



▶美國激烈的加息很可能會引起國內階段性的經濟衰退，未來財政支出進一步擴張將是大概率事件。

現代貨幣理論（MMT）的核心是：現代主權國家政府可以直接通過中央銀行向經濟注入流動性。政府為了刺激經濟可以允許自身擁有大規模的赤字。政府用創造貨幣的方式進行支出，財政支出先於收入，而政府部門的財政赤字等於非政府部門的盈餘。這樣通過形成非政府部門的盈餘，來驅動經濟不斷向前發展。當然MMT理論成立的隱含前提，是貨幣超發不動搖政府合法性，也就不會造成幣值斷崖式下行。

美日財政刺激措施料加碼

斌眼觀市 朱斌
華福證券首席策略分析師

MMT提供了財政主導的一套政策框架，與主流的「量入為出」的財政政策觀點有着較大的出入。從直觀上看，MMT有點類似於開動印鈔機向經濟體系撒錢。這種印鈔方式在人類歷史屢見不鮮，但都讓當時的政府陷入了巨大的災難。而MMT之所以能夠成為當前財經界關注的一種理論，並被眾多國家屢次採用，現代國家體系超強的合法性支撐，是其能夠擺脫歷史上類似窘境的最大資本。

日本經常是被作為MMT政策的信奉者之一，「安倍經濟學」如同是MMT新瓶裝舊酒，其核心都是赤字財政政府加槓桿解決債務問題。90年代以來的日本經濟整體，以高財政赤字率+量化寬鬆（Quantitative easing，簡稱QE）的貨幣政策為主。安倍上台後，「安倍經濟學」再次將靈活的財政政策、大膽的金融寬鬆政策、吸引民間投資為目的的經濟增長作為其三個主線。整體上，日本QE操作也具有財政赤字貨幣化的特徵：日本財政部會向日本央行定向發行國債，儘管規模不太大，但這實際上就相當於財政赤字貨幣化。

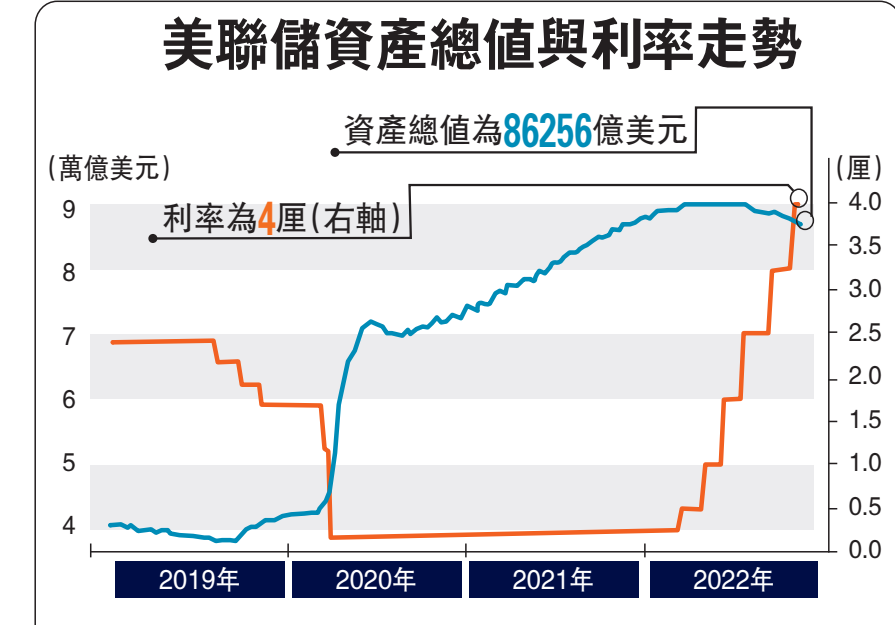
作為東亞政策參考範本中「被摸圓了的石頭」，日本的案例既典型又獨特。在公共政策討論中，日本往往被視為MMT的經典案例。無論是MMT的批判者還是支持者，都能從日本經驗中找到想要的素材。而獨特的是，與其他國家在遭逢金融危機後借助貨幣政策和財政政策走向復甦但又引發通脹有所不同，日本的赤字貨幣化沒有引發通脹。1990年的日本地產泡沫破裂後，日本經濟似乎被抽乾了精氣神，多輪寬政策對通脹的改善甚微，日本也無可避免的走向了接下來「失去的三十年」。我們在報告《以鄰為鑒：日本資產泡沫破滅的歷史啟示》已經針對這個問題作出了詳細闡述。

