



- ✚ 美聯儲寧要衰退也不要通脹的政策定力，將給全球脆弱經濟體帶來什麼後果。
- ✚ 香港和臺灣在巨大壓力之下，拋出 0+N 入境檢疫政策，效果未必立竿見影。
- ✚ 臺灣感受到了經濟發展的前路顛簸，需審視高科技全球化供應鏈的重組效應。
- ✚ 日本央行要試著習慣宏觀調控以應對經濟困境。中日供應鏈也將承受考驗。

❖ 美國市場

寧要衰退不要通脹？

本周市場最關注的是美聯儲的 FOMC 會議。加息 75bps 完全在市場預期以內，上週末市場預期 82% 可能性加息 75bps，18% 可能性加息 100bps。在公佈加息 75bps 後，市場最初反應是上漲。然而，隨後新聞發佈會上，美聯儲主席 Jerome Powell 的強勢發言，讓市場在接下來的交易日都陷入動盪。Powell 在發言中，第一次使用了“keep at it”三個字眼，這是上世紀 80 年代美聯儲主席沃克爾的自傳書名，翻譯成中文最傳神的應該是套用“勿謂言之不預也”。沃克爾當年將基礎利率一度提升到超過 15%，不惜以經濟危機為代價，

以長期高利率為手段控制石油危機後的物價飛漲。2% 的目標通脹正是沃克爾留下具有極其深遠意義的遺產。

“勿謂言之不預也”在一個非常嚴肅的會場，從鮑威爾口中說出，沒有人認為這是隨口一說，不僅美國市場誠惶誠恐，全球市場同此涼熱。黃金大跌，一舉跌破 1700、1650 兩個關口；日元一度跌破 145，日本央行入場干預；歐元前期還能在 0.999 的關口艱難維持，本周跌破 0.975。

當前市場，最核心的驅動力量不是微觀基本面，而是美聯儲不惜以美國經濟進入衰退為代

價，製造全球流動性緊縮。面對這種流動性的緊縮，最先倒下的將是發展中國家，而發達國家

中，則是歐洲、日本誰先“硬著陸”。

周大事件複盤

本周見證了全球市場的殘酷。從股市到大宗商品到貴金屬到能源，從美國到歐洲到日本。主要西方國家大盤均下跌超過4%，標普下跌4.7%，納斯達克下跌5.1%，標普11個板塊全部下跌；黃金一度跌破1650美

元，WTI原油跌破80美元，美天然氣更是一周下跌11.9%；歐元匯率下跌3.25%，英鎊下跌4.85%，日元在干預前一度跌破145日元兌一美元。儼然經濟危機已經來臨。



周失業救濟申請21.3萬維持不變算是正面消息。負面消息相對較多，美聯儲升息75bps本來完全被市場預期，但是鮑威爾的發言卻擾亂投資者的判斷。居民債務負擔持續上升，報

14.27%（債務支出占可支配收入比例），高於疫情期間最低12.5%，接近疫情前的15%。8月二手房銷售報480萬套（年化），從全同期620萬套和去年年底650萬套的高位持續下降；

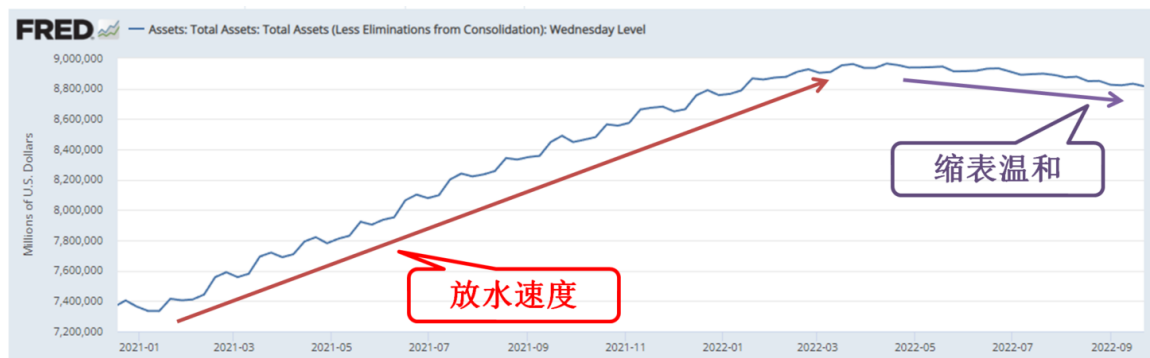
8月新房開工157萬套（年化），持續下降，遠遠低於年初180萬套；9月房地產景氣指數報46，

