



▶美聯儲連續
大手加息，不
利於全球經濟
的穩定。

由於主要經濟體都已進入放緩階段，衰退將成為2023年全球宏觀、政策和資產配置的一條邏輯主線。關鍵問題是，衰退的持續性和嚴重性如何？除了地緣政治衝突與新冠大流行仍存在不確定性，市場關注的另一個焦點則在於全球性的貨幣退潮會否觸發系統性金融風險事件，這一次脆弱環節在哪裏？「沃爾克衝擊」會重演嗎？

美激進加息埋下隱患

鍍金時代 邵宇
東方證券
首席經濟學家

持續高企的通脹和美聯儲加速推進貨幣政策正常化是全球競爭性加息潮得以形成的重要原因。持續攀升的能源、食品價格和強勢的美元惡化了美國以外的經濟體的貿易條件，增強了輸入性通脹壓力。而美聯儲加息既可收縮國內需求，又能緩解本幣貶值壓力和貿易條件的惡化，雙管齊下壓制通脹。與一般意義上的貨幣戰爭——競爭性貶值的含義相反，競爭性加息是一種「逆向貨幣戰爭」（Reverse Currency War）。兩者都是以鄰為壘的政策，都不利於全球經濟的穩定。

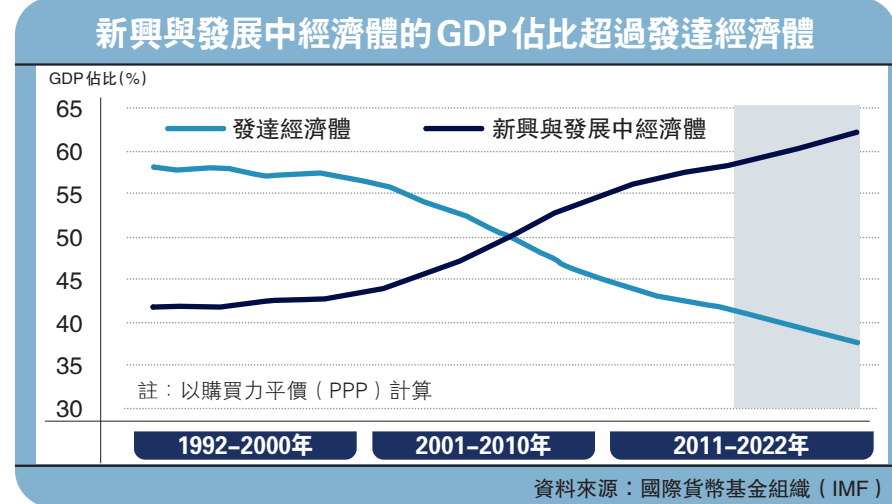
全球經濟面臨衰退風險

學術界或市場對單一經濟體的經濟周期的研究已經非常充分，但關於全球經濟周期（Global Business Cycle）的研究卻十分匱乏。但在經濟和金融相互依賴的今天，研究任一開放經濟體——無論大型還是小型——的經濟周期都離不開其與外部經濟和金融的互動。全球經濟周期研究的起點之所以較晚，原因既在於周期度量的標準不統一，也在於統計數據的匱乏，尤其是發展中國家的數據和月頻以內的高頻數據。

上世紀九十年代以前，經濟學家將發達經濟體近似地看作全球經濟或許並無不妥，因為他們佔絕對主導地位，而且所佔的份額還在不斷提升，從而也是周期的主導者。九十年代初以來，世界加速融合，全球經濟格局從「大分流」變為「大合流」，新興與發展中經濟體所佔的份額趨於上行。以購買力平價（PPP）計算，新興與發展中經濟體（EMDEs）所佔的GDP（國內生產總值）份額在2007年就超過了發達經濟體，2021年已經增加到58%——中國是主要的貢獻者。

因此，要分析全球經濟周期，如衰退的概率或嚴重程度，需要同時考察美國、中國、歐盟等主要大型開放經濟體所在的周期的位置 and 未來的軌跡。反之，在展望美國、中國或歐盟等經濟體的經濟前景時，也要將其置於全球經濟周期內部進行考察。當然，作為長期以來全球最大的貿易國和具有主導地位的金融國家，尤其是作為美元的發行國，美國對全球經濟、金融的外溢效應尤為顯著。中國作為全球最大的工業原料進口國和製成品出口國，也會通過貿易渠道與全球經濟周期形成反饋。如果中美兩國同時面臨衰退風險，全球衰退的概率會大幅增加，持續時間也會更長。

