




►未來全球經濟或走弱，但通脹的風險依然不小，各國貨幣政策的寬鬆空間也相對有限。

在2020年新冠疫情到來的時候，全球經濟、通脹都面臨較大的下行壓力，全球主要央行都是採取大規模印刷「紙幣」的方式，來應對危機，全球資產價格也都大幅上漲。但當前時點往前看，全球經濟減速的風險在增加，而促使通脹維持在高位的因素也越來越多，無論是發達、還是新興經濟體的貨幣政策勢必會受到約束，這也會對全球資產價格產生較大的影響。

全球經濟積弱加息空間有限



經濟把脈

梁中華

海通證券
首席宏觀分析師

一、歐洲滯脹初現：加息或將開啓

受到供給端的影響，歐洲的通脹壓力從去年下半年以來就在不斷增加，尤其是今年俄烏問題爆發後，通脹問題就愈發突顯。截至今年5月份，歐元區整體CPI同比已經上升至8.1%，核心CPI同比上升至3.8%，主要的消費品和服務都有漲價。而隨着全球大宗商品價格上漲，PPI的水準就更高了，截至4月歐元區PPI同比已經突破37%。

與高通脹形成對比的是，歐洲的經濟增速卻在邊際放緩。截至5月份，歐元區製造業PMI已經降至54.6，而在3月之前，這一指標已經在58至59之間徘徊了半年之久。儘管歐元區服務業PMI有所抬升，但主要是前期受新冠疫情影響，服務業基數偏低，目前疫情放開後逐步修復，和製造業修復存在時間差。

隨着俄烏問題發酵，漲價本身就會打壓經濟量的增長，歐洲經濟領先指標從3月以來已經大幅下滑。CEIC領先指標從之前的100附近，已經降至5月份的64.7；歐盟經濟情緒指數已經從之前的110以上，大幅下降至5月份的104.1。

往前看，即使俄烏問題過去，歐洲內部的分歧可能會進一步加大，從各經濟體對俄能源制裁的態度上也可見一斑，歐洲滯脹的風險可能難以根本緩解。

在滯脹的背景下，究竟應該收緊貨幣政策來治理通脹，還是應該繼續維持貨幣寬鬆來刺激經濟增長？在當前失業率偏低、經濟還未大幅下滑的情況下，歐央行的態度比較明確，短期內會以控制通脹為主，收緊貨幣政策，預計7月可能開始加息。

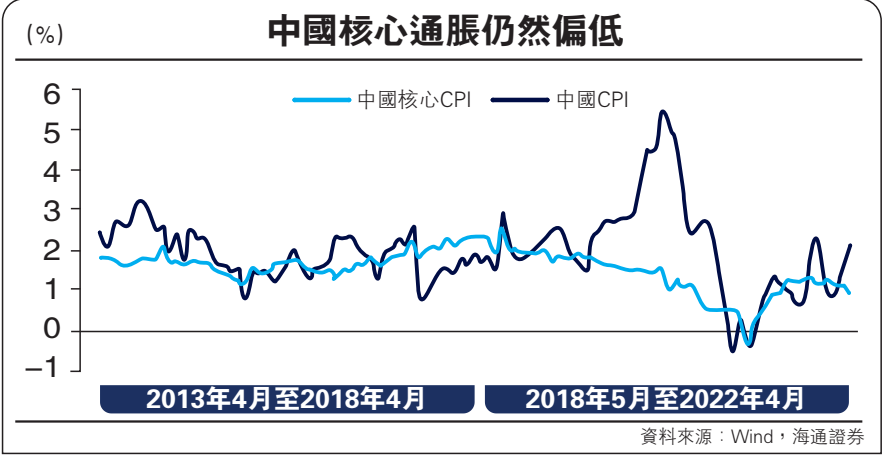
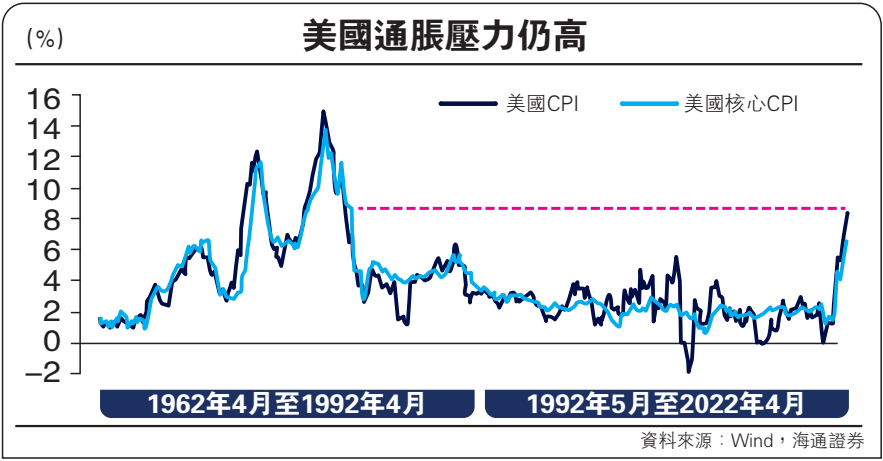
從3月份以來，市場已經開始反映歐央行的加息預期。例如，歐元區1年期公債利率大幅上行66點子，甚至時隔8年，首次出現接近正值的情況，這是極為罕見的，也反映了歐洲面臨的通脹壓力。

