



▲美國經濟活動和就業持續復甦，但需求疲軟及油價抑制着消費者價格通脹，美聯儲或者會適當調整貨幣政策

# 聯儲按兵不動的考量

美聯儲年度最後一次例會如其所願，維持現行利率水平不變，預期偏悲觀和中性立場跟蹤現實保持理性，貨幣政策工具發揮側重長期扶持企業為主的態度堅定。然而，金融市場投機炒作情緒借題發揮更加迫不及待，如比特幣炒作曾高見23992美元極端性凸顯，歐元和英鎊刷新今年紀錄水平超乎尋常，貨幣升值背離經濟政策和結構牽強奇葩。市場有準備的策劃依然是投機氛圍的主要重點與情緒傾向，關聯之間價格真實性蘊含更大的風險，危機隱含值得重視與警惕。



領軍智庫  
譚雅玲

中國外匯投資研究院  
獨立經濟學家

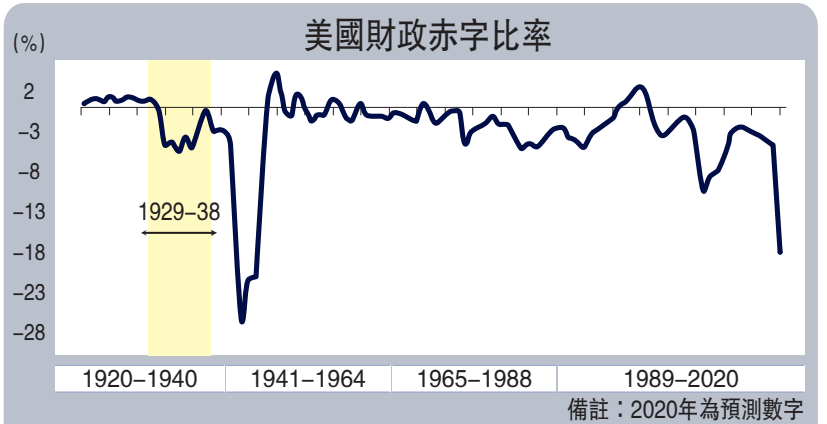
一：維持利率穩定企業為本，這是經濟生命線。

美聯儲利率水平的掌控既有基本原則，又有短期規劃，畢竟這與美元霸權是相輔相成的配合和配套工程。目前美元霸權登峰造極，美元貶值極致發揮的技術與能力已經凸顯美元功力與威力。但是美元利率並不盡如人意，疫情之前的利率舉措布局已經被打亂，面對新問題和新情況，美元利率依然保持定力與節奏不變初衷——美元利率霸權具有想像力與前瞻性。如果面對美國疫情現實、經濟態勢、國際關係、市場環境，美元負利率完全是可能的。

然而，美聯儲明確否定負利率的使用，其中美國財務赤字和債務結構壓力是關鍵，進而對美元利率的「狼子野心」也具有約束性。同時決定不執行負利率表明未來政策與戰略意圖的願景與意願，美國通脹指標調節在先就是最好的觀察角度。美聯儲會後聲明顯示，力求在較長時期內實現充分就業和通脹率達到2%。由於通脹率持續低於這個較長期的目標，將尋求實現通脹率在一段時間內適度高於2%，以使長期通脹均值達到2%，且較長期通脹預期依然牢牢錨定在2%。

美聯儲主席鮑威爾表示，新冠肺炎疫情對通脹造成顯著影響，總體通脹仍低於長期目標，未來通脹上升還需要時間，全球都面臨巨大反通脹壓力。雖然上世紀70年代的通脹形勢已經不復存在，但疫情後旅遊業物價上漲將是必然的，該局不會對一時的價格上漲做出反應。此前早在今年5月，鮑威爾與聯儲所有委員一致反對負利率，這個是罕見的共識，美國將保持利率在0水平，直到渡過危機。而在此之前，市場利率交易員下注負利率，聯邦基金利率期貨市場反映2021年美國利率為負值，預計2021年4月利率約為-0.5個基點。從市場角度看，相比較負利率有助於降低借款成本，但如果美國實行負利率，最大的威脅就是美國結構失控。

美國政府通過發行公共債務為不斷增長的赤字融資，隨着疫情支出的擴大，預計本財年美國聯邦赤字將增加三倍至創紀錄的3.7萬億美元。雖然相對企業，她們能以更低的成本借款並投資於擴大業務，這種投資伴隨寬鬆貨幣環境的流動性，股價高漲在預期之中。但這與美國國家利益和政府穩定必將形成衝突，甚至是危險衝擊事件。因此美國一直採取維穩政策不讓聯邦政府關門停擺。這是美聯儲政策的宗旨



