

► 日圓匯率創下近五十年來最長連跌，一度突破137，截至7月12日，日圓兌美元跌幅已經超過16%。



2022年7月8日，日本前首相安倍晉三在奈良縣奈良市街頭演講時遭槍擊，經數小時搶救後不治身亡，終年67歲。這一突如其來的襲擊事件，令國際政壇、輿論界大為震驚。當天日圓應聲大幅走低，跌幅至0.4%，報135.42。日經225指數跌幅擴大，幾乎回吐日內漲幅，此前一度漲近1.5%。

日圓危機擊倒安倍經濟學

大學之道 清 和

智本社社長

安倍晉三是日本二戰以來執政時間最長的首相。近兩年來，他雖已卸任首相一職，但作為自民黨細田派會長，在日本政界的權勢依然很大。如今，安倍的突然去世，會帶來什麼影響？「安倍經濟學」是否會在新一輪的緊縮周期中破產呢？

日央行為國債兜底

2008年金融危機爆發後，全球主要國家實施了刺激性的經濟政策。2012年底，安倍晉三第二度出任首相後推行了包括超級寬鬆貨幣政策、擴張性財政政策及結構性經濟改革組成的「三支箭」。該政策組合被稱為「安倍經濟學」，其中的具體政策包括：扭轉通縮、提振通脹（設定2%的通脹目標）、實施負利率政策和無限制的量化寬鬆政策、大規模採購國債、大規模公共投資，以及促進企業投資與技術創新等。

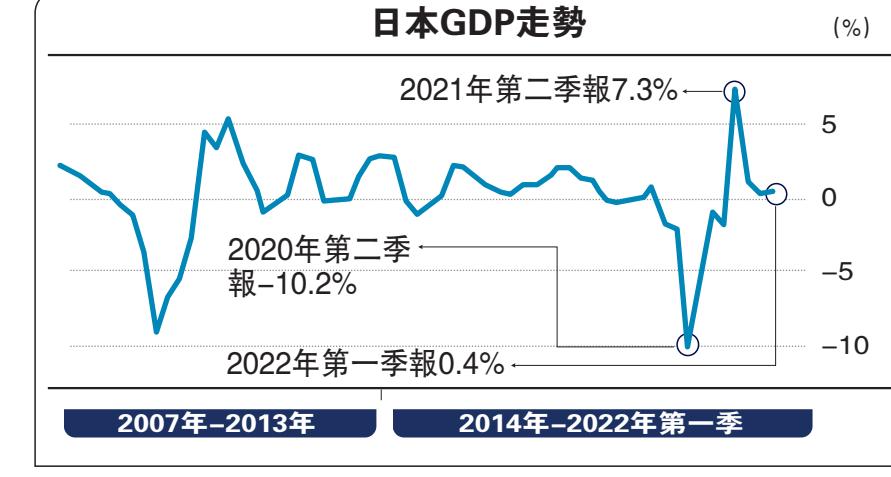
安倍經濟學的邏輯並不複雜，即日本央行實施寬鬆政策，壓低日圓匯率，刺激商品出口；壓低貸款利率，鼓勵企業貸款；無限量購買國債，抑制國債收益率曲線，幫助日本政府財政融資，以支持龐大的養老金支出和大規模公共投資。由此可見，安倍經濟政策的發起點是日本央行。2013年年初，安倍任命主張量化寬鬆政策的黑田東彥作為日本央行行長，同時加大了對央行貨幣政策的干預。

黑田東彥的無限量寬鬆政策推動日圓迅速貶值，其目的是扭轉當時日圓對美元升值的預期。自2008年金融危機爆發到2012年底，日圓對美元升值幅度達23%。在金融危機和寬鬆周期時，日圓往往充當着避險資產的角色。日本央行試圖弱化日圓的金融色彩，促使日圓貶值以刺激出口與實體。2012年年底到2013年2月中旬，日圓對美元貶值幅度就超過8%。日圓貶值的短期效果頗為明顯，2013年一季度日本出口增長3.8%，國內生產總值（GDP）按年率增長4.1%。

進入2014年，日圓貶值政策的效果邊際衰退明顯。次年，安倍聲稱「安倍經濟學進入第二階段」，主要方向是改善社會保障，支持兒童培育，加大公共投資。日本央行將貨幣政策目標調整為控制國債收益率曲線，將10年期國債收益率目標維持在零附近，一旦觸及0.25厘將無限量採購國債，同時將基準利率推入負利率水平。

隨着日本老齡化加速，社會養老金支出持續擴大。從1997年亞洲金融危機開始，三次經濟危機後，日本的社會保障費用均大幅度飆升。2020年，日本財政支出大幅飆升至160萬億日圓，國債發行總額超過43萬億日圓。2021年，社會保障費支出超過35萬億日圓，佔日本政府財政總支出的比例上升至33%。