較8月49下降，50點以下為萎縮。本周更有俄羅斯可能升級到使用核武器的危險消息。

美國“硬著陸”前，多少國家會先倒下

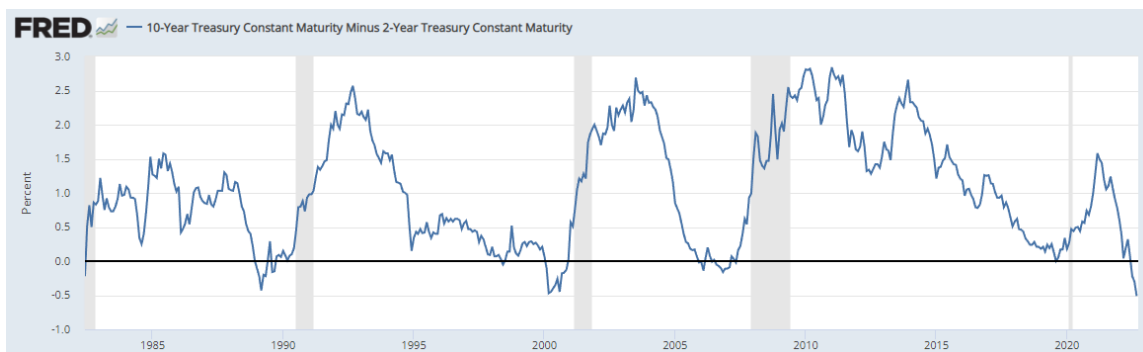
聽其言、觀其行。美聯儲在升息問題上的強硬和迅速，以及在縮表問題上的慎重表明，美聯

儲並不是不清楚在目前的經濟運行情況下，緊縮的貨幣政策可能給美國經濟帶來的副作用。



一手硬，一手軟。這表明美聯儲在非常小心的平衡其“真正”的政策目標和對美經濟的副作用。或者說，美聯儲評估顯示，升息本身已經能夠實現其“真正”的政策目標，而溫和縮表有利於維持美國本國經濟的流動性，緩解對美國的副作用。

即便如此，副作用依然毋庸置疑。利率倒掛呈現1982年來40年最為危險的狀態，超過了80年代後期的黑色星期五、2000年的網路泡沫和2008年的次貸危機。



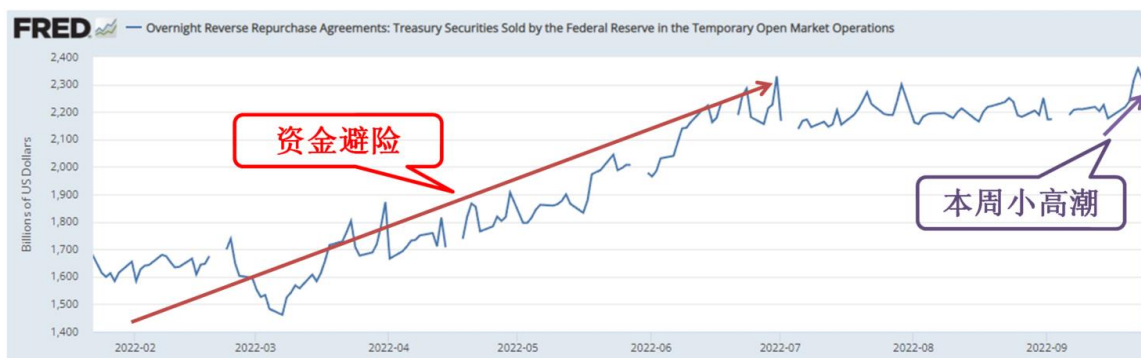
市場對華盛頓的信心

市場方面，如果單純從美國市場的角度，是避險情緒主導，資金從各大市場流出，而以現金形式滯留在銀行和美聯儲之間。美聯儲的隔夜回購市場，本周迎來一個小高潮，其滯留資金創歷史最高水準，本周最高 2 萬 3592 萬億美元，這是 7 月美聯儲進入緊縮後，避險資金規模趨於平穩後，看到的最大變化。而回購市場作為避險資金主要滯留方向，貫穿整個 2022 年。