，也是美國經濟的生命線。

二：注重長期投資保駕系統，這是結構性特殊。

美聯儲例會決定繼續增持美國國債，未來短中期保持信貸流動至關重要。其中財政部可能通過外匯平準基金(ESF)為美聯儲項目資金提供授權，畢竟當前經濟衰退程度是前所未有的嚴重，經濟恢復需要時間才能達到疫情前的水平。美聯儲一方面增加資產購買是加大寬鬆力度，另一方面對未來收縮購債規模將提前很久發出警告。但美聯儲並沒有給出實質性具體標誌，其認為目前政策立場是恰當的，貨幣政策的重大影響將在未來數月呈現。

美聯儲貨幣工具對經濟支持已經得到體現，隨時準備好在經濟需要更寬鬆政策時採取行動。目前市場對利率敏感的行業表現良好，房價上漲已經展現、消費保護依舊良好、生產領域效應不變。未來美聯儲將繼續每月至少購買1200億美元的債券，其中至少以每月800億美元的規模增持美國國債，並以每月至少400億美元的規模增持機構抵押貸款支持證券，直到美國實現最大就業和價格穩定目標。而這些資產購買舉措有助於促進平穩的市場運作和寬鬆的金融條件，從而支持信貸流向家庭和企業，未來繼續保駕護航可循環持續。

三：預警性超前防範意識強，這是緩衝性戰略

接近年底美聯儲此次例會的重要性在於經濟評估與戰略側重。美聯儲預計2020年美國經濟萎縮幅度將小於之前9月預測，預計2021年和2022年的增速將高於9月的預測。此外，美聯儲預測中值顯示直到2023年末利率都將維持在零附近，又預計維持利率在當前水平直至2023年，與9月一致。但其中1名委員預計將在2022年加息，5名委員預計將在2023年加息。預計2020年底聯邦基金利率預期中值為0.1厘，9月預期為0.1厘。預計2021年底聯邦基金利率預期中值為0.1厘，9月預期為0.1厘。預計長期聯邦基金利率預期中值為2.5厘，9月預期為2.5厘。

美聯儲作為貨幣功能的特性，目前是美國政策支持的重點，對經濟的評估具有敏感警惕性、防範性

和前瞻性，其立足在美國個性與特殊對標十分準確和現實。美國為全球最大負債國、最大財赤國，如何擺平貨幣功能對經濟信心和國家信譽的作用是美聯儲至關重要的職責所在。因此美聯儲表示，疫情對美國中期經濟前景構成相當大的風險，將致力使用所有工具支撐美國經濟。預計其將維持當前的利率水平，直至勞動力市場符合充分就業評估，通脹升至2%並有望在一段時間內適度超過該水平。

目前，美國經濟活動和就業持續復甦，但需求疲軟及油價抑制着消費者價格通脹，未來如果出現可能阻礙美聯儲目標實現的風險，其將準備適當調整貨幣政策立場。美聯儲政策聲明顯示，未來將繼續購買債券，直到朝着目標取得實質性進展，目前並沒有調整資產購買操作的構成和速度，但擴大臨時的美元互換額度和回購工具。美聯儲評估將考慮廣泛信息，包括公共衛生、勞動力市場狀況、通脹壓力與通脹預期，以及金融和國際動態發展。美國系統健全、戰略超前、策略嫺熟以及競爭焦灼之間的貨幣調控將是重中之重核心。

從預期側重看問題，筆者特別提示市場輿論偏頗的一點，即美聯儲政策極致並未超越法律規定所限，極端貨幣供給並未超越美國經濟規模，經濟總量20萬億與貨幣供應量17萬億之間不越線70%的標準。更何況美元貨幣結構與眾不同，美元總供給規模的一多半是在海外流通，僅有一多半是國內流通，這種貨幣特徵更決定美元貨幣供應不能偏激、極端，否則就是貨幣信譽的最大風險，不值錢的美元將會崩潰。因此市場將美聯儲印鈔票與流動性刺激價格連接起來不夠貼切，更突顯投機炒作借題發揮的操縱行為和欲望策略。尤其是面對疫情特殊所謂的全球央行放水論調並不準確現實循環與流通的對標。疫情的放水是救助，疫情前的放水是情緒，投向與標的不同產生的效果需要審慎評估與分析。

預計年底之前，市場需要防範的是美元極端貶值，這對人民幣衝擊現實存在。但是人民幣與美元邏輯的複雜局面前所未有，反相關與正相關審慎觀望取決政策與技術必然或將是重點側重。

## 香港數字資產牌照落地



鏈能講堂  
付饒

國際新經濟研究院  
高級研究員

12月15日，OSL數字資產平台宣布獲得香港證監會(SFC)頒發的首個數字資產牌照，即1號牌(證券交易)和7號牌(提供自動化交易服務)。隨着比特幣價格連創新高(2020年12月19日已到達23992美元的歷史高位)，傳統金融機構和專業投資者十分期待投資數字資產，但苦於沒有參與的合規途徑和安全指引。香港證監會以極富創新性的方式解決了這個問題，從而成為全球首個規範的虛擬資產交易市場。

