

全球開啓降息潮 樓市泡沫會再起?(上)



▲美國原以為縮減貿易夥伴的貿易順差可增加出口，結果貿易摩擦反而壓制了本國產品出口，國內外客戶需求減少，新訂單、庫存和價格增幅均出現下降



歐陽先聲

橫盤時代，流入房地產的資金不會更多，也不會太少。

新城控股高級副總裁 歐陽捷

全球經濟正在放緩。印度、新西蘭、澳洲、俄羅斯、馬來西亞等國央行先後搶跑，至此，已有14國率先降息。歐盟、日本也都先後釋放了再度量化寬鬆的口風。美聯儲一向執各國央行貨幣政策之牛耳，這次卻落了後手，莫非是美國經濟足夠健康？

事實並非如此。在6月議息會議上，美聯儲將「經濟增長穩健」改為「經濟增速溫和」，「耐心等待」改為「密切監測，並將採取適當行動」，表明其信心已經動搖。降息不會遲於9月，應是大概率事件了。美聯儲主席鮑威爾在隨後舉行的發布會上表示，「縮表將按照計劃進行」，同時強調：「如果貨幣政策轉向寬鬆也有可能調整縮表計劃」。換言之，量化寬鬆將再次歸來。

1.美聯儲降息瞻前顧後、左右為難

受到貿易關稅互懣等不確定性因素影響，全球經濟放緩，美國經濟數據也出現波動。其中，美國4月耐用品訂單和工業產出環比下滑超預期，5月製造業PMI終值錄得50.5，創2009年9月以來新低。6月紐約聯儲製造業指數暴跌26點至-8.6，為有紀錄以來最大月度跌幅，其中新訂單和未完成訂單數據明顯惡化。新商業指數增長為2008年以來最低。美國非農就業人數大幅下挫，5月季調後非農就業人口僅為7.5萬人，遠低預期的18.5萬人，更僅為前值22.4萬人的三分之一。

美國政府重振經濟的「減稅及回流美元、製造業回歸、大基建」三支箭效果如何？減稅政策提升了短期經濟，但邊際效應幾乎喪失殆盡，回流美元未達預期，且並未如願投入製造業，反而進入股市推高股市泡沫。製造業並未出現持續回歸趨勢，大基建更是舉步維艱，鮮有業績，甚至已定的紐約高鐵項目幾乎告吹、被迫大幅縮水。美國5月份新屋開工總數下降0.9%，較上年同期低5.3%，從六個月以來的峰值下滑，顯示其市場依舊充滿變數。美國經濟復甦已達十年，周期輪迴、衰退將至。

延續美國經濟增長周期還能有什麼辦法？開打美國優先戰略掩護下的貿易戰爭。過去，世界各國對美國優先戰略的實質不甚了了。如今，美國優先戰略已經成為世界經濟發展的攔阻索，貿易戰演變成美國一家詭詐、世界各國讓利的不對稱冷戰。

美國優先戰略破壞了美國主導的西方價值與經濟秩序，離心了美國傳統的核心盟友與跟班兄弟，攪亂了合作夥伴的戰略關係與經濟往來，加速了多極世界的合作發展和美國霸權的分化瓦解。貿易戰拖累了美國經濟，後知後覺的美國經濟學家和企業家們終於站出來

呼籲停止「殺敵一千、自損八百」的貿易戰。

原以為縮減貿易夥伴的貿易順差可以增加美國出口，結果貿易摩擦反而壓制美國出口，國內外客戶需求減少，新訂單、庫存和價格增幅均出現下降。原以為由中國出口商承擔的加徵關稅，最終大多是由美國進口商和在華美商承擔，並轉嫁給美國消費者，未來將推動美國通脹上升。

美國經濟發展新動能同樣處於培育之中，科技創新領跑能力似已不及從前。最前沿的量子技術、人工智能、5G等科技都需要大資本投入支撐、大規模應用支持，儘管美國不缺美元，但技術的成熟需要更大的應用場景驗證和更多的應用數據訓練，這使得人口密度不足、地廣人稀的美國在應用推廣上相形見绌。也許，更多前沿科技將成為人口眾多的後發國家經濟福利。