我們認為，短期內市場的調整是技術性的，因為龐大的流動性依然在場外；同時，面對從股票、到大宗、到貴金屬、到能源、到匯市的全方面下調，流動性極強的場外資金，隨時可能重返（部分）市場。中長期來看，美國市場流動性不必擔憂。這和 2008 年次貸危機和 2000 年網路泡沫期間完全不同。

橫向對比而言，美國流動性目前相當健康，在經歷了美聯儲從年初來的升息和 6 月來的縮表後完全沒有影響，問題上美聯儲的緊縮貨幣政策到底直接影響到誰。我們想說，對發展中國家，這是一場比 1997 年亞洲金融風暴更為嚴峻的挑戰，歐洲、日本也更加困難。

歐盟在成立之初，僅僅西歐 15 個成員國，其經濟規模整體超過美國，但是 20 多年後的今天，從地緣和政策影響上，擴大到 20 多個成員國，覆蓋範圍延伸到東歐和亞洲，但是整體經濟規模不僅不如美國，更是在中國之後。日本在過去 30 年的經濟發展也相對緩慢。而美聯儲趨緊的貨幣政策，最直接的影響不是美國國內，而是全球經濟的脆弱地帶。



最後還是回歸到美國經濟“軟著陸”的問題上。中期選舉前，政策無法落地，市場趨勢判斷言之尚早；而有利“軟著陸”的因素在美國強全球弱，這個相對差距越大，美國“軟著陸”的視窗期越長；與此同時，我們也不得不說，華盛頓目前的政策並沒有針對美國經濟運行的癥結——供給嚴重不足；同時，這種供求不均衡已經超出了經濟學理想狀態下的價格機制能夠調整的範疇。

綜合而言，“軟著陸”視窗沒有關閉，但是在不斷收窄。短期市場崩盤的可能性不大，不少分析人士認為本周的大幅度下跌依然劃歸技術性調整，而不是牛熊趨勢轉化。在中期選舉後，在華盛頓政策方面更加清晰後，牛熊趨勢會逐步體現，但背後核心思想依然是華盛頓市。對於華盛頓市而言，最大的特徵的就是經濟消息需要通過華盛頓政策折射後，才作用於市場。

❖ 港臺大灣區

“0+N”離複常還有多遠？

本周港臺地區的輿論焦點集中在了開放邊境與恢復常態這件大事。民眾對於長時間的強制檢疫制度已經感到十分厭倦，本地經濟也因為嚴格的入境政策遭受重創。香港的經濟發展一直極度依賴其開放性和國際國內超級連

絡人的地位，嚴格的防疫政策逐漸讓香港產生了國際競爭力下滑的嚴重危機感。因此，社會各界近期一直呼籲特區政府鬆綁入境政策，讓香港與國際恢復聯通，提振經濟發展和民眾的複常信心。

香港是全世界抗疫政策環境最為難的地方之一。香港背靠大陸腹地，一直希望能與內地實現免檢疫通關，以恢復香港經濟發展和人員來往的最大動力，但受制於內地嚴格的“動態清零”政策，通關工作推進力度一直無法令民眾滿意。香港社會各界轉而對於香港聯通世界的邊境政策給予頗多期望甚至壓力。

港府一直採取相對於內地激進一步的入境政策，在未能達致個案清零的情況下率先實施“7+3”、“3+4”等政策。然而，這些政策並未能獲得社會的足夠認同，民眾認為政策對於國際旅客和商務人士的吸引力不夠，而國際其他區域已經基本恢復常態，政策上落後其他地區時間越久，香港失去國際金融中心地位的可能性就越大。



感受到來自商界和民眾巨大壓力的特區政府本周不斷釋出將於近期出臺“0+7”政策的消息，

但是並未有具體的宣佈時間點，媒體紛紛猜測會在10月的特首施政報告上宣佈，社會各界顯然對此表示失望。與此同時，9月22日，國際智庫聯合發佈評估報告指出，香港在全球金融中心指數方面整體排名下降一位，正好被新加坡超越一位。在巨大的壓力下，特首李家超翌日即宣佈香港將於9月26日實施“0+3”入境政策。

應該說這個政策比之前流傳的“0+7”或者“0+4”都要更激進一步，然而業界認為，只要入境人士仍有一段時間賦予“黃碼”而未能進入食肆和其他眾多室內場所，香港不但吸引不到國際旅客，反而會因為取消入境隔離而將香港居民往外推，短期內會讓香港成為空城。即使最大的建制陣營“民建聯”的發言人都表示，這次政策調整是好的開端，但相對海外仍然嚴謹，期待政府能夠繼續放寬至“0+0”。

