



▲此輪美國加息週期並沒有逆轉新興市場的銀行資本流入，或者說明了發達經濟體和新興經濟體的金融「脫鉤」已悄然發生。

本輪美聯儲加息週期已持續了18個月，累計加息幅度高達5.25厘。很多人擔心會引發嚴重的新興市場危機，但目前為止，還沒有觀察到有任何跡象。對此，多數將此解釋為新興市場的基本面改善；也有觀點認為，這說明發達經濟體和新興經濟體的金融「脫鉤」已悄然發生。

# 美加息會引發新興市場危機嗎？

青年論壇 孫子涵 郭凱

中國金融四十人研究院

上述解釋似乎都有一定道理，但筆者認為，這些解釋並非新興經濟體沒有爆發危機的主要原因。縱觀1980年以來的新興市場危機，資本流動的劇烈變化，特別是資本流入的突然停止或逆轉才是誘發新興市場危機的關鍵原因。因為這種突如其來的變化將嚴重衝擊新興經濟體的經濟金融穩定，觸發金融市場動盪或引發危機。

當然，此輪美聯儲加息後不久，新興市場的資本流入也出現了明顯回落，且最大降幅達到了2.2%。為此，我們還需分析新興市場資本流動結構，或許某些部門的資本流動變化能給新興經濟體帶來更直接、更顯著的影響。

## 股債投資以長線為主

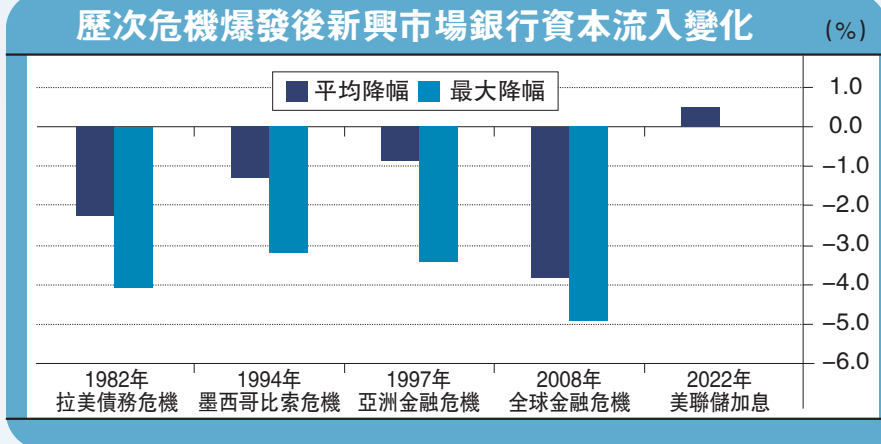
非儲備金融賬戶主要包括直接投資、證券投資和其他投資。首先，直接投資的走勢較穩定，很難出現驟降或逆轉，即使在全局金融危機期間也有相當規模的淨流入，因此直接投資對新興經濟體的負面影響較小。

其次是證券投資。筆者認為，證券投資的變化對實體經濟的衝擊或許比較有限。一方面，證券投資項下並沒有包括太多短期證券，外國資本對新興市場的股權投資及其購買的長期債券約佔該項流入的80%以上。另一方面，隨着新興市場的證券越來越多地以本幣計價，既不存在貨幣錯配問題，亦不存在高槓桿率的問題。證券投資波動主要體現為證券換手率的提升，這或許會影響新興經濟體的資本市場表現，通過價格變動來吸收衝擊，但短期內很難損害經濟的正常運行。2022年雖然新興經濟體面臨一定的外國投資者拋售證券，但並沒有爆發嚴重危機。

再次是其他投資，該項目主要以銀行存貸款為主，能直接提升銀行部門的槓桿率，增加新興經濟體的金融脆弱性。更重要的是，由於銀行信貸是新興市場最重要的資金來源，銀行渠道的資本流入驟降或逆轉將直接衝擊信貸供應，導致新興經濟體投資下降、總產出受損。而且，銀行部門天然存在一定的貨幣錯配問題，即負債為外幣，而資產是本幣。

在過去的新興市場危機中，跨國銀行資本均出現過驟降和逆轉。但反觀本輪加息週期，新興經濟體整體的銀行資本流入規模始終維持着疫情前的較高水平，加息後的平均資本流動變化不降反增，幾乎沒有經歷驟降或逆轉。這或許是現階段沒有爆發危機的關鍵原因。