二、美國加息繼續，美股風險不小

美國的通脹壓力也很大。截至4月份，美國CPI同比為8.3%，核心CPI同比為6.2%，儘管相比3月份有所回落，但主要是由基數變化導致的。從環比增速來看，4月美國通脹的環比走勢仍然高於正常水準，這說明美國的通脹壓力仍然較大。另外，由於大宗商品是全球定價的，美國PPI同比也高達21.5%。

美國經濟增速雖然有所回落，但短期內整體表現還不錯。截至5月最後一周，美國周度經濟指數平均增速已經回落至1.8%，相比之前2%以上的水準有所放緩，但仍然高於疫情之前的增長速度。由於美國居民工資收入增長不錯，對消費端也有短期支撐。

但往前看，經濟增速的放緩是大概率，高通脹、高利率勢必會對經濟量的增長產生一定壓制。舉個簡單的例子，當油價上漲以後，美國居民的汽車消費就會減少；當按揭貸款利率提高後，居民投資房產的動機也會下降。



也就是說美國也很大概率會出現滯脹的局面，這會影響美聯儲加息決定嗎？我們認為短期內並不會。因為儘管美國經濟增速會有一定放緩，但只要增速不是大幅下滑，通脹依然是美聯儲當前關注的主要矛盾。而事實上，目前來看，美國勞動力市場還相對穩定，失業率還處於歷史低位，居民收入仍在增長，服務消費還有一定修復空間。

而對於治理通脹來說，美聯儲儘管進行了加息操作，但由於之前的加息節奏偏慢，美國名義利率遠遠落後於通脹水準。在過去的幾十年間，美國名義利率水準絕大部分是高於通脹的，這樣保證了實際利率為正。但本輪美國通脹水準已經在追趕上世紀80年代初，而美國利率水準遠遠低於通脹水準，這和美聯儲的行動遲緩是有關係的。所以美聯儲可能還需要去彌補之前欠下的加息「缺口」。

而如果出現滯脹的局面，對於美股來說是很不利的。從歷史規律來看，美股盈利和美國實際經濟增長周期相關性很高。如果出現滯脹的局面，經濟下行，企業盈利承壓；但同時通脹壓力仍然較大，所以美聯儲貨幣政策的空間就比較小，美國利率也很難大幅下行，影響美股估值和風險偏好。

這和2020年的時候是完全不一樣的，在新冠剛剛衝擊美國的時候，美國經濟大幅下滑，但當時通脹也是大幅下行的，所以整體來說是通縮的環境。面對通縮的環境，對於貨幣政策的實施是相對有利的，就是直接「放水」，所以當時美聯儲直接降息到零，並且實行無限量的QE。而接下來可能會出現，美國經濟在往下走、但貨幣政策又沒有空間的情況。

三、中國：利率和匯率的權衡

對比海外巨大的通脹壓力，中國的通脹壓力整體是可控的，這主要是因為中國的刺激經濟方式和疫情管理與海外是不同的。在2020年疫情爆發、又沒有新冠疫苗的時候，中國防控做得最好，但穩增長的重心側重保供給，需求端、尤其是消費需求始終

偏弱，所以當時雖然中國經濟快速回升，但通脹壓力並不大；而海外的穩增長更加側重保需求，尤其是美國採取了直接給居民「發錢」來穩定需求的方式。

從2021年起，海外在逐漸接種疫苗後，陸續放鬆疫情防控，經濟需求端快速釋放出來，而供給端恢復相對緩慢，通脹壓力驟然增加；而中國消費需求相對偏弱，房地產需求又逐漸得到管理規範，供給能力有保障，通脹壓力就比較有限。


往前看，中國存在結構性的大宗商品的漲價壓力，但整體通脹壓力可控。從通脹角度來說，中國的貨幣政策是存在寬鬆空間的。

但是中國作為新興經濟體，還要考慮到匯率的變化問題。尤其是在美聯儲貨幣政策收緊的情況下，如果一個中央銀行完全不考慮匯率的波動，制定貨幣政策時只考慮自己國內經濟的變化，那麼匯率變化只是貨幣政策調整的結果而已。例如歐元、日圓，歐央行、日本央行在做貨幣政策決策時，並不太在意匯率的變化，就像日本國內通脹壓力暫時不大，所以日本央行決定繼續維持寬鬆，日圓對美元匯率在今年大幅貶值。而如果一個中央銀行會考慮匯率的波動，那麼貨幣政策還是要考慮和其他經濟體貨幣政策的一致性。