香港醫學界專家紛紛表示，根據科學資料和香港的現實情況，實行“0+0”政策並無問題，希望政府在目前“0+3”過度政策的基礎上觀察一小段時間，之後立即加碼宣佈最終的“0+0”複常政策，讓世界恢復對香港的發展信心。

人口流失與區域競爭力議題

雖然國務院港澳辦認為用“移民潮”形容香港人口形勢並不恰當，但香港人口數近年連續明顯下降卻是不爭的事實。過去兩年香港人口淨流失分別為 11.3 萬和 8.9 萬，合共超過 20 萬，而 2013 年以來無論是淨移出還是淨移入，數字一般不超過 2 萬，因此這一趨勢極不尋常。

香港一直以開放和自由經濟體特質吸引全球專業人士來港發展和定居，嚴苛的防疫政策使得大量金融界和教育界等優秀人才流失，長期下去恐怕會形成不可逆轉的效應，對香港在區域內的競爭力的負面影響不可小覷。因此，港大昨日發佈的《香港經濟政策綠皮書 2022》建議，香港不但要鬆綁入境檢疫政策，更要大膽降低引進人才的簽證門檻，吸引大量周邊地區及國際人才來港發展。

財政司長陳茂波則指出香港出口跌幅擴大的事實，又強調全球各地央行同步大幅加息的程度已達 50 年來少見，全球經濟陷入衰退的風險不斷增加，以此希望特區政府能進一步放寬入境檢疫政策以利本地經濟恢復。

香港貨櫃碼頭輸送量下跌至全球第九，落後新加坡等地，機場、高鐵、港珠澳大橋以及郵輪碼頭同時出現“四大皆空”的罕見悲情局面，對於提升香港國際航運中心地位相當不利。本周香港各大銀行紛紛上調最優惠存款利率 1/8 厘，隨著美國加息週期的延續，下一步香港將會調高貸款利率，令全港樓市和借貸市場承壓，業界預計全年樓價將有 8% 的跌幅。

與此同時，港股市場也是悲觀情緒瀰漫，機構紛紛釋出指數下行至 17000 甚至 16000 以下的點位，外資投行更直言第四季之前沒有入市的机会。這些負面因素短時間內夾雜一起，的確令香港的區域競爭力承受巨大壓力。

縱然落後於海外其他國家地區的入境檢疫政策，但社會各界依然認同港府從善如流，放棄入境酒店強制隔離政策，認為是一個好的開始，不管如何都會對人的流動起到根本性的積極作用。

政策宣佈當日，國泰航空官網已經無法即時查詢航班，而需平均等候 18 分鐘，國泰也將於 10 月加開超過 200 對前往亞洲和

長途航點的客運航班，足見政策對人流和交通業的積極影響。



【0+3】國泰官網睇機票要排隊18分鐘 國泰：10月逾93對航班飛日本、12月復飛北海道札幌

臺灣的經濟隱憂

臺灣自疫情以來一直依靠表現良好的出口穩住了經濟，成為中國大陸以外全球極少數經濟實現正增長的地區，然而目前強勢美元刮起的旋風讓臺灣感覺到來自周邊區域的經濟壓力陡增。從8月訂單資料來看，來自大陸和香港的訂單按年減25.5%，創2009年以來最大減幅。

依照經驗估計，中國經濟增長每增減1個百分點，臺灣地區就會有相應的0.29個百分點增減，其中影響之大無法不受重視。與此同時，受長時間俄烏戰爭影響的歐洲將受能源支出劇增的影響而減低消費需求，美國亦因加息和緊縮政策導致衰退趨勢明顯，這些不利因素將對臺灣下

但業界和民眾對於徹底取消檢疫政策的期待耐心期將比較短，港幣因與美元掛鉤而呈現強勢購買力，如果政府無法把握正確時機適時進一步改善防疫政策，不僅吸引不到國際旅客，反而將本地居民推向國際旅行，加速資金外流，屆時對香港本地經濟將會有更嚴重的打擊。