2022年10月，中國仍處於復甦的早期階段，但彈性較弱，動能仍受制於新冠肺炎疫情的不確定性；美國處於擴張的尾聲，經濟增速明顯放緩，正在滑向衰退；歐洲也已經進入擴張的尾聲，但經濟增速高於美國；印度等發展中經濟體在2022年的表現最為



搶眼，但2023年增速會明顯放緩。2022年初以來，國際貨幣基金組織（IMF）連續下調對全球經濟增速的展望，其中降幅較大的是對2023年全球實際GDP增速的預測：4月的預測值為3.6%，10月下調至2.7%，其中對發達經濟體的預測值從2.4%下調至1.1%。

美聯儲貨幣政策是影響全球金融周期——風險資產價格、跨境資本流動、槓桿和全球金融一體化水平的聯動——的重要解釋變量。美聯儲加息一方面會導致美元升值，吸引資本回流，另一方面會引發固定收益類和風險資產價格重估，並通過抵押品渠道（Collateral Channel）促使銀行等金融機構去槓桿，壓縮融資流動性。融資成本上升和經濟、政策前景的不確定性還會壓制融資需求。所以，在形態上，聯邦基金利率、全球金融周期、跨境資本流動規模和全球風險資產價格的波動都是高度相關的，這正是2022年全球風險資產價格同步下滑的重要原因。

如果考慮到全球經濟周期和金融周期正在同步下行，以及由之帶來的潛在風險，2023年全球經濟景氣狀況更加不容樂觀，企業盈利將承受更大壓力。2022年三季度以來，美聯儲持續釋放鷹派信號，美股向下突破前期低點；10年期美債收益率在10月底達到4.3%的高位，接近2008年6月的水平（反映投資者風險偏好的VIX指數（恐慌指數）和信用利差均有所上行。

金融危機爆發可能性上升

如果說2022年美聯儲的政策目標是單一地壓制通脹，那麼2023年將需要在通脹和軟着陸之間取得平衡。雖然美聯儲也是「為我為主」的操作思路，但如前所述，必須將美國置於全球經濟、貿易和金融體系中進行考察。海外風險是FOMC（聯邦公開市場委員會）例會討論的話題之一，也是制定貨幣政策的依據。美聯儲加息會通過需求、匯率和金融這3個渠道向其他經濟體傳導，其中，金融是最主要的。所以，聯邦基金利率會影響全球金融周期的方方面面。美聯儲加息會推動美元升值（或形成美元升值預期），引發美元回流，帶動各國同步加息，提高了EMDEs的脆弱性。1982年和1991年兩次全球衰退都與美聯儲

加息周期有關，都觸發了拉丁美洲債務危機。2022年的全球競爭性加息潮是否會引發新的金融危機？

截至目前，雖然全球金融條件急劇惡化，以下幾方面原因使全球系統性債務危機的風險仍然可控：其一，在IMF的測算中，雖然脆弱性EMDEs的數量佔比達到20%，但他們的經濟體量合計只佔全球GDP的5%；其次，2013年「縮減恐慌」以來，主要EMDEs國家（如巴西、印度、墨西哥等）的儲備充足率顯著抬升；其三，主要EMDEs的外債佔比或貨幣錯配風險顯著下降，部分外債佔比較高的經濟體包括阿根廷、土耳其和烏克蘭及中國香港，增速較快的經濟體包括哥倫比亞和土耳其；其四，能源、農產品等大宗商品價格的上漲改善了俄羅斯、委內瑞拉和巴西等經濟體的經常賬戶收支；其五，部分拉美和亞洲EMDEs是中美貿易糾紛的受益者，在美國從中國進口份額下降的同時，墨西哥、越南等國對美國的出口卻在增加；其六，巴西、墨西哥等拉美主要EMDEs比美聯儲更早加息，緩解了2022年資本外流和匯率貶值壓力。

