



▲美聯儲適度減息有利美國經濟，但提振效果未必顯著。

經濟觀察家

12月美國聯儲局如期減息0.25厘，年內已累計減息0.75厘。今年重啟減息的邏輯從通脹轉向就業，其中關稅對通脹的影響低於預期，但就業增長放緩的不利影響更加凸顯。觀察2026年美聯儲貨幣政策，不僅要考慮經濟層面的變化，還要考慮聯儲主席及委員的人事變動。

美聯儲明年有望減息兩次

宏觀漫談
羅志恒
2025年特朗普政府頻繁干預美聯儲人事及決策，加劇聯儲內部分歧，挑戰美聯儲獨立性。新一任美聯儲主席換屆前景逐漸清晰，11月下旬以來白宮和媒體積極暗示凱文·哈賽特（Kevin Hassett）將成為下任聯儲主席。特朗普12月2日稱，可能於2026年初公布新任主席提名。目前，美國博彩網站（Polymarket）顯示哈賽特當選概率約80%。

哈賽特現任白宮國家經濟委員會主任，長期服務於共和黨政府財稅政策制定，曾經表態支持更大幅度和更持續的減息路徑，可能推動寬鬆貨幣政策以配合特朗普的擴張性財政政策。不過，哈賽特12月8日最新講話偏中性，強調貨幣政策必須依據經濟數據，拒絕給出未來半年的減息路徑指引。

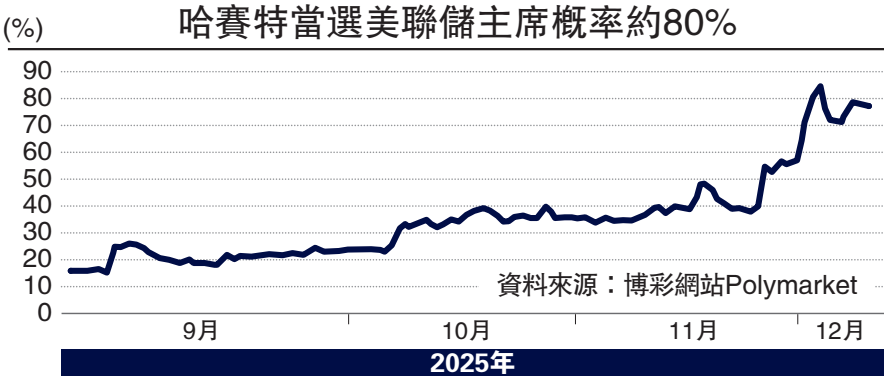
關稅對通脹影響遜預期

2026年美國就業市場可能維持弱勢。美國失業率由今年1月的4%上升至9月的4.4%，創2021年10月以來最高，且略高於美聯儲預測的長期失業率4.2%；在官方數據缺失的背景下，參考芝加哥聯儲預測，10至11月美國失業率或升至4.45%左右。美國就業市場走弱受多方面因素影響，包括趨勢因素、政策擾動及人工智能（AI）發展對勞動力的替代效應等。展望2026年，預計美國就業市場仍可能進一步降溫，但不急劇惡化；失業率可能升至4.5%以上。最新貝弗里奇曲線（職位空缺率與失業率相關性曲線）顯示，隨着職位空缺數下降，美國失業率可能進一步上升。

2026年美國通脹反覆的風險相對可控，關稅對通脹的影響低於預期，服務通脹降溫。今年以來，美國核心CPI和核心PCE通脹率分別保持在3%和2.8%附近窄幅波動。一方面，關稅對美國商品終端價格的傳導存在多個堵點。另一方面，服務通脹回落抵銷了商品通脹的上升，限制了整體通脹水平。美國核心服務CPI按年升幅在今年1至9月由4.3%下降至3.5%，對核心CPI通脹率的貢獻下降了0.6個百分點，這一改善主要得益於住房通脹降溫。2026年，美國商品和服務通脹走勢可能保持分化，導致核心通脹較2025年可能溫和下降，但仍高於2%通脹目標。

基準情形下，美聯儲2026年仍有兩次減息，令聯邦基金目標利率（下限）降至3%左右。首先，美國通脹走勢趨於平穩，就業市場走弱風險較高，美聯儲具有進一步減息的空間。其次，在美國就業市場弱於長期趨勢、通脹高於目標的背景下，美聯儲最優策略或是將利率水準至「中性利率」（大致在3%左右）附近。最後，白宮對美聯儲的干預，包括美聯儲主席換屆等，可能推動美聯儲政策天平向寬鬆取向傾斜，但鑒於美聯儲決策最終由票委投票決定，且不排除2026年票委結構可能較2025年更偏鷹派，因此不宜高估白宮對貨幣政策的干預效果。

