▲聯儲局採用靈活的平均通脹目標，意味着儲局更加關注通脹預期下移的風險

淺析聯儲貨幣政策變招

美聯儲基於對2012年以來經濟變化和政策反應的反思，在近期公布了修訂後的長期目標和貨幣政策新策略，突出廣泛包容性就業目標，轉向靈活的平均通脹目標，未來貨幣政策操作將在新策略指導下進行，直至五年後再評估檢討新策略是否需要進一步修改。

江南曉望
中銀國際
葉丙南　張婉

美聯儲為何實施新策略?

美聯儲每五年將對其貨幣政策策略、工具和溝通方式進行一次徹底的評估檢討，以對經濟體系的深刻變化做出反應，提高貨幣政策有效性。在過去兩年，美聯儲系統總結了2012年以來美國經濟深刻變化與貨幣政策實踐經驗，召開專業研討會邀請貨幣金融專家討論，舉辦聯儲聆聽會邀請普通民眾發表意見，在此基礎上提出了長期目標和貨幣政策新策略。

在美聯儲看來，美國經濟在過去八年有三個重要的變化：

一是經濟潛在增速和自然均衡利率大幅下降。公開市場委員會成員對經濟潛在增速的估計中位數從2012年1月的2.5%降至今年6月的1.8%，對中性實際利率的估計中位數從2012年1月的2.25%下調至今年6月的0.5%，中性名義利率的估計中位數從4.25%降至2.5%。美聯儲常規政策的空間大幅下降，聯邦基金利率更明顯受到有效下限的約束。

二是近十年通脹率持續低於美聯儲設定的2%目標，可能損害央行通脹目標的公信力，導致長期通脹預期下移，進一步壓低通脹，給經濟帶來不利影響。

三是通脹對勞動力市場緊缺的敏感性下降，即菲利普斯曲線更加平坦，就業持續擴大至少在一定時期內不會產生通貨膨脹壓力，這樣可以使就業市場擴張持續更長時間，低收入群體獲益。

新策略比以前有何變化?

作為對美國經濟結構性變化的反應，美聯儲對其長期目標和政策策略做出以下調整。

一是突出廣泛包容性就業目標。美聯儲將法定職責中的最高就業水平定義為廣泛包容性就業目標，不再將長期自然失業率估計作為主要參考。研究表明，勞動力市場面臨結構性挑戰，非洲裔、西班牙裔和拉美裔等低收入群體在經濟低迷時期最先面臨失業風險，但在經濟復甦時期又最後經歷就業增長，社區民眾在美聯儲聆聽會上也表達了同樣觀點。在新策略聲明中，美聯儲堅定表示貨幣政策將服務於每一個美國民眾。

二是轉向靈活的平均通脹目標。美聯儲力求一段時期內平均達到2%的通脹率，從而將通脹預期穩定在目標水平。平均通脹目標意味着，在經濟低迷期通脹通常低於2%，在經濟復甦期將允許通脹超過2%以給予「補償」，使平均通脹率達到2%左右。

新策略的政策含義

一是更加突出最大化就業的職責，且關注廣泛包容性就業目標。美聯儲認為，原來設定長期中性失業率目標，在失業率達到目標水平後就退出政策支持的做法欠妥。在新策略下，失業率下降如果沒有伴隨嚴重通貨膨脹或金融穩定風險，那麼不會觸發政策收緊，允許就業市場「過熱」持續一段時間，以最大程度減少就業短缺的福利成本，有助於實現廣泛包容性就業目標，支持低收入群體就業和收入。

二是靈活的平均通脹目標意味着美聯儲更加關注通脹預期下移的風險。為確保通脹預期穩定在目標水平，美聯儲在經濟低迷時期通脹率低於目標水平之後，將探索更快使通脹回到目標水平的工具，並允許經濟復甦期通脹超過目標水平一段時期，使平均通脹率達到2%的目標水平。

在貨幣政策新策略下，美聯儲對就業和通脹持更加寬鬆立場。以新策略推演過去，如果按照平均通脹率目標，那麼美聯儲在全球金融危機之後的首次加息可能不會出現在2015年。以十二個月為平均周期，首次加息將在2018年發生；以兩年或以上為平均周期，直到目前將見不到首次加息。如果需要對過去十年通脹率持續低於2%做出「補償」，那麼未來需要容忍通脹率超過2%將持續相當長一段時間。

美聯儲轉向靈活的平均通脹率目標，力圖使市場主體相信平均通脹率能夠穩定在2%左右，從而穩定市場主體的長期通脹預期，避免利率政策頻繁受到有效下限約束。但美聯儲並未明確平均通脹率計算的周期，主要為了避免陷入機械式規則，防止出現規則不兌現，損害貨幣政策信譽，影響市場主體通脹預期。

