



市場普遍預期，共和黨上台可能引發美國債務「滾雪球」式增長。圖為美國財政部大樓。

轉數快與內地互聯 利好旅遊零售

創科瞭望 香港金管局正在與中國人民銀行積極推動兩地快速支付系統互聯，將香港「轉數快」(FPS)與內地網上支付跨行清算系統 (IBPS) 相連，使兩地居民能實現實時小額跨境支付。此舉預計明年6月技術可行，惟首階段先聚焦個人跨境轉賬，而非零售消費支付。

這一消息為兩地居民和企業帶來新的期待。數據顯示，2024年上半年每月平均超720萬人次從香港赴內地。若其中10%使用跨境匯款服務，每人平均轉賬1000港元，月交易額可達7億港元，潛力巨大。這不僅利於資金高效流動，對兩地零售、服務和旅遊等行業也有積極促進作用。

筆者認為首階段不涉及零售消費支付，並非完全出於技術限制，更多是監管考慮。零售支付交易頻率高、金額小但總量大，對系統承載能力和安全性要求高。同時，內地對資金流動和外匯管理有嚴格規定，需穩步推進。不過，這並不影響兩地居民的熱切期待。在個人跨境轉賬方面，互聯互通將極大便利在內地，特別是大湾区生活、工作和學習的人群。比如，港人可更便捷地向內地匯款，滿足在內地置業、養老或日常開支需求；內地居民也能輕鬆向香港匯款，用於投資、子女教育或旅遊消費。

未來隨著技術和政策完善，企業對個人、個人對企業跨境支付也有望納入兩地互聯。例如，內地企業可跨境支付薪酬給在港員工，香港企業也可支付薪酬給在內地工作的港人。內地家長能更便利地在港求學子女繳納學費和生活費，香港政府也可跨境發放綜援金給北上安老的長者。從宏觀經濟看，這會促進兩地資金高效配置，提升使用效率，降低交易成本，深化經濟融合。考慮到可能的巨額交易額，對銀行、支付機構和相關服務行業都是巨大商機。

金管局總裁余偉文於「香港金融科技周2024」提到，已經與人行密切合作，討論匯率計算、交易限額、地域覆蓋等關鍵問題。匯率即時計算和透明度很重要，兩地需建立高效、公正匯率機制，保障用戶跨境轉賬獲得有競爭力匯率。安全防護方面，跨境支付涉及反洗錢、反恐怖融資和數據安全等敏感問題。兩地金融監管機構需建立嚴密風險控制體系，加強信息共享和協同監管，確保資金合法安全流動。

金管局與人行深化合作，克服挑戰，推動項目落地，為金融創新開創互利共贏新局面。

(作者為香港創科發展協會創會主席)

總之，快速支付系統互聯為兩地深化金融合作、促進經濟融合帶來前所未有的機遇。這一舉措成功實施，將為兩地居民和企業帶來便利，為大湾区乃至中國經濟發展注入新活力。在全球經濟不確定性背景下，加強區域合作和互聯互通意義重大。期待金管局與人行深化合作，克服挑戰，推動項目落地，為金融創新開創互利共贏新局面。

此外，筆者同意政府繼續出甜招救市，樓市下跌兩成左右可以視為正常調節，但若超過安全界線，就會影響經濟結構，製造民生風險。一層自住樓宇是市民努力多年的成果，亦是安居樂業安享晚年之根據，更是社會的資本，政府有保護的責任。至於「近年香港劃了不少鐵路和公路線，將來的需求有這麼多嗎？」基建計劃的偉大是為將來社會需要作準備，準備必須因時制宜、但要明白市場需要多少不是完全由政府設計和決定，許多時是由市場決定。政府只是應付市場的角色，也是管理上的問題。

最後想補充的是：香港樓市已經被多種外圍因素影響多年，在應對策略下難免有所扭曲，市場已出現了「不同板塊需求各不同」的問題，例如根據屋宇署樓面面積200呎或以下(不包括廚廁)的單位動工量比例由2013年的5%增加至2023年的逾5成，而樓面面積401呎至600呎單位的動工量比例由2013年的24%下降至2023年的2%，納米單位供應趨勢增加，而較大面積的單位供應大減。所以政府做好管理和分配市場上的供應十分重要。相信以本屆政府的開明作風，能應付得更好。

(作者為祥益地產總裁)



