


► 歐元區經濟開始出現增長放緩趨勢，歐盟委員會已經將歐盟2022年和2023年的經濟增長率分別下調至2.7%、2.3%。



新冠疫情期間，歐美國家為應對疫情衝擊，普遍採取了大規模的財政擴張政策，客觀分析兩方面的效果。一方面，財政刺激政策發揮了比貨幣政策更直接的作用，尤其對彌補公共醫療和防疫缺口、緩解企業財務風險和家庭失業問題提供了重要支撐；另一方面，財政擴張也有邊界和局限性，伴隨而來的債務型經濟驅動模式的加深，財政赤字率的攀升，以及刺激政策退出也為全球經濟全面復甦後的增長前景積累風險因素。

# 歐美陷高通脹低增長困局



金融觀察

鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

疫後歐美財政政策面臨較多不確定性，俄烏衝突局勢引發的能源危機疊加通脹風險，財政緊縮和經濟衰退的矛盾突出，而且可能遭遇財政赤字貨幣化的反噬，未來逐漸步入衰退的趨勢或加快。近日歐盟委員會宣布將歐盟國家財政預算規則的暫停時間延長至2023年年底，而美國財政在未來應對高通脹而實施的多次加息政策影響下，償債付息的壓力將會明顯增大。歐美國家的債務經濟模式的局限性可能會愈發突出。

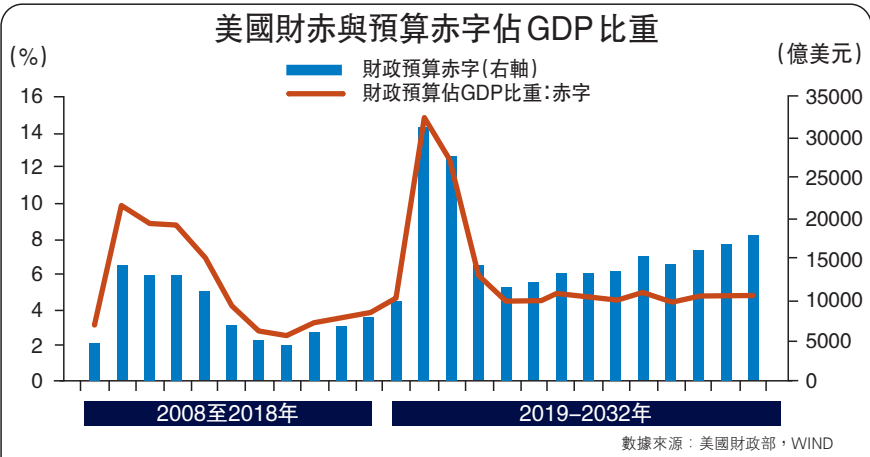
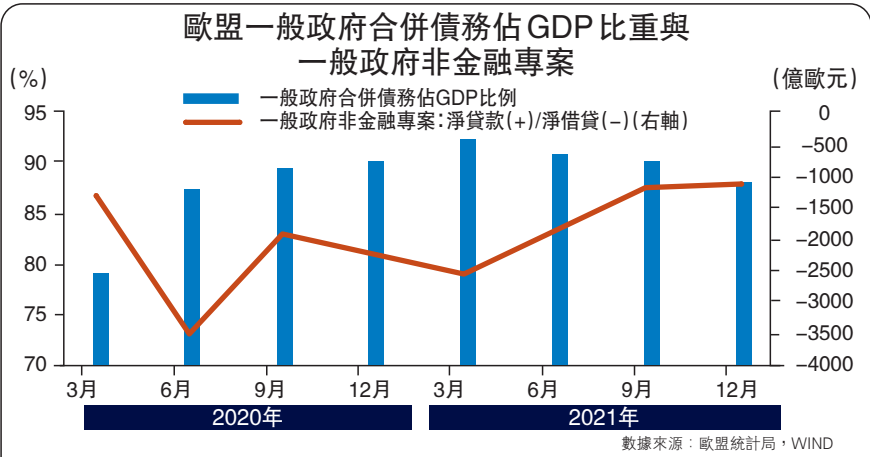
## 一、疫情期間歐美財政擴張政策的效果

