

方面。美國經濟風險主要集中在供給側、需求側與結構性



自1960到2020年期間，美聯儲共進行十一輪加息，其中只有三次實現軟着陸，其他八次都出現衰退。這一次是不是例外？美國能否實現軟着陸？這可能是目前資本市場最關心的話題之一。

聯儲或採取漸進式降息

中金點睛 肖捷文 張文明

中金公司

歷史表明，實現軟着陸僅依靠貨幣政策是不夠的，必須要有外部力量「協助」。用美聯儲前主席耶倫的話說，有時候甚至需要「運氣」。在外部因素中，供給因素尤其重要，因為只有供給擴張才能使通脹壓力下降，同時讓經濟增長保持擴張（供給創造需求）。筆者認為，目前有四方面供給因素值得關注：

首先，供應鏈的改善降低了可貿易品的價格壓力。疫情期間，全球供應鏈的中斷對企業生產造成了巨大的衝擊，消費者面臨產品短缺的問題，進而推高了物價。隨着疫情逐漸得到控制，全球供應鏈逐步恢復正常，對降低通脹起到了積極作用。我們從美國通脹數據中可以看到，過去兩年裏，剔除能源食品的商品價格指數（即核心商品價格）持續下降。這些價格的下降滯後於供應鏈壓力的下降，說明其是供應鏈改善的結果。

非農就業或被低估

其次，中國向美國出口了比較便宜的實體資源。美國是全球第一大進口國，進口價格對其通脹有重要影響。在美國進口的商品中，目前從中國進口的價格指數同比下降，而從其他貿易夥伴進口的價格同比上漲。這種對比凸顯了中國產品在價格上的競爭優勢，也說明低價的中國出口對於美國控制通脹帶來了幫助。

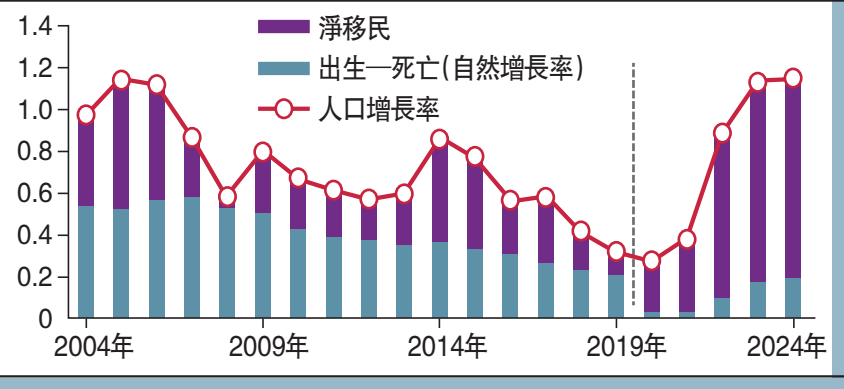
再次，移民流入緩解了勞動力供不應求。疫情後勞動者重返市場，與此同時，大量移民流入美國，進一步促進了勞動力供給復甦。美國國會預算辦公室測算，從2022到2024年，美國淨增加的移民人數分別達到220萬人、330萬人、330萬人，較疫情前每年平均90萬人的水平顯著增加。

最後，生產率的提升降低單位勞動力成本。有跡象顯示，疫情後美國勞動生產率保持了高於疫情前趨勢的增長。一種解釋是，隨着居家辦公普及，企業在數字化和自動化方面的投入加大，使生產效率得到提高。另一種解釋是，疫情後勞動力市場匹配得到優化，資源配置效應提高。還有一種觀點認為，人工智能的快速發展提高了生產率，但這種觀點存在爭議。

在上述四個供給因素中，移民流入對經濟的影響尤其值得關注。短期來看，移民流入可能推高失業率，過去一年美國失業率持續上升，從2023年4月低點的3.4%上升至2024年7月的4.3%。但我們深入研究後發現，過去一年因企業裁員所導致的永久性失業人數並未大幅增加，真正推高失業率的是重新和新進入勞動力市場者，以及因臨時性因素引發的失業。相比於企業裁員，這種原因導致的失業危害性相對較小。相反，移民流入還可能促進消費增長，支持房地產需求，從而帶來對總需求的支撐。

