美元未入緊縮階段 加息未必引發升值

▲美元霸權的根基依然牢固，短期和中期難以動搖

領軍智庫

境內外市場環境近期出現了前所未有的複雜性，尤其是中美貿易摩擦引起的不確定性十分突出，進而對全球經濟穩定預期，以及中國經濟前景判斷產生較大衝擊。如何理解當前局面，對於當下的市場心態至關重要。筆者基於市場調查、長期觀察、深入論證，提出一些市場趨勢的預判。

中國外匯投資研究院院長　譚雅玲

從中國經濟內在環境與外部壓力着手，進行準確的評估與推演是十分必要的。

內部經濟周期評估

中國市場經濟改革開放四十年是重要周期，其中的周期因素具有明顯的階段特色。第一，四十年周期具有兩個階段的特性：首先是前三十年經濟改革開放的經濟總結，中國實力與規模的提升是舉世矚目的，也是我們能夠眞實感受到的；其次是後十年經濟改革開放的吸取教訓。兩個階段的分化是我們能夠把握好未來的一個重要基礎，筆者認爲後十年的提煉更加重要。第二，「十三五」規劃具有兩個波段，先有國內資本出走現象凸顯；後是中國監管機構的嚴格管控，及時制止資本流出的不規範和不合理。

上述問題引起的思考在於：我們必須準確把握經濟發展節奏，外界過度渲染的不確定性將引發市場情緒化波動加大，並導致監管層對策準備不足、應對不當以及效果滯後等嚴重後果。

外部環境壓力衝擊

中國改革開放四十年所面臨的外部環境壓力同樣凸顯階段性特徵，對應上述中國階段特色十分明顯。第一，前三十年外部環境主要是金融危機的連續打擊、美國經濟周期的調整，確切說是升級換代的準備階段，外部不穩定、動盪局面嚴重。第二，後十年外部環境假借金融危機，發達國家，尤其是美國借題發揮，通過輿論造勢實現美國經濟利益最大化。

在此背景下，美國經濟與美元貨幣的影響力不斷擴大與強化。包括眼下的中美貿易摩擦，以及全球經貿關係的複雜多變，都屬於美國政府的一種戰略部署，以此擾亂世界經濟環境和破壞正常化經貿關係，宗旨在於立章建制，重新確立美國在全球經濟中的主導地位。最終我們所看到的是，美國對全球經濟增長的引領力十分突出，尤其是今年二季度的經濟增長達到4.2%，這是美國2014年三季度以來的新高水平。

上述問題引起的思考在於：我們對美國的經濟、金融實力的評估過低，並不利於我們的風險識別，更不利於我們對自身的把握，對自己的高估不利於改革的推進。

未來趨勢的預判

基於對內在環境與外部壓力的分析，我們現在來評估一下美元霸權是強還是弱了？尤其是美元貶值爲主還是升值爲主？美聯儲的貨幣政策是寬鬆還是緊縮？這三個問題對市場預判至關重要。

第一，美元霸權還處於鼎盛的時代，甚至已經完全不同於傳統時期的定位，而已經實現了全面擴張，美元定價和報價體系已經壟斷了金融資產、商品價格，包括資源、貴金屬、農產品等。所謂流動性過剩正是基於美元霸權的地位而設計出來的，使得美元份額在幾大板塊中依然在60%至90%以上，如外匯市場、資本市場、衍生品市場、外匯儲備等，這也表明美元霸權的根基依然牢固，短期和中期難以動搖。

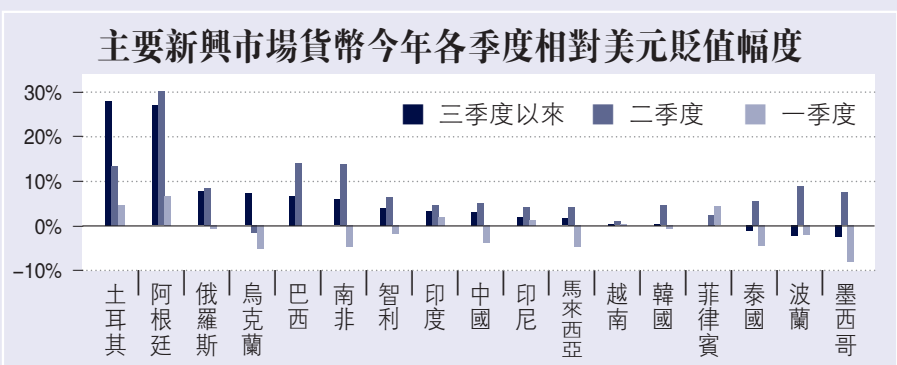
第二，美元貶值不代表美元價值喪失，反之美元正在運用美元貶值獲取經濟收益最大化、市場壟斷擴大化、影響主導權威化。尤其是市場兌美元升值與貶值處於混亂期。根據近六年的美元走勢來看，恰好美元處於下行周期的重要階段，與美國經濟繁榮周期對應的策略發揮最佳，因此美元貶值是基本常態，而每一次升值是爲更大的貶值做準備。

