



▲美聯儲內部在減息問題上搖擺不定，官員言論一時鴿派，一時鷹派。

美聯儲說好的減息，但消費物價指數（CPI）和非農數據一出來，美元卻引而不發。日本央行17年來首次加息，並取消掉YCC（收益率曲線控制）。但弔詭的是，日圓加息操作出現了減息的效果，匯率一度跌破33年以來新低。

## 貨幣亂局考驗全球央行

經濟脈搏 趙建  
西澤研究院院長

現在全球金融形勢就是一場貨幣亂局。瑞士打響減息第一槍，市場以為這是歐元美元減息的前奏，但結果大跌眼鏡；日圓倒是如期加息，但加出了減息的味道，屬於低於預期的鴿派加息；美元飄忽不定，鴿鷹輪流上場，紅臉唱白臉登場；歐元在美元後面亦步亦趨，即使衰退跡象愈來愈明顯，也缺乏「行動的勇氣」，選擇按兵不動。

與此相對，人民幣倒是顯得較為穩定。最近一段時間被迫輕微貶值，但貨幣當局沒有放鬆對匯率的控制。經常有一些朋友問筆者，美國一再推遲減息，是不是專門針對中國的金融戰？我對這些陰謀論很無奈，但是又不能從頭開始普及國際金融的知識，就只總結一點：其實西方各國都自顧不暇，在「比人強」的複雜形勢面前，大家都是「草台班子」，走一步看一步，不可能還有精力想着如何整垮別人。

也就是說，如果真的存在金融戰的話，那就是看誰能更好的解決自身的問題，並保持本國的金融安全和穩定，在當今的債務狂潮和貨幣洪水中不發生危機的活下來，活得比對手久。國家之間肯定存在競爭，貨幣之間也存在競爭，大家都會搶佔資源和市場份額，但是如果說每一個動作都是針對別的国家發動什麼金融戰，在當前的形勢下是基本不可能。中國最近幾年在資本市場上的損失，真的是美國發動金融戰的結果嗎？其實在中概股、港股和A股市場的價值損失過程中，大量的國際投資者也是直接受損者。

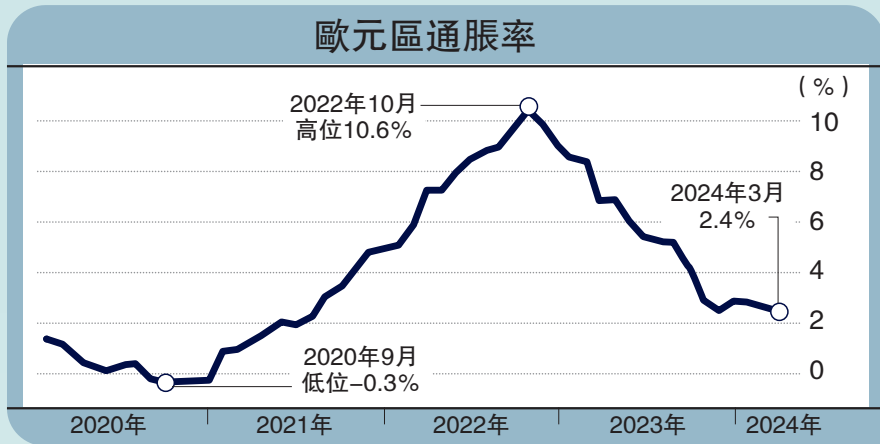
如果美國真的選擇利用金融和貨幣霸權進行收割，那肯定不會發動貿易戰。能拿着隨便「印製」的鈔票，就可以從中國買到物美價廉的商品，既可以對沖當前居高不下的通脹，又能節約本國的資源，何樂而不為呢？美國政府發動貿易戰，更多是其內部政黨鬥爭和意識形態決定的。

