目前，政策與市場的共識在於全球經濟處於穩步復甦進程，但由於此次疫情持續的時間較長，大規模刺激政策不僅引發通脹高企及風險資產價格飆升，而且對經濟復甦帶來新的挑戰。政策與市場對後疫情時代的預期判斷存在不確定性，過高估計與過於悲觀的預測交織，映射了全球經濟在未來數年真正恢復到疫情前水平仍存在的衍生風險和次生風險。

關注疫後政策退出風險

▲美國的CPI數據連續數月達到5%以上，其中10月份CPI和核心CPI分別達6.2%和4.6%。 法新社

交銀觀察

鄧宇
交通銀行金融研究中心高級研究員

當前全球疫情波動與經濟復甦走勢向好：一方面，全球疫情趨於基本穩定，全球經濟大體上處於持續修復當中。疫情嚴峻形勢得到緩解，全球主要經濟體的疫苗接種率均已達到70%以上，部分發達經濟體的疫苗接種率超過80%，新興經濟體的疫苗接種率也普遍達到了30%–40%左右，部分新興經濟體則有望達到60%以上。由於疫情仍是左右全球經濟復甦的最主要因素，疫情的變化與經濟復甦的趨勢幾乎是同步的。世界銀行在今年10月預計2021年全球經濟增長將達5.6%，世界貿易組織（WTO）預計，全球經濟產出（按市場匯率計算）預計將在2021年增長5.3%。全球經濟因疫情穩定和貿易韌性而大致上處於穩步修復階段。

另一方面，全球主要經濟體經濟已經基本修復到疫情前的水平。OECD（經合組織）發布的最新報告顯示，經合組織地區2021年三季度生產總值（GDP）首次超過新冠疫情前的水平，經合組織地區的GDP在2019年四季度至2021年三季度之間增長了0.5%。根據中國物流與採購聯合會的數據顯示，10月份全球製造業PMI（採購經理人指數）較9月微幅回升0.1個百分點至55.7，美國、日本、德國、英國和意大利的製造業PMI分別達到60.8、53.2、57.8、57.8和61.1，均位於榮枯線以上，產出缺口進一步縮小。部分發達經濟體逐步開放邊境，國際航空、旅行等加快修復，有助於推動經濟復甦。

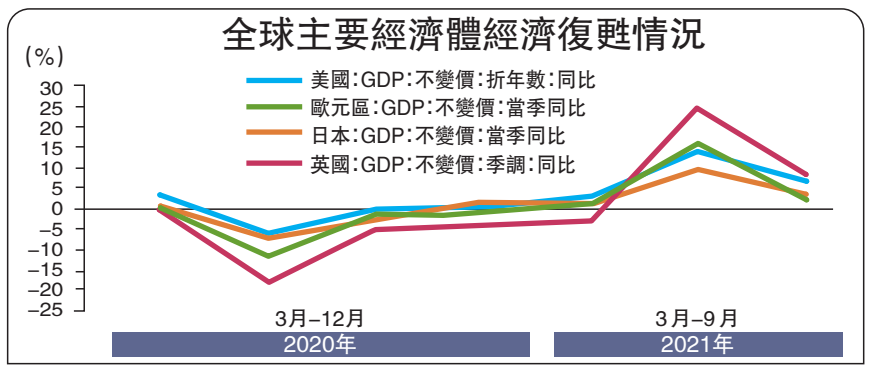
然而，後疫情時代全球經濟復甦也存在一定不確定性：

一是全球疫情局部擴散態勢導致邊境開放存有較大風險

雖然說全球疫情在經歷兩年多時間後出現了緩和的趨勢，但是全球疫情並未正式宣布結束，Delta病毒和Omicron毒株加劇了疫情擴散態勢。在全民未能免疫和疫苗加強針等推廣還未實現有效覆蓋的背景下，各國和地區對疫情放寬仍需保持謹慎，否則很難經受住多次局部疫情衝擊對經濟修復帶來的負面影響。全球疫情局部擴散時有出現，境外輸入壓力仍不可放鬆，邊境口岸出現的疫情風險尤為突出，有待於未來疫情完全得到控制。全球要實現全部開放邊境的時間線還是一個很大的未知數，目前出現的Delta病毒和Omicron毒株傳播快、範圍廣，對各國防疫和疫苗接種提出了新的要求。

