

►本輪美聯儲開啟降息相對較晚，雖令首次降息半厘的幅度看起來較激進，但預期對經濟和市場整體影響偏積極。



美聯儲不尋常地以半厘減幅開啟降息周期，但並未完全脫離市場預期。降息半厘的「情理之中」在於，美國就業市場走弱的斜率較為陡峭，通脹也較快回落。但是，經濟和通脹上行風險也是降息後可能出現的「意料之外」。

警惕美大手減息風險



政經透視 鍾正生
平安證券首席經濟學家

2024年9月議息會議聲明，將聯邦基金目標利率下調0.5厘，利率區間為4.75至5厘。同時，美聯儲相應下調其他政策利率：1）將存款準備金利率下調至4.9厘；2）將隔夜回購利率下調至5厘；3）將隔夜逆回購利率下調至4.8厘；4）將一級信貸利率維持下調至5厘。

縮表方面，美聯儲維持每月被動縮減250億美元國債和350億美元MBS（按揭抵押債券）的節奏不變。值得一提的是，美聯儲理事鮑曼在本次會議中投下反對票，更贊成降息0.25厘，一定程度上體現了政策的分歧。

經濟和政策描述部分，9月會議聲明主要的改動包括：1）在就業描述上，將「新增就業有所放緩（moderated）」改為「新增就業放緩（slowed）」；2）通脹描述上，將「通脹有所緩解，但仍然較高」改為「通脹進一步向委員會的2%目標邁進，但仍然較高」；3）風險評估上，新增「委員會已經獲得更大信心，通脹能夠持續邁向2%目標」；並將就業和通脹風險的描述由「邁向更好的平衡」改為「已經基本處於平衡」。

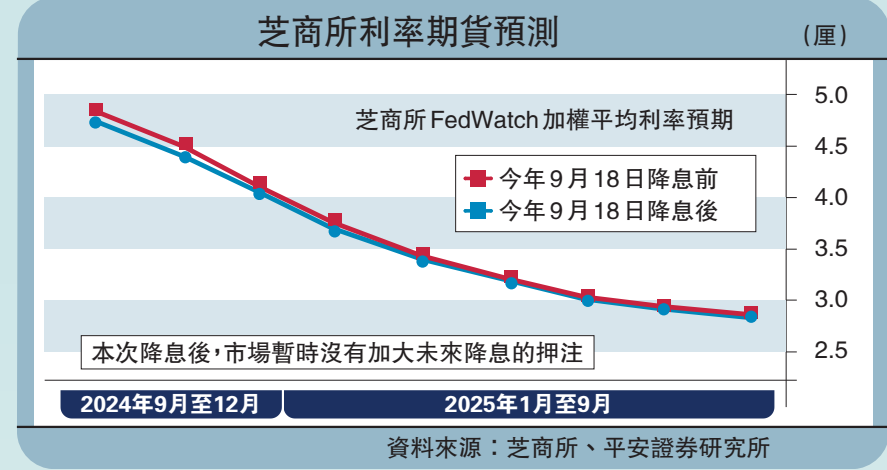
增大通脹反彈可能性

總的來看，鮑威爾講話試圖將本次大幅降息定義為一次「校準」，同時不斷強調就業市場絕對水平仍然強勁，不希望市場解讀為一次「緊急降息」，也不希望市場線性外推降息節奏。鮑威爾強調，本次降息並不意味着美聯儲「落後」，也說明美聯儲「不願落後」。就業方面，鮑威爾強調當前就業已弱於2019年水平，但仍接近「最大就業」狀態，沒有看到衰退跡象；通脹方面，鮑威爾強調美聯儲還沒有宣布抗擊通脹的勝利，但是對通脹回落至目標水平很有信心。

鮑威爾講話後，市場修正「寬鬆交易」：10年期美債收益率反彈至3.71厘，超過降息前水平，日內累漲6點子；美股三大指數由漲轉跌，分別收跌0.25%至0.31%；美匯指數最高升至101附近；黃金現價回落到2560美元附近。

