



▶新加坡有三分之一活雞是來自馬來西亞。早前，馬來西亞實施活雞出口禁令，導致新加坡雞肉短缺，並刺激價格急升。

據新加坡金融監管局（MAS）最新披露，8月整體CPI（消費物價指數）同比增長7.5%，核心CPI同比增長5.1%，創近10年新高。作為小型開放經濟體，新加坡的食品和能源絕大多數依賴外部進口，容易受到外部因素影響，從而面臨輸入型通脹。另外，新加坡勞動力市場緊張，工資收入增速較快，需警惕「工資—物價」螺旋上升導致通脹持續居高不下。

新加坡通脹易升難跌

左煜暉、劉政寧 中金點睛 中金公司分析師

新加坡的食物和能源高度依賴進口，所以輸入型通脹是難以避免。2021年，新加坡的90%食物依賴進口。其中，42%蔬菜來自馬來西亞、27%來自中國、5%來自澳洲；雞蛋的自給率僅有30%，超過50%來自馬來西亞；海鮮主要依賴馬來西亞、越南和印度尼西亞等國；肉類的45%進口來自巴西，另有30%源於馬來西亞和澳洲；馬來西亞、中國則供應了新加坡近一半的水果。能源方面，新加坡是天然氣進口大國，95%的電力供應依賴進口天然氣。而由於今年天然氣供應量減少和全球範圍內的天然氣價格飆漲，新加坡天然氣進口額從1月的7億新加坡元增至8月的11.5億新加坡元。

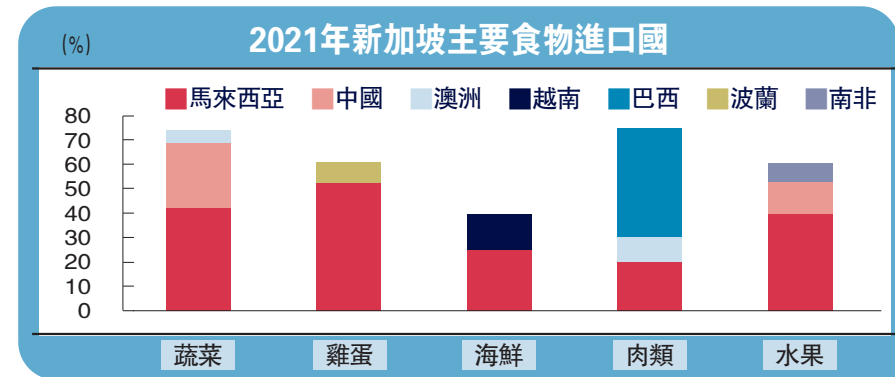
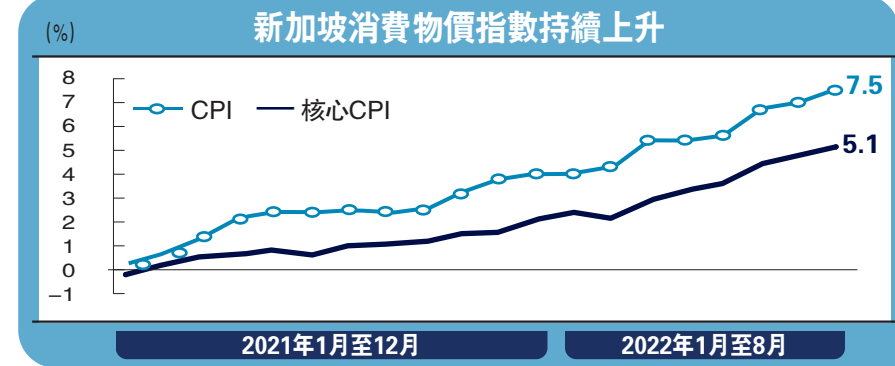
核心CPI中食物貢獻最為突出。從核心通脹率來看，食物增長最快，增長6.4%，對核心CPI上漲貢獻約40%。從具體商品來看，與今年1月相比，8月冷凍整雞價格上漲32%，雞蛋（10個）上漲16%，普通白麵包（400g）和冷藏五花肉均上漲5%。6月1日起馬來西亞活雞出口禁令生效，而新加坡有三分之一活雞自馬國的進口，這一禁令導致新加坡雞肉短缺，價格快速上漲。除食物外，核心CPI的另一重要項是服務，佔CPI權重31.7%，8月同比增長3.8%，主要由於醫療服務、郵政服務和文娛服務成本增長。