在當前中國經濟面臨下行壓力、走勢和外部出現一定背離時，中國央行多次表態「把握好內部均衡和外部均衡的平衡」。其實就是既關注利率對於調節國內經濟均衡的作用，又關注匯率對於調節內外均衡的作用。所以考慮到國內通脹壓力較小，中國貨幣政策存在一定寬鬆空間，降息、降準仍有可能；但要兼顧匯率的穩定的話，貨幣政策寬鬆的空間就相對有限。利率和匯率需要做一個均衡。

總結來說，未來全球經濟或走弱，但通脹的風險依然不小，各國貨幣政策的寬鬆空間也相對有限，這和2020年的全球一起「放水」的情形完全不同，對資產價格也會有不小的影響。

數字人民幣發展預期



貨幣微觀

張明

中國社科院
金融研究所副所長

央行數字貨幣是數字經濟時代國際貨幣競爭的前沿與焦點。在多重因素驅動下，2020年以來全球央行數字貨幣研發進入加速期。根據國際清算銀行最新調查，在2021年全球81家央行中，約有90%的央行已經開展數字貨幣研究。中國在央行數字貨幣領域走在世界前列，是最早開始研發並試點使用的國家之一。自2019年末以來，中國已經進入數字人民幣的試點使用階段。

一、四項好處

數字人民幣的設計充分結合了國際經驗與中國實際，具有以下突出特點。**第一，作為數字形態的法定貨幣，具有法償性與安全性。**一方面，數字人民幣是中國央行發行的法定貨幣，以國家信用作為背書，具有其他第三方支付工具所不具備的法償性優勢。另一方面，央行採用了數字簽名、數字證書、加密存儲等多重先進技術來避免重複使用、偽造篡改等問題。通過可控匿名技術，在保護用戶隱私和資訊安全的同時，也在必要時能夠對大額違法交易進行依法監管，從而保障了數字人民幣的安全性。**第二，以零售支付為重點，具有便捷性與普惠性。**數字人民幣是面向公眾的零售型數字貨幣，重點用於滿足國內的零售支付需求，致力於提高支付的便捷性和普惠性。其一，目前數字人民幣的支付與提現無需手續費，降低了使用成本。其二，支付即結算的特點有利於提高商家資金周轉效率。其三，「雙離線支付」的探索，有助於降低對通信網絡的依賴。其四，多種類型的數字錢包可以滿足用戶的差異化支付需求。其五，以廣義賬戶為基礎、與銀行賬戶之間的鬆耦合設計，使得用戶無需通過銀行卡、第三方支付等賬戶也能實現支付，有利於提供普惠金融服務。

第三，定位於M0並採用雙層運營體系，符合當前現實情況，對金融體系的影響可控。數字人民幣定位於M0，並且不計利息；與實物人民幣並行發行、長期共存。數字人民幣採用雙層運營體系。由央行進行發行、註銷等中心化管理，並通過指定運營機構向公眾兌換數字人民幣。因此數字人民幣不涉及吸納存款以及信用創造等環節，不改變銀行與公眾現有債權債務關係，將央行數字貨幣對金融體系的可能負面影響降至可控範圍。

第四，能夠加載智能合約，具有可編程性與可擴展性。數字人民幣並不直接攜帶智能合約，但可以加載不影響貨幣功能的智能合約，從而具有可編程性。數字人民幣具有條件支付和擔保支付功能，可以在安全合規的前提下，根據交易雙方商定的條件、規則進行自動支付交易。這一特性增強了數字人民幣的可拓展性。

二、三個問題有待解決

數字人民幣的全面推行並沒有明確的時間表。從現實來看，數字人民幣的正式啟用仍面臨以下挑戰。**第一，數字人民幣仍需進行準確定位以及釐清與其他支付手段的關係。**數字人民幣能否獲得廣泛使用，不能僅靠政策推動，更是真實需求驅動的、市場自然選擇的結果，因此需要找準自身定位，從而突出

