◀美聯儲本月繼續減息四分之一厘，符合市場預期。

經濟觀察家

美聯儲12月繼續減息0.25厘，符合市場預期。但議息會議的最新預測中，上修了2025年增長、就業前景，以及通脹預期，同期下修了減息空間。筆者預計，2025年美聯儲可能仍有兩至三次的減息空間。

有關經濟描述的部分，12月會議聲明較11月沒有任何改動，繼續強調年初以來勞動力市場狀況整體放鬆，通脹回落取得進展但仍然偏高。政策方面，唯一的改動是，在提及未來「進一步調整聯邦基金利率目標區間」時，新增了「程度和時機」，更加強調了美聯儲決策從「是否減息」轉變為「何時減息」，為後續暫停減息做鋪墊。會議聲明最後還顯示，克利夫蘭聯儲主席哈馬克反對減息。

聯儲「鷹派減息」為放慢步伐鋪墊

政經透視 鍾正生

美聯儲12月發布的經濟預測，相較9月的主要變化包括：

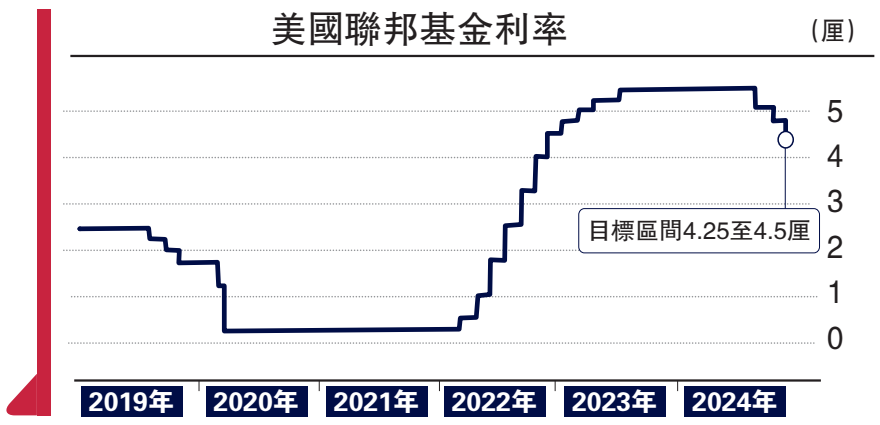
1）經濟增長：將2024年經濟增長預測由2%上修至2.5%，將2025年的經濟增長預測從2%小幅上修至2.1%，並維持長期經濟增長率為1.8%。

2）就業：將2024年底失業率預測由4.4%下修至4.2%，將2025年失業率預測由4.4%下修至4.3%，維持長期失業率預測為4.2%。

3）通脹：將2024年PCE和核心PCE通脹率分別上修0.1和0.2個百分點至2.4%和2.8%；將2025年PCE和核心PCE通脹率分別上修0.4和0.3個百分點，均上修至2.5%。

4）利率：將2025年政策利率預測中值由3.4厘上修至3.9厘，將2026年政策利率預測中值由2.9厘上修至3.4厘，將長期政策利率繼續上修0.1厘至3厘。

5）點陣圖：在19位官員之中，有4位官員預計2024年末合理的政策利率是4.5至4.75厘，而不是當前的4.25至4.5厘區間，暗示除了哈馬克外，有其他3位官員雖然贊成減息但內心可能並不認同。2025年，有10位官員預計年末政策利率在3.75至4厘區間，3位預計在此基礎上少減息一次，3位預計多減息一次，1位預計不減息，其餘2位預計多減息2至3次。



特朗普影響待評估

稍後召開的記者會上沒有過多關注本月的減息決策，而更多聚焦2025年減息的前景。具體來看：

1）關於本次減息。美聯儲主席鮑威爾在第一個提問後便解釋了本次減息的原因。他認為，本次減息主要考慮到就業和通脹雙向風險的平衡，特別強調就業市場比疫情前水平更「冷」且目前仍在緩慢減息，通脹方面年初以來仍有進展。之後有記者關心就業市場降溫的風險，鮑威爾也藉機強調，美聯儲密切關注就業市場降溫風險，而這也是本次減息的部分原因。有記者問為何這次沒有用「校準」（recalibration）一詞？鮑威爾強調，從現在開始，需要更加謹慎行動，兩至三個月的數據好壞不重要，需要看更長期的線索。

