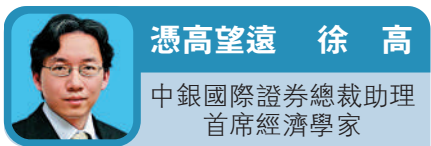




美國因要維護通脹預期穩定，今年已連續三次加息0.75厘，美元因此變得極為強勢，令到歐亞等貨幣大幅貶值。

最近幾年西方國家的貨幣政策可謂是「城頭變換大王旗，各領風騷一兩年」。2020年新冠疫情剛剛爆發的時候，簡稱為MMT的「現代貨幣理論」曾大行其道，並一度成了西方發達國家中央銀行採取極度寬鬆貨幣政策的理論依據之一。但從2021年通脹在西方國家變成嚴重問題之後，美歐央行又採取了幾十年未見的激進貨幣緊縮措施、大幅加息，重演了1980年代美聯儲強力緊縮對抗通脹的「沃爾克時刻」。

美歐貨幣政策為何搖擺不定？



憑高望遠 徐高
中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

一、無限量寬與激進緊縮

所謂MMT，是現代貨幣理論（Modern Monetary Theory）的簡稱。雖然名字裏有「現代」二字，但思想源頭可以追溯到現代宏觀經濟學創始人凱恩斯那裏。MMT的核心思想是，假設經濟運行在需求不足的狀態，此時貨幣擴張非但不會帶來通脹的副作用，還可以有效刺激實體經濟增長。如果要用一句話來概括MMT，那就是「只要通脹沒起來，就可以無限發貨幣」。

與MMT爭鋒相對的是當今居於宏觀經濟學主流的貨幣數量論。持這種觀點的經濟學家相信，貨幣數量與通脹之間有穩定的關係，更多的貨幣一定會帶來更高的通脹。相應地，削減貨幣數量可以有效壓低通脹。1980年，剛剛就任美聯儲主席的保羅·沃爾克就大幅加息，以讓市場驚訝的貨幣緊縮快速抑制了通脹，從而為宏觀經濟學史留下了「沃爾克時刻」這一詞。

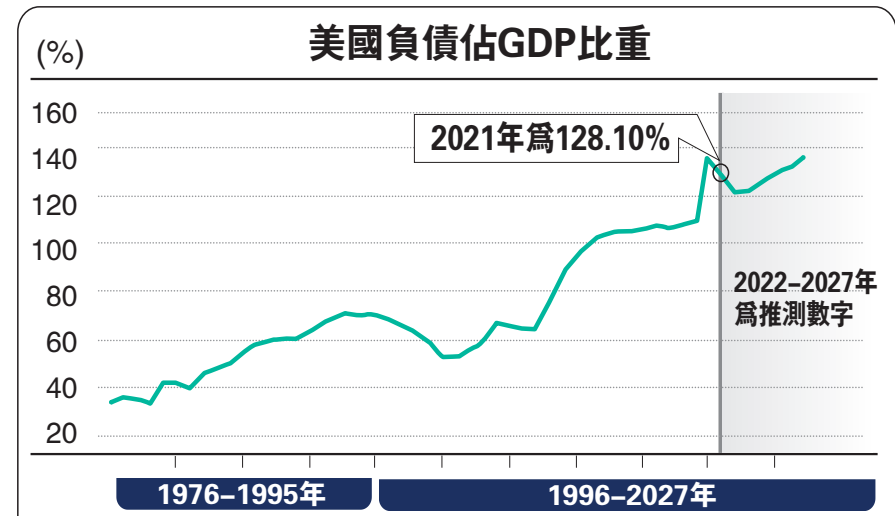
理論來自於現實，也指導現實。無論是現代貨幣理論，還是「沃爾克時刻」，都不僅僅是兩個空洞的名字，而是代表着極為不同的貨幣政策態度。2020年新冠疫情爆發之後，美歐國家為了刺激經濟，均採取了極度寬鬆的貨幣政策。美國甚至在2020年還推出了「無限量寬鬆」，不設上限地向市場投放貨幣。在2020年的一年時間裏，美聯儲資產負債表擴張了3.2萬億美元，增幅達到了驚人的77%。如此力度的貨幣寬鬆，讓次貸危機之後的三次QE（Quantitative easing，量化寬鬆）都相形見绌。為了論證貨幣寬鬆的合理性，很多人拿出了MMT作為佐證。