此外，我們選用BIS（國際清算銀行）的跨境銀行債務數據來檢驗上述觀點。相比國際收支表數據，銀行的對外負債變化能更全面地反映通過銀行渠道的國際資本流入或流出。數據顯示，本輪加息週期的銀行資本流動相對穩定，資本流入的驟降或逆轉也不明顯，新興經濟體的銀行資本流出佔GDP的比率最大僅為0.1%。



綜上，筆者認為，正是因為此次美聯儲加息沒有驅動銀行資本大幅回流發達國家，新興經濟體才能表現出較強的經濟韌性，不至於爆發嚴重危機。

## 跨境資產規模下降

那麼，為什麼此輪加息沒有逆轉新興市場的銀行資本流入？

其一，前期流入新興市場的銀行資本規模較低。考慮到資本流入激增與驟降之間存在時間先後的關係，如果沒有前期的資本大幅流入，或許也不會發生當期的資本外流。在2008年全球金融危機後，新興市場的銀行資本流入規模顯著下降。到此輪加息前，新興經濟體的銀行資本流入佔GDP的比率最高只有1.9%，不僅低於歷次危機爆發前的資本流入水平，也不及上一輪寬鬆週期的最高點2.2%。從發達國家的角度看，危機後發達經濟體的銀行跨境投資規模也降低到3%以下，直到2021年全球流動性空前充裕，銀行跨境投資規模才開始上升。

全球金融監管的調整或許能解釋流入新興市場的銀行資本減少。全球金融危機後，巴塞爾委員會改革了銀行業監管框架，推出巴塞爾協議III，以提高銀行的風險抵禦能力。但這項改革也顯著增加了發達經濟體銀行的資金成本，導致銀行開始優化海外資產。具體而言，新規主要提高了對資本的要求，引入了2.5%的資本留存緩衝，使得銀行需要達到的最低資本充足率上升到10.5%。此外，當所在國認為信貸快速擴張可能引發系統性風險時，銀行還需計提0%-2.5%的逆週期緩衝資本。全球系統重要性銀行(G-SIBs)還被要求持有1%-3.5%的額外資本，這被解讀為主要針對跨國銀行的限制。

有觀點認為，儘管巴塞爾協議III旨在為全球銀行業打造國際標準，但對於跨國銀行而言，這些監管規則在不同地區的過渡時間、適用範圍和實施方式都有差異，這就給跨境業務帶來了新的障礙。此外新規還擴大了相關風險資產的覆蓋範圍，意味着銀行需要為跨境業務準備更多吸捐資本。

例如，2010年的巴塞爾協議規定，信用證等貿易融資工具的信用轉換係數(CCF)為100%，這說明在計算風險資產時需要將這類表外項目100%地等額轉換為表內資產。這對頻繁使用貿易融資工具的新興市場和發展中國家造成了嚴重衝擊，直到

2014年巴塞爾委員會才調低槓桿率。再例如，對於貨幣錯配導致的外匯風險敞口，新規將該項風險權重提高到了150%，這意味着相關風險資產也擴大到了原本的1.5倍。因此，要滿足更高的資本充足率要求，發達經濟體銀行不得不削減跨境資產，審慎對待新興市場投資。

危機後發達經濟體商業銀行跨境資產規模持續下降，流入新興市場的銀行資金也隨之降低。結果便是新興經濟體的商業銀行跨境負債增速逐漸放緩。值得注意的是，早在美聯儲收緊貨幣政策以前，新興經濟體的銀行跨境負債規模就出現了下降，最大降幅超過10%。

## 中國市場形成對沖

其二，美聯儲收緊了貨幣政策，但政策態勢仍很難用緊來形容。考慮到美國仍然高企的通脹和相對強勁的經濟增長，美國貨幣政策整體上似乎仍難言很緊。作為比較，美國的政策利率仍未達到泰勒規則隱含的利率水平，反而還低了1.5個百分點。意味着，政策雖收緊，但也許尚未收緊到嚴重遏制商業銀行資產擴張的水平。