2）關於2025年減息。鮑威爾認為，通脹較此前預計的更高，且通脹預期也更高，不過仍然在可控的路徑上（still on track）；目前4.3厘的政策利率仍是「有意義的」限制性水平，但是隨着接近中性利率，美聯儲需要更加謹慎。有不少記者問，可能觸發減息的條件？鮑威爾稱，核心通脹的下降，或者就業市場的降溫，都可能是未來減息的原因。有記者問能否理解為美聯儲即將暫停一段時間的減息？鮑威爾並沒有贊成這一觀點，其強調美聯儲不對未來的會議做決策。有記者問能否完全排除2025年加息？鮑威爾稱，儘管任何事情都不能完全排除，但其認為不太可能，因為目前的利率仍是限制性的。

3）關於中性利率。鮑威爾強調，美聯儲經濟預測中的「長期政策利率」上修至3厘，但這是一個長期中性利率的水平，並不是目前（中性利率）的情況；在短期，可能有其他因素影響中性利率。這也是為什麼美聯儲從現在開始需要更加謹慎。

4）關於特朗普政策的影響。鮑威爾稱美聯儲正在嘗試理解關稅對通脹的影響，但現在仍處於一個早期階段，需要更多時間。

5）關於通脹。有記者問，美聯儲是否仍有信心通脹能夠向目標回落？鮑威爾稱，他對過去通脹回落的進展及背後的原因是有信心的，並且詳細提及了住房、商品、金融服務、保險等相關價格的走勢，認為整體而言通脹是保持在合理路徑的。此外，其提到目前民眾的感官主要是高價格（high price）而不是高通脹（high inflation），美聯儲能做的是盡量回到2%通脹，隨着時間推移，民眾能有更高的實際工資（增長）。有記者問美聯儲能否允許通脹長期在2.5%水平？鮑威爾明確否認，強調會堅持2%目標，且有信心實現，只是可能需要更長的時間。

6）關於就業。鮑威爾強調，就業市場比2019年情況更弱一些，且可能仍處於緩慢降溫中，但這一降溫是一個十分漸進的過程。他還強調，美聯儲不需要、也不認為就業市場會進一步降溫。

7）關於經濟。有不少問題關注經濟下行風險，鮑威爾整體看淡經濟下行風險，認為美國經濟已經避免了衰退，且美國經濟相比其他國家而言更加強勁，並預計2025年美國經濟仍然能保持韌性。

8）其他。有記者詢問有關建立比特幣戰略儲備的情況。鮑威爾稱，不尋求相關法律的變動。

下季度或暫停減息

本次議息會議傳遞的核心信息是，美聯儲從現在開始，將在減息決策上比之前更加謹慎。首先，12月減息已經頗有爭議，無論是哈馬克明確投票反對，還是4名官員在點陣圖中暗示不支持減息，都顯示出這一點。但由於本次會議前市場已經充分預計了本次減息，美聯儲可能不想製造一場「鷹派意外」，所以選擇「鷹派減息」。其次，美聯儲最新經濟預測，上修了2025年增長和就業前景，更明顯上修了通脹前景，在此背景下，自然需要下修減息的空間。再次，美聯儲繼續上修了長期政策利率至3厘。而且鮑威爾講話時還強調，短期來看「中性利率」有可能還會更高。目前長期政策利率的最高預測是3.9厘，而政策利率是4.3厘，美聯儲需要避免減息過快、過早地退出「限制性利率」。

不過，筆者認為，2025年美聯儲可能仍有兩至三次的減息空間。

1）隨着美國經濟溫和降溫，所謂的短期「中性利率」存在回落空間。我們預計合理的中長期中性利率仍在3厘左右。那麼，假設美聯儲2025年減息0.75厘，聯邦基金利率仍將保持在3.5厘以上，屬於「溫和限制性」水平。根據泰勒規則，即便考慮美國通脹偏高，3.5厘以上的利率水平也是合適的。