日維持QE令圓匯積弱

總體來說，人口結構的老齡化，居民、企業的持續降槓桿帶來的資產負債表衰退是日本經濟停滯的核心原因。與此同時，由於企業負債意願不強，日本的QE沒有推動M2（廣義貨幣供應量）的同步增長，大量的流動性以超額準備金的方式堆積在銀行體系，並沒有流向實體經濟。這在某種程度上也對沖了其貨幣寬鬆的效力。

當然，總體上日本寬鬆的政策組合MMT是「神似形不同」，其政策出發點是以寬鬆的貨幣政策與日圓貶值來應對日本的通貨緊縮。2016年日本央行曾聲明每年購買80萬億日圓日本國債，但因為日本商業銀行為了保留日本政府債券作為交易擔保，已致商業銀行出售債券的意願不足。結果是，大部分時間裏，日本央行實際每年新增債券購買規模不超過50萬億日圓，難以實現當初的購買計劃。

綜上所述，雖然當下日本央行還是以QE為主，更多的是採用殖利率曲



線控制（YCC·Yield Curve Control）調整，而非赤字驅動的經典MMT。赤字貨幣化意味着流動性釋放配合赤字擴張。而日本央行面臨債券稀缺問題（甚至，央行和商業銀行共同追逐供給有限的國債，不得不採取負利率），財政赤字在貨幣化上並不充分。此外，日本央行的資產負債表規模已經過度龐大，2019年央行資產規模已經超過了同年的GDP（國內生產總值）的總值。這意味着在目前的金融市場上，短期看已經很少再有足夠的具有充足流動性與安全性的債券資產來供日本央行繼續收購，赤字擴張趕不上QE的邊際增量。

總體來說，日本央行的QE雖然對通縮的管理收效甚微，但是卻給資本市場帶來良好的刺激作用。在安倍經濟學雞血的刺激下，日本近十年可以說走出了一個股債長牛。但與此同時，常年QE也使得日圓近些年來持續貶值。

美陷經濟衰退機會增

相比而言，美國2008年的政策應對和日本類似，當時開啟的QE並非嚴格意義上的MMT。第一，美聯儲擴表的資產中不僅是二級市場的國債，還包括其他金融資產，其中資產抵押證券（MBS）的幅度增加明顯。第二，美聯儲當時QE僅僅是為市場注入流動性，而不是去解決債務問題。最後，美國QE是典型的信貸寬鬆，通過修復銀行的資產負債表，來提振私人部門的需求，而並不是以財政部門主導。

2020年美國在疫情衝擊下，使用大規模財政赤字、無限量寬鬆的方式救助經濟，開啟了廣義上的財政赤字貨幣化，是MMT的「形神兼備」版。2020年新冠危機，由於中美關係進一步緊張及俄烏衝突等地緣政治因素，美國經濟再一次遭受寒冬。此時QE基本由美聯儲購買了接近一半的2020年新國債，在當年給經濟體系釋放了大量的美元流動性。高額的現金在經濟體運轉結果造成了這次嚴重通脹，也促使美聯儲開啟了今年這一輪新的加息周期，當下美國國債總額也已經膨脹超30萬億美元，整個政府債務負擔較重。

在美聯儲的兩輪QE下，美國股市三大指數均走出了牛市。可見無論哪種形式的QE，央行的擴表都會給市場

釋放大量流動性，寬鬆的市場環境往往是「牛市」來臨的徵兆。

當下，美國通脹已經迎來重要拐點，12月的加息預期大概率已經從0.75厘降低到0.5厘。從目前趨勢看，激烈的加息很可能會引起美國階段性的經濟衰退，未來美國財政支出進一步擴張將是大概率事件。但是，財政赤字貨幣化進一步擴大在美國可能較小。一是因為美國學術界對MMT理論的批評聲音依舊眾多；二是此次疫情期間美國的政策措施也證實MMT在通脹控制方面有待完善，美聯儲在今年6月就已經開始逐步縮表，但是美國的通脹直到4輪激烈的加息後才略有收斂；三是美聯儲主席鮑威爾也態度鮮明，雖則支持財政進一步發力，但是反對美聯儲為財政埋單。

