



▲美聯儲內部關於降息的分歧程度也創下多年來新高，預示明年進一步降息的門檻提高，降息步伐趨於放緩。

經濟觀察家

12月10日，美聯儲如期宣布連續三次

降息，並啟動技術性擴表，美聯儲內部關於

降息的分歧程度也創下多年來新高，預示明年美聯儲進一步降息的門檻提高，降息步伐趨於放緩。至今美聯儲新主席人選尚未塵埃落定。美聯儲新主席上任後，或面臨更加難以協調的委員會，內部分歧大概率延續，加劇金融市場波動。

美聯儲內部分歧加劇 增市場波動



集思廣益
管濤

受就業
下行風險加
劇影響，繼
去年9月、11月和12月連續三次降
息、此後連續五次暫停降息之後，美
聯儲在今年9月、10月和12月各降息
25個基點，將聯邦基金利率的目標區
間降至3.50厘至3.75厘。12月會議聲
明對失業率的表述從10月會議聲明的
「失業率小幅上升但到8月仍維持在低
位」改為「失業率截至9月有所上升」，
刪除了「仍維持在低位」的表述。

相較於10月份，12月會議聲明的
另一大變化是，關於未來聯邦基金利
率目標範圍的調整，增加了「幅度」
和「時機」的表述，與去年12月會議
聲明變化如出一轍，完整表述均由上
次會議的「在考慮對聯邦基金利率目
標區間進行額外調整時」改為「在考
慮對聯邦基金利率目標區間進行額外
調整的幅度和時機時」，表明明年美
聯儲進一步降息的門檻提高，降息步
伐趨緩。

這同樣體現在近期美聯儲利率決
議的反對票數量變化上。今年7月份
以來，美聯儲四次議息會議上均出現
反對票，其中7月份利率決議有2人反
對，美聯儲理事鮑曼和沃勒均支持降
息25個基點；9月份利率決議，美國
總統特朗普新任命的理事米蘭成唯一
反對者，主張降息50個基點而非25個
基點；10月份和12月份利率決議反對
人數先後增至2人、3人。12月份利率
決議的反對票數量創下2019年10月以
來新高，其中米蘭繼續主張降息50個
基點，堪薩斯城聯儲主席施密德和芝
加哥聯儲主席古爾斯比則支持暫停降
息。在正式反對票之外，美聯儲發布的
最新點陣圖顯示還有4張軟性反
對票，支持12月暫停降息，即共有
7人反對本次降息決議，分歧程度據
稱為37年來最大。

雙重目標平衡難度加大

美聯儲內部分歧加劇背後是雙重
目標（2%通脹及最大就業）平衡難
度加大。對此，美聯儲主席鮑威爾在
12月議息會議結束後的新聞發布會上
解釋稱，12人中有9人支持利率決
議，支持面相當廣，在通脹偏高且勞
動力市場疲軟的情況下，出現意見分
歧在預期之中。

鮑威爾表示，9月份以來連續三
次降息後，聯邦基金利率現在處於中
性利率的廣泛合理估計範圍內，美聯
儲處於有利位置，可以等待並觀察經
濟如何演變。鮑威爾同時強調，目前
任何人的基本預期情形都不包括加
息。點陣圖顯示，決策層對明年利率的
預測中位數與9月保持一致，預計
有一次25個基點的降息，但分歧仍然
顯著，有1人支持明年降息6次。芝商
所（CME）美聯儲觀察工具最新數據
顯示，目前市場預期美聯儲明年有兩
次降息，在3月和7月各降息25個基
點的概率分別為47%和35%，即預
計鮑威爾明年5月卸任前仍有一次降

息。

目前美聯儲主席候選人名單包括
白宮國家經濟委員會主任哈塞特、美
聯儲前理事沃什以及現任美聯儲理事
沃勒等人。12月2日，特朗普暗示哈
塞特是「潛在的美聯儲主席」。12月
12日，在與沃什進行面談之後，特朗
普又表示沃什已躋身其心目中美聯儲
下一任主席候選名單的榜首，同時強
調其他候選人仍在競爭之列。這一表
態引發市場對美聯儲新掌門人預期的
劇烈波動。在Polymarket和Kalshi
等平台上，沃什當選概率顯著攀
升，從不足10%最高升至50%附近，而
此前被視為美聯儲主席「頭號候選人」
的哈塞特當選概率則應聲回落，從最高
處80%上方一度跌至40%附近。