移民流入也可能導致非農就業人數被低估。兩周前，美國勞工部公布

美國人口增長情況



了2024年一季度《就業與工資季度調查》（QCEW）報告，並基於此對2023年3月至2024年3月的非農就業人數進行了修正。修正後的數據較最初報告的就業人數減少了81.8萬人，為2009年以來最大幅度下修。然而，QCEW調查可能低估了由非法移民帶來的就業。這是因為調查中90%數據來自各州失業保險數據庫，失業保險由企業繳納，通常情況下只針對合法僱員，不包含非法移民。這意味著，那些被僱用的非法移民不會出現在QCEW調查中，從而可能導致調整後的就業人數反而低估了實際的就業。

歷史上的軟着陸通常伴隨美聯儲降息，這是因為適時調整貨幣政策有助於避免過度緊縮。隨着通脹回落，就業市場放緩，美聯儲也已開始為降息做準備。在2024年8月的傑克遜霍爾會議上，美聯儲主席鮑威爾明確表示，「政策調整的時機已到」，暗示9月將開始降息。但對市場而言，真正的問題在於未來的降息路徑是怎樣的？降息的幅度有多大？鮑威爾並未在發言中提供指引。

如何判斷未來的貨幣政策？我們可以從兩個視角來看。

一是新古典經濟學的視角，認為實際中性利率是貨幣政策的「參照系」。這一視角強調的是均衡利率概念，實際利率由投資和儲蓄兩股力量決定，當投資大於儲蓄時，利率上升；反之，利率下降。長期來看，在市場充分調整後，投資與儲蓄趨於平衡，此時對應的均衡利率為實際中性利率。政策制定者需要判斷中性利率的水平，然後再評估是否需要削減或者提高政策利率。然而，真實的中性利率水平無法被觀測到，政策制定者往往依據一些統計模型和市場價格的回饋來加以判斷。目前各類模型預測的實際中性利率差別很大，範圍在0.7至2.5厘區間。如果假設長期通脹預期在2.7%左右，那麼在保守情形下，降息幅度為0.3厘，激進情形下降幅為2.1厘，差別非常大。

另一個視角是凱恩斯的流動性偏好理論。該理論強調的是人們資產配置的行為，當貨幣供給充足，利率水平足夠低時，人們對於安全資產的需求下降，對於風險資產的需求上升。後者包括股票、房地產、實物的投資，甚至像比特幣這樣的另類投資。也就是說，判斷貨幣政策是否夠緊的一個依據是：有沒有激發市場的投機行為。

從這個角度看，美國股票的風險溢價現在仍然很低，美國企業債的信用利差（即企業信用溢價）也處於較低水平，這說明人們在配置資產時並未感受到貨幣政策非常緊。此外，隨着人工智能快速發展，美股「科技七巨頭」的資本開支創下新高，說明傳統的貨幣政策傳導機制可能要比想像中更弱。

減幅過大將推高通脹

綜合上述兩種視角，我們傾向於美聯儲在降息時會採取漸進的方式。降息過快、幅度過大可能導致貨幣政策過於寬鬆，容易引發通脹再次回升風險。基準情形下，美聯儲將在9月降息25個基點，12月再降息25個基點。如果經濟數據表現更弱，美聯儲可以在某一次降息時採取更大幅度，如一次性降息50個基點。但如果經濟數據保持強勁，美聯儲也可以「走走停停」，在降息一、兩次後停止降息，先觀察後再決定下一步的行動。

美國經濟並非沒有風險，主要集中在供給側、需求側與結構性方面。

從供給側來看，如若前面所講的供給改善假設發生逆轉，那麼軟着陸將面臨挑戰。事實上，歷史上許多美國經濟衰退都伴隨負向供給衝擊，最為典型的也就是上世紀70年代的「大滯脹」。目前，也有一些供給因素存在高度不確定性，例如，能源與大宗商品價格在地緣衝突加劇之下存在上行風險，民眾對非法移民的反對和大選臨近促使拜登政府限制移民等。