一方面，應對短時危機取得了較好的成效。疫情發生後，美國政府相繼推出數個抗疫纾困法案和多輪財政救助計劃，從對家庭的援助、疫苗計劃、病毒檢測拓展到對企業、地方政府的幫助，這些財政救助法案不僅有效幫助美國家庭 and 企業一定程度上擺脫了疫情的持續衝擊，而且也為美國經濟強勁復甦奠定了較好的基礎。美國商務部數據顯示，2021年第四季度美國實際國內生產總值（實際GDP）按年率計算增長6.9%，2021年全年美國的經濟增長5.7%，創1984年以來最高紀錄。歐盟在此輪疫情中通過加強政策協調達成8000多億歐元規模的「恢復基金」以及1.8萬億歐元的長期預算，以幫助歐盟從新冠疫情造成的衝擊中修復，支持各成員國實現經濟穩定復甦，歐盟內部加強了財政一體化，為歐元區經濟恢復性增長提供動力。歐盟統計局數據顯示，2021年歐元區和歐盟的GDP增長率為5.3%。由於財政擴張政策短期內的有力支撐，歐美經濟強勁復甦，製造和服務業保持擴張區間，投資與消費也基本恢復到了疫情前水準。

另一方面，財政赤字規模擴大導致債務攀升。美國財政部數據顯示，截至2022年1月末，美國聯邦政府債務規模已突破30萬億美元，較美國2021年的GDP高出7萬億美元。財政擴張政策短期內緩解了美國的企業和家庭困境，卻也迫使聯邦政府背負更大的債務赤字壓力，而且企業的債務也在上升。但是，高漲的債務利息支出壓力及流動性風險和潛在的聯邦政府債務違約風險仍可能隨時爆發。歐盟的債務壓力也不小。歐盟統計局數據顯示，2020年歐元區債務總額佔GDP比重攀升至97.3%，歐盟27國公共債務率升至90.1%，其中13個成員國公共債務率高於60%。葡萄牙、西班牙、意大利等成員國經濟復甦緩慢，德國和法國作為兩大核心成員國的經濟復甦也不甚理想。近期，歐盟委員會發布的《歐洲廉價、安全、可持續能源聯合行動方案》提出，未來將花費3000億歐元來擺脫對俄羅斯的化石燃料依賴並加速歐盟整體的綠色轉型。

二、歐美財政擴張政策的潛在挑戰

其一，經濟增長放緩與通脹風險擴大。隨着財政刺激政策逐漸退出，歐美經濟復甦也在「褪色」。美國的經濟衰退跡象開始顯現，經濟增速也在放緩。美國商務部數據顯示，美國2022年第一季度的GDP環比年化增速已經下滑



至-1.4%，但美國2022年3、4月的消費者價格指數（CPI）同比分別上漲至8.5%、8.3%，通脹壓力仍較大，預計短期內仍不大可能較快回落。國際貨幣基金組織（IMF）最新報告將美國2022、2023年的經濟增長預測值分別下調至為3.7%、2.3%。同時，歐元區經濟也開始出現增長放緩的趨勢。歐盟統計局數據顯示，2022年第一季度歐元區、歐盟的GDP環比僅增長0.2%和0.4%，而歐元區2022年4月的調和CPI終值同比上升到了7.4%，創下25年以來的新高。日前，歐盟委員會也已經將歐盟2022年和2023年的經濟增長率分別下調至2.7%、2.3%。隨着支撐經濟復甦增長的有利條件均在減弱，衰退或只是時間問題。因此，歐美國家財政擴張政策的未來前景並不明朗，既要防止經濟陷入衰退的風險，也要平衡通脹長期化的壓力。疫情期間，歐美國家依靠財政擴張政策避免了經濟嚴重衰退，但財政擴張政策和量化寬鬆貨幣政策埋下的風險隱患並未消除。

其二，債務負擔加重與額外的支出壓力。美國財政潛在的債務風險和未來的財政負擔可能加重。一方面，美國的「滯脹」風險愈發突出，要維持各類龐大的財政支出預算，美國的財政赤字也很難真正下降；另一方面，長期依賴高赤字運行的政府背負了沉重的債務負擔，隨着加息節奏增強，償債付息壓力也會隨之增大。雖然，美國過去一個財年的創紀錄稅收幫助其減少財政赤字達1.6萬億美元，但隨着經濟增長放緩，貨幣政策加快收緊，加之通脹高企，擴張的財政政策將受到更多複雜因素的制約。歐盟方面，俄烏衝突局勢持續惡化，經濟復甦嚴重受挫，通脹數據上升和能源短缺等問題加大了部分成員國的財政支出壓力。2022年初，歐盟各方同意將適當修改歐盟過去嚴格限制政府支出的財政制度，並尋求實行一種投資與減債相平衡的共同財政政策。歐盟統計局數據顯示，2021年歐盟國家的赤字率為4.7%，債務率為88.1%。目前來看，