筆者此前撰文指出，9月12日以來，美國媒體「吹風」，探討首次降息0.25厘還是0.5厘更合適，此後市場加大了對首次降息0.5厘的押注。截至9月18日降息前，CME（芝商所）利率期貨認為本次會議降息0.5厘的概率為59%。

如何理解美聯儲首次降息0.5厘？筆者認為主要有兩方面「情理之中」：一方面，近兩、三個月美國就業市場走弱的斜率較為陡峭，增強了降息的緊迫性。對比1982至2019年的其他七輪降息周期，本次降息前失業率上升的斜率最為陡峭。另一方



面，隨著美國通脹也較快回落，就業和通脹形勢快速回到「平衡」狀態，美聯儲維持「限制性利率」顯得不合時宜，需要盡快邁向「中性利率」。

不過，筆者也想指出的是，美聯儲大幅降息後，未來可能出現「意料之外」，即美國經濟和通脹上行風險尚不能完全排除。

一方面，當前美國經濟增長趨勢較強，與就業市場的走弱相悖。據亞特蘭大聯儲GDPNow模型，截至9月17日（美國零售數據等公布後），模型預測美國三季度實際GDP環比折年率高達3.0%，今年一、二季度增速已分別達到1.4%、3.0%。據測算，假設三季度繼續增長3.0%，即使四季度環比增長為0，美國2024年全年經濟增速仍將高達3.8%，遠超過美聯儲本次最新預測的2.0%。

另一方面，從動態角度看，美聯儲降息可能進一步增大經濟和通脹上行風險。以對利率最為敏感的房地產市場為例，初步估算，當本輪30年抵押貸款利率上升1個百分點，美國NAHB住房指數平均下降13.5個單位；假設年內美聯儲降息1厘，30年抵押貸款利率也下降1厘，基於住房指數和GDP住宅投資的OLS相關性模型，可能拉動四季度GDP住宅投資同比增速4.3個百分點，並拉動四季度GDP同比增長0.15個百分點。未來，如果美國房地產市場得益於降息而較快復甦，房價及房租通脹的黏性可能進一步增強。

金融寬鬆不宜過快

如何看待美聯儲合理的降息節奏？筆者傾向認為，年內合理的降息幅度為1厘，即後續兩次會議各降0.25厘，以防止金融條件不必要地過快放鬆。

首先，美國中性名義利率大約為2.9厘至3.2厘。根據紐約聯儲LW模型（Laubach-Williams model）最新測算，截至今年二季度，美國的「中性實際利率」水平為1.22厘，如果加上2%的目標通脹水平，「中性名義利率」大致為3.2厘；而美聯儲最新長期名義政策利率預測為2.9厘。

其次，當前經濟狀況需要政策利率略高於中性利率。根據泰勒規則，考慮到目前美國核心PCE略高於2%目標，失業率基本持平於長期失業率4.2%（美聯儲預測），而GDP增速

似乎略高於2%的潛在增速水平（美國國會預算辦公室預測），那麼當前美聯儲合意的政策利率水平應該略高於3厘，可能在3.5厘至4厘左右（參考亞特蘭大聯儲三種基準模型的預測結果為3.6厘至4.8厘）。

最後，美聯儲可能還需控制降息速度，避免降息過快。如果僅基於當前美國經濟增長、就業和通脹水平，美聯儲短期應有1.5厘左右的降息空間，從限制性利率回到「輕微」限制性利率。但是，考慮到較快降息可能增加經濟和通脹反彈風險，美聯儲降息的節奏和幅度應更受限制。

筆者認為，如果未來不出現嚴重經濟或金融市場衝擊，「軟着陸」仍是基準情形。本輪美聯儲開啟降息相對較晚，這也令首次降息0.5厘的幅度看起來較為激進。但是這也說明，本輪美聯儲政策的靈活性較強，如鮑威爾所說的，本次降息也傳遞了政策「不願落後」的決心。筆者認為，首次降息0.5厘對經濟和市場整體影響更偏積極。

