



▶美聯儲主席鮑威爾的加息政策，導致全球資本爭相流入美國。

從今年3月起，美聯儲開啟加息週期應對高通脹，截至9月已連續加息5次，累計加息300個基點。自6月起，美聯儲啟動量化緊縮（QT），維持每月475億美元的縮表規模，9月後加碼至950億美元。儘管縮表進程按計劃進行，但美聯儲持有的美國國債和抵押貸款支持證券（MBS）的規模僅減少約1%。綜合考慮通脹等重要因素，美聯儲本輪政策收緊進程不僅滯後，縮表速度可能也會「慢半拍」。

聯儲壓通脹放錯重點



經濟縱橫 盛成成
中國人民銀行
調查統計司原司長

激進加息令供應萎縮

（1）僅靠加息難以解決當下供需失衡

首先，加息是通過抑制需求從而對抗通脹的慣用工具，對於治理供給推動的通脹效果並不顯著，而且很可能對擴大投資和產出起到反向作用。疫情爆發後，全球供應鏈斷裂問題凸顯，供需錯配成為商品價格不斷上漲的重要原因。加息將會通過信貸途徑提升資金借貸成本，不僅會抑制企業投資，還可能減緩企業產能擴張，進一步壓制供給。其次，理論上加息可以通過抑制消費需求帶動通脹下行，但在前期極度寬鬆的貨幣和財政政策下，效果極為緩慢。根據牛津經濟研究院的報告，截至今年4月，美國家庭儲蓄銳減6000億美元，但仍坐擁1.8萬億美元。這部分儲蓄成為推高日後通脹的重要來源。當前，美國十七個州的政府正在發放通貨膨脹救濟支票，以幫助其居民應對家庭開支的增多，這將進一步增加控制通脹的難度。

再次，加息本可通過降低資產價格進一步抑制消費需求，但對利率敏感的房地產市場雖然已明顯降溫，但租金仍持續上升。隨着美元指數上升，大宗商品價格有所回落，房租價格逐漸成為本輪美國核心CPI（消費者物價指數）上漲的主要原因。美國這一輪房價上漲幅度遠高於以往歷史上漲週期，從房價回落發展到房租回落的時間可能更長。

（2）貨幣政策框架和傳導機制均已發生變化

20世紀七十年代，在兩次石油危機和糧食危機的雙重打擊下，美國經濟陷入滯脹，CPI同比增速躍升至10%以上。保羅·沃爾克（1979年至1987年任美聯儲主席）為控制通脹，緊縮貨幣、提高利率，聯邦基金利率在1980年4月達到19.96%。美國GDP（國內生產總值）同比增速迅速降至負值，但卻有效遏制住通脹，奠定了八十年代繁榮增長的基礎。

當前的經濟金融基礎和環境已大不相同，完全沿用當時的解決方案帶來的收效或遠不及預期，甚至會產生「東施效顰」的結果。美國當時的傳統貨幣政策工具較目前具有更高的傳導效率，聯邦政府的債務率也較低，加息帶來的副作用較小。此外，當時美聯儲的加息週期與全球石油價格下跌週期剛好重疊，加息對通脹的作用也有待驗證。

疫情爆發前，發達經濟體處於持續低通脹時期。在全球化背景下，供需關係、運輸成本和產業鏈變化對通脹影響更為顯著。美國甚至兩次修正其貨幣政策框架，通過提升對通脹的容忍度來實現經濟增長。因此，在全球通脹初露苗頭之際，美聯儲遲遲不肯開啟收緊進程。在目前經濟全球化的外部環境正在逐步消失，而在後疫情時代，全球供應鏈重塑的步伐加快，向區域化和多元化方向發展。企



業經營成本相較疫情前顯著增加，此時持續大幅加息對於有信貸需求的企業來說，無疑不堪重負。

非美元貨幣大跌加劇通脹

（1）基礎較強的美國經濟出現衰退風險

美國一、二季度GDP折年季調環比增速分別為-1.6%和-0.6%，連續兩個季度增速為負，符合「技術性衰退」特徵。美國就業市場雖然表現強勁，但近期增長放緩，失業率已經開始上升。8月失業率為3.7%，比上月高出0.2個百分點。此外，美國10年期國債與2年期國債收益率持續倒掛已經長達近三個月時間，金融市場判斷後續美國經濟陷入衰退的概率明顯上升。

2020年和2021年，美國的財政年度赤字分別達到3.13萬億美元和2.77萬億美元的戰後最高水平，加息政策降低了美國財政的可持續性。財政的可持續性與名義利率水平和GDP增速密切相關。當利率水平較高且經濟增速較低時，公共債務水平難以為繼，財政危機風險加大。