但形勢變化迅速，到2021年底，美國的通脹已經成了個大問題。2021年12月美國的CPI（消費者物價指數）通脹率已經上升至7%，扣除了食品和能源價格影響後的核心CPI也突破了5%，貨幣發行不影響通脹的MMT已不攻自破。美聯儲為維護通脹預期穩定，不得已採取幾十年未有的激進緊縮措施，在2022年已連續三次加息0.75厘，並同時快速收縮資產負債表。當前如此力度的貨幣緊縮，近幾十年來只有「沃爾克時刻」可以與之相提並論。

二、貨幣政策與實體經濟

貨幣政策態度之所以會有如此劇烈的變化，是因為西方國家實體經濟的運行發生了變化。只有在將貨幣政策與實體經濟聯繫起來的統一框架下，才能理解從MMT到「沃爾克時刻」的轉變，看到二者之間的辯證關係。

在當今貨幣體系下，貨幣是被無中生有創造出來的，具體表現為貸款創造存款的過程。現在的銀行並不需要像古代錢莊那樣先吸收存款，然後才能向外放貸，而是在向外放貸的同時就創造了自己的存款。央行向商業銀行的放貸創造了商業銀行存在央行



的存款，也就是基礎貨幣；商業銀行向實體經濟的放貸創造了實體經濟中各經濟主體存在商業銀行的存款，也就是實體經濟中的廣義貨幣。

對不明就裏的人來說，當今這種無中生有創造貨幣的方式似乎意味着，貨幣政策不再有什麼約束，央行想怎麼調控貨幣就可以怎樣調控貨幣，但這是對貨幣政策的誤解。無論如何，貨幣創造也不是一個獨立於實體經濟，可由央行自由決定的過程。央行可以調節貨幣政策，控制貨幣的收放，但央行如果想維護通脹的穩定，其行為就必須與實體經濟相協調。從這個意義上來說，貨幣政策是被實體經濟所決定的。

央行創造的貨幣是實體經濟中經濟主體（主要是居民和企業）的支付工具，代表着他們的名義購買力。但這些名義購買力只有真正變成市場中的購買行為，才會影響到實體經濟中的實物交易量和交易價格。換言之，如果名義購買力沒有被經濟主體給花出去，就無法影響實體經濟運行——此時貨幣政策就對實體經濟沒影響。

也因此，經濟主體的支出意願決定了貨幣政策在實體經濟中的效果。如果經濟主體的支出意願非常低，使得增發的貨幣大部分都被他們儲蓄了起來，而沒有在市場上花掉，那麼貨幣增發對市場中購買行為的帶動就非常有限，也就很難明顯帶來交易量和交易價格的上升。對整個宏觀經濟來說，貨幣政策刺激真實經濟增長和通脹的效果不明顯。

實體經濟中各經濟主體的支出意願又與實體經濟狀況密切相關。當經濟向好的時候，消費者會因為收入預期上升而增加當前消費，投資者也因回報預期提升而增加其投資，這些都會帶來支出意願的上升。而支出意願的上升，以及隨之而來的市場購買行為，會進一步推升經濟景氣度。在這種正反饋循環中，經濟會逐步走向過熱以至於需要貨幣緊縮來降溫。

反過來，當經濟走弱的時候，消費者會因為收入預期下降，以及預防性儲蓄動機上升，而減少其消費支出。投資者也會因為回報率預期走弱而削減投資計劃，減少投資支出，這將進一步壓低經濟景氣度和壓低支出意願。此時，需要放鬆貨幣政策來刺激經濟，打破經濟下滑的惡性循環。

貨幣政策就好像馬的繮繩，不管經濟這匹馬跑多快，總是可以給拉回來，但要用繮繩讓馬跑起來卻不太容易。這是因為貨幣政策總是可以收走經濟主體手中的貨幣，從而削減其名

義購買力、壓低其購買行為；經濟如果低迷，貨幣的寬鬆就未必有效。政府總是可以通過增發貨幣來增加經濟主體手中的名義購買力，卻不一定有辦法讓經濟主體把這些購買力變成支出行為。通俗地說，政府可以給居民和企業發錢，但不一定能讓居民和企業把錢花出去。

形成這種狀況的原因有很多，可能是凱恩斯所說的「流動性陷阱」，可能是經濟學家辜朝明說的「資產負債表修復動機」，也可能是產能過剩帶來的低投資意願，其結果都是經濟中需求不足、供給過剩。此時，貨幣擴張沒法有效帶動通脹上行，從而使得貨幣總量與通脹之間的聯繫破裂。在這種情況下，MMT才可能大行其道。換言之，MMT是以實體經濟中經濟主體支出意願低迷作為前提。但在通常狀態下，經濟主體的支出意願處在正常水平，經濟中不存在需求不足的狀況，供給才是經濟增長的主要瓶頸。此時，貨幣增發就會很順暢地轉化為市場上購買行為的增加，並帶動經濟和通脹。