2026年減息節奏存在不確定性，筆者認為較有可能在上半年兌現。具



體來看，上半年美國就業市場維持疲弱，通脹保持相對穩定，美聯儲較有理由在上半年集中減息。其後伴隨減息對經濟的積極影響顯現，就業市場逐步企穩，美聯儲則可能暫停減息。

美聯儲適度減息有望托底美國經濟及全球金融市場表現，但未必顯著提振。一是，美國政策利率僅下降至「中性利率」附近，並非重回擴張性貨幣政策，尤其在美聯儲暫停減息階段，金融市場可能重回緊張。二是，美聯儲獨立性可能繼續面臨挑戰，部分抵銷減息的積極影響。三是，除美聯儲政策外，美國財政及關稅政策、美國及全球AI發展、非美經濟體自身發展趨勢等，也將對美國及全球經濟產生重要影響。

就業市場弱勢難扭轉

對美國經濟的影響，有限促進經濟與就業。增長方面，2026年美國經濟增長前景複雜，財政政策的效果、關稅影響的持續性等有待觀察，AI發展帶動的設備和知識產權等商業投資可能保持積極，但居民消費、地產投資、出口以及政府支出改善的難度較大。儘管減息可以在一定程度上降低企業和個人的借貸成本，托底投資和消費，但難以改變美國經濟「着陸」趨勢。

就業方面，2026年美國就業市場不僅面臨宏觀需求降溫，也將繼續面臨勞動力流失、AI對就業的衝擊等特殊挑戰，就業市場弱勢可能更難扭轉。小幅減息不容易引發美國通脹上行，而美聯儲獨立性對通脹的影響可能更加關鍵。特朗普全面掌控美聯儲並迫使更快減息，貨幣政策獨立性顯著不及預期，市場通脹預期將面臨上行和脫錨風險，並最終反映在實際通脹走勢上。

對美元資產的影響：美股和黃金適度受益，美匯指數影響有限。美債收益率曲線趨於陡峭化，長端美債收益率存在反彈風險。中短期限美債利率可能受益於降息，但10年期及以上美債利率未必明顯下降，尤其在下半年美聯儲暫停減息後可能還有反彈風險。一方面，美聯儲獨立性挑戰可能抬升市場對未來通脹預期，並計入美債名義利率。另一方面，美國財政過度擴張，可能進一步抬升期限溢價。

美股在適度減息和環境中有望表現積極，但也存在高波動的風險。經驗上，美聯儲適度減息且經濟「軟着陸」情形下，美股整體表現積極。但美股波動與調整風險仍不容小覷。一是，美聯儲獨立性與通脹反覆風險，可能增大美股波動。二是，美債利率下行空間可能不足。2025年5月以後，10年美債收益率因減息重啟的預期而明顯下行，為美股的上漲保駕護

航，但2026年這一有利條件可能弱化。三是，除利率環境外，投資者也將高度關注美股高估值、高集中度與AI投資泡沫風險等。

美匯指數受本輪減息的影響或有限。美元匯率不單取決於美國利率水平，更取決於美國與非美經濟體的利差水平，本質是經濟成色與資產回報的比較關係。經驗上，美匯指數的走勢與美聯儲是否減息無明顯關聯。2025年，美匯指數超预期走弱，表面上由美聯儲減息助推，但也離不開美國經濟走弱、美元資產信譽下降以及非美經濟保持韌性等。2026年，美聯儲減息本身對美元匯率的影響有限，但美聯儲獨立性以及美元信譽風險可能產生壓制。此外，歐洲、日本等經濟成色、政局走向等，也將對美元指數產生影響。

黃金可能受益於適度減息與美聯儲獨立性風險。一方面，美聯儲適度減息與經濟穩定，有利於減少金融波動及流動性風險，利好黃金。另一方面，本輪黃金價格與美債利率的相關性弱化，儘管美聯儲減息幅度不高、美債利率下行空間受限，但如果美聯儲獨立性弱化，美國財政前景與美元信譽擔憂繼續發酵，黃金仍將繼續受益。2025年，黃金價格與10年美債實際利率繼續出現背離，尤其在4月「對等關稅」和10月美國政府停擺後，美債實際利率走高，並未阻止金價走高。

