



# 內地投資增速加快 消費復甦仍需呵護

龐溟 經濟學博士、經濟學家

3月15日，國家統計局發布2023年前兩個月的宏觀數據。1至2月份，全國規模以上工業增加值同比增長2.4%，比2022年12月份加快1.1個百分點，結束了連續三個月的回落勢頭；全國固定資產投資同比增長5.5%，超過市場預期1個百分點以上，比2022年全年加快0.4個百分點；社會消費品零售總額同比增長3.5%，自2022年四季度以來首次實現同比增長。

疫情過峰之後，工業生產逐漸恢復。1至2月份規模以上工業增加值的兩年平均增速達4.9%，相比2022年全年增速3.6%而言回升幅度較大。從先行指標來看，國家統計局3月1日發布的2月製造業PMI為52.6%，高於1月2.5個百分點，創下2012年5月以來新高，但1至2月份規上工業增加值2.4%的同比增速略低於市場預期的2.6%。

## 有春節假期季節性擾動

筆者認為，生產端略低於預期，有幾個

可能的原因：第一是之前高頻數據顯示消費端加速回暖，所以市場預期相應調高了對生產端、供給端的預測，但消費端的驅動因素其實是餐飲收入和服務類消費，對生產端的撬動作用略低；第二是2022年1至2月份規模以上工業增加值增長7.5%，基數較高；第三是春節假期對就業市場的季節性擾動疊加就業壓力大、招工難的結構性矛盾，給復工復產步伐帶來一定擾動。

分領域來看1至2月份的固定資產投資，基礎設施投資、製造業投資和房地產開發投資分別同比增長9.0%、增長8.1%和下降5.7%；高技術產業投資增長15.1%，其中高技術製造業和高技術服務業投資分別增長16.2%和12.3%。

在筆者看來，隨著宏觀經濟向上向好態勢進一步鞏固，市場主體預期穩定、信心修復，經濟內生動能持續恢復，在政策性開發性金融工具有序存續、設備更新改造專項再貸款持續發力、財政支持重大項目與重點領域力度不減等政策面積極因素支持下，

預計未來數月基建投資和製造業投資將繼續保持穩定增長、積極擴張的合理勢頭。

## 房地產指標「由負轉正」

值得注意的是，多項房地產指標同比跌幅大幅收窄，甚至「由負轉正」：1至2月份房地產開發投資金額同比下降5.7%，跌幅較2022年全年收窄4.3個百分點；商品房銷售額降幅也從去年全年的超過26%收窄到0.1%；房屋竣工面積和住宅銷售額更分別實現同比增長8.0%和3.5%。

從房地產市場銷售數據來看，目前表現出一二線城市二手房、改善性需求和央企國企銷售業績先行復甦的分化特點和馬太效應。另一方面，土地拍賣市場、土地溢價、投資、融資等和供給端相關的各方面數據顯示其復甦的形態、節奏、力度仍滯後於銷售端的回暖。

筆者預計，政策面的支持和呵護、宏觀經濟面的向上向好、居民對就業和收入的預期、房地產銷售量價企穩、二手房熱度

向新房傳導等各方面的積極影響，將對居民買樓信心、買樓意願、買樓能力帶來支撐。3月份是房企傳統的供應旺季，小陽春行情值得期待。

## 房企有望重新「自我造血」

各地供需兩端政策有望持續改善優化，新房和二手房市場都有望延續快速復甦態勢，核心一二線城市和熱點城市市場回暖態勢有望得到延續，市場銷售企穩回暖勢頭有望得到有效鞏固，優質房地產企業經營性現金流和信用有望改善，讓房企實現「自我造血」的良性循環。特別地，核心城市土儲充裕、信用優勢顯著、品牌優秀、積極拿地、資產質量改善、融資及銷售佔優的龍頭房企更具優勢。

在接下來的幾個季度中，房地產市場銷售回暖勢頭有望鞏固，「銷售一拿地一新開工」鏈條將更為暢通，銷售端、融資端、投資端數據將逐步呈現企穩反彈態勢，房地產行業將重新成為穩投資、穩增

長的正向貢獻項。但也必須警惕，點狀復甦的分化現象如果持續下去，在多數房企新增土地儲備規模不足的情況下，有可能影響房地產行業銷售、投資、開工、竣工等各方面指標後續復甦力度和持續性。