第二階段的「安倍經濟學」與日本央行以控制國債收益率曲線為目標的貨幣政策，主要是為不堪重負的日本養老金進行融資。其後，日本央行成為日本國債的最大買家，資產負債表極速膨脹。從2012年1月到2022年6月，日本央行資產負債表從139萬億日圓擴大到738萬億日圓；國債資產從88萬億日圓擴大到540萬億日圓。如



今，國債資產佔日本央行總資產的比重達到73%。

日圓遭受雙核衝擊

從一些宏觀經濟指標來看，日本經濟似乎改變了持久低迷的形勢，最典型的是股票和外貿的景氣。安倍執政期間，日經指數上升了141%，漲幅超過美國道瓊斯指數；日本經常賬戶盈餘從596.75億美元上升至1644億美元，其佔GDP餘額比重從0.95%上升至3.3%。但是也有一些宏觀經濟指標顯示，日本經濟增長未達目標、也未走出通縮「陷阱」。安倍經濟政策將通脹目標設定在2%，但日本消費者物價指數（CPI）長期在1%之下，被界定為通縮。日本實際GDP年平均增長率在安倍執政期間只有0.52%，與2%的目標還有相當距離。

更糟糕的是，安倍經濟學湧現出兩大風險：一是貧富差距擴大化。日本是全球貧富差距較小的發達國家，但擴張性的貨幣政策和財政政策加大了家庭之間的貧富懸殊。從2014年到2019年，日本最富有的10%家庭財富持續增加，但普通家庭的財富縮水了3.5%。二是政府負債率高居全球第一。安倍執政期間，日本債務規模越來越大，政府債務佔GDP比重從226.1%上升至256.9%。

在很長一段時間裏，不少經濟學家認為安倍經濟學具有某種可行性。現代貨幣理論（MMT）的支持者推崇日本央行無限量購債的貨幣政策，認為日本政府的舉債對象是國內債權人，這意味風險較小。其實，安倍經濟學製造的債務風險，壓力集中在日圓匯率上，一旦日圓崩潰，債務危機立即爆發。

安倍執政期間，日圓對美元貶值31.4%。這是日本央行主動為之的結果，也被認為是「可接受」的貶值幅度。另外，日圓在全球寬鬆周期長期扮演着避險資產的角色，這容易麻痹日本央行決策者和投資者。但從今年上半年開始，日圓接連「大崩潰」，安倍經濟學積累的長期風險開始爆發。

從3月開始，日圓匯率創下近五十年來最低水平。截至7月12日，日圓兌美元匯率年內跌幅已經超過16%，日圓成為全球主要國家貨幣中表現最差的貨幣。

6月15日，日本國債期貨還遭遇了「索羅斯式狙擊」，日本10年期國債期貨創下2013年來最大單日跌幅，並兩度觸發大阪交易所熔斷機制。在過去二十多年中，做空日本國債被認為是膽大妄為的「寡婦交易」。日本央行是日本國債的最大買家，有着用不完的「子彈」，足以暴打任何一個空頭。但這一次，華爾街交易員與日本央行直接交鋒，並且首戰告捷。

為什麼這次日圓的避險屬性消失，反而成為了風險資產？在本輪緊縮周期中，日本遭受了前所未有的「雙核衝擊」。所謂雙核衝擊，就是既受美聯儲激進緊縮政策影響，又要承擔國際原油和糧食價格大漲。美元和原油價格大漲，就像兩枚核彈，衝擊了日本金融市場，而首當其衝的就是日圓。

今年3月開始，美聯儲實施激進的緊縮政策，日本央行堅持將量化寬鬆進行到底。兩國貨幣政策的加速背離，擴大了金融市場的利差，加速了日本資金外流，日圓迅速貶值。此外，今年國際石油危機削弱了日圓。作為一個能源匱乏的國家，日本大規模進口高價石油和原材料，大大增加了日圓貶值的壓力。

當前美國之外的發達經濟體均遭遇「雙核」衝擊，為何日圓貶值幅度最大？根本上來說，安倍經濟學實施的持久貨幣寬鬆政策推高了日本債務泡沫，加劇了日圓的脆弱性。日圓在「雙核」衝擊下風險暴露，日本國債被做空機構盯上。

救匯與救債的兩難

岸田文雄的經濟政策被認為是安倍經濟學的延續，繼續實施寬鬆的貨幣政策，試圖通過財政投資和增長戰略切實重振經濟。不同的是，岸田文雄提出所謂的「新資本主義」，旨在縮小日本的貧富差距，重視普通家庭的經濟福利。

即便爆發了「6·15」做空事件，日本央行堅持「戰鬥到底」，宣布繼續實施負利率政策和無限量購買國債，將10年期國債收益率的目標鎖定在零附近。不過，國際做空機構認為日本央行的寬鬆政策無以為繼，最終必然在日圓接連大敗局中繳械投降。

