

沃什時代正式揭幕 美聯儲轉向抗通脹優先

銘察秋毫

美國聯儲局於6月17日議息會議上，以12比0一致決定維持聯邦基金利率於3.5厘至3.75厘區間不變，而市場真正關注的焦點，並非利率本身，而是新任主席凱文·沃什(Kevin Warsh)的首次公開亮相。這被視為「沃什時代」的正式揭幕，象徵美聯儲由鮑威爾年代的「前瞻指引」模式，轉向更強調依靠數據、制度改革及抗通脹優先的新路線。對全球金融市場而言，這是一個值得高度警惕的轉捩點。



陳澤銘
特許公司秘書公會會員、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

沃什首秀：釋出四大信號

沃什在首次記者會上，釋放了四個重要信號。

第一，是重新確立美聯儲的首要任務為恢復價格穩定。他強調，通脹仍然遠高於2%的長期目標，即使勞工市場保持穩健，也不能過早放鬆貨幣政策。第二，是淡化市場一直依賴的「前瞻指引」。沃什明言，市場不應過分依賴央行預告未來的加息減息時間表，而應回歸經濟數據本身作判斷。此舉意味著，美聯儲將減少對市場的「保姆式管理」。第三，是成立五個專責工作小組，全面檢視貨幣政策框架、資產負債表管理、通脹模型及溝通機制等核心運作模式。第四，是重建美聯儲的獨立性。儘管特朗普政府一直傾向推動

減息刺激經濟，但沃什在會上並未迎合政治訴求，而是多次強調決策將以經濟數據為唯一依歸。

美聯儲有否改變方向？



●凱文·沃什以首次美聯儲主席身份出席記者會，被視為「沃什時代」的正式揭幕。 新華社圖片

鮑威爾時代，美聯儲採取較具透明度的政策模式，提前向市場釋放未來政策方向，目的是降低市場波動。然而，這種模式亦有副作用，就是令市場形成「Fed Put(聯儲局托市)」的依賴心理，投資者過分預期央行會在市場下跌時出手救市。沃什上任後，明顯希望打破這種依賴。換言之，美聯儲正由「預告式管理」回歸「數據式管理」，由過往的先穩定市場情緒，轉向先解決通脹問題。這意味著未來金融市場的波動性將顯著提高，因為市場再難從央行措辭中提前獲得政策答案。更重要的是，美聯儲已由原先偏向減息，轉向中性偏鷹的立場，甚至不排除年內再度加息。

沃什如何看待利率通脹失業率？

首先是利率政策。沃什認為利率必須保持足夠限制性，直至通脹明顯回落。市場原先預期今年可能有兩次減息，但最新點陣圖顯示，官員們大幅削減減息預期，甚至部分成員支持加息一次。換句話說，更長時間維持高利率將成為市場新常態。

其次是通脹。沃什認為目前通脹已由傳統需求問題，轉為地緣政治驅動的供應端問題。近期中東局勢緊張，能源價格上升，推高整體通脹至約4%以上，核心通脹仍接近3%，遠高於目標水平。因此，即使經濟增長放緩，美聯儲亦未必急於救市。

第三，是失業率。沃什認為目前就業市場仍然穩健，企業裁員未有大幅惡化，因此美聯儲仍有政策

空間維持高利率。這與鮑威爾年代較重視充分就業相比，明顯更傾向「先抗通脹，再保就業」的次序。

相比利率，沃什更關注的是美國政府債務失控。目前美國國債規模已超過37萬億美元，高息環境令利息支出急劇膨脹，形成巨大的財政壓力。然而，沃什刻意與財政政策保持距離，強調美聯儲不會透過印鈔協助政府解決債務問題。這反映其奉行較傳統的央行哲學：貨幣政策不能財政化。未來如果美國政府繼續大規模發債，長債息率可能持續上升，從而推高企業融資成本、樓按成本及全球資本成本，將成為未來數年的核心風險。首先，過去依賴低息推動估值擴張的科技股，將面對更大壓力；其次，美國國債收益率或維持高企，固定收益產品的吸引力將持續提升；第三，美元資產可能繼續保持強勢，新興市場則會面對資金外流風險。香港及亞洲投資者亦不能掉以輕心。假如美國維持高息時間超預期，港元拆息、樓市及新股市場都可能受到拖累，而依賴美元融資的企業亦需承受更高財務成本。

沃什正在建立一套新的美聯儲文化：減少市場依賴、重建央行權威、優先控制通脹，以及維持貨幣政策獨立性。對全球市場而言，真正需要適應的，不是一位新主席，而是一個全新的遊戲規則。「鮑威爾紅利」或許已經結束，而「沃什時代」才剛剛開始。未來數年，全球資產價格的核心定價因素，將不再是何時減息，而是高利率將維持多久。而這將決定下一輪全球資產重估的方向。

