

# 全球放水預期升溫 市場資金棄股追金



▲2018年底以來，美股下跌幅度明顯增大，新興市場則罕見地體現出一定穩健性



遠見卓識

近期全球避險情緒大幅上升，市場對放水的預期急劇升溫。近期全球風險資產大幅下跌，而日圓、美國國債等避險資產大幅上升，市場對發達經濟體央行放水的預期急劇升溫。從聯邦基金利率期貨來看，市場對年內聯儲降息的次數預期甚至超過一次。

興業證券首席經濟學家 王涵

過去幾年全球央行「放水」是風險資產的「金髮女郎期」（Goldilocks），黃金表現弱。全球金融危機之後，全球央行的寬鬆從未停止，直至2018年聯儲真正開始縮表，G4央行資產／GDP才開始回落。但在2012年之後，儘管我們看到全球央行資產仍在擴張，但黃金始終跑輸其他資產。為何出現這種背離？

## 美國經濟風險隱現

核心邏輯在於，在2012年之後，即跨過歐債危機的「坎」之後，市場對於全球性系統性風險的擔憂已明顯下降。對於全球風險資產而言，進入一段延續較長時間的「金髮女郎期」，即經濟從底部開始企穩，但經濟的復甦勢頭又不足夠強勁，疊加通脹始終未見起色，全球央行得以維持較長時間的寬鬆。與此同時，美國相對其他經濟體復甦更快，也推升了美元。市場資金追逐美元資產，尤其是美股是在全球央行寬鬆環境中受益最為明顯的資產之一。

但最近黃金漲、股票跌，暗示事情正在起變化，市場對經濟的擔憂開始「回傳」美國。2018年以來，全球風險資產的波動頻次明顯上升，至今已出現三次大幅度的調整（2018年一季度、2018年四季度、2019年5月至今）。值得注意的是，在過去兩輪下跌中，市場的邏輯

在發生變化。過去在全球股市下跌的過程中，新興市場跌幅往往大於美股。但自2018年底以來，我們看到美股的下跌幅度明顯更大，而新興市場則罕見地體現出一定的穩健性，無論是從股市來看，還是匯率市場來看，均是如此。這意味着無論從基本面、資產價格估值，還是從地緣政治角度來看，市場擔憂的主體開始逐步轉向美國。

而從基本面的演變來看，全球經濟疲弱的確在向美國傳導。自2018年以來本輪全球基本面的復甦開始出現一些變化，首先是2018年初歐洲經濟開始出現明顯的見頂信號，隨後2018年四季度開始全球貿易開始急劇萎縮。全球經濟的疲弱首先衝擊的是企業部門。至今，我們看到歐洲以及出口導向型經濟體的下滑仍在持續，德國製造業的新訂單仍未見起色，而庫存處於高位，而日本、韓國的出口增速仍在負值區間。

但近期，我們看到全球經濟疲弱開始向美國傳導。美國工業產出出現連續幾個月的下滑，上兩次出現這種情況分別是2008年全球金融危機和2015年油價暴跌。整體來看，美國企業部門盈利增速自2018年三季度已見頂基本確認。

而且，企業部門的疲弱似乎有向居民部門傳導的跡象。企業部門的盈利增速下滑，似乎已開始影響到其招工。美

國製造業就業增速降至2017年以來的低點，而這似乎並非是勞動力供給的問題，招工率出現自2015年以來首次下滑。類似地，德國失業率也在近期出現連續兩個月的反彈，而這背後對應的是招工情況出現自歐債危機以來首次惡化。

在這種情況下，儘管發達經濟體央行可能再次寬鬆，但在此前市場預期的「最安全」的美國經濟出現越來越多疲弱信號的背景下，市場開始擔憂美國經濟的系統性風險，這使得本輪寬鬆預期中，股市不再受到追捧。

## 寬鬆政策已顯疲態

更重要的是，發達經濟體放水的背景在發生變化。在上述背景下，市場再次預期央行放水無可厚非，畢竟在全球金融危機之後，「經濟弱——央行寬鬆」已成為固定的模式。但正如筆者在2019年海外宏觀年報《山雨欲來》中所闡釋的，過去幾輪不斷重複的央行寬鬆之後，市場對於放水能起到的正面作用的期待已降至非常低的水平，而央行的寬鬆則更像是三大因素綁架而使得其欲罷不能：