金管局於2018年9月推出快速支付系統「轉數快」，圖為工作人員簡介系統應用。

納米單位動工量佔半 供應勢增

樓市新態 近期香港特區政府賣地並不算理想，因此很多人都關心「造地」，以及造地之後應如何管理土地供應。筆者在這裏分享一下個人的看法：

筆者當然同意現在因為消費情緒低迷，如果市場回復正常運作，實際上還未算是有足夠的住宅供應。筆者也同意平衡供求的重要性，甚至供應要遊刃有餘，例如可儲備更多的「熟地」作應變之用。政府要有主導權完全正確，但一定不可以供過於求。筆者認為，市民都會同意造地，大家討論重點應該是：「如何管理資源，做到不過分供應。」

一個基本的邏輯就是填海的土地成本，不可能低過原本在曬太陽的土地。當然樓價高的時候地皮有價，填海建築費的確有機會低過高價地皮，但當樓價下跌之後，填海造地本來是可以用來平衡土地價格的上策，可能就變成下策。

因時制宜，填海可以發揮博奕功能。地價成本高，就會衍生更高的樓價，而以千億計的工程一定引起更高的通脹，填海造地其實是雙刃劍，一定要好好運用。政府是造地者，但不是造物主，應該要謙卑面對市場，做合適的準備，做太多、太少、太早或太遲都不適合。

(作者為祥益地產總裁)

市場質疑華府財政 美債價急跌

10年期美債利率近日升破並企穩於4.2厘上方，背後原因包括9月零售數據走強、美聯儲官員「放鷹」以及「特朗普交易」的極致演繹等。但筆者認為，年內10年期美債利率合理中樞仍在4厘左右。換言之，美債利率目前或已「超調」。

具體來看，當前10年期美債利率明顯高於中性利率水平，也未充分計入未來一至兩年的降息空間，以及美國就業和通脹的下行風險，而有關美國大選後的經濟、債務和通脹走高的交易也可能太過超前。

政經透視 10月中旬以來，市場利率預期上行的四條線索：

一是，美國零售銷售數據走強。10月17日公布數據顯示，美國9月零售銷售環比增長0.4%，高於預期值0.3%，前值為0.1%。儘管10月17-18日公布的工業產出和新屋開工兩大數據基本符合預期，但強勁的零售數據抬升了三季度GDP預期。截至10月18日，GDPNow模型最新預測，三季度美國實際GDP環比折年率為3.4%，創8月以來最高；截至10月25日小幅回落至3.3%。要知道，除了10月末即將公布的個人消費數據(PCE)外，三季度重要的經濟數據已基本全部公布，GDPNow的指示意義較強。

二是，美聯儲官員講話傳遞了較強的「鷹派」信號。10月21日，在沒有關鍵經濟數據公布的背景下，10年期美債名義和實際利率單日就上升了11點子。市場利率預期的驅動力來自三位美聯儲官員講話：明尼阿波利斯聯儲主席卡什卡利、達拉斯聯儲主席洛根，以及堪薩斯城聯儲主席施密德，三人均表示支持放慢降息。只有同日講話的戴利並未對未來的降息速度發表任何評論。值得注意的是，卡什卡利在講話時提及「中性利率」上修的可能性，洛根的講話還表達了對繼續縮表的支持，施密德的講話則是8月以來的首次，這些額外的信息有可能放大了市場的「鷹派」感受。

三是，特朗普當選及共和黨橫掃的預期繼續上升。Polymarket博彩網站顯示，特朗普當選的押注，由10月14日的54%上升至10月22-23日的65%；同期，共和黨橫掃的押注，由38%上升至49%。特朗普在經濟政策方面仍然主張「減稅+關稅」的政策組合，對應更高的經濟增長、債務增長和通脹前景，對美債利率有上行支撐。只不過，10月18日當周油價大幅回調，令美債通脹預期回落，暫時抵銷了實際利率上行的壓力。目前國際油價止跌企穩，10年期美債通脹預期也穩定在2.3%左右，美債實際利率上行更加直觀地表現在名義利率上行。

四是，以金價走強為信號的「美元信用」擔憂持續發酵，可能加劇美債的拋售。金價持續上漲，折射出投資者對美國財政和美元信用的擔憂。

近期美債利率上升，而金價也在上漲，更是上述擔憂的寫照。當前，美債利率與美國政府信用之間形成了某種惡性循環，即美債利率上升、政府付息壓力加大、債務可持續性弱化、美債信用擔憂加劇、美債進一步遭到拋售、美債利率進一步上升。「特朗普交易」放大了美國政府的信譽擔憂，因市場普遍預期，共和黨上台更可能引發美國債務「滾雪球」式增長。據聯邦預算委員會(CRFB)數據，中性情形下，特朗普上台可能讓美國債務在未來十年裏增加7.5萬億美元，遠超哈里斯當選的3.5萬億美元。