### 各國印鈔紀律崩壞

說到底，大家都是現實主義，對國家決策者來說就是政治現實主義。對美國當政者來說，今年最大的政治就是選舉，對民主黨和拜登來說就是連任。

如果對中國發動金融戰能有助於增加支持率和連任的概率，這倒是有可能的。但很顯然，美國執政黨當前最直接的對手不是中國，而是很可能又會攪亂政壇的特朗普及其追隨者們。

全球貨幣亂局，根源不是別人，恰恰是「印鈔者」自己。一方面，在新冠危機發生後，各國央行藉着百年未遇的大危機名義大肆印鈔，政府債務和赤字都創造了歷史紀錄，好像光靠印鈔就能印出真真的物資和財富



一樣。另一方面，伴隨新冠危機的是全球化的危機、地緣政治的危機。

美國過去發了規模龐大的債務，印了那麼多鈔票，為什麼沒有發生通貨膨脹？這是因為俄羅斯這個資源大國，以及中國這個勞動力大國加入到了全球總供給體系，再加上信息技術革命對生產率的大幅提高，全球總供給曲線發生了前所未有的右移，巨大的產能消化了超發貨幣所產生的額外需求。

如今全球化局勢正在向相反的方向變化：貨幣紀律崩壞，債務和貨幣已經停不下，而且呈現出指數級增長；俄羅斯受到全面制裁，能源價格和成本持續高漲；主要發達國家在供應鏈上「去中國化」，徒增了工業品的成本。

我們常說美元這個世界貨幣的錨，是石油，是糧食，或者是芯片。其實都不全面，筆者認為美元的錨是全球經貿體系，是世界的統一市場，是不斷增強的全球化浪潮。這個道理應該不難理解，因為只有在全球化和自由貿易的背景下，美元作為世界貨幣才能廣泛的在全球流通，才能執行一般等價物、儲藏手段和價值尺度的功能。

### 歐日身陷滯脹困境

但自從特朗普開始在全球大打貿易戰之後，特別是俄烏衝突爆發後，西方國家對俄羅斯相關個人和企業的金融資產進行制裁，讓全世界開始對美元的信用產生了懷疑。於是，去全球化引發「去美元化」，愈來愈多的國家基於安全的考慮調整外匯儲備的結構，購進黃金拋售美元，以應對極端情況的發生。

歐元的困境是歐元區貨幣集權與財政分權的矛盾，這一矛盾已經在2012年以歐債危機的形式爆發，但是今天依然面臨全新的挑戰，那就是俄烏衝突。從數據來看，歐洲通脹回落和經濟走弱的跡象最為明顯，但是北溪管道的切斷，雖然沒有導致嚴重的能源危機，但造成歐洲各國的生活生產成本居高不下，屬於成本推動型通脹。日本的通脹也是如此，因為作為一個島國，資源對外高度依賴，加上日圓的貶值，成本推動型的通脹壓力也是很大。

成本推動型通脹很容易演化成滯脹，這個道理大家都懂。目前歐元和日圓在減息和加息的問題上，看上去左右為難、優柔寡斷、進退失據，

是因為他們正在經歷一場中型的滯脹困境。

對人民幣來說，最近兩年的挑戰也不小。經常項下的表現一直還不錯，雖然進出口走弱，但是國際收支並沒有惡化。然而，長期持續的內外利差，特別是倒掛幅度和持續時間都創歷史紀錄的中美利差，讓本來作為投資貨幣的人民幣，由於國內的弱通脹環境，被動變為融資貨幣，成為做空標的。於是我們看到的一個結果就是，雖然最近幾年中國在經常賬下積累了近2萬億美元順差，但是並沒有流到人民銀行外匯儲備的池子裏。這種沒有匯入國內，在海外漂流的「歐洲美元」，就像影子離岸人民幣，使得人行一個重要的貨幣創造渠道——外匯放款減基礎貨幣投放——出現了弱化。