通脹預期頑固 加息預期已成

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

近月以來，每逢周末前，特朗普總會「出口術」，揚言快將達成跟伊朗的和談實質協議云云。聽得太多，有狼來了的效果，投資者感麻木。不過，外界總不能排除，終有一次談得攏，但在此之前，投資者對於相關說法的刺激，理應漸漸減少反應，才是理性預期之道。比較合理的做法，是回歸到無關乎上述隨機震盪的基本面。

短期沽壓雖減 反彈未必持續

事實上，一旦有比較像樣的消息，投資者亦不計前事，一樣可以獎勵大家獎勵自己。就像上周末，經過多次似真還假消息後，美伊「14點諒解備忘錄草案」曝光，由於該消息不單出自特朗普及其他美國官員口中，亦有其他地方間接確認，令市場相信有進展。時至本周，市場又傳出美伊可能6月19日簽正式協議的消息。

上述消息短期內提振市場樂觀情緒，尤其早前多項悲觀齊來，既有AI估值偏貴，超巨科企新股上市抽水，復有全球通脹預期之下，原本年初人人相信的減息，變為如今多數人提防出現的加息處理。凡此種種，借助中東局勢有望真緩和，風險資產沽壓當可減輕，但反彈未必持續。

顯然，中東戰事推升油價，造成通脹預期，以至加息憧憬，然後是資產價格打折，並因此令特

朗普大失預算，原本打算借助美聯儲主席盡快減息，為其美債危機解套，如意算盤未能打響。適逢是新主席的第一次主持美聯儲議息，也許目前已是最佳時機，揭開新一頁，起碼為其嘗試帶領減息之路，掃除一點不必要的障礙。

話說回來，就算和談成功，就算油價回落，不等於馬上完全扭轉通脹預期，由目前加息為主的看法，回歸到美以伊戰事前的減息憧憬。畢竟，通脹預期一般相當頑固，而通脹數據本身亦有其滯後性，自然令央行決策者較為頭痛，不得不前瞻，但實際操作無可避免地綁手綁腳。

考慮到萬一重回上世紀七十年代滯脹，處理甚煩，很多人寧願央行先下手為強加息，搞好通脹再算，就算中東局勢緩和，未必可改變加息傾向，對普遍資產價格估值，仍有壓力。

新主席冀改前瞻展望做法

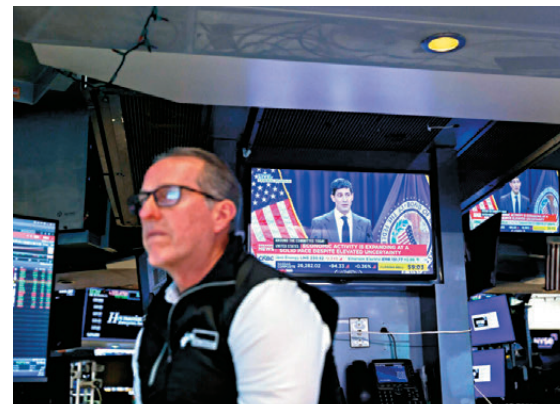
美伊若有實質和談協議，則與會者可減少為戰事而預留政策空間，對數據為本技術官僚而言，比較簡單點。但即使此刻達成協議，又有美聯儲新主席，馬上減息不太可行，尤其油價急升，通脹數據亦反映，就業市場並未明顯放緩，遑論衰退。

正如最新議息後表述，局方整體傾向年內加

息，反而是數據為本，也符合外界近月以來期望轉變，畢竟油價高企頗長時間，形式通脹預期，後者一般頑固，不易因為油價短期回落而變。

雖說新官上任三把火，但順利接手也需同僚接納支持，不可能絕對一言堂，單純幫特朗普而減息之說，並不可信。何況新主席若致力扭轉前瞻展望慣常做法，勉強減息亦有礙改革。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)



●美聯儲新主席第一次主持議息，言論「放鷹」，加大市場波動。 彭博

市場學者科特勒(Kotler)提出的4P理論，早已膾炙人口。4P

淺析銀行業4P對香港發展重要性

陸宏立 香港理工大學工商管理博士、香港銀行業管理委員會委員、香港學術及職業評審局專家

代表針對目標客戶群的产品(Product)、價格(Price)、地點(Place，即消費者獲得產品或服務的地點或渠道)及推廣(Promotion)。近年，銀行家湯普森又提出適用於銀行業的4P：理念(Purpose)、流程(Process)、平台(Platform)及人(People)，深獲業界重視。本文旨在淺析銀行業4P的內涵，並討論其在銀行運營上的意義。

