



▲美聯儲主席鮑威爾表示，內部對12月是否繼續減息分歧加大，受此影響，美股道指周三下跌。路透社

經濟觀察家

美國聯儲局10月議息會議如期減息0.25厘，但本次會議偏鷹派，主席鮑威爾表示，美聯儲內部對12月份是否繼續減息分歧加大。市場對此反應劇烈，美債利率大幅走高近10個基點、美元同樣衝高、美股與黃金小幅調整。

聯儲減息路徑出現變數

中金點睛 在9月議息會中，鮑威爾提及就業市場下行風險上升，同時也繼續提示通脹風險，決策天秤往就業傾斜。10月以來，政府關門導致非農「缺席」，「小非農」ADP新增就業減少3.2萬人，大幅低於預期，顯示就業市場仍在放緩。上周公布的9月消費者物價指數（CPI）全面低於預期，打消市場對8月關稅普遍升級導致通脹失控的擔憂，為本次減息「掃清障礙」。因此，美聯儲10月減息0.25厘已是市場共識。

美元流動性正逐步收緊

鮑威爾在會議上宣布12月1日起停止縮減資產負債表，以避免在當前流動性有所收緊的情況下重蹈2019年「錢荒」的覆轍。此前他曾在10月14日公開發言中表示：「當準備金略高於適度充裕水平時，就應停止縮表，接下來幾個月可能達到該水平，且流動性在逐步收緊。」

近期美元流動性有收緊跡象：從「價」的角度看：回購利率（Repo rate）明顯抬升，SOFR（有擔保隔夜融資利率）一度抬升至4.5%的高點，SOFR-OIS利差也明顯走闊，說明回購市場流動性有所收緊；從「量」的角度說：逆回購接近耗盡，將無法繼續對沖縮表。

美國金融流動性由三部分組成，分別是美聯儲持有證券或借款、財政部現金賬戶（TGA）及隔夜逆回購（ONRRP），三者之差近似為回購準備金。然而，1）自債務上限解決後，財政部發債以補充TGA賬戶，TGA餘額從6月的2608億美元升至當前的9648億美元，吸收金融流動性；2）財政部增發短債、疊加美聯儲減息，導致貨幣市場基金（MMF）更多將資金轉向短債，隔夜逆回購用量從6月底的高點4607億美元降至當前55億美元，將無法再繼續對沖縮表。

此外，美國部分區域性銀行暴雷，也加大市場對流動性擔憂。當地時間10月16日，美國兩家地區銀行錫安銀行（Zions Bancorp）和西部聯合銀行（Western Alliance Bancorp）傳出貸款暴雷事件，加大市場對私人信貸和流動性擔憂。

筆者此前曾指出，以準備金與銀行資產比值衡量充足度，12%至13%是過度充裕和適度充裕的臨界點，8%至10%則是轉為缺乏的警戒線。該比例在2019年9月「錢荒」時曾低至7.94%，導致美聯儲被迫擴表（購買短債）。當前這一水平為12.2%，剛好接近鮑威爾提到的略高於適度充裕分界線，因此美聯儲選擇停止縮表，可預防類似2019年回購市場流動性危機情況出現。結束縮表可以緩解美國的金融流動性，根據我們的模型顯示，這對於美股整體也邊際有利。

就業數據缺失 需觀察變化

今次議息會議上最大的「意外」，是鮑威爾對12月可能暫停減息的表態，但如果站在鮑威爾的角度去



想，可能也沒有那麼意外。9月開啟減息，是因為突然遇到了就業壓力顯著加大下的「不得已而為之」，但是通脹壓力在鮑威爾看來始終沒有完全解除。那麼，經過9月和10月接連兩次減息後，利率已有所調整來應對「已知」的就業壓力，但政府關門無法提供更多「新增」信息，所以鮑威爾擔心「霧天開車」別開得太快，適得其反。所以從這個意義看，美聯儲似乎有理由和動力12月暫停減息，觀察後續變化。