首先，資產價格高估值，這一點毋須贅述；

其次，為財政政策融資：經濟疲弱背景下，財政政策被迫承擔更大作用，今年德國財政也開始寬鬆，即是一個信號。但與此同時，我們看到全球主要經濟體的政府債務率已在當前這個和平年代達到了接近一戰、二戰戰時的水平。要為財政寬鬆創造空間，必然要求央行維繫低利率水平；

再次，私人部門高債務：在過去幾輪放水之後，全球私人部門的債務率已達到較高水平，筆者在此前的報告中已多次闡述過，美國企業部門的債務問題。而在盈利下滑的過程中，要延後債務危機的爆發，也要求央行維繫低利率。

在此背景下，比特幣、黃金的輪番上漲體現的是對當前貨幣體系的擔憂。如前所述，在被資產價格估值、財政政策、債務問題綁架的背景下，發達經濟體再次選擇寬鬆或是大概率事件。但在過去一輪又一輪的寬鬆過程中，市場對其是否能產生持續的正面作用的質疑已明顯上升。更重要地是，央行不斷寬鬆則意味着其幣值實質上的貶值，只是在全球央行同步寬鬆的背景下，其無法體現為某一種貨幣的貶值。但全球貨幣體系的穩健性實際上在這個過程中是下降的，而市場對比特幣、黃金的追逐已不僅僅是單純的避險邏輯，實際上反映的是市場對當前發達經濟體貨幣體系權威性的擔憂。

## 比特幣為何捲土重來？

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實



實話世經

相信和懷疑，其實是同一枚硬幣的兩面。建立在虛幻之上的熱捧，往往是市場猜疑情緒無處宣洩時的堆積所致。最近數月，比特幣的堆積所致。最近數月，比特幣的經歷了2018年的慘淡行情之後，2019年前五個月，比特幣一度升破9000美元關口，累積漲幅曾超過140%，僅5月單月漲幅就曾接近70%。同期，作為第二大虛擬貨幣，以太幣的累積漲幅也一度高達110%。筆者認為，此番暴跌後的逆襲，與比特幣自身的進化似乎並無太大關聯。因此，對於逆襲狂曲而言，真正重要的並不是比特幣自身發出的時代強音，而是比特幣逆襲背後的趨勢音符。

**第一，比特幣逆襲的背後，是黃金失色。**經過2018年無以解釋的暴跌，黃金已經變成了真正意義上的「野蠻遺跡」，其避險功能大幅衰退，重回國際貨幣體系的星點可能性也已完全消失。如此背景下，2019年，黃金的走勢完全呈現出隨機波動的大宗商品特質，明顯偏離了避險資產的固有軌跡。尤其是今年4至5月，雖然全球貿易博弈加劇，歐洲民粹勢力崛起，黃金也再沒有顯示出可置信的強勢。黃金失色帶來了傳統避險模式的終結，並激勵越來越多的投資者將比特幣視作投資和投機的可選標的。

**第二，比特幣逆襲的背後，是沽出美債。**除了黃金，最被避險需求看重的傳統資產，就是美國國債。美國國債市場具有足夠的體量，足以容納各國外匯儲備管理者這種巨型「機構投資者」的投資需求，同時美國國債具有很好的流動性，安全性和一定的盈利性，因此深受海外投資者青睞。但特朗普上台以來，美國日益惡化的政策不確定性，以及2019年漸顯疲態的經濟走勢，讓市場意識到，即便美國國債短期違約風險並不大，但美國財政和債務問題的常態化已經使得投資美債在長期中變得危險和難以控制。因此，削弱對美國國債的依賴是海外投資者趨利避害的需要。事實上，沽出美國已然悄悄進行。2018年3月至2019年3月，海外央行有十一個月在減持美國國債，累積減持規模

