



▲2025年伊始，美匯指數和黃金價格呈震盪上漲態勢，反映了地緣政治和複雜經貿關係對大類資產的影響，安全資產的短缺加劇了「全球資產定價之錯」的不穩定性，迫切需要重新「尋錯」。

經濟觀察家

從歷史維度而言，泡沫危機的出現通常難以預料，但仔細梳理卻有跡可循。這就要求決策層把握好宏觀政策實施的時機、節奏和力度，有效的金融監管，以及穩妥推進、有效化解重點領域風險更顯重要，以此增強經濟韌性和金融穩定性。

# 如何應對泡沫經濟危機？



金融觀察 鄧宇

地緣政治和市場恐慌、預期不穩均可能成為誘發泡沫經濟的重要因素，比如長達十餘年「牛市」的美股、2023年以來黃金價格的持續飆升等現象，從側面也反映了市場的劇烈波動。當前，地緣政治疊加「關稅戰」的陰影增添了更大的不確定性，隨着全球利率整體下行，包括房地產、股市及其他大類資產的價值重估不可避免。

### 微觀及宏觀視角解讀

微觀經濟層面，泡沫資產充分展現了投機行為的危害，比如17世紀30年代的「鬱金香泡沫」，恰恰是投機者以低價買入、高價賣出為目的，反覆轉賣導致價格暴漲，最終因沒有合適買家接手而出現大量拋售。在股票市場，檢驗泡沫的發生比較困難。當股票價格飆升時，很難判斷究竟是泡沫，還是市場所評估的企業內在價值增長的預期。人並非完全理性，市場也不會完美運作，「理性泡沫」通常會在一段時間內長期持續。

宏觀經濟層面，早期的「維克塞爾」理論提供了解釋的路徑，即預期的不均衡會引起市場不穩定，導致價格變動、偏離均衡價格。「不均衡動力學」則解釋了市場經濟的不穩定性：貨幣市場的供需並不一致，無形之手（Invisible Hand，也譯為看不見的手）很難有效發揮作用，這一事實造成經濟不穩定。經濟學家明斯基的「金融不穩定」理論更加細緻地討論了，市場不穩定與經濟周期的關係，即預期和信用的不穩定會造成經濟過熱或金融不景氣。

概述來看，泡沫經濟周期的典型模式主要有三個階段：首先是泡沫前夕，海外資本流入的同時，國內經濟引發投資和消費熱潮，資金流入不動產市場，資產價格高漲和信用擴張呈現螺旋式上升；其次是泡沫發生時，因為某種衝擊，人們的預期迅速轉變為悲觀，信用崩塌，成為經濟蕭條的開端，不動產價格下跌，信用緊縮，反過來加速不動產價格的下跌，海外資金流入中斷，依賴海外高槓桿短期資金的金融機構隨即陷入流動性危機。危機出現時，資產價格下跌、流動性不足、信用緊縮、資金流入中斷、本國匯率下跌等情況幾乎同時發生，這便是「資產負債表衰退」的開始。

最後危機過去，經濟在較短時間內恢復，但並未能達到繁榮時期的增速。但是，各個泡沫事件雖都內含了泡沫經濟周期的普遍性特徵，但因各國和地區的經濟發展階段、金融市場成熟度、國內監管體系與制度差異，以及對外依存度和經濟規模等各類因素相互疊加，每個事件也具有個別特徵。通常而言，小型經濟體的損失高於大型經濟體，經常收支赤字的國家

大於收支盈餘的國家，新興國家和地區大於發達國家和地區。

### 美國與亞洲案例解析

美國的房地產泡沫事件同樣記憶猶新、影響深遠。2007年美國「次貸危機」震動全球。之所以出現房地產泡沫，在於證券化的失敗。實際上，危機前夕美國的房地產市場已經出現了泡沫現象，房價自2001年開始急劇上漲，到2005年達到頂峰，同期家庭貸款額保持在5%以上的速度增長，其中大量存在的次級抵押貸款佔比持續升高。

以美國40大城市為例，1990年至2007年次級抵押貸款申請人比例較高的城市均具有高收入增長率和高信貸增長率。在這一時期，以房貸款債權為抵押的證券化需求猛增，2000年至2006年純民間發行的住房抵押貸款證券幾乎翻了五倍，達到2.6萬億美元。

回溯美國泡沫危機史不難發現一些端倪，包括長期未設立中央銀行、金融放鬆監管，支撐貨幣流動性的主要是優質抵押品，而證券化成為民間部門創新流動性的肇始。由於對過度分散風險的自信，美國的大量抵押貸款經過證券化產品進入到市場，但這種模式伴隨貸款質量下降及風險交叉傳染，最終導致商業銀行規模擴張，並擴大了資產負債期限錯配的風險。

從小型經濟體的泡沫經濟來看，1997年至1998年的亞洲金融危機最為典型。當時的東南亞和東亞國家的經濟高速增長，被譽為「東亞奇跡」。其中泡沫經濟發生的緣由可以從兩個層面解析：

