經濟觀察家

領軍智庫

**當前市場對於美聯儲降息的言論不絕於耳，美聯儲CME觀察網站上關於美聯儲7月降息的概率升升降降多有變化，最高預期甚至兩次達到100%水平。然而，年初市場討論的卻是今年美聯儲加息幾次的問題，美聯儲態度是對加息保持耐心且循序漸進的停止縮表計劃；如今風向反覆的未免有些突然。**

中國外匯投資研究院金融分析師　宋雲明　彭天舒

►美國經濟增長周期創歷史之最，當前經濟狀態似乎並不需要更加寬鬆的貨幣政策刺激

# 聯儲態度眞假難辨 降息預期疑點重重

尤其是6月美聯儲例會之後，加之近日鮑威爾於美國國會就半年度貨幣政策報告作完證詞陳述，美元借市場輿論之勢推進貶值策略的實施，刻意錯讀與指引美聯儲降息凸顯；同時美國三大股指再創歷史新高，其中標普500指數漲至3000點、道指躍上27000點前所未有；這些與美聯儲過去動用利率工具實施貨幣寬鬆所參照的經濟晴雨表完全不同。因此，歷時三年加息九次的美聯儲是否將要真正轉變貨幣政策取向疑點重重。

此外，歐洲央行方面也作出相應回應，德拉吉稱歐央行存在再次寬鬆和強化負利率的空間，而繼任者拉加德是否會延續寬鬆政策難以明確。面對市場中雜亂而刻意較強的嫌疑資訊，冷靜淡定的思考對複雜國際環境下的自身定位尤為重要。

**一、市場對美降息預期情緒化**

首先，美聯儲降息輿論的起源來自美國總統特朗普和內閣高官。自2018年鮑威爾接替耶倫上任美聯儲主席以來，其並沒有改變利率正常化的進程，反而一年內加息四次總計100個基點。其間美元溫和走強並伴有一次美股大跌，這與美元貶值的國家策略及特朗普的初衷相背離。儘管目前來看，去年美股下跌完全屬於市場主動修復性行為，美國資產泡沫的控制力極強，而美元升值與美歐經濟對比息息相關，假象與真實之間交錯深奧的駕馭與指引意圖發人深省，但特朗普將其歸咎於美聯儲的強勢作風，並前後數次對鮑威爾施加指責，真假之間令市場難以判明。

今年以來，特朗普對美聯儲政策的不滿情緒更加頻繁表達，並在敦促美聯儲降息方面更加「努力」。他表示美聯儲應該降息50至100個基點，並強調「如果美聯儲降低利率，美國經濟將更加繁榮」，這是他明確的言論，與經濟學家的觀念相背離。同時美國副總統和白宮首席經濟學家也出面支持特朗普對降息的要求，進而市場關注由歐洲到美聯儲的焦點轉移清晰。從經濟主體來看，美國上市公司似乎並不支持美聯儲再次降息。據CNBC於5月的一項調查顯示，在全球範圍內，69%的CFO（首席財務官）認為美聯儲利率合適；24%的CFO認為利率太低；只有4%的CFO認為利率太高。這從另一個角度對美聯儲「降息」炒作提出質疑值得肯定。

其次，從近十年美國利率和經濟對比來看，美國經濟增長在2%水平是常態，利率上升並未影響經濟健康發展；反而目前美國經濟增長周期已經擴張至121個月，為美國經濟史之最。當下的問題在於：沒有人能夠評估這一輪周期將延續到何時；而由於美國政府關門時間創下歷史最長紀錄，以及對外貿易頻挑爭端等干擾因素，美國經濟前景的確存在一定風險，但現實中其經濟數據整體依舊偏向穩健，分項指標中樂觀與悲觀多有轉換模糊不清。

更值得討論的是，上個月美聯儲點陣圖顯示，支持降息與不降息的票委人數比為8：9，聲明中承認了前景的不確定性增加，並表示將「採取適當行動」；本月鮑威爾再次強調「鑒於經濟前景的不確定性和通脹走弱，美聯儲指出將密切監測經濟數據，並將採取適當行動維持經濟增長」。6月美聯儲例會及上周鮑威爾的表述並未說明進一步利率方向，美聯儲會因經濟增長的不確定性而降息嗎？短期內的通脹數據與就業數據背道而馳，美聯儲降息會只參考單一指標嗎？市場上大部分對該方面的解讀存在偏差，或者說是被引導下的情緒性思考，而美聯儲「行動」中是否包含價格型工具並不明確。