隨著防疫政策優化，居民生活逐步常態化，疊加春節拉動期間居民出行旅遊、文化娛樂等消費集中釋放，基本生活類和部分升級類商品銷售增長較快，接觸型、出行類服務消費快速回暖，消費回升向好態勢較為明顯，1至2月份社零總額同比增速相比2022年2月提高5.3個百分點，且兩年平均增長5.1%。

在過去數年間，消費反覆多次受到超預期因素衝擊，2022年最終消費支出對經濟增長的貢獻僅為32.8%，相比疫情之前五年平均近60%的貢獻率而言，對經濟增長貢獻大幅下降。正如國家統計局有關人士所分析的那樣，「居民消費意願仍待增強，消費條件還需提升改善，消費市場恢復基礎仍需鞏固」。

# 減息高唱入雲 世事如棋局局新

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

全球投資者忙得不可開交，月初才是美聯儲刻意期望管理，希望調節大家的思維，把下旬加息的幅度推升至50點子，以回應通脹遲遲未有回落的現象，但未及真的議息，已經180度的轉變，隨着由加息變為減息，變化之大之急，不可謂不驚人。

全球避險程度再升溫，央行包括美聯儲或歐央行以至英倫銀行，如今若再論加息，恐怕是有點落後形勢了。美聯儲3月議息，50點子可排除，25點子仍屬主流，但以市場力量的方向而言，目前正朝着不加息，甚至減息一方走，股市受壓的情況將甚明顯，債息急跌，金價向上，都是一脈相承。

## 歐美銀行體系恐不穩

當然，要有一定的環境，才有這樣的決策結果。事實上，近期大家擔心的，已經不再是原則上通脹預期有多頑固，雖然這是事實，也不是關於不同層面的數據，似乎暗示，外界原本預期，特別是美國國債孛息曲線倒掛的現象所暗示的，美國將有一次無可避免的衰退，雖然這可能也是事實，目前大家擔心的是金融市場，特別是銀行體系的穩定性。一波未平，一波又起。矽谷銀行出事，觸發連續幾家銀行，本身有着類似處境的都受到衝擊。雖說這些銀行市值一度龐大得驚人，可見受惠於新創科技企業的程度，但始終不是故老相傳，一

直以來的金融巨頭。

## 連番出事 偶然中有必然

相比之下，地球另一邊，歐洲的瑞信出事，才是真正令投資者擔心。假如矽谷銀行是先知或前奏，如今才是危機正式揭幕。

是的，純粹矽谷銀行出事，已經不是小事，但相比起傳統的老牌大行，對於投資者信心的打擊，當然不可相提並論。

接連有金融機構出事，擠提和倒閉，個別而言，可能是偶然，是隨機，但整體而言，卻是幾乎在很早之前便可斷定的必然性。

## 量寬水漲 加息失利

不錯，假如大家跟進過去多年量寬和超低利率，也明白最終要退市縮表，又或者加息周期來臨，又甚至兩者一齊出現，當中過程，不可能不令多年順風順水，水漲船高的投資者損手失利。

這樣一來，就算不是今次為控制好通脹預期而做，最終也一樣會隨着帶來拆



◆隨着美國銀行業連接爆出不利事件，市場對美聯儲貨幣政策調整步伐預期，由本月下旬加息50點子，改變成「有機會不加息，甚至減息」。

倉的壓力，愈趨做，累積起來的難度愈大，這一點，相信是正常人都應有的常識。

## 央行須快速救災

目前由矽谷銀行以至一眾專門服務新創企者，都是老牌大行，陸續出事，當中固然有本身的經營策略或風險管理問題，但不可排除的是，過去多年的貨幣政策，非常時期的非常手段，的確帶來這樣的一個環境，讓更多人冒上太多的風險，心存僥倖，希望最終又有人包庇救市。當然，由金融海嘯至今，存在多時的結構性問題，又何止瑞信一間？又何止矽谷銀行？

短期而言，避險正在升溫，投資者深恐上述麻煩事會一直蔓延，牽一髮而動全身。雖說有了金融海嘯的經驗，央行與監管當局都會最快速度救災，給予無比支持，在期望管理上做足，甚至只有多做，不會少做。

然而，過程中的痛苦仍不可能完全避免，拯救到金融體系或銀行本身，不等於個別股東的利益也有包庇。無論如何，短期內，憧憬由加息轉為減息，已是高唱入雲，世事如棋局局新。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，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。)