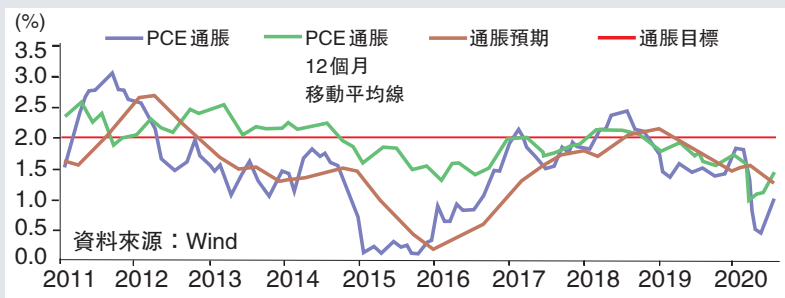
此外，新策略表明美國的收入分配、貧富差距等社會性問題已經影響到美聯儲貨幣政策。美聯儲關注到就業市場的結構性問題，更加關注廣泛包容性就業目標，堅定表示貨幣政策將服務於所有的美國人。在結構改革和社會政策缺位的情況下，美聯儲的貨幣政策不得不顧及一些社會性問題。

但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和獨立性形象；此外，貨幣政策過度寬鬆雖然能夠促進低收入群體就業和收入，但也可能會推升資產價格泡沫，使富有階層獲益更多。貨幣政策可以輔助結構性改革和社會政策，但並不能替代結構性改革和社會政策本身應該發揮的作用。

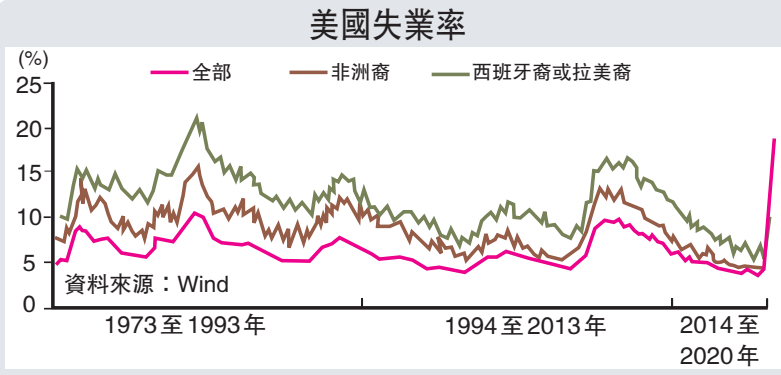
（作者葉丙南為中銀國際執行董事，張婉為中銀國際經理）

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。

美國通脹率



美國失業率



區塊鏈軟硬結合大有可爲

鏈能講堂
付　饒
國際新經濟研究院
高級研究員

有人說，5G是高速公路，人工智能、區塊鏈、物聯網都是其上的車輛。這個比喻形象地指出，新技術有的是平台、有的是載體、有的是工具，需要結合使用才能發揮更好效用。區塊鏈也不例外，它需要與雲計算等其他軟件、芯片等硬件結合才能更好地發揮效用。

宇鏈科技研發的區塊鏈安全芯片，具有可信數據採集、可信數據共享、可信數據運用三大功能。具體來說，基於安全芯片的物聯網數據採集、中立第三方的聚合支付入口、基於BaaS（區塊鏈即服務）的數據上鏈接口是採集方面的應用；跨機構、跨平台的數據交換（尤其是在內外網間傳輸脫密信息），區塊鏈行業瀏覽器、數據存證／溯源接口、多方隱私計算是共享方面的應用。有了以上兩個底層技術作為基礎，區塊鏈芯片可以賦能可信引流分潤、智慧城市、環保、可信大數據可視化、融資借貸等商業場景。

區塊鏈底層支持芯片的原始簽名，通過自主研發的雲服務，同時讓硬件設備採集的數據直接一手上鏈，使得上鏈的提交者無法偽造數據，即使通過第三方提交上鏈，也能保證可靠。

這一技術在公檢法領域應用廣泛。執法記錄儀內置區塊鏈安全芯片、5G模塊等，可將採集的視頻、所有操作記錄、定位數據等，加上區塊鏈身份簽名並加密，通過5G網絡通道，實時傳輸到區塊鏈或非鏈網閘上，保障了從源頭的數據可信。當發生糾紛時，可信數據為一線公安合法的執法過程提供有力的數據支撐。當行政復議發生時，執法機關可直接從鏈上提取行政復議相關證據材料。法院作為聯盟成員，通過市復議局提供的存證編號也可直接從鏈上提取完整、驗證真實的證據材料，大大縮短法官查驗證據真偽的時間，有效提高司法審判效率。