第三，美聯儲依然沒有緊縮貨幣。美聯儲是一個特殊的中央銀行，這是基於美元特性而界定的，有別於其他國家貨幣供應集中在國內，美元則是以海外為主，這是美元霸權的結果。因此，市場概念不清是美聯儲政策焦點的關鍵。其一，所謂的縮表是前期賣短買長的政策慣性，前期買證券買債券的行爲面臨了結，債券階段性的了結並非是一次性到位，而是長周期的開始。其二，美聯儲利率區間在1.75%至2.00%之間，通脹指標爲2.9%，所謂美聯儲中性利率尚未達到，因此並不會出現美聯儲加息美元必然升值的結論。目前美聯儲依然是在寬鬆了結路上，尚未進入緊縮貨幣階段，美聯儲官員界定的中性利率水平爲2.75%至3.75%之間，這是值得關注的重點。

上述問題引起的思考在於：美元特殊性是重點，市場輿論不能將美元等同於一般貨幣，市場機制主導的霸權體制有其特殊意義，我們對此進行探討，對於美元預期具有重要參考意義。

總之，結合當前輿論及預期因素，筆者認為有效合理地梳理境內外經濟形勢，對於穩定投資情緒很有必要，否則就是偏離方向甚至擾亂思路，並不利於我們的應對。

謹慎評估、深入探討、短長相間、理性專業，這種求知的態度十分重要。尤其對於人民幣未來的走向，不要過於情緒化，這不利於市場的穩定。



數字貨幣與超級央行

工銀國際首席經濟學家、董事總經理　程　實

實話世經

「用萬物之能，而獲利其上。」近期，在非官方數字貨幣總市值跌破2000億美元之際，中國央行推出多項法定數字貨幣的技術專利，旨在解決貨幣政策傳導不暢的難題。這一信號標誌着，在金融科技的大潮衝擊之下，部分有遠見、有能力的央行正在主動化危爲機，借助數字貨幣壯大自身能力，加速向「超級央行」進化。

央行之所以能夠調節經濟運行，首先是因爲其獨佔貨幣發行權，進而掌控了貨幣供給的規模和流向。探源歷史，作爲全球最古老的兩家央行，瑞典中央銀行和英格蘭銀行從商行升級爲央行的過程，也是其逐步獨佔貨幣發行權的過程。2008至2017的危機十年間，全球經歷了史無前例的三輪全域性貨幣寬鬆浪潮，造成各國幣值頻繁動盪，暴露出以央行爲中心的信用貨幣體系的諸多短板。恰逢此時，基於日益成熟的區塊鏈技術，數字貨幣具備了去中心化、發行量天然受限、不與監管威權聯繫的優勢，吸引人們打造超主權貨幣，以避免貨幣超發、實現貨幣自由。

2014至2018年，全球央行猝然迎來「數字貨幣1.0」的首輪衝擊。各種數字貨幣一度獲得市場熱捧，比特幣、萊特幣等主力幣種價格呈現反覆的大漲大跌，引致金融市場震盪和央行監管壓力。這一階段，「數字貨幣1.0」的成功之鑰在於，驗證了數字貨幣在支付、結算、投融資等金融核心領域的應用潛力，進而促使美國、日本、德國、加拿大、澳洲等國家承認其作爲資產或金融工具的地位。其失敗之踵在於，由於缺少內在價值、難以清償，因此無法履行貨幣的價值貯藏職能，進而異變爲高風險的投機工具，阻斷了其普及爲眞正貨幣的可能性。

展望未來，隨着新經濟和金融科技的發展，新一代的數字貨幣將可能與有價資產相掛鈎，實現對石油、貴金屬、房地產等實物資產的代幣化，從而找到內在價值錨。這樣的「數字貨幣2.0」一旦大規模興起，將眞正推動貨幣權力從央行向微觀群衆的廣泛轉移。因此，風暴並未遠去，一個數字貨幣的幽靈，將始終在央行的領地上遊蕩。

因幣施策　疏堵並舉

在新時代中，由於央行對貨幣權力的獨佔地位受損，央行權力將從壟斷性轉向競爭性。這意味着，央行只有不斷創新，在與金融科技的競爭中重獲權力，才能保持政策獨立性和有效性。面對數字貨幣的挑戰，各國央行將長期保持「因幣施策、疏堵並舉」的態度：

