

隨着一攬子宏觀政策逐步落地，中國經濟將平穩復甦，出

## 經濟觀察家

2024年美國總統大選結果揭曉，共和黨候選人特朗普以較為明顯的優勢獲勝。不僅如此，共和黨還同時控制了美國參、眾兩院，這將為美國經濟和中國經濟帶來一系列重要影響和變化，未來幾年國際經濟利益格局將發生重大調整。

中美貿易會出現什麼新變化？人民幣匯率將迎來升值還是貶值？中美經濟會徹底「脫鉤」嗎？本文擬針對上述問題作出相應回答。

# 中美經貿關係有何新變化？



## 經濟透視

對於中國而言，特朗普再次上台，疊加共和黨同時控制參、眾兩院，未來四年美國非但不會改變對華遏制的整體立場，反而有可能進一步加碼競爭和對抗，激化雙邊矛盾，為中國經濟帶來諸多挑戰和壓力。

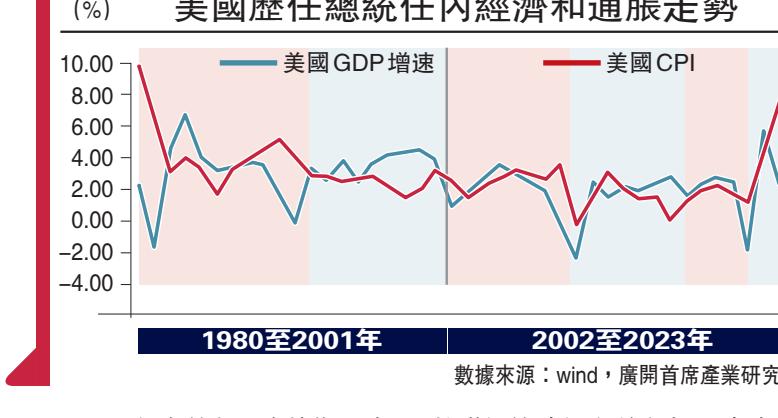
### 外貿不確定性上升

其一，中美經貿關係不確定風險上升。從特朗普首個任期的表現來看，其經濟政策和對華政策的短視性、局部性、突發性、對抗性等特點表現較為明顯。由於其不願意通過對話溝通、機制交流等常規渠道來管控中美經貿關係中的分歧，而傾向於採取極限施壓的策略來加劇矛盾和衝突，因此，中美經貿關係在其第一任期呈現出較大的不確定性。從特朗普此次大選中的對華政策來看，基本特點並未發生根本轉變，其第二任期不可預測的風險依然相對較高。

其次，美國有可能將中國作為最主要的對手和假想敵。從哈里斯和民主黨的競選綱領來看，雖然將中國也視為美國的戰略競爭對手，但並非最首當其衝、最緊要的對手，短期內俄羅斯和伊朗才是美國最主要的對手和假想敵。因此，哈里斯在談及美國與中國展開競爭時，強調並不需要尋求中美衝突。而共和黨中的極端派則從國際政治博弈和經濟競爭雙重角度出發，將中國定位為最主要競爭對手和假想敵的角色。這種理念在第一任期後半段已經深刻地影響了特朗普。特朗普在競選中提出對所有國家加徵10%的關稅，但針對中國加徵60%–100%的高額關稅，某種程度上正是將中國視為最主要競爭對手和假想敵理念的投射。

其三，中美貿易可能出現斷崖式下跌的風險。在中美貿易方面，自特朗普首個任期掀起貿易摩擦後，美國針對中國出口實施並強化貿易保護的政策傾向已難以逆轉。但相對而言，拜登政府的貿易保護政策尚有一定節制，對中美貿易的影響是局部性、結構性和漸進式的。相比之下，特朗普將中美貿易關係視為對華施壓的重要手段，上台後有可能對中國商品實施全面和較大力度的加徵關稅措施。初步測算，此舉如實施，未來可能導致中美貿易下降5–10個百分點。此外，在中美科技合作方面，與民主黨堅持打造「小院高牆」，重點限制中國在半導體、人工智能（AI）和量子等領域與美國企業和高校開展技術合作不同，特朗普上台後，中美科技合作或將在各個領域都受到明顯限制。

其四，人民幣匯率短期內有可能出現一定波動。美國大選前後，乃至於特朗普正式施政前，由於不確定性較高，美元在避險情緒推動下可能階段性走強，由此將對非美貨幣帶來壓力，導致人民幣等貨幣的匯率集體波動。特朗普後續如出台對華加徵關稅等限制性措施，也可能在一定程度上對外匯市場投資者預期形成擾動，推動人民幣匯率階段性貶值。類似情況



數據來源：wind, 廣開首席產業研究院

在2018–2019年中美貿易摩擦期間也曾經多次出現過。但從更長的時間維度來看，人民幣匯率主要還是受中美經濟基本面影響。隨着一攬子宏觀政策逐步落地，中國經濟將平穩復甦，增長會走出低谷；外資將不斷流入更加開放的中國市場，出口產業的韌性將有助於中國對美保持貿易順差，人民幣匯率穩定將會獲得市場認可。