美國貿易政策遭遇頑強抵抗，歐盟日本先後拒絕了美國的要求，歐盟甚至放出了反制策略。美國財政政策受制於赤字不斷攀升，未來施展空間有限，唯有寄望於貨幣政策，才能延續美國經濟增長進程。

美聯儲的貨幣政策目標是什麼？繼續拉長美國已達10年的經濟增長周期。但是，美國經濟衰退跡象尚未確認，莫說一般美國人看不清楚，就是美聯儲似乎也是霧裏看花，因而貨幣政策顯得猶豫不決、左右為難。如果過早降息，雖然有助於延續美國經濟增長，但卻會在經濟真的下行時手中乏劍。

如果衰退猝然來臨，美聯儲可能來不及反應，即便開始漸進式降息，效力也將折損。況且，美元加息周期還未走完全程，美國利率水平還未提升至合意水平，未來降息空間有限。雖然降息未至，美債收益率已跌跌不休。5月29日，10年期美債收益率跌破2.22%，3個月與10年期美債收益率息差一度跌至負13個基點，創2007年7月次危機爆發前以來最低。而且，美債收益率曲線倒掛這一經濟衰退指示信號在半年前就已經進入紅燈區了。美國經濟衰退遲早會來而且將很快來臨幾乎已成共識，唯一不確定的是：什麼時候來臨？以及加速危機來臨的貿易衝突會不會就此止步？

分析師們警告稱，最近三次經濟衰退都發生在加息周期結束後的第一次降息的3個月！美聯儲不但要應對經濟衰退不期而至的挑戰，還要應對不確定的貿易衝突帶來的通脹上升。但是，當衰退信號明顯之時，美聯儲再降息可能就已經遲了。即便是美聯儲在三季度降息，如果美國政府不改美國優先、各國買單的「零和博奕」政策立場，可以預見，美國經濟最終將成孤家寡人，美聯儲也無法挽救美國經濟。

2.中美間貿易衝突暫緩、中方牌多

G20會議在即，中美兩國元首會面帶來積極信號，歐美股市大漲。

近日，我們的國家主席對朝鮮進行了正式國事訪問。為什麼這個時候訪問朝鮮？朝核問題陷於僵局，美國視其為最大的政治牌，朝鮮也急於解脫制裁，哪怕朝核問題有所進展，無疑將為特朗普連任競選帶來最強政治砝碼。制裁伊朗是一箭四雕，既限制輸中輸歐石油供應，又利好美國石油出口，還加劇中東國家軍備競賽（增加美國武器出口），並敲打朝鮮。但是，伊朗不服軟，朝鮮更不服軟。

中美兩國元首會談，中國可「攤打的牌」不止於貿易，合縱連橫的「一帶一路」、非石油能源的扶持發展、金磚五國的貨幣結算體系、伊朗核協議的有效管制，以及科技企業的互相牽制，朝核問題又多了一張牌。反觀美國，可打的牌似乎越來越少，就連大型無人機被伊朗擊落，美國已經啟動的報復也被叫停。

首腦會談會有什麼結果呢？結果可能有三：一是美國同意中國三條底線，在此基礎上繼續貿易談判。二是美國對取消全部關稅有所保留，但同意貿易採購數據符合實際，且達成文本平衡性。三是美國還想繼續搞不平等條約，並且繼續對華為等中國企業限制、打擊、圍剿。

中國如何應對？中國已經度過了戰略對手底牌不清、極限壓力邊界不明、自身經濟腳跟不穩、產業恐慌情緒瀰漫的危險時刻。第一種情況對中國是最理想的，也是最難於實現的。如果美國完全同意中國三條底線，大話講在前面、極度渴望連任的特朗普無法向美國國內交代。基於特朗普連任競選所面臨的美國內部經濟形勢與黨派之爭態勢，貿易衝突暫緩的中間路線無疑最有可能成為雙方妥協的結果。

