



美國極有可能陷入衰退週期，圖為一名工人在倉庫內搬運貨品。

疫情期間，歐美國家貨幣政策「日本化」傾向突出，誘發了許多深層次的結構性問題，導致貨幣政策回歸正常化的難度越來越大。究其原因，全球面臨的滯脹挑戰並非新冠疫情和俄烏衝突所造成的，而是長期累積的風險。倘若歐美國家未來仍依賴於債務驅動和量化寬鬆的增長模式，那麼將很難跳出「日本化」陷阱。

歐美經濟陷入「日本化」困境

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室特聘研究員

歐美經濟復甦的「日本化」困境

歐美經濟在近二十年的發展進程中，過於依賴扭曲的貨幣政策操作緩解危機，其間累積的風險因子卻未能化解，經濟復甦更具脆弱性。本輪衰退受到了全球疫情、俄烏衝突等外部連續衝擊，削弱了歐美經濟增長的預期和信心，經濟增速驟然放緩。

首先，依賴刺激政策的復甦具有明顯脆弱性。為應對疫情衝擊，歐美自2020年開始均實施了大規模量化寬鬆政策，導致資產負債表大幅擴張，其中美聯儲等資產負債表規模從2020年3月的4.2萬億美元激增至2022年5月的8.9萬億美元，創下歷史最高紀錄，歐洲中央銀行的資產負債表在2022年5月底高達8.8萬億歐元，是2015年初的四倍左右。2021年歐美國家開始步入復甦週期，但基礎並不牢固，仍有部分發達經濟體經濟增速不及預期，產出也未完全恢復到疫情前水平。一旦出現新的經濟危機或地緣政治風險，極有可能再度陷入衰退週期。

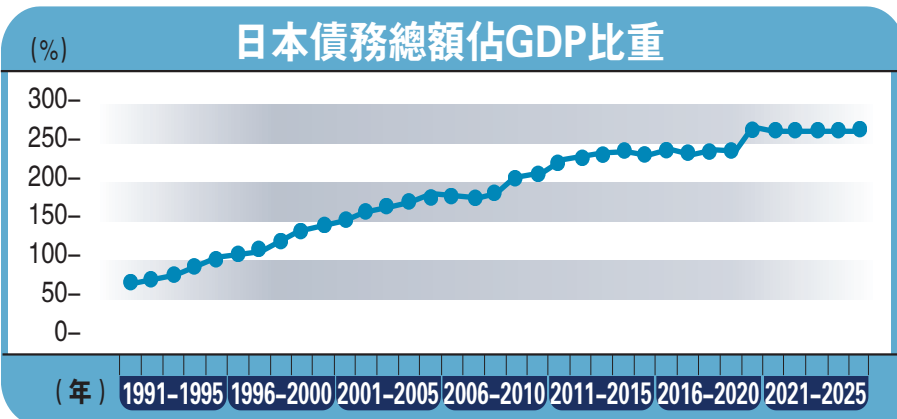
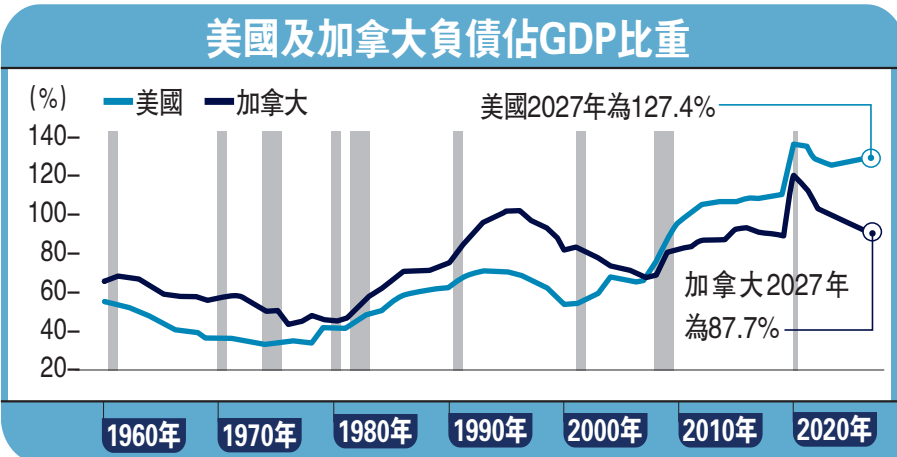
其次，債務驅動的增長模式易造成衰退惡性循環。大規模量化寬鬆政策不可避免會遺留下巨大的經濟風險，大量舉債維持財政預算平衡，將導致債務赤字不斷攀升。目前，美國聯邦政府債務已超過上限，達到了30萬億美元，日本的債務規模超過12萬億美元，歐盟的債務佔GDP（國內生產總值）比例也超過95%。受俄烏衝突升級和能源危機影響，歐美國家預計將會增加新的財政預算，極有可能陷入債務「日本化」的困境。中長期來看，對於經濟增長低迷、債務負擔過重的部分發達經濟體而言，或因舉債空間收窄而出現債務危機。

