

全球經濟受惠中國復常

**市場前沿 陳凱**

安永中國主席

福免迎祥，2023年在一片歡聲笑語、家人團聚喜樂之中穩步開局。國家適時優化調整疫情防控政策，為健康有序復常創造條件，更為全球經濟釋放活力和動能。

自春運開始，全國運輸交通樞紐已重現人潮如鯽景象。據國家文化和旅游部的數據測算，今年春節假全國國內旅遊出遊3.08億人次，按年增長23.1%，恢復至2019年同期的88.6%。此外，旅遊、餐飲、電影娛樂等消費市場亦重拾復甦勢頭，為2023年的經濟注入起動力。

國際貨幣基金組織（IMF）預計中國經濟於2023年增長4.4%，據其推算，中國經濟產能將佔全球整體增長的30%。當全球多個經濟體系忙於應對利率攀升、通脹加劇、能源價格高企的挑戰時，中國經濟活動穩步復常有助全球經濟軟著陸，減緩全球經濟衰退帶來的痛苦。

率先受惠的必然是較為倚重旅遊產業收益的國家，當中尤以東南亞地區最快感受到中國經濟復常的力量。根據聯合國世界旅遊組織（United Nations World Tourism Organization）的數據，2019年中國旅客出境次數超過1.54億次，消費金額近2550億美元。當這規模可觀的旅遊產業重返國際市場，足以為經歷3年低潮的旅遊產業注入強勁復甦動力。

我們亦不可忽視3年疫情累積下來的消費力。中國人民銀行數據顯示，中國居民的存款額於2022年達至歷史高位。在未來的日子，我們可以預計中國出境旅客的消費力為各地零售市場帶來的龐大潛能，而商務公幹、學術文化交流活動亦會緊跟春運出遊重返常規行程表。人員往返交流只是第一浪，新一波經濟力量將體現於更大力度的經濟復甦，包括企業投資、業務擴充、海外人才重返中國市場發展事業。當經濟展現生機，本土消費信心會隨之加強，對提升生產力、進口貿易都有正面刺激作用。以上種種都能直接和間接地惠及全球經濟發展。

投資者對中國市場是十分看好的，1月份的初步數據已經令外資機構繼續上調了2023年的中國經濟增長預測。事實上，中國經濟具備上行的基本因素和優勢。

當前全球經濟最大的難關是迅猛的通脹勢頭，而中國相較歐美各國則擁有更大的空間和有利的條件控制通脹。據國家統計局公布2022年12月份的消費者物價指數（CPI）和生產者價格指數（PPI）數據，均反映實體物價運行平穩，中國的通脹壓力低於其他主要經濟體。因此，中國的貨幣政策會有更大的空間應對自身的需要。早前國家財政部已經表明，會作出「積極的財政政策且要加力提效，加大宏觀政策調控力度支持高品質發展」。

港宜加大科研創新投入

從宏觀角度來看，外圍因素仍然未許樂觀。地緣政治風險、能源價格高企、企業盈利減少等威脅繼續帶來不明朗因素，但2023年中國經濟在整體上會相較其他主要經濟體有其獨特優勢。

中國的龐大人口和內需市場規模，能夠支撐更高的經濟增速和質量；而國內較低的通脹率可以繼續維持適度寬鬆的貨幣政策。這為國家推動經濟內循環奠定扎實基礎，擴大內需市場的深度和質量。

香港應當把握當下的良好勢頭，借助其成熟的金融市場優勢，擴大和優化投資結構，助力內地企業建立和發展國際分工模式，打造一個完整的「設計—生產—分銷—消費」產業體系，提高供給質量創造新需求，推動形成強大的國內市場，促進良性經濟內循環。

此外，香港亦要繼續發揮促進科研創新發展的角色，加強基礎研究、支持科技創新應用。其中，要加快加強深港科研合作，聯手推出更多「招商引資、吸引人才、扶持創新」的聯合政策，加強兩地在創科合作中的法規和機制對接，便利科技創新相關的人才、項目和資金的跨境流動；利用大灣區開放而包容創新的龐大市場，強化科研成果在大灣區市場的轉化，提高研究成果應用水平、效率和質量。

