



▲中國率先控制疫情並進入快速復甦，貨幣政策亦率先進入動態調整階段，人民銀行通過邊際收緊流動性和對房地產部門融資條件，以尋求在多目標之間實現更好平衡

疫下貨幣政策面對五大挑戰

隨着疫情衝擊最嚴重的時刻已經過去，全球主要國家迎來經濟重啟和需求恢復階段，貨幣政策進入後疫情時期。貨幣政策在後疫情時期的動態調整中，面臨復甦路徑不確定、經濟結構性差異、結構改革缺位、全球政策不同步，以及債務和結構性通脹的五大挑戰。

江南曉望
葉丙南 張婉

一、復甦路徑不確定

從歷史經驗來看，每次重大衝擊後的經濟復甦路徑均非線性，經濟觸底後進入快速反彈，在較低基數和超級寬鬆作用下逐漸形成一個「復甦懸崖」，而後隨着需求短期透支和政策無法持續寬鬆或有所收緊，經濟擴張勢頭遞減，出現一個幅度更小的「二次探底」過程。著名金融投資家索羅斯曾在2009年美股觸底時提出一個論斷，美國經濟在危機後復甦過程看起來會像「倒平方根符號」，即經濟在觸底後進入一輪反彈，而後會再度減速，最終進入一個低於原來潛在增速的增長期。

疫情演進相比金融危機更加難以預測，對經濟體系的影響也更加複雜，這意味着更大的不確定性。目前全球經濟已經展開修復，但疫情何時結束、秋冬是否會二次暴發仍難以確定，未來經濟復甦路徑高度不確定。疫情不僅抑制私人部門需求，也降低生產要素流動，對於中期中內潛在增速的影響難以估計。

由於疫後復甦路徑的高度不確定性，貨幣政策不得不高度相機抉擇，雖然獲得政策操作靈活性，卻失去了市場預期穩定之錨。

由於經濟不確定性，中國今年不再設定具體GDP增長目標，貨幣政策保持高度靈活性，政策鬆緊適度區間的界定與市場對貨幣政策演進路徑的預期均見仁見智。面對經濟的高度經濟不確定性，美聯儲將通脹目標轉向平均通脹率，放棄給出長期中性失業率估計值並將其作為就業目標的做法，改為關注廣泛包容性就業目標（broad-based and inclusive goal）。但美聯儲沒有明確平均通脹率的計算周期，也未說明廣泛包容性就業目標具體包括哪些指標。

貨幣政策路徑難以預期，既影響前瞻性預期在貨幣政策傳導中的作用，也對金融市場穩定構成了一種風險。這是貨幣政策在後疫情時期面臨的第一個重要挑戰。

二、經濟結構性差異

疫情對各部門衝擊和疫後各部門恢復都存在結構性差異，但貨幣政策作為管理需求的總量政策，在結構調整方面只能發揮輔助作用，如何讓融資供給更多地流向最需要救助的部門是貨幣政策面臨的第二個巨大挑戰。

在信用體系中，政府部門信用最高，國有企業信用包含政府股東隱性擔保，大型企業信用包含大而不能倒的政府救助預期，其他部門

信用則高度依賴房地產等高等級抵押資產，中小私企和低收入家庭由於缺少政府隱性擔保和高等級抵押資產，是金融市場信用擴張中的邊緣部門。在信用擴張過程中，高信用部門較能受益；在信用收縮過程中，低信用部門即邊緣部門較易受損。

疫情衝擊加劇經濟體系中邊緣部門的信用風險，金融市場避險情緒上升可能導致對邊緣部門廣義信貸供給相對減少。中央銀行公開市場操作和下調準備金率可以增加金融體系和貨幣市場的流動性供給，但無法完全決定金融機構和金融市場對實體部門的融資流向。

三、結構改革缺位

疫情加劇了經濟體系中的結構性問題，進一步放大馬太效應，激化貧富差距等社會矛盾。美國一些學者提出疫後經濟K型復甦理論，即經濟中佔優部門包括科技巨頭、龍頭企業和富有階層將進入上升趨勢，經濟中不佔優部門包括實體小店、中小企業和貧窮階層則進入下降趨勢。

解決結構性問題，需要結構改革和社會政策，但疫情加劇了不同階層的矛盾對立，結構改革和社會政策因難以取得共識而遲遲不能到位，貨幣政策被迫處於應對結構性問題和社會危機的前沿。

美聯儲轉向平均通脹率目標和廣泛包容性就業目標，也是社會政策缺位下的一種探索。由於低收入群體就業和收入改善在經濟復甦周期中相對滯後，以平均通脹率和廣泛包容性就業為目標，將容忍通脹率在一段時期內超過原來目標，即容忍就業市場過熱持續一段時期，這對低收入群體的就業和收入增長有利。

