



▲美國聯儲局在6月議息會議上，可能對經濟增長和通脹的判斷更為積極，屆時政策立場或偏向鷹派，推升市場加息預期。

經濟觀察家

年初至今美國經濟基本面、市場環境，以及聯儲人事均發生了一些超預期的變化。在重新評估最新信息，尤其是市場資本開支預期大幅上修、金融條件明顯寬鬆後，筆者認為，聯儲今年下半年的確很難再減息，且按目前趨勢，明年或許有加息的必要性。

美通脹升溫 聯儲明年或加息



易 暉

伊朗戰爭引發能源供給衝擊，全球通脹預期上行，美國也難獨善其身。伊朗戰爭帶來的能源短缺與供應鏈擾動推高價格。3月及4月，美國消費者物價指數(CPI)受能源價格推升，環比分別升至0.87%、0.64%，同比分別上升至3.29%、3.78%，遠遠高於1月及2月的0.22%、2.41%均值。對油價較為敏感的短期通脹預期(美國1年期通脹互換)升至3.39%的高位，且一度突破3.5%。

能源價格推升核心CPI

筆者曾測算，在霍爾木茲海峽封鎖3至4個月的中性情形下，美國2026年底CPI同比或達到3.5%（高點突破4.2%），在海峽封鎖至下半年的風險情形下，CPI同比年底或達到4.6%（高點突破5.8%）。

美國核心通脹近期亦再度走高，短期可能難以回到聯儲目標水平，對應的真實利率偏低。4月美國核心CPI環比0.38%、同比2.7%。筆者認為即使中東局勢存在不確定性，能源短缺帶來的供給衝擊與供應鏈壓力仍將滯後地影響美國核心通脹，且在名義增長偏強、企業盈利改善、資本開支加速下，後續勞動力市場緊張度可能較當前邊際上升，核心通脹將更具黏性，可能難以在較短時間內回到聯儲2%的目標水平。

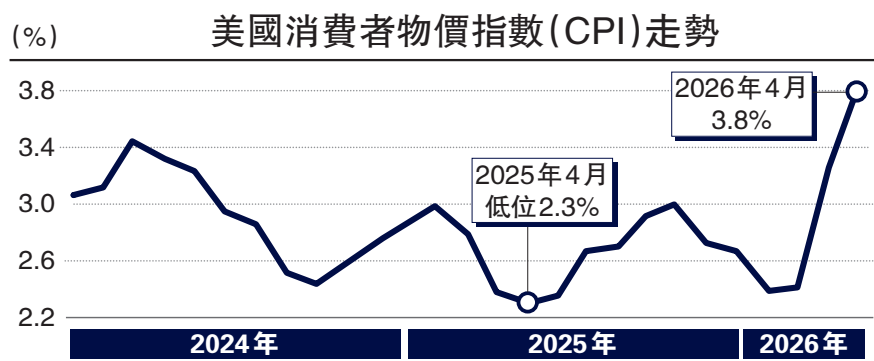
此外，無論是4月聯儲議息會議中三位票委要求刪除聲明中的寬鬆傾向，還是5月以來多位聯儲官員鷹派表態，聯儲整體釋放出對通脹高於目標水平的擔憂。如果美聯儲政策利率維持不變，核心通脹上行或意味著真實利率偏低。

如果美國當前的名義增長趨勢持續，那麼目前的利率水平可能不具備約束性，甚至可能對應過於寬鬆的金融條件。隨着實際GDP增長加速，疊加通脹上行，我們預計第二季度美國名義GDP季環比折年率增速可能達7%左右。

以過去四個季度平均來看，美國名義GDP季環比折年率增速或將超出10年期美債利率2個百分點以上，顯示當前利率水平或不具備「約束性」，金融條件或過於寬鬆。

1至4月美國月均新增非農就業達到7.6萬人，相對去年第四季度月均-3.9萬人明顯回升，已顯著超過聯儲預計的「0」左右的「均衡」水平（即經濟實現充分就業、失業率與薪資增長維持穩定）；同期，失業率也一直處於4.3%至4.4%的偏低水平。高於趨勢水平的新增非農就業，以及偏低的失業率，顯示美國勞工市場的供需可能較此前預期更緊。