三、MMT與沃爾克時刻

新冠疫情爆發之後，西方國家貨幣政策之所以發生從MMT到「沃爾克時刻」的巨變，是因為實體經濟的運行狀況發生了從需求不足到需求過剩的轉變。新冠疫情爆發之前，全球經濟處在產能過剩、需求不足的狀況。這種局面之所以產生，中國存在的龐大過剩產能是重要原因。因此，儘管次貸危機之後美聯儲曾進行過三輪QE，通脹卻一直沒有成為問題。也正因此，不少人接受了MMT的論點。

但貨幣發行並不會真的對通脹一直沒影響。新冠疫情爆發之後，歐美國家極度寬鬆的貨幣政策已經帶動了國內需求的快速擴張，形成了需求拉動型的通脹。2022年7月，美國的名義零售指數上漲了29.8%。折成年率的話，美國名義零售在疫情爆發之後的兩年半時間裏，每年增長11.4%，遠高於疫情爆發前4.1%的年平均增速。

不過，從MMT到「沃爾克時刻」的轉變，並非貨幣運行的邏輯發生了變化，而是實體經濟運行狀態不同所導致的貨幣運行表象的不同。MMT雖然失去了市場，但其闡述的在需求不足狀況下貨幣政策調控的思路仍然有可取之處。未來隨着西方國家貨幣緊縮對需求的抑制，全球經濟可能重新陷入疫情爆發之前的需求不足、產能過剩的狀況——那將是MMT回歸之時。

英國經濟政策矛盾並未緩解

劉政寧、張文朗
中金點睛
中金公司

雖然在市場劇烈反應的「倒逼」下，英國政府已「反悔」了部分刺激舉措，但「減稅恐慌」餘波仍在，英國央行接連「大手筆」購買國債難以穩定市場情緒。但筆者認為，購債壓降利率「治標不治本」，沒有在根本上解決市場對於「財政主導」的擔憂，只要英國財政大擴張方向不變，市場信心就難以修復。

為什麼英國政府的減稅計劃不能提振信心？有觀點認為，應對「滯脹」最好的辦法是採取「供給學派」的措施，比如通過減稅鼓勵企業增加供給，從而降低通脹，這也是上世紀80年代「里根經濟學」的基本原理。然而，這種觀點忽略了三個問題：

其一，70-80年代滯脹固然有石油危機等供給因素的衝擊，但也與彼時凱恩斯主義大政府理念下干預過多、政策失誤有關，當時放鬆管制有一定「撥亂反正」促供給的效果。然而，當今滯脹的源頭除了疫情後財政貨幣刺激外，更在於能源危機與勞動力供給不足，或並非單純靠政府減稅等管制放鬆措施就能解決的。

其二，企業增加供給的前提是加大投資，而投資增加會推高總需求，加大短期的通脹壓力。當英國通脹率已經高達10%，英國居民已經難以再承受更高的通脹了。

其三，「里根經濟學」的成功與美元的國際貨幣地位有一定關係。財政刺激往往會帶來「雙赤字」（即財政赤字和貿易逆差），對債券價格和匯率都會帶來向下壓力，要想對沖這些壓力需要經濟增長足夠強勁，從而吸引外部資本流入。美國經濟實力強大，美元作為全球儲備貨幣具有一定特權，能夠吸引海外資本回流。反觀當下的英國，在疫情與地緣政治衝突影響下經濟增長下行已難以避免，且貨幣已經形成貶值趨勢，要想逆轉非常困難。因此，大幅減稅只會加劇擔憂，而不會起到促進市場信心的作用。

英國的遭遇折射出宏觀政策應對「滯脹」時的兩難境地，貨幣要「抗通脹」，財政要「穩增長」，兩者相互矛

盾。當下貨幣政策的主要目標是抗通脹，對此要求實際利率上升，經濟增速下降。財政政策因為擔負照顧大眾民生的重任，更希望實際利率維持在較低水平，以此保證一定的經濟增長。在外生性供給衝擊下，通脹高企使得貨幣與財政的矛盾愈發突出，這便是英國「減稅恐慌」背後的深層次問題。