二是全球供應鏈短缺對通脹帶來的持續影響仍不可小覷

從目前的發展趨勢看，全球供應鏈短缺還有其他非疫情因素在影響。數據顯示，美國的消費者物價指數（CPI）數據連續數月達到5%以上，其中10月份CPI和核心CPI分別達6.2%和4.6%，歐元區消費者物價指數（HCPI，調和CPI）數據同樣在走高，歐元區10月HCPI和核心HCPI分別達4.2%和2%，通脹壓力較大。同時，通脹不僅在消費端體現較為明顯，而且在生產端的走勢頗高，能源價格上升和供應鏈瓶頸使得全球主要經濟體的工業生產者出廠價格指數（PPI）持續走高，美國10月公布的PPI數據更是創下近十年新高，同比達8.6%。美聯儲認為通脹的「暫時性」描述已經不合時宜，推高通脹的因素將延續至2022年。



三是發達經濟體刺激政策退出帶來的外溢效應

美聯儲近期在貨幣政策調整方面逐漸「轉鷹」，開始釋放出提前結束Taper（減少購債）和加息的預期信號。鑒於通脹數據的持續上升，英國央行可能會在本月或2022年初開啟加息計劃，加拿大央行也釋放了提前加息的政策信息。如一旦出現回歸正常化的舉措就意味着全球流動性拐點的出現，作為全球主要貨幣的美元流動性收緊對新興經濟體的匯率、國際金融市場的波動和大宗商品價格等都會帶來顯而易見的影響。一方面，發達經濟體的中央銀行釋放的流動性過大，退出的難度和節奏並無可靠的參照系，更加謹慎的操作意味着全球經濟復甦的前景仍會有一些擾動，若出現政策操作失誤會破壞復甦前景；另一方面，其他國家對於發達經濟體刺激政策退出的外溢效應所採取的政策選項並不十分充分，除了被動加息和承受輸入型通脹，部分新興經濟體很難有其他的對沖工具。

未來重點關注的三大市場風險發展趨勢：

一是新興經濟體多輪加息帶來的負面效應在加劇

今年3月以來，巴西、俄羅斯以及墨西哥、波蘭等都進行了加息操作，以此應對更大的通脹壓力。積極的因素在於疫情前後許多新興經濟體增加了外匯儲備，並在匯率機制方面進行了一些改革，處理匯率風險和流動性的政策工具也有了創新，這也使得大國政策調整的外溢風險在降低。發達經濟體將陸續開啟加息周期的背景下，新興經濟體本身已經承受了較高的加息壓力，使得國內信貸融資成本抬升、本幣貶值和償債付息壓力劇增，未來的經濟復甦很難得到更快的修復，特別是對於資源國而言，匯率貶值意味着出口商品的價格調整，而大宗商品價格的回落則可能帶來出口的綜合收益下降，依賴工業品進口的成本上升，最終將可能不利於新興經濟體的經濟增長。

二是國際金融資產價格未來的調整壓力或將比較大

疫情期間，極度寬鬆貨幣政策使得大量的資金除了進入到傳統的資本市場，還有一些資金通過加密貨幣交易、特殊目的公司（SPAC）及直接上市（DPO）等進入到新的市場。截至2021年上半年，全球380隻SPAC新股集資超過1400億美元。據統計，全球加密貨幣市場的價值突破3萬億美元。這些新的投資模式普遍存在高估值和高流動性特徵，價格極易出現較大的波動和潛藏投機風險。目前市場對於美股市「牛市」的擔憂和大量散戶資金湧入形成鮮明對比，市場對資產泡沫破滅的預期不一，反而使得加密貨幣資產價格、垃圾債價格等風險資產大量增加。如果2022年美聯儲加息如期落地，美元流動性收緊，市場恐慌情緒上升，許多風險資產價格的泡沫很可能會被刺破。