部分成員國的公共債務水準或很難降低，一旦財政政策收縮過快，或將導致經濟加速衰退。


## 三、未來歐美財政擴張政策的預期前景

首先，財政預算面臨新的不確定性。美國方面，拜登政府前期計劃推出的2萬億美元基建計劃最終達成的結果是1萬億美元，而其提出的「重建美好未來」法案幾經波折仍未能通過，2022年美國「中期選舉」可能對現任政府財政支出計劃有較多不利影響。目前美國經濟面臨較大的「滯脹」風險，通脹率持續攀升，經濟增長正在放緩。歐盟方面，此前的財政預算框架將面臨新的考驗，部分成員國的主權債務壓力和償債付息壓力仍不小，歐洲復甦基金以及未來所實施的長期財政預算計劃距離真正落地還將面臨不小的挑戰。目前俄烏衝突局勢持續惡化，部分國家可能增加包括軍事防務、能源轉型替代等方面的財政預算，而債務規模可能繼續擴大。2022年4月美國和歐元區的CPI分別高達8.4%和7.3%，如果要維持經濟復甦增長，緩解通脹壓力，而貧困群體卻承受了通脹高企和財富基尼系數擴大的苦果，扭曲了財政政策的價值取向；二是財政赤字貨幣化政策破壞了中央銀行的權威性，顛倒了財政政策與貨幣金融的秩序，依賴貨幣供應來支撐債務擴張，抬升了財政赤字。數據顯示，2021年財年美國的聯邦政府債務佔聯邦政府以及地方各級政府的財政總收入的比例高達

376%，超出國際警戒線的3.7倍，而每年的償債率接近30%。

最後，新一輪財稅政策仍存在一些爭議。近年來，歐美國家謀求從最低企業稅率、向富裕階層增加稅收以及加徵碳稅等，增加財政收入，維持必要的財政收支平衡，緩解財政壓力。一方面，積極主導對跨國公司等徵收更高的稅，以增加稅收來源。2021年6月「G7集團」財長會通過了全球稅收改革方案並達成了兩項原則。一是跨國公司不僅需要在總部所在地納稅，還需要在其運營的業務所在國納稅；二是以國家為基礎，徵收最低15%的公司稅率，以此創造公平的競爭環境，打擊避稅。美國拜登政府計劃通過開啟新一輪加稅計劃包括加徵最低企業稅率、徵收富人資本利得稅等。另一方面，探索新的稅收來源。歐盟計劃於2023年前引入碳邊境調節機制（CBAM），通過對進口品碳強度徵收邊境調節稅，調節國內外企業環境成本差異。同時，歐盟暫緩徵收數字稅計劃，但未來不排除重新啟動的可能性，新的稅收政策所達成的共識機制仍面臨大量爭議。

## 完善虛擬資產監管 保障投資者



鍵能講堂

付饒

國際新經濟研究院高級研究員


美國加密貨幣巨鯨——灰度信託基金無疑是業內過去兩年的一個重要風向標。截至2021年9月，灰度可能持有超過70萬個比特幣，管理規模逾550億美金。灰度比特幣信託基金GBTC在美國證券交易委員會（SEC）註冊，可以在美股二級市場進行交易。2015年5月，該信託基金成為世界上第一個以GBTC為標誌的公開交易比特幣投資工具。其實在美國合規購買比特幣非常簡單，灰度的優勢不僅在於合規性，還設計了一套複雜的機制，便於機構投資者套利。

## 平衡市場需求及創新

回望亞太地區，不少看好加密市場的機構蠢蠢欲動，希望打造亞太版的「灰度」基金。2022年1月12日，香港金融管理局發布了一份關於加密資產和穩定幣的討論文件，邀請業界和公眾就有關的監管模式提出意見。此外，香港證監會將根據現有的金融機構發牌制度，對管理虛擬資產投資組合的基金施加發牌條件，藉此進行監察。香港證監會同時也給出了一個最低額豁免規定：只有將所管理的投資組合的10%或以上的總資產價值投資於虛擬資產的虛擬資產投資組合管理公司，才須接受香港證監會監察。換言之，目前在香港合法經營的基金公司，也可以在投資組合中配置加密貨幣，只要不超過總資產價值的10%即可。

除香港以外，新加坡也成為亞洲加

## 港按息後市如何走? (一)



談樓說按

王美鳳

中原按揭經紀董事總經理

美國通脹率漲至高於8%逾四十年新高，美國聯儲局已視打擊通脹作為首要任務，於5月議息會議公布加息半厘，並公布6月起縮減資產負債表計劃。美國已預期往後6月及7月議息會議均有機會加息達半厘，較過往加息周期明顯提速。香港採用聯繫匯率制度，港息趨勢主要跟隨美息，只是步伐及調整速度未必一致；美息加快上升的情況下，港息走勢將會如何？

