



▲美國面對日益分化的社會問題與貧富差距，貨幣持續寬鬆只會進一步加劇上述社會問題，也給未來美國社會穩定性帶來挑戰

各國政策空間有多大？

新冠疫情帶來的衝擊仍在延續，且疫情仍在全球各大洲蔓延擴散。截至3月29日，全球已有200多個國家和地區出現確診病例，且全球累計病例接近70萬。除了中國疫情趨穩定之外，只有韓國確診病例有所降低，其他經濟體的疫情尚不容樂觀。

【財金多面看】 平安證券

進入3月以來，全球各經濟體均開啟了與疫情對抗的模式，通過各項政策的出台與執行來阻礙疫情的持續蔓延，以及其對經濟和金融市場的衝擊。按照政策領域不同可以分為抗疫政策、財政政策與貨幣政策。本文將從這三個方面梳理主要經濟體已經出台的政策，並對未來的政策空間做出展望。

儘管在2月底之前，各國的防疫政策主要還是針對限制與華的旅行，但進入3月之後，各國疫情趨於嚴峻，各國的防疫政策開始轉為更為嚴厲的措施，包括但不限於：封鎖邊境、實施更大力度的檢測、加大口罩與洗手液等防護工具的購買、增加呼吸機等醫療設備的購買、禁止聚集、實施隔離、建設方艙醫院等。

協同抗疫 G20啟動5萬億

北京時間2020年3月26日，G20舉行線上視頻會議，並在會後發布聯合聲明。聲明發出了20國集團成員團結一致應對疫情挑戰、維護世界經濟穩定的積極信號，並啟動了5萬億美元規模的經濟計劃。G20特別峰會取得了重要成果：一是各方承諾及時分享資訊，保障醫療物資供應，採取一切必要措施共同抗擊疫情，維護全球公共衛生安全；二是各方同意為發展中國家特別是最不發達國家抗疫提供支持和幫助，同時完善全球公共衛生體系，為應對未來傳染病疫情做好準備；三是各方承諾維護全球經濟金融穩定，提振市場信心，保障就業民生，減少疫情對全球貿易和供應鏈的衝擊。在全球協同抗疫的情況下，人類抗擊疫情的勝率較之前的各自作戰將顯著提升。

展望未來，歐盟新增病例拐點有望在4月出現。3月26日晚，G20開啟了5萬億美元的經濟計劃，各國相應均啟動了擴張的財政政策來支持疫情之下的經濟。各國普遍將財政政策分為四大部門——衛生設施支出、居民支持政策、企業支持政策與信貸支持政策，其中衛生設施支出主要用於加強醫療保障系統、加大醫療保險支出、增加醫療設備購置、增加檢測能力、加速疫苗研發、擴大醫院容量等；居民支持政策主要有對低收入、失業人員的生活補助，增加對兒童、老年人的補助與個人所得稅推遲繳納等；企業支持政策主要體現在稅收減免與推遲、延遲水電等公用事業費用與商舖租金的繳納等；信貸支持政策則是用於為企業、居民部門提供信貸流動性支持的，以防疫情下收入銳減帶來的企業或居民部門債務違約風險；另外，還有不少經濟體在對防疫物資等商品進口減免了關稅

。儘管財政刺激力度很強，但由於疫情仍在加速蔓延，目前執行的財政政策仍有可能隨着疫情趨嚴而加碼。值得注意的是，南歐、部分新興經濟體財政狀況就較脆弱，主權債務危機風險存在。

美聯儲3月份已接連出台重磅政策，首先在3月3日緊急降息半厘；又在3月15日大幅降息一厘，還宣布了無限QE；在3月17至18日先後重啟了應對2008年金融危機的工具箱——建立商業票據借貸便利（CPFF）、一級交易商借貸便利（PDCF）和貨幣市場共同基金流動性便利（MMLF）。在發現上述手段仍無法有效緩解市場「危機模式」下流動性緊張的問題之後，在3月23日晚間宣布了「絕招」—— unlimited 買入美債和MBS，本周開始每天買入750億美元國債和500億美元MBS。此外美聯儲還新設了應對企業流動性緊張的三個工具。流動性緊張程度得到了顯著緩和，制約市場近半個月的「危機模式」得到了緩解。另外，全球多國央行開始協調加強美元的流動性，通過長期的美元流動性互換額度安排來加強全球美元流動性。這顯著緩和了國際市場美元流動性的緊張程度。