筆者一直的看法是：美聯儲需要也可以減息，畢竟利率高和就業弱都是事實，關稅對通脹有影響但傳導很慢。不過，也不需要減很多，適度的調整就可以使得融資成本降至回報以下。在這種情況下，減息路徑的確是一大變數。美聯儲可以因為一兩個非農數據突然變差而開啟減息，當然也可以因為數據暫時缺失和沒那麼差而等待觀察下效果。

在「自然情況」，我們測算本輪美聯儲仍有三次的減息空間，對應長端利率3.8%至4.0%。當前美國實際利率和自然利率之差為0.8%，再降三次0.25厘可使融資成本和投資回報率「打平」，對應名義中性利率3.5%。假設期限溢價30至50個基點，對應10年期美債利率3.8%至4.0%。

短期減息路徑將更多取決於政府關門和數據，比如政府關門何時解決以披露新的就業數據，後續路徑也受到通脹走勢的影響。不同於此前「預防式」減息，當前通脹雖然受到關稅影響，但傳導慢、幅度小，截至9月份美國消費者承擔的關稅比例為13%左右。

聯儲主席明年換屆

關於貿易爭端，筆者此前提示過，雖然長期不確定性增加，但短期反而可能達成協議，因為「非理性」的高關稅與「貿易禁運」無異，中美雙方短期內都無法承受。近期中美吉隆坡談判結果也證實了我們的觀點，美財長貝森特表示已取消對中國加徵100%關稅計劃。我們測算在此情形下，明年第一季度美國CPI按年升幅或從3.2%回落至3.1%，核心CPI按年升幅維持在3.4%，不至於給後續減息帶來太大阻力。

相比之下，新聯儲主席及美聯儲獨立性是明年減息路徑的最大變數，有可能加大2026年第二季度後政策不確定性。從時間節點來看，2026年第一季度美聯儲主席提名程序預計將正式啟動。現任主席鮑威爾的任期將在

2026年5月屆滿，若白宮在年初完成提名並經參議院批准，新任主席最快可於6月中旬的議息會議後開始主導貨幣政策。目前市場關注的候選人範圍已經明顯收窄至約五人（Kevin Hassett、Kevin Warsh、Christopher Waller、Michelle Bowman、Rick Rieder），現任聯儲理事的Waller和Bowman都更為鴿派，因此不排除新主席會因政治因素而超預期減息，這也是6月後政策路徑目前難以判斷的原因。

短期內，市場對12月減息預期的降溫將使得「寬鬆交易」受挫，除非接下來政府關門結束更多數據公布再度強化減息預期。

相應的，「復甦交易」有望逐步接棒，美聯儲減息有助於傳統私人需求如地產和製造業投資修復（近期Markit PMI和成屋銷售都已經開始修復就是證據），但修復速度取決於寬鬆速度。後續財政發力和科技投資趨勢延續，或將一起推動美國信用周期逐步修復，這對今年第四季度和明年初資產走勢有重要含義，也是我們對美股不悲觀、同時一直提示第四季度美元可能小幅走強的原因。

從當前各類資產計入的未來一年減息預期來看，利率期貨（2次）>點陣圖（1.5次）>銅（1.3次）>黃金（1.2次）>美債（0.9次）>標普500（0.4次）>道瓊斯（0.3次）>納斯達克（0.2次），這意味着大多資產都比美聯儲點陣圖更為鷹派，尤其是計入減息預期更少的美股。

展望各類資產走勢，具體而言：

美債：3次減息對應長端美債利率中樞3.8%至4.0%，但短期需等待下一次減息預期升溫，後續預期兌現後利率或轉為回升，配置上建議適時轉向短債。

美股不悲觀，結構上周期或追趕科技。當前美股估值雖然偏高會導致波動，但盈利持續改善是我們不悲觀的主要依據，今年以來美股不斷創出新高也印證了筆者的判斷。後續美國信用周期走向修復將提供更多支撐，結構上傳統周期或逐步追趕科技。

