



►美國長期利率與美匯指數的強勁上升，已對全球經濟構成影響。

上世紀九十年代，全球經濟迎來了高增長、低通脹的「大穩健時代（The Great Moderation Era）」。**2008年**環球金融危機爆發後，全球經濟進入了美國經濟學家薩默斯（Lawrence Summers）提出的「長期性停滯時期（Secular Stagnation）」，而這一時期可以用「三低一高」來概括，也即低增長、低通脹、低利率與高政府債務。我們一度認為，「三低一高」的長期性停滯現象將延續很長時間。

全球化退潮引發滯脹



世經明察 張明

中國社會科學院
金融研究所副所長

學界認為，造成長期性停滯的主要原因包括：全球人口結構老齡化加劇、世界範圍內技術創新速度下降、主要國家收入與財產分配失衡程度上升等。由於這些因素都是結構性因素，而非周期性因素，因此長期性停滯恐怕將會持續相當長的時間。在此背景下，現代貨幣理論（Modern Money Theory，MMT）應運而生。該理論認為，只要一國政府能夠用本幣償還債務，那麼該國央行就可以通過無限限制印鈔來推動經濟增長及解決國內問題，只要上述行為沒有引發高通脹。

沒想到，說曹操，曹操就到。到2022年高通脹隨即降臨，美國6月份消費者物價指數（CPI）按年增速超過9%，主要歐洲國家也面臨類似的通脹水平。由於當前的物價水平遠遠超過美聯儲平均2%的通脹目標，高通脹倒逼美聯儲開啟了陡峭的加息縮表進程，2022年3月、5月、6月及7月，分別加息0.25厘、0.5厘、0.75厘及0.75厘。從2022年6月起，美聯儲也啟動縮表進程，6月至8月每月縮表475億美元，9月起每月縮表950億美元。

金融震盪加劇 經濟陷衰退

如此迅捷的加息縮表，是過去20多年以來前所未有的。例如，2015年至2018年，美聯儲在4年內才加息9次，每次0.25厘，累計2.25厘。而在2022年3月至7月的5個月內，美聯儲就加息4次，累計2.25厘。當前陡峭的加息縮表造成美國長期利率快速攀升，美元匯率顯著走強。例如，美國10年期國債收益率已經由新冠疫情後最低的0.5%，上升至目前的3%上下。又如，近期美匯指數一度突破了108。最近，歐元、英鎊與日圓兌美元匯率均跌至20年來新低。

美國長期利率與美匯指數的強勁上升，已經並將持續造成如下三方面影響：一是全球金融市場震盪加劇。近期，以美國股市和大宗商品為代表的風險資產價格顯著下跌。二是部分國內經濟與金融脆弱性較高的新興市場國家，在遭遇大規模資本外流與本幣貶值後，可能爆發債務危機與金融危機。近期，巴基斯坦、斯里蘭卡、黎巴嫩和緬甸等國事實上已經爆發了金融危機。三是全球經濟可能被拖入衰退。事實上，近期美國的部分宏觀數據已經顯露一些衰退的跡象。

問題在於，為什麼在上世紀九十年代之後，20多年時間沒有急升的通脹，怎麼在新冠疫情爆發後，一下子急升起來了呢？從短期來看，直接原因至少有三個：其一，在新冠疫情這場世紀大疫情爆發後，各主要國家均採用了極其寬鬆的財政貨幣政策救市，且發達國家的救市資源主要投放在消費端，例如給中低收入家庭直接發放補貼，由此造成了消費復甦快於生產復甦的格局，這一不平衡的復甦格局推高了通



脹。其二，新冠疫情直接衝擊了全球生產網絡與全球供應鏈。隨着關鍵的供應鏈節點由於爆發危機而斷供，以及全球運輸成本（尤其是海運成本）的急劇上升，給最終消費市場造成了顯著的貨物短缺與輸入型通脹。其三，2022年2月俄烏衝突爆發並延續至今。由於俄羅斯幾乎出口所有重要的大宗商品，而烏克蘭是全球農產品的主要出口國之一，這兩個國家之間的持續衝突，自然會推高以能源與食品為代表的全球大宗商品價格。