高達2650億美元，創歷史新高。美債吸引力的下降，也導致國際資本將一部分注意移向比特幣，推動了今年4至5月的比特幣逆襲。

## 加強貨幣內在約束

**第三，比特幣逆襲的背後，是信用無依。**市場對比特幣的追捧，表面上看是對新一代貨幣形式的前瞻推崇，實際上卻是對信用體系和國際貨幣體系發展出現階段性斷崖的現實恐懼。2008年以來，危機演化將信用模式逐級擊垮，次貸危機作為流動性危機摧毀了金融機構的微觀信用，政府救助則用宏觀主權信用填補微觀信用的空洞，隨後主權債務危機又摧毀了政府主權的宏觀信用，全球貨幣政策又用貨幣信用去做支撐，結果，貨幣信用難以為繼，QE（量化寬鬆）長期化，貨幣發行失控，貨幣戰氣氛濃烈，貨幣信用面臨坍塌窘境。在連續崩潰、連續補缺之後，信用鏈條的斷裂已到貨幣信用這最後一環，後續無依。因此，貨幣信用的缺失，崩塌和涅槃將是一個長期過程。在這一過程裏，時代雖然尚未進化到虛擬貨幣時代，但比特幣在信用無依的背景下被視作新的希望，這種超越時代的過高期望本身不過是虛幻的望梅止渴和無益的拔苗助長。

從本質來看，比特幣不具有貨幣的本質屬性。比特幣被熱炒，只是人們對黃金、美債、紙幣等傳統資產失望的一種另類表現。

信用貨幣體系的確需要加強貨幣節操和內在約束，但由此對比特幣的貨幣進化寄予厚望，未免有些不切實際。雖然比特幣自誕生以來，其發行的非主權特徵和內在的自我約束性就令人神迷，但嚴格意義上說，比特幣當前並不具備取代信用貨幣的條件，而且從近年來比特幣反覆暴漲暴跌的走勢看，其一系列內生弊端所帶來的不穩定性甚至已經成為國際金融體系裏十分重要的新風險。

比特幣突然出現和快速崛起的真正意義，並不是取代美元，更不是大賺美元，而是讓人們在危機混亂中看清國際貨幣體系改革的方向：加強貨幣發行的內在約束，削弱霸權貨幣的體系影響，尊重微觀群體的貨幣權力，滿足信息時代的貨幣需求，體現平多元的貨幣精神。也正是因為如此，即便現在比特幣泡沫快速消退，比特幣帶來的時代寓意和思想啓迪也不會隨之消亡。

## 居屋又大抽獎 私樓選擇反增

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

房委會公布新一期居屋及「白居二」計劃，出售六個新建居屋發展項目，合共4871個單位。筆者預計參與幸運大抽獎的家庭逾30萬戶，超額認購會破紀錄。私人住宅購買力一定被分薄，但私樓買家亦因競爭者減少，反而有更多樓盤可供買家選擇，不失為美事。

今期所出售的六個新建居屋項目，包括何文田冠德苑、長沙灣凱德苑、葵涌文苑、將軍澳雍明苑、馬鞍山錦暉苑及沙田旭禾苑，總共4871個單位，以市價五九折發售，折後呎價介乎6900至8500多元，最低入場費156萬元，綠白表比例「五五比」。

新一期六個居屋項目及「白居二」5月30日開始接受申請，6月12日截止。房委會已開始派申請表，申請人除可以文本形式遞交申請外，亦可使用電子申請服務。白表申請者可使用同一份申請表，選擇申請「居屋2019」或「白居二2019」，或同時選擇申請兩者。

根據過去經驗，申請居屋如同幸運大抽獎，由於屬於政府派發的住屋福利，合資格申請者必然踴躍參與，特別是在樓市比較興旺時期會最受歡迎。加上目前申請公屋輪候時間長達5.5年，私樓樓價及租金亦不菲，合資格申請居屋者必熱烈

期待新居屋出籠。

## 私樓銷情必受影響

早前推出的新居屋，約達30萬戶申請，錄得爆標式超額認購倍數。儘管現在中國與美國由貿易戰鬥到科技戰，中國內地、美國及中國香港經濟前景都不大明朗，但有瓦遮頭是港人生活基本需求，加上居屋樓價有折扣，申請者自然蜂擁而至。筆者估計超過30萬個家庭申請機會甚高。

大量購買力被新居屋吸走，必然影響到私樓銷情。但事物總有兩面，私樓買家減少，仍然鍾情購買私樓的買家無形中多了很多選擇，競爭性大大降低，幾個買家同時爭購同一單位的場面少了，加價追入的壓力亦下降，買家所付出的溢價收窄，減少了入市成本，這對私樓買家肯定是重要的。



▲新一期居屋發售，部分私樓購買力被吸走

## 全球大類資產普跌 比特幣獨好

全球大類資產漲跌幅，美元計，%，2019年5月