美元不至於大幅走弱。基本面修復的基準假設下，美元不至於大幅走弱，我們繼續提示第四季度小幅走強的可能性。

黃金長期敘事仍在，難以證偽，但此次衝高回落也充分說明其走勢非常容易透支，進而大幅波動，因此定投是更適合的策略。

（作者為中金公司研究部策略分析師）

人行重啟國債交易 釋放穩增長信號

前沿思潮 鍾林楠 中國人民銀行的公開市場國債買賣操作始於2024年8月。2025年1月，由於市場供求不平衡、利率單邊下行預期較為集中等原因，人行暫停國債買賣。到了本周一（10月27日），人行行長潘功勝在金融街論壇指出，目前債市整體運行良好，人行將恢復公開市場國債買賣操作。

人行選擇在此時恢復國債買賣操作，我們理解主要有三點考量：

一是補充銀行體系流動性，協同財政發力。11至12月MLF（中期借貸便利）與買斷式逆回購到期合計3.6萬億元（人民幣，下同），政府債融資按兩會既定目標5000億元結存限額推算還有2.4萬億元，重啟國債購買可以提供穩定的流動性支持，並降低政府融資成本。

二是落實全會「堅決實現全年經濟社會發展目標，宏觀政策持續發力、適時加力」精神，強化逆周期調節。國債購買具有和降準類似的逆周期調節屬性，比較適宜在穩增長階段使用。與其他流動性工具相比，國債買賣操作具有低成本、提振預期、壓低利率曲線等多項優勢。

三是10年期國債收益率已從1月均值的1.64%，逐步上行至10月均值的1.84%，利率單邊下行預期得到修正，利率中樞應已達到現階段的人行合意水平。潘功勝的表述為，「債市整體運行良好，我們將恢復公開市場國債買賣操作。」

我們此前曾預測，人行重啟國債買賣至少需要兩個觸發條件：一是宏觀環境與金融市場波動，人行逆周期調節訴求再度強化。從邏輯上講，國債買賣投放的流動性期限長、便宜、信號意義強，能同時緩解銀行擴表的流動性與需求約束，比較適宜在穩增長階段使用。

今年5月人行發布的《一季度貨幣政策執行報告》指出，人流動性工具箱儲備充足，期限分布更趨合理，長期有降準、國債買賣。從中可以看出，在人行的政策工具箱中，國債買賣和降準對標並列，國債買賣所需的宏觀環境和降準可能是類似的。

二是債市供求關係平衡，利率風險減弱。今年年初人行暫停國債買入操作，人行副行長鄒淵在國新辦新聞發布會上指出是為了「避免影響投資者的配置需要，加劇供需矛盾和市場波動，目的是希望市場能夠行穩致遠。」

2024年下半年人行國債買賣操作主要是買入短債，本輪存在兩種可能：

1）與前期操作類似，主要買入短債，同時為避免市場在短端國債利率上形成單邊預期，人行可能會注意節奏與方式；2）擴散至其他期限比如5年期，避免過於集中，但隨著久期拉長，買賣國債產生的浮盈或浮虧的風險也會有所加大。

恢復國債買賣向外傳遞了更加重視穩增長的信號。今年第三季度經濟較上半年明顯放緩，儘管9至10月邊際上較7至8月好轉，但第四季度增長基數較高，外部經貿環境不確定性亦未完全排除。廣義財政激發需求+適度寬貨幣協同在邏輯上是合理的。而一輪穩增長政策通常具有連續性、組合式的特徵，後續政策端仍存在其他空間，理論上包括：1）降準或減息，以更便宜的流動性來置換MLF或買斷式逆回購，降低銀行負債與實體融資成本；2）補充政策行負債、增加信貸額度，配合政策性金融工具落地，穩定廣義流動性。