人力成本上漲 推高物價

房地產市場需求強勁，私人住房成本增加，8月新加坡住房成本同比增長4.7%。據新聞報道，二季度以來新加坡幾乎所有新推出私宅項目，都在開盤日就銷售出多數房源。從出售數量來看，今年一季度新加坡私人住宅出售5300多套，二季度則超過6800套，增幅27.4%。疫後當地人尋求改善住所、外籍勞工返回新加坡工作、移民人數增加等原因導致房地產市場旺盛需求，疊加建築成本增加、未售出私宅數量減少等供給側原因，共同推動二季度房價環比上漲3.5%，漲幅是一季度0.7%的5倍。許多樓盤價格突破2000新加坡元/方呎。

勞動力市場緊張，非居民就業率仍低於疫前水平。2022年一季度，新加坡總就業人數已恢復至2019年四季度水平的97.5%，居民和非居民就業人數分別為疫情前水平的103.9%和87.0%。居民失業率從2021年12月的3.2%降至6月的2.9%；失業人數下降到2020年以來的最低水平。隨著職位空缺增加和失業人數相應下降，2022二季度新加坡職位空缺與失業人數的比率達到1998年以來的最高水平，為2.53，反映勞動力市場持續緊張。與此同時，非居民勞動力規模仍低於疫情前水平；新加坡人力部指出，非居民就業率仍比疫情前低10%。

「工資—價格」螺旋發生需要兩個條件：首先是工資隨着通脹上漲，



在經濟復甦背景下，居民工資增長從2021年四季度的6.9%上升到2022年一季度的7.8%；其次，高工資需要通過提高價格傳導至消費者，這取決於需求堅挺程度，二季度新加坡個人消費支出環比增長1.6%，而職業空缺率最高的行業是住宿、零售、交通和倉儲等服務行業。勞動力短缺推升人力成本，也在餐廳就餐成本中有所體現。據新加坡的餐廳負責人介紹，餐品製作人員的人力成本上升20%至30%，服務員人力成本上升30%至40%，而清潔工和洗碗工成本更增加一倍，這些成本上漲也體現於餐廳就餐成本上漲，8月餐廳就餐成本同比增長6.1%，環比增長0.9%。

此外，為保護本地低收入勞動者，新加坡上調外籍勞工簽證標準，或進一步加劇勞動力市場緊張態勢，助推「工資—物價」螺旋。新加坡政府對外籍勞動者就業政策採取收緊的態度，目的在於在盡量保障本地低收入勞動者的就業，並鼓勵企業聘用更多高技能工作準證持有者。收緊的就業政策可能減少外國勞動力的流入，這雖然有助於減少外國勞動力和新加坡中低收入就業者的競爭，但同時將增加人力成本，或進一步推動工資上漲，使通脹維持高位。

緊縮貨幣 抑制投資需求

2021年10月以來，新加坡政府連續4次收緊貨幣政策。實際上，新加坡的匯率制度是一種管理的浮動匯率制度，當面臨通脹預期時，MAS會加大新加坡元名義有效匯率的斜率，使新加坡元升值的速度加快，或是向上調整政策區間的中心水平，以收緊貨幣政策；而當經濟增長存在較大的不確定性時，MAS可能會擴大政策區間的寬度，為新加坡元的走勢爭取更大的活動空間。

貨幣政策的收緊，加劇新加坡經濟增長的脆弱性。在過去10個月裏，MAS採取了一系列前所未有的緊縮措施，以匯率為中心的貨幣政策，雖然有助於過濾一些輸入型通脹壓力，但也可能抑制當地的消費和投資需求，

加之下半年全球經濟環境惡化，外部需求減弱，可能會使新加坡的經濟增長面臨更大的不確定性。

美國加息未見減速，市場預期MAS也將持續堅定收縮步伐，推動新加坡政府債券（SGS）收益率上漲。9月14日新加坡1年、2年、5年和10年期政府債券利率全線上漲，均超過3%，為2008年後首次。9月21日數據，新加坡1年、2年、5年和10年期收益率分別為3.18%、3.19%、3.18%和3.20%，均延續年初以來的上漲態勢。新元債權收益率主要受美國利率和當地金管局的貨幣政策影響，2011至2022年回測顯示新加坡和美國10年國債收益率相關性達0.89，如果美國通脹持續惡化，美國繼續加息，新加坡政府債券收益率會繼續攀高。

政府通過財政政策減緩通脹對於低收入家庭消費的影響。今年1月份以來，肉蛋奶等基本生活必需品價格顯著上漲，導致低收入家庭生活成本上升。

今年年初，新加坡政府宣布了5.6億新加坡元的家庭支持一攬子計劃，以幫助當地人通過退稅、充值和代金券的組合來應對經常性開支。今年6月，新加坡政府又推出15億新加坡元的一攬子資助計劃，包括向符合條件的新加坡居民發放現金補助，每戶家庭獲得100新加坡元的水電費折扣額度，向低收入群體發放消費稅補助券，豁免宰雞場一個月的外勞稅等措施，為弱勢家庭和企業提供更多救濟。

