

若特朗普上台勢必推高通脹



經濟哲思 蔣哲
方正證券首席經濟學家

2024年美國共和黨全國代表大會於7月15日至18日在威斯康星州的密爾沃基舉行。「2024共和黨綱綱」(2024 GOP Platform)將在今大會上被正式審議通過，這份綱領性文件以「美國優先：回歸常識 (America First: A Return to Common Sense)」為序言標題，闡述了特朗普作為總統候選人的競選承諾和政策方向。

共和黨綱綱的政策目標與重要條款可簡單粗略地分為對內與對外政策，但這些政策天然存在矛盾。例如，國內減稅、重振工業的對內政策與限制移民、加徵關稅的對外政策均不利於控通脹，而對內政策意味着聯邦政府債台將進一步高築，並不利於維護美元作為世界儲備貨幣的地位。

粗略來看，更有韌性的經濟與更有黏性的通脹意味着更緊的貨幣政策，而寬財政與緊貨幣的組合意味着更高的利率與更強美元。考慮特朗普政策的多樣性、複雜性與不確定性，以及「寬財政+緊貨幣」組合的可持續性，大類資產在不同階段的走勢或有較大差異，且資產價格本身也會對政策產生反身性的影響。

特朗普的對內政策主要包括國內減稅、重振工業兩項，均是通過寬財政的方式拉動需求，刺激通脹。另外，特朗普平衡貿易逆差的政策意味着弱美元的訴求，而2025年11月特朗普提名新的美聯儲主席，如若順利通過國會兩院的聽證會，則美聯儲或迎來一個更鴿派的主席。

國內減稅刺激內需。共和黨綱綱政策目標表示，將把《就業與減稅法案》中執行的減稅永久化，並取消小費稅。在近期接受媒體採訪中，特朗普表示擬將企業稅率由當前的21%降至15%，而此前拜登曾計劃將其提升至28%。進一步的減稅政策將意味着聯邦政府更大的財政壓力、居民部門更高的可支配收入、企業部門更高的利潤、更強勁的經濟韌性和通脹黏性。

重振工業推高投資。自2021年以來，拜登政府連推推出《兩黨基建法案》、《通脹削減法案》、《芯片法

案》，美國製造業建築開支也自2021年三季度出現指數型上漲。但由於電子設備(芯片)代表民主黨利益，製造業代表共和黨利益，因此電子設備製造業作為兩黨的「最大公約數」，也基本貢獻了當前製造業建築開支的全部增長。

本次共和黨綱綱表明，將取消不利於企業製造業的法規、促進供應鏈重新轉移到美國境內。因此，其他製造業有望追趕電子設備製造業的步伐，在美國境內開啟新一輪的製造業投資熱潮。與國內減稅類似，這將意味着聯邦政府更大的財政壓力(對製造業的政策補貼)、製造業工人更高的可支配收入、製造業更高的利潤、更強勁的經濟韌性和通脹黏性。當然，全面增加能源產能的政策或對短期能源價格構成壓力。

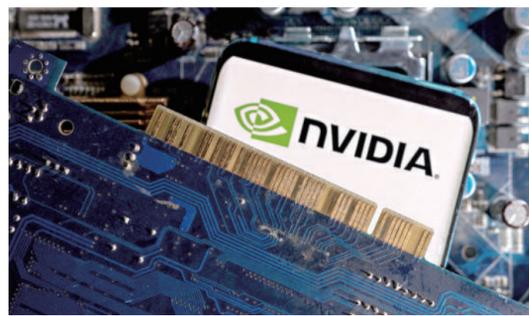
聯儲獨立性成疑

染指聯儲替換主席。鮑威爾由特朗普提名，於2018年擔任美聯儲主席。出於對特朗普《就業與減稅法案》可能導致經濟過熱的擔憂，2018年美聯儲累計加息四次。到2018年中期選舉前，在超預期收緊的貨幣政策、貿易摩擦升溫、政府停擺的共同影響下，市場避險情緒升溫，美股大跌，間接導致了共和黨在2018年中期選舉中的失利，這也導致特朗普在公開場合多次譴責美聯儲。如若特朗普上台，美聯儲2025年的貨幣政策或出現收緊。

雖然特朗普表示不會讓鮑威爾提前「下課」，但特朗普平衡貿易逆差的政策意味着弱美元的訴求。因此，特朗普或在2025年11月向國會提名一個更鴿派的美聯儲主席，如若順利通過兩院聽證會，則2026年的美聯儲或更加「保守」。