如果美國同意不再加徵新的關稅、分階段取消原有關稅，雙方可以繼續談判，爭取在明年美國大選前達成協議，同時也可以安撫各自國內產業情緒和資本市場。當然，中國也會要求美國取消對華為等中國企業的圍剿。如果是第三種情況，全球股市將暴跌，包括美國在內的經濟衰退灰犀牛將加速衝過來。

中國做好充分準備了嗎？雖然，中國經濟下行壓力依然很大，貿易衝突前景仍不確定。但是，貿易衝突損失底線已明，穩經濟、穩就業等政策措施不斷釋放，政策累積效果將維持經濟下行在可控之中。

如果美聯儲降息，或者國內經濟出現超預期變化，中國會降準或降息嗎？央行行長易綱近期表示：「事實上我看

細說海外設廠新氣象

香港中華廠商聯合會會長 吳宏斌



崇論宏議

貿易戰再起狂瀾，美國決定對2000億美元中國貨品加稅至25%後，國家連番反擊，更於日前發表「關於中美經貿磋商的中方立場」白皮書，明確表明中國在維護主權和尊嚴等重大的原則下，決不讓步。你一錘我一拳，意味這場貿易之爭再度升級。

其實業界對談判臨門一腳破裂並不意外，亦早已作了最壞打算，調整業務的步伐一直未停過。自美國加徵10%的關稅以來，不少廠商會員已透露，其美國客戶提出遷廠的要求，甚至已暗地裏找其他地區的生產商替代，如今稅率提高至25%，更有可能伸延至所有中國商品，在經營環境極不明朗的情況下，港商流失更多訂單的風險已愈來愈大。

為了保住美國市場，向來靈活的港商已各師各法找出路。有較具規模的製造商已在不同生產基地之間重新調配訂單，以規避加徵關稅的風險。不過，近年東南亞國家的工資正不斷上漲，成本優勢和人口紅利已逐漸消失。以越南為例，近十年其最低工資已上升了足足四倍，而且愈來愈難招聘工人。

為了協助業界尋找其他具投資潛力的地區發展市場和設廠，把握先驅優勢（first-mover advantage），筆者去年曾率領廠商會成員到埃塞俄比亞考察，上月底又到另一國家孟加拉。兩者的共通點就是同為「一帶一路」國家，它們在中國的

協助下，基礎設施正不斷改善，而且擁有大量年輕的勞動力，工資又低廉，兩國工人的平均月薪只有港幣500至700元左右，較越南少近一倍，故甚為適合勞動密集的產業。

相比起埃塞，孟國更接近香港，加上當地生產的產品，外銷歐盟均可享有免稅待遇，另外美國亦對其97%的原產地產品豁免徵稅，惟不包括紡織品；此外，為吸引投資者，孟國政府已推出不少便利外商的措施和政策。不過，投資者要留意當地電力短缺及主要城市交通擁擠等問題，筆者此行大部分時間便花在塞車上，甚為不便。

開拓美國以外客源

然而，要「移動就船」並非易事，特別是不少製造業要依賴內地的供應商，一旦轉移到海外國家生產，當中進口零部件造成的物流運輸成本將會大幅增加，另外勞動力素質亦是考慮因素，一些較落後國家缺乏技術勞工，未必能滿足高科技產業的需要。

搬不了唯有「另闢蹊徑」。有港商正試圖跳過美國當地的分銷商和實體賣場，轉移在線上平台包括Amazon、eBay等進行產品直銷，以提高利潤空間，抵銷關稅帶來的額外成本；亦有企業積極探討收購美國的本地品牌，希望加快打開市場進入的通道及向OBM（自有品牌生產）方向轉型。