從需求側來看，貨幣緊縮具有滯後效應，可能讓消費和投資承壓。二季度以來，美國新屋開工與銷售放緩，消費者信用卡違約率上升，勞動者對未來就業的預期減弱。與此同時，製造業PMI（採購經理人指數）持續走弱，中小企業信心不足。這些現象表明，一些利率敏感型部門已經受到了高利率的不利影響。

從結構性來看，需要關注人工智能發展及資產價格對經濟短周期波動的影響。科技進步往往具有「創造性毀滅」功能，即在創造新價值的過程中對傳統行業帶來衝擊。一些認知類白領崗位面臨被替代風險。此外，科技進步往往伴隨資產價格泡沫，一旦泡沫破滅，可能引發居民財富效應縮水，企業投資熱情減弱，消費者支出和企業投資下滑。

（作者肖捷文、張文明均為中金公司分析師）

持續改革 推進港資本市場發展



高文宏 李惟宏 香港立法會議員

香港特區政府現正就2024年施政報告展開公眾諮詢，筆者亦積極收集及整合金融服務界意見。當中，為維持香港國際金融中心的競爭力，最重要是能夠吸引全球不同地方的資金來港，製造良好的營商環境，兼且讓環球投資者看到獲利的投資前景，從而令整體金融市場更蓬勃發展。

不過，香港也存在着國際金融中心與本地金融發展不對等的情况。據港交所資料顯示，由2021年至2024年7月底，已有121個港交所參與者退出。與此同時，證監會9號牌照數目卻穩步上升，不少香港金融服務機構轉而聚焦幫助客戶投資海外產品或到海外上市，這種情況顯然不利於香港整體金融業的長遠發展。

就改善香港金融服務業的痛點和增強經濟發展動能，筆者經過思考擬定出幾點建議，首篇文章先來討論「推進資本市場改革」：

1) 優化惡劣天氣交易落實安排。港交所將於9月23日實施有關新安排，有助香港金融市場與國際及內地接軌。儘管業界全力配合，但香港金融基建服務仍有待改善。當中，實體支票是金管局認可的入金方式，但銀行未能在惡劣天氣下處理實體支票交收和結算。金管局應盡早提升金融基建配套，以更靈活方法處理實體支票交收。

2) 下調股票印花稅。早前公布的財政預算案中，為刺激樓市成交，全面「撇辣」。而在中國證監會4月發布「五項對港合作措施」後，為維持港股穩步趨升的態勢，希望香港特區政府在尋求財政收支平衡下，考慮再度下調股票印花稅，例如單邊收取0.05%，藉此提升港股的競爭力，同時亦有助促進高頻交易活動。此外，政府須加大改革力度，持續針對股票流動性小組的建議。除了責成證監會及港交所跟進外，亦應積極邀請業界人士參與和提供意見，並就相關問題加開會議。

3) 改善金融發展不平衡。有業界意見指出，現時香港金融發展並不均衡，尤其偏重於證券和新股市場；至於固定收益、期貨、大宗商品等金融服務領域未獲得充分重視。因此，建議政府應從高層次檢視港交所的定位，善用其平台促進不同金融服務領域的發展，並着力改善其金融基建配套，提升金融市場的營運效率。

另有建議指出，港交所可考慮提高金融機構的現金存入息率，亦可以考慮在旗下多家認可結算所允許交叉保證金（Cross-margining）的做法，有助降

低券商、做市商等對保證金的資金要求。

4) 善用政府可掌控的資源入市。除了外匯基金以外，政府應善用其可掌控的資源入市，例如更好利用部分資管公司資源，再結合其他政府可掌控的資源/基金，例如不同慈善團體、大學捐贈基金、各局旗下所有基金等，共同增加對港股的投資力度。

5) 推進上市及市場改革。據港交所的統計數據，中小企上市審批時間較長的問題仍未有改善，而政策亦較傾斜於大型企業上市。至於GEM（創業板）改革方面，筆者樂見港交所最新諮詢文件提出的建議措施，但有關措施未能大幅刺激市場活躍度。