現在的日本央行已經陷入「兩難」困境。保國債還是保日圓？如果繼續堅持量化寬鬆，無限量購買國債，那麼「雙核」衝擊可能會直接擊潰日圓；如果保日圓，就必須放棄量化寬鬆，以及對國債收益率曲線控制，甚至實施緊縮政策。若國債失去了日本央行兜底，風險將暴露無遺。

今年上半年，日圓大潰敗就已經表明安倍經濟學瀕臨破產。安倍經濟學的失靈反映出一個非常樸素的道理：任何國家都無法通過持續大規模印錢來解決經濟增長問題。

岸田文雄無法捍衛安倍經濟學，但安倍政治學將持續影響日本政壇。安倍遇刺兩天後，日本自民黨在國會參議院選舉中獲得過半的改選議席，修憲勢力在參議院的席位超過三分之二，已經超過了修憲動議所需的「門檻」。自民黨很可能借助社會對安倍遇刺的廣泛同情推動修憲，這將增加亞洲地緣政治的不確定性。

港金融發展空間正擴大



實話世經 程 實

工銀國際首席經濟學家
、董事總經理

「沉舟側畔千帆過，病樹前頭萬木春。」回顧2022年上半年，香港經歷了疫情反彈、周邊地區需求放緩，以及歐美貨幣緊縮政策加快落地的複合衝擊，一季度經濟收縮明顯；隨着疫情緩和，二季度經濟明顯回暖。展望下半年，雖然全球宏觀形勢仍存在不確定因素，但以提升香港經濟金融韌性為主線，推進經濟復甦進程的發力方向十分清晰。一方面，要把握互聯互通新機遇與構建綠色金融樞紐並駕齊驅，多方位提升香港金融體系韌性；另一方面，則是發揮獨特優勢與加速經濟轉型協同並進，助力改善本地產業結構。在全球宏觀環境快速變化的背景下，更需把握主線、順勢而為，筆者預計下半年香港經濟復甦將進一步穩固，全年有望實現1%到2%的經濟增長。

把握互聯互通新機遇與構建綠色金融樞紐並駕齊驅。隨着美國貨幣緊縮政策加速落地，聯繫匯率制度之下港元走弱，但未對香港金融體系造成實質性衝擊，而且通過多方面努力增強香港對於國際資本的吸引力，有望繼續鞏固國際金融中心地位。

首先，改革上市機制，把握中概股回歸機遇。港交所一直致力於完善上市機制，一方面通過簡化海外發行人上市架構，便利中概股回港上市，構築優質的人民幣核心資產，增加香港市場對於海外投資者的吸引力；另一方面，SPAC制度於今年年初落地，旨在吸引更多頗具潛力的新經濟企業來港上市，優化香港IPO市場結構。此外，港交所計劃於明年在美國和歐洲設立兩個國際辦事處，相信可以更加有效地向國際推廣香港作為全球首選集資平台。

其次，互聯互通不斷升級，人民幣計價有望落地。兩地互聯互通自開通以來雙向交易活躍，隨着今年ETF順利納入互聯互通標的，是兩地互聯互通內涵進一步豐富的里程碑。同時，香港已完成對港股通南向引入人民幣計價的可行性研究，使用人民幣計價可以更加客觀地反映內地企業的內生運營價值，規避互聯互通匯兌風險，還可以過濾美元波動對香港資本市場的周期性擾動。

再次，構建區域綠色金融樞紐。一

方面，特區政府將繼續發行總值約45億美元等值的綠色債券；另一方面，綠色和可持續金融跨機構督導小組也已公布《香港的碳市場機遇：初步可行性評估》，建議建設大灣區統一碳市場，探索與廣州期貨交易所就碳排放相關金融產品開展合作，為內地企業利用香港市場進行綠色專案融資提供服務，深化兩地綠色、可持續金融領域協同發展，從而抓住區內的綠色金融商機。

發揮獨特優勢與加速經濟轉型協同並進。面對百年未有之大變局，需要在全球宏觀形勢瞬息萬變中把握機遇。筆者認為，香港金融服務業優勢顯著，但製造業發展仍有不足，圍繞提高自身競爭力為主線，揚長補短協同並進，有助於香港經濟發展提質增效。

揚長：發揮連結內外的獨特優勢，鞏固專業競爭力。服務業一直是香港經濟增長的核心驅動力，但隨着邊際增長逐漸放緩，其核心競爭力有待進一步增強。香港背靠世界第二大經濟體，彌補了發展空間受限的劣勢，需繼續發揮連結內外的區位優勢，明確「背靠祖國、面向世界」的定位，發揮國內外大循環重要支點的橋樑作用，把握內地金融改革開放，深化在服務內地企業「走出去」、「一帶一路」首選平台、RCEP（區域全面經濟夥伴關係協定）區域經濟融合、人民幣國際化和粵港澳大灣區建設中的「超級聯繫人」作用，鞏固香港國際金融中心競爭力。