歐美面臨相同困境

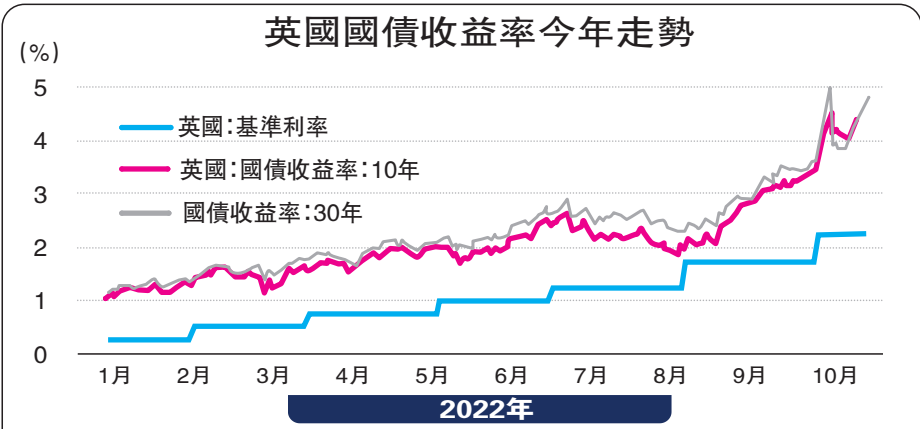
英國的問題並非英國獨有，歐元區國家和美國也存在貨幣財政的不一致。歐元區和美國貨幣政策均已進入緊縮周期，且都在最近一次議息會議上採取了0.75厘的「大踏步」加息節奏。但在財政政策方面，歐美國家似乎都還有「寬財政」的心思。

歐洲方面，面對能源價格暴漲引發的生產生活成本攀升，德國近期宣布為企業和消費者提供2000億歐元的大規模「保護屏障(protective shield)」以緩解物價上漲的痛苦。該計劃的核心部分是對天然氣和電力價格設定應急上限，在一定消費量之內補貼民眾與企業，相關支出將通過德國疫情後設立的經濟穩定基金(Economic Stabilization Fund)借新債來籌資。

美國方面，隨着中期選舉「漸行漸近」，財政政策也再次傾向刺激經濟以爭取民心。近期拜登政府通過了《通脹削減法案》，旨在刺激國內清潔能源方面投資需求，隨後又宣布減免學生貸款的大規模措施，為年收入不足12.5萬美元的學生貸款借款人提供1萬美元的貸款減免。根據測算，學生貸款減免計劃未來十年的總開支規模約為5000億美元。

政府債券的風險溢價可能由此而上升。政府債券一般有政府信用背書，往往被視為安全資產，但在財政行為不審慎、經濟前景弱化的背景下，這一情況可能會改變。此次英國「減稅」風波導致英國國債收益率上升，除了市場擔心通脹加劇外，可能也受到風險溢價上升的影響。如前所述，英國的問題並非英國獨有，其他發達國家也有類似情況，這可能導致投資者對國債資產提出更高的風險補償要求，從而加大債券收益率上衝風險。對於這種非基本面因素帶來的風險，投資者也不能不防。

（劉政寧、張文朗均為中金公司分析師）



吸境內外人才與資金 助樓市復常



主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

作為投資指標的恒生指數，年內已跌逾兩成半；樓市也可謂「媲美」，價跌量縮且跌勢有加快趨勢，單計今年三季度美聯樓價指數已急挫5.9%，創2018年四季度以來的最大跌幅，而美聯樓價指數最新報157.5點，按周跌0.27%，連跌十七個星期，創逾四年半新低，而今年跌幅已擴大至8.22%。

筆者相信，全年樓價跌幅或擴大至雙位數，屆時將創2008年後最大跌幅。價跌量卻難升，預計全年整體物業（包括住宅及非住宅）註冊量僅錄約6.4萬宗的水平，更是創出自1991年以來三十二年新低。

加息及疫情夾擊重創樓樓，近期有

業界人物表示，希望特區政府及早修正房策。據市場消息，有機會削減買家印花稅（BSD）。筆者希望新一份施政報告推出「招商引資」方案，吸納境內外人才及資金來港，同時減辣助樓市復常。

樓市有起伏是正常的事情，但跌宕起伏則影響甚大。以1997年樓價大跌為例，負資產的出現嚴重影響金融穩定，如果明年跌勢持續，樓市價量驟跌，很大機會引起骨牌效應，因此希望特區政府提出方案，助樓市軟着陸。

筆者深信現時樓市價量齊跌只是外圍利淡因素影響，本港基礎穩固，特別是受惠於放寬九成按揭樓價上限，以及最近的降低壓測措施，樓市得到一定程度的鬆綁，有更健康的發展環境，相信特區政府未來能有效吸引資金來港，待資金再次湧入，樓市得以「復常」。



▲美聯樓價指數最新報157.5點，按周跌0.27%，連跌十七個星期。