歷史經驗顯示，美聯儲首次降息前，美債、黃金等通常受益；首次降息後，多數資產價格波動風險反而階段增大。此外，本輪資產走勢需要結合降息影響，以及美國大選、日本加息等宏觀背景綜合判斷。具體來看：1）10年期美債利率有可能在首次降息後一至兩個月內階段反彈，之後繼續下行。本次降息後，市場暫時沒有加大對美聯儲未來降息的押注。美聯儲較大幅度降息後，未來一至兩個月的經濟和就業市場更有望保持韌性，可能令美債利率階段觸底回升。

2）美匯指數未必因降息下跌，但可能受日圓升值拖累。短期需關注日本央行本周的會議，儘管目前市場預計本次加息的概率不高，但不排除年底繼續加息，這可能令日圓保持升值方向。

3）美股在首次降息後一至兩個月的波動風險仍值得警惕，儘管大方向仍然積極。除降息影響外，美國大選也為市場增添了不確定性。

4）黃金在降息前已上漲較多，降息後較有可能盤整。歷史經驗顯示，降息後的黃金勝率相對有限。

5）原油價格較可能在降息後保持震盪。美國經濟走弱的擔憂降溫，或者產油國進一步減產，都有可能階段阻止近期油價的跌勢。

星洲組屋養老金制度借鑒



財眼看房 夏磊
國海證券
首席經濟學家

當前，中國房屋養老金制度正處於探索建立階段，大家關注房屋養老金錢從哪來、如何用、怎麼管等問題。我們從國際視角探索，不同國家如何通過徵收住房維修基金實現房屋的長期維護。

新加坡房屋分為組屋、共管式公寓、私人住宅和其他住宅，不同類型社區的維修翻新方式不同。其中，新加坡組屋模式被視為解決當代住房問題的典範，組屋的維修與翻新由政府主導，市場實施，居民監督。

根據新加坡統計局數據，截至2023年，居住在組屋的家庭戶佔78%，可以說是新加坡最普遍的住宅類型。而組屋房齡增長，給居民生活帶來不便。據統計，至1990年，新加坡66.8萬套已建成公共住宅中，20年至30年樓齡的老舊公共住宅佔比達53.7%。早期公共住宅建築逐漸老化，早期的設計和建造水平不再滿足居民生活需要，老年居民比例提升，停車位等公共設施短缺等問題逐漸顯現。

為應對這些挑戰，讓舊組屋持續保持房產價值和宜居性，從20世紀90年代開始，新加坡建屋發展局（HDB）開始實行組屋翻新計劃，並以此來推動新加坡的舊區改造。

組屋的日常維護由業主、HDB分局、市鎮理事會三者共同參與。業主負責定期保養公寓個人區域，HDB會對具有專業資質的承辦商進行列表，以供屋主選擇。HDB分局會統一組織物業公司，提供全面的房屋管理及物業管理服務。市鎮理事會為自治法律實體，負責管理、維護和改善組屋住宅單位和商業物業的共同財產，包括走廊、露台、電梯、水箱、公共照明和開放空間。

組屋的翻新是由HDB組織，在不同時期制定針對不同問題的維修計劃。當前，新加坡政府開展住宅重新發展計劃，以保持老舊組屋的適住。包含家庭改善計劃（HIP）、電梯升級計劃（LUP）、鄰里重建計劃（NRP）、重塑我們的家園計劃（ROH）四類。

2007年HDB推出了家庭改善計劃代替主要翻新計劃和過渡期翻新延伸計劃中的室內改進項目。在99年的租約期內，組屋將進行兩次重大升級。第一個家庭改善計劃（HIP），幫助居民解決常見的維護問題，如混凝土剝落。第二

輪政府改善計劃（HIP-II），旨在保障公寓的安全、宜居和保值。當公寓被HDB列入HIP計劃，且75%以上符合條件的新加坡公民家庭投票支持HIP時，組屋的翻新工作才會開展。組屋的翻新工程由社會公司承包，居民成立鄰里工作委員會，監督翻新工程的進展以及收集和反饋居民意見。

維修費用共同承擔

早期的組屋翻新，資金大部分由HDB承擔，業主支付少部分。如主要翻新計劃（MUP）中，據媒體的報道，第一次享受此項計劃的新加坡公民，如選擇標準更新，即不增加使用面積，則只需支付7%至14%的更新費用。以三房式為例，房主支付2700坡元，HDB分擔3.49萬坡元。