（2）復甦乏力的全球經濟雪上加霜

美聯儲的貨幣政策方向不僅影響美國經濟，同樣存在顯著的溢出效應，深刻影響着全球經濟和金融狀況。美國由於自身的經濟、軍事實力，其國債被公認為是全球核心安全資產，美聯儲加息導致全球資本爭相流入美國。7月份，外國投資者持有美國國債規模淨增703.1億美元；美國證券投資項下資本淨流入1535億美元，已連續三個月出現淨流入，較上半年月均淨流入規模高出21%。

此外，多國兌美元匯率大幅度貶值，進一步惡化全球通脹狀況。年初至今，歐元對美元貶值14%、英鎊對美元貶值19%、日圓對美元貶值24%，日圓、歐元匯率已經回到二十年前的水平，英鎊跌至三十七年以來的新低。

縮表抽走多餘流動性更有效

美聯儲在2014年9月的FOMC（聯邦公開市場委員會）會議上發布了《貨幣政策正常化原則和方案》，明確貨幣政策正常化包括加息和縮表。2019年，美聯儲將貨幣政策正常化的路徑命名為流動性充裕的貨幣政策執行框架。在此框架下，聯邦基金利率是反映美聯儲貨幣政策態度最核心的工具，縮表則處於從屬地位。

（1）縮表對抑制通脹或更加顯著

9月21日，美聯儲逆回購工具使用規模為2.316萬億美元，創歷史第二高點。逆回購協議規模上升意味着市場上的流動性較為充裕。美聯儲的逆回購工具是通過向金融機構出售證券，達到回收市場上多餘流動性的目的。因而，大量的流動性淤積在金融市場中，導致目前逆回購協議的佔比明顯提升。同時，當前聯邦基金利率（EFFR）為3.08%，更接近利率下限（ON RRP）的3%，這表明無論是銀行還是非銀金融機構的流動性都較為充裕，通過縮表回收市場冗餘流動性十分必要。

美國今年6月消費者信貸較前月增加391億美元，增幅僅次於3月時創紀錄的456億美元。在加息的背景下，銀行仍持續增加放貸，導致通脹難以平息，除了實際利率仍然較低以外，金融機構流動性充裕也是一個重要因素。相對於降息，量化寬鬆提供了較為普遍的流動性，助長了幾乎所有的資產價格。因此，量化緊縮在治理通脹方面，可能會比加息更為有效。

（2）縮表有助於避免債券收益率倒掛

縮表可能有助於防止收益率曲線倒掛或避免特別深度的倒掛。收益率曲線倒掛（即2年期收益率超過10年期收益率）被視為經濟衰退的前兆。當美聯儲加息時，通常短期收益率受影響更大，債券收益率曲線將平坦化。平坦的收益率曲線會減弱金融系統期限錯配的動力，導致系統擴張速度減弱，抑制經濟增速。注重縮表而不是一味激進加息，將產生較為陡峭的收益率曲線，避免依賴短期借款的貸款方受到較大衝擊。

對縮表的擔憂在於金融市場的脆弱性。2019年9月，聯邦基金利率一度高於存款準備金利率20基點，市場出現流動性短缺的狀況，為此美聯儲推出了常備回購便利（SRF）工具，降低了流動性短缺發生的概率。因此，該工具可以保證即期利率運行在聯邦基金目標利率範圍內，有效預防通過縮表收縮流動性對貨幣市場造成的衝擊。

美聯儲試圖複製當年沃爾克治理通脹的經驗，但是當前的經濟金融環境已發生根本變化，一味加息難以達到沃爾克時期的效果。加息意味着提升美元的使用成本，而縮表意味着收緊美元的流動性，後者在一定條件下對於抑制通脹可能更為有效。美聯儲需要充分考慮加息與縮表的「組合拳」，才能減少邁入滯脹或衰退的風險。

改善金融市場結構 助力穩增長



廟堂江湖 沈凌
德國波恩大學
經濟學博士

2022上半年以來出現了一個有趣的現象，中國的貨幣供應量急劇放量，但是整個社會融資額卻增長有限。也因此，社會融資佔M2（廣義貨幣供應）的比重急劇下滑，從前幾年的大約160%至170%的水平，下滑到現在的106%。不少人將之解讀為，資金供給大於資金需求，貨幣當局的放水並沒有造成經濟的投資增加。

雖然上述解讀把M2與社融量的複雜構成簡單化了，但也並不是一無是處。M2是最廣泛意義上的貨幣供應量指標，它既包含了央行的貨幣投放量，也涵蓋了資本市場通過存貸款機制創造出來的貨幣供應。因此，M2一方面是貨幣的供給量，另一方面也體現了資金需求的因素。而社會融資總量，除了人民幣貸款以外，還涉及直接金融市場的兩大主要構成：企業的直接債券和股票融資。因為直融市場受即期貨幣供給量的影響較小，所以今年貨幣供給量遠大於資金需求，從而沒有很好地帶動經濟增長。