從美聯儲政策空間看，當前常規操作幾乎已到極限。若經濟面臨新的下行風險，美聯儲在加大QE力度的同時，也有以下兩種選擇：負利率、股票ETF與高收益企業債等資產購買。考慮到負利率下銀行體系利潤將受到嚴重侵蝕，且會對拆借市場帶來流動性衝擊，所以負利率不在萬不得已的情況下很難實施；但是一旦「市場綁架負利率預期」等類似萬不得已的境況到來的話，那麼美聯儲可能也會考慮「負利率」政策的可能性。而《聯邦儲備銀行法》規定美聯儲不得採取股票ETF與垃圾債等資產購買等行為，這就導致美聯儲在進行上述資產購買之前，需要得到國會兩院的立法支持。在當前美國大選兩黨博弈升級的背景下，這將很難做到。

另外值得警惕的是，美聯儲寬鬆力度的接連加碼雖然顯著緩和了市場中短期的流動性危機，但放到中長期看，不斷釋放流動性可能帶來非常嚴重的問題。首先，在近期大量流動性釋放之後，隨着疫情拐點的到來，通脹勢必顯著回升，屆時美聯儲將面臨回收流動性的挑戰，這也會給市場帶來顯著波動；其

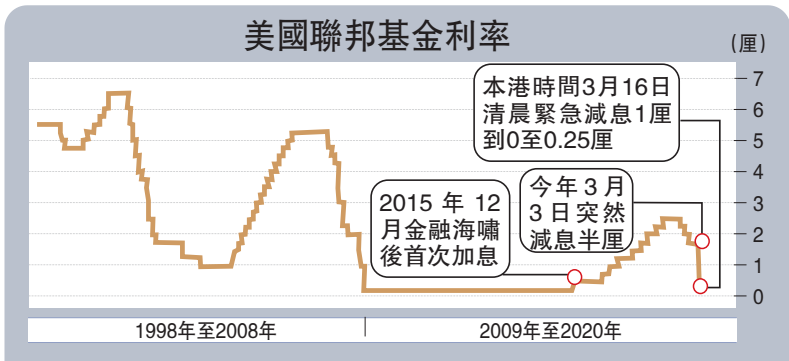
次，對於美國日益分化的社會問題與貧富差距，貨幣持續寬鬆只會進一步加劇上述社會問題，這也給未來美國社會穩定性帶來了挑戰；再次，對於大多新興經濟體而言，貨幣政策面臨兩難困境——如果跟隨美聯儲大幅降息，就可能面臨資本大幅流出的潛在風險；若維持利率不變或僅僅小幅降息，就可能導致未來一段時間資金套利以及匯率市場的顯著波動，甚至還會衝擊到貿易領域。

資產配置應迴避高槓桿

3月的國際金融市場發生了多次快速的模式切換。3月11日，全球金融市場從此前的「避險模式」切換為「危機模式」，避險資產與風險資產齊跌，僅有流動性最好的美元指數獲得上行；伴隨着美聯儲無上限QE等一系列寬鬆政策的出台，3月20日全球金融市場的流動性緊張程度緩和，「危機模式」逐漸解除，金融市場重新回到了「正常模式」，風險資產與避險資產均有所反彈。需要注意的是，3月27日，全球金融市場受歐美疫情加速蔓延的衝擊，有再次從「正常模式」切換至「避險模式」的跡象，顯示為全球股市與工業類商品齊跌，而貴金屬價格高企，利率債收益率低位震盪。