# 內地經濟復甦起步 未來有望進一步反彈

汪濤 瑞銀投資銀行亞洲經濟研究主管暨首席中國經濟學家

內地1至2月經濟活動反彈。隨着防疫限制取消、疫情感染消退，1至2月人員出行和貨運流量大幅反彈，經濟活動明顯復甦。社會消費品零售額同比增速加快至3.5%，得益於被抑制的需求釋放和防疫限制取消，房地產活動也應已觸底回升，房地產銷售（同比下跌3.6%）和新開工反彈大幅強於預期。房地產投資也有所改善（同比下跌5.7%），支撐整體固定資產投資同比

增速上行，基建（同比增長12.2%）和製造業投資也保持穩健增長。出口同比跌幅大幅收窄至6.8%。房地產活動反彈、消費復甦、基建投資穩健增長以及外需跌幅收窄共同推動工業生產同比增速上行（同比增長2.4%）和整體經濟復甦。

## 次季GDP環比增速料加速

預計經濟增長動能進一步復甦，

2023年經濟同比增長5.4%。考慮到房地產活動反彈早於預期，且發達經濟體需求較預期更具韌性，我們近期將2023年GDP增長預測上調至5.4%。

1至2月經濟資料證實了穩健的經濟復甦動能。「兩會」設定了較為溫和的2023年經濟增長目標，宏觀政策定調也保持積極支持，更多具體政策可能會在之後陸續出台。因此，我們對一季度GDP環比折年增長6%和同比

增長2.9%的預測面臨一些上行風險。我們預計二季度GDP環比增速將進一步加速、同比增長7.6%（環比折年增長7.5%）。

2023年經濟增長反彈主要來自消費大幅復甦和房地產活動拖累減弱，而基建和製造業投資增長可能將較2022年的強勁增長放緩，同時隨着全球經濟下行，出口可能會溫和下跌。

(摘錄)

# 物業增值靠資產增值還是物業估值？

譚善恆 華坊諮詢評估特約資深顧問

去年香港有一項坐落在旅遊景區的零售餐飲物業發售，由於持有者乃上市房地產投資信託基金，所以每年年報均會交代該物業的重估價，並以3種物業估值方法交代估值，分別是：(A) 收益還原法 (Income Capitalization)、(B) 現金流量折現法 (Discounted Cashflow)；和 (C) 直接比較法 (Direct Comparison)。這方式維持了14年，但自2019-20財政年度開始在沒有交代原因的情況下把 (B) 和 (C) 兩個估值方法取消，而取消前的連續數年也是 (B) 和 (C) 所得出的估值均不高於 (A)。

## 物業估價須靠適合數據

上述物業乃長期固定收租物業，有過往所有租客的完整資訊，如零售類別、呎

租、銷售分成、免租期、維修配套、宣傳推廣等收入支出及趨勢，所以方法 (B) 其實是最能把仔細客觀的數據納入分析中，從而得出專業的估值。由於該物業是位處旅遊點，遠離高密度住宅區，交通往來只能靠巴士和小巴。所以方法 (A) 和 (C) 在處理這物業時，可考慮市場的數據亦會有較大限制。

## 行車路交通流量非常有用

受制於物業的位置，「區外遊客」多寡對這物業的價值影響重大。在這裏介紹一個政府運輸署非常有用的年報數據，分析全港主要行車路的車流量，提供可稱作「每年日均交通流量 (Average Annual Daily Traffic)」的數據。這年報剛好有前往這物業的交通流量數據。

這交通流量數字顯示自2015-16年開始，整體持續下跌到今，而估值公司於該財政年度對物業用 (B) 方法之估值，亦是過去十多年年報中唯一出現下跌。但往後估值重拾升軌，年增長曾達38%。

從該物業每年的估值報告所見，那幾年只有少於1%的出租面積改動，而零售餐飲物價指數的按年整體升幅沒超過10%，至於它的租金按年平均增長也只是約8%。有如此的估值升幅，關鍵是估值公司下調了13.8%的租金回報率；由於 (A) 方法之估值在下調租金回報率時，能令資產價值上調不少。

但參考同期差餉物業估價署的零售樓宇物業市場回報率變化都保持在0.1%上落，實乃耐人尋味。若物業持有者能從資產增值策略出發，

例如：主動向城市規劃委員會提出改劃部分樓面面積作該區唯一的集團式酒店用途，聯合旅遊事務署和運輸署探討增設每日往返市中心的「渡輪」班次，跟整個旅遊點產生協同效應，引入新的增值參數，讓市場有更好的憧憬，或對物業放售時的價值取向，更有幫助，而不只靠物業重新估值來下工夫。



◆每年日均交通流量在物業增值上是十分有用的數據。

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。