

美幣策轉向時機未到



中金點睛 彭文生

中金公司
首席經濟學家

62.1%上修至62.2%。對美聯儲而言，勞動參與率回升和工資增速放緩是好消息，筆者認為，如果這一趨勢能夠持續，那麼美聯儲加息的壓力將大大降低。

美國2022年12月非農數據顯示，勞動力市場整體仍然強勁，但新增就業和工資增速有所放緩。另一方面，美國2022年12月製造業和服務業PMI（採購經理人指數）雙雙跌至50的枯榮線以下，其中服務業PMI是2020年5月以來首次跌破50。服務業PMI公布後，美債收益率大跌，美元貶值、美股強勁反彈，表明投資者期待較弱的經濟數據或能促使美聯儲儘快停止加息，甚至降息。在服務業PMI之前公布的2022年12月ISM製造業PMI指數為48.4，連續第二個月處於50的枯榮線以下，其中的新訂單指數下修至45.2，反映製造業需求在快速回落。事實上，美國經濟放緩、衰退風險增加已經是市場共識。隨著美聯儲大幅加息，2022年美國房地產銷售和投資大幅下滑，按照歷史經驗，房地產如此萎縮大概率會引發衰退。在此背景下，上周公布的PMI數據只是進一步強化了這種想法。

往上看，筆者認為美國貨幣轉向寬鬆的時機未到，雖然近兩個月美國通脹回落，但2022年12月末美國科技股持續下跌，說明大部分投資者仍在觀望。

上周五（6日）公布的美國2022年12月非農數據顯示，勞動力市場整體仍然比較強勁。12月環比新增非農就業22.3萬人，失業率回落至3.5%的歷史低位，兩者均好於市場預期。分行業看，服務業仍然保持較高增速，特別是教育醫療（+7.8萬人）、休閒住宿（+6.7萬人）和其他服務（+1.4萬人）等線下接觸性服務業。考慮到周四公布的ADP「小非農」、職位空缺和離職率（JOLTS）數據都比較好，初次申請失業金人數也比較低，筆者認為當前美國勞動力市場整體上仍有韌性。

新增就業明顯放緩

不過，美國新增就業和工資增速動能有所放緩。與2022年上半年相比，四季度的新增就業已明顯放緩。其中，科技行業受裁員影響，就業人數出現下滑；非耐用用品製造業（-1.6萬人）、商業服務業（-6000人）以及臨時支持服務業（-3.5萬人）就業也較上月萎縮。此外，2022年12月平均每週工作時間下降至34.3小時，為2020年初以來的最低水平。小時工資環比上漲0.3%，同比上漲4.6%，均較上月放緩，而且2022年11月的工資同比增速還從5.1%下修至4.8%。導致工資放緩的一個可能因素是勞動力供給有所改善。數據顯示，12月勞動參與率為62.3%，較上月上升0.1個百分點，而且11月的參與率也從

上周五公布的另一組數據——美國ISM服務業PMI超預期下行。該數據公布後，美債收益率大跌、美元貶值、美股強勁反彈，表明投資者期待較弱的經濟數據或能促使美聯儲儘快停止加息，甚至降息。在服務業PMI之前公布的2022年12月ISM製造業PMI指數為48.4，連續第二個月處於50的枯榮線以下，其中的新訂單指數下修至45.2，反映製造業需求在快速回落。事實上，美國經濟放緩、衰退風險增加已經是市場共識。隨著美聯儲大幅加息，2022年美國房地產銷售和投資大幅下滑，按照歷史經驗，房地產如此萎縮大概率會引發衰退。在此背景下，上周公布的PMI數據只是進一步強化了這種想法。

然而，美聯儲官員們仍在堅持加息的想法。2023年新任票委、明尼阿波利斯聯儲行長卡什卡利在講話中態度謹慎，稱現在宣布通脹見頂還為時尚早，美聯儲應當繼續在未來幾次會議上加息直到5.4%，並將高利率繼續保持一段時間，過早的降息可能會使通脹再度回升，讓美聯儲重蹈1970年代的覆轍。聖路易聯儲主席布拉德則表示，聯儲基金利率已正在接近一個「足夠高的」、能夠使得通脹得到控制的水平；他還表示，相較於幾個月前，自己對於經濟「軟著陸」前景更為樂觀，如果勞動力市場保持強勁，加上通脹逐步回落，有助於降低經濟增長面臨的壓力。言下之意，美聯儲仍可以繼續加息，對於市場所擔心的衰退風險，美聯儲暫時還可以忍受。

