

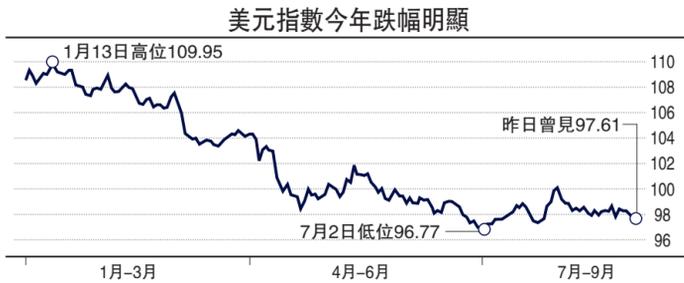
▲隨着特朗普進一步施壓，市場愈來愈擔憂美聯儲的獨立性會受到損害。

經濟觀察家

美聯儲2022年3月以來的激進緊縮，在降低通脹的同時保持了就業穩定，到去年9月重啟降息，美國經濟「軟著陸」幾乎唾手可得。然而，特朗普重返白宮後有恃無恐地干預美聯儲操作，成為今年上半年美元指數暴跌的重要推手。現在，美聯儲被置於三重險境，美元信用下降和美元匯率頹勢都恐尚未見底。

特朗普2.0 聯儲陷三重險境

集思廣益 管濤 在競選期間標榜「關稅」是其字典裏最美的詞彙，自今年1月二次入主白宮後，他頻頻揮舞關稅大棒。美聯儲主席鮑威爾則多次表示，若不是出於對關稅的擔憂，今年美聯儲很可能早已降息。7月份最新的議息會議紀要顯示，美聯儲對通脹風險的擔憂仍高於經濟下行。



關稅擾動貨幣政策

受關稅政策影響，美國通脹預期和通脹壓力正在「趕來的路上」。

一方面，通脹預期較快上升。密歇根大學的調查結果顯示，今年以來，1年期和5年期通脹預期最高分別升至6.6%和4.4%，較去年底分別高出3.8和1.4個百分點，超過前期高通脹回歸時期的高點，分別創1981年12月和1991年4月以來新高。隨着8月初新版對等關稅政策落地，當月1年期和5年期通脹預期均環比跳升0.5個百分點，分別為4.9%和3.9%。

另一方面，通脹壓力逐步顯現。7月份，美國消費者物價指數（CPI）同比增長2.7%，核心CPI通脹為3.0%，較4月份分別高出0.4和0.2個百分點；個人消費支出指數（PCE）通脹2.6%，核心PCE通脹2.9%，較4月份分別高出0.4和0.3個百分點；生產者價格指數（PPI）通脹3.3%，核心PPI通脹3.7%，分別環比跳升0.9和1.1個百分點。如果說CPI和PCE反映需求端的關稅通脹效應還不足為慮的話，PPI則顯示供給端的關稅通脹效應已開始顯現，向需求端的傳導或不久矣。

與此同時，美國就業市場急速降溫跡象初顯。7月份，美國大幅下修5、6月份的新增非農就業數據，較初值累計下修25.3萬人，幅度高達88.5%，5、6月份合計新增非農就業僅為3.3萬人。7月份，新增非農就業初值為7.3萬人，低於市場預期的11萬人，也遠低於2024年月均新增16.8萬人的水平。同期，失業率為4.2%，環比僅上升0.1個百分點，與今年1月持平，仍處於歷史低位；勞動參與率為62.2%，環比下降0.1個百分點，較今年1月下降0.4個百分點。這主要是因為，在移民政策導致勞動供給減少的情況下，企業「不裁員」也「不招人」，穩定了失業率。

在7月通脹和就業數據發布後，8月22日，鮑威爾在傑克遜霍爾（Jackson Hole）全球央行年會上暗示9月份降息。他指出，短期內美國面臨通脹風險偏向上行、就業風險偏向下行的挑戰。由於政策處於限制性區間，基準前景和不斷變化的風險平衡可能需要美聯儲調整政策立場。鮑威爾試圖在日益脆弱的勞動力市場與揮之不去的通脹壓力之間走鋼絲，這也預示着未來的政策路徑將充滿挑戰。