一階段的經濟增長造成嚴重的外部不穩定。

對於臺灣而言，受美國升息和匯率影響導致的外部需求下滑，短期不會消失。但根本上最需要審視的恰是全球高科技供應鏈的格局變化問題。如果僅僅是疫情影響了大陸和香港的貿易，那疫情將會較快好轉，後續情況也許比較樂觀。但如果在需求下滑同時，由於中美關係的影響而出現一次全球化科技供應鏈的重組，同時由於新臺幣匯率持續走弱而導致台積電的毛利率下降和生產疲弱，那麼後疫情時代臺灣社會各界對於臺灣經濟發展和兩岸關係的走向就會有另外的期許。

❖ 日韓東北亞

日匯狂瀉，央行會否陷入調控泥沼

9月19日，世界銀行報告顯示，如果按1美元兌140日元計算，日本的GDP正在萎縮，預計2022年的日本名義上的GDP時隔約30年低於4萬億美元，與第4位的德國基本持平。

過去日元的貶值，日本央行基本上採取默許態度。主要原因在於高科技附加值產品，比如微晶片、精密機械等，對於日本而言一直是出口的支柱。隨著新能源汽車、各式電子產品等需求的擴大，高科技附加值產品帶來的市場地位和利潤也更加可觀。但是在過去的二十年中，日本在高科技附加值產品的市場份額所占的份額卻斷崖式下跌，被中國臺灣和韓國所侵蝕。特別是韓國，過去幾年裡，日韓的貿易爭端便集中於這個領域，日元貶值頗有劍指韓國的味道，希望從韓國手裡奪回一部分市場份額。

同時，由於過去兩年中，日本許多企業的海外生產基地（主要在中國）不同程度的受到疫情衝擊（如封城、人員感染、生產原料供給不及時等），供應鏈的穩定性受到影響，日本政府為了

盡可能減少生產的風險，便採取積極的“產業回流”政策，希望招攬更多的國內外企業回國投資開工廠，趁著日元貶值來提升這個政策的吸引力，重新奪回供應鏈的話語權。值得注意的是，中國大陸同樣也在高科技附加值產品上發力，嘗試後來居上。日元的快速貶值，應當也蘊含著希望通過價格壓制中國的戰略意思，避免日本的出口業被多重積壓而淘汰出局。

但如果過度依賴日元貶值和貨幣寬鬆的支撐，就會增大企業進口原材料的負擔。日本畢竟還是資源貧乏的島國，所有的生產原料都需要進口，一旦原材料負擔過大，為了維持生產成本，企業將不可避免地調整行業工資開刀，這樣將使不少國民收入減少，拉低社會消費水準，以美元計價的日經平均指數今年已經下跌2成。隨著日元對美元走入30年不過的“140:1”的區間，日元在國際市場的購買力也退回30年前，當時正是日本在經濟泡沫爆破後的“失落期”，一旦國

民購買力受到更嚴重的傷害，日本經濟的未來展望也難以轉正。

日本雖不是移民國家，但近年隨著人口情況的惡化和本國技術人才的缺口的擴大，正逐步放開移民和對外國勞動者的工作限制，比如降低工作簽證簽發要求，鼓勵長期在日工作單位外國人定居等。但日元的迅速貶值對外籍勞動者來說，將加大他們的生活成本和降低後代留日的可能性。

從今年兌美元貶值幅度來看，日元高於韓國韓元，以美元計價的平均工資與韓國已經基本持平，對於希望通過吸引移民改善勞動力市場和增加青壯人口的日本而言並不是好消息。而且這部分外國移民所帶來的還有相當開放的文化理念例如消費習慣、知識結構等，這對於日本的產業升級、擴大內需也是愈加重要的。如何堅實構築以高附加值產業為基礎，能夠應對生產成本被迫上漲、貨幣走強的經濟結構成為日本當務之急。

在日元兌美元匯率接近“145:1”的關口後，日本政府和日本銀行9月22日時隔23年啟動了買入日元、賣出美元的匯率干預，令匯率退回市場預測的“145日元防線”以下。從目前日本的經濟情況判斷，官方入市干預是為了保持金融市場穩定，防止過度的投機活動，日本的通脹在10月也有可能將突破3%，增長幅度遠超過過去十年的平均水準。

