



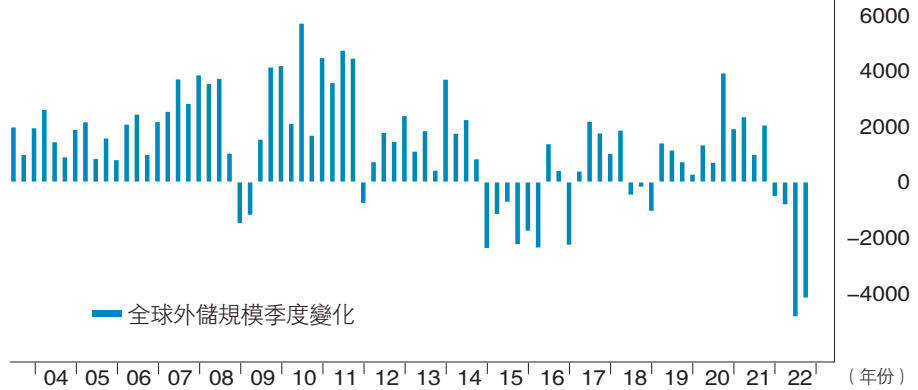
分析認為，美元單邊飆升令資產價格下跌，瑞信銀行等金融機構資產減值、負債率上升，可能引發連鎖反應。

路透社

美聯儲激進緊縮推動美元指數大漲，俄烏局勢引發能源危機推動能源價格大漲，二者對國際金融市場造成嚴重衝擊，股價匯三大市場價格大跌，金融風險陡升。美元指數年內觸及114.78點，創2002年以來最高水平，而非美元貨幣紛紛跌出歷史性紀錄；股票方面，納指累跌32%，道指下挫19.64%，恒指跌28%。

美元單邊升值 擾亂全球秩序

全球外匯儲備今年以來驟減萬億美元



大學之道 清和
智本社社長

當前，美元一枝獨秀、美元指數單邊飆升的局面是危險的，國際市場出現嚴重的資產荒、對沖機制失靈、價格劇烈震動、金融不確定性加劇。以下三重風險愈加明顯：

金融系統性風險逐步浮現

其一，美元升值導致外債風險增加。美聯儲加息直接推動美債利息成本增加，債務國、債務人的付息成本增加，斯里蘭卡政府已經出現外債違約事件；

其二，非美貨幣匯率貶值導致資產價格下跌，同時亦會進一步削減外債債務人的償債能力，加劇債務危機；

其三，資產價格下跌誘發金融危機，股票、債券、基金被拋售，瑞信銀行等金融機構資產減值、負債率上升，可能引發連鎖反應。

一旦「明斯基時刻」（資產價值崩盤時刻）臨近，承擔「最後貸款人」角色的央行將陷入兩難，屆時貨幣政策將被掣肘：大通脹需要緊縮政策抑制，但股價匯危機又急需寬鬆政策支持。美聯儲如何同時應對大通脹與債市大跌的雙重危機？

近期英國金融市場動盪，英格蘭銀行陷入類似困境。當地時間9月23日，英國政府推出一個金額高達2200億英鎊的「增長計劃」。其中，最主要的是一項計劃是減稅措施，價值450億英鎊，為自1972年以來最大規模的減稅計劃。但該計劃卻引發英國金融市場遭遇股債匯「三殺」，英鎊跌至歷史低位，英國10年期國債收益率最高飆升到4.5%，政府債券出現歷史上最大的單日拋售。

大跌原因在於，市場普遍認為英國政府大規模的減稅和支出計劃將推高政府的財政赤字率，進而增加通脹率。英國新任首相特拉斯沒有像當年戴卓爾夫人一樣在大規模減稅的同時實施結構性改革，通過國有資產私有化、削減社會福利等方式直接為政府減負增收，解決財政赤字問題。

對於赤字率和通脹率正持續上升的英國來說，「增長計劃」猶如火上澆油，擴張風險。其中，最危險的是英國養老基金。一項名為負債驅動投資基金（LDIs），資金規模達到1.5萬億英鎊，持有的長期英國債券約佔三分之二，涉及大量工人工的職場養老金。LDI遭國際投行大舉做空，價格暴跌，情況危急。當地時間9月28日，英格蘭銀行被迫宣布採取緊急措施救市，在兩週內臨時購買650億英鎊長期政府債券，以防止金融危機。英格蘭銀行向議員們表示，決定干預英國長期債券市場時，許多養老基金還差幾個小時就會破產。

