

宏觀政策搭配得宜 功效最大化



實話世經 程實
工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「秦箏何慷慨，齊瑟和且柔。」類似於協奏曲中不同樂器在一起演奏的和諧，宏觀政策搭配亦需要政府各個部門協調合作，以達到經濟的穩定和增長，而宏觀政策工具的多樣性，猶如協奏曲中不同樂器各自扮演不同角色，都將在實現經濟穩定發展的過程中發揮關鍵作用。

首先，和諧的政策基調。類似於協奏曲中不同樂器在一起演奏般和諧，宏觀政策搭配亦需要政府的各個部門協調合作，以達到經濟的穩定和增長。如果缺乏有效的政策協調，金融不穩定就會隨之而來，導致高利率、匯率壓力、快速通貨膨脹等問題，並對經濟增長產生不利影響。

財策幣策不應相互掣肘

一個政策領域的薄弱政策立場會加重另一個領域的負擔，從長遠來看是不可持續的。以歐洲為例，歐元區的財政政策和貨幣政策並不總是高度同步。當財政政策和貨幣政策同向發揮作用時，特別是在全球金融危機期間和新冠肺炎流行早期，巨大的產出和通脹差距相對較快恢復。與此相反，在歐洲債務危機期間，這些差距持續了較長時間，當時在高債務國家的推動下，歐元區層面的總體財政收縮抵銷了試圖緩解國內生產總值收縮的寬鬆貨幣政策，即政策同步指數較低。

基於歷史資料，筆者發現債務困擾會束縛財政當局對經濟下行做出逆周期反應，增加負面溢出效應的風險，表明有必要在經濟好轉時建立財政緩衝。根據脈衝響應的實證結果，當政策同步時，政府支出會產生更大的產出效應，即政策同步時的政府支出乘數高於政策不同步時的乘數，這樣的趨勢不斷累積且長期成立。同樣的，當政策同步時，長期而言通脹會更為持續性地下降。

其次，最優的政策搭配。每個政策領域亦可視為協奏曲中的不同樂章，每個樂章都有其獨特的音樂特點和情感表達。例如，財政政策可能是慢板的、穩定的，貨幣政策可能是快板的、激昂的，而最優的政策搭配有賴於三方面的

必要特性。
(1) 政策都必須是可持續的。即使決策者密切協調其政策搭配，但如果其中一項或兩項政策的預定中期路線不可持續，搭配協調也不會成功。

(2) 政策各自的可信度。只有在公共財政不引起不穩定預期的情況下，通過貨幣政策穩定預期才能取得成功。如果市場因對財政立場的不利看法而對政策的可信度提出質疑，那麼追求價格穩定就可能導致非常高的利率或國際儲備的大量流失。同時，貨幣政策的可信度越低，財政政策的負擔就越重，因為利率往往會高於其他情況。

(3) 政策調整的時間框架。基本上，通過政策行動改變財政政策立場需要較長時間。相比之下，貨幣政策可以更及時地調整，以改變社會貨幣供應狀況。

市場指導追求透明清晰

最後，中國宏觀政策搭配體現在四個維度：「方向確定、細節靈活、重心平衡、理性指引」。通過文獻回歸、資料分析，以及聯繫當前複雜的經濟環境，可以看出中國宏觀政策搭配的重要性，而宏觀政策的搭配將持續下去，並體現在四個關鍵維度上。

(1) 確定的方向奠定政策搭配的**和諧基調**。短期來看，維護實體經濟的增長、提質增效，同時確保金融體系的穩定，以防止系統性危機的發生。長期來看，堅持強國思維，致力於改革創新，以抵補人口紅利下降對經濟發展的拖累。這種明確的長短期目標為宏觀政策的制定和搭配提供了基本方向。

(2) 善用不同政策的**獨特性**護**細節變化**。宏觀政策搭配的細節將會更具靈活性，以應對經濟形勢的瞬息變化，貨幣政策或將承擔穩定政策「微調」的重任。

(3) **平衡不同的政策發力重心**，將有助於**創建不同背景下的最優搭配組合**，以實現綜合目標。在供給衝擊已成事實的背景下，需求側以刺激經濟增長為主，彌補短期需求不足，為供給側結構性改革提高全要素生產率創造時間。

(4) **透明、清晰和有針對性的政策指導**引導市場參與者的行為，將有助於形成市場的**理性預期**，避免非理性波動，從而助力政策搭配**壓平外生衝擊**造成的**周期擾動**。



