




► 2022年初，美國聯邦政府債務規模首次超過30萬億美元，佔GDP比重達到130%。

高通脹已經成為歐美發達國家經濟增長的主要約束。數據顯示，2022年7月，美國、歐元區、英國的CPI（消費者物價指數）分別為8.5%、8.9%、10.1%，均創下新高，且連續數月保持在高位，預計歐美高通脹問題短期內將難以緩和。在遭遇了新冠疫情、地緣政治、貿易保護主義等多重挑戰後，歐美國家正式迎來了高通脹時代。

歐美加息難解通脹危機



金融觀察

鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

歐美本輪高通脹主要有四方面原因：

一是新冠疫情期間，因疫情反覆蔓延和防疫政策等限制，全球供應鏈中斷或暫停，主要商品供應出現了比較嚴重的緊缺，加之2022年初爆發的俄烏衝突加劇了能源、糧食等進出口緊張態勢，歐美制裁升級迫使俄羅斯原油、天然氣以及糧食等出口受限，由此導致能源成本大幅上升。

二是歐美國家在疫情期間實施了大規模財政刺激政策和量化寬鬆貨幣政策，以美聯儲和歐洲央行為例，二者的資產負債表規模幾乎創下了過去數倍，其中美聯儲的資產負債表規模已升至約9萬億美元，寬鬆貨幣導致國際大宗商品價格飆升。

三是歐美國家的經濟增長主要依託於消費，在大規模刺激政策影響下，歐美國家的居民消費出現了報復性增長，消費需求劇增，而商品供應嚴重不足，持續推高物價。

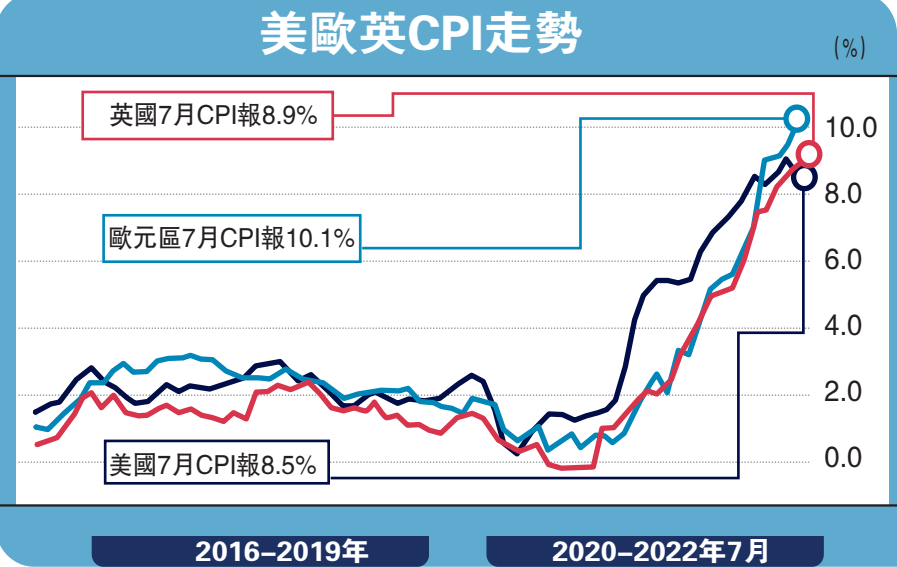
四是歐美國家在疫情期間仍實施包括出口管制、加徵關稅等貿易保護主義政策，這些政策不僅惡化了國際貿易環境，抬升了進出口貨物成本，而且相關影響也傳導到了消費者和零售端，加劇了通脹形勢。

貨幣主義經驗已過時

歐美國家在治理通脹問題上，從早期的模糊認識到逐漸清晰，再到猛然覺醒的過程，背後凸顯出貨幣主義政策已經出現了某種「失靈」。無論是歐美央行通過設定的平均通脹目標制，還是依託「量化寬鬆——通脹加劇——加息／縮表——通脹消退」的經驗路徑，其局限性愈發突出。其中有兩方面的問題亟待解決：

首先，歐美國家試圖通過經驗主義方式處理高通脹問題，比如使用加息緩衝通脹壓力，但這一政策不可避免帶來了諸多負面效應。其一是經濟「硬著陸」風險。歐美央行大規模加息不僅導致國內利率快速上行，融資成本大幅攀升，進而對國內經濟造成拖累，而以債務驅動的歐美經濟模式，可能無法避免經濟遭遇「硬著陸」風險。其二是政策外溢效應。歐美所構築的國際貨幣體系仍在發揮作用，特別是美元的主導地位並未發生實質性改變，因而在歐美實施加息／縮表操作後，無疑會造成全球美元流動性緊張，加速國際資本外流，大量依賴美元融資或美元外債佔比較高的國家／地區將遭遇重創。