但貨幣寬鬆持續時間過長將推升資產價格，可能使富有階層更加受益，反而激化貧富差距問題。同時，貨幣政策被賦予更多社會政策的職能，可能削弱美聯儲政治中立形象和抗擊通脹公信力。因此，貨幣政策可以輔助結構改革和社會政策，但並不能替代結構改革和社會政策應該發揮的作用。

四、全球政策不同步

由於各國疫情不同步和經濟復甦進程存在較大差異，全球貨幣政策難以統一協調，這可能部分抵銷本國貨幣政策效應，並引發資本流動和匯率波動風險。

發達國家實施零利率甚至負利率的超級寬鬆政策，對新興市場產生明顯溢出作用。當下國際資本可能流入收益率更高、資產質量相對較好的部分新興市場，增加新興市場融資擴張、資產價格膨脹和貨幣被動升值壓力，推升新興市場金融

風險。未來發達國家超級寬鬆政策一旦減弱或退出，又會引發國際資本大量流出新興市場，導致融資收縮、資產價格調整和貨幣被動貶值，造成金融市場動盪。

中國率先控制疫情並進入快速復甦，貨幣政策亦率先進入動態調整階段，人民銀行通過邊際收緊流動性和對房地產部門融資條件，以尋求在多目標之間實現更好平衡。由於美國貨幣政策仍處於超級寬鬆狀態，中美利差擴大將吸引資本流入，引發匯率升值，影響貿易部門復甦，推升資產價格；未來美聯儲一旦調整貨幣政策，又可能導致資本流出，引發匯率貶值，影響金融市場信心。

五、宏觀槓桿、資產泡沫與結構性通脹

疫情導致實體經濟活動大幅萎縮，全球央行創造出巨額貨幣，各國為應對疫情衝擊實施的寬鬆政策規模已達20萬億美元，但實體經濟活動短期難以完全恢復，大量流動性引發資產價格上揚，並推升宏觀槓桿率，增加結構性通脹壓力。貨幣政策在支持實體經濟修復過程中，必須對宏觀槓桿、資產泡沫和結構性通脹風險保持警惕。

全球宏觀槓桿率大幅攀升。2020年末中國實體部門債務/GDP比可能達到276%，創歷史新高，相比2019年末水平上升17.5個百分點，達到2014至2015年上升幅度，僅次於2008至2009年上升幅度；2020年末美國和歐元區的實體部門債務/GDP比將超過中國水平，分別達到301%和290%，相比2019年末水平分別上升50.6和40個百分點；2020年末日本的實體部門債務/GDP比將達到417.5%，相比2019年末上升50.3個百分點。

資產泡沫風險上升。美股經歷一輪急劇下跌後，在超級貨幣寬鬆刺激下快速收復失地，並創下歷史新高，美國財政對個人救助資金大量流向股票市場，推升資產價格泡沫。中國部分城市房地產價格率先加速上漲，引發房地產政策收緊。

結構性通脹風險隱現。弗里德曼說過，通貨膨脹無論何時何地都是一種貨幣現象。但貨幣寬鬆對各個部門價格的影響既不平衡，也不同步，需求穩定而供給受限的商品和服務如食品、醫療、教育等率先迎來價格上漲，但需求受壓而供給彈性較大的商品和服務，如耐用消費品和資本品等，將面臨短期通縮壓力，價格恢復仍需要一段時間。

（作者葉丙南為中銀國際執行董事，張婉為中銀國際經理）
本文僅為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾

從中石油看今天的中芯



廟堂江湖
沈凌

德國波恩大學經濟學博士

兩個月前，中芯國際上市，筆者有幸再次見證股價高開，而再次作為新股中籤者，亦賺得心滿意足。也許有人疑惑，為什麼筆者用了一個「再」字，因為十三年前，2007年11月，A股市場上也出現過一個標誌性的股票上市，和中芯國際非常類似，那就是中國石油。而我如此幸運，當年也是新股中籤者，也同樣在開盤當天高位拋了，因此留下深刻印象。筆者也將這個經歷寫入了自己的股市反思錄《復盤》一書之中。

再回首，2007年的A股，是一個追求大公司和央企上市的市場。中國石油原來早就在港股市場流通，一直默默無聞。但到了2007年反身回到A股，以16.7元的價格發行，中籤率超過百分之一，上市當天高開三倍達到48.6元。而同時時間的香港市場上，儘管前期已經有巨大漲幅，中國石油還是僅僅在16港幣左右。就算忽略貨幣匯率的差異，也有三倍之巨。在中國石油上市的一瞬間，公司總市值接近9萬億元（人民幣，下同），成就了A股市場的最大公司美名。