春暖花開，國家經濟逐步更廣泛地復原並展現蓬勃生機，我們將迎來忙碌而充實的一年。



▲中國經濟活動復常，外資機構紛紛看好，相繼上調今年中國經濟增長預測。

樓市轉趨活躍 價量齊升可期

**樓語縱橫 楊永健**

世紀21 Q動力總經理

踏入癸卯兔年，兔子屬於繁殖速度快、警覺性高的動物，以靈敏見稱，而「卯」時是指早上5至7時，代表黎明，充滿着無限生機。踏入癸卯兔年，祝願大家動若脫兔、步步高陞。

在兔年，市場仍然聚焦美國加息，美國聯儲局將於本港時間2月2日凌晨公布議息結果。

市場普遍預計，聯儲局加息幅度會進一步收窄至0.25厘，令聯邦基金利率升至4.75厘，相信已接近頂部。

但無可否認，過去的虎年樓市相當淡靜。過去一年，新盤銷售不足1萬宗，較2021年的1.7萬宗大幅回落四成多；二手成交更淡，全年僅約3.7萬宗，為回歸以來新低。

面對異常淡靜的樓市，部分急於出售單位的業主只好割價求售，加上移民因素的疊加，令過去一年樓價顯著回落。據差餉物業估價署數據，去年私人住宅售價指數跌逾15%，實際上個別地區跌幅達兩成以上。

虎年樓市未能「虎虎生威」，幸好踏入兔年氣氛出現逆轉。隨着香港與內

地通關，再加上美國息口接近頂部、息口走向轉趨明朗化，今年1月份一、二手本港樓市成交量均已顯著回升。

即使受到農曆新年長假期的影響，一手市場未有大型新盤推售，發展商只集中賣貨尾，但整體而言，今年1月份的新盤銷售仍有望超越500伙，較此前僅200多伙顯著回升。同樣，二手註冊量已連升兩個月，從去年11月的2500宗低位，預期反彈至今年1月份的3000多宗。

息口見頂 增買家入市意欲

後市走向的關鍵是成交量，只有新盤市場回歸熱鬧，二手交投持續活躍，買家入市意欲亦會增加。近期樓市逐步回暖，相信踏入兔年，樓市走向比較樂觀，市場剛需仍然存在，加上息口已接近見頂，相信美國聯儲局未來最多只會再加0.25厘至0.5厘便會停止加息。從過去經驗來看，相信未來香港加息空間肯定更加有限。

此外，筆者估計美國整體物價升幅持續放緩獲確認，因而今年下半年美國有機會掉頭開始減息。隨着息口回落，本港樓市成交量自然增加，只要交投回升，相信樓價可從低位反彈一成，期望兔年樓市回復順景，買家把握機遇趁低入市。



◀美國通脹急速回落及經濟衰退危機加劇，市場預期聯儲局在下半年掉頭減息。

去年是自2008年金融危機以來，全球金融市場最動盪不安的一年，也是風險因子最密集的一年。其中，美聯儲激進加息引致美元單邊快速升值，以及俄烏衝突引發世界能源危機對全球資產價格構成「雙核衝擊」。股債匯大跌，大宗期貨價格劇烈波動，市場風雨飄搖。那麼，今年全球金融市場怎麼走？存在哪些風險和機會？

美衰退風險已超通脹

簡本社

大學之道 清和

智本社社長

大通脹是去年最主要、最危險的宏觀經濟問題，貫穿美聯儲一整年的首要工作任務。美聯儲最初誤判了通脹形勢，緊縮行動太遲，導致通脹迅速上升，再加上俄烏衝突引發了石油危機，相當於火上澆油。美國通脹率從2022年1月份的7.5%，迅速上升到6月份的9.1%，屬於歷史級別的大通脹。不過，美國通脹6月份已見頂，10月份消費者物價指數（CPI）公布後市場紛紛押注通脹放緩，12月份通脹放緩至6.5%，為2021年10月以來最低水平。在高基數效應之下，美國通脹率今年將持續快速回落，預計在3、4月份再下一個台階，到6月份降到4%以下。

今年通脹不再是全球宏觀經濟的首要威脅，也不是宏觀經濟走勢的主線，取而代之的是衰退。美國經濟此前的韌性還是很足的，但隨着貨幣刺激邊際衰退、美聯儲持續激進加息，經濟在去年第四季度快速下降。今年美國經濟衰退是大概率事件，市場分歧在「軟着陸」與「硬着陸」之間。