「寬財政+緊貨幣」的政策組合在2023年三季度曾上演過，彼時在中長期美債發行超預期的供給壓力下，10年期美債利率一度從中小銀行危機後3.3%的低位快速抬升至5%，而在英偉達(Nvidia)等科技股強勁的業績支撐下，納斯達克指數走勢仍然非常亮眼。如若該政策組合在2025年再度上演，則美債利率或再度面臨顯著上行風險。

對於美股而言，經濟韌性對美股分子端的支撐，以及美債利率上行對美股分母端的打壓，或意味着風格將從成長切換為價值。而對於小盤股、尤其是小盤成長股而言，其上漲的持續性仍更多取決於盈利預期在降息開股後的改善，但緊貨幣預期使得這一改善的空間較為有限。



英偉達等科技股強勁的業績支撐下，納斯達克指數走勢呈向上。

購買力不斷釋放 港二手樓市料轉旺



主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部行政總裁

自從本港樓價由年前高位回落約兩成多後，近期交投陷入持續整固的局面。「美聯樓價指數」最新報132.64點，按周跌0.5%，連跌四個星期，本年迄今樓價跌幅擴大至近3.6%的近八年新低。「美聯信心指數」最新報53.1點，按周跌1.5%，連跌七個星期。美聯物業首席分析師劉嘉輝指出，新盤持續以低價推售，一手搶佔市場購買力，二手交投亦見放慢，急於求售的業主減價吸客。

減價盤增加，信心指數下跌。有市場人士擔心，本港經濟表現未如理想，加上最近港股市氣延續弱勢，二手樓市交投或出現反彈後的新跌浪。當然，筆者對此並不認同，原因是中央及特區政府已推出不少刺激經濟的措施，發揮效力需時，但是整體樓市交投已經活躍起來。

惟購買力傾向新盤。綜觀近月銷情亮麗或入票反應熱烈的新盤，均是以「求量價」開盤的項目，當中不少是以中價或中細價作主打的「上車盤」，信手拈來其中一個矚目的屯門項目黃金海灣·意嵐，執筆之時市場消息指已收逾7600多票，以周六首推188伙計，超額接近40倍，明顯可見市場剛需依舊相當

強勁，樓市買家從未消失，只是「擇善而買」。

利率回落為樓市復甦之時

二手的成交雖然未回到3月份「撒辣」後的高峰，已進入整固的階段，但是綜觀上半年，二手成交仍然是較去年下半年為佳，當中細價樓表現尤其理想。資料顯示，今年二季度500萬元或以下二手住宅註冊量錄7123宗，較首季3975宗大幅急升約79.2%，並創近八年的新高，充分反映買家入市意欲依然保持積極。

新盤熱賣，自然令二手成交受壓，但近期利好接連出現。首先樓價未止跌，業主為對抗新盤低開價策略，叫價亦回軟。同時租金持續上升，暑假期間租盤極度渴市，令「轉租為買」變得更加吸引。復加上美國聯儲局9月減息可能性增加，以及日前沙田小瀝源中小型住宅地由新地(00016)以6.19億元奪得，相信對未來賣地及地產後市信心有一定支持作用。因此，不少準買家都希望搶在減息之前入市，故紛紛於指標屋苑尋寶，近日二手樓市明顯上升。

總括而言，目前中細單位的需求強勁，新盤熱賣更令樓市保持活力，長遠可帶動整體住宅物業成交，樓市有望維持健康。但假如要樓市進一步復甦，相信「息口」是左右未來樓市的最重要因素。利率回落之日，亦是市場再向「進擊」之時。



中國若要完成全年「5%左右」的經濟增速目標，下半年GDP同比仍要保持在5%左右。

本週四(7月18日)，新華社受權發布二十屆三中全會公報。公報全文5000多字，首先肯定了二十屆三中全會以來的成就和新時代以來的改革成就，其次提出進一步改革的方法論、總目標和原則，部署十四項重點改革工作，最後分析了當前形勢和任務，既抓長遠，又抓當前。