新年第一周，資本市場先抑後揚。美股三大股指先跌後漲，10年期美債收益率先上後下，美元先漲後跌。強勁的勞動力市場數據一度讓市場擔心美聯儲緊縮會持續更久，但疲軟的PMI數據又讓衰退擔憂成為主旋律。總而言之，市場還是在美聯儲緊縮和經濟衰退兩個主題之間來回搖擺，對於美聯儲降息還是充滿期待。筆者認為美國貨幣政策轉向的時機尚未到來，儘管最近兩個月美國通脹有所回落，但2022年12月末美國科技股持續下跌，說明大部分投資者對美國風險資產還是比較謹慎。



美聯儲官員仍堅持加息的想法，稱現在宣布通脹見頂還為時尚早。

升，但單季絕對值尚未回到疫情之前的水平。



疫情放開後，人們自然會關心經濟會恢復到什麼程度。其實放眼全球，有很多現成的例子可供借鑒。考慮到人文地理、生活習慣、城市格局與經濟發展過程等諸多方面的相似之處，我們不妨以同處亞洲的日本為研究對象，看看那裏的經濟恢復得怎麼樣了。

日本經濟疫後復常緩慢



財經萬象付一夫

星圖金融研究院
消費金融研究中心主任

總體上看，亞洲地區對於疫情防控的放鬆普遍要晚於歐美國家，日本則是在2022年3月下旬全面解除了在東京、愛知、大阪等18個都道府縣實施的「新冠防止蔓延」措施，時至今日已經超過三個季度。與大多數國家類似，日本在疫情管控放開後，感染人數出現了明顯的大幅度反彈，隨後逐漸趨於穩定。

那麼，日本經濟恢復情況如何呢？

從GDP層面看，2020年二季度日本GDP顯著萎縮，按不變價計算，當季同比增速僅為-9.9%，原因在於當時正值日本疫情蔓延之際，官方實施了緊急狀態，各項經濟活動受到抑制，疊加個人消費大幅下降，導致經濟出現下滑。但此後隨着形勢的逐漸轉好，GDP增速開始探底回升，2021年二季度受低基數效應等因素影響，GDP同比強勢反彈到7.7%，隨後趨於回落。2022年3月下旬全面放開之後的兩個季度，日本GDP增速出現了小幅回升，但單季絕對值尚未回到疫情之前的水平。

外貿數據未有改善

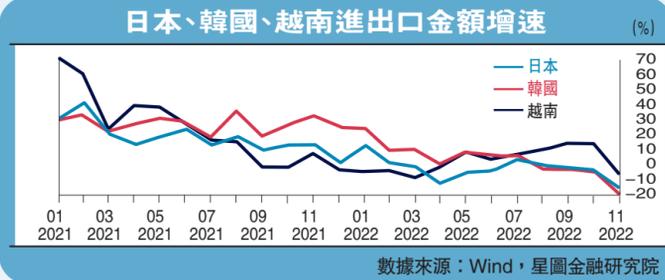
工業生產層面，日本的製造業PMI（採購經理人指數）自2020年5月開始一路上行，但在2022年3月底全面放開之後反而有掉頭向下的趨勢；而日本工業生產指數（採礦業和製造業）則是處於波動狀態，並沒有因為全面放開就發生明顯變化。這可能說明，疫情管控的放鬆對於工業生產活動的影響並不是很顯著。

從實際情況來看，對於工業生產影響程度更大的因素似乎在於是否採取了封控措施。以越南為例，公開信息顯示，自2021年7月開始，越南先後對胡志明市和河內市進行多次封城靜默管理，8月繼續對19個省市延長居家隔離期限，直到9月12日才對河內市進行部分解封，10月1日宣布對胡志明市解封。與之相應的，是越南的工業生產迎來了強勢反彈。類似的，中國2022年二季度上海疫情前後，製造業PMI也出現了觸底反彈的走勢，再度印證了這一結論。