新主席之爭撲朔迷離

沃什曾於2006年至2011年擔任
美聯儲理事，以「通脹鷹派」著稱。
不過，今年以來沃什轉為主張降息，
11月其在《華爾街日報》撰文提出
「降息+縮表」的組合拳以向特朗普
靠攏。不同於沃什以專業性見長、具
有豐富的貨幣政策管理經驗，哈塞特
的優勢在於對特朗普的忠誠度更高，
其在特朗普兩屆任期內都是經濟團隊
成員，在特朗普第一屆任期就被任命
為白宮經濟顧問委員會主席，在第二
屆任期出任白宮國家經濟委員會主
任。受特朗普影響，哈塞特多次發表
鴿派言論支持降息。12月9日，哈塞
特在《華爾街日報》CEO理事會峰會
上明確表示，美聯儲仍有「充足的空
間」進一步降息，並暗示降息幅度可
能「超過25個基點」。他強調，如果
經濟數據支持，他會推動激進的寬鬆
政策。這符合特朗普「迅速降低借貸
成本」的期望。

不過，近期貝森特駁斥了哈塞特
若擔任美聯儲主席將缺乏自主權的說
法，稱「認為人們沒有自主權，不能自
己做決定的想法是錯誤的」。與此同
時，哈塞特也多次公開表態支持美
聯儲獨立性，試圖在政策傾向與美聯
儲獨立性之間尋求平衡。截至12月18
日，Polymarket平台數據顯示，哈塞
特、沃什當選概率分別為53%、28%，
沃勒當選概率則僅為12%；Kalshi平
台數據顯示，哈塞特、沃什和沃勒當
選概率分別為51%、32%和12%。

近期市場對於美聯儲新主席人選
預期出現反覆波動，體現了特朗普在
確定最終人選上的謹慎態度，也反映
出美聯儲新主席將面臨的兩難境地：
設法滿足特朗普對低利率的期待，同
時維護美聯儲獨立性。

12月8日，特朗普在接受採訪時
表示，他將「能否支持快速降息」作
為挑選下一任主席的「試金石」。12
月12日，特朗普在接受採訪時進一步
表示，希望聯邦基金利率一年後被降
至1%甚至更低，以幫助美國財政部
降低美國國債的高額融資成本。特朗

普同時指出，下一任美聯儲主席應該
在制定利率政策時徵求他的意見，不
必完全按照他的意見行事，但他的
意見應該被聽取。12月17日，特朗
普在對全國發表電視講話時表示，
下一任美聯儲主席提名人選即將揭
曉，且這名候選人會支持「大幅」
降低利率。這些表態意味着，無論
最終誰來接替鮑威爾出任美聯儲主
席，都可能被期待傾向於支持降息。

然而，特朗普對低利率的期望仍
然受到美聯儲的決策機制制約，因為
美聯儲主席在聯邦公開市場委員會中
僅有一票，無法單方面推行大幅降息
政策。鮑威爾出任美聯儲主席已有近
八年時間。即便在這位已經建立信譽
與威望的主席任內，美聯儲內部在利
率路徑上的分歧也已趨明顯。面對
就業下行風險和通脹上行風險並存的
兩難困境，尚待建立信譽的美聯儲新
主席上任之後，將要面對的可能是一
個更加難以協調的委員會，在推動降
息共識上或面臨更大的挑戰。12月11
日，美聯儲理事會宣布重新任命地區
聯儲主席，除亞特蘭大聯儲主席博斯
蒂克將於明年2月底退休卸任但繼任
者尚未確定外，其他11位地區聯儲主
席均獲連任，消除了特朗普阻撓這些
官員留任的擔憂，鷹派陣營力量得以
保持。

此前德銀提出三個質疑明年美聯
儲激進降息的理由：一是新任主席為
了向市場證明自己致力於維持價格穩
定，並促使委員會達成共識，需要放
棄最為激進的降息主張。二是明年輪
值票委中，克利夫蘭聯儲主席哈馬
克、達拉斯聯儲主席洛根及明尼阿波
利斯聯儲主席卡什卡利構成鷹派陣
營，而且如果鮑威爾出於維護美聯儲
獨立性考慮，選擇以理事身份留任，
將成為制約政治化寬鬆的關鍵力量。