近期企業招聘意願有所回落顯示非農短期或有一定降溫，而體現找工作難度的續申數據也仍處於偏高水平。但筆者認為，總體上美國名義增速可能維持高位、通脹短期回落至目標水平的難度較大、加之勞工市場展現較強韌性，基本面數據難以支持聯



儲年內降息，甚至在高名義增長下利率約束性反而被動回落，若上述宏觀趨勢持續，貨幣政策方向性轉變也可能發生。

股市繁榮導致經濟過熱

今年以來，財政寬鬆疊加金融條件放鬆，美國增長呈現強韌性，但金融條件過度寬鬆增加美國經濟趨熱的風險，並可能已經引起聯儲官員的警覺。5月6日，芝加哥聯邦儲備銀行主席奧斯汀·古爾斯比(Austan Goolsbee)表示，如果人工智能(AI)繁榮導致經濟過熱，美聯儲可能需要加息。

AI對於經濟的影響，可以從增長和金融條件框架兩個角度分析。

首先，AI資本開支對總需求的拉動作用上升，推升名義增長。同時，股市的財富效應對消費產生正面貢獻。計算機和軟件相關行業去年增加值增長10%，對美國GDP增長貢獻達到0.7個百分點，今年這些行業不僅佔總需求比例快速上升，而且仍將保持強勁增長，對增長的貢獻大概率上行。

美股上漲所帶來的財富效應也有助於支撐消費。今年截至5月21日，標普500指數累計上漲8.8%，有助於壓低儲蓄率，從而提振消費和經濟增長。

其次，AI繁榮也很大程度上解釋了股市的繁榮（及其帶動的金融條件放鬆）。今年權益資產的漲幅大都由盈利預期上修推動，這一趨勢在今年地緣政治和供應鏈風險頻頻發生的環境下，實屬難得。

年初至今，標普500指數和納斯達克指數的EPS（每股盈利）預期均上修了7個百分點，主要發生在今年第一季報後，斜率在過去十年均屬於區間上沿——即使和2009年及2022年這些盈利預期急劇上修的年份相比都毫不遜色。2026年初以來，標普500指數和納斯達克指數2026年淨利潤預期分別增長8.3%和8.8%，即增長2250億美元和1290億美元。其中，AI相關成份股淨利潤預期分別增長16.6%和17.5%，對整體淨利潤預期增長的貢獻達到55%和95%。

由此，如果美國10年期國債利率上行0.5厘，對應市盈率下修10%，經過短期震盪後可以被盈利上修而「消化」——這也從一個側面印證了在結構性增長上行的環境下，用利率槓桿調節金融條件的必要性。

分裂的聯儲理事會，以及「自證獨立」的壓力，可能大幅抬高聯儲減息的門檻，尤其當客觀經濟和市場

數據不支持減息，甚至支持加息的背景下。4月29日，即將離任的聯儲主席鮑威爾一反常規，宣布留任(有投票權)的理事(任期至2028年1月)，此前多次公開表示將全力捍衛聯儲獨立性。

而在沃什的聯儲主席聽證會上，所有的質疑都直接或間接指向其接任主席後對聯儲獨立性的擔憂，尤其是考慮到美國總統特朗普曾多次明確施壓、要求聯儲減息。

聯儲人事加劇幣策分歧

由此，在聯儲七位常任理事中，沃什之外，還有鮑威爾、曾被特朗普起訴的庫克，以及拜登時期被提名的巴爾(Barr)均可能偏鷹。此外，沃勒(Chris Waller)雖然由特朗普提名，但其一貫主張前瞻、以數據分析為基礎的中立政策框架、有較高的公信力。同時，由於聯儲獨立性受到質疑，且沃什也曾一反常規多次公開批評現任聯儲政策及政策框架，現任聯儲委員自證「獨立性」的動力更強。誠然，分裂的委員會也將令沃什推行他構想的「改革」阻力更大。

筆者認為，不排除聯儲在6月議息會議上對經濟增長和通脹的判斷或更為積極，政策立場或更為鷹派，推升市場加息預期。如果總需求和市場較好地「消化」加息預期，則明年加息的可能性、利率曲線可能繼續上移。如果彼時由於AI繁榮或其他原因，股市仍然保持高位，則以利率上行收緊金融條件的取向則將會進一步明晰。