至於外貿方面，自2021年以來日本與韓國的進出口金額當月同比增速幾乎呈現出同步的下行態勢，從節奏上來看似乎和疫情管控的放開並沒有明顯的相關關係，實際層面可能與全球經濟下行壓力持續增加、國際形勢不確定性加強等因素更具有強相關性。而越南的外貿則是在2022年5月起出現了大幅度反彈跡象，可能是因為在上海疫情期間，更人力成本優勢的越南形成了對中國出口的替代效應。

雖然工業和外貿並沒有表現出因為疫情放開而回暖的跡象，但日本的服務業的確是出現了明顯好轉。從數據上看，日本服務業PMI和第三產業活動指數都在2022年3月疫情管控放開後顯著上行，其中服務業PMI甚至逼近2019年的水平。

與此同時，日本旅遊出行也在全面放開後逐漸恢復，其產業活動指數亦是高於2021年同期。但需要注意的是，日本國內旅遊復甦力度要明顯強於國外旅遊，反映出即便是放開管



控，日本民眾依然更傾向於在境內出遊。

家庭消費由負轉正

另外，日本自2022年10月開始不再限制入境人數，並且不再要求非陽性旅客隔離或居家，其效果亦是立竿見影。根據日本國家旅遊局的數據，2022年10月份訪日外國旅客人數增至49.86萬人，是9月份的兩倍多；11月外國旅客人數達93.45萬人，相比10月又幾乎翻倍，但比2019年11月仍大跌了61.7%。

居民收入層面看，自疫情發生以來，日本政府多次給居民發放補助金：2020年4月，日本政府向全體國民一律支付10萬日圓/人的補助金；2021年11月，日本政府向18歲以下人群發放10萬日圓/人的補助金；而埼玉縣、愛知縣、神奈川縣、長野縣等地方也先後針對當地居民發放了1萬日圓至5萬日圓不等的補助金。正因如此，疫情期間日本家庭收入水平非但沒有出現明顯下滑，反而比疫情之前有了小幅增長。而2022年3月以來，居民收入似乎沒有因為管控的放開而出現顯著提升。

進一步分析居民消費。通過數據可以看到，自2022年3月放開管控以來，日本家庭消費支出實際同比由負轉正，且近幾個月的當月消費支出絕對值也接近疫情之前的水平，反映出疫情的放開對於消費增長有正向刺激作用。從日本的商業零售銷售額走勢也可以佐證這一觀點，即放開以來單月銷售額穩中有升，實際同比增速中樞也有顯著抬高。

但從另一個角度看，自2021年底日本物價指數一路上揚，CPI當月同比不斷走高，疊加日本部分國民對於未來日本經濟發展及整體生活質量等方面的不確定性仍存謹慎態度，故而消費者信心指數並沒有因為疫情管控的放開而出現實質性扭轉，且總體趨勢依然在下行，這似乎也預示着居民重振消費信心仍是任重道遠。

至此，我們已經可以大體了解到日本經濟在疫情管控放開後發生的一系列變化，並得到如下幾個結論：

GDP：2022年3月下旬全面放開之後的兩個季度，日本GDP增速出現了小幅回升，但單季絕對值尚未回到疫情之前的水平；

工業生產：疫情管控的放鬆對於

日本工業生產活動的影響並不如想像般顯著，包括其他不少國家亦是如此，因為對於工業生產影響程度更大的因素似乎在於是否採取了封控措施；

外貿：日本的外貿態勢似乎和疫情放開並沒有明顯的相關關係，可能受全球經濟下行壓力持續增加、國際形勢不確定性加強等因素影響更大；

服務業：日本服務業PMI和第三產業活動指數都在2022年3月疫情管控放開後顯著上行，其中服務業PMI甚至逼近2019年的水平；

旅遊業：日本旅遊出行在全面放開後逐漸恢復，其產業活動指數亦是高於2021年同期，國內旅遊復甦力度明顯強於國外旅遊，並且自2022年10月以來，訪日外國旅客人數逐月激增，但同2019年同期相比依然有較大差距；

