

內地連環出招挺經濟 政策支持料續加碼

汪濤 瑞銀投資銀行亞洲經濟研究主管及首席中國經濟學家

自9月下旬以來，內地出台了一系列寬鬆政策應對經濟挑戰，尤其是房地產下行和地方財政困境。考慮到特朗普贏得美國大選，未來美國很有可能對中國加徵關稅。我們認為，內地在未來一年會進一步加大政策支持，包括進一步擴張財政政策（我們預計增廣財政赤字率或在2025年擴大2個百分點），更有力地降息，加強對居民部門的補貼（包括生育和育兒補貼），以及推動房地產去庫存。朝前看，最值得關注的主要事件和時點包括：12月的中央經濟工作會議、2025年3月的全國人大會議，以及美國對華加徵關稅的相關政策細節。

內地四季度經濟有望反彈

預計經濟增長在2024年四季度環比反彈，但在2025年放緩近期出台的政策措施可能為四季度帶來更為強勁的財政脈衝。此外，以舊換新政策補貼和消費者情緒小幅改善或支撐消費支出，未來幾個月

出口也可能保持穩健。我們預計實際GDP環比增速（季調後環比折年率）從第三季度的3.6%提升至四季度的6.5%，四季度同比增速保持在4.6%或略高水平，2024年全年增速為4.8%。到2025年，美國對華加徵關稅和房地產活動繼續下行可能部分抵消政策支援的效果，我們預計實際GDP增長將放緩至4.0%。我們預計2025年CPI同比增速均值僅略高於零（0.1%），PPI仍然處於同比下跌區間，美元兌人民幣匯率面臨更大的貶值壓力。

料多措並舉助樓市去庫存

近期政策寬鬆措施出台後，11月房地產銷售繼續改善。得益於9月以來政策支持加碼，30城房地產銷售在11月前13天同比增速躍升至20%，而10月同比下降4%，9月同比下降32%。

我們認為，要實現房地產銷售的持續復甦，需要房價企穩、居民收入前景改善。我們目前預計，房

地產銷售面積或在2026年上半年企穩，新開工面積於2026年年中企穩，二者在2025年跌幅分別收窄至5%至10%和10%至15%。

9月底以來政策支持加碼，我們預計未來將有更多政策出台。鑒於特朗普贏得總統大選、美國未來可能對華關稅加徵，我們認為，未來一年內地或將加大政策支持力度，包括擴大財政支持（2025年增廣財政赤字率擴大2%）、更有力地降息、加強對居民部門的補貼（包括生育和育兒補貼），以及推進房地產去庫存。

出口續受惠全球科技上升周期

我們預計2025年實際GDP增速放緩至4.0%，假設美國對華加徵關稅、房地產下行周期延續，並且政策支持加碼，房地產活動降幅可能收窄，但仍會繼續拖累經濟增長。出口仍將受全球科技上升周期支撐，但明年晚些時候開始可能受美國對華加徵關

稅的負面影響。由於需求走弱及不確定性上升，企業資本支出或從近期的強勁增長勢頭有所減速。消費增長可能放緩，儲蓄率持續處於高位。我們認為CPI平均增速或僅略高於零（0.1%），PPI依然保持下跌。

未來宜持續關注三大焦點

我們認為，12月舉行的中央經濟工作會議上或會討論主要政策目標及其他政策措施，更多措施或於明年3月全國人大會議的最終公布，以及在美國加徵關稅細節公布之後進一步加碼。但是，考慮到內地經濟形勢存在較大變數，並且可能出現超預期的外部衝擊，在12月底和3月初之間也可能會召開關注經濟問題的中央政治局會議或者出台新的政策支持措施。至於美國對華加徵關稅的初步計劃，則可能最早或於未來幾個月內宣布。

(節錄)

特朗普未上場 美聯儲已難安

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

眾所周知，美聯儲有兩大任務，一是維持物價穩定，關注通脹的問題；二是盡量促進就業，處理失業的問題。兩者的重要性並不絕對一樣，視乎形勢而定。以過去幾年而言，全球都致力於壓低通脹預期，美國亦不例外，及至通脹漸次有望自行回落至2%中長期目標水平，自然可以把較多注意力放在改善失業，刺激經濟增長。

日前美國公布CPI消費物價指數大致符合預期，最新公布的PPI生產物價指數不只符合預期，更是高於預期，上周末之前公布的出口價格指數，事實上當中普遍數據既有符合預期，亦有高於預期，意味着通脹仍是一大隱憂。