800年來的全球金融危機史的一個教訓是：「這次不一樣」是一種致命的幻覺。2008年11月，在倫敦政治經濟學院（LSE）的一次學術會議上，英國女王問在座的各位：為什麼人們沒有預見到危機的到來？八十年代以來，全球金融網絡的複雜性不斷提升，且不同類型的金融風險會相互傳染，彼此強化。由於人的行為的非理性和「合成謬誤」的存在，危機的演化是非線性的。行為經濟學和金融心理學的研究提供了充分的理論依據和實證證據。所以，預測危機幾乎是不可能的。

短期內，海外通脹仍面臨不確定性，各國央行加息周期尚未結束，降息的開放還遙遙無期，全球總需求還將持續收縮。雖然無法預測危機，但可以確定的是，一次嚴峻的壓力測試漸行漸近，經濟衰退大概率將緊隨其後。美、歐、日等發達經濟體和EMDEs「家家有本難念的經」。如果沒有政府之間，以及政府與金融機構之間強有力的政策協同，金融危機爆發的可能性不可低估。歷史或許會將這場危機稱為「人為製造的金融危機」，主角則是美聯儲。

美元升值 為何美元資產下跌？

微觀幣策 周浩
國泰君安國際
首席經濟學家

近期海外投資者中普遍有這樣兩個問題：第一是美國國債收益率已經上升了很多，目前的收益率也很有吸引力的，大家應該有興趣購買，但為什麼國債價格還在下跌呢？第二是美元是今年表現最好的資產，換句話說大家都在持有美元，那這些美元去了哪裏？難道大家都拿着美元現金而沒有去買美股和美債？

筆者先嘗試回答第二個問題，如果投資者持有美元現金，但沒有去購買美元資產，這種情況會對美元資產價格產生影響麼？事實上，即使所有的個人投資者都只持有現金，與所有人都去購買資產，其對金融市場的影響是一樣的。這是因為所謂的「現金」是留存在銀行體系的，金融機構不可能持有現金，因為它要支付利息給客戶，所以金融機構大概率也會將資金拆借出去、或者直接購買有價證券來獲取收益，從這個角度而言，只要金融市場仍然存在，個人持有現金與否，理論上對資產價格的影響是中性的。

而如果想試圖回答第一個問題，則相對會複雜一些。一個相對淺顯的解釋是，因為市場預期美國通脹仍然將保持在高位，美聯儲加息尚未結束，所以即使目前的美債收益率看起來很有吸引力，但市場依舊存在利率繼續上升的預期，這將使得美國國債收益率在一段時間內處在高位。

當然，上述兩個回答仍然不能解決投資者的真正疑問，即流入美元的資金變多了，但美元資產價格為何卻沒有出現上升？這是因為部分央行為了避免本幣的持續貶值而對外匯市場進行干預，一方面需要準備更多的美元現金，另一方面也需要拋出一些流動性較好的資產，在此背景下，美國國債由於其較好的流動性而大概率被拋售。

為了更好地理解這一結果，我們需要了解以央行行為代表的主權財富基金在全球金融市場中扮演的角色：主權財富基金作為評級最高的金融機構，能夠獲得最便宜的資金，並可以在市場中使用相對較高的槓桿率。而一旦當他們開始拋售美元資產，也就說明着他們出於某種原因主動剔除了資產池中流動性較好的資產。儘管這一資產會被其他機構所持有，但總體而言，美債持有者的信用等級出現了下降。從這個角度而言，儘管美國國債仍是最好的抵押品之一，但持有機構的總體融資能力和槓桿率大概率

會出現一定的下降。

而與此同時，主權財富基金也是離岸市場中最重要的美元流動性供給者。最早提出這一想法的是日本央行副行長中曾宏（Hiroshi Nakaso），他在2017年的一次公開演講中提出，非美國銀行不斷擴大自身的海外債權（絕大多數是美元），但其資金的來源主要是外匯互換（FX Swap）。外匯互換其實是很多國際銀行重要的融資工具，它的本質是以一種貨幣作為抵押，來獲得另一種貨幣。在這一過程中，非銀行金融機構的角色開始愈來愈重要，其中影響最大的是Real Money Investor（真實持有現金的投資者），這些投資者不僅是美元資產的重要投資者，同時也是外匯互換市場上最為重要的美元流動性提供者。而主權財富基金正是這一類投資者，同時也是其中信用評級最高的一類。