實際上，緊急購債使得英格蘭銀行陷入兩難的境地。今年英國陷入大通脹，7月份通脹率達到了10.1%，創下自1982年2月以來的新高，也是七國集團（G7）中第一個通脹率突破10%的國家。英格蘭銀行預計未來幾個月通脹率將超過10%。為了抗擊大

通脹，英格蘭銀行多次加息，四季度還可能加碼。但此次救市，不僅釋放了更多的流動性，還削減了市場對英格蘭銀行堅持緊縮政策抗擊通脹的信心。為此，英格蘭銀行不得不推遲原定於10月初開始的政府債券減持計劃。

目前英格蘭銀行的行為類似於扭曲操作（Operation Twist），一邊採取臨時購買長期國債拯救債市和養老金，另一邊持續加息和縮減購債，應對大通脹和英鎊貶值。英格蘭銀行計劃在未來十二個月內削減800億英鎊的債券持有量，兩週內臨時購債規模卻已達到650億英鎊。雖然英格蘭銀行的臨時救市措施使得債市企穩、英鎊止跌反彈，資本市場為英格蘭銀行的臨時政策而重新定價，但金融機構有理由質疑陷入兩難的英格蘭銀行：到底是堅持緊縮抗通脹，還是轉向寬鬆救債市。

各國穩匯率 外儲縮水萬億美元

在美元指數持續飆升、股價匯不斷大跌的環境下，為避免陷入絕境，各國政府需提前做好準備，建立應對多重不確定風險的機制。全球主要國家央行考慮借入更多美元以應對匯率和債市風險。

眼下全球外匯儲備正在以有紀錄以來最快的速度下降。根據彭博社統計的數據，全球外匯儲備今年以來縮水約1萬億美元，縮至12萬億美元，降幅為7.8%，創下彭博社2003年開始彙編該數據以來的最大降幅。外匯儲備快速下跌的主要原因包括：一是全球資產價格下跌導致外匯資產估值縮水；二是政府和央行干預市場消耗了大量外匯。譬如，印度今年的外匯儲備下降了960億美元，其中67%來自估值縮水，剩餘減值來自外匯干預。

下半年開始，越來越多國家使用外匯干預匯率。9月日本使用了200億美元試圖阻止日圓下滑，這是該國自1998年以來首次干預外匯市場，涉及資金佔今年外匯儲備縮水規模的19%左右。不過，日本外匯儲備充足，持有超過1萬億美元。截至9月末，印度外匯儲備超過5000億美元，中國內地為30289.55億美元，中國香港為4192億美元，英國政府和英格蘭銀行合計外匯儲備只有1825億美元。此外，韓國、泰國也加入了干預行列，但外匯儲備相對不足。9月份有市場傳聞，韓國央行有意與美聯儲啟動貨幣互換協議，來維持韓國的穩定。後來，韓國官方否定了這一說法。

亞洲金融危機期間，韓國面臨外匯虧空風險，正是向國際貨幣基金組織（IMF）求救才渡過難關，而今年

遭遇流動性風險的新興國家也在大舉向IMF申請貸款。截至8月底，IMF今年發放的貸款總額達到1400億美元，創出歷史新高。IMF承諾的總貸款額目前已超過2680億美元，貸款餘額逼近極限。

因為與美聯儲簽署了《貨幣互換協議》，韓國央行不再需要向IMF求助，可直接啟動「貨幣互換」來應對外匯風險。所謂貨幣互換，是指兩個主體在一段時間內交換兩種不同貨幣的行為。央行間貨幣互換的目的是提供流動性支持、穩定匯率。美聯儲一直長期協議合作的央行包括：加拿大央行、英國央行、日本央行、歐洲央行、瑞士央行。2020年3月，美聯儲新增澳洲聯儲、巴西央行、丹麥央行、韓國央行等九家協議央行。彼時新冠疫情全球大流行，美元指數飆升，非美元貨幣大跌，市場出現美元荒，美聯儲與部分國家央行啟動了貨幣互換協議，提供美元流動性支持。