值得注意的是，由於聯儲對於政策路徑有分歧，所以聯儲和市場可能進入「價格發現(price discovery)」階段，所以今年可能不急於兌現加息，而如果更高的融資成本並不足以令總需求增長回落至趨勢之下、甚或總需求增長保持在趨勢之上，則加息兌現的可能性就會明顯上升。反之，如果總需求增長和市場均出現明顯波動，則加息落地概率下降。

筆者測算，利率上行0.5厘對應金融條件收緊10至20個基點左右，而如果股市熱度有所降溫、且美元短期走強，則金融條件可能收緊至去年下半年（市場仍對減息有預期時）的水平。

註：文章轉自官方公眾號「華泰睿思」（作者為華泰證券首席宏觀經濟學家）

民企傳承考驗組織管理能力



戈 峻

企業要穿越每一個市場周期，需要有意識的意志、捕捉機會的觸覺、善用優勢的手段，但當想要穿越一個接一個的市場周期，那要考慮的便不只是「活下來」的問題，還要思索「活得久」的方法。這不僅是指企業傳承、家族接班，更是指企業發展過程中，怎樣去運用不同世代的優勢，讓不同世代盡展所長，把他們揉搓成一條堅韌不斷的繩，發揮「新三代同堂」的威力。

明朝有一歷史典故我記憶甚深，明成祖朱棣在立太子時，猶豫不決是否該立長子朱高熾，當徵詢內閣首輔解縉意見時，其回答「好聖孫」三字，意指嫡孫朱瞻基非常優秀，這三個字最終促成朱棣確立朱高熾太子之位，朱瞻基日後也成為明宣宗，成就仁宣之治的盛世。這個故事不是叫企業家選擇接班人時「不看兒子看孫子」，而是提醒諸位傳承不單純是一代的事，而是長遠目光，是一門為了打破「富不過三代」魔咒而必須掌握的學問。

記得曾經提過，這幾年中國民企已進入規模最大的傳承高峰期，這是民營企業史上的一次大挑戰，一旦傳承沒做好，大量企業就可能因此倒下。但這一波傳承潮背後還有更深層意義，因為不少從「企一代」接手事業的「企二代」，身後的「企三代」亦已經成長，因此「企二代」在承先的同時，也同樣是啟後的時候，要開始着手傳承的長期部署。

去年12月，建信信託發表了一份《2024-2025中國家族財富可持續發展報告》，報告基於對全國25個城市、300多位企業家的問卷調查，以及對30位企業家、10多位行業專家的深度訪談，系統性探討剖析中國家族企業的治理困境，為中國家族企業突破「富不過三代」魔咒、實現可持續發展提供路徑。

數據顯示，超過75%的企業家期望子女接班，但縱觀全球，僅約30%的家族企業能順利實現二代傳承，要再進一步去到三代傳承，成功率不足13%。這個「高期望、低成功率」的矛盾，突顯出傳承已成為制約企業可持續發展的核心瓶頸。

說到中國民企傳承的成功例子，美的是大家公認的傳承標桿，創始人何享健奠定了實業底色，職業經理人方洪波接過了美的大旗，團隊創新突破，讓這個市值5600億元人民幣的家電巨頭日久彌新。

另外，去年10月，55歲的曹暉正式接過父親曹德旺手中福耀玻璃的接力棒，完成了一項長達數十年的培養計劃，曹暉從車間一線工人到掌舵海外分公司、既涉獵銷售管理也參與戰略規劃，這30多年的實戰歷練使曹暉不只是「玻璃大王」之子，更是一位可擔當核心決策者的傳承人。

傳什麼比傳給誰更重要

可能有企業家會以為，傳承這個問題就是「傳給誰？」但這兩個成功例子說明，傳承的真正含意是「傳什麼？」在我看來，答案就是傳一套能讓企業長遠發展的組織力。企業的可持續不僅僅是「話事人」接班，而是一門從基層員工到頂層管理的人才組織學問，當企業家在傳承，公司員工也同樣是在迭代。