現時港元拆息（HIBOR）按揭計劃的選用比例達97%，當H按息觸及以P按為基準的封頂息率前，按息變化便主要由HIBOR升跌所影響。拆息波動性較大，過往一向早於最優惠利率（P）上調，拆息主要受美國息率、銀行結餘充裕程度、本港資金流向、港元供求等因素影響；而在銀行體系結餘充裕的情況下，港元拆息升速較常滯後於美息。雖然在不同因素下，歷史做法不一定重複，但仍具參考價值，筆者嘗試在此回顧對上一次美息上升周期之港息變化作參考。

密資產基金重鎮。幾個月前從香港遷往新加坡的Amber集團日前宣布，獲得超過2億美元融資，投資人包括淡馬錫、紅杉中國、Pantera Capital和Tiger Global Management等。

香港金管局、香港證監會和香港財經事務及庫務局等機構從2017年以來對加密貨幣交易、代客理財等行為出台了諸多規管措施。如擬以強制發牌方式，規管所有虛擬資產供應商；持牌交易所亦只可向擁800萬元流動資產的專業投資者提供服務。相關虛擬資產平台需取得證監會發出的牌照，並執行《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》下的相關措施，以及其他保障投資者和防止市場操控的要求。香港證監會正在檢討其虛擬資產監管制度，以評估其是否仍然切合其監管目的，即提供清晰的監管環境促進創新，市場發展及投資者保護。

筆者認為，香港金融監管機構對加密貨幣這種新興資產的監管認知在不斷升級，其立場一貫是站在促進創新、市場發展和投資者保護的。在機構進場、資產避險、對沖套利的需求下，加之貨幣寬鬆的宏觀環境，香港數字資產產業的定位將推進機構擁抱數字資產，並在中長期內實現全面增長。

美國始於2015年底啟動加息周期，加息0.25厘，再於一年後2016年底才再加息0.25厘，2017年3月中再加息0.25厘，美國息率共加了0.75厘，聯邦基金利率處0.75厘至1厘，而1個月美元拆息升至約0.92厘。先看看本港HIBOR水平如何變化？當時1個月港元拆息約0.45厘，較2015年進入加息周期前約0.24厘有所上升，但較美元拆息仍低0.47厘，其間香港銀行體系結餘超過2500億元水平，而在拆息仍明顯偏低情況下，當時最優惠利率（P）亦未有需要上調。

美國於今年5月份加息0.5厘後，聯邦基金利率同樣處於0.75厘至1厘，1個月美元拆息已升至約0.9厘，而現時本港銀行體系結餘高達3.7多萬億元，同樣屬高度充裕，港元拆息亦較大機會在結餘充裕下未有跟隨美息升幅，現時，1個月港元拆息仍約在0.18厘低水平。

在對上一次加息周期類近情況下，1個月拆息逐步上升至約0.4厘，而基於現時銀行體系結餘比上一次加息周期更為充裕，短期拆息未見上升。不過，港美息差開始拉闊，套息誘因開始增加，最近港匯自三年多來首見觸及7.85元弱方兌換保證，令銀行結餘開始少量收縮。

在對上一次加息周期類近情況下，1個月拆息逐步上升至約0.4厘，而基於現時銀行體系結餘比上一次加息周期更為充裕，短期拆息未見上升。不過，港美息差開始拉闊，套息誘因開始增加，最近港匯自三年多來首見觸及7.85元弱方兌換保證，令銀行結餘開始少量收縮。

貨幣政策，短期內緩解了經濟衰退風險，卻被迫承受通脹高企和資產價格高漲帶來的壓力。

IMF最新的財政監測報告預計發達經濟體2022、2023年的政府財政赤字將下降至4.3%、2.9%，但仍然高於疫情前水準，其中美國和歐元區2022年的赤字率分別為4.8%、4.3%。由於高通脹長期化趨勢和地緣政治風險疊加等外部不確定性因素影響，歐美國家的財政擴張政策可能將面臨兩難境地，即緩解能源價格上漲、國際外增加軍事防務支出以及大量福利政策，新的財政預算支出可能遠超出疫情前的計劃。美國將面對的是高頻次加息和持續若干年的大規模縮減QE（即QT）政策衝擊，歐盟不得不承受因能源、地緣政治等帶來的額外財政支出壓力。在此背景下，歐美國家的經濟復甦放緩、增長乏力，企業和家庭債務負擔加重，稅收也難免會下降，支撐財政擴張的動能減弱，而財政擴張政策也很難迅速收縮。因此，歐美財政擴張政策如何發揮效力以及如何平衡債務赤字更加棘手。誠然，缺乏可持續增長的實體經濟和穩健的財政政策，僅僅依靠債務赤字維持增長的路徑也將變得更加狹窄。

（本文僅代表個人觀點）