歐美貨幣政策的「日本化」效應

政策的短期行為和結構性弊端逐步顯現，滯脹風險折射出「日本化」貨幣政策的負面效應外溢，美聯儲頻繁加息與快速縮表等操作將造成國際市場劇烈波動，從根本上反映出歐美國家貨幣政策的結構性缺陷。

一方面，貨幣政策「日本化」負面溢效應明顯。日本最早實施量化寬鬆政策，即在零利率基礎上實行擴張性貨幣政策，將大量超額資金注入銀行體系中，使長短期利率都處於低水平，從而刺激經濟增長。2008年全球經濟危機後，歐美國家紛紛效法日本，採取多輪量化寬鬆貨幣政策，但其對經濟增長的支撐作用十分脆弱，並且容易引發資本市場套利行為。目前美聯儲的資產負債表規模已接近9萬億美元，預計將在三年時間內縮減近5萬億美元的規模。如此大規模的縮表，不僅會造成全球美元加速收水，也可能導致資本市場的流動性持續惡化，而且縮表會大幅增加償付利息壓力，導致融資成本大幅上升，可能進一步加劇經濟衰退的風險。

另一方面，缺乏協調的貨幣政策調整提升了債務風險。全球化大生產和國際貿易分工的特性決定了任何大



國的貨幣政策調整都會產生巨大的負面衝擊。目前美國和歐元區的通脹率攀升至8%以上，連續六個月上漲，顯示出愈發突出的高通脹風險。也因此，美聯儲在6月議息會議上宣布加息75個基點，並預期將再次加息75個基點；歐央行預計在2022年7月開啟加息周期。雖然歐美貨幣當局作了充分的市場溝通，但仍缺乏政策協調，加息預期仍充滿不確定性，容易引發全球匯率大幅波動，加劇新興市場資本外流。國際金融協會（IIF）數據顯示，過去三個月大約有173億美元外國資金流出新興市場，而2022-2024年新興市場預計有約2萬億美元的債務到期。

歐美經濟增長的「日本化」趨勢

回顧過去二十年，歐美經濟陷入長期衰退的邏輯出現了新變化。從歐盟經濟增長的「日本化」趨勢來看：

其一，人口嚴重老齡化致使經濟增長潛力被削弱。日本進入老齡化的時間較早，目前已經進入超老齡化階段。日本總務省公布的2020年人口普查終值顯示，截至2020年10月1日，日本65歲以上人口佔總人口的比例達到了28.6%，少子老齡化的趨勢更趨明顯。日本經濟面臨有效勞動力人口持續銳減的問題，劇增的老齡人口將增加日本的財政福利支出，導致日本的債務佔GDP比重繼續上升，並引發消費需求不足和人才資源短缺等問題。部分歐美國家的老齡化問題也日趨嚴峻，其中德國、意大利的人口老齡化均超過了20%，反觀兩國近十年的經濟增長也出現了大幅放緩。

其二，科技創新不足導致產業轉型錯失發展機遇。IMF（國際貨幣基金組織）研究認為，自2008年全球經濟危機爆發前開始，科技對發達國家生產率的提升作用就在持續減弱。日本之所以長期陷入經濟增長低迷週期，其重要原因便是科技創新活力不足、科技創新能力下降。《財富》雜誌世界500強企業統計數據顯示，

2000-2020年日本企業數量從107家下降至53家。而過去數十年，歐美國家過度金融化和製造業「空心化」現象突出，產業鏈布局分散，科技創新的潛能呈現逐步下降趨勢，尤其在光伏、新能源等領域正逐步被新興市場國家替代。