**二、美貨幣政策工具多樣化凸顯老道**

如果跳出現有的輿論角度與側重考量，筆者發現當前美國經濟狀態似乎並不需要更加寬鬆的貨幣政策刺激。即使需要，美聯儲也並非一定要通過降息達成目的。2008年「次貸危機」爆發之時，美聯儲並用價格型工具和數量型工具出手救市，這不僅將基準利率持續降至零水平，同時還推出了MMIFF（貨幣市場投資者融資工具）、CPFF（商業票據融資工具）等非常規定向融資工具，這及時地為市場提供了流動性，而且穩定了市場對於金融機構和金融工具的信心，從而有效避免了更大的金融性恐慌。

當前市場對於美聯儲的行動單一認為是「降息」，對於美國經濟是面臨衰退還是危機的考量是尤為重要的焦點。市場輿論偏重美國經濟周期尾端存在衰退風險，這與特朗普理由有異，其實美國的非常規貨幣政策工具種類豐富且定位精準，這些工具的運用同樣也可以達到釋放流動性的結果有經驗為證。

另一方面，美聯儲今年3月會議決議顯示，9月停止縮表計劃，而現在媒體對於該方面的報道卻是有選擇性地忽視，實際上美聯儲縮表進程已經開啟。考慮到今年是美國政府配合美聯儲量化寬鬆所發行的長期國債到期償付的關鍵年限，再加上如今聯邦政府的財政赤字規模巨大，關於是否要提高政府債務上限的問題再次提上日程。近日，美國財政部長史蒂文·姆努欽敦促國會議員在8月休會前就該問題採取行動；美國政府若因債務問題再次關門可能會增加經濟衰退和金融市場風險。如果特朗普政府和國會即將就提高美國債務上限達成協議，美聯儲或將採取擴表行動以保證政府收支的連續運轉值得關切，這是否再加以降息減輕政府償還成本有待觀察。

然而，從歐洲央行的貨幣政策工具選項分析，由於其基準利率仍維持在0的歷史最低水平，動用價格型工具的空間有限明朗；而且必須要考慮的是歐洲央行有限的操作空間是否要留給10月後繼任的新行長人選。如果再次開啟量化寬鬆勢必要兼顧19個成員國之間的利益訴求，畢竟德國央行的緊縮政策傾向清晰；加上在財政政策不統一下的貨幣寬鬆政策效果越來越弱，尤其是正在恢復中的希臘等國是否樂意再次接受寬鬆具有較大的不確定性。相比美聯儲非常規政策工具的多樣化，歐央行可擺布的工具顯得匱乏。然而，如果美聯儲再次釋放流動性，歐洲央行跟隨的可能性仍然極大，但勢必加大歐元生存風險值得警惕，這或是美元針對歐元長期以來戰略戰術博弈的最終結點與目的。

綜上所述，筆者認為截至目前對美聯儲的利率前景還需保持審慎態度，但美元貶值的實施搭配穩定信心的策略已然清晰。反之應警惕的是：如果該策略不能持續推進，特朗普直接干預匯率以達成目標的風險或將大大上升。尤其是目前美聯儲最新零售與通脹數據的超乎預料，美聯儲降息概率開始收斂，即將臨近的美聯儲例會的利率抉擇面臨不確定性，對美聯儲的挑戰前所未有，但老道、老練的美元變數則是一切的重中之重。

對於中國而言，無論美聯儲及歐洲央行採取何種動作，我們仍然相信人行的定力在於國內自身狀況。根據近日經濟數據分析，中國結構性供給側改革有成效突出，金融供給側改革仍需努力，而持續性對於成果的收穫尤為關鍵。預計大水漫灌的情況將不會再次出現，也不應該再出現，金融風險防範面臨挑戰嚴峻；現階段宜採取定向滴灌以加強扶持中小微企業的策略短期不會改變，加大數量型工具及開創非常規工具的應用或是未來趨勢值得期待。

# 港商深耕大灣區具優勢

香港中華廠商聯合會會長　吳宏斌

崇論宏議

中國國家統計局早前公布本年二季度GDP增長為6.2%，是有統計數據以來的最低水平。雖然減速加大是由很多因素引致，當局發言人亦形容經濟運行尚保持在合理區間，但相信久久不能解決的貿易戰或多或少確實對中國經濟增長構成了一定的壓力。

中美兩國元首在G20峰會後同意重回談判軌道，而美國亦暫時不會對中國貨品加徵新關稅，讓廠商得以稍作喘息，但面對貿易摩擦有可能已變成「新常態」下，港商即使未有應對的萬全之策，但仍須透過做好風險管理、盡力「降本增效」來抗逆求存。但長遠而言，積極開拓多元出口市場和分散生產基地才是籌謀出路的上策，港商不應怠慢。