三是認為美國經濟基本面可能也不支
持降息，預計勞動力市場下行風險有
限，而通脹率將維持在略高於目標的
水平。

此外，需要指出的是，美國最
新發布的11月CPI數據大幅低於市
場預期，似乎為美聯儲進一步降息
提供了空間，但數據準確性存疑，
因此對美聯儲利率決議影響有限。
鮑威爾在12月議息會議結束後的新
聞發布會上就提到，鑑於10月及11
月上半月未能完整採集數據，政策
制定者在1月份會議之前，將不得不
帶着些許懷疑的眼光解讀未來一段
時間的數據。

短期來看，在明年1月初特朗
普宣布美聯儲新主席提名之前，市場
對於美聯儲政策或繼續保持觀望態勢，
但在特朗普宣布新主席提名後至5月
份鮑威爾正式卸任的這段時期，
「影子聯儲主席」言論或可能引發市
場對利率調整路徑預期的修正，加劇
金融市場波動。

（作者為中銀證券全球首席經濟
學家）

三方面展現中國出口韌性



民生國計
陶川

如果說今
年中國什麼宏
觀經濟數據最
難判斷，出口數據一定能排在前列。
2020年新冠疫情之後，市場認為出口
會隨着再開放而下滑，結果無論是出口
規模還是貿易順差都持續突破歷史高
位。今年也一樣，外部貿易摩擦和關稅
風險「風起雲湧」，但中國出口的韌性
出乎意料：截至今年11月，中國出口
和順差（滾動12個月求和，平滑季節性
）規模繼續創下歷史新高。中國出口
為什麼持續超出市場預期？

持續的超預期背後，一定是發生
了結構性的變化。我們認為近幾年在出
海策略和方向的調整值得關注，主要體
現在三個方面：

首先，是出口結構上的「推陳出
新」。中國出口佔全球的份額並沒有在
2020年之後逐步回到此前的水平，反
而是穩定在更高的中樞上。在結構上出
現三個重要的變化：從本國的出口結構
上看，新興市場發揮了越來越重要的作用
：東盟、拉美和非洲先後「崛起」，
成為穩定出口增速的重要力量。從全球
出口格局看，發達經濟體中傳統的出口
「強國」正面臨顯著挑戰。歐元區、日
本、韓國等市場承壓明顯，其出口表現
受到來自中國的結構性競爭影響。從出
口商品結構上看，在更有「護城河」的
商品上「攻城拔寨」。這幾年在電池、
汽車、工業機器人、半導體和電力設備
上，中國的出口份額都有明顯的上升。

其次，是在出口方向和策略上更
加靈活。面對今年錯綜複雜的國際形
勢，中國在政策應對上更顯從容穩健，
市場主體也展現出更強的適應與應對能
力：轉口貿易依舊存在。一個典型的表
現是今年4至9月關稅風險較大的時期，
對美出口較多的經濟體、尤其是亞
洲經濟體，仍保持了對中國商品的有力
進口。

而且，非洲成新的「增長極」。

在非洲經濟工業化的動力下，中國對非
洲的貿易越來越多從傳統的基建、採礦
向製造業轉向：機械、電氣、汽車、船
舶等成為越來越重要的增長點。國別上，
利比里亞、尼日利亞等新增長力量顯
現。傳統市場方面，展望歐洲未來數
年，財政政策轉向和俄烏衝突走向緩和
是兩大關鍵背景。背後繞不開的都是
「大興土木」的建設。儘管德國和烏克
蘭本身在中國出口中的佔比較小，但是
背後結構性的機會、對於部分行業的拉
動依舊值得關注。

企業出海「再加速」

第三，是對外投資和企業出海的
「再加速」。這一方面是打造更加具有
韌性、更好融入全球的供應鏈體系，另
一方面則出海投資、建廠也會客觀上帶
動相關機器設備和中間品的出口增長。

從整體上看，之前受貿易摩擦、
新冠疫情和地緣政治緊張影響的對外投
資，自2023年起重新開始加速。這也
與近幾年政策層強調「穩外貿穩外資」
密切呼應。

從大行業和地域來看，亞洲尤其
是東盟無疑是對外投資的最重要的基本
盤，除此之外，歐洲和拉美也是重要的
投資地區，2024年增速在25%和
15%。值得注意的是大洋洲（2024年
同比增速113.7%，主要是澳洲），中國
也在重視對其採礦業的投資。大行業上，
批發和零售業，租賃和商務服務以
及製造業是對外投資的三大支柱，不過
近些年對於採礦業和信息技術服務業的
投資增長明顯更快。