但從中長期來看，筆者認為，導致本輪全球通脹突然急升的根本原因之一，是從上世紀八十年代以來不斷加快的全球化浪潮，從2010年中期之後開始逐漸退潮。

從上世紀八十年代中期起，經濟全球化與金融全球化速度不斷加快，尤其是新興市場國家開始主動融入全球化。經濟全球化的加快，意味着各種生產要素可以在全球範圍內優化配置，這無疑會驅動更高水平的經濟增長。其中一個最具代表性的事件，就是中國在2001年12月成功加入世界貿易組織（WTO）。中國入世之後，迅速利用了國內要素成本低廉的優勢，成長為全球製造工廠。事實上，中國的經濟增長也在進入二十一世紀之後突飛猛進。2000年，中國GDP總量僅為美國十分之一。2020年，中國GDP總量已經達到美國的逾70%。

民粹主義升溫 政治大洗牌

然而，全球化雖然能夠增進全球的整體收益，但全球化收益的分配並不均等。根據所謂的「大象曲線」，全球化的主要受益者是新興市場國家的中產階級和發達國家的高收入階級，而全球化的主要受損者是發達國家的中產階級。換言之，全球化加速將會導致發達國家內部收入分配失衡加劇和階層撕裂。

在這一背景下，發達國家內部的政治衝突將會增加，部分民粹主義領導者將會把國內的困境歸咎於全球化，從而導致發達國家的民粹主義、保護主義與孤立主義抬頭。

2008年美國次貸危機及2010年歐洲主權債務危機的爆發，進一步加劇了發達國家內部的收入分配失衡與階層撕裂。主要原因在於，全球金融危機爆發後，主要發達國家均採用了極其寬鬆的貨幣政策用於救市，這導致發達國家股票市場指數迭創新高，從

而進一步加劇了資產所有者與沒有資產者之間、高資產擁有者與低資產擁有者之間的收入差距。例如，當前美國國內40%的財富，集中在頂部1%的家庭手中。

在此背景下，發達國家國內政治格局將會發生劇烈變化，那些迎合受損階級口味的、把國內困局歸咎於經濟全球化的政客們就有可能上台，並且出台阻礙甚至逆轉經濟全球化的政策。在筆者看來，最具標誌性的年份當屬2016年。這一年出現了兩個劃時代的事件：其一，2016年6月，英國國內通過了脫歐公投，這代表高歌猛進的歐洲一體化遭遇到重大挫折；其二，2016年年底，特朗普贏得了美國大選，如此性格與做派的領導人能夠上台，足以表明美國國內的階層撕裂程度。

在2016年之後，另有兩個重要事件的爆發，進一步加劇了全球化的退潮。一是2018年3月，美國悍然挑起了中美貿易摩擦，開始對大量中國進口商品徵收高額關稅，此舉也迫使中國政府進行反擊。事實上，當前美國國內的高通脹，其中一部分可以歸結於美國政府對中國進口商品徵收的高關稅。二是2020年初新冠疫情的爆發。如前所述，新冠疫情的爆發迫使很多最終消費國開始考慮本國產業鏈的安全，全球產業鏈開始縮短與區域化，全球產業鏈可能分解為區域產業鏈，這意味着全球生產網絡的優勢開始衰減。

從更深層次的角度來看，經濟全球化的退潮，意味着各種要素在全球範圍內的優化配置將會遭遇更多的阻礙；要素與商品的全球流動的成本將會上升；各國在全球生產網絡內部的角色與關係將會重組；無論產品間分工還是產品內分工的程度也可能變化。換言之，如果說全球化高歌猛進顯著壓低了各類產品的生產成本，從而帶來了高增長、低通脹的大穩健時代的話，那麼全球化的退潮將會顯著推高各類產品的生產成本，從而帶來低增長、高通脹的滯脹時代。