人民幣匯率保持韌性

對中國經濟和資本市場的影響：人民幣匯率保持韌性，中國資產表現值得期待。中國經濟運行主線仍在國內因素，貨幣政策能夠更加「以我為主」。2025年，中國經濟呈現出兩個「高於預期」，即中國出口的強勁韌性以及資本市場的顯著走強。美聯儲適度減息，托底外需和國際金融市場，為中國經濟創造有利條件。但另一方面，中國經濟運行主線仍在國內因素，下一步仍將着力促進房地產市場止跌回穩、提振消費和優化化債政策，修復經濟內生動能和激發微觀主體活力。

人民幣匯率有望保持韌性，資本市場表現值得期待。2025年，人民幣匯率走強，除了美聯儲重啟減息與美匯指數走弱外，更具備一系列內在支撐，包括出口表現強勁、貿易緊張局勢改善、人民幣資產吸引力上升等。2026年，人民幣仍將具備上述支撐，有望保持韌性。2026年中國科創發展與資本市場改革仍在繼續，國內外中長期資金仍將流入，在美元流動性適度寬鬆的背景下，中國資產表現仍值得期待。

（作者為粵開證券研究院院長）

企業出海融資的四個階梯



一方之言
方璇

在全球經濟格局深度調整的背景下，香港特區政府成立「內地企業出海專班」，標誌着一項極具前瞻性的戰略舉措正式啟動。該專班並非簡單地提供出海「路條」，其核心使命在於成為內地企業駛向全球深藍的「首席導航員」與「資源整合官」，系統性幫助企業對接國際規則、融通全球資本。

企業出海融資的歷程，可視為一場攀登「信心階梯」的修煉。每個階段的「融資成品」都為企業鐫刻下獨特的成長印記，賦予其超越貨幣價值的戰略資產。

第一階梯：資產融資

當企業以其廠房、設備或知識產權作為抵押，成功獲得首筆國際貸款或達成融資租賃協議時，其獲得的「融資成品」遠非一紙合同。核心好處在於，信用「從0到1」的實證。這向市場（尤其是保守的國際金融機構）提供了最直觀、可評估的信任錨點。

戰略收穫包括：1）資產價值發現與重構：國際機構嚴謹的評估過程，促使企業首次以全球視角盤點並優化資產結構，可能發現被低估的隱性資產。2）運營模式升級：例如，通過融資租賃獲取先進設備，不僅解決了資金問題，更可能直接驅動生產線技術換代，實現「融資即賦能」。3）建立初步的金融關係：這是與國際金融體系建立正式業務往來的開端，為後續所有合作鋪下了第一塊基石。

第二階梯：信用融資

當企業憑藉穩健的現金流、良好的付款歷史和透明的財務報表，毋須抵押即獲得銀行授信時，這標誌着一次質的飛躍。核心好處在於，獲得關於「未來潛力」的信任票。市場信心已從靜態的「資產」轉向動態的「經營能力」與「管理團隊」。

戰略收穫包括：1）鍛造卓越的「財務名片」：成功獲取信用融資，是企業財務健康度最佳的無聲廣告。它將極大增強企業在供應鏈中的談判地位，並吸引更多優質的商業夥伴。2）贏得戰略機動性：隨時可動用的信用額度，讓企業能敏捷捕捉市場機遇，毋須經歷漫長的融資審批，戰略靈活性大幅提升。3）深化銀企夥伴關係：銀行從「典當行」角色轉變為「戰略顧問」，開始提供更多現金流管理、匯率風險對沖等增值服務。

第三階梯：銀團貸款

為了一次跨國併購或大型基建項目，企業能夠召集由多家國際性銀行（特別是頂級牽頭行）組成的銀團提供巨額貸款，這本身就是一場勝利。核心

好處在於，獲得金融界的「集體授勳」，尤其是牽頭行的聲譽和風控能力，為企業進行了一次行業頂尖水準的「信用增信」和「前景認證」。

戰略收穫包括：1）嵌入頂級金融生態網絡：企業不再是與一家銀行打交道，而是進入了一個由多家金融機構組成的「俱樂部」。2）項目與戰略的權威驗證：複雜銀團貸款的達成，意味着企業的重大項目經過了世界上最苛刻的一批金融專家的聯合盡調和認可，這本身就是對項目可行性和公司戰略眼光的巨大背書。3）確立行業領軍地位：能夠駕馭銀團貸款，公開宣告企業已具備操作複雜資本運作和大型項目的能力，行業地位與公眾形象隨之躍升。

