




►隨着冬季歐洲天然氣用氣高峰到來，這種短期嚴重的能源短缺將對歐洲經濟產生極大衝擊。

今年以來，伴隨疫情後的世界經濟復甦、俄烏衝突及全球供應鏈脫鈎的加速，美國及西方國家疫情期間「大水漫灌」的副作用逐步顯現，歐美國家陷入高通脹泥潭。全球高通脹的演繹是否會形成類似20世紀70年代的長期「滯脹」，成為資本市場重點關注的話題。

歐美未走出通脹高危階段



察股觀經

李迅雷

中泰證券首席經濟學家

從資本市場價格表現看，大宗商品價格既是驅動通脹周期的原動力，又是全球資本對未來通脹預期的最直接反映。過去幾個月，以鐵礦石、焦煤為代表的黑色系和以銅、鋁為代表的有色系商品早在二季度初期破位下跌，伴隨俄烏糧食協議達成及烏克蘭糧食外運，國際小麥和玉米價格已回到2月俄烏衝突之前水平；同時，WTI原油價格也回到俄烏衝突前90美元以下水平。可以認為，此前市場擔憂的糧食危機、石油危機正得到一定程度的化解。

美國持續鷹派加息

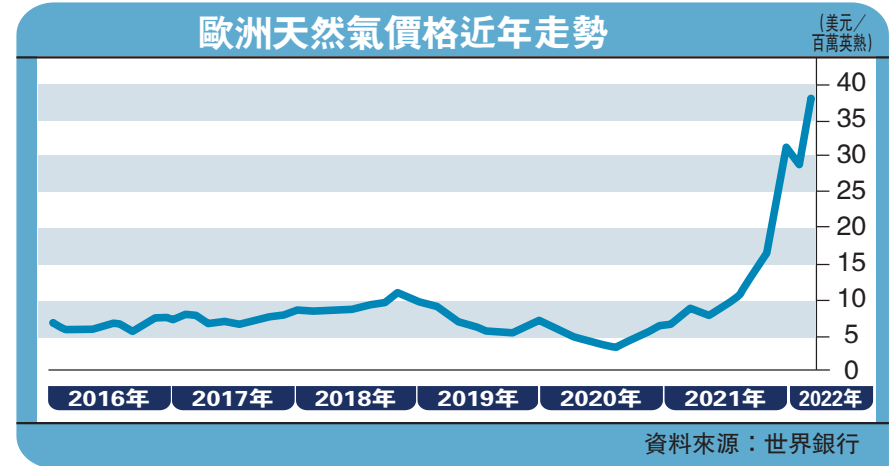
就年內而言，天然氣或是唯一短缺較難解決的大宗商品，當前荷蘭234.50歐元一兆瓦時的天然氣價格已接近歷史最高紀錄，且預計在今年冬季或進一步惡化。但如果我們將視野展望到未來三至五年會發現，天然氣很難出現上世紀70年代「大滯脹」時期原油那樣的長期短缺。例如，當前歐盟已與卡塔爾、阿塞拜疆、哈薩克斯坦等國簽訂了長期增產協議，到2027年僅卡塔爾一國就將增建6條液化天然氣生產線，每年約增產700億立方米，基本上覆蓋俄烏衝突前俄羅斯向歐洲的全部天然氣出口量。因此，長期而言，市場擔憂的類似上世紀70年代全球長期「滯脹」危機出現的概率並不大，預計明年春季後，伴隨能源類商品供求的改善及歐美經濟的衰退，本輪全球高通脹的「緊張局勢」或逐步改善。

本輪全球通脹最直接影響機制仍在於：通過美聯儲的政策調整從而影響全球流動性變化。美國7月末季調CPI同比增長8.5%，其中交通運輸項同比增長16.4%，住宅項同比增長7.4%，成為除能源和食品飲料外美國通脹的主導因素，其背後則分別對應着以油價為表徵的能源價格和以非農就業為表徵的工資收入。

伴隨原油價格於6月見頂，7月美國通脹亦從9.1%向8.5%環比回落。可以預見，6月美國CPI錄得9.1%或是環比最高點，下半年美國通脹整體將呈現見頂回落態勢。這也是7月美聯儲議息中出現「在某個時候放慢加息步伐可能會變得合適」這種表述的原因，即美聯儲仍處於鷹派的加息縮表路徑之上，但對大幅加息態度開始出現「鬆動」。