簡言之，全球化的方向與速度，與這個地球上每個國家、每個公民的福利都高度相關。當我們受困於眼前各種短期現象（例如失業、通脹、信心不足、收入下降、資產縮水）之際，我們還要抬頭遠望星空，要關注全球化這種長期變量的潮起潮落、此消彼長。

中概股雙重主要上市 締造多贏



熱點把脈 皮海洲

財經評論家

繼7月26日阿里巴巴（09988）申請將香港新增為主要上市地之後，7月27日，雷軍也出手了。雷軍旗下的金山雲於當日向港交所（00388）遞交港股雙重主要上市申請，擬以雙重主要上市方式回歸港股，同時聘請中金公司、摩根大通與瑞銀集團為聯席保薦人。

阿里巴巴其實已經在香港市場第二上市，此次申請將香港新增為主要上市地，其實就是對上市方式與上市地位的一種變更，而整個變更工作預期將於2022年年底前完成。而金山雲並沒有在香港上市，目前僅在納斯達克掛牌。所以，金山雲是申請以雙重主要上市的方式，直接在港上市。因此，金山雲不需要像阿里巴巴那樣「變更」上市方式。

不論是阿里巴巴申請將香港新增為主要上市地，還是金山雲申請以雙重主要上市的方式在港上市，兩者均透露出兩個信息，那就是在美股上市的中概股回歸香港掛牌，將會更多地選擇「雙重主要上市」的方式，第二上市的方式只是作為一種補充。即那些已經在美股上市但又不能完全滿足在港單獨上市條件的中概股公司，仍然只能選擇第二上市。畢竟第二上市相對於「雙重主要上市」來說，在發行審核上要相對寬鬆許多，還包括多項豁免與優惠，包括上市成本也相對低廉。

那麼，為什麼說「雙重主要上市」會成為中概股公司回歸港股上市的主要選擇呢？這是由「雙重主要上市」的優勢與第二上市的劣勢所決定的。

從第二上市來說，在上市環節確實很有優勢，比如審核寬鬆、上市成本低廉、多項政策豁免等，但上市之後的劣勢就暴露出來了。比如第二上市指的是公司在兩地上市相同類型的股票，通過國際託管行和證券經紀商，實現股份跨市場流通，而這種方式主要是以存託憑證的形式存在。這就意味着，該股票只有一個主要上市地，第二上市地缺少獨



▲中概股選擇在港「雙重主要上市」，有利提高港股在國際市場的地位。

立性，其價格完全由主要上市地的價格來決定。而一旦股票在主要上市地受到打擊或退市，在第二上市地交易的存託憑證將面臨着同樣的命運。畢竟第二上市地只是處於一種從屬地位，第二上市的目的僅僅只是為了實現相同類型股份的跨市場流通。

但「雙重主要上市」並不存在上述問題。「雙重主要上市」的兩個市場都是第一上市，彼此是互為獨立的，不存在從屬關係的問題。兩地上市的是不同類型的股票，股票發行嚴格遵循兩個市場的上市規則。比如，即便有中概股在美股掛牌，若不符合港股上市條件，一樣不能選擇「雙重主要上市」。因此，選擇「雙重主要上市」的公司，兩個市場股票無法跨市場流通，股價表現相對獨立。也正因為是相對獨立的，所以即便有中概股在美股退市，並不妨礙選擇「雙重主要上市」的同一公司的股票在港股繼續交易。

提高香港股市地位

正是基於「雙重主要上市」與第二上市存在上述不同，這就使得中概股更願意選擇「雙重主要上市」的方式回歸港股。畢竟選擇「雙重主要上市」方式，對於港交所與中概股公司來說堪稱是「雙贏」甚至是「多贏」。

首先，選擇「雙重主要上市」有利於進一步鞏固與提高港股在國際市場中的地位。選擇第二上市，港交所只是處於一種從屬的地位，第二上市的股票價格由美股來決定；而「雙重主要上市」讓港股與美股處於一種並列關係，「雙重主要上市」的股票價格由港股說了算，而不是由美股說了算。