裁員釀成經濟數據失真

現代宏觀經濟治理非常重視政策的透明度，但這種「透明度」是各經濟部門根據職責範圍對外發表意見，給市場提供指引，而不是追逐熱點，

對其他部門的政策指手畫腳、妄加議論

特朗普特立獨行，在第一個任期就沒少對美聯儲貨幣政策評頭論足，第二個任期更是變本加厲。他貶低美聯儲的專業性，說加息抑或降息是個「擲骰子」的遊戲，任何人做得都不會比美聯儲差。他稱鮑威爾為「太遲先生」，指責其維持高利率讓國家損失了數萬億美元，根本不配擔任美聯儲主席。

特朗普的內閣幕僚也加入了這個「合唱團」。美國財長、商務部長、國家經濟委員會主任，甚至聯邦住房金融局局長等其他部門公職人員都經常對美聯儲利率政策說三道四。其結果是：說對了，會削弱美聯儲的權威性；說錯了，則會擾亂市場預期。

「屋漏偏逢連夜雨」，基於數據驅動的美聯儲貨幣政策決策基礎正在被侵蝕。統計數據本應是反映經濟真實面貌的「晴雨表」，是政策制定與市場決策的重要依據。正常情況下，月度數據修正幅度通常控制在5%以內，即便是受季節性波動或突發事件影響，超過20%已屬罕見。而美國不僅連續多月突破這一界限，更發展至如今的「斷崖式下調」。美國政府削減統計預算、裁減統計人員，甚至關閉關鍵統計諮詢機構，是對統計數據質量進一步釜底抽薪。勞工統計局局長被解職，則加大了市場對政府操縱數據的疑慮。

特朗普第二任期以減少巨額貿易和財政赤字，促進製造業回流美國為己任，積極推行其激進的貿易政策、移民政策和財政政策（將企業減稅永久化與通過加徵進口關稅創收並舉）。同時，為減輕高利率對美國政府債務負擔和民間房地產借貸成本的影響，特朗普還頻頻施壓美聯儲降息。

今年一季度，由於政策混亂引發市場震盪，導致「特朗普交易」逆轉為「特朗普衰退」預期，美國發生股債「雙殺」，2年期和10年期美債收益率分別下行36和35個基點。當時，美國財長貝森特解釋說，這是市場幫助美聯儲降息，有助於降低美國政府融資成本，故特朗普沒有對美聯儲貨幣政策施壓。但自4月2日宣布實施對等關稅政策以來，美國頻現股債匯「三殺」。於是，特朗普開始對美聯儲持續按兵不動愈來愈不滿意，頻頻喊話美聯儲降息，並對美聯儲高層發起人身攻擊乃至迫害。

獨立性或走向終結

2017年，鮑威爾被特朗普提名接替耶倫出任美聯儲主席。但二人因後

者於2018年在貿易戰背景下連續4次加息而結怨。如前所述，由於今年二季度以來，美國國債收益率走勢急轉直下，特朗普對鮑威爾新仇舊恨交織，除了給鮑威爾取了一個「太遲先生」的綽號外，多次醞釀讓鮑威爾提前下崗。在因法律程序較為複雜且金融市場震動較大，直接解僱鮑威爾未果後，特朗普又以鮑威爾主持的美聯儲總部翻新項目存在「欺詐」問題為由脅迫其辭職。

特朗普還試圖通過安插自己人、架空鮑威爾來達成目的。如先是在美聯儲理事庫格勒宣布正式辭去職務（其理事任期原定於明年1月結束）後不久，特朗普火速提名核心幕僚、現任白宮經濟顧問委員會主席米蘭接任理事。後又以美國司法部計劃因「房貸欺詐」一事調查美聯儲現任理事庫克為由，特朗普在社交媒體上發表公開信將其解職。

美國聯邦公開市場委員會（FOMC）由19人構成，其中有12人可以投票。若庫克被解僱，特朗普提名新人選後，有望獲得4個理事的支持票，成為多數派。剩餘5個有投票權的地方聯儲，紐約聯儲行有固定投票權，其他4個為地方聯儲行長輪流坐莊。特朗普有權通過美聯儲理事會，在明年初迫使部分或全部地方聯儲行長離職，進而推動美聯儲利率決策的政治化進程。合理的假設是，從鮑威爾任期屆滿的某個時候開始，美聯儲的利率決策將遵循特朗普的偏好而非專業基本。