儘管美國通脹環比高點或已逐漸顯現，但至少在可以預期的未來半年至一年過程中，美國通脹的回落速度較以往歷史周期將更「一波三折」，其原因在於美國「工資—通脹螺旋」已在成型。由於上述支撐美國工資走高的因素具有較強的「剛性」，本輪美國通脹回落斜率較以往周期將顯著放緩，且難以回到3%以下合意水平。這意味着，美聯儲至少在未來半年至一年仍處在持續加息，甚至是「鷹派」加息的軌道上。直到加息使美國經濟進入真正意義上的衰退，或才能打破「工資—通脹螺旋」。

儘管筆者提到，從長期看，對於本輪全球通脹無需過於擔心，並且美國通脹或見頂回落，但這並不意味着



本輪通脹對全球經濟和資本市場影響最大的階段已經過去。與國內密切關注的美國通脹風險相比，本輪通脹最可能產生次生風險的地方可能是被忽視的歐洲，即德國天然氣危機引發意大利等主權債務危機的風險。

德國天然氣危機風險早在2014年就已悄然醞釀。由於日本福島核電站洩漏，各國雖認為核電已不是安全能源，但這一輿論僅僅停在紙面上。而德國為迎合民意，對德國核電站進行了「一刀切」關停。由於當時德國核電佔全國能源比重超過30%，默克爾從俄羅斯大量進口天然氣以彌補核電「一刀切」關停後留下的巨大能源供求缺口，這為德國的能源結構安全留下隱患。

歐債風險不可小覷

俄烏衝突之下，俄羅斯以各種「故障」為由大幅降低對歐洲天然氣輸送：7月底，俄羅斯在獲得了加拿大提供的渦輪機後，仍然將「北溪一號」向歐盟輸送的天然氣單日供氣量減少至原來的20%左右。伴隨冬季歐洲天然氣用氣高峰的到來，這種短期嚴重的能源供求缺口將對歐洲經濟產生極大衝擊。那麼，俄羅斯冬季天然氣供應限制如果持續將會產生哪些影響？

首先，歐盟各國內部測算認為，一旦俄羅斯對歐盟完全「斷氣」，視各國對俄羅斯天然氣依賴程度的不同，每個居民家庭一年會增加100至300歐元的支出，考慮到歐盟成員國人均GDP從最低約9000美元到最高近14萬美元不等，且社會基尼系數較低，故這種損失從社會角度而言仍屬可承受範圍。

其次，就年內能源緊張局勢對歐元區經濟的影響而言，歐盟雖與卡塔爾等國簽訂了增產協議，意在覆蓋長期能源供給缺口，但對今年冬季來說，仍是「遠水難解近渴」。歐盟各國年內或主要通過需求側控制的辦法來緩解能源緊張局勢，其中包括：歐盟已經推出的自8月1日起，將天然氣需求在過去五年平均消費量的基礎上減少15%。伴隨冬季天然氣缺口的到來，預計還會有更多更嚴格的此類措施被陸續推出。

客觀來說，德國作為全球赤字率控制最為嚴格、財政狀況最為良好的發達國家之一，近年來德國政府部門槓桿率在主要發達國家中保持較低水平，其2021年政府部門槓桿率為69.5%，處於全球較為安全水平。雖然今年經濟下行壓力較大，但出現「黑天鵝」風險的概率並不大。

然而，風險往往暴露在最脆弱的一環。作為在2012年歐債危機中受影響最大的「歐豬五國」（PIIGS）之

一，意大利面臨的壓力或不小於德國。天然氣作為意大利最主要的能源，在意大利初級能源消費中佔比超過40%，且對外依存度超過90%。俄烏衝突背景下，俄羅斯天然氣供應不確定性不斷加大，與德國相比，意大利所面臨的經濟下行壓力和能源短缺形勢更為嚴峻。


更重要的是，作為歐元區中債務狀況最糟糕的經濟體之一：意大利2021年政府部門槓桿率達151%，在歐洲邊緣國中處於較高水平；2021年全年財政赤字率7.2%，2022年7月政府負債率130.57%，均遠超《穩定條約》規定的3%赤字上限和60%債務上限。在後歐債危機時代，意大利政府往往需要通過不斷「借新還舊」發債才得以維持運作。