▲全球伊斯蘭金融資產規模預計將從2014年的1.8萬億美元，增長到2024年的3.69萬億美元。圖為伊斯蘭開發銀行集團大廈外觀。

香港近年股市、樓市表現不佳，更遭外界揶揄是「國際金融中心遺址」。不過，香港若能加強與伊斯蘭國家在金融領域的交流、合作，乃至大力發展伊斯蘭金融，吸引更多伊斯蘭資金前來港投資，將有助鞏固和發展香港自身的金融地位。

捉緊中東機遇 先了解伊斯蘭金融(上)



明觀四海 梁海明
絲路智谷研究院院長
海南大學「一帶一路」
研究院院長

雖然在共建「一帶一路」國家當中，遍布眾多伊斯蘭國家，特首李家超也表示要與信奉伊斯蘭教的阿拉伯國家加強合作，但特區政府、市民和金融業界對於伊斯蘭金融制度較為陌生。實際上，中東、東南亞許多伊斯蘭國家的獨特金融制度已有超過五百年的歷史，尤其是在第二次世界大戰之後，眾伊斯蘭國家紛紛獨立，並強調自身金融體系須遵從伊斯蘭教義。早在1963年，埃及更領頭成立了第一家伊斯蘭銀行，嚴格遵循不收取和支付利息，直接投資或合夥經營商業和工業，須與存款人分享損益等要求。到了今天，港人熟悉的國際大銀行如花旗、滙豐和渣打銀行等也都設立了伊斯蘭金融窗口。

香港未來要鞏固和發展作為國際金融中心的地位，以及加強參與共建「一帶一路」，是繞不開與伊斯蘭金融體系的接觸與合作。不僅在阿拉伯國家，伊斯蘭教亦盛行於印度尼西亞、馬來西亞、文萊等眾多東南亞國家。

人才缺口急需填補

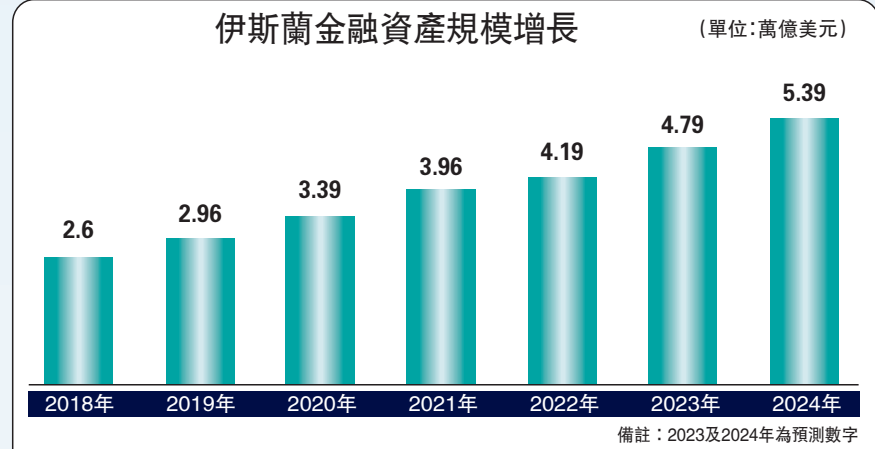
香港自2007年已開始嘗試搭建伊斯蘭金融平台，特區政府還在2014年發行了伊斯蘭債券。在此基礎上，香港若能大力發展伊斯蘭金融，不僅可以發揮「國家所需、香港所長」，還至少包括以下四大益處：

其一，通過發展伊斯蘭金融，可**加強香港與伊斯蘭國家在金融領域的互聯互通**。隨著全球各國金融系統趨於互聯互通，「金融語言」事實上已漸成為國際共同的語言，各國民眾對企業上市、股價、股市和債市的波動等共同的體驗，已產生了具有廣泛認同性的「通感」。通過這種「金融通感」，香港能夠增強與伊斯蘭國家的溝通、合作，以及進一步拉近與伊斯蘭國家民眾的距離。

其二，**有助於進一步提升亞投行的國際影響力**。由中國倡議成立的亞投行，未來在助力「一帶一路」、尤其是海上絲綢之路的推進中，可預期其大量業務將發生在印度尼西亞、馬來西亞等伊斯蘭國家。如伊斯蘭開發銀行（IDB）通過伊斯蘭債券，已展開與亞投行合作。香港順勢發展伊斯蘭金融，這對於擴大亞投行的影響力，提升亞投行的國際水平，起到一舉兩得的功效。