作為進一步支持低收入工人和弱勢求職者就業的一種手段，政府還宣布提高緊縮工資模式下的共同出資份額，在工資不超過每月2500新加坡元時，分擔漲薪的75%；在工資為每月2500至3000新加坡元時，分擔漲薪的45%，並將就業增長激勵措施延長至2023年3月。

新加坡財政部長、下一任總理黃循財近日在接受採訪時指出：「新加坡政府的基本目標就是構建一個公平和進步的體系，以確保實現包容性增長，並使每個人都從國家的進步中受益。」

觸發債務危機的五大特徵

宏觀漫談 羅志恒 粵開證券研究院 副院長

歷史上，美國加息周期、美元走強周期往往是新興市場債務危機的導火索，典型案例如1980年代拉美債務危機、1997年亞洲金融危機。但冰凍三尺非一日之寒，新興市場債務危機往往是內外多重風險交織後的結果。外因包括美聯儲加息、美元升值、資本外流、地緣衝突爆發等，內因主要是經濟結構失衡、貿易赤字和外債高企等。新興市場本身可以通過加快經濟結構轉型、改變融資結構、宏觀政策協調等手段，增強國內經濟金融體系韌性，降低美聯儲加息引發的債務風險。

筆者預計本輪新興經濟體將出現明顯的分化：一方面，受益於大宗商品價格上漲和產業鏈轉移的經濟體，將因出口增長和國際收支改善增強償債能力，如石油輸出國、東盟主要國家的債務風險較低。同時，部分國家強化了財政紀律，減少財政赤字，降低外債融資，提前加息以應對潛在的資本外流風險。另一方面，全球能源和糧食危機衝擊下，大宗商品淨進口國面臨的債務風險較高。國內經濟脆弱、匯率貶值幅度較大、國際收支失衡、短期債務較高、政局不穩定的新興經濟體爆發債務危機的風險持續提升，尤其是阿根廷、土耳其，東歐地區的波蘭，以及中東地區埃及等非產油國的風險較高。

產業愈單一 風險愈高

首先，國內經濟薄弱、產業結構單一的經濟體償債能力不足，容易發生債務危機。斯里蘭卡成為今年首個主權債務違約的發展中國家。究其原因，首先是經濟內增動力不足。斯里蘭卡產業結構單一，主要依賴旅遊服務業，疫情衝擊下，其國際遊客銳減，經濟增長乏力。其次是糧食、能源供應不穩定。該國糧食和能源自給率很低，全球糧食和能源危機導致輸入性通脹嚴重；2022年8月，其CPI（消費物價指數）同比增速高達64%。最後是融資結構不合理。斯里蘭卡嚴重依賴外債，2021年末外債總額超507億美元，較2011年翻了一番，而國際儲備規模不到20億美元，償債能力不足。

其次，匯率貶值幅度較高的經濟體發生債務危機概率較高。當美元開啟加

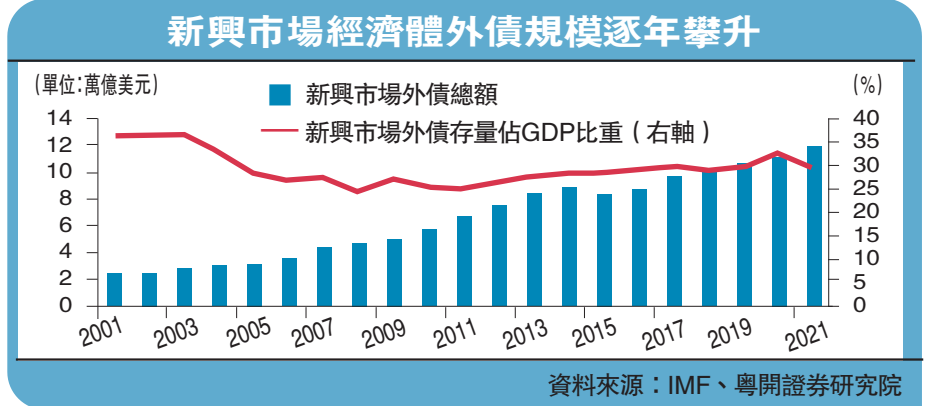
息周期，本幣貶值預期上升，會引發資本外流，資本項目惡化使得外債減少，而外債減少會進一步加大貶值壓力，令經濟陷入惡性循環。匯率暴跌使得企業外債成本驟增，往往是債務危機的前奏。2022年新興市場的匯率表現明顯分化，多數經濟體的貨幣對美元大幅貶值，今年1至8月斯里蘭卡盧比累計跌幅超40%，阿根廷比索、土耳其里拉累計跌幅均超25%。地緣衝突下的波蘭、匈牙利不僅面臨外資撤出，還要應對高油價高食品價格的拖累，匯率貶值幅度較大。