無懼在美退市風險

其次，選擇「雙重主要上市」對中概股公司的生存與發展也是有利的。一方面，美股近年來受政治干預嚴重，中概股的生存環境惡化，不排除有中概股會被迫從美股退市。如果是選擇在香港第二上市，那麼中概股在美股的退市，同樣會讓在香港第二上市的股票受到影響。但選擇「雙重主要上市」，則不會受到股票在美國退市的影響。

吸引北水增流動性

此外，選擇「雙重主要上市」也可以滿足內地投資者的需要，有利於增加股票的流動性。實行第二上市，在港上市的其實是存託憑證，本質上還是「美股」，因此，第二上市的中概股並不適合納入港股通的範圍，內地投資者不能通過港股通來投資這些第二上市的股票。但「雙重主要上市」的股票是獨立的港股，可以納入到港股通的範圍，內地投資者就可以通過港股通的渠道來投資這些「雙重主要上市」的股票了。這不僅可以增加這些股票的流動性，也可以增加整個港股市場的流動性。因此，選擇「雙重主要上市」回歸港股市場是一種「多贏」之舉。

公屋流轉率僅1% 急需提升



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

人們常說資源重要，但筆者認為政府施政更加重要，好的施政可以帶動市民在面對考驗的時候轉危為機。

眼前香港樓市見悲觀情緒，多個樓花盤以低價發售。二手樓方面，屯門區一些基建及配套良好的屋苑，包括未來南延線板塊的物業，400多萬元就可以買到兩房單位。即是說，以年輕人的人均入息中位數字計算，兩口子通過壓力測試後，可以買到的樓價上限是約550萬元，事實上，目前不少單位樓價已經低過這個數字，不少地區已回復到舊日的上車天堂，亦給予我們一個訊息：過去很難解決的房屋政策，表面上看已經解決了很大部分。當然，這是假設悲觀情緒持續。

但從長遠來說，經濟不可能永遠低迷，防疫措施亦不可能永遠嚴苛，疫情亦不可能永遠困擾着我們。市場始終會有否極泰來的一日，樓價始終會在谷底反彈，所以我們還是有好的房屋政策。特區政府新班子上場，如果從評論員的角度來說，我是相當滿意的，批閱土地的速度顯然在提速，行政亦正在改善中。當然，暫時還不能說已經看到短期解決房屋問題的憑據，但我們是有條件去思索一個問題：特區政府愈多基建

愈大興土木，建築成本自然會上升，即是說增加供應令樓價放緩這想法未必理想。這一看法是筆者根據過去20年特區政府建屋經常超支的效率去推演的。

加快建屋效率 降低成本

如果現任特區政府可以繼續加快建屋效率的話，才可以令到成本大減。換句話說，以較短時間去興建較多住宅樓宇，才是突破建屋成本的關鍵。

特區政府新班子強調，解決土地供應問題主要聚焦於1.6萬公頃的綠化地帶，筆者是十分同意的，沒有比下一代及貧窮家庭得到安居樂業更加重要。當然，發展綠化地有助增加供應，緩解社會深層次矛盾，亦可以遏止地產霸權的勢力。

但可能比地產霸權更深層次的矛盾是一些認知上的誤區。近年來公屋的流轉率只得1%左右，這又與社會風氣有關，也需要公屋配套政策進一步完善。1%的公屋流轉率並不理想，沒有一個供應策略是可以承受到如此之低的流轉率。低流轉率意味着居民搬入公屋之後沒有再搬出來，那麼未進入公屋的申請者要完全依靠新供應的機會上車，在分配上是不公的。如果流轉率在3%至5%之間的話，即等於公屋每年二手供應有2.5萬至4.2萬個單位，這個是很龐大的數字，希望特區政府可以照顧到這點，否則對一些公屋輪候人士，包括住在劏房的人士是十分不公義的。