其三，**伊斯蘭金融圈已展露苗頭，香港應盡早參與把握商機**。公開數據顯示，全球伊斯蘭金融資產規模預計將從2014年的1.8萬億美元，增長到2024年的3.69萬億美元（更另有預測可達到5.39萬億美元），增幅逾一倍，而全球主要市場指數如道瓊斯指數、明晟全球指數中，伊斯蘭指數涉及的企業市值也高達數萬至數十萬億美元。馬來西亞近年來正尋求與西方合作，或通過優勢互補成立聯盟。新加坡也不落人後，推出相關措施積極進軍伊斯蘭金融業務，爭取發展成為全球伊斯蘭金融中心。

其四，**有助於推動香港參與伊斯蘭金融標準的頂層設計**。由於伊斯蘭法律法對於「伊斯蘭金融」所形成的規



範，各國存在不同的解釋，現階段各國對伊斯蘭教法的認定基準各自不同，要推進「伊斯蘭金融」全球化發展，須尋求建立一套國際通行的標準，以推動伊斯蘭金融的推廣。

綜上所述，當前的伊斯蘭金融體系是一個不斷創新的體系，新的發展方向正在醞釀之中，香港須盡早發展伊斯蘭金融、探索出發展伊斯蘭金融國際標準的頂層設計工作中去。

雖然香港發展伊斯蘭金融有上述諸多有利之處，但也應清醒認識到，伊斯蘭金融思維方式、運作方式與熟悉的西方金融思維、運作方式大相徑庭。近代的伊斯蘭金融源於1975年成立的迪拜伊斯蘭銀行，快速崛起則是在2001年「911事件」之後。背後原因，一是在「911事件」之後，不少伊斯蘭國家擔心存放在美國金融機構的資產會遭凍結；二是恐怖襲擊爆發後，引發了伊斯蘭身份認同的危機感，極大地促進伊斯蘭金融回歸伊斯蘭教義；三是近年來各種新型的伊斯蘭金融商品湧現。

相比中國內地、中國香港乃至西方國家的金融產品，伊斯蘭金融擁有業務彈性高、風險低、債務與堅實的資產連結，且禁止從事衍生性及投機性交易等特點，並且遵循伊斯蘭教律法為前提，禁止收付利息、禁止投機行為、禁止投資於酒類及博彩業等領域。雖然不能收付利息，但通過伊斯蘭金融仍可維持盈利和獲取報酬，主要是通過發行伊斯蘭債券（Sukuk），購買該債券的投資者不會有利息收益，而是以投資利得的形式獲取報酬。此外，還可採取成本加利潤銷型（Murabahah）、租賃型（Ijarah）、盈利分享型（Mudarabah）和股本參與型（Musharakah）等方式，獲取投資報酬。

資金監管帶來挑戰

因此，在共建「一帶一路」背景之下，香港須大力發展伊斯蘭金融，其中既有機遇，也有挑戰，至少有以下五個方面值得留意。

其一，**市場對伊斯蘭金融較陌生，部分人士或有抵觸**。伊斯蘭金融有四大禁忌，包括禁止利息、禁止風險交易、禁止從事投機活動或賭博行為和禁止交易非清真的商品。這對香港大多數金融從業者而言相當陌生，一時也較難適應。目前不單是在香港，就連在中國內地，從事金融行業的伊斯蘭教徒也相當稀少，培養相關金融人才需時不小。

另一需要適應的地方，是伊斯蘭金融機構的財務報表的特殊記錄方式。伊斯蘭金融機構的財務報表須根據《古蘭經》的要求事無鉅細記錄，

其會計制度主要目的是釐清所有團體的責任及權力，在符合教義下以公平、公開、清晰及道德地運作。伊斯蘭金融機構也非常重視慈善活動，明文要求金融機構在財務報表中要將慈善用途的款項公布出來。這要求香港金融從業人員須系統性學習，以及通過一段頗長的時間才能適應。

其二，**發展伊斯蘭金融容易流於表面**。一些國家、地區的金融機構為發展伊斯蘭金融急於求成，只是披上了伊斯蘭金融的外衣，實際上違反了伊斯蘭金融發展的本質。另一個讓伊斯蘭國家不能認可的模式，就是一些非伊斯蘭國家、地區的傳統金融機構，基於營運成本、營運效益的考慮，往往把伊斯蘭金融機構附屬在傳統金融機構之下，這種附屬模式導致伊斯蘭金融機構未能獨立運作，較難獲得伊斯蘭世界的承認。