4P由企業理念起步

理念：理念是企業的文化與價值觀。一些先進銀行將理念融入銀行的日常營運，取得令人矚目的成績。以荷蘭合作銀行集團為例，其由荷蘭174家獨立的地方合作成員銀行、荷蘭合作銀行中央機構及其子公司構成，其使命為「共創更美好的世界」，而其糧食暨農業目標是永續地養活世界人口。該行認為，到2050年，全球人口將達到100億左右，要能養活他們，同時減少對地球資源的負面影響，需要巨大的轉變，而其大部分的金融創新都為完成這個使命。於是其創建碳銀行，藉由提供小農經濟激勵，讓他們轉向農林混作，幫助他們植樹，並設法利用衛星資料，以具有成本效益的方式計算可從大氣中除去多少二氧化碳。這些資訊轉化為高品質碳信用，再由碳銀行售給希望減少二氧化碳影響的大客戶。透過此方式，一方面提高農民生產力，另一方面減輕地球負擔。

流程：為理順運作流程，銀行設定流程在隨插即用的程式碼中，透過應用程式介面完成自動化，由專家處理，整合到行動App，便可提高整體效率。可以預見，AI Agent(智能體)正推動銀行服務邁入「AI原生」時代，對金融服務流程設計的影響，不亞於互聯網。筆者認為，在AI時代的銀行運作流程設計，要注意模型風險和操作風險。

平台：使用平台，便可以透過互聯網，以開放科技生態系統中的夥伴合作，運用外部資源，尋覓商機。在銀行之外有數以千計的公司在移動應用程式(App)、應用程式介面等方面幹得十分出色，通過平台合作，可以在更大程度上賦能自己。

人：銀行的持份者，包括客戶、員工、投資者、社區居民，都是人。與他們建立共生共贏的長遠關係，是銀行達致可持續發展的重要元素。現時不少銀行都重視社區關係，如中銀香港每年舉辦「義工周」，和多家社福機構合作，組織具創意及豐富多元的義工活動，既可培養員工投入感及歸屬感，亦可滿足社區上不同群體的需要。

要維持及提升香港的國際金融中心地位，銀行的運營效率及服務質素是有效標尺，而重視及實踐4P，並不斷完善，能起關鍵的提升作用。

中國對外投資新秩序：合規出海

傅臨 經濟學博士、經濟學家

《國務院關於對外投資的規定》(以下簡稱《規定》)已於2026年6月1日公布，並即將自7月1日起施行。在筆者看來，這標誌著中國把對外投資管理從分散的部門性規則上升為國務院層級的統一制度安排，既明確了核准備案、信息報告、跨境資金登記與境外投資安全審查等義務，也提出健全海外綜合服務體系，為企業「出海」提供制度化支持，同時以國家安全為底線強化風險防控，在制度層面對中國對外投資加以規範和引導，保護國家及投資者自身的合法權益。

從企業層面看，《規定》明確國家支持投資者按市場化原則開展對外投資、積極參與國際合作競爭；投資者依法享有對外投資自主權，自主決策、自擔風險、自負盈虧。《規定》要求投資者在依法需要時履行核准備案、信息報告、跨境資金登記等手續，對違反出口管制、轉移受限技術或隱瞞真實信息等行為也設定了明確的行政處罰和責任追究機制。

預期帶來四方面影響

筆者認為，《規定》會深刻改變企業的公司治理、資本運作與戰略決策的內在邏輯。對中小企業而言，《規定》意味著出海成本中合規與盡職

調查部分將顯著上升；對大型企業和有國際化經驗的集團，《規定》則是制度化的「可預期成本」，有利於已建立完善合規體系並借助金融、保險等配套服務的企業在海外競爭中佔據優勢。

首先，董事會與高管的職責邊界將被重新定義。境外投資不再只是財務回報與市場擴張的問題，而是涉及國家安全、外匯管理、數據主權與政治風險的綜合判斷。董事會需要把境外投資納入常態化的風險議程，建立跨部門的決策機制，把法務、合規、財務、技術與外事團隊提前嵌入投資流程，確保在交易結構設計階段就能識別出可能觸及審查紅線的要素並進行替代方案評估。

第二，資金安排與融資結構將更趨謹慎與多元化。面對跨境資金登記與更嚴格的外匯審查，企業會更重視境外融資的本地化安排、離岸與在岸資金池的合規分層，以及利用雙邊或多邊投資協定下的保護機制來降低資本流動的不確定性。對私募股權與並購交易而言，交易對價、支付方式與控制權安排都可能因審查考量而調整，分期支付、業績對賭與少數股權投資將成為規避一次性觸發審查的常用工具。