在電子證照領域，在市場監督局、行政審批局、教育局、大數據局、公安局等節點搭建證照共享與管控平台，實現電子簽章、ca認證、數據歸集、可信鑒權，免除爭議和風險，保障合法權益，降低各部門對電子證照的信任成本，實現端到端可信的電子證照使用範圍監控管理。

在防爆、禁毒、安監等工作中，通過對車輛稱重檢測、運輸檢測、視頻監控、液位監測、工礦監測、可信巡檢等數據源的數據採集，並通過自然語言處理、機器學習等數據治理，可以為決策層提供一手的信息，使決策更準確及時。

在監獄管理中，病人服藥管理一直是難點和痛點。通過區塊鏈＋芯片賦能醫囑信息存證，一直可以讓民警追溯犯人進行服藥操作、確認是否有異常、通過人臉識別、指紋確認、音視頻記錄上鏈存證，即可搭建非常科學有效的犯人服藥系統，避免拒服漏服錯服，避免爭議的發生。

與普通人接觸更多的可能是區塊鏈智能門鎖，鏈想家智能門鎖與「訂房助手」小程序聯動，在智能門鎖的藍牙覆蓋之內，實現房客的身份證與人臉識別的人證合一驗證，保證了入住人身份的有效性，驗證成功後方可入住。通過區塊鏈賦能，實現了更為便捷的入住流程，更為安全的隱私保護，更為放心的入住體驗。通過「訂房助手」房東端對房間、訂單、入住情況等進行管理，便捷易用；提升入住效率、優化人員服務、提升房客滿意度、規避潛在風險。通過宇鏈雲與省市管理平台對接，上報數據，公安等部門準確有效地獲取流動人口入住情況。這一設備令民宿酒店投融資便利、透明分賬，令公安快速偵破案件、防控風險。

香港房策須大刀闊斧改革

樓市新態
汪敦敬
祥益地產總裁

筆者認為未來香港人在房地產方面應該要更加努力地檢討及自我克服。我們經常用「磚本位」來形容中國透過房地產分配社會財富給普羅大眾，其實本來香港都有一點成績的，香港有一半人左右都享受到地產的升值，從而得到一定的財富積累。問題在於九七年之後，一場亞洲金融風暴，香港人不責備始作俑者的美國，反而去痛恨八萬五政策，最後不自覺形成了一個反建屋的運動，稍為起多一些樓就認為樓價會跌，後來更將買樓定義為邪惡，最慘的就是資助房屋貸款也被反對。

「桂山島計劃」可實現多贏

2003年，筆者當時是香港專業地產顧問商會的會長，我們很努力地寫建議書，希望阻止2004年的取消置業資助貸款。我們發表的白皮書雖然交於房屋資助小組，但始終捍衛失敗，有資助貸款取消，自此數以萬計的市民失去上車機會。我們亦提倡過「讓白表人士以免補地價方式去購入居屋第二市場」（即後來的白居二），成功提倡復建居屋，亦鍥而不捨建議政府放寬按揭。

未來我們亦會繼續提倡在增加土地的前提下，重啟置業資助貸款計劃或自置居所貸款計劃，因為我們認為就算二十多年前的置業資助貸款規模，即是對合乎資格的申請者給予53萬或者一筆過80萬的免息貸款，在現在仍然可以管用。我們亦認為應該將居屋未補地價部分成立一個房產信託基金，給正在儲錢買樓的人士買入這些「紙磚頭」來「以車追車」。

筆者認為香港是有地產霸權的，但是不需要當這是洪水猛獸，好的制度可以令到發展商轉為薄利多銷，我十分贊同「桂山島計劃」，亦只有這個計劃可以衍生出大量機遇，可以為社會重新分配利益及調節資源分配的機會。

透過「桂山島計劃」，政府可以與發展商商討更多共贏的方案，所謂地產霸權只是一個利益分配不均的結果，我們應該向前行，香港一定明天會更好！

筆者作為一個小市民，認為香港政府平衡房地產市場的利益是沒有足夠力量的，可能有人不喜歡我這樣說，但我依然希望中央多些參與，給予港府足夠的力量去擺平各方利益，否則未來社會一樣會積聚怨氣，讓一些外國勢力有機可乘，令暴力再捲土重來。

▲政府有必要將居屋未補地價部分成立一個房產信託基金，給正在儲錢買樓的人士購買，為上車作儲備