一方面，掛鈎美元的固定匯率制。鑒於當時這些國家的經濟高速增長，大量的外資湧入促進了其資產市場的繁榮，銀行的不動產貸款上升，但因為本國貨幣和美元掛鈎，美元一旦走強便會導致國內經濟容易受到出口下滑的影響。1996年以來美國聯儲局實施緊縮貨幣政策，美元走強後泰銖率先升值，拋售泰銖勢頭加劇，泰銖貶值、貨幣暴跌的浪潮席捲亞洲。

另一方面，資本流入中斷，由資本流入中斷、信用緊縮、匯率下跌引起的生產、消費急劇下降和資產價格暴跌現象被稱為「資本流入的突然中止」。亞洲金融危機闡釋了一個事實：即使經濟穩步增長，只要自我實現預期和群體心理在金融市場中顯現，就會在金融市場暴露細微破綻時將一國經濟推入無底深淵。

關稅關係對大類資產的影響，安全資產的短缺加劇了「全球資產定價之錯」的不穩定性，迫切需要重新「尋錯」。

那麼，泡沫是否可控？金融監管並非萬能，和平時期的放鬆監管及泡沫時期的緊縮政策可能催生新的泡沫，泡沫尚未全面爆發之時適度的監管是必要的，早期的加息也被證明有效，但重複小幅加息可能製造泡沫。實際利率的下降將會持續，政府債務將在一段時間內不得不去填坑。如何解決金融和技術錯配問題就顯得至關重要。一個事實不容忽視，即泡沫經濟一旦崩潰，會一邊更換國家和地區、一邊被下一個泡沫經濟取代，呈現出泡沫經濟不斷流轉的格局。

### 長遠謀劃及防微杜漸

泡沫危機時期，宏觀政策的首要目標是確保經濟的正常循環，實施逆周期的宏觀政策，穩定總需求。多數情況下，財政危機往往根源於財政自身的一些問題，只是在內外部的衝擊下才顯現出來。歷史經驗維度來看，拖延是一個「頑疾」，雖然經常付出巨大的代價，但同樣的錯誤依然在重複上演。

為什麼金融危機的風險步步逼近時，卻需要花費大量的時間去協調、磋商？為什麼危機爆發時公眾、監管部門、金融機構會對危機處理採取迴異的態度？客觀而言，風險管理政策機制及工具不可能完美，甚至存在大量的缺陷，非理性預期和實際數據的體感差異可能不可預估的，或者也很難反映在既定的經濟模型中。

數據顯示，2024年人工智能（AI）領域融資額達到創紀錄的1004億美元，巨額融資輪次（1億美元及以上交易）的佔比高達69%。雖難言人工智能等科技領域是否潛藏泡沫風險，但仍需考慮行業存在的過熱投資、高估值，以及未來大規模應用的不確定性等因素。

作為後發國家，相較於發達國家經歷的經濟周期相對比較短，處置金融風險和應對金融危機的經驗客觀上存在不足，若能通過危機時期非常態的歷練，反過來也將幫助其構建更加完備的危機管理體系。

同樣地，應對危機的宏觀政策抉擇既要相機行事，更要長遠謀劃，加強預期管理、政策儲備和制度創新，比如財政政策積極有為，既要關注赤字率 and 赤字規模，更要關注財政支出結構；貨幣政策方面，總量、結構和價格如何實現平衡，考驗的不僅是貨幣政策傳導和預期管理，而且也考驗降準降息的時機選擇、力度把握。

總之，需要通過靈活、彈性和及時的政策調整應對跨周期和逆周期的挑戰，更好地適應多重危機時代，妥善處置複雜風險。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

## 關稅成本高 美鞋企無奈私有化



點市成金 譚浩俊

作為全球第三大運動鞋零售商、兩度入選《財富》500強的行業巨頭，美國斯凱奇（Skechers，US：SKX）於5月5日突然宣布私有化決定，此舉引發市場震動。

作為鞋類市場公認的舒適度最高的運動品牌，斯凱奇在中國市場的影響力，絕不遜於耐克（Nike）、阿迪達斯（Adidas）為低。特別在口碑方面，已經超過了後者。斯凱奇除了舒適度強於其他品牌外，定價也非常合理，性價比很高。

為什麼這樣一個極受歡迎的運動品牌，會在市場正興的時候選擇退市呢？很顯然，斯凱奇不是因為經營出現了問題，而是為了防止出現市場問題而做出的戰略選擇、積極舉措，是以退為進、自己給自己留足空間。

### 聯名請求豁免對等關稅

不久前，包括耐克、阿迪達斯、斯凱奇在內的76家鞋企聯名致信美國特朗普政府，請求豁免「對等關稅」。一雙球鞋原本售價只有1100元的，未來消費者要多支付近600元，這讓主打「高性價比」的斯凱奇來說，無疑是非常尷尬的。如果繼續推行大眾化定價，企業盈利將受到很大影響。如果隨關稅而提價，市場會受影響。兩難境地下，斯凱奇主動選擇了私有化，規避上市公司面臨的監管壓力，以便在關稅風波中掌握更大的經營自主權。