一是堵截「數字貨幣1.0」的無序擴張。由於無法成爲眞正貨幣，「數字貨幣1.0」將更容易成爲洗錢、避稅和金融欺詐的工具。爲防範這一風險，各國央行根據本國國情，限制了比特幣等數字貨幣的部分或全部應用，避免其擾亂央行的傳統貨幣權力。

二是疏導「數字貨幣2.0」的有序創新。部分央行主動參與到紙質貨幣向數字貨幣的歷史轉變中，通過提供更先進的數字貨幣技術標準和平台體系，爲央行貨幣權力找到新的時代基礎。例如，2017年，中國央行已成功測試數位票據交易平台並試運行數字貨幣，年度發明區塊鏈技術專利數量位列全球公共和私人機構之首。今年4月俄羅斯央行已通過監管沙箱，推出了ICO官方平台。在疏導數字貨幣的道路上，今年6月以來，中國央行再次推出八項關鍵技術專利，將在未來展現重大的政策意義。對內而言，數字貨幣技術有望加強中國央行對貨幣的掌控力，進而破解貨幣政策傳導不暢的桎梏。對外而言，圍繞數字錢包所構建的支付結算體系，將更加高效便捷，能夠繞過現有紙幣的網路效應，在新的維度推進人民幣國際化。這表明央行搶佔數字貨幣的技術高點，不僅有利抵禦市場的衝擊，更能突破貨幣政策治理瓶頸，完成自身能力升級。

正如尼采所說，當新舊價值體系更迭之時，人將進化爲「超人」。在金融科技重塑貨幣權力之際，筆者認爲，全球央行將出現新一輪分化。部分有遠見的央行將乘勢而上，在數字貨幣的新基石上，進化爲更富能力的「超級央行」。

香港樓市潛龍在淵

祥益地產總裁　汪敦敬

樓市新態

特首林鄭月娥在電視上呼籲市民支持政府造地，並表示「在新房策下，資助房屋售價已與私樓脫鈎，市民是買得起、供得起。」筆者希望市民今次不要再錯失難得的造地建屋機會。

時勢的配合，特首的空置稅很成功，置業上處於劣勢的準買家可以得到更好的議價及選擇機會，但是改變了氣氛不等於改變了市場趨勢，我們始終要回到現實，現實就是基本結構如何，結果就如何。我們應務實看看空置稅如何改變了市場結構。

空置稅眞正令市場結構性改變就是，令本來幾乎無出售限期的樓花市場有了時限底線，預示着樓市辣招式的行政管理開始了，之後還有機會繼續出招，筆者相信政府是有準備空置稅被架空後的Plan B的，現在可以說是「發展商奇貨可居的時代已過去」。根據運房局2018年二季度的報告，現已興建好或興建中而未買的單位約有7.6萬個。即是說，短期內的樓花供應已過多，樓花市場應該是會受到影響才對。

這還只是基本的供求邏輯，另有一些市場是不受樓花供應增加影響的，就是二手市場的個別板塊，筆者指的是居屋市場，以及500萬、600萬以下私樓。這類板塊並沒有面對供應量大增影響。

空置稅的第二個功效就是令市場可重整旗鼓，即是好像按電腦RESET制一樣，令它重新根據它的基本條件再從頭運作。

支持造地才有出路

市場的基礎根本沒有變：資金多、供應少、需求大。市場大量剛需在等樓價跌而不去買樓很令人心寒，筆者心寒不是因爲怕樓價下跌，而是因爲有關剛需雖然暫時離開市場，卻會隱藏在民間。每一次樓市靜市的時候也有人沾沾自喜，甚至幸災樂禍，其實需求是可怕地隱藏起來。舉例子，香港劏房有9.27萬個，單位劏細了的租金比很多豪宅還要高。你認爲對樓價是否一個鞏固作用？香港多年荒廢資助房屋，令公屋的轉流率急跌到只1%，每年起碼減少了2%左右的轉流率，大概有萬多人是應該搬出公屋但是沒有搬出的，公屋已成房策上的堰塞湖，已失去流轉分配房屋給草根的功能了。而不少等待樓價下跌的剛性需求去了租樓，令到租金鞏固及上升。

在低息環境之下，就產生了「租金紅利」，即是說供樓息口的付出遠低於租金，買樓收租成爲了財息兼收的生意，這個租金的紅利，如果你租樓，「租金紅利」就奉獻給你的業主，如果你買樓自住就奉獻給回你自己了。因爲「租金紅利」的存在，就算你不買樓，其實你也在支持着樓市和樓價。愈多人「等」樓價跌，可能就等於越多人增加「租金紅利」了。

原來不買樓都可能是在支持着高樓價，那大家是否應該好好地想一想，我們不斷循環在等，然後樓價又不斷上升，眞正要解決的問題就是受害者要支持政府全力造地，只有大量增加供應，才可以令下一代安居樂業。