但無論採用什麼對策，我們仍要留意特朗普那複雜多變的打壓手段，筆者始終認為，與其左避右閃，永遠被美國牽著鼻子走，不如加快步伐發展其他市場如東盟、「一帶一路」國家甚至內銷才是根本的對策。



◀分析指，本港年內按息主要維持在2.375厘低水平，對樓市影響不大
中通訊社

港銀減息空間有限

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



談樓說按

美國聯儲局於剛過去的議息會議公布維持利率不變，聯邦基金利率保持在2.25%至2.5%區間，符合市場預期。議息決策者預期利率未來將會下調或不變各佔近半，但議息聲明刪去對未來政策調整保持「耐心」的措辭，字眼中性，保留了下半年減息的可能性；由於貿易戰等問題仍存在頗大不確定性，相信美聯儲局將視乎下半年經濟數字的好壞變化評估減息條件，預料美國下半年有機會減息或達一至兩次。

低息持續 支持樓市

至於本港息率，過往香港大致上未有跟隨美國加息，美國由2015年12月起進入加息周期，至去年12月合共三年間加息九次，加幅2.25厘，期內香港僅於去年9月加息一次，加幅僅達0.125%。故此，港息實際上未有正式進入加息周期，本港需要減息的空間相當有限。

再者，若美國減息，按目前情況，本港未有跟隨減息的需要性，港元拆息亦未有回落至有具備減息條件。今年拆息較為波動，一個月拆息由年初低位約1厘升至2厘多水平，與最優惠利率差幅（H/P息差）收窄至3厘以下，低於海嘯前十年平均數值3.6%，港息未具條件減下去。雖然拆息於短期因素後將回落，但今年不同因素下港元需求仍大，加上銀行結餘自去年約1797億元逐步減少至目前約543億元，雖然仍屬充裕水平，但程度上已不復以往，季節性因素及下半年大型招股活動等亦較易推高拆息，故此今年減息機會不大。

未來本港最優惠利率（P）會否再減息需視乎拆息下調幅度、銀行結餘水平及變化、銀行資金水平及取態影響。不過，即使未來港P有條件減息，減幅亦僅為0.125%，因為過往存貸息加幅亦僅為0.125%。對於美國減息，帶給本地市場的訊息是本港未正式進入的加息期已先告完結，逾十一年低息環境將繼續維持，相信本港年內按息主要維持在2.375厘低水平，對樓市影響不大仍具正面支持作用。

到中國經濟依然韌性十足，且勢頭強勁。如果中美貿易戰惡化，中國有足夠的政策空間來應對，在利率、存款準備金率上有充足的空間。」這已明確告訴世界：中國央行降準降息都已準備好了。但是，即便是降準，這一次也絕不會再是大水漫灌。畢竟，宏觀槓桿率仍在高位，政府負債、國企負債、居民負債都需要控制，物價水平也是央行需要關注的重點目標。取而代之的已不是隔離房地產行業、「普惠」眾生的定向放水，而是針對小微企業、科技企業、軍工企業的定點滴灌、精準「扶貧」。

在近日的陸家嘴論壇上，中國銀保監會主席郭樹清提到：到5月末，五大銀行對普惠型小微企業貸款比去年底增長23.7%，已完成全年計劃的絕大部分，平

均利率4.79%，較去年全年下降0.65個百分點。這距離易綱行長提出的：「確保實現今年國有大型銀行小微企業貸款餘額同比增長30%以上，小微企業信貸綜合的融資成本降低1%的目標」，已完成大半。易綱行長同時認為：「目前存貸款基準利率處於適度水平」。這也意味着，如果經濟形勢不會惡化、中美貿易談判相對穩定，哪怕是美聯儲降息，中國未必會跟隨。

儘管降低企業融資成本與債務負擔都需要降息，但貨幣政策寬鬆、漲價風潮迭起、大宗商品輸入通脹，可能導致通脹效應滯後，成為央行降息的難題。不過，雖然目前利率水平不高，但相比美國和歐盟、日本，如果需要的話，中國的降息空間要充裕得多。（未完）