未來展望

二十年來，全球經濟增長步入下行周期，歐美國家更陷入長期的「日本化」困境，並伴隨階段性的衰退。IMF數據顯示，發達經濟體對世界經濟增長的貢獻率從2000年的70%左右降至2019年的35%，同期發達經濟體全球佔比從80%降至59%左右。某種程度上而言，發達經濟體的衰退並非完全因外部因素所致，主要仍與歐美國家過去二十年所奉行的錯誤政策緊密相關，而且短期行為主義的政策並未真正解決諸如人口老齡化、能源轉型、科技創新等中長期問題。

此外，由於嚴重依賴債務赤字和量化寬鬆政策，歐美經濟增長結構本身具有嚴重缺陷。每當遭遇危機或衰退時，各國央行隨即啟動大規模刺激政策，在脆弱的經濟復甦後又不得不借助加息和縮表來緩解高通脹問題，導致政策回歸正常化的難度越來越大。世界銀行最新發布的《全球經濟展望》報告預計，未來數年全球經濟增長將保持在2010-2020年的平均水平以下，並將2022、2023年發達國家的經濟增速預測分別下調至2.6%、2.2%。

因此，早在俄烏衝突之前，發達經濟體所依賴的經濟增長模式已顯示出衰敗跡象，未來還將被迫承受高利率所引發的高債務與高通脹並存的風險挑戰，並長期制約有效投資和潛在增長率。若歐美國家想要實現穩定健康的增長預期，打破以債務驅動和貨幣寬鬆支撐的經濟衰退螺旋，應逐漸擺脫經濟與貨幣政策「日本化」傾向，回歸經濟增長的本源。

（本文僅代表個人觀點）

香港金融業迎來三大發展機遇

灣區掘金

胡章宏 殷聰

今年是香港回歸祖國25周年。在過去的四分之一個世紀中，受益於中央的堅定支持、國家的穩定發展，也受惠於香港聯通內地和國際的優勢，再加上港人砥礪奮進、自強不息的拚搏精神，香港經濟始終保持較強的活力和韌性，即使歷經多番風雨，依然創造了許多輝煌成果，國際金融中心定位不斷鞏固和提升。雖然歷經了修例風波、新冠疫情等衝擊，但香港也迎來了「由治及興」的新征程。

金融業作為香港的支柱產業，過去的成功、現在的發展、未來的機遇都繫於背靠國家、面向世界的定位。在當前百年未有之大變局下，香港金融業應進一步發揮在市場、法律制度、專業人才、國際化等方面的優勢，積極適應新一輪科技發展等變化，以自身優勢所長，服務國家發展所需，不斷融入國家發展大局，鞏固國際金融中心地位，推動香港長期繁榮穩定。

筆者認為，當前香港金融業主要面臨以下三大發展機遇：一是科技發展帶來的金融業基礎設施升級的機遇；二是香港與內地進一步深化互聯互通的機遇；三是香港北部都會區開發的機遇。

建設全球數字金融中心

當前，世界主要國家對於區塊鏈、數字貨幣等技術相當重視，都在積極爭取數字經濟時代的主導權。根據國際清算銀行的最新調查，目前全球約90%的央行正在開展主權數字貨幣方面的探索，其中26%的央行已開展了主權數字貨幣試點，62%處於概念驗證階段。早在2019年，習近平總書記就強調，要把區塊鏈作為核心技術自主創新重要突破口。5月底，國務院副總理劉鶴也強調要重視區塊鏈、數字貨幣等技術創新。

近日，美國總統拜登簽署行政命令，闡明美國已意識到區塊鏈是可以應用到不同領域的嶄新科技，需要在該領域取得全球領導地位；日本首相岸田文雄表示「Web3.0」時代的到來可以實現日本的經濟增長；新加坡副總理王瑞傑也宣布要幫助新加坡成為去中心化金融中心。

香港在發展數字金融方面具有得天獨厚的優勢，除傳統優勢外，近年來香港在主權數字貨幣、數字資產監管等方面開展了很多很好的嘗試，取得了不錯的進展。

面對數字經濟時代的新一波競爭，筆者建議香港可在數字金融方面適當超前探索，搶佔數字金融領域先發優勢，

並為中國參與全球數字經濟時代競爭奠定基礎；

一是香港可借鑒全球先進做法，對數字資產、數字貨幣發展目標、路線圖、監管政策等進行全面研究，加快明確一個系統性的框架，以保證香港在數字經濟時代保持金融中心的領先地位；