獨特優勢、提高吸引力。因此，應當明確並處理好數字人民幣與現有支付工具之間的關係。數字人民幣並不會取代微信、支付寶等第三方支付工具，而是能夠促進不同支付工具間的互聯互通。未來不同的支付工具需要進一步在不同情景劃分和銜接各自的角色。**第二，數字人民幣的推廣離不開與之配套的數位化軟硬體、技術和人才支持。**數字人民幣的使用和推廣有賴於充足的配套軟硬體支撐，如手機終端、IC卡、可穿戴設備等硬體以及金融機構和商戶的應用程式、操作系統和數據庫等軟體。換言之，數字人民幣的廣泛應用離不開數字技術的深度融合以及金融體系的數位化轉型。**第三，數字人民幣的長遠發展需要完善的機制設計與制度安排作為支撐。**貨幣的發行流通關乎經濟與金融體系的穩定，數字人民幣必須在保障金融安全與穩定的前提下推行。儘管目前數字人民幣已經初步建成多層次安全防護體系，但仍需進一步完善和優化有關機制設計，以彌補可能存在的技術漏洞，防範潛在的黑客攻擊、數據洩露、偽造欺詐、業務中斷等風險。

三、短中長期的發展

從短期來看，數字人民幣的發展應立足於國內市場，不斷完善零售支付功能。央行數字貨幣的設計與推出面臨創新性與現實性的權衡。數字人民幣定位於M0和零售支付，採取雙層運營模式，對經濟金融體系的直接影響較小，為順利推行提供了可行性保障。未來應當有序推進數字人民幣試點，在時機成熟時實現平穩落地。一方面，不斷擴大試點範圍。截至2021年末，全國已累計開立個人數字錢包2.6億個，試點場景超過800萬個。2022年3月，數字人民幣第三批試點城市正式公布。另一方面，逐漸豐富應用場景。目前數字人民幣的試點已經覆蓋購物消費、餐飲、交通、休閒、繳費、政務服務等場景，未來還可能應用於醫療、教育、金融等更為豐富的場景之上。在對公支付領域，可以探索數字人民幣在企業工資發放、住房公積金業務、稅費和保險繳納、工程款發放等方面的應用。

從中長期來看，數字人民幣可能具有更廣泛的應用場景，這將對經濟和金融體系產生深遠影響，並有望助推人民幣國際化。**第一，從零售型向批發型的探索。**從全球實踐來看，美國、英國、加拿大、日本、俄羅斯等許多國家正在同時開展零售型和批發型兩個賽道的央行數字貨幣研究。**第二，與優化貨幣政策目標相結合。**數字人民幣能夠實現對M0的追蹤，有利於強化貨幣政策的有效性和精準性，未來隨着更多功能的拓展，可能產生更大影響。例如，數字人民幣若用於小微企業貸款，將更具精準性，緩解中小企業的融資難問題。**第三，助推人民幣國際化。**數字人民幣可以實現點對點支付，在跨境支付中有利於降低對SWIFT系統的依賴，這在技術實現上具有可行性。將數字人民幣應用於跨境支付結算並與人民幣國際化相結合，是應對全球數字貨幣競爭、提高人民幣國際貨幣地位的必要考量。這一應用場景能否實現，還取決於技術成熟度、跨境監管協調等多方面因素。最後值得指出的是，數字貨幣只是一種貨幣形式，人民幣國際化的進展最終還取決於國家的經濟實力、產業鏈所處地位以及金融市場的深度、廣度與流動性。

港按息後市如何走?(二)



談樓說按

王美鳳

中原按揭經紀
董事總經理

(文接5月23日A11)美國於今年5月份如期加息0.5厘後，聯邦基金利率處於0.75至1厘，現時1個月美元拆息已升至約1厘，而本港銀行體系結餘高達3000多億元，屬高度充裕水平。港元拆息在結餘充裕下未有跟隨美息升幅，1個月港元拆息仍在約0.2厘低水平。在對上一次加息周期類似情況下，1個月拆息逐步升至約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，港美息差已在拉闊，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。

若美國再於6月加息0.5厘，屆時聯邦基金利率將升至1.25至1.5厘。回顧上一次加息周期，美國於2017年12月

亦將聯邦基金利率加至1.25至1.5厘，當時美元1個月拆息升至1.5厘，其時1個月港元拆息結合美息上升及年底因素升至1.1厘，其後於2月份回落至0.8厘，而銀行體系結餘雖跌但仍處於超過1700億元水平。

今年本港拆息亦將會隨着美國加息而有所上升，但基於市場資金充裕而未有跟足，當美國如期在6月再加息半厘後，港美息差將進一步拉闊，美息吸引情況下，套息交易活動或較活躍，或較多引發金管局干預及本地資金流出，銀行體系結餘便會縮減。

在過往的加息周期中，每當處於資金高度充裕的環境下，港元拆息未有即時跟足美息升幅，升速有所滯後。這麼說來，港息跟隨美息升幅的快慢，很大程度上視乎本地市場資金充裕水平。現時來看，銀行體系結餘下降的規模及速度將成為關鍵因素。過往銀行體系結餘跌穿1000億元水平後，港元拆息跟隨美息上升的速度便會顯著加快，因此受本地季節性因素的影響亦較大。