回顧歷史經驗，只有當美聯儲真正收緊貨幣政策、將政策利率提升到泰勒規則隱含的利率水平以上時，才有可能驅動銀行資本回流發達經濟體，引發新興市場的資本流入驟降或逆轉，並帶來危機。例如，上世紀70年代末到80年代初，美聯儲大幅加息，推動政策利率與泰勒規則隱含利率之間的差值迅速收斂並轉正，在此期間，拉美新興經濟體陸續爆發債務危機。同樣地，在1994年開啟的加息週期，美國的政策利率快速提升至泰勒規則隱含的利率水平之上。與此同時，墨西哥面臨嚴重的資本外流，難以支撐盯住美元的匯率制度，最終爆發了嚴重的金融危機。此後數年，美國的政策利率始終高於泰勒規則隱含利率，亞洲金融危機隨之爆發。

相反地，在1988-1989年以及2015-2018年這兩個加息週期，美聯儲雖在加息，但未充分收緊貨幣政策，這或許能幫助解釋為什麼這兩次加息週期並未引發嚴重危機。

其三，中國和其他新興經濟體的對沖效應。近年來，隨着中美競爭加劇和中美週期錯位等因素，中國的資本流動與其他新興經濟體的資本流動形成了一定的對沖效應。

(孫子涵、郭凱均為中國金融四十人研究院研究員)

# 合理提升財赤 有助消費復甦



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「世異則事異，事異則備變。」當前全球經濟局勢複雜多變，從預期到行動、從供給到需求、從微觀到宏觀，矛盾交織，不確定性廣泛存在。如此背景之下，政策搭配的精細安排與精準發力尤為重要。從財政角度看，當通脹處於可控狀態時，財政赤字上升將有助於消費復甦；從貨幣角度看，雖然外生衝擊後寬鬆貨幣政策效果有所下降，但結構性金融支持政策對低收入家庭部門的消費支出影響仍然顯著。結合實證模型與中國現實，筆者認為，以「寬財政、穩貨幣、重結構、強目標」為主線的政策搭配，有望發揮支持消費內生復甦的積極作用。

首先，財政赤字長期顯著上升，將增加新興市場國家居民消費支出行為。本文估計了2018年以後財政赤字變化對新興市場國家家庭部門消費行為的影響。實證結果發現，長期財政赤字上升將顯著提升居民消費支出行為。但在新興市場國家中，長期財政赤字下降對居民消費支出的影響並不顯著。宏觀效應模型結果顯示，財政赤字增長對新興市場國家的實際通脹具有顯著影響。從傳播管道來看，當政府通過向居民部門大幅增加轉移支付時，一方面居民消費會推動通脹上行，另一方面短期財政赤字的快速提升將增加貨幣貶值預期，從而放大通脹預期並刺激實際通脹上行。因此，新興市場可能面臨來自財政赤字快速上行帶來的潛在風險。然而，對於資本賬戶受到管制的經濟體，財政赤字與通脹的正相關性會減弱，則可以放大財政政策對居民消費行為的影響效用。

其次，勞動收入受到外生衝擊後，貨幣政策對新興市場國家居民消費支持作用弱化。一般情形下，貨幣政策主要通過兩個管道傳導至居民消費：一是利率變化的影響，即當利率降低時，總需求刺激實際經濟增長。在奧肯定律下，經濟增長提高使得失業率降低，居民整體收入水準隨之提高，進而勞動收入提升消費增速。二是政策利率下行帶動市場利率下行，使得資本市場融資成本下降，提振金融市場（尤其是股票市場）

表現，從而以資本收入提升消費增速。

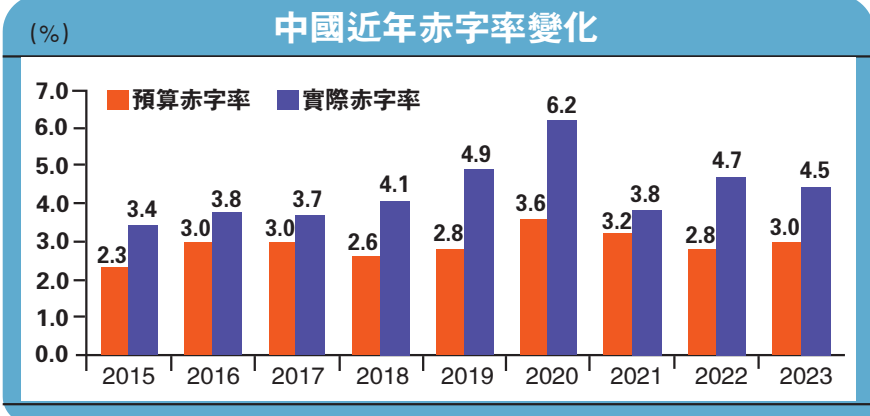
本文研究發現新興市場國家表現出以下三方面不同：1) 新興市場國家的邊際消費傾向仍然由勞動收入主導，勞動收入對邊際消費傾向的影響更顯著；2) 若新興市場國家居民部門的勞動收入受到顯著外生衝擊且持續時間較長，那麼邊際消費傾向將會受到非常顯著影響，此時貨幣政策對居民邊際消費傾向的影響將弱化；3) 貨幣政策對新興市場國家中低收入家庭部門的邊際消費傾向影響，顯著強於對高收入家庭部門邊際消費傾向的影響。值得注意的是，當將地產與中低收入家庭部門的勞動收入合併後，發現貨幣政策變化，對新興市場居民部門邊際消費傾向的影響會被進一步放大。不過，相比中低收入家庭部門，高收入家庭部門的邊際消費傾向則更容易受到資本收入變化的影響。

