



▲高通脹困擾着歐美央行貨幣政策走向，預計2023年歐美主要經濟體的通脹仍將維持在4%至5%。

全球貨幣政策正常化道路曲折。展望2023年，全球經濟復甦前景並不樂觀，高通脹雖有回落但仍可能高位波動，對全球貨幣政策轉向形成一定掣肘。雖然市場傾向於認為全球主要央行將暫緩加息，逐漸回歸貨幣政策正常化，但也有聲音認為全球經濟衰退風險上升，而且短期內通脹仍難以達到平均通脹目標。

全球貨幣政策艱難轉向



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

倘若全球經濟嚴重衰退，那麼各國央行較大概率重啟寬鬆貨幣政策並實施降息，彼時歐美縮減資產規模的進程可能中斷。因此，全球貨幣政策轉向正常化的進程將頗為艱難，貨幣政策調整可能超出預期。

通脹走勢困擾歐美央行

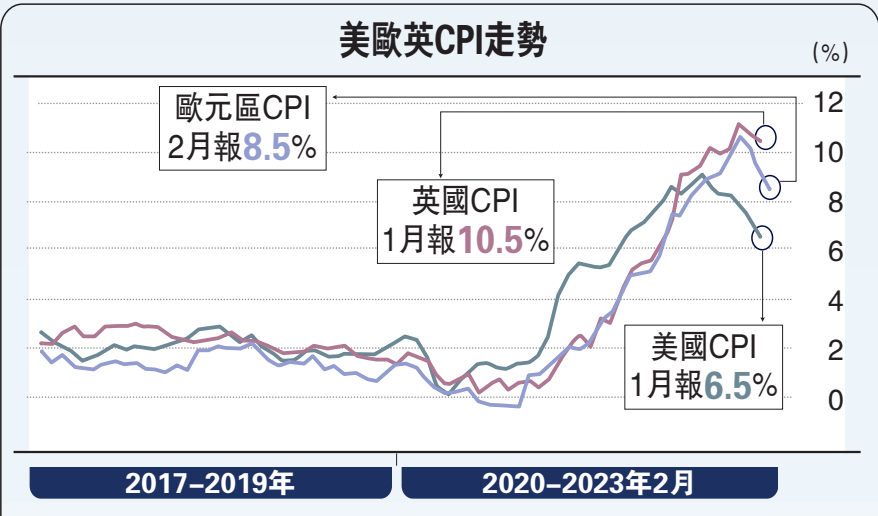
高通脹仍是困擾歐美央行貨幣政策的主要因素。2022年全球經濟仍處於脆弱復甦周期，大多數經濟體陷入低增長、甚或技術性衰退的困境之中，美國、歐元區及英國的增長前景並不樂觀。筆者預計2023年歐美主要經濟體的通脹仍將維持在4%至5%左右，距離美聯儲設定的平均通脹目標2%較遠，要推動貨幣政策轉向正常化很難在今年上半年實現。美聯儲主席鮑威爾與歐央行行長拉加德近期均表達了抗擊高通脹的決心，強調繼續推高利率推動通脹進一步下降。

全球經濟加速衰退可能迫使貨幣政策加快轉向。當前，多數機構對2023年歐美央行可能出現的貨幣政策調整持樂觀預期，除了高通脹壓力趨緩外，更重要的一點是對全球經濟衰退的預期在增強。前期鮑威爾暗示美聯儲的加息力度將減弱，但其實內部對未來加息至5%以上的分歧較大，並認為通脹將比預期的更加持久。須注意的是，2023年下半年美國和歐元區的經濟增速可能進一步下降，不排除轉向「實質性衰退」的可能，一旦出現衰退，美歐加息進程可能很快暫停，並有可能迅速轉向降息。

歐美貨幣政策轉向需要考慮的三大問題：

其一，如何防範經濟衰退風險。2022年全球受到新冠疫情、俄烏衝突及貨幣緊縮政策等內外因素影響，處於增長放緩態勢。世界銀行發布報告，預計今明兩年發達經濟體經濟增速分別為1.7%和2.7%，分別較六個月前的預期調降1.3和0.3個百分點。由此可知，未來數年全球經濟增長前景並不明朗，衰退的可能性不斷上升。筆者預計2023年上半年歐美央行仍可能延續加息，但加息力度將減弱。關鍵在於如何再次平衡持續下行的經濟和偏高的通脹，將再度考驗貨幣政策調整的有效性，一旦出現政策失誤，可能會削弱經濟復甦增長動能，增加經濟衰退風險。