回顧過去二十年的中國金融市場發展，以人民幣貸款作為間接金融市場的指標、以企業債和股票融資作為直融市場的代表性指標，我們可以清晰地發現：前者下降而後者增加，展現出金融市場結構改革步伐緩慢。其中，人民幣貸款佔比從2002年的接近90%下降至最近的65%，而直融市場佔比卻從5%增加到了現在的11%。

直融市場改革仍有空間

上述市場改革進程有兩個特點不容忽視：

（1）2012年作為拐點，市場改革基本沒有大的變化。也就是說：一方面外界期待經濟轉型升級，用技術創新而不是繼續增加資本投入去拉動增長，另一方面金融市場改革卻步履蹣跚，對技術創新有推動作用的直融市場發展緩慢。

（2）直融市場中也是以企業債為主，股票融資規模一直徘徊在社融總量的5%以內，最近三年平均只有3%都不到。

認識到上述金融市場的結構特徵之後，或許大家就能夠明白，為什麼今年上半年的M2增量差不多有20萬億，佔GDP比重超過35%，但對經濟增長的貢獻卻不足。要知道，2009年放水「四萬億」的時候，對GDP的影響可是立竿見影的。

經濟增長是伴隨着結構演化的，並不是簡單的量的積累。從上次世界經濟危機以來十多年間，中國經濟增長率逐步下滑，從15%拾級而下到5%左右。這也意味着，傳統產業發展邁入穩定期，相關投資慾望下降，市場競爭趨於激烈。而未來的經濟發展增量，是需要創新型企業拉動的，但因為缺乏足夠的抵押品，其融資需求很難通過間接金融市場（以銀行貸款為主）滿足。銀行重視大中型企業，不願意給小企業、新企業貸款，是有經濟學理論基礎的，並不是銀行「不作為」或者「懶政」，也很難通過政治動員就可以加以解決。

創新企業肩負轉型重任

貨幣供應量的增加，好比放水灌溉，若不改變金融市場結構，大量資金只會流向需求不旺的傳統產業，而不是經濟轉型升級的主力——創新型中小企業。這些創新型中小企業需要有一個活躍的、多層次的直融市場扶持，但二級市場的改革長期停滯，造成資金的供給和需求出現錯位。兩年前，李冰父子修築都江堰，岷江水才能流到經濟增長所需要的農田裏去。否則水再大，也難以推動經濟增長。

A股市場作為股權融資的最後出清渠道，是全部股權融資的保障。如果A股不振，多層次的股權市場也難以為繼，創新型中小企業就很難得到快速發展。從這個角度來講，振興股市不光關係股民的切身利益，也關係着整體經濟增長和國運。金融市場結構不改善，僅通過增加貨幣投放量，很難對現有的經濟結構產生效果。



▲最近一年樓價轉向下調整，目前仍未入市，或本來打算入市的人，眼見市場利好消息欠奉，都放緩入市步伐。

疫境下地產代理生存之道



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

迄今為止，樓價已從去年8月份的高位回落超過一成；就算單計今年，跌幅也有7%。更重要的是，短期內不利因素仍難改變，皆因新冠疫情尚存變數，特區政府正積極部署內地及外地通關，然而香港經濟及樓市單靠「內循環」實難言復甦。

近年香港經濟受到打擊，置業人士在這四、五年間入市，期內樓價只輕微升值，這班置業人士不但沒有享受到樓價大幅上升的「紅利」，最近一年樓價轉向下調整，更令物業的累積升幅轉眼間被抵銷。至於目前仍未入市，或本來打算入市的人，眼見市場利好消息欠奉，自然都會減慢入市步伐，趨向觀望；隨之而來的結果，就是成交量大幅下滑。

土地註冊處的數據顯示，年初至今各類型的物業交易，平均每月只有約4000宗，比對2021年平均每月約8000宗跌了一半。成交日益萎縮，地產代理生存空間如何呢？如何在目前環境存活下來？

筆者認為主要看看以下的三個指標：

（1）市場是否有足夠「養分」？所謂市場「養分」，就是指養活代理的生意量。顯而易見，以目前地產代理龐大的數量來說，當然是不足夠。儘管市況低迷，目前每月仍維持約4000宗的物業成交，換言之，有部分代理應該能夠生存下來的。

（2）地產代理的人手規模會否過大？

有行家常會用一句說話叫「原子彈炸烏蠅」，意思是以巨大的資本投放到市場，實行「以本傷人」，用龐大的人手規模來壟斷市場。但正如上文所說，目前的市場成交量大幅萎縮，代理出現人手過剩，繼續投放「原子彈」可能會炸傷自己。

（3）地產代理「抗逆力」是否足夠？

眾所周知，物業買賣金額比較大，地產代理的佣金收入亦豐厚，不少代理當有足夠收入過幾個月「輕鬆生活」時，動力亦會相應下降。現在市場面臨逆境，已經容不下所有地產代理，能活下來的都是自身有足夠「抗逆力」、質素高，且時刻都不會「放軟手腳」的人。