通脹未全受控 下月減息不急

如此一來，馬上引起另一種解讀，起碼通脹未必如大家想像般受控。假如這種解讀為真，則難免令人聯想之前減息的如今就算不逆轉，之後要再減息概率亦相應下調才算正常，並正好印證了美聯儲主席鮑威爾日前所言，美國經濟不俗，並不急於減息云云。

這個觀點，跟之前9月一減半厘的想法有很大落差，經過11月減息四分之一厘之後，12月是否仍要再減，以鮑威爾之言顯然是降溫，而利率期貨所見亦馬上相應調整。的確，從眾多經濟數據所見，儘管美國有經濟放緩的跡象，但短期未見衰退之虞，尤其9月和11月相繼減息後，暫時看來對於刺激經濟一事，應有一定作用。

新總統對財金政策有主見

無論如何，當前美聯儲的決策是否絕對數據為本，抑或另有盤算，箇中不易分辨，尤其考慮到



● 無論如何，當前美聯儲的決策是否絕對數據為本抑或另有盤算實難分辨，尤其考慮到特朗普即將上場，當中的複雜性可想而知。圖為美聯儲大樓。

稍後有新總統上場，而擺明車馬地，新總統與聯儲局主席是不咬弦，當中的複雜性可想而知。

正如本欄之前預告，投資者要留意貨幣政策的透明度和穩定性，特別是下一屆美國總統特朗普，最新在人事任命上，似乎有較多人意表的選擇，外界對此不明朗因素，既有一定理性預期，但同時亦難掩失望或驚訝。

特朗普與鮑威爾不和溢於言表，鮑威爾在記者會上斬釘截鐵的表態，說明了這場爭議極難善罷，至於何時發生衝突，以什麼形式或事件觸發，事前極難預料，但可以肯定的是，特朗普對於美元匯價以至美國利率都有明顯的主見，基於當前共和黨在國會取得主導優勢，特朗普並無制衡可言，一切還需拭目以待。

假如特朗普存心要跟鮑威爾過不去，恐怕後者

即使有法律的尚方寶劍，亦不可能完全安穩過日子，不明朗的始終是不明朗，不可能當作一切清楚。暫時看來，唯一可以肯定的倒是，美國長債孳息走高是大勢所趨。

債台高築自有底因

顯然，短息如何，美聯儲尚有改變的能耐，但論到長息，恐怕當地經濟體質一事，任誰也不一定有事本一下子改變。始終冰封三尺非一日之寒，長期結構問題，能夠形成並演化至今，自然有其頑固的基本原因，不容易因為四年一任的總統而有本質變化。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

特朗普捲土重來 關稅壁壘如意算盤難打響

黃偉棠 香港都會大學商學院會計及財務系客席講師、註冊會計師及特許金融分析師

在2016年，當特朗普首度競選美國總統時，他的主要目標之一是揚言打擊中國及其所謂的不公平貿易行為，他認為這些行為直接損害美國經濟。在擊敗希拉里後，特朗普團隊開始實施關稅計劃。八年後，特朗普再次將中國描繪成美國藍領工人的敵人，挑唆藍領工人幫助他擊敗現任美國副總統哈里斯。

然而，最近十年來中國在技術發展上取得的許多成果，這部分得益於特朗普悍然發動貿易戰，迫使國家自力更生。自特朗普首次進入華府以來，中國在技術和工業實力方面取得顯著進步，同時建立世界最大經濟體替代貿易路徑。

美國發動貿易戰是自絕於世界

事實上，美國限制貿易和半導體製造的政策在現任總統拜登任內繼續推行，這更意外地推動了中國加倍發展國內研發能力。因此，貿易戰和美國技術禁令最終效果可能是將美國與世界隔離，而不是真正的阻止中國發展。

無懼打壓 中國生產力再攀高峰

雖然美國已經實施六年以上的關稅、出口管制和金融制裁，但中國仍在穩步推進國家在未來產業中主導地位。據最新研究顯示，「中國製造2025」——這個十年前推出的國家工業政策藍圖，在很大程度上取得成功。在經濟學家追蹤世界13項關鍵技術中，中國在其中5項取得全球領先地位，並在另外7項迅速趕上。這代表美國以外的地方正越來越多地使用中國生產的電動車、智能手機和太陽能板。