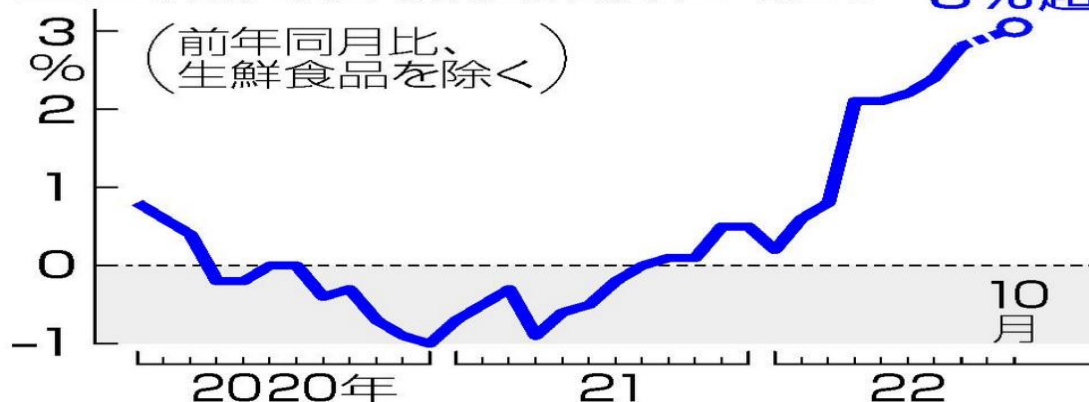
但最重要的是，日本銀行的貨幣寬鬆和買入日元干預存在矛盾。在維持貨幣寬鬆、營造容易出現日元貶值的環境的同時買入日元進行干預，兩者顯得並不協調，由於缺乏長期干預的政策基礎，因此這輪干預在效果和持續性上尚且存疑。

同時在目前歐美各國普遍進行貨幣緊縮的情況下，日本政府依然謹慎行事，預示著日本政府必須在未與各國協調的情況下單獨進行干預，日本政府有可能面臨不得不長期做好頻繁對金融市場進行穩定操作的“泥沼”。

2022年の対ドル円相場の動き



全国消費者物価指数の推移 3%超?



正面信息

1、日本從10月11日起取消單日入境人數上限，還將解除個人自由行禁令，短期停留將免除簽證要求。日本是發達國家中開放速度較慢的，政府希望趁著日元匯率還在較弱區間的時候儘快恢復旅遊業，刺激疲軟的內需。同時中國大陸依然執行較為嚴格的出入境政策，日本希望吸引原本赴華旅遊的國際遊客轉至

日本，提升日本國際旅遊業的地位。

2、9月21日，日本央行決定維持大規模貨幣寬鬆，證明日本經濟的復蘇達不到政府預期，日本也不得不繼續採取較為寬鬆的貨幣政策，但在通脹不斷高漲下，寬鬆能持續多久是個問號，而從目前的日本內閣府和經濟產

業省的口風看，至少明年的財政預算依然是以積極的政策方向為主。

3、經濟產業省 9 月 22 日召開核電站建設進度和運營會議：俄烏戰爭和油價的波動令日本憂慮本國能源供應，擔心一旦台海爆發衝突或者出現極端氣候，國內的能源供應將會癱瘓。儘管依然存在不少爭議，但日本政府已決意推動新建國內核電站的工程和現有核電站的使用壽命，減少對外的能源依賴。

4、時隔 31 年，日本住宅用地價格出現輕微上升，日本全國住宅用地平均價格與去年同期相

比出現 0.1% 的升幅，是自 1991 年的首次。尤其是主要都市圈郊外土地的需求出現大幅上漲。新冠的出現在一定程度上提高了日本人對於住宅投資的欲望，但是這種上漲能否維持，尚需要觀察。

5、9 月 19 日，日本政府通過新一輪預算，預留 3.5 兆億日元來協助社會抵消高通脹的衝擊。可以預期為了促進消費，日本政府可能會延續新冠以來的多種直接或間接補貼的形式來振興消費信心，也意味著至少在新的一個財政年度中日本還是會堅持寬鬆的貨幣政策。

負面消息

1、由於日元匯率走低，物價指數持續上升，8 月份 71% 的市場商品都出現漲價。幾乎所有的商品出現漲價是在日本較為罕見的，將對消費端尤其是居民日常開支帶來較大壓力，影響未來消費信心。日本政府如何在匯率放水的同時拉動國內消費將是未來觀察的重點之一。

2、日本在 2023 年的 GDP 增長預期將出現一定程度下降。日經新聞根據日本第三季度 GDP 測算，2022 年全年 GDP 增

長率約為 1.7%，但受進口成本上升，內需疲弱等因素影響，2023 年可能將只有 1.4% 左右。日本 GDP 增長預期的下降除了匯率因素外，還有供應鏈不暢的原因。日本有可能將會繼續在加大產業引流回國和鼓勵海內外投資兩方面著手，甚至在稅收、土地徵用等方面出臺更多的政策。