自1913年美聯儲成立以來，雖然美國總統偶爾會抨擊其政策選擇，但從未罷免過美聯儲理事。美國前財長薩默斯表示，針對庫克的政治壓力與個人攻擊「前所未有」，這種壓力將對市場框架產生漸進式腐蝕效應，甚至可能引發他所謂的美國「阿根廷化」風險。美聯儲前主席、美國前財長耶倫批評此舉違法且危險，將威脅到美聯儲的獨立性，危及美國在國內外的貨幣政策信譽。

特朗普宣布解僱庫克的消息後，美債收益率曲線進一步陡峭化，因市場押注特朗普謀求更大幅度、更快降息的意圖更可能實現，疊加關稅對長期通脹的影響，會令短期利率下跌但長期利率更高。與此同時，美指下跌、金價上漲，這成為市場拋售美元資產的又一誘因。特朗普解僱美聯儲理事的行為，可能意味着美聯儲自1951年以來享有的獨立性走向終結，而金融市場尚未真正定價這一重大風險。

（作者為中銀證券全球首席經濟學家）

擘畫股市高質量發展新藍圖



斌眼觀市 朱斌

今年8月29日，中國證監會主席吳清

在京主持召開專題座談會，圍繞深入貫徹落實習近平總書記重要指示精神，科學謀劃資本市場「十五五」時期重點任務舉措，聽取部分高校、行業機構專家學者及中國資本市場學會會員的意見建議。會議總結了「十四五」以來資本市場改革成效，並就「十五五」時期資本市場發展的關鍵方向進行了深入研討。筆者認為，「十五五」將是資本市場從規模擴張轉向質量提升、從制度構建轉向功能深化的關鍵5年，以「強監管、防風險、促改革、優開放、壯生態」為核心特徵的高質量發展新篇章正徐徐展開。投資者應密切關注後續政策細則的落地，並據此調整布局策略，把握結構性機遇。

座談會透露的「十五五」規劃研討內容，方向明確，重點突出，具有極強的針對性和前瞻性，主要集中在以下五大維度：

一是健全多層次資本市場體系，深化制度改革，增強市場功能。這意味着「十五五」期間，資本市場的結構性改革將進一步深化。各板塊的定位將更加清晰，錯位發展、功能互補的格局將更趨完善。轉板機制、互联互通有望取得新突破。制度改革將圍繞提升資源配置效率這一核心，可能涉及發行制度、交易機制、做市商制度、衍生品市場發展等方面的持續優化，目標是打造一個更具韌性、活力和包容性的市場生態系統。

二是提升上市公司質量和投資價值，培育壯大長期資本、耐心資本。這是實現資本市場高質量發展的微觀基礎和資金保障。一方面，監管層將繼續從全鏈條入手，着力推動上市公司提升經營業績、規範運作水平和股東回報能力，真正使得上市公司成為價值的創造者。另一方面，將大力推動養老金、保險資金、銀行理財、社保基金等中長線資金入市，並為其創造更加友好的政策環境（如優化考核機制、稅收安排等）。「耐心資本」、「戰略資本」等提法，凸顯了引導資金關注長期成長價值、減少市場短期波動的政策意圖。

三是健全法治供給，強化立體化追責，嚴厲打擊違法違規行為。「強監管」將是「十五五」時期的鮮明主線。會議明確提到了股票、債券、衍生品、跨境監管等重點領域的法律制度建設，以及完善「立體化追責體系」。筆者認為，在這一政策宣示的大背景下，相關的法律動作都有可能進一步強化。

立法進程很可能會加快，如《公

司法》、《證券法》的配套規則、司法解釋等有望進一步完善，可能圍繞資本市場新型違法行為、跨境監管協作等推出新舉措。執法過程有望強化：對財務造假、內幕交易、市場操縱等「毒瘤」保持「零容忍」高壓態勢，行政、民事、刑事追責體系將協同發力，大幅提高違法成本。投資者保護將加強：中國特色證券集體訴訟制度（如特別代表人訴訟）的應用將更趨成熟，投資者獲得賠償的渠道更加暢通。

四是穩步擴大高水平制度型開放，支持優質企業回歸。中國資本市場對外開放將從「通道式」開放邁向更深層次的「制度型」開放。「制度型」開放意味着更注重與國際成熟市場在規則、標準、監管等方面的對接與互認。優化合格境外投資者（QFII/RQFII）制度、拓展互联互通標的（如ETF、債券通深化）、支持境外優質企業（很可能是已境外上市的紅籌企業）回歸A股（發行CDR或直接IPO）等，都是重要抓手。這將進一步提升A股市場的國際吸引力和競爭力，促進全球要素資源配置。

