



►美國今年已經連續四次重手加息，但通脹走勢仍居高不下，可見通脹的「頑固」成為美聯儲的難題。

全球經濟再度陷入衰退周期，西方發達國家的滯脹風險不斷上升。歐美收緊貨幣政策並非最周全的策略，更多是被迫應對高通脹，並且因對通脹預判而進退失據。如何促進貨幣政策回歸正常化，平衡傳統化石燃料依賴與新型能源開發，以及妥善應對局部地緣政治危機，將是發達國家與新興國家必須直面的共同現實難題。

美激進加息拖累全球經濟

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室特聘研究員

國際貨幣基金組織（IMF）發布最新的《世界經濟展望報告》預計，美國2022年和2023年經濟增長預期分別為2.3%和1%，歐元區今年明年經濟增長預期分別為2.6%和1.2%。無論是美聯儲還是歐洲央行，均處於被動應對滯脹風險的階段，形勢的變化已經超出了平均通脹目標制的設定。

一、俄烏衝突恐長期拉鋸

俄烏衝突爆發距今超過七個月，極有可能演變成漫長的拉鋸戰。從兩個層面來看：一方面，俄烏衝突的發展顯然超出了所有人的預期，而在歐美加大對俄制裁與對烏軍事援助下，烏克蘭短期內並未和談的跡象，預計未來雙方仍存在衝突升級的可能；另一方面，隨著雙方戰事拖沓，其負面溢出衝擊愈發顯著，引發了持續的歐洲能源危機，加劇了高通脹風險，將本已脆弱復甦的全球經濟拖入新的困境。

俄烏衝突凸顯了世界秩序演變的內在矛盾，同時折射出歐美內部的巨大政治分歧。依據目前發展形勢預判，歐美疲於應對滯脹風險，導致俄烏衝突事件處於「擱置」狀態，久拖不決漸成常態。俄烏衝突的走向仍取決於多方利益權衡與博弈，和平談判需要達成國際共識，否則很難取得實質性進展。

從絕對實力的角度來分析，俄烏衝突並未從根本上改變國際格局，而在制裁和反制裁中部分呈現出傳統的國際政治權力結構，即政治、軍事及外交實力的綜合結果，衝突造成的負面衝擊將是長期的，包括烏克蘭四地的「入俄公投」都預示着國際局勢將趨於複雜化。

二、能源價格易升難跌

其一，能源轉型面臨的挑戰更大。歐洲一直是應對全球氣候變化的積極倡導者和實踐者，但當前的產業結構、生產與生活方式仍高度依賴傳統油氣資源，未來推動能源轉型的任務十分艱巨，俄烏衝突又增添了不確定性。歐盟內部對能源轉型的具體路線仍存在分歧，包括資金缺口、分配不公及國內民意等。今年5月，歐盟委員會公布一項價值2100億歐元的能源轉型計劃，擬在2027年之前結束對俄羅斯化石燃料的依賴，同時加速綠色能源轉型。2022年6月，俄烏衝突愈演愈烈之時，歐洲議會通過了三項與氣候變化掛鉤的重要歐盟法律草案，其中包括改革邊境排放交易體系（ETS）、修正碳排放調整機制（CBAM）相關規則，以及設立消除能源和流動性貧困的社會氣候基金。歐盟預期2030年將溫室氣體排放量減少55%，到2050年實現淨零溫室氣體排放。

其二，應對能源危機並非易事。



國際能源價格的飆升本質上是供應短缺所致，並在地緣政治局勢等因素的催化下，能源價格的不穩定性更加突出。數據顯示，2021年歐盟從俄羅斯進口的天然氣佔其總消費量的40%以上，而石油和煤炭分別佔其總消費量的27%和46%。2022年6月，歐盟公布實施對俄羅斯第六輪制裁，歐盟將在六個月內停止購買俄羅斯海運原油、八個月內停止購買俄石油產品，到2022年底從俄羅斯進口的石油將減少90%。未來預計，歐盟在俄烏衝突懸而未決的情形下或不斷升級制裁措施，有可能擴大油氣禁運範圍，供給層面將難以改善，歐洲的能源危機可能會繼續惡化。

其三，全球能源貿易結構將加快調整。俄羅斯在全球能源領域具有舉足輕重的地位，其中石油、煤炭和天然氣產量全球佔比分別達12.1%、5.2%和16.6%，出口量全球佔比分別達11.4%、17.8%和19.1%，主要的出口目的地為亞太和歐洲地區。目前歐洲的清潔綠色能源尚處於開發應用的初級階段，而大部分成員國在化石燃料的使用比例仍高達60%至85%。能源和清潔空氣研究中心（CREA）的報告顯示，俄羅斯在俄烏衝突的前100天裏從化石燃料出口中獲得了980億美元的收入，其中歐盟的佔比超過60%。因俄羅斯在國際能源市場的過高份額，至少目前歐洲各國並未對俄羅斯原油或天然氣進行完全限制，反而留出了一些必要的進出口通道。長期來看，歐盟擺脫俄羅斯能源依賴的計劃不大可能改變，而尋求新的能源市場及投資新能源的進程將因俄烏衝突而加快，以此將改變全球能源貿易結構。