補短：發揮金融服務優勢，助力創科產業發展。近些年，香港製造業佔GDP比重較低，產業結構不均衡明顯。在來自新加坡等周邊競爭壓力不斷增加的情況下，僅依靠服務業帶動經濟增長的局面難以長期持續，需要培育經濟增長新引擎，以構建創科中心為目標的北部都會區應運而生。首先，突出金融基建先行。優先推動基礎設施建設，能有效擴大香港本地需求、增加就業。結合預算案中總值達4.5億美元的基建融資證券化產品，不僅可以豐富本地基建融資市場，還可以助力北部都會區土地、房屋和交通基建專案的建設，推動基建與金融互促互進。其次，借助金融助力創科產業發展，為先進製造、創新科技等新興產業鏈提供全面金融服務，滿足創科小微企業的全生命周期金融需求。同時，結合「再工業化」資助計劃，發揮創新引領作用，增強香港製造業競爭力，從而提升香港創科經濟韌性。

內房發展還有制度紅利嗎？



資產配置觀察 林百宜

中國首席經濟學家論壇
研究院副院長

從總量看，房地產一直是中國國民經濟的支柱產業。2000至2021年，房地產業年度增加值由4141億元（人民幣，下同）增長至7.8萬億元，佔國內生產總值（GDP）的比重從4.13%上升至6.78%。房地產不僅關乎消費，同時也關乎投資，房地產業的發展帶動建築、建材、裝修、家電甚至銀行信貸、抵押金融等上下游眾多產業一起繁榮，地產興則百業興。

在人口老齡化、居民收入增幅放緩疊加地產調控的大背景下，房地產開發投資增速自2021年起一路下行，2022年5月房地產開發投資同比下降4%。從長期來看，導致房地產需求下降的主要因素：一是置業人口數量下降，二是居民收入增速下滑，以及核心城市的房價收入比居高。

統計數據顯示，中國主要置業人口（20-49歲）數量在2012年到達峰值，為6.8億人，見頂後持續回落。2021年該年齡段的人口只有6.2億人，主要置業人口數量的變化與房地產開發投資增速下行的趨勢基本保持一致，可見人口規模增長是支撐房地產長期需求的核心因素。

2020年，中國50大中城市的房價收入比（房價／居民年收入）為12.4倍，一線城市的房價收入比為24.3倍，其中，深圳和上海分別高達33.9倍和26.7倍，且呈現逐年上升趨勢。與海外城市相比，中國一線城市的房價收入比遠高於倫敦（15.6）、東京（14.7）和紐約（10.5），可見目前中國一線城市居民可支配收入水平的提高不足以支撐核心城市持續攀升的房價。

從快變量看，近一年商品房銷售面積及銷售額增速直線下滑，2022年5月

商品房銷售面積同比下降23.6%，商品房銷售額同比下降31.5%，除了疫情衝擊的因素之外，房地產銷售疲軟也反映了購房者對於未來房價走勢及收入增長的悲觀預期。

人民銀行儲戶調查數據顯示，居民對於房價未來的預期偏向悲觀，2022年一季度對未來房價持有下降和看不準態度的佔比27%，大於持有上漲態度的佔比16%。近一年，百城住宅平均租金同比持續下降（今年5月降幅達-1.47%），租金收入的下行也增加了居民對於房地產投資收益的不確定預期。

推動制度改革 釋放購房需求

面對宏觀經濟增長速度的一路下滑，「穩地產」已經成為政策托底經濟的重要抓手。從短期來看，放鬆限購、限貸等政策調整對促進部分限購限貸的一、二線核心城市的樓市交易有一定積極作用。

但從全國範圍來看，要提升居民對房地產的購房需求，僅僅靠下調首付比例和房貸利率等貨幣寬鬆政策是不夠的，應該抓住時機實施城市土地所有（使用）權制度的改革，通過釋放制度紅利來改變購房者的預期。

從目前中國人口總量及其結構變化來看，房地產行業發展將逐漸從「增量市場」轉向「存量市場」。在存量市場發展模式下，「賣地收入」作為地方政府收入的重要組成部分終歸不是長久之計，從可持續角度來看，房產稅的推出在所難免。

過去四十年，中國經濟的主要增長動力來自「人口紅利」和改革開放的「制度紅利」，未來隨着人口出生率下降，房地產業的制度紅利只能是土地使用權的永久化。城市土地的永久產權（使用權）不僅能穩定購房者對未來房地產使用價值、使用成本的預期，同時為房產稅的出台奠定法律基礎。