其二，如何維持金融市場穩定。2022年3月以來，美聯儲多輪激進加息導致美元持續走強，全球主要經濟體的貨幣均出現貶值，致使金融市場的波動風險上升。從全球貨幣政策走向來看，筆者預計2023年全球高利率態勢將持續，即便降息也不易找到合適的時機。2022年下半年以來，全球主要金融機構如花旗集團、滙豐銀行等相繼縮減分支機構、裁員及壓降經營成本，預計2023年這些計劃將陸續



實施，屆時將對全球金融市場穩定性構成衝擊。

其三，如何增強投資和消費信心。2022年歐美央行激進加息推高利率，嚴重挫傷投資和消費信心，加重了企業和居民部門債務負擔。同時，俄烏衝突導致能源、食品價格大幅上漲，部分歐洲生產製造企業被迫停產乃至外遷，全球主權投資與公共養老投資財富更是嚴重縮水。假設2023年歐美央行仍維持緊縮政策，將對房地產市場、股市及科技投資等造成更大的負面影響。同時，全球貨幣政策收緊和融資成本上升，也增加了信貸違約風險。統計顯示，2021年6月至2022年9月，美國所有商業銀行信用卡消費借貸拖欠金額從約105億美元上升至約174億美元，增幅達66%；歐洲居民則因為能源和食品上漲而出現消費動力不足。雖然歐美央行的主要目標在於控制高通脹，但不能忽視貨幣政策轉向可能對投資和消費信心的負面影響。

高利率料削弱經濟增長

與此同時，市場也應關注新興經濟體和日本貨幣政策轉向。

首先，新興經濟體貨幣政策轉向可能偏慢。國際貨幣基金組織（IMF）估算，2022年全年歐洲新興經濟體的平均消費物價指數（CPI）高達27.8%，非洲、拉美和中東地區平均CPI達到14%左右。由於高通脹壓力劇增，加上美聯儲激進加息，主要新興經濟體均被迫實施多輪加息操作，利率水平上升至歷史高位。截至2022年底，巴西、墨西哥的基準利率分別上升至13.75%、10.5%；阿根廷央行加息高達九次，基準利率高達75%。頻繁、快速的加息導致新興經濟體的融資成本顯著上升，抑制了投資和信貸需求。2023年，新興經濟體的貨幣政策轉向將頗為複雜，既要應對高通脹的壓力，也要防範歐美央行貨幣政策轉向帶來的衝擊，預計仍將維持較長時期的高利率，即便降息，幅度可能也不大。

其次，日本貨幣政策轉向的可能性將增加。新冠疫情發生以來，日本一直維持低利率政策，但因新冠疫情、俄烏衝突導致的全球供應鏈緊張，推高了日本通脹水平，改變了過往持續的通縮局面。自2021年9月開始，日本CPI同比轉負為正，從2021

年8月的-0.4%上升至2022年11月的3.8%，預計2023年日本CPI有可能升破4%，通脹走高可能對日本貨幣政策調整構成一定壓力。特別是2023年4月，以秉持寬鬆貨幣政策立場的日本央行行長黑田東彥就將卸任，屆時日本可能迎來貨幣政策轉向的窗口期。一旦日本央行貨幣政策轉向，全球低利率時代將結束，金融市場的融資環境將進一步趨緊，全球流動性可能遭遇新一輪的挑戰。

2023年全球貨幣政策是否轉向仍存在不確定性。全球經濟日趨複雜多變，貨幣政策環境也發生變化，貨幣政策調整空間及政策實施的節奏也需要與時俱進。無論是美聯儲、市場、公眾對通脹預期走勢的分歧，還是後來的連續多次激進加息操作，已經充分暴露出全球主要央行貨幣政策相機抉擇的短板，前瞻性指引及平均目標通脹制的設定與現實數據出現不一致的地方，這些均表明傳統的貨幣政策框架並不能完全適應現時環境。此外，全球貨幣政策的效用正在下降，單純依靠貨幣政策解決通脹問題正變得困難。如何應對下一場經濟衰退危機或金融危機將是未來貨幣政策調整需要直面的主要問題。2022年以來，全球主要經濟體的基準利率均上升至歷史高位，大多數新興經濟體的利率仍將居高不下。