這樣的以退為進，並非企業戰略中預想到的，也不是企業希望看到的，而是實際運營中突然出現的、意想不到的。能不能化解企業的經營矛盾，目前

還很難說。就算能夠化解，私有化後帶來的股權結構變化，實際也會給斯凱奇未來的經營、市場、股東協作、企業管理、權力分配等方面留下風險隱患，新的投資者能否與企業創始人友好合作、愉快相處，需要時間來檢驗。

這次收購私有化斯凱奇股權的，是一家名叫3G Capital的投資公司，也稱3G資本，是消費品領域的著名投資公司，同時也是酒業集團百威英博、連鎖快餐漢堡王的股東。3G資本崇尚長期控股，擅長成本管控，將以每股63美元的現金收購斯凱奇，較公司15天成交量加權平均股價溢價30%。待收購完成後，3G資本預計將持有新成立公司（New LLC）約80%的股權，從而實現對斯凱奇的控股。

值得注意的是，3G資本在收購要約中，除了高出15天加權平均股價30%的要約收購之外，還給允許股東選擇獲得每股57美元的現金及新成立的斯凱奇母公司一份不可轉讓的股權。說實在的，無論是63美元的收購價、還是57美元加股權的收購方式，對現有股東來說，都是相當優惠的。除了斯凱奇本身的魅力之外，也與3G資本的投資理念是密不可分的。

3G資本對斯凱奇股權收購中，對現有股東表現出來的充分尊重和利益保障，禁不住讓人聯想到某些中國投資者在上市公司股權收購案的表現。這些投資者常常都是衝着損害普通股東利益而去的，亦即在制定收購方案時，與實際控制人相勾結，制定嚴重損害普通股東利益的行為。收購成功後，再通過各種方式進一步損害普通股東利益，直至把普通股東的利益蠶食光。

斯凱奇退市過程中，普通股東利益得到極大尊重，給予市場的重要啟示是，中國投資者在參與企業重組、投資時，能否也能多多考慮普通股東的利益，而不要總把自身利益建立在對普通股東利益損害的基礎上。損害得多了，就會把普通投資者的心傷透了，股市也難以步入健康有序軌道的。

（作者為財經評論員、中南財經政法大學兼職教授）



▲3G資本對斯凱奇股權收購中，對現有股東表現出來的充分尊重和利益保障。



## 供樓業主扣稅攻略(上)



樓按明曦 張穎曦

踏入報稅季節，稅務局於本月向約266萬名市民派發2024/2025年的報稅表，市民開始準備一筆新的開支。雖然收入較高通常需要繳納更多稅款，但精明的納稅人可以根據不同情況享有各種免稅額，以減輕稅務負擔。如果閣下為業主並且正在供樓，可以透過「居所貸款利息」作為扣稅項目，扣稅扣到盡。

筆者將在此文中分享此項扣稅方法及注意事項。

### 每年10萬元扣稅額，最多扣除二十個課稅年度。

「居所貸款利息」是一項稅項扣除，讓業主可以將供樓利息支出用作扣稅的一部分，以減輕財政負擔。申請此稅務寬免的業主必須符合特定條件，包括必須擁有香港物業並用作自住用途。業主每年可獲得最多10萬元的扣稅額，並可扣除最多二十個課稅年度，而且不需連續使用。這意味著供樓人士可以自由決定每一年的是否需要使用此扣稅項目。

合資格人士可提高扣除額至每年12萬元。

同時，特區政府鼓勵市民生育，由2024/2025課稅年度開始實施新政策，若納稅人與子女同住，並符合指定條件，包括與在2023年10月25日或之後出生的子女在香港連續同住6個月或以上，則其居所貸款利息的最高扣除額由現時的10萬元增加2萬元至12萬元，直至該名子女滿18歲為止，此額外扣除最多可扣除十九個課稅年度。

### 供樓初期申請最易用盡扣稅額。

指定納稅人的居所貸款利息最高扣除額有所提高，當然需要想辦法充分利用這個扣除額。銀行在計算按揭借貸人的每月供款時，因「息隨本減」的關係下，每期的利息支出會持續遞減。假設有業主去年購入一個單位，貸款額為500萬元，年期為30年，按息為3.5厘，首十三年的全年利息支出將超過12萬元。然而，到了第十四年，全年利息支出將降至約11.8萬元，這意味著從該年開始將無法用盡12萬元的扣稅額。因此，越早使用便可用盡扣稅額。

下回筆者將繼續講透「居所貸款利息」扣稅的其他注意事項。



（作者為經絡按揭轉介營運總監）

◀「居所貸款利息」作為扣稅項目，越早使用便可用盡扣稅額。