美元的世界貨幣功能全球可以分享，困境當然也是由全球來分擔。與中國的收縮局勢相反，美國的主要矛盾是通脹。美聯儲固然害怕通縮，1929年大蕭條的歷史記憶是其貨幣政策的底色，但1970年代大滯脹的慘痛教訓也不可不深刻。美聯儲2021年對通脹趨勢出現誤判，勢必也會誤判再通脹局面。這源自於伯南克的那個「救火者悖論」：一個預言到火災並將火提前撲滅的人，是不會得到較高的嘉獎，因為很多人認為火災根本就沒發生；相反，那些等到熊熊烈火點燃後奮勇滅火的人，則會被人們嘉獎為英雄。美聯儲雖然因為誤判通脹而飽受詬病，但是在臨近大選之時，他們將繼續塑造英勇的反通脹鬥士形象。因此，美聯儲更希望將減息置於一種量子糾纏的模糊狀態，僅靠預期就能將經濟和市場穩住。

無論如何，一個新的象限正在打開，那就是「低增長、高通脹」的滯脹狀態，這個狀態與過去「高增長、低通脹」的時代恰好成為鏡像關係。過去全球化高歌猛進，中國在改革開放的道路上加速前進。今天則處於象限轉換過程中，金融資產弱勢震盪，但是具有高度稀缺性和確定性的實物資產獲得資金熱捧，其中既包括黃金一類的傳統保值資產或貨幣之錨，又包括帶來安全感的大宗商品和核心地段的不動產。而數字貨幣，因為其特有的稀缺供給規則與去中心化、去權威化的技術屬性，更應該看作是一種對抗主權貨幣的方式。在百年未有之大亂局的時代，信任才是最稀缺的資產。

## 中企積極出海 競爭中展韌性



廟堂江湖 沈凌

德國波恩大學  
經濟學博士

2023年底，華為推出新款手機，取得石破天驚的效果。3年前華為因為美國的技術封鎖，全球出貨2.4億部的手機業務跌落神台，銷售低谷時只有差不多3000萬部左右，全中國的消費者都為它捏了一把汗。而最近公布的2024年第一季度銷量，華為手機再次達到千萬級別，伴隨着新款手機的推出，相信這個增長趨勢還會持續，全年銷售量超過5000萬部，應該是沒有問題的。

但從第一季度全球銷量排行榜上看，最奪人眼球的還不是華為，而是一個不太引人注目的中國品牌——傳音。大家不了解傳音是情有可原的，因為人家根本不賣給中國消費者。傳音的主要市場在非洲，市佔率差不多50%。最近幾年，公司才開始拓展其他市場，比如印度、南美等。最新數據，傳音2023年智能手機銷量9260萬部，排名全球第五，2024年第一季度進一步上升至全球第四，僅次於蘋果、三星和小米。這個上升速度在全球手機銷量下滑的背景下，令人刮目相看。

其實，上述排行榜只算了智能手機。如果加上功能手機，傳音的銷量不是第一、就是第二。原因沒有別的，因為人家主打的非洲市場，不少消費者還只能買得起功能手機，而這正好是傳音的起家法寶。正因為如此，筆者為了寫這篇文章去查閱數據的時候，一開始被搞糊塗了，為什麼傳音在2020年的手機銷量就已經1.7億部了啊？而現在這個9260萬銷量怎麼會是高增長呢？後來才看清楚，人家以前賣的是功能手機，現



▲傳音手機在非洲深受欢迎，市佔率近五成。

在市場研究機構Canalys公布的排行榜只統計了智能手機。

傳音的成功很好地體現了「農村包圍城市」的戰略優越性。全球市場如果按照購買力區分，大致是發達經濟體和發展中經濟體兩部分。發達經濟體的購買力強、利潤高，當然對質量和技術的要求也高。高端市場雖然是理想的進軍之地，但也是發達經濟體的企業已經重點布局的市場，深溝高壘，不是隨隨便便就可以拿下的。華為瞄準了高端市場發力，也卓有成效。可是結果呢？人家掀了桌子。

### 傳音手機主攻低端市場見效

而傳音針對的是低端市場，差不多沒有發達經濟體的企業在此駐紮，很容易落地生根。當然，低端市場的售價和利潤都是微薄的。傳音賣了一億多部手機，營業收入才625億元（人民幣，下同），平均算下來，可能每部手機實價600元都不到，利潤更只有50元。相較而言，小米如此講究性價比的產品平均售價都達到了1800元，是傳音的3倍多，更不要提iPhone了。