從美國的角度而言，這種遏制中國的政策最終可能會令全世界孤立美國，並傷害其國內企業和消費者。

中國技術的崛起不會因美國的限制措施而受阻或減緩，我國的生產力發展正處於歷史高點；其製造商品貿易順差相對於全球GDP的比例是自二戰結束後最高。中國繼續在製造業主導地位和技術進步階梯上攀升。在「零和博弈」思維主導

下，美國當局片面地認為如果想贏得競爭，便需要「跑得更快」極力阻礙中國的發展。特朗普揚言要重啟他第一任期主導的對華貿易戰，威脅要徵收高達60%的關稅，這一稅率必將導致兩國之間的貿易陷入停滯。

長期以來，關稅是被經濟學家批評為扭曲市場生產力的一大障礙，雖然在表面數據上看似有助縮小美國對華貿易逆差，但其實際後果是，這將迫使大部分貿易活動「另闢蹊徑」，即透過東南亞和其他地方重新鋪路，而尋找新市場的迫切性只會進一步鞏固中國在所有製造領域主導地位。

供應鏈料愈趨平衡利好環球經濟

雖然中國在先進半導體和晶片製造設備等領域（所有未來技術基礎層）內，整體而言在未來幾年內與美國相比仍會有一段距離，但以目前趨勢來看，相信這一距離將逐步收窄，到時將會出現一個更平衡世界供應鏈，既有利於中國的發展，亦將有利於全世界的經濟發展。

全球經濟再現陰霾 中國互聯網股續看俏

Arend Kapteyn 瑞銀投資銀行全球首席經濟及策略研究主管

全球經濟的基本面持續改善。過去兩年通脹和利率衝擊在消退，實際收入的增速達到20年最高水平，信貸增長開始走高，而且房地產市場出現開始轉向的跡象。儘管如此，我們預計未來兩年全球經濟增長將放緩0.5個百分點以上（從3.2%降至2.6%）。部分因為我們認為美國目前的經濟增長無法持續，但主要因美國加徵關稅將對本已疲軟的中國經濟造成損害（基於我們預期）。

美股明年上半年料走低

在美聯儲首次降息後的12個月內，回報率一般為11.7%，但當ISM在12個月中漲幅不到5個點時，回報率僅為3.5%至4.5%。我們預計2025年末標普

500指數將達到6,400（上漲約6%）。在特朗普發布內閣任命、今年股市反彈之後，我們認為明年上半年美國股市將溫和下行，因為美國經濟增長放緩。一旦盈利預測降至更現實的水平，2025年下半年的表現將改善。雖然美國股市可能跑輸幾個月，但我們預計在12個月內，美國股市將跑贏歐洲，而歐洲將跑贏新興市場。品質股將繼續跑贏價值股，不過美國金融股應該會表現良好。新興市場中，中國內地互聯網股票仍是我們的首選。

新興市場利率具吸引力

美國實際收益率距離2023年的峰值不遠，當時亞特蘭大聯儲GDP nowcast 預測升至近6%，而目前為

2.5%（瑞銀未來兩年的平均預測為1.7%）。鑒於移民減少、關稅增加的風險，我們認為美國通脹盈虧平衡的風險回報偏於上行。不過，名義收益率應會走低，兩年期收益率的降幅可能比10年期更明顯。我們估計10年期等效久期的供應量從2026年起才會大幅攀升。在那之前，我們不急於布局熊市陡峭化（bear steepeners）。我們認為，澳洲、英國和新興市場利率也具有吸引力。信用利差的區間將維持到年底，但2025年會小幅走闊，其中美國跑贏澳洲。

金價升幅料放緩惟仍堅挺

根據利差，美元兌日圓匯率過高19個點（當前利差的公允匯率約為135），而歐元與模型預測值大

體一致。我們預計短期內歐元和日圓仍將承壓，但如果日本的經濟增長繼續改善，促使日本央行在2025年加息至接近1%，日圓或將大幅反彈。我們認為全球任何地區的貨幣都未反映關稅風險。2018年至2019年，離岸人民幣兌美元的貶值百分比幾乎與關稅的升幅相同。各國央行和零售市場的黃金需求也仍然強勁，因其希望實現投資組合多元化。即使黃金走勢放緩，它仍將是大宗商品中的贏家，而投資者對銅的熱情將受到經濟增長疲軟的拖累。

(節錄)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。