3、日本勞動力市場缺口擴大。總務省 9 月 19 日發佈資料顯示，2021 年日本 65 歲以上長者的工作人數有 909 萬人，連續

18 年增長，就業率為 25.1%，即 4 個老年人中至少有 1 人在工作。日本人口老齡化依然在加速，日本“老人社會”的局面已經無法更改，這令日本將更渴望通過引入海外技術、高知識類的移民來支撐日本的可持續發展。

4、日本半導體設備商下財年利潤預計轉為下滑。據統計，愛德萬（Advantest）和迪思科（DISCO）等四家日本主要的半導體企業的 2023 財年的合計淨

利潤預期為 7154 億日元，比本財年預期減少 7%。比 6 月底的預期減少 12%。一方面這反映出受制於全球經濟不景氣，半導體行業也不可避免地受到波及；另一方面在較為寬鬆的貨幣和財政政策下，日本半導體行業依然出於相對萎靡的狀態，可能將獲得日本政府更多的支援，甚至有機會令日本半導體行業主動追求與中國臺灣乃至歐美進行資源整合和行業聯盟的可能性。

微觀動態

1、日本正研究把二氧化碳變為建材和燃料的技術：日本在廣島縣內建成了產學官一體，研究活用二氧化碳的基地，通過讓企業和大學參與其中，探索把二氧化碳變為建材和燃料的技術。這意味著日本已經在迴圈經濟上有了新的思路，嘗試將二氧化碳作為能源而非廢棄物來對待，希望能儘快掌握利用二氧化碳的碳回收利用的技術，在“碳排放”領域取得更大的話語權。

2、鈴木在印度驗證用牛糞和尿生產汽車燃料。鈴木發佈消息稱，將與印度政府相關機構啟動用牛糞和尿中所含的甲烷作為汽車燃料的驗證業務。目前日本

雖然掌握有氫能的不少專利，但受制于成本、國際競爭等多重因素而難以在機動車上推廣；鋰電池機動車的研究和應用方面日本也遠落後于中美歐。因此日本聯合這方面同樣處於弱勢的印度試圖尋找新的突破口。

3、日本制鐵和 JFE 鋼鐵合作研究氫氣煉鐵。兩家企業將在被視為脫碳王牌的煉鐵工藝“氫氣煉鐵”的實用化方面展開合作。用氫氣代替煤炭從鐵礦石中提煉鐵，使二氧化碳排放量比高爐減少 50% 以上。目標是在 2050 年之前實現實用化。鹿島及竹中工務店等將開發可封存二氧化碳的混凝土。一方面日本意

識到氫能專利不能夠再被浪費，正在更主動探索氫能在工業上大規模應用的可能性；另一方面，日本也轉變了以往在工業創新上

企業各自為政的思路，希望通過企業資源整合實現技術升級和實力的提升。

中日經濟關係

多家日本企業正加速建成脫離中國生產的零部件供應鏈。大金將在 2023 年度內構建非常時期缺少中國產零部件時也能生產空調的供應鏈。除了在日本國內自產與節能等核心功能相關的零部件外，還將要求供應商在中國以外的地區生產。

在汽車領域，馬自達正探討降低對經由中國採購的零部件的依存度。上海等城市由於封城措施而被迫大幅減產，部分零部件正要求供應商在日本等中國以外的地方生產。這說明中國嚴格的

防疫對策例如封城及中美對立而存在供應中斷風險、地緣政治風險的憂慮正在日本製造業中擴大，勢必加快減少對中國依賴度。

儘管中日經濟關係徹底脫鉤是不現實的，但是日本生產鏈的流出對於中國的就業、地方稅收、上下游工業品的生產消化所帶來的負面衝擊也會逐步浮現。日企的流出會否產生規模效應，導致其他的外資生產鏈一同遷出也需要倍加留意。

聲明：本報告基於本所認為可靠的公開信息，但本所不保證該等資訊的準確性或完整性。本報告的版權歸本所所有。未經本所事先書面授權，本報告的任何部分均不得以任何方式製作任何形式的拷貝、影本或複製品，或再次分發給任何其他人，或以任何侵犯本所版權的其他方式使用。

Asia Pacific Regional Development Institute of Hong Kong | www.aprdi.org