有兩個問題值得重點關注：當下全球金融市場的「避險模式」會持續多久才能回到「正常模式」？是否可能再次落入「危機模式」？

我們認為，關鍵以下兩個因素：第一，歐美新增確診病例數的拐點何時出現；第二，美國企業債務、歐洲（主要是南歐）諸國主權債務、新興市場國家主權債務這三大隱患會否爆發違約。如果歐美新增確診病例數在1至2周左右出現拐點，那麼金融市場有望在4月中旬吸收疫情對經濟衝擊的利空後逐漸回到「正常模式」，否則還將繼續處於「避險模式」中，直至新增確診病例數的拐點得到確認。如果美國企業債務、南歐主權債務、新興市場主權債務發生違約，可能導致市場落入「危機模式」。考慮到G20會議各國達成了協同抗疫的共識，且歐美及其他經濟體均加強了疫情防控制，全球疫情還是在4月出現拐點的。在當前背景下，資產配置策略應秉承「迴避高槓桿，追逐低估值+流動性」的策略。



「N號房」事件與虛幣監管



鍾能講堂
付饒

香港國際新經濟研究院
高級研究員

據韓國媒體Decenter報道，多家韓國加密貨幣交易所收到了警方的通知，要求其對「N號房」一案協助調查。一些交易所表示其正識別相關用戶名單並承諾積極協助警方調查。據悉，犯罪嫌疑人在社交媒體Telegram上運營多個稱為「N號房」的私密聊天頻道，將被威脅的女性作為性奴役對象，在房間內非法拍攝性視頻和照片，同時收取加密貨幣作為房間入場費。據韓國媒體報道，「N號房」的付費標準分別為20萬、60萬、150萬韓幣圓（相當於1149元、3448元、8620元人民幣），大都使用比特幣交易。韓國警方掌握線索的受害女性多達74人，其中16位是未成年，年齡最小的一位是年僅11歲的小學生。更令人氣憤的是，人性的集體泯滅。「N號房」事件從2018年下半年一直持續到2020年3月，付費用戶高達26萬人。韓國用戶使用較多的交易所都表態，願意積極配合協助調查。

政府對數字貨幣的監管是世界各地的立法者、監管機構以及司法審判者共同面臨的艱巨挑戰。他們必須監管無法預料的事情，一方面他們必須避免對最糟糕的情況，比如人口販賣、違禁藥品交易、軍火走私、兒童色情、恐怖主義、逃稅等等做出過度的反應，因而阻滯了這項技術的創新活動，另一方面，他們必須避免曲解尚未獲得證明的新應用，例如以區塊鏈技術為基礎的身份識別管理平台，因而限制公民自由。必須用穩定的方法來處理監管、立法以及國際條約的協商談判，以消除管制的的不確定性，讓投資者能繼續支持這技術的發展。

比特幣問世的早期，反對者往往譴責它是一種被拿來洗錢或者購買非法商品的工具，批評者說，由於這是一個分布式，點對點的技術，犯罪者將會利用它。以銷售毒品為主營業務的黑市購物網站絲綢之路在2013年10月的高峰期，有13756項產品以比特幣定價，它用郵寄的方式遞送商品，並提供指南，教你如何避開監管機構檢查。美國聯邦調查局查封關閉這個網站時

比特幣的價格大跌，外界把數字貨幣和犯罪畫上等號，這是比特幣的至暗時刻。

一些政府已經禁止使用比特幣或者禁止國有銀行來交易它。在中國，持有比特幣並不是非法的，但是大家都知道使用人民幣公開購買比特幣不合法。中國還是准許專業挖礦群體的發展。事實上，中國的礦池已經具有相當的影響力。除了中國以外，也有一些其他的管轄機構對比特幣做出狹隘的定義，比如美國國稅局把比特幣視為一種資產，對其增值部分課稅。

筆者認為，技術本身沒有善惡，只是落到了作惡人的手裏。這是非常可怕的事情，但是我們不能因此而怪罪這個程序，或者是分享的文化問題，未必在於我們拿着這個程序來做什麼，可能出在我們并不了解，我們應該拿它來做什麼。