三是綠色轉型和能源結構轉型可能帶來新的挑戰

目前全球每年排放的二氧化碳已接近400億噸，是1950年的七倍左右，其中絕大部分來自化石燃料燃燒。由於發達經濟體和新興經濟體的工業化進程並不一致，綠色轉型和能源結構調整並不同步。數據顯示，截至到2020年，排名前十五位的碳排放國家中，美國、日本、德國、加拿大、韓國、英國和法國已經實現碳排放達峰。根據OECD統計數據顯示，2020年碳排放達峰國家的數量已經達到了54個。新興經濟體國家如中國、印度、越南及其他新興經濟體均計劃在2030年左右實現碳達峰，面臨能源結構調整和綠色轉型的壓力更大。未來10至20年將是全球能源結構調整的重要時期，資源型國家和嚴重依賴傳統化石燃料的國家亟待加快布局轉型升級。

結語與展望

疫情因素逐漸消退後，刺激政策將有序退出，如何退出和退出後帶來的風險，以及如何應對風險等問題仍懸而未決。疫情所引發的全球供應短缺、通脹壓力、金融市場波動以及匯率風險等很難有比較確切的預期，特別是在全球人口逆轉、應對氣候變化等新的宏觀因素影響下，未來全球經濟復甦的不確定性將可能成為常態，如何適應這種不確定性，不僅需要加強統籌宏觀政策前瞻性設計和配套制度，而且應防止市場的預期出現較大的偏差。

（本文僅代表個人觀點，不代表所在機構意見）

公平正義的多重內涵

實話世經

程實
工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「天若有情天亦老，人間正道是滄桑。」隨着中國國內需求結構與生產函數關係的深刻變化，生產體系內部循環不暢和供求脫節現象顯現，結構轉型複雜程度上升。為解決這一主要矛盾，加快建設以雙循環為核心的新發展格局是中國新階段的必然發展要求。構建新的發展格局，解決國內需求結構與生產函數之間的不平衡性，關鍵是進一步深化「創新、協調、綠色、開放、共享」五大發展理念，在滄桑巨變中堅持長期政策一以貫之的底層邏輯，中國的底層邏輯就在於公平正義。

我們把公平的內涵劃分為權利公平，機會公平，規則公平和分配公平四種。圍繞這四種公平內涵，新時代新階段下構建共同富裕社會需向三個最終目標不斷邁進：一是滿足所有人福利最大化；二是維護勞動者機會均等與起點公平；三是滿足弱勢群體社會福利最大化。

第一、通過改善收入分配制度最大化所有人福利。首先，在初次分配中，要提高勞動報酬在初次分配中的比重，努力使居民收入增長快於經濟增長，從而擴大社會中等收入群體；其次，在再分配環節中，完善再分配機制，利用財政和社會公共政策通過擴大稅收提高社會保障，通過轉移支付實現對部分收入分配扭曲性的修正和精準調節；最後，提升三次分配的作用，在自願基礎上，促進高收入人群以募集、捐贈和資助等慈善公益方式對社會資源和財富進行分配。

第二、通過修正要素資源扭曲更好的實現機會均等與起點公平。當前社會貧富差距增大不僅體現在財富的不公平性（即資本要素的不公平性），更加體現其他各要素資源（如勞動要素，土地要素，技術創新）的不公平性上。社會各要素的扭曲進一步加劇了社會各階層在權利，機會與規則上的不公平性。最終，各要素資源將加劇向富人階級高度傾斜。

第三、通過全面推進鄉村振興滿足弱勢群體的社會福利最大化。「十三五」時期，中國已經在脫貧攻堅取得全面勝利，9899萬農村貧困人口全部脫貧，832個貧困縣全部摘帽，12.8萬個貧困村全部出列，區域性整體貧困得到解決，完成了消除絕對貧困的艱巨任務。展望「十四五」時期，鄉村振興將是提高農村低收入群體，追求弱勢群體福利最大化的重中之重。按照2021年中國關於全面實施鄉村振興戰略、促進農業穩定發展和農民增收的工作部署，頒布實施鄉村振興促進法，做好鞏固拓展脫貧攻堅成果同鄉村振興的有效銜接，抓好農業穩產增產，維護糧食安全將是2022年的重點工作。

發展須以民生為本

我們把正義的內涵簡要劃分為人類發展正義、科技正義和社會正義三種。人類發展正義強調了人類文明進步方向的正義性，科技正義強調了科技創新對經濟發展的正義性，社會正義代表了民生保障對社會穩定的正義性。