糧食價飆升 社會動盪

其三，國際收支長期不平衡的經濟體外債風險較高。根據國際收支平衡表，外債變動等於經常項目下的流量和資本項目下的流量之和。如果經濟體國際收支不平衡，經常項目與資本項目長期維持雙逆差，外匯儲備持續下降，將嚴重損害外債信用和主權信用。土耳其作為典型的石油淨進口和消費國，長期維持經常賬戶和金融賬戶雙赤字。美聯儲加息後，全球需求放緩導致貿易收縮，疊加高油價會加大淨進口國的貿易赤字，其金融項目下資本流出壓力大，對外舉債融資的難度更大。

其四，短期外債規模較大的經濟體出現技術性違約的風險較大。短期外債規模大，意味着近期的償付壓力較大，如果缺乏充足的資金，容易引發技術性違約。外債償還來源有兩類：一是現有的外匯儲備；二是未來經常項目下順差。二者均指向土耳其、阿根廷外債償還壓力大。從短期外債/總儲備的指標來看，土耳其（148%）、阿根廷（108%）短期外債/外儲指標排名前兩位，外儲尚不足以償付短期外債，顯示其違約風險較高；而從短期外債/出口及初次收入的指標來看，土耳其（66%）、阿根廷（62%）同樣排名前兩位，顯示其通過出口獲取的外匯償還短期債務的壓力也較大。

其五，社會動盪的中東國家，面臨的債務風險較大。本輪美聯儲加息周期疊加糧食危機，使得中東國家面臨糧食進口成本上升和貨幣貶值的雙重壓力。2010年全球糧價飆升，是導致中東多國社會動盪的重要原因。當前，埃及、摩洛哥、突尼斯、約旦國內局勢緊張，糧價暴漲會直接加重民眾不滿情緒，導致政府支持率降低，容易導致主權債務評級下調，進而引發債務危機。



代理須改善形象 提升服務公信力

樓市新態 汪敦敬 祥益地產總裁

香港社會普遍認為地產代理服務還有進步空間，因此筆者不斷提倡行業改革，卻遭到個別人士發布失實信息抹黑。筆者認為，地產代理在四個方面存在問題，現時規管尚未到位。

第一個問題是假盤。其實不用多做市場調查，只要問普通大眾就知道假盤的猖獗程度。地產代理條例的法規流程是做得不錯，筆者認為公司是有能力辨別同事刊登廣告的真偽，如果要解決假盤必須要針對管理層，究竟是無能力還是在包庇屬下？筆者的公司雖然是小公司，但持牌以來從沒有任何違規刊登廣告的紀錄，即是以專業紀律上來說，是有資格說門面陳列出來的都是百分百真盤，但我們要與很多縱容假盤的行家競爭，不公平之餘亦會動搖消費者信心。

樓花水票削買家保障

第二個及第三個的問題可以說是相連的，就是樓花水票及樓花回佣。所謂水票，是代理為客戶墊支入票抽籤資金，這在地產條例上是違規的。與此同時，代理將發展商的佣金回贈與客人亦大行其道，筆者暫時不評論代理是否需要回佣給客人，但如果已答應客人回

佣，代理必須一諾千金，若然這個誠信也沒有的話，那麼代理就會淪為「地盤街霸」了。

地產代理監管局（地監局）在上述兩方面都做了大量功夫，但是有一點可能忽略的，就是一些代理提供免費水票的服務，在抽籤入票前表示：「我幫你出住錢先，之後再決定啦。」那一刻代理就成為了客人的「金主」，客人很難要求代理出具書面的回佣協議；可能只說了某一個價錢，當抽籤後準備買樓的時候，之前的口頭協議就會十分模糊，到與發展商簽署買賣合約後就變的「打死狗講價」，沒有書面協議自然便不需要回佣。

筆者認為，要將這兩個問題一起處理，才可以進一步保障到樓花買家；否則，除了烏煙瘴氣之外，地產代理的誠信亦會不斷被扣分，我們便很難成為受人尊重的行業。

第四個問題是人海鋪海戰術。人海鋪海戰術的而且確是一個經營的選擇，但筆者認為其中癥結在於，大家要小心人海鋪海戰術是容易引來互相挖角，最後的結果就是劣幣驅良幣。另外，人多勢眾的代理亦要自我監管及評核自己是否存在壟斷行為及出現欺凌情況。

以上四個問題的解決有助於地產代理改善形象，更加重要是可以提高服務的公信力，希望同業努力和用心地做好自己的專業。