五是強化基礎性、戰略性、前沿性問題研究。吳清特別強調了專家學者和研究平台的作用，這表明監管層的決策將更加注重科學性和前瞻性。對數字金融、人工智能在資本市場的應用、ESG投資、金融風險傳導機制、全球金融治理變革等重大課題的深入研究，將為未來政策的制定提供理論支撐和決策參考，確保改革行穩致遠。

深化市場改革 布局長遠

基於對「十五五」資本市場政策方向的研判，建議投資者：聚焦「高質量」主線，擁抱核心資產。擁有核心競爭力、良好公司治理、穩定分紅紀錄和持續成長能力的「高質量上市公司」將成為市場稀缺的「核心資產」，享受估值溢價。

把握中長期資金偏好，布局價值與成長。高股息、低估值的價值板塊（如部分金融、公用事業、消費龍頭）仍具備配置價值；同時，符合國家戰略方向、具備長期高成長潛力的賽道（如高端製造、新能源、生物醫藥、數字經濟、人工智能等）也將是這些資金重點布局的領域。

關注金融科技與開放受益領域。券商龍頭、金融IT服務商、跨境金融服務機構等有望受益於市場活躍度提升、產品創新和開放進程。納入互联互通標的的優質公司及可能回歸A股的優質紅籌企業也值得關注。

（作者為華福證券首席市場分析師）

新盤今季料售6000伙 挑戰九年高



樓語縱橫 楊永健

去年特區政府發表財政預算案時，將

實施十多年的樓市辣招全面撤銷。樓市全撤辣後新盤銷售急速回升，曾經創出自一手新例實施以來，單月售出逾4000伙新高。奈何樓市撤辣逾一個月之後，新盤銷售已顯著回軟，旺市原來只是「曇花一現」。不過，近月新盤市場持續熱鬧，已經連續7個月單月新盤銷售突破1000伙的同時，亦是罕有地連續兩個月新盤銷售超越2000伙的水平。

9月踏入開學季，同時也是減息窗口期，相信新盤市場仍會熱鬧，保守估算今季銷售有力達至6000伙，再創自2016年三季度以來9年新高。

過往暑假往往只旺租賃不旺買賣，新盤市場一般只售出約2000伙新盤單位，最暢旺的2022年亦僅售出約3000伙新盤。今年的暑假即使推出大型新盤不算太多，卻已成功售出超越4100伙新盤。

翻查一手住宅銷售資訊網（SRPE），自2013年一手新例實施以來的銷售紀錄，當中只有2016年的三

季度能夠單季售出接近7300伙新盤單位，排在其後的是2019年二季度，當時售出約5900伙新盤。由於本季至今已售出約4100伙新盤，加上踏入9月已有多个新盤排隊登場，換言之今季整體新盤銷售絕對有力挑戰整體售出約6000伙新盤的9年新高紀錄。

樓價料觸底 入市信心增

美國聯儲局將於本月中再度召開議息會議，經過9個月的暫停後，市場普遍預期聯儲局將於本月重啟減息步伐，年底或再減息一次。目前多個新盤已密鑼緊鼓加快推盤步伐，打頭陣是柴灣海德園，將於短期內推出發售，緊接登場還包括北角嘉居·天后、半山般道28號、啟德天璽·天2期、九龍城臻博，以至港鐵油塘通風樓項目，今個月新盤市場肯定持續熱鬧。

整體而言，年初以來樓價已顯著見底回升。按私人住宅樓價指數計算，平均樓價已經連續4個月錄得升幅。隨着樓價回穩，新盤吸納量亦持續強勁下，整體新盤貨尾的庫存已顯著回落，買家入市心態轉趨積極，加上過去暑假租賃市場持續暢旺，個別地區呎租屢創新高，高租金回報吸引投資者入市，而供平過租則引起上車客、換樓客的青睞，紀錄是用來打破，相信今季整體新盤銷售絕大機會會突破6000伙的9年高位。

（作者為世紀21星鑄總經理）



◀本月將有多個新盤開售，包括位於柴灣海德園。