歐債危機爆發後，為幫助歐元區恢復擔保債券市場的長期融資功能，歐洲央行提出了直接貨幣交易計劃（OMTs），允許歐洲央行以嚴格的約束條件在二級市場上無限量購買歐元區內各成員國的主權國債，起到「最後貸款人」的作用。作為意大利政府債券的最大購買者，歐洲央行對意大利政府發債提供了擔保，同時在歐債危機後建立的永久性救助機制：歐洲穩定機制（ESM）也為意大利等歐洲邊緣國家在發生債務違約時提供援助。

而今年冬季俄羅斯限制天然氣供給降低了德國和整個歐元區的經濟增長，並大幅增加了歐盟包括新能源轉型、難民救助等方面的財政支出，從而降低了歐洲央行整體的救助能力。在此基礎上，意大利政府的換屆或可能成為誘發債務風險的重要導火索。從目前民調情況看，極右翼的意大利兄弟黨領導的中右翼聯盟有望勝出。由於意大利極右翼政黨本身的「反歐盟」屬性及「放棄對俄羅斯制裁」等親俄主張，屆時很可能與歐盟當局發生強烈的衝突，使得財政能力本已受到制約的歐洲央行進一步降低購買意大利債務的意願。

也就是說到了四季度，意大利很有可能面臨整體經濟因天然氣危機受到劇烈衝擊，亟需財政支持的同時，反而由於政府換屆而出現發行債券受限的「被動緊縮」，進而引發意大利主權債務風險。而2012年歐債危機之後「歐豬五國」（PIIGS）的「互保機制」，即一旦作為歐盟主要成員國之一的意大利出現債務風險，市場恐慌情緒或進一步向其他歐洲重債國擴散，在歐洲穩定機制救援能力和歐洲央行新工具「火力有限」的情況下，或反過來造成一國債務風險向希臘、西班牙等其他財政狀況不佳的歐元區蔓延的風險，最終可能再次釀成類似2012年式的歐元區整體債務風險。

金融市場助力產業轉型升級



廟堂江湖

沈凌

德國波恩大學

經濟學博士

近期內地政府推出一系列「穩增長、保交房」措施，不少人期待房地產行業能夠回暖。的確，房地產作為國民經濟的支柱性產業，任何時候都不可能退出GDP的主要構成。即便發達如美國，房地產也是經濟增長的重要組成部分，所以樓市穩定也是經濟穩定的重要一環。不過，如果期待中國樓市能夠恢復到過去二十年的高速增長狀態，則是不合理的，因為中國的發展階段已經過了那個階段，隨着人均住房面積基本達到發達國家水平，未來的房地產行業發展更加多是調結構，而不是總量增長。政府期待將資金從房地產引流到高科技，從而實現中國經濟的轉型升級，解決美國在技術領域「卡脖子」的問題。若想實現這個目標，需要建立好引流資金的管道。

資金通過間接融資市場流向房地產。房地產是重資產行業，銀行較容易接納其作為抵押物提供貸款。相反，高科技依賴的是直接融資市場。因為高科技公司的創新行為實際上並沒有大量的實物資產可以作為抵押品，所以當年馬雲去找中國銀行談貸款，被理所當然地拒絕了。而蔡崇信之所以能夠成為阿里巴巴的二把手，就是因為他能夠幫助公司找來國際資本。

我們細數中國的互聯網企業巨頭，無一不是接受過外資投資的，比如阿里巴巴的孫正義，騰訊的南非報業，這正是國際直融市場領先於中國的明證。也因此，做大做强股票市場關係着高科技行業的發展，也關係着經濟轉型升級，更關係着國運。

籲藍籌提高分紅比例

那麼，要如何做大做强內地的直融市場呢？二級市場作為資本退出的關鍵機制，是重中之重。先期投入的資金需要在二級市場退出，經濟增長產生的大

量閒置資金需要在二級市場獲得回報，也因此二級市場的估值必須合理。但現在的二級市場，一方面有不可理喻的低估值標的，比如遠低於淨資產，市盈率只有5倍左右的國有銀行股票；另一方面又有莫名其妙的高估值標的，比如因為一場脫口秀就能漲停板的股票。這充分說明在當前二級市場中，投機性交易者佔據了主流，大量的閒置資金不再相信從二級市場能夠獲得合理回報，更像是一個類似於彩票市場的零和博弈場所。重建二級市場信心的關鍵是能否「徙木立信」，讓佔二級市場權重極大的藍籌股拿出真金白銀的分紅，吸引投資型交易者入場。