三中全會釋放堅定改革信號



宏觀漫談 羅志恒
粵開證券首席經濟學家

自十一屆三中全會(1978年)以來，「三中全會」便與改革緊密相連，三中全會通常承擔着經濟發展和經濟體制改革的使命。例如，十一屆三中全會做出了把工作重點轉移到經濟建設上來的決定，開啟了改革開放和社會主義現代化的偉大征程；十四屆三中全會確立了經濟體制改革的目標是建立社會主義市場經濟體制；十八屆三中全會提出全面深化改革，提出了「市場在資源配置中起決定性作用」的重大理論突破，開創了中國改革開放的新局面。

二十屆三中全會的總目標延續了十八屆三中全會的基調，增加了「繼續」二字，同時更加強調推進中國式現代化。二十屆三中全會提出：「進一步全面深化改革的總目標是繼續完善和發展中國特色社會主義制度，推進國家治理體系和治理能力現代化。」十八屆三中全會提出：「全面深化改革的總目標是完善和發展中國特色社會主義制度，推進國家治理體系和治理能力現代化。」

時間設計上，二十屆三中全會的具體任務期限為五年，十八屆三中全會為十年。二十屆三中全會提出：「到二〇二九年中華人民共和國成立八十周年時，完成本決定提出的改革任務。」當然，也提出了2035和本世紀中葉的目標，但不在本次會議決定的任務完成期限。

深化財稅體制改革

二十屆三中全會強調「構建高水平社會主義市場經濟體制」、「高水平社會主義市場經濟體制是中國式現代化的重要保障」。事實上，建立和完善社會主義市場經濟體制貫穿歷屆三中全會。而當前中國市場體系還要進一步健全、市場發育仍不夠充分，政府和市場的關係沒有完全理順，還存在市場激勵不足、要素流動不暢、資源配置效率不高、微觀主體活力不強等問題，必須進一步深化市場化改革。

一是所有制方面，堅持公有制主體地位的同時，大力支持非公所有制經濟健康發展，有效激發各類市場主體活力和創造力。未來應繼續深化國資國企改革，加快國有經濟布局優化和結構調整，推動國有資本和國有企業做強做優做大；優化民營企業發展環境，依法保護民營企業產權和企業家權益，促進民營經濟發展壯大，從政策穩定性、制度完備性、法治落實和理論突破四個層面提振企業家信心。

二是資源配置方式方面，充分發揮市場在資源配置中的決定性作用，構建全國統一大市場。要加快要素市場化改革，促進人口、資本、土地、科技等要素自由流動並按貢獻參與分配；破除地方保護和市場分割，加快建設全國統一大市場，使商品、要素、資源在全國範圍內暢通流動，形成市場基礎制度規則統一、市場設施高標準聯通、市場監管公平統一的高標準市場體系，具備高規效率、公平競爭、充分開放的特徵，發揮集聚資源、推動增長、激勵創新、優化分工、促進競爭的作用。

二十屆三中全會提出「深化財稅體制改革」，作為「健全宏觀經濟治

財稅體制改革對財政收入影響

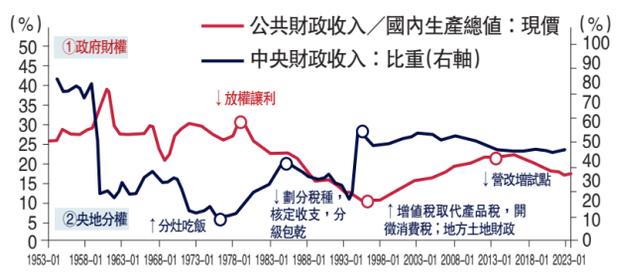


Table with 3 columns: 十一屆三中全會 (改革開放, 放權讓利財政體制改革), 十四屆三中全會 (社會主義市場經濟體制改革, 財政體制改革: 建立公共財政體制), 十八屆三中全會 (全面深化改革, 財政體制改革: 建立現代財政制度)

理體系」改革工作的重點內容。自2023年12月中央經濟工作會議提出「謀劃新一輪財稅體制改革」以來，財稅體制改革備受社會各界關注。深化財稅體制改革，既是緩解當前財政收支矛盾、減輕地方財政運行壓力、重塑地方政府激勵約束機制的重要舉措，也是增強中長期財政可持續性、提升財稅體制服務高質量發展的效能的重要抓手，更是推動國家治理能力與治理體系現代化進而實現中國式現代化的重要途徑。