我們可以這樣來理解，在外匯互換市場中，一方以一種貨幣（比如說日圓）作為抵押，從而獲得美元，但如果市場中沒有人提供美元，那麼外匯互換市場就不會存在。而事實上，這些Real Money Investor正是扮演着這樣的美元供給的角色，他們把手中的美元借出給日本的商業銀行，從而獲得日圓，用來購買日本國債。

而一旦該場景出現逆轉的情形，即美聯儲加息，可能會帶來新興市場的經濟放緩，從而帶來油價的下降及資金從新興市場流出。這些國家的主權財富基金和外匯儲備的管理者就會有意識地在在外匯互換市場上減少自身的美元供給，而他們的供給一旦減少，就會導致離岸美元的融資成本上升，並影響非美國銀行對新興市場經濟體的美元貸款，從而對經濟帶來進一步下行的壓力。

槓桿率下降拖累資產價格

與此同時，在利率上升以及波動性上升的背景下，風險資產的持有者大概率需要降低槓桿率。在這一過程中，即使資金流入導致美元出現了大幅度的升值，但整體而言由於槓桿率的下降，美元資產獲得的支撐力度反而在下降。換言之，投資者主動降低槓桿率，是美元資產表現不佳的重要原因之一。

因此，我們能夠得到的一個粗淺結論，槓桿率的下降是整體資產價格表現不佳的重要原因。伴隨着市值計價損失的不斷擴大，槓桿率的下降其實也是一個正常的「去風險」過程，而這一過程中也會出現各種類似於「黑天鵝」的事件，而風險事件的頻發則會導致風險偏好的進一步下降。如此循環，直至我們重新找到定價的均衡點。



◀香港資金多、供應少、借貸少及財富效應深厚的市場結構因素沒有改變。

市場資金充裕 港樓市無虞

樓市新態 汪敦敏
祥益地產總裁

國際大局上，現在是「東升西降」的態勢，中國的崛起亦引來了西方的打壓，經濟成了一個戰場，市場機制也走向失效。一如既往，當美國經濟欠佳的時候，就會在金融市場上「剪羊毛」，透過縮表和加息令到國際經濟體瀕瀕而取利。中國長期堅持進行「利他」的外交政策，在外交上獲得很多盟友支持，再加上中國的軍事技術及高科技發展迅猛，未來前景值得期待。

香港樓市受外圍因素左右，是否市場機制以後就不存在了？筆者認為不是，市場機制只是被悲情情緒所壓抑，當這些因素逐一減弱時，市場機制就會發揮出來。很多人認為「市場已死」甚至走向崩潰，筆者認為這是一項很嚴重的錯誤。

筆者多年前推出的「龍市理論」是否不再成立？當然不是，因為市場結構因素（即資金多、供應少、借貸少及財富效應深厚）都沒有改變，在今日甚至未來，這些因素同樣會與市場互動。這

也是筆者想在專欄分享的内容。

香港匯聚全球資金，因此在面對本輪加息浪潮時，息口都保持到相對較低的水平，而香港實際通脹都保持在2%以下的低位。但是市場竟出現按揭借貸息口低於定期存款息率的情況，這種特殊情況令到「萬劍歸宗」，將市場大小資金都透過定期流入銀行體系。自今年3月至9月期間，單是計算增加的定期都有逾1.5萬億港元。如此一來，市場購買力就被抽乾。

定存總額高於未償房貸

事實上，我們的財富沒有被蒸發，香港資金仍然沒有減少。香港定期的總額是6.9萬億港元，這比香港房地產未償還貸款的金額更加高，即是說加息受惠群體可能比受損群體更多。

無疑，中美博弈下好消息和壞消息都會排隊出場。市場仍然有動盪，但始終會有階段性戰果，一旦市場企穩，這些因素會重新產生作用。「龍市理論」是描述2008年之後的新常態，經濟理論當然敵不過國際上的博弈、外圍因素及時代悲情，但相信市場回復之後，樓價會很快歸位。除非到了那天，龍市結構已有質的改變。