2）2025年美國通脹的基準情形是保持相對穩定，而不是明顯反彈。尤其是據美聯儲最新預測，2025年核心PCE通脹仍有下行空間，可能主因需求降溫的驅動。儘管特朗普的減稅政策和關稅政策，可能增大通脹上行風險，但政策落地及對終端物價的傳導或存在時滯，通脹上行更多是「風險」而不是基準情形。

3）美國就業市場韌性不及GDP增長，整體已處於略弱於2019年疫情前狀態。2024年，美國失業率最高曾升至4.3%，且上行速度較快、一度觸發「薩姆規則」，美聯儲不需要也不希望就業市場進一步降溫。2025年，美國就業市場的意外降溫，可能觸發美聯儲降息。

展望2025年一季度，美聯儲較有可能在2025年1月（甚至3月）暫停減息，暫停減息的行動可能階段抬升中長期美債實際利率。而在特朗普上任初期，新政可能密集落地，繼而再次出現「特朗普交易」，其中移民和關稅等政策可能引發通脹預期上升，放鬆監管等政策則可能導致需求預期上升，這些均可能抬升美債利率。第二季度以後，伴隨「特朗普交易」降溫，美聯儲下一次減息的時機也可能逐漸顯現，並引發市場情緒的緩和甚至反轉。

（作者為平安證券首席經濟學家）

開拓創新 鞏固香港金融中心地位

周小川

作為亞洲重要的國際金融中心，香港多年來在全球金融體系中發揮着舉足輕重的作用。但放眼未來，挑戰與機遇並存，需要我們以更開闊的視野謀劃，進一步推進相關工作，以實現持續發展。

近期滬港通迎來10周年紀念，以及投資者峰會成功舉辦，尤其是何立峰副總理講話，彰顯了這些活動對於香港國際金融中心建設的重要意義，總體而言，香港國際金融中心整體發展態勢向好。但是，未來競爭激烈，香港還需迎難而上。

在推進香港國際金融中心建設的相關工作中，滬港通與深港通的市場連通性乃是關鍵議題。儘管已經取得連通成果，但在範圍與便利程度上仍然存有廣闊的提升空間。連通不應局限於內地資本市場，更要拓展至亞洲乃至「一帶一路」沿線國家。儘管這一過程會遭遇到諸多難題，但鑒於國際局勢變化及沿線國家的需求，克服困難推進連通勢在必行。

目前隨着資訊產業發展和互聯網普及，傳統金融中心的競爭優勢正在發生深刻變化。資訊的加工、分析和傳遞日益重要，業務與機構布局呈現分散化趨勢，這要求我們重新思考金融中心形成與維持的關鍵要素。

此外，創造有益金融產品也至關重要。要甄別產品能否滿足亞洲經濟需求，避免副作用，助力經濟發展。與此同時，金融市場應針對新興行業，如人工智能（AI）興起帶來的融資及風險管理新特點，開發新工具與產品。

助力人民幣國際化

值得關注的是SDR（特別提款權）在金融產品創新中的潛在作用。雖然這是個很好的設想，而且上世紀80年代初，在資本市場上，許多金融工具也曾經選擇用SDR來計價，以應對美元壁壘高企，匯率大幅升值的局面，但由於SDR構成複雜，缺乏配套外匯市場，目前在實際操作中存在諸多困難。建議國際貨幣基金組織帶頭增加SDR在融資、統計核算等方面應用，助力形成SDR外匯及匯率市場，推動金融中心接納使用。

人民幣國際化是另一個重要維度。人民幣國際化使香港將成為人民幣離岸中心的核心區域，令到香港在國際金融市場中的角色更加多元化，並且進一步鞏固其在全球金融市場的地位。同時，香港作為國際金融中心，在人民幣的國際化進程中也扮演着獨特且重要的角色。

回顧這一進程，人民幣跨境使用的最初目標主要聚焦於貿易結算，2008年金融危機是一個重要轉捩點。當時亞洲面臨流動性短缺，中國開始與多國開展貨幣互換，推動人民幣跨境使用範圍不斷擴大。外部美元政策波動及各國流動性需求變化，加之中國國內金融改革推進人民幣自由使用，都為人民幣國際化創造機遇。