香港證監會行政總裁歐達禮今年曾透露，將推出新的監管政策——所有涉及交易數字資產的平台(即使該資產不屬於證券，如比特幣)均須在新的發牌框架監管下運行。跨國金融行動特別工作組早在2019年6月的建議書中表示，旗下39個成員管轄區都將採用和香港類似的監管模式。

筆者曾在2018年10月17日的專欄撰文《數字貨幣監管應參考證券業》指，監管者可從既有法律中尋找到區塊鏈相關概念的本質，將區塊鏈問題化解為已有法律框架下的問題。數字貨幣一旦被視為證券，即要受到《證券及期貨條例》規管。該條例規定，只有持牌機構才能夠經營某類受規管活動，或顯示自己經營某受規管活動。從事受規管活動的人士或機構，只要以香港公眾為對象，便須獲證監會發牌或向證監會註冊。現在看來，香港證監會的做法與筆者提出的思路吻合。

目前的數字貨幣投資環境已與兩年前大為不同。傳統大型金融機構已經紛紛布局數字資產。摩根大

通、PayPal、灰度資產、道富銀行、渣打銀行、富達、德意志交易所集團、野村和ING等大型金融機構都表現出對比特幣的興趣，認為有必要配置比特幣。

此外，證券型通證發行也被稱為「STO」(Securities Tokens Offering)，指的是可以在區塊鏈上確權並「碎片化交易」的真實資產。以黃金為例，如今黃金的總市值為9.5萬億美元，即使1%被通證化，黃金通證市場也有950億美元。傳統房地產市場就更不用說了。隨着牌照的頒發，香港有望成為全球首個完全規範的STO交易市場。

### 新加坡推數字貨幣兌換

根據香港證監會相關規定，雖然OSL獲得了首個數字資產牌照，但在OSL上交易的投資者只能是香港專業投資者，(Professional Investor簡稱PI)。針對交易所客戶需要根據進行「認識你客戶」即KYC的流程，包括採取一切合理步驟，以確立每位客戶的真實和全部身份、財產狀況、投資經驗以及投資目標。另外持牌交易所還需要對每位客戶確認專業投資者以及風險測評，確保客戶有足夠的淨資產來承擔風險和可能招致的交易損失。

值得注意的是，新加坡星展銀行DBS近期提出了數字貨幣交易系統，支持坡元、港幣、美元等與比特幣、以太坊等數字貨幣的兌換。該銀行也是由獲得牌照的OSL數字資產平台旗下的BC科技集團提供的技術服務。香港證監會和新加坡金管局(MAS)是兩地監管數字資產的金融監管主體。這件事情筆者認為是一個絕佳的縮影——香港新加坡兩地金融監管機構、金融機構之間是競爭和合作並存的關係，目的是一致的——力圖吸引更多從業者來到亞洲，大力推進新興金融市場的發展。



## 定按免壓測 入市更彈性



談樓說按  
王美鳳

中原按揭經紀董事總經理

今年11月按揭公司公布延續定按試驗計劃，並因應市場按息跌幅調整10年、15年及20年之定息率分別為1.99%、2.09厘、2.19厘，用家反應如何呢？

定按試驗計劃於11月2日公布調低息率，但11月份銀行同業拆息卻明顯下跌，1個月拆息由10月份平均0.42%再跌至11月份0.15%，月內拆息更低至0.1%，最近因短期因素拆息稍為回升至0.28%水平，總結近月H按實際息率低至1.4厘至1.6厘水平，較定按息率低約半厘或以上，H按息的跌幅無疑削減了定按吸引力，相信亦影響了定按申請量。

定按借款人必須符合加息壓力測試，只需符合現行的供款佔入息比率要求，但由於按保計劃在放寬後亦具有壓測審批彈性，故此定按未至於發揮獨有優勢。但定按計劃

息率調低後，1.99%至2.19%之定按息率低於現時H按的封頂息率2.5%，換句話說，定按用家只需要通過低至1.99%計算之每月供款佔入息要求，而不需要通過以H按封頂息率2.5厘加3厘計算之壓力測試，入息要求可透過使用定按計劃而降低。尤其對於購置樓價過千萬單位之買家，或會基於上述免壓測彈性而選擇申請定按計劃，申請之按揭額可高達1000萬元，以按揭成數五成計，樓價可達2000萬。

不過，由於定按息率始終高於市場水平，等同用家以高一點按息換取定期保障，而本地用家較習慣性喜歡即時輕息效果的按揭計劃，加上市場預期港息很有可能跟隨美息在未來一兩年時間仍維持時低水平，故此低息H按仍會維持逾九成之高選用比例；在低息期平穩持續期間，定息按揭的使用率暫仍會處於低水平。相信政府是希望提供多元化按揭選擇予用家，讓用家可選擇透過定按計劃鎖定每月供款額及按息支出，適合不想承受息率波動風險的長線用家。