事實上，很多進入傳承期的企業，手下員工何嘗不是兩代甚至三代同堂。陪伴創始人打天下的第一代，多數已擔任高管，這代人韌性強、經驗豐富，深深明白公司的底色，是企業的根；在他們之後的第二代，正處身於公司不同部門的關鍵節點，承接上一代的經驗，照顧下一代的下屬，他們是一根又一根支柱，為企業的力爭上游扛起承先啟後的銳氣和底色的延續；而近幾年開始進入職場，被稱為Z世代的年輕第三代，他們從小就接觸新科技，帶來的是數字思維和AI智慧，創新創意與熱情，是企業再出發的發動引擎。

试想，在一個三代同堂的企業環境中，如果老的管不動小的，舊傳統的看不起新思維的，或者年輕的害怕年紀大的，令熱情和創意埋沒在因循當中，從世代交替的角度來看就是「傳什麼？」的失敗例子，只有三個世代、三股力量同堂相融，構成企業長遠發展的組織力，「傳什麼」才能走向「傳下去」。而只要一個企業能做到將不同世代的人才優點共融，便能發揮「新三代同堂」的可持續威力。

（作者為天九企服董事長兼CEO）

人民幣升值 港樓吸引內地買家



馬 泰陽

近日樓市交投炙手可熱，尤其新盤成交「熱得發燙」，無論成交量或金額均創同期新高。根據美聯物業研究中心綜合一手住宅物業銷售資訊網資料及市場情報，2026年首5個月（截至5月18日），一手成交量已突破10127宗，按年激增逾三成，是2013年一手銷售條例實施以來最快突破萬宗的一年。

金額方面，期內一手總成交金額高達1167億元，較去年同期的約668億元大幅上升近75%，勢將創下一手銷售條例實施後同期新高，足見新盤「吸金力」驚人。

新盤熱銷背後，在於內地買家身影日益活躍，並成為支撐本港樓市的重要力量。據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料，按已知買家姓名作分析，4月份內地買家（以買家姓名的英文拼音鑒別）在香港一手住宅市場的註冊量共錄1892宗，按月大升約47.7%，並創兩年新高。目前新盤市場中，大約每3個買家，已有1名為內地人。

值得注意的是，內地買家註冊宗數已連續14個月超越1000宗水平，涉及金額亦連續11個月突破百億元，創自2010年有紀錄以來最長周期。

過去一年人民幣持續升值，不僅強化內地買家匯率優勢，更提升內地旅客整體購買力，間接帶動本地旅遊、零售、酒店等領域復甦，形成經濟正向循環。特區政府早前公布，首季本地生產總值按年實質增長5.9%，遠超市場預

期，創近5年最佳表現，為樓市回暖奠下更穩固基礎。

人才進駐 租金連月破頂

一二手市場火熱，租賃市場表現同樣強勁，並持續破頂。據美聯「租金走勢圖」4月以實用面積計算的私人住宅平均租報約39.28元，按月升約0.36%，連升4個月。自今年1月突破歷史新高後，連續4個月創新高，反映租務需求極度殷切。

租金節節上升，主要受惠特區政府積極引入外來人才及移民回流客，為樓市注入龐大需求。根據最新資料，自特區政府於2022年底起推出各項人才計劃至今，過去3年各項人才入境計劃共收到近60萬宗申請，超過41萬宗獲批，衍生出可觀的置業及租賃需求，預料這批高質素「生力軍」未來將逐步入市，成為樓市重要的長期支撐。

租金的漲勢亦大幅提升物業的投資吸引力。目前樓價雖已回勇，但仍較高峰期低約兩成，加上息口處於相對低位，租金回報率更具魅力。近日多個屋苑已出現「供平過租」現象，促使不少租客加速「租轉買」，投資者亦積極入市收租，為樓市帶來額外推動力。

總括而言，香港樓市明顯進入復甦周期，樓價自2025年低位已連續回升逾11個月，累計反彈幅度約15%，呈現初步「V形反轉」的勢頭。在租賃市場強勁、新盤熱銷以及內地客瘋搶港樓下，有助刺激樓市買租需求，預料整體樓市可望延續升勢。

（作者為美聯集團行政總裁（住宅））



▲新盤銷情熾熱，當中不少為內地客入市個案。