使用貨幣互換協議可以降低外匯風險，同時還能抑制內外債市風險。外債方面，匯率升值與外匯儲備充裕可以提高外債的償債能力；內債方面，央行可以採取沖銷操作，一邊使用通過貨幣互換的外匯買入本幣，另一邊使用購入的本幣買入國債，降低國債價格下跌的風險，同時實現貨幣供應量平衡。此外，穩定匯率有助於降低股票和房地產價格崩潰風險。

考慮到俄烏局勢引發的歐洲地緣政治危機與能源危機的特殊性，美聯儲可能會與歐洲、英國和日本央行啟動較大規模的貨幣互換計劃。歐元、英鎊和日圓在美元指數中的權重合計到82.1%，這三大貨幣的企穩可有效抑制美元指數單邊上升勢頭，以達到穩定全球匯市的目的。該項大規模的貨幣互換計劃，可以被理解為「新廣場協議」。上個世紀80年代初，美聯儲為了抗擊通脹，大幅度提高了聯邦基金利率，美元大漲，非美元貨幣紛紛大跌。1985年，美國與日本、聯邦德國、法國、英國的財長及央行行長簽署了穩定匯率的協議，也就是「廣場協議」，其目的就是讓美元貶值，其他四國的貨幣按計劃升值。

如今的情況跟當時頗有類似，美元單邊持續升值，英鎊、歐元、日圓受戰爭、能源危機的衝擊大幅貶值。但與廣場協議的政策干預不同，眼下美聯儲及合作央行可以實施較大規模的貨幣互換計劃，通過公開市場操作的方式來穩定匯市。貨幣互換版的「新廣場協議」一定程度上能夠緩解歐元、英鎊、日圓受戰爭、能源危機等「額外」因素過度削弱的極端局面，促進全球金融市場穩定。

美元超級周期將歐洲推入衰退



建言獻策 沈建光

京東科技集團
首席經濟學家

今年以來，美元漲勢如虹，指數創了二十餘年來新高，從2009年最低點到目前漲幅超過50%，第三輪美元超級周期最終來臨。那麼，本輪美元超級周期能維持多久呢？

自上世紀70年代初，布雷頓森林體系解體，金本位制度讓位於美元本位制度的五十餘年時間裏，美元周期與全球資本流動的急劇變化關係緊密。從歷史經驗來看，美元超級升值周期往往伴隨金融市場動盪甚至危機產生。在筆者看來，這一現象並非巧合。一般而言，美元短期內大幅飆升往往面臨資金從其他市場迅速撤離，從而成為危機的導火索。

具體來看，上個世紀70年代初以來，美元經歷了三輪超級升值周期：

第一輪美元超級周期（1980年-1985年）：為擺脫史無前例的「大滯脹」，1979年保羅·沃爾克就任美聯儲主席，強力提升利率，也將美國推向了強勢美元時代。1985年3月，美元指數曾一度突破160大關，相比1980年低點上漲幅度超過90%。然而，同期全球金融市場卻動盪不斷，最為有名的是拉美債務危機。儘管外債過高是爆發拉美危機的內在因素，但早前弱勢美元導致的資金源源湧入，以及美元強勢回歸後資金的大舉撤出都成為了危機的加速器，從而將拉美陷入了持續的債務危機。

新興經濟體債務危機升溫

第二輪美元超級周期（1995年-2001年）：美國互聯網經濟的全面爆發使得1995年美元開始進入升值周期。2001年7月，美元指數一度升破120，相比1995年低點漲幅接近50%。當時以美國為首的信息科技革命吸引大量資金重新回流美國，參與直接投資和證券買賣。同期，大量國際資金流向美國也加劇了其他市場資本流出，最為著名的是1997-1998年亞洲金融危機。彼時以泰國泰銖貶值作為導火索，金融風暴橫掃馬來西亞、新加坡、日本和韓國，導致亞洲各經濟體經濟與金融體系遭受重創。

2009年開始美元進入新一輪升值周期，前期漲勢平緩，今年演變為超級周期。市場有觀點認為，此次美元上漲周期應從2014年美聯儲加息預期出現後美元強勢反彈開始，而筆者傾向於把本輪周期的起點從2009年美元最低點算起，原因在於當時國內拋售美元資產之聲日盛，但筆者當時便提出美元已是低點，應警惕美元反轉。其後伴隨着金融危機蔓延至其他國家，美元有所反彈，直至美聯儲三輪量化放鬆，美元才有所走弱，但仍未跌破前期低點。2014-2016年期間，美元伴隨加息預期大幅上行，再度引發了非美元匯率大幅貶值。2022年，多重因素影響下美元大幅上行，本輪美元上漲周期最終演變為第三輪超級周期。