最後，「寬財政、穩貨幣、重結構、強目標」的財政貨幣組合有望對消費形成綜合支持。結合財政、貨幣政策對居民部門消費行為影響的實證經驗與中國經濟的實際情況，筆者認為進一步保持或提升財政赤字水準，同時強化貨幣政策對通脹的前瞻指引以及提升貨幣政策支持的定向性，能夠對居民消費行為改善帶來更多的有效支持。

## 幣策仍有優化空間

貨幣政策方面，面對疫情及全球地緣等外生衝擊，全面寬鬆貨幣政策對提振新興市場國家消費傾向的實際作用弱化，這也恰好解釋了，近兩年來中國貨幣供應量M2總體保持充裕，但狹義貨幣M1低迷的局面。在這種情況下，維持穩健貨幣政策在實證上具有合理性，但中國貨幣政策在結構上仍有進一步優化的空間。比如，是否可以通過貨幣政策工具創新結合財政政策，進一步降低中低收入家庭部門耐用消費品消費成本。儘管財政赤字可能會長期顯著抬升通脹水準，並帶來貨幣貶值壓力，但貨幣政策如果能夠強化對通脹目標的指引（如參考歐央行的通脹目標制或價格目標制），則將有利於長期實現較穩定的通脹環境。

此外，相比開放經濟體，中國的資本賬戶受到較嚴格的管制，也會弱化財政赤字與通脹的正相關性，為中國進一步合理提升財政赤字提供了一定空間。



# 發展商本季或加快推盤



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

2023年是復常之年，零售業總銷貨值連升8個月，首8月合計的零售業總銷貨值較去年同期顯著回升17.3%。雖然零售市場回升，奈何今年首3季樓市幾乎原地踏步。總體而言，按一手住宅銷售資訊網的成交紀錄，今年首3季一手新盤市場共售出約8419伙新盤，僅較去年同期輕微增加約100伙而已。

無可否認，年初市場對今年新盤銷售情抱着極大的期望。因應去年的樓市在疫情肆虐下，新盤市場近「冰封」，個別月份新盤市場完全停擺，零新盤推售下，去年一手新盤市場交投自淡靜。而今年是疫後反彈的一年，多個大型新盤相繼推售，銷情卻強人意。買家入市心態審慎，整體樓價連跌四個月，今

年首3季個別新盤以「震撼低價」登場。

或許基於買家心態依然審慎，加上個別發展商的定價進取，令今年首3季的每一個季度新盤銷售出現極大的差距。今年1季度發展商明顯加快推盤步伐，令首季新盤銷售急速反彈，整季共售出約3536伙，較去年第4季度只有800多伙急速反彈三倍，但踏入2、3季度，新盤銷售卻持續下跌，2季度新盤銷售回落至2775伙，3季度進一步回落至只有約2100伙。

踏入4季度，究竟新盤銷售會否回升，相信大家明白，首3季新盤市場顯著落後，發展商自然需要「追數」。近月發展商以低於市價推盤，實行全速加快推盤，務求「貨如輪轉」加快套現，相信踏入4季度樓市可望加快復常，加上早前按揭保險計劃放寬至樓花物業，有助樓花銷售，可望加快新盤銷售速度。



▲按揭證券公司放寬樓花按揭保險計劃，樓價一千萬或以下可借九成，專家料可望加快新盤銷售速度。