作為一個參照系，當時貴州茅台的股價190元左右，總市值才1800億元，是中國石油的2%。2020年的今天，貴州茅台已經在屢次分紅送股後漲到1700元左右，總市值遠超2萬億元。而當年股王中石油呢？套住了眾多的股民，總市值也縮水到8000億元都不到。問君能有幾多愁，恰似滿倉中石油。中石油為代表的央企高價上市，然後一路下跌，使得A股市場十三年來還遠望6124高點而不得。

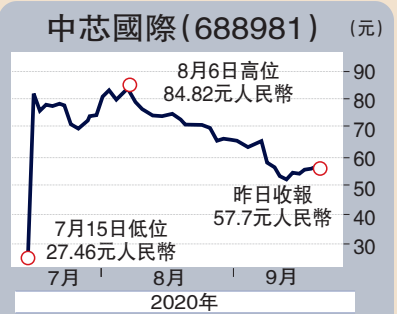
與中芯國際相比，中石油當然行業不同、內質不同、體量也不同。但在2020年的今天，國家希望

通過資本市場助力科技創新的邏輯，與當年希望通過資本市場助力國企轉型的邏輯似曾相識。而中芯國際也同樣已經在港股上市多年，更加令人詫異的是：中芯國際在A股上市的當天，與港股的價差同樣達到了三倍，與當年的中國石油居然一模一樣。對此股鑒不遠，股民們能夠得到一點啟示麼？

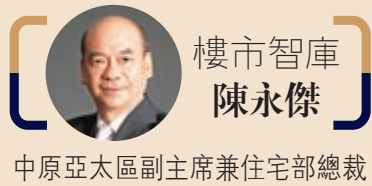
AH股價差終會抹平

不少人認為，A股與港股是兩個不同的市場，投資者風險偏好不同，價差長期存在，沒什麼可以思考的。但是以中石油為例，2007年的三倍價差並沒有因為兩個市場的差異而始終存在。四年以後也就是2011年開始，AH股價差基本持平（筆者為了計算簡單，忽略匯率，簡單以兩地股價對比，在2011年6月達到100%，又過了三年，在2014年8月探底到了70%）。要知道當年港股與A股的確是兩個互不聯通的市場，但是這樣的瘋狂價差還是在四年內基本抹平。

如今兩地之間已經有了港股通，A股的股民朋友如果對中芯國際的前景的確看好，完全可以通過港股通去買三分之一價格的港股，為什麼要在A股市場追高呢？的確，上市兩個月來，瘋狂的中芯國際已經基本腰斬。但是兩地的股價差並未縮小，還是維持在三倍左右。筆者相信，隨着時間的推移，在十三年後的今天，憑藉更加聯通的交易管道，中芯國際的價差會比當年的中國石油更加迅速地縮小，至少會向兩地AH股價的平均差異趨同。



住屋供應不足成為常態



樓市智庫
陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

港府常設會加快建屋速度，但多年來都是只聞樓梯響未見有人來。根據運房局資料，6月份私樓供應比3月份減少了3000伙或逾3%，再者新冠肺炎近月肆虐，港府官員全部或局部在家工作，影響了審批房屋建築工程，令供應量下降。疫情未消除，加速建屋是空談，新單位難以大幅增加，短缺是長期常態。

疫症今年首季在香港爆發之時，港府有不少部門員工都要在家工作，許多正常運作都要停擺，令建屋工程施工量受到很大影響。不久前，運房局公布，截至6月底止，未來三至四年一手私人住宅單位數量降至9.2萬個，比較3月底的9.5萬伙，減少3000伙。以三年計每年少了1000個單位，以四年計每年少了750個單位，形成買少見少局面。

上半年私人住宅累計落成量為1.1371萬伙，較去年同期約5734伙增加約98.3%，相當於今年全年

預測數字2.0854萬伙，約54.5%。以分區計，今年落成單位大部分集中在新界區，有9561伙，佔比約84.1%，至於港島及九龍區則分別錄1005及805伙，佔比約8.8%及7.1%。

公屋輪候延至五年半

但7月份新冠肺炎第三波疫情爆發，部分政府部門又要在家工作，令不少建屋程序審批又再停頓。影響到底有多大，要日後才知道。港府房屋建設工作一向都是追落後，無論是公營房屋抑或私樓供應都是遠遠落後於需求。港府將公私營建屋比例由6比4修改為7比3，但公屋輪候時間由2012年的2.7年，增加至現在的5.5年，主因是土地短缺，公屋供應一直落後。

私樓基本上供應不足，在修改比例之後，更形短缺，但公私營房屋還是大大供不應求。在未有疫症之前，香港房屋問題已然日益嚴重，現在新冠肺炎來襲，港府建屋相關部門久不久便要停止運作，影響到建屋審批和建設速度，將會造成市場需求愈來愈大，更難緩解。

港人講求安居樂業，即使樓價貴仍盡力上車，土地不足令房屋供應一直要追落後，有時令人氣餒。



▲港府將公私營建屋比例由6比4修改為7比3，但土地短缺，公屋供應一直落後