如果僅從勞動力市場的角度來看，持續強勁穩定的就業有助於美國經濟「軟着陸」。去年12月份的非農報告顯示，就業人口增加22.3萬人，遠低於前值26.3萬，但高於預期的20.2萬人；失業率「意外」下降至3.5%，較上個月回落了0.1個百分點，處於歷史低位。但由於勞動力市場被新冠疫情扭曲，僅從失業率來判斷經濟衰退程度顯然不準確，甚至可能誤導貨幣政策。如果算上移民、跨國勞動力數量下降和提前退休的勞動力，那麼美國的失業率還有可能上漲3至3.5個百分點。另外，由於勞動力保護和勞動合約帶來黏性，失業率飆升、工資下降往往發生在經濟深度衰退時期。以失業率作為評估經濟景氣程度的依據，可能是美聯儲貨幣政策經常性滯後的原因之一。

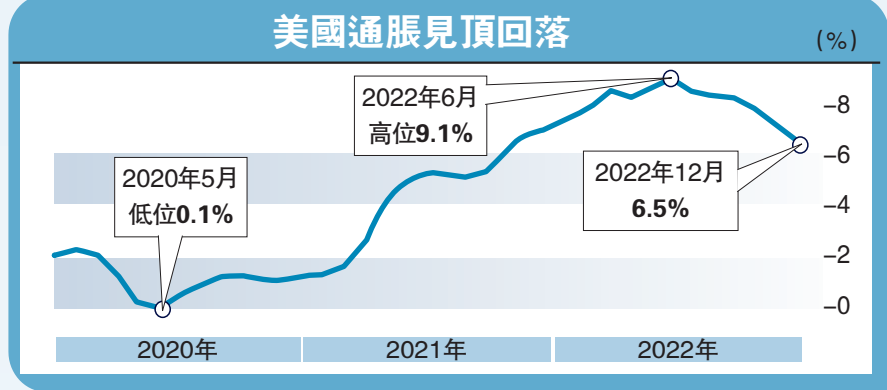
製造業景氣急轉直下

從製造業的角度來看，美國經濟正在快速衰退，甚至接近風險區間。美國供應鏈管理協會（ISM）公布去年12月製造業採購經理指數（PMI）錄得48.4，較上月下滑0.6，略低於市場預期。自2000年以來，PMI指數一共四次跌至或失守48，且均爆發金融危機或經濟快速衰退。如今，製造業PMI再度逼近48，ISM製造業新訂單從峰值的61.7下降到45.2，僅次於金融危機和新冠疫情危機期間。

另一個PMI指數反映了同樣的趨勢。美國Markit製造業PMI在2022年10月份首次跌破榮枯線，到12月降至46.2。如果剔除2020年新冠疫情大流行期間，這是2008年金融危機以來的最低水平。

通常下，經濟全面快速衰退將加速通脹回落，今年衰退將取代通脹將成為全球宏觀經濟走勢的主線。

為了應對大通脹，美聯儲去年採取了近40年來最激進的加息行動，整



年累計加息4.25厘，將聯邦基金利率推至4.25至4.5厘。隨着去年第四季度通脹快速回落，美聯儲12月份加息步伐放緩。美聯儲對於今年的通脹預期非常謹慎，預計2022至2024年核心個人消費支出指數（PCE）增速分別為5.6%、3.1%、2.5%，較去年9月份預測值分別上調0.2、0.3、0.2個百分點。

出於對通脹預期的謹慎態度，美聯儲強調聯儲基金利率的終端利率將比預期更高，而且維持時間更長。去年12月利率點陣圖顯示，聯邦公開市場市場委員會19位委員中，有10位委員預計2023年聯邦基準利率目標區間在5至5.25厘，2023年預期中位數為5.1厘，較9月增加0.5厘；預期該終端利率維持一整年。