第四階梯：發行債券

當企業在國際債券市場成功發行美元債、歐元債等，並被全球機構投資者踴躍認購時，企業達到了信用建設的頂峰。核心好處在於，贏得公開市場的「自主定價權」。債券的發行利率，是企業信用在全球資本市場的「實時價格」。成功發行即意味着企業信用被全球投資者用真金白銀進行定價和交易。

戰略收穫包括：1）完成國際化公司的「成人禮」：企業必須滿足極高的信息披露標準、接受國際評級機構的嚴格審視。這倒逼企業建立可與全球一流上市公司比肩的治理體系與透明度。2）構建長期、穩定的投資人基礎：債券投資者的加入，優化了企業資本結構，帶來穩定的長期資金，並成為公司價值的堅定守望者。3）確立全球資本市場的「信用坐標」：這個公開的「信用價籤」將成為企業所有融資活動的基準，顯著降低其他渠道的融資成本，並成為品牌國際影響力的核心組成部分。

強化信用 降低資金成本

「內地企業出海專班」的深遠意義，在於系統性地引導企業攀登這座「融資階梯」。這個過程，本質上是一個企業不斷向外證明自己、向內錘煉自我的修行。每一階的「融資成品」，都是企業獲得的一枚枚勳章：從資產信用到經營信用，再到業界信用，最終抵達市場信用。

企業最終獲得的是一個自我強化的「戰略飛輪」：更強的信用帶來更低成本的資金和更優質的資源；這些資源助力更好的發展與更規範的治理；而更好的治理又反過來鑄造更堅實的信用。如此循環，企業便不再僅是產品的生產者，更是值得信賴的信用載體與資源整合平台，從而真正鑄就能穿越周期的全球競爭力與百年基業。

（作者為香港中國企業協會財會專業委員會常務副秘書長）

樓市估值回升 有利財富效應



樓市智庫
陳永傑

樓價回穩向上，各大銀行積極拓展按揭生意，對物業估值亦轉趨進取。中原估值指數（CVI）自今年6月起長期站在50點以上，近期更一度升至84點，創近六年高位，反映出主要銀行普遍看好好市，估值態度明顯偏向樂觀。

CVI以50點作分界，高於50點代表樓價呈上升動力；低於50點則意味樓價趨向下跌。指數升或跌並非直接反映樓價升跌幅度的多少，而是反映樓價向上或向下的變化趨勢。因此，若指數連續多周企穩50點以上並持續攀升，便顯示樓價上升趨勢加劇；反之，若長期處於50點以下且不斷回落，則說明樓價下跌趨勢加劇。

業主套現能力增強

從實際數據看，今年4至5月樓市仍處於低迷階段，當時CVI曾跌至不足40點，低見36.19點，反映市場信心不足；CVI去年更曾跌至單位數，低見6.34點，可見當時市場情緒極為低迷。同期中原城市領先指數（CCL）亦在低位徘徊，觸及今年低位134.89點。但隨着減息及撤辣等多項利好出台，樓價迅速止跌回升，CCL已由低位反彈逾6%，年內累計升幅接近4%。

至於銀行方面，估值走勢同樣明顯回升。CVI自6月起一直保持在50點以上，10月重返80點後，11月更高見84.79點，為

2019年5月26日85.16點以來的新高，意味大型銀行上調估價。

樓價升勢持續，銀行估價或會再度調高。由於近年樓價大幅回落，部分業主的負資產壓力亦有望逐步舒緩。銀行提升估值通常是樓市轉旺的訊號，反映對前景樂觀，願意提供較寬鬆按揭，方便買家借貸，進一步推動成交。而物業估值越高，業主套現能力更強。

如鯽魚涌太古城天星閣一個兩房則王單位於2021年8月以高達1315萬元易手，今年3月的「中原估算價」為765萬元，最新回升至828萬元，升幅逾8%。

樓市估值回升同時帶來「財富效應」，部分業主會把加按所得資金用於消費、投資或作企業周轉，增加市場資金流動性，從而對經濟形成支持。對於依賴物業作抵押的中小企而言，更容易取得融資，有助穩定營運。整體而言，物業估值上升不單刺激樓市氣氛，亦能透過提升信貸能力與資金流動，為經濟帶來正面推動。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲樓價升勢持續，銀行估價或會再度調高。