隨着全球經濟格局多元化發展，中國經濟實力增強，人民幣在國際舞台上必將會發揮更重要作用。當然，這一進程受到內外多重因素影響，需要循序漸進。

因此在未來推進人民幣國際化過程中，內地部分政策規則的改革開放力度還可以加大。諸如人民幣自由兌換、匯率改革、本幣互換及資金池設置等議題，往往涉及多方利益，需要審慎權衡、凝聚共識。人民幣納入SDR貨幣籃子就是一個很好的例證。

而且隨着內地經濟發展，人民幣在亞洲影響力日增，香港已發揮重要作用，未來要順應國際形勢，推動其在「一帶一路」沿線國家發揮更大效能，利用內地上市公司資源與高儲蓄率優勢，助力人民幣扮演更重要角色。

我相信，通過各方共同努力，香港國際金融中心的地位必將更加穩固，人民幣國際化也將穩步推進，在全球金融體系中發揮更大作用。這不僅有利於香港自身發展，也將為亞洲乃至全球經濟注入新的活力。

（本文由國際金融論壇（IFF）大會主席、原全國政協副主席與中國人民銀行原行長周小川在11月23日國際金融論壇（IFF）全球年會「香港聚焦：加強香港國際金融中心地位建設」環節發表的主旨演講改寫而成，並授權本專欄發布）

（www.iff.org.cn）

◀香港作為國際金融中心，在人民幣的國際化進程中扮演着獨特且重要的角色。

樓市否極泰來 明年料反彈逾10%

樓市智庫 陳永傑

2024年將完結，回顧年初全面撤辣，至第三季度減息及施政報告再推穩定樓市措施，包括放寬按揭及優化投資移民，全年樓價跌約6%，連跌三年。

市場憧憬2025年樓市復常，而2024年整體住宅買賣登記暫錄約5.6萬宗，雖然較去年全年升約17%，但仍屬「小復常」，尚未重返疫情前逾6萬宗水平，甚至跟一年有10萬宗以上成交的「樓市大時代」亦有頗大距離。對上一次大旺市已經是14年前，2010年成交超過13萬宗，單計二手已佔逾11萬宗，當時十大屋苑成交逾1萬宗，現時成交量只是當年的五分之一；1997年更厲害，成交達17萬宗，十大屋苑佔逾2萬宗。

素有「炒家天堂」之稱的天水圍嘉湖山莊，1997年有逾5400宗成交，流通率34%；至於2024年，成交量僅440宗，流通率2.5%。

筆者想說的是，香港今天的樓價比1997年上升了六成，成交量卻未及「大時代」的一半，地產代理仍要面對僧多粥少的情況。

中原樓市大數據顯示，全港私人住宅物業總市值，不知不覺間已經跌至9.1萬億元（截至11月），較2023年底9.59萬億元，再減少4465.7億元，重返2017年水平；若與2021年9月最高紀錄12.14萬億元比較，3年之間蒸發近3萬億元，人均業主身家損失達232萬元。

今年多個新盤低價搶客，影響二手樓價表現。十大屋苑今年呎價全線向下，跌幅最多逾一成；最新總市值失守7000億元，跌至6840億元，年內下跌逾6%。當中以鴨脷洲海怡半島跌幅最大，總市值由去年底950億元，跌至841億元，不足一年跌逾百億元；屬中產聚居地的鰂魚涌太古城，市值仍最大，達1250億元，屬全港唯一市值達千億元的屋苑。

今年樓價跌幅收窄至5%

今年首11個月，中原CCL樓價指數有8個月是下跌，累積下跌近6%，全年跌幅料約5%，連跌三年，但跌幅收窄。筆者認為，樓市已衰到盡，多項利好因素下，包括中央政府明確提出要實施更加積極財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，穩住樓市股市，大力提振消費，全方位擴大國內需求。

目前本港銀行總存款額達17.1萬億元，按年升近9%，屬歷史新高，隨着美國持續減息，令定期存款息口向下，相信部分資金會流入物業市場，有助明年樓市復常，樓價料反彈，升幅約10%至15%。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）