未來深化財稅體制改革的可能着力點包括：

首先，進一步釐清政府與市場的邊界，界定政府職責與規模，避免政府支出責任無限擴張。其中包括：持續推動政府職能轉變，減少不必要的行政干預，優化營商環境；根據經濟發展狀況動態優化政府職責範圍，合理控制政府規模，避免政府兜底責任無序擴張；深化行政事業單位改革，強化績效管理；對人口持續流出的區縣實施合併，減少財政供養人員。

其次，進一步優化中央與地方財政關係，重塑對地方政府的激勵機制。其中包括：中央政府上收部分事權與支出責任，減少並規範共同事權，切實減輕地方政府支出責任；完善以共享稅為主的地方稅收體系，構建地方財政收入體系；完善轉移支付制度，建立激勵約束機制，提高財政資金使用效率。

再次，深化稅收制度改革。其中包括：拓寬稅基、穩定稅負；逐步提高直接稅的比重，增強稅制調節收入分配、促進社會公平的職能；加強稅制對科技創新和綠色轉型的支持作用；增強稅制服務數字經濟的有效性，穩妥研究探索數字資產稅、數字服務稅、平台稅等新稅種；推動增值稅改革，清理不必要的增值稅優惠政策，完善增值稅收入政府間劃分機制，加快增值稅立法進程。

最後，深化預算制度改革。其中包括：加強預算管理統籌，提高財政資源使用效率；深化零基預算改革，提高財政資金使用效率；建立規範的資本預算、債務預算；提高預算透明度，完善按支出經濟性質劃分的預算支出分類編製與統計制度。

二十屆三中全會提出：「統籌推進財稅、金融等重點領域改革，深化金融體制改革」。筆者預計，預計金融體制改革將以中央金融工作會議內容為綱領，沿着二十大報告的路線，從以下三個方面着力：

第一，加快建設現代中央銀行制度，完善貨幣政策調控框架，貨幣政策調控方式將加速從數量型轉向價格型。包括：利率市場化深入推進，明確以短期操作利率(OMO利率)作為

主要政策利率；二級市場買賣國債，增強對短期利率的把控制；逐步收窄利率走廊，央行臨時開展正、逆回購，重構一個更窄的「利率走廊」(寬度為70點子)。四是推動貸款市場報價利率(LPR)改革，當前LPR錨定中期借貸便利(MLF)，未來可能錨定公開市場操作(OMO)利率。

第二，加快建設強大的貨幣。穩匯率的權重明顯上升，未來需進一步加強外匯市場管理，保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。

第三，進一步完善資本市場功能，提高直接融資體系對實體經濟的支持。主要有三個方向：公開市場前移，鼓勵更多優質的早期科創企業進入資本市場，為開展關鍵核心技术相關的「硬科技」企業建立和健全股權融資以及併購重組的「綠色通道」；拉長投資周期，培育耐心資本、壯大風投創投，持續引導長期資金入市；提高投資端收益，一方面，持續鼓勵上市企業分紅、回購，增強投資者獲得感，另一方面，加大違法處置，規範減持，落實退市，切實保障投資者權益。

化解地方債與房地產風險

在謀劃部署進一步全面深化改革以外，會議還專門分析了當前形勢和任務，強調堅定不移實現全年經濟社會發展目標。一是落實好宏觀政策，積極擴大內需；二是統籌好發展和安全，防範化解房地產、地方政府債務、中小金融機構等重点領域風險。

當前經濟總體延續回升向好態勢，但外部環境錯綜複雜，國內有效需求依然不足，經濟回升向好基礎仍需鞏固。下半年穩增長壓力或進一步加大，要充分肯定前期部分政策的效果並延續，也要進一步採取更大力度的政策。

若要完成全年「5%左右」的經濟增速目標，下半年國內生產總值(GDP)同比仍要保持在5%左右。考慮到二季度經濟增速放緩，下半年同期指數較二季度抬升，穩增長壓力或進一步加大。有必要考慮追加財政赤字進一步提高財政支出增速、降準降息、增加一線城市的增量房地產需求等穩增長舉措。

穩增長同時也要注意防風險，堅決守住不發生系統性風險的底線。一是促進金融與房地產良性循環，因城施策用好政策工具箱，更好支持剛性和改善性住房需求；二是統籌好地方債務風險化解和穩定發展，進一步落實一籃子化債方案；三是及時處置中小金融機構風險，防止風險蔓延，推動中小銀行聚焦主責主業，支持銀行補充資本，維護金融市場穩定發展。