細分行業上，從主要出口企業所在
行業來看，與2010年的紡織服裝、
化工等佔主導不同，當下消費電子、電
力設備和半導體等或更能代表當前中國
製造實力的行業越來越成為出海的主
流。

（作者為國聯民生證券首席經濟
學家）

中國出口份額近年保持在高水平



資料來源：wind、國聯民生證券研究所

金融市場活躍



樓市新態
汪敦敬

在預測
2026年的樓
市之前，筆者
首先要檢討2025年我們學到了什
麼？馬後炮沒有意義，我就用今年年初
發表的「我對樓市的十大忠告」作回顧
的根據，這樣就會比較有意思了。

正如「2025年我對樓市的十大忠告」
所說，「香港新的大都會模式將起步」。
包括「港股成功回復集資功力」、「教育與創科之路起步」、「融合大灣區的新常態也不斷改變營商環境」（第一點忠告）。

樓價已見底反彈

在近幾年，筆者認為最重要仍然是
弄清楚香港是否仍然能保持金融中心
地位，只要仍是金融中心，香港總有翻
身之日。當然到了今日，香港已經回復
了全球新股集資最大的金融中心地位，
教育、創科、物流都有驕人的進展，人
才資金高度凝聚於本港，配合筆者提及
的多種因素，一如我所料，2025年樓
市由谷底回升5%至10%（第十點忠告）。
在今年初，筆者總算向公眾分享了這最
關鍵的重點。

「2025年我對樓市的十大忠告」
有提及多種影響樓市的因素包括：「隨
着外來人口不斷引入令香港人口上升」、
「租金上升正突破臨界」、「10萬億定期存款去向左右大局」樓市和股市購買力往往受定期存款的流動所影響、「悲情總有減退的一日」、「中美摩擦仍左右大局」和「救市政策」政府撤銷樓市辣招和提高至400萬元住宅及非住宅物業徵收100元印花稅方案總算有效（第二、三、四、五和六
點忠告）。

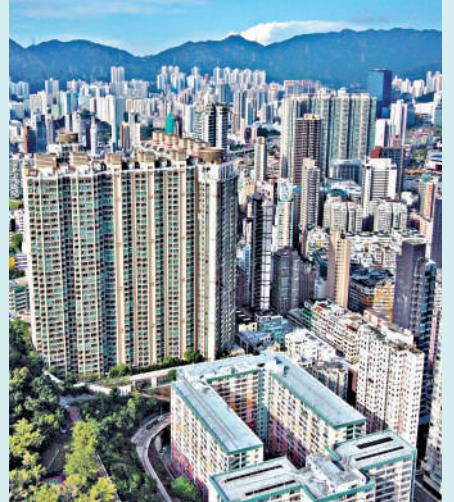
除了樓市外，筆者亦為一些社會
民生範疇提出忠告，包括「財富分配才是
主題」（第七點忠告），認為置業人
數（尤其是年輕人）能上升，才是成功的
施政。我認同特區政府在市民上車機
制為樓市帶來的正面影響。

樓市否極泰來

會方面有清晰的進步，近年增建居屋的
努力有目共睹，加上增加白居二名額等
也改善了市民上車置業的機會，但筆者
仍建議政府重啟可直接借貸首期的置業
資助貸款計劃，因為置業是深層次矛
盾。另外，「發債多寡影響香港下一代」
（第八點忠告），舉債太多會影響
下一代的福祉。這點日益令人擔心，希
望大家繼續關注。

2025年的最大教訓，是年初市場
充斥末日理論，那些「跌完可以再
跌」、「螺旋式下跌」、「樓市黑洞」全
是被氣氛所影響，人云亦云。其實年
初時基礎數據並不太差，到年尾時
市場信心「意外地」回復。如果他們
是看到數據改善，這改變是合理的，
但很多人是人云亦云，這種隨風擺柳
的態度在投資上是很傷害自己的，因
為投資除了應該要有個人的信念，並
掌握低價時機入貨，更有時會在超低
價時候出錯貨。這正是筆者常說的
「買有風險，不買也有風險。」（第九
點忠告），我始終認為買樓應量力而為。
以長遠投資為目的。

（作者為祥益地產總裁）



▲2025年本港樓市由谷底回升約5%至
10%。