國際清算銀行（BIS）統計顯示，2022年全球38家央行共加息210次，其中美聯儲和歐央行分別自2022年3月和7月開始加息，累計加息分別達到7次（4.25厘）和4次（2.5厘）。高利率將削弱全球經濟增長動能、投資信心受挫、消費需求受到抑制、全球貿易網絡呈現脆弱性，各類因素相互交織疊加，致使全球貨幣政策轉向正常化可能衍生出新的風險。需要關注的是，全球貨幣政策框架能否得到修正，國際貨幣政策協調能否達成共識。目前來看，市場仍只能被動承受貨幣政策調整帶來的苦果，很難應對負面溢出風險。即使新興經濟體普遍率先開啟大幅加息進程，仍無法有效應對美國加息所帶來的資本外流、貨幣貶值及潛在的債務風險。無論是發達經濟體還是新興經濟體，貨幣政策調整絕非易事，其間可能發生的不確定性事件將超出傳統的貨幣政策思維。

（本文僅代表個人觀點）

中國智能車企要學會「做減法」



智駕前沿 張海洲

智能駕駛行業從業者

2023年剛過了一個月，中國新能源車品牌就迫不及待地向外界傳遞一陣寒氣。從各大主機廠公布的2023年首月銷售數量來看，除了比亞迪和理想汽車實現同比兩位數增長外，其他車企包括小鵬、蔚來、哪吒、極氪等品牌均有所下滑，其中零跑汽車下滑幅度最高，一月交付僅1139輛車，環比跌幅達到87%，直接跌出銷量前十；去年12月份交付重回萬輛級別的小鵬，今年1月銷量出現腰斬級別的下跌，交付5218輛的成績較去年同期下降60%、環比上個月減少54%。

當中國開始走出疫情，各行各業開始呈現復甦之際，我們不禁要問，新能源汽車為何賣不動了？造成此輪汽車銷量大幅下滑的原因是多重的：早春的季节性因素使得車市銷售周期縮短；新能源車補貼退出也導致了購車消費提前透支；車企的戰略調整同樣是不容忽略的原因，例如小鵬進行一系列公司高層的調整，隨着經典車型P7的改款面世，相信能對其銷量帶來提振。

當然，特斯拉挑起的「價格戰」也是一個關鍵性因素。1月上旬，特斯拉國產車型Model 3與Model Y官宣降價，幅度在2萬至4.8萬元（人民幣，下同）之間，車輛交付周期也縮短至一到四周。招銀國際統計顯示，特斯拉降價一周時間內，在中國市場的日常銷量一度同比飆升76%。

這裏我們又不禁要問兩個問題：第一，為什麼特斯拉敢降價？第二，為什麼有多款與特斯拉檔次相同、價格近似的比亞迪車型，銷量依然能頂住？

長話短說，關於第一個問題，筆者認為特斯拉打響價格戰的底氣在於其明顯強於別家的成本控制能力。根據特斯拉1月26日發布的2022年四季度和全年財報，其單車毛利率達到了25.9%。與之相比，去年三季度，小鵬和理想的單車毛利率分別為11.6%和20.8%，蔚來去年全年為20.1%。縱觀特斯拉的發展歷程，除了技術上的革新之外，降低成本主要依靠生產技術的成熟。以壓鑄技術為例，在推出Model Y時，特斯拉開始使用巨型鑄件，實現很多零部件的「化零為整」，大大減少了生產一輛汽車所需的零部件數量。

此外，公眾所熟知的特斯拉高級輔助駕駛（並非「自動駕駛」）方案的成本遠低於中國造車新勢力。我們以芯片和傳感器這兩個關鍵組件為例做個淺顯的分析。



◀比亞迪在成本控制和智能駕駛方面有其獨到之處。

樓價回穩 負資產個案料漸跌



樓按明曉 張顯曦

經絡按揭轉介營運總監

香港金管局公布去年四季度負資產個案共錄得1.2164萬宗，涉及金額為662.52億元，對比去年三季度錄得的533宗及30.06億元，宗數及貸款金額按季分別增加1.1631萬宗及632.46億元或21.8倍及21.04倍，創自2005年一季度後即十八年來季度新高。

負資產湧現，市場開始出現負面情緒，筆者認為只要了解負資產的成因及避免方法，便不用過度悲觀及害怕。負資產成因是樓價顯著下跌，物業市值低於未償還按揭貸款，從而造成資不抵債。如樓價下跌超過一成，承造九成以上新造按揭業主就有機會跌入負資產行列。因此，承造愈高成數按揭的人士，承受的負資產的風險亦會愈高。