其次，歐美國家的貨幣政策關係到全球經濟和金融市場的穩定性。歐美央行的貨幣政策操作旨在維護國內利益，並未負責任地進行國際貨幣政策協調，而新興國家和不發達國家／地區根本無力應對政策溢出風險，由此產生了一些副作用。其一是新興國家貨幣貶值潮和國際資本外流加速。近兩年，波蘭、巴西、阿根廷以及泰國、巴基斯坦等五十多個新興國家開啟了加息周期，部分國家進行了多輪加息操作，由此引發了大量的國際資本外流，但對解決通脹問題似乎仍捉襟見肘。其二是新興國家債務風險上升。美元流動性收縮和大規模的超預



期加息，使一些美元外債佔比較高的國家／地區被迫承受美元融資成本上升的風險。

歐美國家面臨的高通脹問題反映了發達國家貨幣政策的局限性，也為新興國家帶來了深刻的經驗教訓。顯然，歐美國家的貨幣政策框架與操作工具已經到了迫切需要改革的時期，如果放任這種模式繼續發展，很可能會造成更加嚴重的全球經濟金融危機。正如日本央行原行長白川方明所言，由於經濟和社會是複雜的適應性系統，即使最初看來很合適的規則，也不可避免地會逐漸失去其有效性。美聯儲與歐央行仍寄希望於通過貨幣政策來緩解高通脹問題，這種預期是否真正奏效還是未知數。

日前，美國推出了一項內容涉及醫療保障、清潔能源、稅收等領域的《通脹削減法案》，其中美國政府計劃將在氣候和清潔能源領域、醫療保障領域分別投資約3700億美元、640億美元，並對部分大企業徵收15%最低稅，加大對富人群體和實體的查稅力度等措施。然而，上述舉措並不能有效緩解通脹問題，而是增加了新的預算支出，可能會進一步抬高美國政府財政赤字。

全球供應鏈不再穩定

事實上，美國政府財政赤字已升至歷史高位，債務規模也屢創新高。2022年初，美國聯邦政府債務規模首次超過30萬億美元，佔GDP（國內生產總值）的比重達到了130.4%。同時，美國家庭的債務規模也在大幅攀升。根據紐約聯邦儲備銀行數據，截至2022年6月底，美國家庭債務總額達到16.15萬億美元，比去年同期增加了3120億美元，房貸、車貸和信用卡欠款均上升。美聯儲通過加息來解決通脹問題，將可能產生兩個問題：一方面是美國聯邦政府的償債付息壓力劇增，家庭部門也將承受更高的生活成本，無疑將對經濟增長產生抑制作用；另一方面是美國的金融市場和資本市場不得不承受下行壓力，國際金融市場動盪加劇，美股與諸如加密貨幣市場泡沫被刺破的風險上升。

擺在歐美國家面前的仍有幾大重要問題未解，具體包括三個方面，一是國際貨幣政策協調問題。2008年全球經濟金融危機發生後，全球主要貨幣政策部門建立了G20框架下的國際貨幣政策協調機制。但新冠疫情及俄烏衝突發生後，國際貨幣政策協調存在一定的障礙，缺乏明顯的共識基礎，面對不斷增加的外溢風險，新興國家更加束手無策，被迫承受發達國


家量化寬鬆的苦果。二是全球供應鏈穩定性問題。過去二十年，歐美國家之所以出現比較穩定的低通脹周期，在很大程度上源於新興國家廣泛參與國際分工，為全球市場提供了大量廉價的商品、能源和原材料，緩解了高通脹問題。但近兩年全球供應鏈體系接連受到衝擊，貿易保護主義政策和進出口限制措施極大地增加了全球供應鏈成本，割裂了全球化的正常發展進程。三是地緣政治問題。目前全球經濟深陷衰退陰影，地緣政治風險呈現複雜化和長期化趨勢，俄烏衝突爆發後，歐美國家制裁升級，加劇了地緣政治緊張局勢，同時美國實施所謂的「印太經濟框架」和組建「芯片聯盟」製造了新的地緣政治風險。