綜合以上分析，當下的MMT政策框架主要還存在以下兩點爭議：一是財政政策對通脹的抑制是否有效。主流經濟學派中，因為貨幣政策和財政政策的相互獨立，而在MMT理論下，央行的獨立性被制約，在經濟過熱時，財政赤字的減少對通脹的遏制效果存疑。二是財政赤字的約束是否有效。上文分析可知，MMT理論下，財政政策的約束僅來自資源，施策約束指標僅為通脹。政策制定者需要綜合經濟增長、赤字增長、央行貨幣政策規劃等多方面因素評判。這種「閹割」的政策環境及政策約束有效性值得商榷。

可是，我們同時要看到積極的一面。無論是08年的美國還是90年代的日本，她們寬鬆的施政環境並沒有造成嚴重的通脹問題。即便當時的日本和美國因為各種因素使得的政策實施與MMT略有不同，但都是推動了本國的權益資產價格的上漲。當下，相較於貨幣政策，全球財政政策普遍匱乏，這就造成了政策的指導框架天然的不平衡，所以全球財政政策都有必要進一步加碼，在基礎設施、教育、轉移支付等方面加大投入。

從投資策略上看，一般而言，當MMT方式開啟時，都會帶來資產價格的大幅度上漲，這在美國和日本都得到了明確的印證。所以，當投資者發現所觀察國家政策、或是經濟指標開始轉向MMT（或類似寬鬆政策）的時候，可以擇時布局該國的權益類資產。

聚焦中央經濟工作會議 財政發力保增長

明若觀火 明明
中信證券固定收益
首席研究員

內地金融市場大形勢，預計股強債弱仍是中期市場主線，不過，同時也要留意，短期預期與現實的背離皆可能放大市場波動，建議圍繞確定性布局。

預期與現實的背離正在進一步加大。股強債弱的邏輯基礎是防疫放鬆和地產信用改善帶來的經濟修復預期，但是目前基本面有所弱化，過去2周這一趨勢愈加顯著。從內地的新冠確診數量來看，11月22日單日新增2719例（不含無症狀），創下4月以來新高，且11月下旬每日新增確診均在2000例以上。為應對疫情挑戰，各地防疫政策也出現一定調整，如上海要求來滬不滿5天的人員不得進入公共場所，北京要求進入公共場所需查驗48小時核酸陰性證明等。

這一輪疫情對經濟的拖累也體現在高頻數據上，11月截至22日，內地日均執飛航班數量（不含港澳台）環比下降11.8%，11月21日，內地25大中城市日均地鐵客運量環比下降5.5%，居民生活半徑進一步收縮，11月22日，內地30大中城市商品房日均成交面積為36.8萬平方米，10月中下旬為42.9萬平方米，除房地產銷售外汽車銷售數據也有所放緩，11月22日日均乘用車零售銷量3.8萬輛，10月後3周為6.7萬輛。由上述數據結合生產和物流等其他指標來看，11月PMI（採購經理人指數，Purchasing Managers Index）數據大概率延續弱勢。經濟預期與現實的背離可能導致股強債弱的中期主線在短期出現一定反覆。

12月中上旬召開的中央經濟工作會議將使得市場的政策預期更加清晰。目前來看，中央經濟工作會議的要點一方面是將二十大報告中提及的中長期改革方向進一步深化和落地，另一方面是確定明年的財政和貨幣政策主基調，預計穩增長不會缺位，而財政發力是主要抓

手。改革方面，預計高質量發展、共同富裕、綠色低碳和國家安全會成為會議內容的重點，並有配套的產業支持政策出台。

財政和貨幣政策方面，財政擴張是應對需求不足的主要方式，而貨幣政策將更多起到配合財政的作用，預計明年的專項債額度和赤字率均有提升，赤字率可能提升至3.2%附近，貨幣政策將維持穩中趨鬆的主基調，但近期央行三季度貨幣政策執行報告中提及要關注需求側恢復帶來的通脹風險，後續貨幣政策的執行可能更加克制。