幣策寬鬆預期升溫

二十屆四中全會公報指出，堅決實現全年經濟社會發展目標。要繼續精準落實中央決策部署，着力穩就業、穩企業、穩市場、穩預期，穩住經濟基本盤，鞏固拓展經濟回升向好勢頭。宏觀政策要持續發力、適時加力，落實好企業幫扶政策，深入實施提振消費專項行動，兜牢基層「三保」底線，積極穩妥化解地方政府債務風險。要切實抓好民生保障，多渠道挖掘潛力，加強穩崗促就業工作，促進重點群體穩定就業，加大欠薪整治力度，加強基本公共服務，解決好人民群眾急難愁盼問題。切實抓好災後恢復重建、受災群眾安置和生活保障工作，確保受災群眾溫暖過冬。

對債券資產而言，恢復國債買賣操作是一個積極信號，一則對應着國債需求的擴張，二則傳遞貨幣政策信號發生邊際變化，新一輪寬貨幣概率升高，而這一點從利率互換定價來看尚不充分。短期來看，利率曲線大概率會有所下行。展望明年，更關鍵的判別線索還在於廣義財政能否重新帶動固定資產投資、固定資產投資能否帶動通脹中樞，明年開年是一個觀測窗口。

對權益資產而言，恢復國債買賣操作的影響有限；市場定價的短期關鍵在於風險偏好，因此更關注貿易談判、產業政策紅利等；往明年看則和債券相似，廣義財政能否帶動名義增長，將是以盈利驅動為特徵的牛市「第二階段」能否成立的關鍵。

（作者為廣發證券資深宏觀分析師）

大戶看好前景 豪宅成交急增

樓市智庫 陳永傑 香港樓市近月明顯升溫，豪宅市場尤其火熱，樓價5000萬元以上的一手大額成交更已連續兩年突破300宗水平。豪宅一向被視為樓市火車頭，對整體樓市具推動作用。

在美國減息及股市造好雙重帶動下，樓市氣氛明顯回暖，多個新盤銷情理想。10月份一手成交突破1500宗，連續9個月企穩千宗以上，追平2019年3月至11月的最長紀錄。高淨值買家見豪宅價格自高位回調逾兩成，加上投資移民政策放寬，積極趁低吸納，令豪宅成交急速倍增，同時亦造就地產代理界誕生多位「刁王」、「刁后」。

單計10月，市面錄得近60宗樓價5000萬元以上豪宅成交，按月飆升逾六成，創一年新高；其中最少16宗更為億元級「大刁」，為逾兩年最高紀錄。被視為港島西半山近年最矚目豪宅的天御佔10宗最多，幾乎成為超級豪宅買家的掃貨首選。

全面撤辣後，本港豪宅市場非常好景，今年以來已錄超過310宗樓價5000萬元以上一手豪宅成交，連續第二年突破300宗水平。

要促成「大刁」是每名地產代理

的終極目標，但競爭極為激烈，以全港逾3.7萬名持牌代理計算，平均每125人才有一人成功斬獲一單。今年一手市場累計錄得1.68萬宗成交，「大刁」比例不到3%。

港股牛市帶來財富效應

豪宅成交爆發，港股反彈功不可沒。恒指今年累漲逾6200點，升幅31%；證券市場總市值於9月底攀升至49.9萬億元，按年急增35%；9月平均每日成交額達3167億元，較去年幾乎倍升。經濟學界認為，資產價格上升會觸發「財富效應」，當賬面資產暴增，高淨值人士除增加消費，亦傾向加大資產配置，買樓自然更爽快。豪宅作為資產配置的重要工具，自然成為首選。

豪宅市場一向被視為樓市火車頭，因買家多為高資產客，帶動資金與信心的能力極強。當豪宅成交轉旺時，市場氣氛迅速改善，中小型物業往往隨之受惠，整體樓市亦進入正循環。隨着市場轉旺，換樓鏈向上啟動，加上逾22萬人才流入，本港地產代理人都有機會一試「大刁」滋味，豪宅「刁王」將陸續誕生。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



小宅型物業亦受惠。豪宅市場被視為樓市火車頭，中豪