筆者建議，監管機構檢視前置式監管方式和着重披露為本的監管原則，亦可設立專責委員會檢視雙重存檔機制，並提升上市審批的可預期性。又如業界建議，監管機構可研究縮短基石投資的禁售期、增加新股定價的靈活性、放寬公眾持股量要求（目前為25%）、加強香港預託證券（HDR）市場發展、放寬上市公司進行收購合併的要求，以及與內地監管部門商討，下調股息紅利稅。

市場改革方面，包括優化除牌機制、研究取消手數要求、收窄買賣差價不宜「一刀切」處理、放寬回購股票限制等等。

6) 改革恒生指數篩選機制。建議檢討及優化恒生指數成份股的篩選準則及納入時機，令指數中長期呈現理想回報，吸引資金流入。為針對及改善恒指成份股的納入時機，建議恒指公司在選股時須考慮個股的行業周期，評估在三至五年後該行業是否仍處增長周期。此舉有助確保該股未來的收入/盈利增長，亦可避免個股在行業高估值時獲納入，隨後很快就出現盈利倒退、股價下滑的情况。

7) 改革強積金計劃。積金局可考慮參考美國個人退休賬戶（IRA）的做法，讓僱員不需要受限於現時註冊強積金計劃公司買入基金，而是自行在金融中介機構開設戶口，直接買賣股票、債券、基金及其他金融產品，有助降低行政費及增加投資選擇。積金局近年推出「積金易」平台及預設投資基金選擇，但目前整體強積金的平均管理費仍達1.4%，較盈富基金的0.08%及某些標普500指數交易所買賣基金（ETF）的0.03%管理費為高。

此外，建議在現行制度下，積金局可考慮及研究讓供款人直接投資於政府的相關債券，以及市場上現有的股市指數ETF，又或者讓強積金基金進行相關直接投資，藉此更有效率追蹤不同資產，並減少相關行政費用，令強積金供款者受惠。



業界希望特區政府考慮再度下調股票印花稅，例如單邊收取0.05%，藉此提升港股的競爭力，促進高頻交易活動。

減息周期快展開 樓市否極泰來



樓市強心針 廖偉強 利嘉閣地產總裁

香港作為國際都會，由以往到今日都有移民來尋找機會，當中更有不少成功例子。香港在國家改革開放的路途上，一直扮演重要的角色，是內地聯通世界的「超級聯繫人」和「超級增值人」。不過，面對目前的經濟環境變遷，國際關係的新格局，香港也要改變，延續這座城市的傳奇。

近年全球各國都在積極吸納移民，來填補勞動力的缺口，香港特區政府也大舉輸入人才，帶來了新的動力。筆者期望，政府及商界要好好珍惜和運用這批人才，幫助香港經濟盡快走出困境。

內地流行「內捲」這一新詞，大概的演繹就是白熱化的內部競爭，然後逐漸變成惡性競爭，行業的參與者除了門外漢外，更要門服務、門產品質素、門宣傳、門環境，造成價格不斷下調，成本不斷上升，最終門敗的就退場，這樣

的做法令經營者百上加斤。香港面對內地商家的競爭，老闆和員工們也開始颯起「內捲」風，但從另一個角度看，任何行業有競爭自然也有進步，只要有生意頭腦和人才，也可以在激烈的競爭中存活下來。

長和主席李澤鉅早前說到，自己沒有水晶球，但經驗告訴他，當香港市場恢復起來，速度會很快。他又說「唔敢賭香港太差」，因為從過去的歷史中看到，「邊個賭香港長期差都錯」。他更指，香港經歷過不少經濟周期，每次賺錢最多的人，都是在大多數人看淡時入市。筆者也沒有水晶球，不能知道李澤鉅所說的是否會兌現，但可以肯定的是，香港的樓價平均已經下跌約三成，已到了置業者較容易負擔的水平，甚至可說是具有吸引力。此外，美國聯儲局9月大有機會將息口下調，並開始步入減息周期，樓市也可望企穩。其實，不少香港市民這幾年都傾向持有現金，這些龐大的資金也都在伺機置業。筆者相信，隨着減息帶動市場氣氛上漲，樓市引擎再次啟動的日子也就近了。