然而，美聯儲可能再次誤判通脹形勢。最大的隱憂在於業主等價租金和能源服務的核心服務通脹（又被稱為「超級核心通脹」，該指標在CPI的權重約24%）黏性將拖累通脹回落。實際上，12月份「超級核心通脹」按月上漲0.25%，較上月的漲幅0.12%為高，但低於2022年月均0.5%的整體增速，轉化後年率為3%，也低於全年水平。「超級核心通脹」對於工資敏感，而12月份非農報告有利於「超級核心通脹」放緩。12月份美國平均時薪增至32.82美元，按月增加0.3%，低於市場的預期，也低於前值的0.6%；按年上升4.6%，低於市場預期，也低於前值5.1%，而且位一年半來新低。

時薪增速快速下降與「超級核心通脹」年率開始走低，很大程度上推動美聯儲進一步放緩加息。被納入貨幣政策指標的核心PCE正以超出美聯儲預期的速度回落，12月核心PCE物價指數按年增長4.4%，較前值4.7%回落0.3個百分點，符合市場預期。

聯儲下半年或被迫減息

市場對今年通脹走勢的判斷明顯比美聯儲更樂觀，同時押注美聯儲將快速放緩加息甚至停止加息。2023年1月30日，芝商所美聯儲利率觀察工具顯示，交易員們預測美聯儲2月加息0.25厘的概率達到98.4%，並料美聯儲將在3月份進行本輪緊縮行動的最後一次加息，聯邦基金利率的終端利率維持在4.75至5厘，低於美聯儲之前的預期。

快速回落的通脹和持續的經濟衰退可能會迫使美聯儲貨幣政策轉向。如果通脹風險解除，6月份通脹率下降到4%以下，美聯儲沒有足夠的理由長期維持高利率。美聯儲將終端利率維持一整年，那麼房地產和金融投

資下滑，消費增速下降，經濟也將快速衰退，甚至出現流動性風險，而經濟快速衰退和流動性風險可能迫使美聯儲在下半年轉向減息。

今年全球宏觀經濟走勢發生變化，通脹正在快速回落，經濟衰退威脅增加，相應的美聯儲及全球主要國家的貨幣政策和財政政策也會隨之而變，投資者需要重構交易邏輯，以新的交易主線去跟蹤和預測金融市場的走勢。

衰退交易和轉向交易成為今年金融市場兩大交易主線。上半年，緊縮交易和衰退交易並存；下半年，由緊縮交易轉向寬鬆交易，寬鬆交易強於衰退交易。經濟衰退應該貫穿一整年，最大變數來自美聯儲的貨幣政策轉向。

全球金融市場料先跌後升

如果美聯儲在下半年（可能為第四季度）轉向減息，那麼全球金融市場走勢「先抑後揚」。

上半年「抑」，金融市場遭遇緊縮交易和衰退交易的雙重打擊。由於美聯儲維持達到限制性水平的高利率，美元維持一定的強勁水平，歐元、英鎊、人民幣止跌、回升、震盪；全球債市處於「黎明前的黑夜」，美債存在流動性風險，新興市場的債市進入最危險、流動性最緊張的時刻；美股震盪築底，投資分歧擴大，但投資機會湧現，港股受中國內地疫後經濟復甦而率先上漲；美國房地產市場投資和價格增速下滑，中國房地產艱難築底；大宗期貨商品景氣度不再，石油價格受經濟衰退衝擊而下降，黃金彰顯避險價值、維持一定的價格優勢。但對全球金融市場來說，最危險的時期已經過去了，美聯儲正在擺脫通脹束縛而逐漸掌握更多主動權。即便美國經濟快速衰退或美債爆發流動性風險，美聯儲可以通過減息和量化寬鬆來救市。

下半年「揚」，隨着經濟持續衰退、流動性緊張及通脹大幅放緩，美聯儲可能轉而減息或者減息預期增強，金融市場受政策轉向（預期）的刺激持續回暖；股價價格確立上升通道，房地產逐步回暖企穩；黃金價格受流動性寬鬆的刺激，但可能因美債的競爭而轉跌；石油等能源止跌回升，價格維持平穩；美元將走弱。

投資者須防止市場與美聯儲之間的博弈而觸發風險。市場押注美聯儲誤判通脹形勢而過度樂觀，資產價格提前上漲，通脹回落推遲，而美聯儲為打壓市場的樂觀情緒將終端利率維持更長時間導致資產價格大跌、大幅震盪。