其三，**香港及中國暫未有與伊斯蘭金融發展相結合、已形成規模的清真工業**。工業是金融業的基礎，金融業則是工業的催化劑，兩者緊密結合，才能達到資源的合理配置。在伊斯蘭世界，由融資、保險、製造和物流等所有環節均注入宗教信仰元素。但包括香港在內的不少國家及地區，往往伊斯蘭金融是伊斯蘭金融，工業是工業，二者之間甚少有關聯。由於從事清真工業的企業融資，也須符合伊斯蘭教義，但在非伊斯蘭國家和地區，目前符合伊斯蘭教義的融資管道不但十分有限，企業也缺乏吸引伊斯蘭投資者的平台和手段。

其四，**發展伊斯蘭金融的相關風險，香港市場未有完備的應對方案**。開展伊斯蘭金融業務時會遭遇一些特殊風險，例如在流動性風險方面，保本但不保障利潤的儲蓄存款，以及不保本也不保利的投資存款，是當前伊斯蘭金融機構的兩大資金來源。按照合約精神，伊斯蘭金融機構必須支付上述兩類人士有關資金、支付費用和利益等收益，若一旦遭遇危機，缺乏足夠的流動性，伊斯蘭金融機構則有可能無法執行合約要求，給上述人士帶來損失。

其五，**資金流向監管問題**。伊斯蘭世界的資金流通與主流市場的方式相去甚遠。如伊斯蘭世界盛行非正規的國際匯款系統——哈瓦拉（hawala）匯款體系，該體系以類似地下錢莊的方式，令資金在全球範圍內非正式地轉移，而毋須實際轉賬或電匯，匯款手續最快一天可以完成，收據、領據也一概全免，不會留下任何匯款記錄。也因此，一些罪犯、國際極端組織也經常利用哈瓦拉匯款體系轉移資金。在此情況之下，香港如何有效監控伊斯蘭資金的流向，對監管機構是一大挑戰。

（待續）

經濟放緩 美加息周期料結束



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼任住宅總裁

美國今年三季度經濟增長按年上調至5.2%，比較原預測上調0.3個百分點，但其後情形急轉直下。經合組織（OECD）指出，明年全球經濟增長率預計將從今年的2.9%，放緩至2.7%。筆者相信全球加息周期應該大致上結束，明年中減息期或會展開，全球投資市場行情應會改善。

經合組織表示，儘管債務水平較高，而且利率存在不確定性，全球經濟明年將略微放緩，硬著陸風險經已消退。

在經合組織的38個成員國中，發達經濟體的增長預計將實現軟著陸，其中美國經濟表現，迄今為止勝預期。明年美國經濟增長將從今年的2.4%放緩至1.5%，高於9月份的預期，當時預測美國今年經濟增長為2.2%，2024年為1.3%。

美聯儲局公布被稱為褐皮書的地區經濟報告，10月初至11月中，美國經濟活動放緩，企業報告通脹很大程度緩和，招聘人手更為容易，反映臨年底經濟動力有所減弱。

美聯儲局多名成員關注通脹數據，以判斷加息是否已經足夠。亞特蘭大聯儲銀行行長博斯蒂克重申，政策利率處於5.25厘至5.5厘已經足夠，過去一年多通脹率已經大幅放緩，同時亦避免了失業率急升。仍未見到限制性政策的全部效果，估計經濟活動及通脹仍將進一步降溫。

里奇蒙聯儲銀行行長巴爾金表示，希望保留在通脹回升時再度加息的選擇，現時談論減息為時尚早。

經濟軟著陸機會增加

克利夫蘭聯儲銀行行長梅斯特認為，通脹壓力舒緩，令美聯儲局有時間決定貨幣政策下一步行動。她並不排除進一步加息的可能，指出進一步加息的前景及利率維持於高位多久，很大程度上取決於經濟及風險如何演變。

美國以至全球經濟及通脹放緩，加息壓力將會大大減輕，而且明年經濟進一步轉勢，加息可能性亦降低。而且今年三季度美國經濟增長按年上調至5.2%，軟著陸機會增加，利好未來前景。

同時，美國投資市場持續向好，有望帶動全球樓市股市，改善過去一年多以來的疲軟局面。各地通脹逐漸下降，亦將利好全球投資氣氛。



▲美國今年三季度經濟增長按年上調至5.2%，利好未來前景。