展望未來，歐美國家治理通脹問題仍主要聚焦於短期政策效應，從根本上反映了歐美貨幣政策的局限性已經十分突出。事實證明，歐美國家毫無節制的寬鬆貨幣政策不僅削弱了經濟增長預期，引發嚴重的通脹問題，而且產生了巨大的外溢風險。早在2020年中，美國已經開始出現通脹上升的趨勢，但當時的美聯儲並未充分估計到通脹加劇的潛在風險。最新公布的美聯儲會議紀要顯示，美國聯邦公開市場委員會面臨的一大風險是，如果公眾開始質疑委員會充分調整政策立場的決心，高通脹可能變得根深蒂固。這種風險一旦成為現實，通脹降至目標水平的任務將變得更加複雜，要為此付出的經濟成本也會大幅增加。筆者預計，歐美國家治理通脹的前景並不樂觀，且困難重重，單純依靠加息的策略或將很難真正解決高通脹問題。

總而言之，歐美現時的通脹問題與1970年代的滯脹時期有着很大差異，即使參照過去的傳統經驗路徑來治理，其結果也仍可能收效甚微。主要有兩方面原因：一是國際地緣政治環境已經發生了根本性變化，全球產業鏈體系加速重構，由此造成能源、糧食、貨物貿易等均遭遇新的困境，短期內難以進行有效彌合或調和這種矛盾，因而歐美國家長期依賴的國際分工紅利和全球供應鏈福利已經逐漸喪失；二是歐美國家的經濟增長放緩態勢已經持續了二十餘年時間，包括歐元區及日本等發達經濟體的經濟增長幾乎停滯不前，以債務型經濟模式（如現代貨幣理論下的財政赤字貨幣化、量化寬鬆貨幣政策等）驅動的增長已經難以維繫，創新活力不足、產業空心化、製造能力下降，以及過度金融化等種種問題累積。

（本文僅代表個人觀點）

比亞迪還值得投資麼？



財經萬象

付一夫

星圖金融研究院
消費金融研究中心主任

據港交所披露，巴菲特旗下巴郡近期連續減持比亞迪港股，後者股價也隨之應聲大跌。此次減持風波，再度將比亞迪推上了輿論的風口浪尖。難道巴菲特不再看好比亞迪了嗎？比亞迪未來還值得投資嗎？我們不妨做個討論。

筆者先來明確結論：巴菲特減持比亞迪這件事，的確如比亞迪公司所言「不用過度解讀」。眾所周知，巴菲特是堅定的價值投資者，而價值投資的理念在於，由於股票價格總是圍繞其價值上下波動，因而投資者應該學會發現那些價值被市場低估了的公司，在其股價處於低位時出手，然後堅定地長期持有，獲得豐厚的回報自然水到渠成。

更進一步看，比亞迪目前的估值已着實不低。數據顯示，今年6月28日比亞迪的港股股價創下歷史新高，即便近期有所回調，但目前比亞迪港股的市盈率分位數依然達到了上市以來的76.5%，處在高估區間，早已不具備足夠的安全邊際。

綜上考慮，此次巴菲特的減持便在情理之中，我們可以將其理解為正常的落袋為安，即比亞迪公司價值階段性兌現後的調查行為。但考慮到「股神」在投資界的崇高地位，此次減持還是難免讓人心生疑慮：是不是巴菲特不再看好比亞迪的前景了呢？

在筆者看來，經過本輪減持過後，巴菲特依然持有2.16億股，而這恰恰可以反映出，「股神」依然對公司的未來充滿信心。誠然，我們不知道巴菲特未來是否還會繼續減持比亞迪，但就目前的種種跡象而言，比亞迪還不至於被全面看空。

今年上半年，比亞迪公司在中國新能源乘用車銷量排行榜前十車型中佔得六席，新能源汽車市佔率達到了24.7%，較2021年增長超7.5個百分點，在國內遙遙領先，並再次問鼎全球新能源汽車銷冠，品牌影響力不斷提升。而隨着國際化戰略的不斷推進，公司海外收入佔比正呈現穩中有升之勢，全球6大洲、70多個國家和地區、超過400個城市均有比亞迪新能源汽車的運營足跡。

也正因上述種種，比亞迪才備受各大投資機構的青睞。公開信息顯示，比亞迪「粉絲群」從三年前的84隻基金攢

圍到今年一季度末的473隻，基金持有比亞迪的市值從三年前的36億元（人民幣，下同）擴張到270億元，足以見得比亞迪在投資者心目中的地位。

在筆者看來，比亞迪的中長期投資邏輯完全不用擔心，在可預見的未來，比亞迪所處的新能源赛道的高景氣仍將繼續。因為大力發展新能源產業，不僅是助力我國如期實現「雙碳」目標、構建雙循環發展格局的有力支撐，還是推動中國產業升級、在國際競爭中彎道超車的重要抓手，而汽車的電動化轉型，正是其中的關鍵一環。