首先，人類發展正義體現為在百年未有之大變局下堅持「人類命運共同體」的發展理念。「人類命運共同體」的發展理念正得到越來越多的全球認可，而作為「人類命運共同體」的重要實踐，「一帶一路」倡議將繼續給全球在經濟發展、基礎設施建設、民生保障和金融服務等領域帶來積極貢獻。

其次，科技正義表現為堅定不移地走科技興國之路，將中國建設成製造強國、質量強國、網絡強國和數字強國。從近代工業看，每一輪大國崛起，像美國、英國和德國在他們過去最輝煌的時代，均是以先進的科技和工業製造業為立國之根本。

反觀當今製造業空心化的繁榮社會往往容易因資本過度集中導致社會貧富差距加劇。因此，加快科技自立自強，突破關鍵「卡脖子」技術是暢通國內大循環，實現中國產業鏈向中高端轉型的關鍵。

最後，社會正義體現為社會發展需堅持以民生為本。從經濟的角度，面對疫情對社會民生的衝擊影響，國家積極推出「六穩六保」政策。展望未來，面對疫情反覆的影響，異常氣候，能源短缺以及地緣風險，中國將繼續在就業、社會保障、教育、醫療衛生、計劃生育、住房保障、文化體育等公共服務領域進一步提供公共政策支持。其中，住房事關民生和發展，是民生保障的重中之重。我們認為，國家將長期堅持房住不炒的定位，堅持租購並舉、因城施策，完善長租房政策，促進房地產市場平穩健康發展。

◀分析預計，國家將長期堅持房住不炒的定位等政策，促進房地產市場平穩健康發展。 中新社

新盤熱持續 港樓穩步向好

主樓布陣

布少明
美聯物業住宅部行政總裁

臨近年底，發展商承接近期一手熾熱氣氛，繼續「不遺餘力」連環推盤。另一邊廂，雖一手吸納大批購買力，但仍不乏向隅買家四處在二手市場「尋寶」，配合近期普遍業主叫價態度回軟，二手交投亦見「趕收爐」式入市，繼續穩中向好的步伐。

據美聯物業分行統計，全港35個大型屋苑於11月22日至28日的一周，合共錄68宗成交，與前一周持平。11月份十大二手指標屋苑共錄得183宗買賣成交，較10月份約156宗回升約17%，屬連跌三個月後回升，亦反映有買家加快入市。

最近兩地恢復通關的時間表，屬市民最為關心的議題之一。但近日全球突然出現全新變種病毒，會否影響通關進程尚未可知，但亦令筆者深深感受到「世上唯一不變的就是改變」的道理。幸而過去兩年的疫情，已令港人適應「疫下新常態」，不少企業如本公司，亦因應疫情帶來的挑戰及機遇，作出轉變應對。

例如疫情導致業界急速走向科技化，由以前買家必需親身睇樓，直至近年不少客戶可透過本行官網或手機App的「VR虛擬實景」、相片及視頻等即可網上睇樓；甚至可使用「AI・VR看房」虛擬睇樓等強化搵樓體驗。目前本行網站及App每月頁面預覽量數以千萬計，充分反映線上睇樓的急劇發展。

其實本港先後經歷幾波疫情來襲，對於普羅大眾，甚至整體樓市而言，已漸漸對疫情消息產生「抗體」及「免疫力」，各行各業不少從業員，眼見樓市於疫情期間依舊屹立不倒，已早着先機轉投地產代理業，冀及早把握兩地正式恢復通關帶來的新機遇。

代理人數不降反升

據地產代理監管局資料顯示，11月份地產代理人數為4.1964萬人，不但較10月份增加316人，並連升七個月，更連續四個月創出歷史新高，可見地產代理是不少人心目中可致富的黃金行業。

個人認為，目前市場資金相當充裕，而且機遇處處，除低息環境持續外，置業剛需強勁、存款高企等，配合本港經濟持續改善，因此對樓市前景非常樂觀，料本月一、二手交投將穩步向好，全月一手可望錄約1500伙，維持不俗水平。至於樓價方面，在新盤潮不減下，相信樓價有望於年底前再現輕微升幅，一旦兩地恢復大規模通關，相信屆時樓市將更添上升動力。