當前，組屋的維修資金包含日常維護費及住宅重新發展計劃資金共同完成。

組屋房主按月向市鎮理事會繳納維護費。組屋通過收取維護費（S&CC）來保持運作，組屋房主每月需繳納給市鎮理事會的費用，用來維護和升級組屋的公共區域。政府會根據屋主身份、屋主所擁有的財產情況對S&CC進行部分退款，也會出台保障計劃給予公民S&CC退還福利。根據新加坡市鎮理事會提供的信息，經過優惠措施後，組屋居民每月需支付的S&CC一般在20至115坡元之間，各市鎮相同房型的月度S&CC存在個位數差異。

市鎮理事會資金按分配在日常維護及周期性維修中。根據《2017年鎮議會（儲備基金最低繳款）財務規則》，S&CC用於支付日常維護工作，如清潔工程，園藝維護，垃圾收集和建築物維護等。在市鎮理事會收集的資金中（包括S&CC），26%用於儲備基金，即長期周期性更換和大修，如周期性重新噴漆，以及屋頂系統、水泵和供水系統以及供電系統的更新或更換，14%用於電梯更換基金，用於更換電梯和電梯升級工程。

政府針對老舊組屋開展住宅重新發展計劃，四類計劃均由政府全額資助或補貼大部分費用。對於新加坡公民家庭，政府全額資助HIP的基本改進，並補貼大部分可選改進項。根據HDB信息，可選改進有很高的補貼，最高達95%。電梯升級計劃（LUP），由政府及市鎮理事會補貼大部分費用，公寓業主支付最多3000坡元。鄰里重建計劃（NRP），由政府全額資助。



◀新加坡組屋模式被視為解決當代住房問題的典範，組屋的維修與翻新由政府主導，市場實施，居民監督。

從租金回報看樓市走勢



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

美國大手減息0.5厘，再加上受惠於人才計劃及留學生來港，帶動租金回報率不斷攀升，尤其中小型住宅單位，租金回報升勢跑贏大市。筆者留意到，差餉物業估價署最新公布數字顯示，實用面積約431方呎以下的私人住宅A類細單位回報率已連升三個月，7月衝上3.6厘，按年升逾兩成，兼創2012年7月後的12年新高。

每個物業的租金回報率均不同，視乎入市時間。過去幾年樓市經歷大幅調整後，樓價跌、租金升，現時買樓收租回報更高，比三年前低位回升近六成。

最簡單的計算回報率方法，就是將全年租金除以買入樓價，所得出的百分比就是租金回報率。而當租金回報率高於按揭利率，代表供樓已平過租樓，可視作買樓自用及投資的較佳時機，不少買家會視之為入市信號之一，認為樓市跌浪已近尾聲，撈底機會到。

舉一個實例，一名投資者於今年3月，即政府全面撤辣後以304萬元購入

九龍灣得寶花園一個面積265方呎單位收租，並於本月成功以1.23萬元租出，業主一年收租約14.8萬元，回報近4.9厘，屬理想水平。目前供樓利息4.125厘，意味此單位賬面已「供平過租」。當然，要留意管理費、差餉地租等隱藏成本。但以上述細單位為例，扣除以上所有開支後，回報率仍逾4厘，較現時一般銀行定存息率約3.5厘為高。

八十年代供樓最苦

回報率與樓價走勢息息相關，在2009年至2021年大牛市，樓價連升十三年，累升近2.8倍，同期細價樓收租回報率由4.2厘，跌至2.4厘；而2022年至今，樓價跌逾11%，回報率則由2.5厘升至3.4厘。由此可見，當樓價升，回報率普遍向下；反之，回報率升，樓價則相對抵買。翻查紀錄，以上世紀八十年代末至九十年代初買細價收租回報最可觀，當時回報率高逾8厘。但大家不要忘記，八十年代供樓利息同樣是歷來最高，按揭息率為P+2至3厘，而當年的P是19厘，即實際按揭息率就高達21至22厘。可見當年市民供樓是非常辛苦，單是供樓已佔去收入的一半，與今日的息口比較，可謂差天共地。