比特幣或者區塊鏈技術並沒有任何獨特之處，使得它比其他技術更有助於犯罪者。反而，監管機構相信數字貨幣可以幫助執法，例如可以提供可疑活動的記錄，甚至可以幫助探尋從金融服務到物聯網等平臺上的許多網絡犯罪。

首先，縱使是犯罪者也必須在區塊鏈上公布他們所有的比特幣交易，因此執法機構追蹤以比特幣支付的交易筆追蹤比現金執行的交易更加容易。截至目前，現金仍然是罪犯使用的主流支付媒介。

其次，美國每次發生死傷慘重的槍殺案後，美國步槍協會會員總是辯解，美國的槍械暴力問題不能怪罪於槍械本身。同理，如果因為一些人利用區塊鏈技術來犯罪而怪罪或者禁止區塊鏈技術，那也將非常可笑。某個人搶劫一家銀行時，我們不會把搶劫案怪罪到那些擺放在金庫裏面的錢的頭上，犯罪者使用比特幣這個事實更加凸顯的是比特幣欠缺堅實的管理支持以及教育，而非比特幣本身的原因。

平衡隱私保護與合理運用身份

筆者認為，區塊鏈的背景下，身份這項議題非常重要。我們應該思考如何在區塊鏈上建立身份。一方面，如果我們把身份轉移到觀點非常僵化、不容改變的數字世界，那麼在隱私保護與合理運用身份信息之間，我們一定要找到一個平衡點。日前中國通過的《金融分布式帳本技術安全規範》給我們提供了可供參考的政策文本。

宜選擇性減辣 增樓市交投



樓語縱橫
陳坤興

Q房網香港董事總經理

新冠肺炎疫情持續嚴峻，其中以酒店、旅遊、飲食、零售等業界成為重災區，事實上隨着疫情擴散，對各行各業亦已帶來不同程度的損失，正如筆者上星期的分析，疫情對樓市帶來的種種副作用亦正逐步浮現，整體樓市一、二手交投顯著回落，隨着疫情持續，相信目前樓市寒冬仍要持續一段時間。

近月樓市交投持續處於低溫狀態，按土地註冊處的註冊量計算，連同本月數字來看，自去年12月開始，整體二手註冊量已經連續4個月處於2000多宗的水平，截至本月27日為止，今年首季累計二手註冊量只有約8000宗，較去年第四季減少約14%，更較去年第二季的14400宗急降44%。

翻查過去10年的紀錄，只有2015年第四季、2016年第一季以至2018年的第四季，二手註冊量按季曾經跌破8000宗的水平，雖然以按季的二手註冊量來計算，本季並非近10年二手交投最淡靜的一季。但因應疫情的持續，本港經濟仍未擺脫衰退，加上失業率仍然在

上升，未來失業率或會升至4%至5%的10年新高，因此相信未來一段時間，整體樓市交投仍會維持淡靜。再者假若未來幾季，整體二手註冊量仍維持8000至10000宗的水平，今年全年二手成交量勢必跌破4萬宗的歷史低位。

面對環球經濟衰退的危機，各國政府亦正採取一系列的措施，來應對疫情對經濟以至樓市的衝擊，近日便有海外媒體報道新加坡正考慮放寬一些管控樓市的政策，有分析認為新加坡政府正考慮選擇性「減辣」，以免樓市受到衝擊。

面對目前疫情下淡靜的樓市，現階段港府亦應該考慮選擇性「減辣」，以增加樓市流通量，其中可以考慮包括縮短目前額外印花稅（SSD）的徵稅期，例如由目前三年回復至原先的兩年，甚或考慮減低買家印花稅（BSD）的稅率，事實上按稅務局提供最新資料，以上月需要徵收辣招稅項的成交，無論是額外印花稅、買家印花稅以至新從價印花稅，宗數均是稅項實施以來的單月新低。

數字反映，即使現階段減辣，相信亦未會對樓市帶來太大的影響，再者在疫情持續下，減辣亦未必可以令樓價由跌轉升，自2010年11月本地實施首項樓市辣招以來，基本上一直只加不減，現階段確實需要考慮選擇性「減辣」。