居民收入與消費：受政府部門發放補助金等因素影響，疫情期間日本家庭收入水平非但沒有出現明顯下滑，反而比疫情之前有了小幅增長；而疫情管控的放開的確對於居民消費增長有正向刺激作用，但由於物價指數一路上漲以及部分人對於後續預期的偏謹慎，日本消費者信心指數依然處於下行通道，並沒有因為疫情管控的放開而出現實質性扭轉。

中國市場預期向好

以上種種，或許可以給我們做一個參考。

不過話說回來，由於每個國家的經濟實力、產業基礎與具體國情都不盡相同，因此各自在疫情管控放開後，經濟復甦的進度當然也會有所差異。就中國而言，儘管2022年國內疫情多點散發，給經濟社會運行造成了一定壓力，但中國經濟一片大海而不是小池塘，縱然是狂風驟雨能掀翻小池塘，卻無法撼動大海分毫，中國經濟發展基本面的穩定和整體向好的趨勢並沒有改變，並且屢屢展現出強大的增長韌性與抗風險能力，而完備的產業體系、龐大的人口市場、持續的政策支持等一系列積極因素，都是支撐中國經濟在2023年強勁回暖的中堅力量。按照海內外機構的普遍預測，2023年中國GDP增速將有望達到5%左右甚至更高，足以見得市場對於中國經濟前景充滿信心。

交投轉旺 港樓市迎新景象



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

踏入2023年又是一個新的開始，去年成績無論是好、是壞都要擦擦膠般完全擦去。無可否認，對於任何一位前線的地產代理來說，過去的2022年是相當「難捱」的一年，去年初變種病毒Omicron來勢洶洶，令整體經濟再度陷入谷底，特別是去年一季新盤市場幾乎完全「停擺」。

相信大家對於去年一季度的「慘淡市況」仍然記憶猶新，因為想不到前年12月一度轉旺的新盤市場再次淡靜起來，整體2022年一手新盤僅約9230宗、即平均每月不足770宗成交。保守估計，以現時約3萬名活躍的現職前線地產代理從業員，即是去年每十個地產代理，平均只有三位地產代理成功促成一宗新盤成交，再加上有個別勤力的前線代理，個人一年內促成多於一手成交。換言之，去年新盤市場「無單開」的前線代理遠遠多於「有單開」的代理。

不過，今年初的市場狀況與去年初相比已經大大不同。去年初市況受變種病毒Omicron的影響，市場瀰漫着悲觀的情緒，今年初卻完全「新的一樣」，內地與香港通關、防疫措施更已幾乎完

全解除，市場情緒自然轉為樂觀。財政司長陳茂波撰文形容，新年新氣象，2023年將會是香港全速增強發展動能的一年，未來會透過「請客來」及「走出去」等方式，積極說好香港故事，主動邀請國際機構來港舉行會議，同時亦會透過「搶企業」、「搶人才」，吸引更多企業來港投資。

踏入2023年，無論股市、樓市都明顯不同。港股在2023年首個交易日低開210點後，雖然一度跌近500點，但在人民幣走強及內地A股走勢靠穩的背景下，恒指由跌轉升，並一舉收復兩萬點關口，近日更已經升穿21000點。

樓市氣氛同樣好轉，雖然未有新盤登場，但踏入2023年平均每日約有10宗或以上成交，日前兩地正式通關，新盤銷售更大幅增加至數十宗，比起上月平均每日只有零星幾宗成交，交投明顯加快。

整體而言，相信2023年將會是「不一樣」的一年，市況不一樣、股市不一樣、經濟不一樣、樓市就更加不一樣，加上來年是兔年，兔子亦代表敏捷位、積極跳躍的象徵。三年疫情正式告一段落，今年新盤市場一定大旺，只要下定決心、提升鬥心、充滿信心，相信今年新盤交投勢必必大幅反彈，二手樓市可望回暖，樓市勢必有一番新景象。