根據按估署最新資料顯示，去年私人住宅售價指數全年累跌15.6%，鑒於樓價出現顯著下跌，以致選用較高按揭成數的買家即時跌入負資產行列，當中主要為選用銀行職員的住屋按揭貸款或按揭保險計劃貸款的買家。

早在2019年，特斯拉部分車型便用上了自家研發的芯片。自研芯片不僅成本明顯低於外採，也使特斯拉在過去一兩年的「芯片荒」中保持了穩定的生產和交付。與之相比，內地主機廠需要向包括英偉達在內的國際芯片巨頭大量外採，不僅成本更高，供應鏈的穩定性也更難保證。

在智能駕駛傳感器方面，幾乎業內都知道的事實是，特斯拉的輔助駕駛使用的是純視覺方案，省去了中國同行青睞的激光雷達。暫且拋開感知準確度和安全性等問題，捨棄激光雷達意味着成本着實低了一大截。特斯拉的輔助駕駛方案一直在減配，不僅激光雷達，之前使用的毫米波雷達和超聲波雷達也正在全球範圍被逐步取消。以Model 3為例，真正用於智能駕駛的傳感器僅是八顆120萬像素的攝像頭，加之自研的芯片，整個系統成本應該在3000元以內。

而中國車企呢？以「堆料狂魔」蔚來ET7為例。僅一顆聯合開發的激光雷達的價格就在5000元以上，十一顆800萬像素的攝像頭價格就高於4000元，再加上五個毫米波雷達，還不算它搭載的四顆英偉達Orin X芯片，總價比特斯拉應該高出不少。生產水平高加上用料簡單，意味着特斯拉決定降價時，喜歡堆料的中國車企能否應對絕對是頭疼的大問題。

比亞迪成本控制力強

第二個問題，為什麼比亞迪能更好應對特斯拉的價格戰呢？據筆者觀察，比亞迪在成本控制和智能駕駛方面也有自己的獨到之處。

智能駕駛一直不是比亞迪車型的主要賣點。公司在這方面起步較晚，主要通過與博世等合作夥伴共同實現智能駕駛功能，在內地市場並非處於領先地位，但這樣的好處是不堆料，整體成本更可控。生產方面，比亞迪數十年磨一劍，有很強的把控力。以電池為例，特斯拉和比亞迪有一個共同點，就是擁有自己獨立而成熟的電池技術，且自有生產線，這將大幅降低物料、生產、供應鏈成本，面對價格戰自然更從容。

最近兩天，包括比亞迪在內的內地車廠也在降價，蔚來部分車型降幅更是高達十萬元，以應對特斯拉的價格戰。但對於在過去幾年已經「卷」出新高度的新能源車市場來說，這無疑是痛苦的抉擇。市場中很多弄潮兒已經習慣了「做加法」，通過加碼新功能、新配置讓自己的車型更炫酷，以吸引市場青睞。

現在到了需要「做減法」的時候，不知有多少車企能夠交出滿意答卷？讓我們拭目以待。



◀比亞迪在成本控制和智能駕駛方面有其獨到之處。

雖然負資產宗數急增，但筆者認為未來負資產不會持續惡化。現時防疫政策放寬及兩地全面通關，本港經濟將進一步復甦，但樓價跌勢已見頂並開始回穩。根據美聯物業最新資料顯示，美聯樓價指數已連續四星期錄得升幅。再加上美國加息消息已漸消化，多個利好因素對樓按市場起正面支持作用，只要樓價重拾升勢，料負資產個案年內亦將見回落。

此外，本港業主還款能力強，借貸風險可控。根據金管局資料顯示，12月份超過三個月及六個月未償還按揭貸款的拖欠比率分別報0.06%及0.04%，即處於低水平，顯示絕大部分業主的供款能力仍穩健。雖然部分負資產人士為選用按揭保險計劃的買家，但銀行及按揭保險公司對他們有嚴謹的入息審查，並可有效降低借貸風險。只要每月準時還款，一般情況下銀行不會向負資產人士「call loan」。

有意入市的買家如想避免淪為負資產人士，最簡單直接的方法就是降低借貸水平，建議貸款及按揭成數勿借太盡，置業前先衡量自身的負擔能力及經濟狀況，並預留充足的首期資金預算。