一旦美元步入超級周期，將對全球經濟產生深遠影響。第一輪美元超級周期造成拉丁美洲陷入債務危機，第二輪美元超級周期引發亞洲金融危機，當前第三輪美元超級周期正在深度衝擊歐洲。疊加俄烏衝突影響，歐元和英鎊匯率持續貶值。9月下旬以來，歐元兌美元持續運行在平價線之下，創二十年來新低；9月底，英鎊兌美元一度逼近平價線，創歷史最低水平，目前運行在1.10左右的低位。

美元升值一方面使得以美元計價的能源、食品價格更加昂貴，另一方面，歐元和英鎊的大幅貶值進一步加劇歐洲通脹壓力。9月歐元區CPI同比已經達到兩位數，高通脹影響下歐洲經濟動能顯著走弱，未來由「滯脹」滑向衰退已不可避免。與此同時，歐洲制度層面的深層次矛盾及政治格局的不穩定，進一步弱化了未來經濟前景。因此，本輪美元超級周期將加劇歐洲困難局面。

此外，美聯儲持續加息引發全球加息浪潮。瑞典、中國香港、英國、瑞士、挪威、新西蘭、澳洲、印尼、菲律賓、南非、越南、印度、墨西哥等央行陸續宣布加息，部分新興經濟體債務危機風險亦不容忽視。

展望未來，美聯儲激進加息、美歐經濟反差以及避險需求增加三大因素依然存在，美元強勢不改。短期而言，俄烏衝突以及能源危機形勢會影響美元兌歐元匯率；中期要看，美國經濟動能何時放緩及美國通脹壓力何時緩解。筆者判斷，可能要到明年下半年美國經濟進入衰退後美元強勢才有可能扭轉。



▲專家預計，本港樓市本月好淡角力更趨明顯。

中通社

適時調整辣招 穩樓市提振信心



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

9月下旬，美國再加息0.75厘，年內已五度加息，累積幅度已達3%；香港的銀行亦在同日緊隨加息0.125%。一般相信美國年內仍會有兩次的加息，市民的供樓負擔無可避免加重，而對於目前淡靜的樓市而言，這樣的消息更可謂雪上加霜。

正當樓市看似「無運行」之際，行政長官李家超就在加息翌日召開記者會，公布一系列放寬檢疫措施，香港終於敞開了對外的大門，香港人也即時見到曙光，期望這些措施可令到經濟逐步復常。

香港的經濟和樓市，就這樣度過了利好和利淡消息互相拉扯的一周；而踏入10月份，筆者相信，好淡角力更趨明顯。

樓市跌勢至今仍未喘定，雖然很多人都聽過「別人恐懼時我貪婪」這句巴菲特的名言，但套用在目前的市況下，又不見得多少人可以付諸實行，皆因大

家沒法揣測樓價何時見底，這正好解釋了為何多數人都不能捕捉到撈底時機。人心虛怯，跌市的骨牌效應恐怕仍未完結。

但積極一點去看，在放寬防疫措施後，10月份相信會繼續有好消息出現，而香港的經濟活動逐步復常；期間港人到外地旅行變得容易，亦可紓解悶氣和怨氣，對於為香港人增加正能量，帶來「好磁場」絕對有幫助。

事實上，除了憧憬防疫措施繼續鬆綁之外，10月份大家更會聚焦於中共二十大會議，以及10月19日的施政報告。本屆特首的第一份施政報告，想必有意外驚喜，讓香港人在困局中見到出路。

筆者的觀點向來是「要救香港經濟，必須先救樓市」，因為本港樓市與不同行業都息息相關，樓市回復活躍，可以帶旺不同行業，同時亦可增強港人對經濟前景的信心。此外，賣地及其他地產相關稅收，對庫房的收入可謂「功不可沒」。筆者認為，今天的施政報告，絕對有空間及有需要調整，甚至取消部分為時已久的「辣招」，令樓市可以重返正常的軌跡，如此才可以更健康地發展。