值得注意的是，海外新能源汽車也在步入增長的快車道。以美國為例，此前由於種種原因，美國電動汽車在全球市場中所佔份額一直較低，赛道上也僅有特斯拉一家獨大。但面對全球新能源汽車產業的來勢洶湧，美國顯然不甘落後，於是明確了2030年美國電動汽車銷量佔比達到50%的目標。

基於上述背景，全球市場對於新能源汽車及相關零部件產品的需求必然會水漲船高，這對於行業龍頭比亞迪而言，自然是持續性的大利好，再疊加公司自身的種種競爭優勢，比亞迪依然具備極強的投資價值。但需要指出的是，上述猜測都要建立在公司業績能夠保持高速增長的基礎之上，否則一旦業績「失速」，那麼便有可能引發「戴維斯雙殺」效應，屆時市場對比亞迪的態度可能就要發生改變了。


眼下還算不上是出手布局比亞迪的最好時機。究其原因，除了前文提到的比亞迪估值偏高及巴菲特「減持效應」之外，當前宏觀經濟環境的變化也是關鍵影響因子。近期美聯儲釋放鷹派加息信號，對全球成長板塊估值產生壓制效果，對於A股的赛道板塊同樣是衝擊。但在國內穩增長的核心基調下，中國的貨幣政策大概率不會出現明顯收緊跡象，這便賦予了赛道成長板塊估值的流動性支撐，預計等到情緒性壓力釋放後，市場再度回歸行業基本面與景氣度，屆時新能源車板塊有望繼續回到上行趨勢。

此外，從性價比的角度考慮，比亞迪A股每股股價目前已接近300元，對於普通散戶投資者來說，哪怕只買一手也要近3萬元，價格並不算便宜。或許我們可以轉變思路，多去關注比亞迪產業鏈上下游合作夥伴，去尋找那些同樣具有高成長性、且股價和估值都相對合理的高性價比公司，待回調企穩後再分批買入，避免盲目追高，相信也可以獲得較為理想的投資回報。



◀ 巴菲特減持比亞迪這件事，的確如比亞迪公司所言「不用過度解讀」。

拆解首年定息按揭計劃



樓按明嘸

張穎嘸

經絡按揭轉介營運總監

根據金管局住宅按揭統計調查結果，今年上半年新取用按揭貸款額及宗數分別按年回落14.5%及17.1%，相因疫情影響樓市交投，並令到按揭市場同步回落。而銀行基於按揭業務仍未達標的情況下，各自推出不同優惠如增加現金回贈吸引客戶，近日則有大型銀行推出「首年定息住宅按揭計劃」（首年定按計劃）搶攻市場份額。

首年定按計劃的第一年按揭息率固定為2.75厘，當定期期完結後，按揭利率將以HIBOR為基準，利率為H+1.3厘，並設有封頂息率，上限為P（最優惠利率）-2.25厘，每宗貸款額上限為2000萬元。客戶另可享存款掛鈎按揭計劃以抵銷部分按揭利息支出。要注意計劃由即日起至今年10月15日接受申請，需要在今年12月15日或之前提取貸款。

浮息按揭計劃(H按及P按)與定按計劃的主要分別為前者的每月供款會跟隨市場利率變化而浮動。美國已開始加息周期，本港1個月拆息攀升並觸及H按封頂位。根據經絡早前預測，相信9月份

調升P機會十分高，幅度約為0.25厘。而該定息按揭計劃首年息率2.75厘比拆息封頂位或P按亦只高出0.25厘，而相比12個月拆息（大致維持在3.61厘）亦有一段折讓，相信對市場可謂吸引，將會吸引部分新造按揭及轉按客戶選用。

除了該大型銀行推出的首年定按計劃，香港按揭證券有限公司（按揭公司）亦早於2020年2月推出定息按揭計劃，年期可選擇10年、15年及20年，而最新9月份的年利率分別為3.5厘、3.65厘及3.8厘，每宗貸款額上限為1000萬元。

兩者比較，銀行推出的首年定按計劃首年息率比按揭公司的定息按揭計劃較低，而且貸款額上限亦較高，如想購買較大額數的物業，可建議選擇前者。而後者的優點在於，借款人在計算供樓負擔比率時，毋須通過銀行加息3厘的壓力測試，只需要通過供款與入息比率，入市門檻因而降低。若早年選用發展商按揭計劃的業主，則可考慮透過後者轉按至銀行按揭計劃，避免因優惠期過後而須付較高的利息。無論選用哪一種定息按揭計劃，事前應了解當中的細節，如有需要可向相關銀行、按揭公司或大型專業按揭中介公司查詢。