從貨幣政策環境看，未來一段時間，美國貨幣政策總體上處於降息階段。值得注意的是，特朗普的政策考量存在一定的矛盾，既希望美元貶值以支持出口，又主張美聯儲不要過快降息；而關稅大棒最終還可能帶來進口產品漲價，從而推高通脹。事實上，美聯儲貨幣政策又並非美國總統可以完全左右，因此未來美國的相關政策存在較大變數，人民幣不太可能面臨持續的貶值壓力。而中國相關政策工具箱內調節人民幣波動的工具還有不少，有能力保持人民幣匯率在合理的區間內基本穩定，人民幣不會出現持續大幅貶值。

其五，由於中美之間缺乏明確的共同利益，不排除未來「脫鉤」的風險進一步上升。與民主黨候選人重視清潔能源、環境保護、醫療衛生等領域的國際合作不同，特朗普對外政策表現出較明顯的孤立主義，既奉行貿易和科技保護主義、排斥清潔能源應用，也不太關注醫療衛生、環保、打擊犯罪等領域的國際合作，或導致未來四年，中美之間合作的空間被壓縮，造成雙方事實上的「脫鉤」。

### 加快中企出海步伐

作為當今世界最大的兩個經濟體，中美扮演着全球經濟「領頭羊」的角色，可謂是「和則兩利、鬥則兩傷」。雙方保持穩定關係，增進接觸、負責任地管控分歧，不但符合兩國各自利益，為兩國企業帶來更多機遇，為兩國人民帶來更多福祉，同時對全球和平與繁榮也至關重要。對於中國而言，面對新挑戰和新變局，應當更有創造性和務實地探索中美未來新的合作領域。

一是加快內需特別是服務消費發展。建立收入增長長效機制，健全各類生產要素參與分配的體制機制，多渠道增加居民收入來源；加快推進新型城鎮化建設步伐，擴大服務消費需求增長的基數和增量；加快推進農村土地制度改革，大幅提升農民服務消費能力；改革相關稅制，提升中高淨值群體的消費意願；放寬服務業准入門檻，推動服務業轉型升級，培育服務消費新熱點；加大投資力度，通過

# 美聯儲降息操作保持慣性



## 政經透視

美國聯儲局周四（11月7日）公布議息結果，一如預期宣布減息0.25厘，聯邦基金目標利率降至4.50–4.75厘區間。此外，會議聲明較9月僅有兩處改動：1) 在就業描述上，將「就業增長放緩，失業率上升但仍然很低」改為「自年初以來，勞動力市場狀況總體上有所緩解，失業率上升但仍然很低」；2) 通脹描述上，將「通脹進一步向委員會的2%目標邁進，但仍然較高」中的「進一步」（further）一詞刪除。

結合聯儲局主席鮑威爾的會後講話，以及美國的經濟和市場形勢，筆者認為，美聯儲本次堅持降息25點子可以從三方面理解：

一是，儘管9月會議以後公布的就業和通脹走強，但並未抵銷前期降溫的進展。美聯儲9月「彌補式」降息50點子並非空穴來風，而是就業市場和通脹在今年4–7月持續降溫的結果。而且，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」基本融合。所以，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。

二是，美聯儲主觀上希望盡量保持政策慣性。所謂「開弓沒有回頭箭」，美聯儲在9月大幅降息，而後經濟和通脹數據立即反彈，已經被詬病為過度依賴數據、缺乏前瞻。鮑威爾本次講話稱，本次降息可以被視為「另一次行動」。

三是，近期市場利率自發走高，進一步賦予美聯儲降息的空間。9月18日會議以來，在經濟數據走強和「特朗普交易」（抬升中期經濟和通脹預期）的背景下，2年期及以上期限美債利率大幅上行，10年期美債收益率在截至11月6日已大幅上行超過70點子，處於今年7月初以來最高水平。

市場利率自發走高，有可能對未來一段時間的經濟和通脹形成下行壓力，同時也是美聯儲對市場利率調控能力弱化的表現。因此，美聯儲本次堅持降息，或也出於抑制市場利率過快上行的考量。

短期來看，由於美國經濟和通脹保持韌性，疊加市場十分關注特朗普新政引發的通脹上行壓力，美債利率可能保持偏高水平；美股投資者可能傾向於認為美國經濟能夠「消化」高利率，繼

而維持偏強的風險偏好；高利率和強經濟之下，美元的吸引力猶存，美元匯率也可能獲得不錯的支撐。

### 利率下行趨勢不變

但展望未來半年至一年，政策和市場利率的方向仍然是下行的。而且，一旦未來幾個月出現經濟和通脹數據的再降溫，市場對未來利率路徑的看法可能會適時調整。

首先，特朗普新政對經濟和通脹的影響不會立竿見影。特朗普2017稅改法案中的核心條款將於2025年12月31日才到期，儘管稅收政策調整預期可能對當下居民消費行為有一定影響，但不宜高估；關稅方面，政策的最終落地和起效也仍需時日，對通脹的影響有待觀察。