二是在保護消費者和投資者的前提下，提升監管對於創新的包容性，鼓勵數字金融創新發展，吸引專業人才在香港創業，推動合規的數字資產交易，建設全球數字資產交易中心；

三是充分發揮香港離岸人民幣中心的優勢，加強與數字人民幣在香港以及通過香港向「一帶一路」等區域的應用延伸，建設離岸數字人民幣中心；

四是加快探討和研發數字港元，在各國央行數字貨幣發展的進程中保持相對領先的位置，同時可考慮未來建設全球數字外匯交易結算中心。

進一步深化金融互聯互通

在互聯互通方面，香港可在前期港股通、債券通、理財通等基礎上，進一步擴大香港與內地金融互聯互通產品範圍和深度，加強兩地監管部門溝通合作，探討整合現有QFLP（合格境外有限合夥人）、QDIE（合格境內投資企業）、QDLP（合格境內有限合夥人）等產品政策，結合香港近年來推出的有限合夥基金產品（LPF），探討私募股權投資領域的雙向互通，並爭取在粵港澳大灣區內先行先試，進一步方便香港和內地投資者參與香港PE基金投資，鞏固和提升香港在全球PE基金管理方面的中心地位。

此外，特區政府還可利用北部都會區全新規劃的機會，在區域內探索金融創新，例如設立跨境金融監管沙盒、科技銀行等，在更高的格局和水平上推動北部都會區建設。

香港北部都會區發展規劃備受世人矚目，是香港未來發展的重要引擎，大批金融機構積極踴躍希望參與「北部都會區」的開發建設。筆者建議特區政府在規劃編製中進一步加強與金融機構的溝通，爭取以更加高效、創新的形式吸引全球金融機構參與北部都會區建設，通過探討發行「北部都會區建設專項債券」等方式拓寬融資渠道。

（作者胡章宏為大灣區共同家園投資有限公司總裁，殷聰為公司董事總經理）



香港在主權數字貨幣、數字資產監管等方面開展了很多很好的嘗試，取得了不錯的進展，此舉更有助配

疫情反覆 樓市交投現回落

樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

古語有云：「臨淵羨魚，不如退而結網」。相信大家都會明白，不切實際地空想，總是難免他人的成績，不如腳踏實地耕耘、把願望付諸實行。

樓市向來不會「天色常藍、花開常漫」，還記得上月一、二手交投同步回升，加之本港疫情顯著好轉，經濟重啟下市場預期今個月樓市或再創佳績。奈何踏入6月份，本地疫情反彈，美國通脹升至近四十年新高，聯儲局大幅加息0.75厘，令環球股市變波動，樓市氣氛亦即時大受影響。

儘管香港未有加息，但本月整體一、二手交投顯著回落。按土地註冊處的數字，截至本月20日，二手註冊量只有2300多宗，較上月同期急跌三成多，估計今個月二手註冊量將只有不足4000宗水平，較上月逼近5000宗顯著回落。

同時一手新盤亦受影響，雖然多個項目申請依然大排長龍，但整體而言，本月銷情亦較上月放緩，同樣截至26日為止，新盤銷售剛逾1000伙，因應日出康城凱柏峰I趕及本月底前開售，預計本月新盤銷售僅維持1300宗的水平，較上月的逼近1500宗，同樣按月回落約一成多。

本月一、二手交投稍為回落，相信主要是受疫情反彈、股市波動以至加息陰霾影響，有關因素均屬於短期的心理因素為主，下月是香港回歸祖國25周年，目前無論零售消費市場以至失業率數據均有所改善，期望經濟環境可以回暖。

整體而言，樓市仍存在剛性需求。作為前線地產代理，只要我們秉持優質服務的精神，維持專業、可靠、高效的態度，加上主動、誠懇的待客態度，最重要是責任心及市場觸覺，便能成功取得客戶信心，即使旺市、靜市，都能取得好成績。再者，與其被動等待旺市，不如主動出擊，締造機會迎接機遇。