但在全世界市場愈來愈飽和的背景下，發展中經濟體的市場潛力愈來愈明顯。畢竟隨着技術進步，產品價格下降和消費者收入上升，原來用功能手機的買家，總有一天會迭代為智能手機。而對於不斷積累技術同時又特別願意學習的中國企業，在低端市場上獲得的利潤與經驗，最終都能夠換化為對高端市場的進軍。

如果用「農村包圍城市」來比喻的話，佔山為王不是革命的終極目標，佔領了農村的目的是為了包圍城市，最終佔領城市。傳音只是中國企業出海挑戰發達經濟體優秀企業的一個案例而已，但絕不是孤例。

全球手機市場排名第三的小米，去年銷量1.46億部，中國市場銷量只有約三分之一，其餘都是外銷國際市場。正因如此，2021年華為銷量銳減九成讓出市場之後，「蘋果+三星」的整體銷量一直在4.5億部左右徘徊，並沒有明顯增加。可見，美國政府卡脖子的政策，遠非想像中那麼有效。中國手機企業整體而言已經相互補充，形成了一個高中低端的立體產品體系，不是那麼容易被擊倒的。

## 延長擔保期 舊居屋受惠



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

根據香港房委會資料，3月份錄得402宗居屋第二市場的成交，按月大增209宗或逾1倍，更是2023年3月以來首次重返單月逾400宗水平。而部分樓齡逾20年屋苑的成交由寂靜轉趨活躍，未補價居屋的交投增加，反映社會向上流動的效果得到大大的提升。

這是源於一班立法會議員在諮詢民意之後，體會到居屋第二市場因為樓齡的關係失去了特區政府的擔保，所以往往只借到六成左右的按揭，即是說要支付四成首期，大量浪費了近20多萬個可免補地價轉讓的居屋潛在供應。同時，因為較新的居屋就可以借九成按揭，購買力自然集中在新居屋身上。於是，較新的居屋呎價接近1萬元，舊的居屋呎價則是7000元左右，這是不公平的分配，而同樣的舊樓在私樓市場都可以借到九成按揭。

### 可借九成按揭 交投大增

筆者經營公司所在的屯門及天水圍，很多居屋已經超過特區政府提供的30年擔保期，於是按揭成數由最高的一按九成（白表）或九成半（綠表），大跌至擔保年期外的最高一按六成了。相關物業因為做不到高成數按揭，而成交稀少。

譬如，屯門區兆麟苑居二市場在2023年9月至2024年2月的半年時間

裏，平均每月僅3宗成交，但當2024年3月1日起特區政府將居二擔保期由30年延長至50年後，兆麟苑居二市場錄8宗成交，增長1.67倍；同區富健花園居二市場的成交更錄得3倍增長，以及3月份全港居二市場成交按月倍增。

目前居二市場的放盤情況，兩房單位入場約260萬元，三房單位入場約350萬元，未補地價入場90萬至120萬元在屯門區均有選擇，令到基層多了置業機會，而且價格便宜。

有立法會議員建議「白居二」的配額由目前4500個增加至最少2萬個，並相應調高一入申請者的配額，以善用市場上所釋放出的二手居屋供應，推動更多有力置業者投入市場，從而盤活換樓及整體樓市的氣氛。

上述建議筆者是同意的，但更加要留意的是候補機制，現時候補機制不夠靈活，令到沒有用到配額或是放棄居屋第二市場配額的名額不可以特殊被候補出來。民生無小事，但是很多人不明白民生之所需，我們在市場上不斷反映的看法，往往要等以十年計的時間才會遇上一些聽得明白的議員，所以筆者覺得大家應該用審慎謙卑的態度去重新關注民生所需。

很多研究房屋政策的專家都只看一手住宅供應，而忘記了二手供應才是最大供應。如居屋第二市場用二手供應去滿足基層人士，其實不單只「平、靚、正」，而且更加重要的是節省了大量興建一手物業的公帑。在香港財政緊縮的當下，善用二手供應去解決住屋供應是一個最有效的方向。



▲特區政府將居屋第二市場擔保期延長至50年後，居屋交投量大增。