單月維度和中長期維度(2-10年)的美債利率方向都偏上行，可能令中短期(1-2年)的利率下行壓力被忽略，繼而形成美債利率「超調」的風險。筆者認為，年內10年期美債利率合理中樞仍在4厘左右，明年或在3.5厘左右。

首先，當前10年期美債利率可能明顯超出了中性利率水平。目前10年期美債名義利率在4.2厘左右，明顯高於美聯儲9月經濟預測的長期政策利率中值的2.9厘；10年期美債實際利率超過1.9厘，明顯高於紐約聯儲LW模型最新預測的「中性實際利率」的1.22厘；10年期美債隱含通脹預期在2.3%左右，也高於美聯儲2%的目標。上述中性利率的參考指標，已經考慮到後疫情時代下中性利率抬升的可能性。美聯儲預測的長期政策利率在2019年6月至2023年12月基本保持2.5厘、2016-2018年大致在3厘左右；LW模型的中性實際利率(平滑)在2010-2019年平均為0.88厘。

其次，10年期美債利率在本輪降息後的反彈幅度遠超歷次降息周期。10年期美債利率自美聯儲首次降息後回升了60點子，是1980年以來七次降息周期之最，明顯高於1995年(一次典型「軟著陸」)最高反彈幅度的40點子。與1995年情形比較，當時的降息周期僅持續約半年，累計僅降息三次共75點子，政策利率上限由6厘下降至5.25厘，就結束了降息。目前，美聯儲和市場仍預期，本輪政策利率上限將由峰值的5.5厘，逐步下降至明年的3.5厘左右，說明本輪降息的空間較1995年更廣闊，10年期美債利率的下行空間理應更加充足。

再次，儘管美國9月經濟數據反彈，但未必扭轉近半年就業和通脹的

降溫趨勢。對單月數據過度反應，歷來不是明智之舉。而且，如果說美國9月經濟數據的意外走強，可能得益於金融條件的快速轉鬆。那麼，9月下旬以來市場利率已經自發地走高，有可能對10月及以後的經濟指標形成壓力。更核心的是，筆者認為，美國就業和通脹仍然保持在降溫的軌道上。美聯儲9月「彌補式」降息50點子並非空穴來風，而是就業和通脹在今年4至7月持續降溫的結果。補充一個最近的觀察：據筆者測算，以2016-2019年持續增長趨勢為基準，美國居民的「超額儲蓄」在今年5月首次轉負，與就業和通脹的「拐點」基本重合。

最後，有關特朗普上台及美國中長期經濟、債務與通脹的交易可能太過超前。特朗普能否當選、共和黨能否橫掃；即使特朗普上台，會否完全兌現大規模「減稅+關稅」政策組合；即使出台這些政策，美國通脹會否長期抬升、債務是否真的「不可持續」——這些前提和推斷都包含較強的假設，任何環節都存在不確定性。

我們進一步思考兩個關鍵問題：首先，美國財政的可持續性壓力，會否反向約束一屆政府的財政擴張。譬如，特朗普希望通過增加關稅收入來平衡赤字，但倘若高關稅導致美國進口銳減、關稅收入不及預期，那麼不能排除特朗普政府被迫削減支出。

其次，美國保持較強的經濟增長，會否增強債務的可持續性。衡量一國的債務是否可持續，其中一個關鍵條件是經濟增長能否高於債務增長。據筆者測算，2021年二季度至2024年二季度，美國季度名義GDP累計增長24.2%(年化複合增長7.5%)，高於同期美國未償還債務總額累計增長的22.1%(年化複合增長6.9%)。這說明至少在近三年，美國經濟增長能夠完全消化債務的增長。

此外，聯邦預算委員會最新測算顯示，更強的經濟增長可以幫助減緩債務率上升的速度，繼而有助於財政前景的改善。總之，無論是新一屆美國政府在財政路徑上被迫自我約束，又或者美國經濟增長與債務增長保持基本匹配，都可能限制美國債務風險的激化，美債市場與之相關的拋售行為可能過激。

(作者為平安證券首席經濟學家)