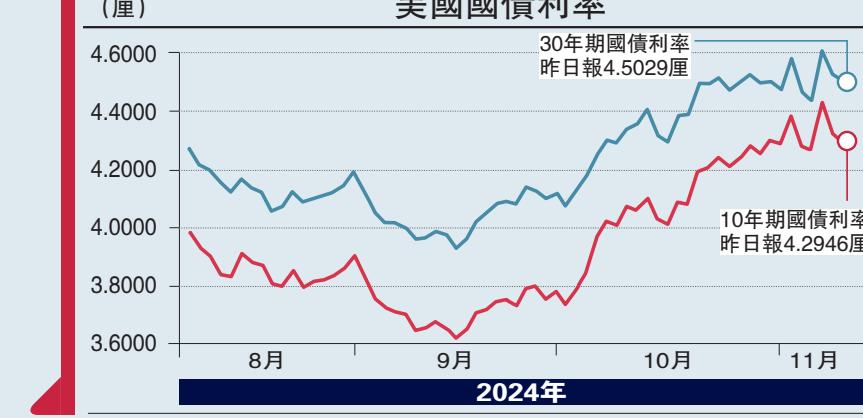
其次，美聯儲從限制性利率回到中性利率的空間仍然充足。美聯儲預測的長期政策利率在2019年6月至2023年12月基本保持2.5厘、2016–2018年大致在3厘左右；截至2024年9月，美聯儲最新預測為2.9厘，已經較疫情前有所抬升。即便如此，目前的政策利率水平（4.50–4.75厘）仍明顯高出長期政策利率，意味着美聯儲本輪降息的空間是充足的。此外，目前缺乏實質證據表明美國潛在增速或長期中性利率會大幅上修。

2008年以後，美國及主要發達經濟體陷入低增長、低通脹、低利率格局，背後原因極為複雜，其中的一些原因如需求長期不足、國際貿易發展、技術進步和創新發展緩慢等，可能在後疫情時代因財政邏輯轉變、經濟安全更受重視，以及AI等新技術的發展而出現轉變。不過，人口老齡化、全球儲蓄過剩，以及AI在經濟社會中的應用尚需時日兌現等問題，似乎並未出現明顯轉折。

再次，美債利率短期超調的風險較高。一方面，美債利率走勢強於1995年，本輪首次降息以來10年期美債利率的上升幅度超過70點子，大幅高於1995年的40點子；但值得注意的是，1995年美債利率在首次降息後的一個半月左右開啟下行。

另一方面，近期美債通脹預期明顯超過其與油價在今年以來多數時期的相關性。這可能反映了投資者對於特朗普當選後美國通脹前景的擔憂，但有過度擔憂之嫌。

（作者為平安證券首席經濟學家）



# 港減息超預期 樓價本季料回升



## 主樓布陣

過去一周

又出現影響環

球市場的重大

事件，其一是美聯儲議息結果，一如預期減息0.25厘。但令人驚喜的是，本港大型銀行意外地跟減0.25厘，減幅已連續兩次高出市場預期，兩個月間累計減息半厘，相信將加速樓價回穩，並刺激住宅物業的交投。

今次本港按息意外再減0.25厘，令業主供樓壓力有所紓緩。以樓按貸款500萬元為例，並以30年還款期計算，最新P按息率為3.625厘，每月供款約2,803萬元，較9月18日未宣布減息前的P按息率為4.125厘相比累減半厘，每月供款減少1429元，供樓負擔下降，令置業上車更為容易。

在之前美國加息周期內，香港先後五次加息，加幅為0.875厘。換句話說，今次連續兩次超預期的減息後，減幅已達加幅的一半以上，幅度絕對不低，相信可為樓市帶來積極正面影響。

香港減息後的按揭利率，較9月差估署A類私宅租金回報率3.7%更低。此外，租金節節上升。據美聯「租金走勢圖」，9月以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約37.9元，連升七個月及創五年新高，令不少細單位物業出現

「供平過租」，勢吸引用家進一步「轉租為買」。

### 市場不明朗因素盡退

息口走勢以外，美國總統大選同樣是全球聚焦的重點，最終特朗普勝選，事隔四年後再次入主白宮。值得留意的是，無論是哪位當選總統都會持續「保護主義」政策，對中國商品增加關稅；同時，政局變化對投資市場的影響，往往相對短暫，所以大選結果對樓市的影響，早已被市場消化。

另一重點議題是全國人大常委會會議的刺激經濟措施，公布規模約10萬億元化解地方政府債務，以助市場解燃眉之急，大致符合市場預期。

個人估計，市場不明朗因素盡退，在眾多利好樓市因素支持下，預計四季度樓價有望回升約3%，全年跌幅將收窄至5%內。至於交投方面，預計四季度成交量將超越原先預期，整體將「拾級而上」，估計一手成交量有望升至5500宗，按季急升逾1.3倍，並創自2019年二季度後的五年半新高；同期二手住宅成交量有望同步上升，挑戰1.15萬宗，按季升約三成，創出近七個季度新高。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）