三、產業及供應鏈修復需時

當前，美國、歐元區的通脹數據均達到了數十年來的高位，未來很有可能步入滯脹周期。回顧1970年代美國治理通脹的經驗，時任美聯儲主席保羅·沃爾克意識到傳統方式難以緩解通脹預期，於是通過重建美聯儲信譽並實施超預期加息，同時結合緊縮政策有效控制通脹。當前歐美所面臨的滯脹風險與1970年代的滯脹周期具有明顯區別，主要體現在兩點：

一是美聯儲與歐央行的資產負債表規模已經達到了歷史最高紀錄，大

規模的貨幣供應造成了經濟復甦的脆弱性，短期內消化巨量流動性將是一個巨大的考驗，事實證明激進加息的作用在減弱，美國連續四次大幅度加息，但通脹走勢仍居高不下，通脹的「頑固」成為了美聯儲的難題。

二是本輪可能出現的滯脹周期是新冠疫情與俄烏衝突兩大複雜因素交織影響的結果，產業鏈、供應鏈修復尚未穩固，卻又遭遇俄烏衝突的打擊，導致能源與糧食價格的大幅攀升，負面溢出效應可能遠超預期。地緣政治、全球疫情疊加前期的擴張政策，導致通脹失控風險增加，單純依靠貨幣政策緊縮恐難以解決供需失衡的問題。地緣政治、大國博弈及全球產業鏈供應的「碎片化」將抬高能源、商品及貿易成本。

截至目前，美聯儲的資產負債表規模達到了近9萬億美元、美國的公共債務規模也超過了30萬億美元，債務佔GDP的比重創下歷史新高。相較而言，美國當下所面臨的困境遠超1970年代，經濟增長預期大幅下滑，不僅制約了美聯儲的加息與縮表進程，而且單純依靠貨幣緊縮政策看來也難以解決滯脹難題，過去的經驗已不再適合現時環境。前期歐央行錯誤預判了通脹形勢，其所堅信的「通脹暫時論」認為，通脹將會因流動性收緊而快速回落，但激進加息的效果又不如預期。後期歐央行在「鷹派」和「鴿派」的猶豫之間錯失了加息的時機，前瞻指引與平均通脹目標制也遭遇質疑。

激進加息引發的全球經濟衰退風險正加劇。歐盟發布的歐洲經濟夏季展望報告預計，2022年歐盟經濟和歐元區經濟分別增長2.7%和2.6%，而歐盟和歐元區的平均通脹率分別為8.3%和7.6%，年通脹率將創下新高。美聯儲年內已經五次加息，6、7、9月連續三次加息75個基點，累計加息300個基點。美聯儲主席鮑威爾預計，2022年還將加息100至125個基點。歐央行7月和9月分別加息50個基點、75個基點，累計加息達125個基點，歐央行行長拉加德預計將繼續加息以遏制通脹。全球經濟目前處於自1970年衰退後復甦以來的最嚴重下滑。對於眾多新興市場國家而言，未來將不得不應對趨緊的流動性和更加震盪的市場環境。

(本文僅代表個人觀點)

內地打出「穩樓市」組合拳



經濟脈搏 李超

浙商證券首席經濟學家

近日中國政府各部委連續出台政策組合拳，分別為換購住房的個稅退稅激勵和針對房價下跌城市的首套房利率下調，重在支持剛需：前者重點鼓勵合理的改善性住房需求，後者重在支持首套房。筆者認為，近期的地產政策組合拳有望增強銷售數據修復的可持續性，後續應持續關注國慶期間的地產銷售情況，如果持續向好有望進一步改善居民預期。

「房住不炒」仍是當前地產政策的核心方針。7月政治局會議指出，要穩定房地產市場，堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持剛性和改善性住房需求，壓實地方政府責任，保交樓、穩民生。在「房住不炒」的核心方針下，地產政策的抓手重在支持剛需和保交樓。

退稅新政激活換樓需求

9月30日財政部、稅務總局發布《關於支持居民換購住房有關個人所得稅政策的公告》（以下簡稱「新政」），在此新政下2023年末前符合條件的居民換購住房可享受個稅退稅優惠。筆者認為「新政」指向明顯，重點鼓勵合理的改善性住房需求，預計將對全國尤其是換購需求最強的一二線城市的地產銷售起到有力的拉動作用。「新政」同樣符合「房住不炒」背景下的地產政策基調，9月28日，國務院總理李克強主持召開經濟大盤四季度工作會議，也明確提出「支持剛性和改善性住房需求」。

根據此前規定，個人出售住房需按交易總額的1%或買賣價差的20%繳納個人所得稅（個人轉讓自用5年以上、並且是家庭唯一生活用房的情況除外）。在「新政」環境下，2022年10月1日至2023年12月31日間出售自有住房並在現住房出售後1年內在市場重新購買住房的納稅人，對其出售現住房已繳納的個人所得稅予以退稅優惠。