如此一來得到的好處是多方面的：首先，假設權重藍籌股能夠把目前的分紅比例翻一番，其分紅率就遠高於當前的理財產品和大量固收類產品，這就會吸引來不少保守型資金入市，從而推高二級市場的估值水平；

其次，二級市場整體估值的改善，有利於推動註冊制改革，加快加大融資力度，為高科技公司的發展創造空間；

最後，內銀股作為權重藍籌的主力，本來就是間接融資市場的代表，在未來經濟增長過程中的作用是持續下降的，因此把大部分的收益用作分紅，也是為直接融資做出貢獻，同樣有利於經濟結構的轉型升級。

由於藍籌股的主要股本掌握在政府手裏，一旦估值提升也有利於政府退出，為高科技產業基礎基金提供支持。政府可以借機一方面撬動高科技產業發展，另外一方面優化國有資本的結構。



▲做大A股市場有助高科技行業發展。

近5年首十大A股公司現金分紅情況


股份	累計分紅總額（億元人民幣）	分紅比例（%）
工商銀行（601398）	4681.40	30.01
建設銀行（601939）	4017.68	30.05
農業銀行（601288）	3195.93	30.01
中國銀行（601988）	2852.62	30.05
中國石化（600028）	2300.35	83.37
中國平安（601318）	1830.95	31.00
中國石油（601857）	1562.85	67.30
中國神華（601088）	1470.91	66.38
招商銀行（600036）	1451.40	31.49
交通銀行（601328）	1167.86	30.18

資料來源：上海證券報

資料截至2022年5月17日

大公報製表

新盤定價料逐步貼近二手市場



樓市強心針

廖偉強

利嘉閣地產總裁

香港目前正面對多方面的考驗：由於年輕人移民數目增加，令香港很多工種都出現人手短缺，工資不斷上升；而從宏觀視野去看，去全球化、新冠疫情、俄烏衝突帶來的通貨膨脹，都令到香港經濟形勢嚴峻。

經濟環境對香港樓價的影響亦逐步浮現，這一年樓價確實有明顯回落，由去年8月的高位至今已累積回落約一成。就算只計本年，樓價已累計跌約7%。有人會問，樓市是否已經進入熊市？答案還是「未知之數」。但筆者認為毋須看得如此暗淡，因為根據過往跌市經驗，樓價通常都會在半年至一年間出現較急的下跌。

回看1997年亞洲金融風暴之後，樓價在頭一年下跌超過40%；而在2008年金融海嘯時，樓價亦在短短9個月間跌去23%。不過，這次的跌市則稍有不同。樓市經歷了2018年開始的中美貿易戰、2019年修例風波，以及2020年至今的新冠疫情，但計算由2018年初到今，樓價依然錄得有幾個百分點的升幅，這反映出現有業主仍具實力，再加上過去十年間，樓市有辣招的「金鐘罩」，令業主不會輕易拋售持有的物業。樓價確實在過去一年下跌近一成，

這是計算二手樓價的指數。綜觀發展商在此期間推售的新盤，雖然有些因貨源充足，在首階段開售給予了一點折讓，但整體而言，發展商沒有大幅減價意向。

不過，筆者相信發展商已開始感受到市場壓力，二手市場業主正積極減價出貨，如果發展商在定價方面仍堅守「高回報」的話，客源自然「水向低流」，恐怕令發展商在這場一、二手「爭客戰」中處於被動。因此，筆者認為發展商很快會面對現實，新盤定價亦逐步貼近目前的二手市場價格，這樣銷售成績才有機會實現突破。

發展商願意減價確實是好事，因為一手是市場焦點所在，推出的項目能夠賣個滿堂紅，對樓市及經濟都有正面影響。說到底，樓市與經濟的關係絕對是「唇齒相依」，而房地產亦是香港其中一條經濟命脈。樓市暢旺，香港經濟才會有起色。



▲筆者認為，新盤定價會逐步貼近目前的二手市場價格。