過去不少廠商頗為依賴美國市場，但美國經濟增長近十年也只是維持於3%以下，發展空間已愈來愈窄；相反，中國經濟增長近年雖然也趨放緩，但毫無疑問仍領先其他主要經濟體。而即使外部壓力加大，上半年中國社會消費品零售總額依然按年增長8.4%，反映內需強勁，加上中央銳意推動經濟結構轉型、加大市場開放，以釋放市場活力來保持穩定增長，港商應着力「深耕」內銷市場，而「粵港澳大灣區」更是一塊「肥肉」。

大灣區是全國最富裕的地區之一，國民生產總值超過1.6萬億美元，人均GDP超過23000美元；而在CEPA框架下，香港更享有進入內地市場的優惠待遇，加上香港產品在品質、設計、形象以及中檔定價等方面的優勢，港商絕對有條件拓展大灣區的中產和新興消費市場，尋求新的業務增長點。

## 外闖首選東盟地區

在發展內銷的同時，國家「一帶一路」倡議亦是廠商在中美貿易戰陰霾下的另一張「王牌」。在「一帶一路」沿線國家中，以東盟地區最具潛力，不但人口達到6.3億，在過去幾年GDP增長亦穩定地維持在5%水平，而各成員國的勞動人口普遍年輕，約六成人為35歲或以下，消費市場十分龐大，加上與大灣區鄰近，港商大可借助大灣區作為開拓東盟市場的據點。

事實上，東盟與香港的經貿關係向來密切。2018年，東盟位列本港第二大貨物貿易夥伴，而雙方的自由貿易協定已生效，將有利港商在東盟市場站穩陣腳。

值得留意的是，2020年前後泛亞鐵路將會有三條連接中國與東南亞的高鐵路線陸續建成通車，鐵路分為東、中、西線，當中尤以中線所途經的老撾、泰國、馬來西亞以及新加坡等的發展潛力最大；該鐵路不但縮短中國與東南亞的跨國交通時間，降低了區域貿易和運輸的成本，對形成區域性供應鏈有幫助外，亦連接了21世紀海上絲綢之路，港商可借此作為通往「一帶一路」市場的橋頭堡。

本來大灣區是業界拓展多元化市場的有效出路，亦是貿戰下的「避風港」，但現時本港所面對的一場前所未有的紛亂局面實在令人擔憂，不但已阻慢了大灣區建設的進度，亦令企業蒙受額外的經營風險。筆者希望，各界能為大局着想，停止內耗，這樣政府才有力量全力推進香港的發展。

# 買內地樓造香港按揭(下)

中原按揭經紀董事總經理　王美鳳

談樓說按

上期提及有銀行為深圳一手住房推出「內地樓香港按揭」計劃，主要參照香港現有按揭條款。在按揭申請過程中，借款人同樣需要提交足夠的入息證明包括不少於最近三個月的糧單及銀行月結單、身份證明文件、住址證明及住房銷售合同等。大多港人對內地房貸準則並不熟悉，當中部分城市住房受限貸政策所限制，這個「內地樓香港按揭」計劃可讓港人購買內地住房後一條龍在港辦理按揭，過程中全由香港銀行職員向借款人解答疑問及處理手續，感覺更便利和親切。

廣深港高鐵及港珠澳大橋通車後，市場憧憬「粵港澳大灣區」（包括廣州、深圳、珠海、佛山、東莞、中山、江門、惠州、肇慶及香港、澳門兩個特別行政區）內城市群形成交通便利及功能互補的商業圈及生活圈，而且大灣區內地城市樓價仍然低於香港，故此近年不少港人亦考慮於大灣區內置業。不過，由於內地推出調控樓市政策，大灣區內多個城市的樓房均有着不同程度的限購和禁售限制，香港人實質上並非想買內地樓便一定可買到。

有意置業人士應先了解自己是否合乎條件購買相關城市的住房。現時內地多個城市均有限購令，當中所限制的範圍及程度有所不同，例如不少城市均要求非當地人士包括港人須證明自己在當地工作並已繳納指定年期的社保，方合資格購買有關內地城市的住房。而部分內地城市樓房亦設有禁售期，買家在買入物業並取得產權證後須於指定年期後方可轉售單位，以深圳為例，如屬住宅，目前禁售期為3年。內地置業涉及的稅項及交易費用與香港不同，轉售物業時亦視乎當地城市的一些準則而牽涉不同項目的稅項和費用，買家宜先了解清楚。

◄雖然有銀行為大灣區物業提供按揭，但有意置業人士仍需先了解自己是否合乎條件購買相關城市的住房，因為現時內地多個城市有限購