首房貸利率全面下調

9月29日，人民銀行、銀保監會發布通知，對於2022年6-8月份新建商品住宅銷售價格環比、同比均連續下降的城市，在2022年底前，階段性放寬首套房商業性個人住房貸款利率下限，這是繼今年5月15日下調首套房商業性個人住房貸款利率下限20個基點後，一

次因城施策的按揭貸利率放寬。本次政策針對房價下跌城市，作為樓市組合拳之一，與上述換購住房個稅退稅政策形成有效合力。

經筆者梳理，70大中城市中，符合條件的城市有天津、石家莊、大連、哈爾濱等共計23個，其中多數為三、四線城市。由於這些城市前幾個月新房價格環比、同比均在回落，居民購房情緒普遍低迷，放開首套房按揭利率下限有助於改善居民預期、釋放剛需動能。

2022年9月30日，人民銀行公告稱自2022年10月1日起，下調首套個人住房公積金貸款利率0.15個百分點，5年以下（含5年）和5年以上利率分別調整為2.6%和3.1%，第二套個人住房公積金貸款利率政策保持不變。

筆者認為，首套房公積金貸款利率下調也是配合商貸利率的調整，共同拉動居民購房意願，公積金貸款在總購房貸款中佔比小於商貸，其影響或弱於商貸利率調整。公積金貸款業務為銀行表外業務，是指銀行接受住房公積金中心委託，以住房公積金為資金來源，向繳存住房公積金的職工發放的，定向用於購買、建造、翻新、大修自有住房的專項住房消費貸款，因此在金融數據上公積金貸款數據計入社融的委託貸款項目，但伴隨投放的商貸計入銀行表內按揭貸，兩者均有助於拉動金融數據。

地產債違約概率降低

在一系列新政的支持下，後續需重點關注地產銷售的修復情況。從高頻數據來看，30大中城市地產銷售面積自9月12日觸底後持續修復，截至9月29日單日銷售面積已上至95.4萬平方米，是6月末以來的最高水平。筆者認為近期的地產政策組合拳有望增強銷售數據修復的可持續性，後續應持續關注國慶期間的地產銷售情況，如果銷售持續向好有望進一步改善居民預期。

筆者認為，近期各項維穩政策發力，地產債違約概率較低。一方面，人行短端流動性維持合理充裕；另一方面，政策維穩信號也持續強化：今年5月，監管支持5家優質房企境內發債，主要採用配套發行信用風險緩釋憑證（CRMW）和信用違約互換（CDS）等信用保護工具；8月19日，交易商協會召開民營房企座談會，探討通過中債增進公司增信支持的方式支持其發債融資，8月末至今，幾家頭部民營地產公司的中債增全額擔保中票已經相繼發行。筆者認為中債增信為民營房企提供擔保增信支持，傳遞了積極維穩的政策意圖。



放寬壓力測試 降上車門檻



樓按明瞭 張穎穎

經絡按揭轉介營運總監

香港金管局於9月23日向銀行發出最新指引，將物業按揭貸款利率壓力測試要求由現時的3厘下調至2厘，並適用於所有物業按揭貸款。

是次放寬壓力測試的決定，相信是因今年樓市疲弱及加息周期開始。根據土地註冊處最新資料顯示，今年首八個月現樓按揭宗數錄得5.9014萬宗，對比去年同期的6.4777萬宗減少5763宗或8.9%。今年首八個月樓花按揭宗數則為3074宗，對比去年同期的3900宗減少826宗或21.2%，創十一年來同期新低。另外，香港加息周期開始，現時已有多間銀行陸續上調最優惠利率（P），相信年內亦將追加息，市民入市門檻將進一步增加。

放寬壓力測試要求後，入市門檻將會下調。假設以貸款額500萬元、還款期為25年、選用H按（折息按揭）H+1.3%，現時H按實際利率已升至封頂息率P-2.25%，實際息率為2.875厘，放

寬壓力測試要求前，加3厘壓力測試要求為5.3057萬元，放寬壓力測試要求後，加2厘壓力測試要求為4.8111萬元，即減少4946元或9.3%。

放寬壓力測試的消息一經放出，即時帶動經絡網站瀏覽量顯著提高。根據經絡按揭轉介研究部數據顯示，放寬壓力測試後的周末，經絡網站瀏覽量按周急升逾三成，其中按揭計算機的使用量更急升逾1.4倍，反映在加息周期下，入息能否通過壓力測試為置業人士的一個重要考量。

事實上，放寬壓力測試除了可以降低置業人士於加息周期的入市難度，亦可幫助早前購買一手樓並以建期上會的買家，以及欲從發展商高成數按揭轉按至銀行的業主更易上會及轉按，對樓市起正面支持作用。

不過，筆者要提醒有意置業人士，要留意按揭轉按利率有可能跟隨大市調升，而本港加息周期開始，銀行年內將有機會逐步追加上調P息，而當P息增加，壓力測試要求亦將會相應地增加。因此，置業前應評估當中涉及的利率和自身財務風險，並確保有長遠穩健的財務安排才好入市。