預計2023年的經濟增速目標可能設定在5%左右，這一目標是考慮到基數效應和更重視增長的質量而非速度的政策取向，但具體增速目標直到2023年一季度兩會發布政府工作報告後才會得到確認。

預計股強債弱仍是中期市場主線，但短期預期與現實的背離可能放大市場波動，建議圍繞確定性布局。支持股強債弱是中期主線的有兩條邏輯：

第一是科學精準防疫使得疫情對經濟的拖累作用減弱是明確趨勢；

第二是明年的經濟政策節奏大概率同樣呈現出前置的特點，因此明年上半年可能是經濟修復最快的階段。

但就短期而言，基本面預期和現實呈現出較大的背離，防疫「二十條」出台以後，各地的防疫政策強度不一，且當下再出現類似於上半年的封城政策的可能性大幅降低，再考慮到新冠Omicron BF.7毒株相較BA.2的傳染能力進一步增加，本輪疫情的風險實則不容低估，不排除確診數量超過上半年高點的可能性。但即使在同等確診數量下，預計當前疫情對經濟的衝擊將低於上半年。

基於預期與現實的背離可能導致股強債弱的中期市場主線在短期出現反覆。權益市場配置方面，建議圍繞確定性進行布局：

- （1）國企改革有望帶來國有企業估值的系統性抬升；
- （2）科學精準防疫對應的創新藥、疫苗和醫療器械的機會；
- （3）房地產信用修復對應的優質地產開發商、建築建材和地產後周期板塊；
- （4）經濟工作會議召開前後可關注中長期改革方向，如高端製造、國產替代和國家安全板塊。

◀觀乎目前市場形勢，創新藥、疫苗和醫療器械等股份值得布局。



租賃轉趨活躍 港樓市觀望氣氛濃

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

最近利好經濟的消息頻傳，美國聯儲局明年加息步伐勢將放緩；中國堅持「房住不炒」大方向，但亦適時微調樓市政策，推出支持樓市的「金融16條」，帶動一眾內房股應聲急彈，同時人民銀行亦於昨晚宣布降低金融機構存款準備金率0.25個百分點，勢將利好本港。事實上，本港樓市交投近期亦悄悄回暖。綜合美聯分行資料，全港35個大型屋苑於11月14日至20日的一周合共錄71宗成交，較前一周的62宗按周續升近15%，連升2周。

值得注意的是，雖則近日有關二手住宅劈價、蝕讓成交等消息，但實際願意大幅減價放賣的業主未算太多，現時劈價或蝕讓的不少是「移民盤」，又或者業主急於周轉，不過眾多「筍盤」已

即時被吸納。由於供滿樓的業主比例達六成至七成，對於加息影響有限，個別持貨力強的業主不想劈價賣樓，由賣轉租。另邊廂，近期樓市吹淡風，不少準買家持續審慎，傾向轉買為租，均令整體住宅租賃需求有所增加。

若以美聯促成的住宅租賃與買賣計算，今年上半年租務成交佔約六成，而下半年（截至10月）此佔比更進一步攀升至逾七成，反映買家買轉租的傾向。若以每月租金劃分，今年首10個月月租1.5萬元或以下比率錄約38.8%，接近四成，較去年同期約38.2%微增0.6個百分點。此外，月租逾1.5萬元至2萬元比率錄得約29.5%，較去年同期約28.3%亦增加約1.2個百分點，合計佔比接近七成，可見目前月租2萬元以下的交投已成為市場「主流」。

租務交投跑贏買賣之外，今年租金表現同步遠遠跑贏樓價。根據本行統計，今年首10個月美聯樓價指數跌約9.2%，而截至11月21日止的最新指數更進一步下跌至152.11點，連跌23周，本年迄今跌幅已達11.4%。反觀租金表現硬淨，美聯租金走勢圖10月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租約34.4元，綜觀今年首10個月租金僅錄約1.66%的跌幅，而且過去2年至3年一直徘徊於約34元至35.5元左右的「區間」，表現平穩。

◀本港樓市今年租務交投跑贏買賣之外，租金表現同步遠遠跑贏樓價。

