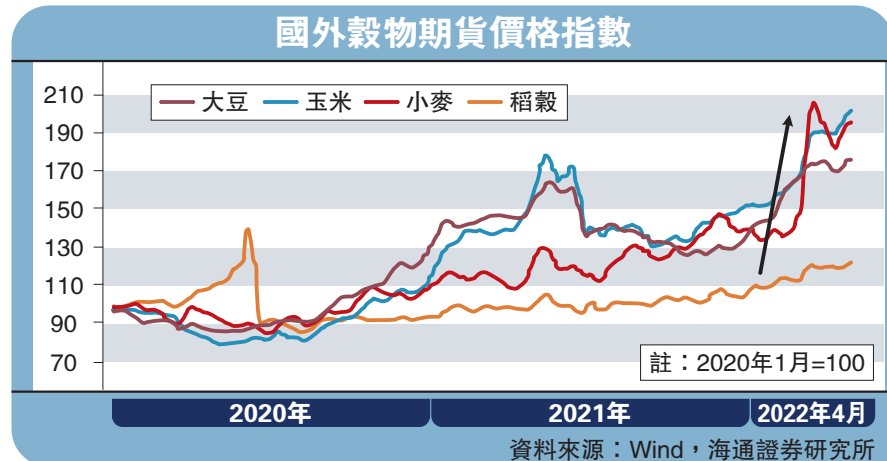
須注意的是：在1.0與2.0階段，疫情對供給側的破壞力度和持久度並不太高，因此中國的信貸政策可以較好的穩住供給並刺激需求。但到了3.0階段，在供給側受到較大破壞的情況

下，這種以商業銀行體系信貸投放為主導的宏觀政策會遇到很多問題：企業無法正常生產，隨時因為疫情防控而中斷；經過1.0時期的加槓桿，企業普遍面臨資產負債表衰退，信貸需求意願非常低；大量企業在削減資本支出；銀行變得也越來越謹慎，項目和客戶儲備普遍不足；房地產價格低迷，合格抵押品嚴重不足；居民和個體戶等普惠群體信貸似乎已經飽和。

在此情況下，筆者建議政府採取具有救濟性質的財政補貼。主要理由包括：1）從法理上說，居民在家或方艙隔離，企業停工停產，實際上是為了防控疫情公共服務而貢獻的「正外部性」，理應得到補貼。2）疫情3.0階段對經濟衝擊比較大，失業、破產等現象非常嚴重，迫切需要有力度的救濟型政策。3）居民等如果繼續通過普惠貸款等模式獲取現金流，那麼資產負債表會變得更加脆弱。無論是消費貸、按揭貸還是經營貸，都將成為居民債務。若政府直接發放補貼，對居民和企業的資產負債表是具有改善效應的。4）繼續以信貸投放為主的宏觀政策，可能會造成私人過度借貸、政府過度投資、無效投資等問題。5）補貼措施可以提振信心與信心，對維護社會穩定和提振消費有積極作用。

至於發放補貼的方式，筆者認為應該向符合要求的特定群體（包括個人、個體戶和小微企業）直接發放數字人民幣。這樣的好處是：1）通過數字人民幣發放補貼，可以直達個人賬戶，並且有跡可循，不會造成截留與尋租行為。2）數字人民幣已經試點一年多，但市場上還沒有形成足夠的「貨幣需求」，恰好可以藉着這個機會進行數字人民幣大量投放，形成以「民生資產」為錨的貨幣發行。3）藉此機會完善大數據基礎設施，將公共機構的各類數據結合起來進行分析，尤其是個人所得稅系統，可以較好的對發放對象資格進行甄別。

總之在疫情3.0階段，面向個體發放數字人民幣是可行的。當然現實操作的難度也會比較大，但是任何事情都要有個開始，都要有長遠的準備。一旦以數字人民幣為主的福利補貼和財政救助機制建立起來，在其他情況下也可以利用。這樣既擴大了數字人民幣的發行規模，又為宏觀政策的工具箱增添了一個重要工具。



香港樓市購買力仍旺

樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

香港近年經歷不少起伏，筆者從事地產三十多年，見證過兩次移民潮。第一次在80年代初中英談判的時候。

其實當年所謂的移民，很多都會把妻兒送去外國居住，自己就成「太空人」兩邊奔走，目的都是想獲得外國護照，但是有些選擇舉家移民，將香港的資產全部賣掉，資金轉移去外國去購買當地的房屋及作生活費，這些移民的人



▲特區政府陸續放寬按揭保險的樓價成數上限等利好，激發購買動力。 中通社

士大部分都已回流香港，正因為是將房屋賣掉，需要從頭來過，很多人都後悔當初移民的決定。

今次是第二波移民潮，是在2019年修例風波之後開始的。

可能有人會問，移民潮會否令香港未來的人才不足，或者購買力不足，對香港的房地產構成負面的影響？筆者認為，移民潮或多或少對香港的房地產有負面影響，但大家要明白，有人辭官歸故里，亦有人漏夜趕科場；而且按照香港每年的房地產購買量，只要有1%的香港人有能力並願意入市，已經足夠消耗全年的供應量。

此外，近年來特區政府陸續放寬按揭保險的樓價成數上限，目前已經修訂至1000萬元內只需要一成的首期就可以上車，這些利好激發購買動力，都足以令到「人人上車」的機會增加。其實，年輕人畢業後，只需要犧牲部分吃喝玩樂的時間，減少生活上的消費去努力儲備金錢，努力在工作上打拚十年八載，就有機會上車。除了每年的儲備之外，更可藉工作上的升職加薪及一些穩健靈活的投資積累資本，經此奮鬥期後絕對有機會達成上車希望。