第三，技術與數據治理將成為核心競爭力的一部分。涉及敏感技術、算法、數據集成或個人信

息跨境傳輸的項目，必須在技術隔離、加密、訪問控制與本地化存儲上做出明確承諾，否則即便商業邏輯再強，也可能因安全審查而被否決或要求整改。企業需要投入更多資源在合規化的研發流程、知識產權保護與技術出口合規上，以便在審查中證明其風險可控且不會損害國家安全利益。

第四，中小企業面臨的挑戰尤為嚴峻。它們對海外投資的渠道、目的地投資環境和投資風險了解不多，通常缺乏專業合規團隊與充足的法律顧問，出海時更依賴外部中介。新規下，中小企業若不能獲得標準化、可負擔的合規服務，將被迫放緩或放棄海外擴張計劃；這也為大型律所、會計師事務所與合規服務平台創造了規模化服務的市場機會。

企業應把這次制度變化視為戰略重塑的契機：通過提前合規化、優化交易結構、引入政治風險保險與多元化市場布局，不僅能降低被審查的概率，還能在全球競爭中形成更強的韌性。那些能把合規能力轉化為服務能力的企業，將在新的國際投資秩序中佔據先發優勢；相反，仍以短期利潤驅動、忽視制度風險的企業，將面臨更高的退出成本與長期發展受限的風險。

從投資於物到投資於人

程實 工銀國際首席經濟學家

「人既盡其才，則百事俱舉；百事舉矣，則富強不足謀也。」投資於人與投資於物的協同關係，正成為理解中國經濟高質量發展的重要線索。其本質在於推動增長模式由單純擴大投入規模的「加法邏輯」，轉向人力資本與物質資本相互促進的「乘法邏輯」，最終實現全要素生產率提升。基於物質資本(K)與人力資本(L)的分析框架可以發現，經濟發展的關鍵並非單純增加資本或勞動力投入，而在於推動兩者高效匹配與協同升級。

冀政策從三大方面着力

實現這一乘數效應，可從發展新質生產力、釋放人力資本質量紅利以及建立協同投入機制三個方面着力。投資於物為產業升級和技術創新提供基礎，

投資於人則為技術吸收與創新擴散提供動力，兩者共同構成推動中國經濟長期增長的重要支撐。

路徑一：發展新質生產力，實現「物的升級」與「人的升級」相乘。從投資於物的角度看，關鍵不在於單純增加投入，而在於提高投入效率。具備技術外溢效應和產業賦能能力的新型物質資本，如人工智能、先進算力、工業互聯網、綠色低碳技術和智能製造體系，能夠帶動更廣泛的生產率提升。未來資本配置應更加注重新領域和未來產業的支持，引導資源向具有長期回報潛力的方向集聚。通過深化產教融合、優化職業教育體系、加強高層次人才培養以及推動科研與產業聯動，可以增強勞動力對新技術和新產業的適應能力。

路徑二：釋放「質量紅利」，以人力資本升級延

長人口紅利。投資於人的核心，在於將人口優勢轉化為人才優勢。隨着人口發展階段變化，勞動力數量擴張對增長的貢獻逐步減弱，人力資本質量的重要性持續上升。教育水平提升、技能結構優化和創新能力增強，正在成為支撐經濟增長的重要來源。更高素質的勞動力能夠更快掌握數字技術、智能設備和先進工藝，並推動生產流程優化和產品升級，從而提高企業效率和盈利水平。從創新角度看，人力資本積累能夠增強企業研發能力和技術創新水平，為產業升級提供持續動力。未來，構建覆蓋全生命週期的人力資本培育體系，將有助於進一步釋放人才紅利，為創新驅動發展提供長期支撐，也為經濟增長注入更加可持續的內生動力。

路徑三：建立同步機制，確保物質資本與人力資

本協同共振。理論上，物質資本與人力資本在生產過程中存在一定替代性，但從長期發展角度看，兩者更重要的關係是互補。先進設備和技術需要高素質人才進行應用和創新，而高水平人才也需要相應產業平台和技術場景實現價值轉化。當資本配置面向技術前沿和未來產業時，人力資本積累也能轉化為更高的創新回報。兩類投資同步推進能夠形成顯著的放大效應：一方面，高質量物質資本投入會帶動產業升級和技能需求提升，促進教育培訓體系優化；另一方面，人力資本積累又能提高技術吸收能力和創新效率，提升物質資本使用回報率。換言之，物為人提供發展平台，人為物創造更高價值。只有推動兩類資本協同共振，才能形成生產率持續提升、資本回報改善和經濟高質量增長的良性循環。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。