

歐洲版「港珠澳大橋」多方共贏

**明觀四海
院長 梁海明 名譽院長 馮達旋
海南大學「一帶一路」研究院**

去年剛剛落成，號稱歐洲版「港珠澳大橋」的克羅地亞佩列沙茨大橋(Peljesac Bridge)，不僅建造工藝與港珠澳大橋建造方式類似，參與興建的工程師也來自港珠澳大橋建造團隊。更引人注意的是，佩列沙茨大橋是首個在歐盟境內實施、由歐盟提供資金、採取歐盟標準、全球招標，由中國建造企業中標的在克羅地亞承建的規模最大基礎設施項目。為何由歐盟基金提供資金的歐盟國家基建項目，卻是交由中國企業來修建，而非歐盟國家的企業呢？

由於歷史原因，克羅地亞最南部的杜布羅夫尼克—內雷特瓦省被波黑小鎮內烏姆分隔成兩部分，克羅地亞的大陸領土因此被分隔開來，無法連接到一起。如果沿海岸南下克羅地亞著名旅遊城市杜布羅夫尼克等地，必須經過長約20公里的「內烏姆走廊」，完成從克羅地亞出境、入境波黑，然後從波黑出境，再次入境克羅地亞的繁瑣程序。

也因此，修建一座連接南北領土的跨海大橋是克羅地亞政府和人民的夙願。尤其是在2013年克羅地亞加入歐盟後，佩列沙茨大橋被賦予連通歐盟領土的意義，建橋一事再次被提上議程。歐盟先是向克羅地亞政府提供20萬歐元，用於修建佩列沙茨大橋的可行性研究。歐盟並於2017年宣布通過歐盟基金，為佩列沙茨大橋提供3.57億歐元，用於橋樑和配套基礎設施（隧道、高架橋和通道等）建設費用。

在其後非常激烈的投標競爭中，由中國路橋公司牽頭的中國企業聯營公司於2018年1月中標大橋工程，合同額2.8億歐元。這不僅是中國企業首次中標歐盟基金項目，也是中國企業承建的由歐盟基金出資的單一最大項目。

中國企業中標歐盟基金的項目也曾引來競爭對手的挑戰，認為中國企業報價並不合理。但克羅地亞政府綜合考慮了中國企業在修建港珠澳大橋的經驗、成本等因素之後，駁回上述國家的申訴，最終決定把大橋項目交由中國企業修建。米佩列沙茨大橋最終於2018年6月開始修建，2022年7月正式通車。

回擊「債務陷阱」質疑

在修建佩列沙茨大橋過程中，設計人員，試驗人員，船舶調度人員等重要的修建專業人員，均是來自建設港珠澳大橋青州航道橋的團隊。此外，佩列沙茨大橋的打鋼管樁，組裝工藝等建造工藝也與港珠澳大橋建造方式相似，在建造過程中，中國企業還調用當時全球規模最大的打樁船「雄程一號」，一次性打

入長達130.6米的世界最長鋼管樁，不僅縮短打樁時間，更創造了世界紀錄。

面對外界指責大橋是「債務陷阱」的詬譏，克羅地亞總理安德烈·普連科維奇(Andrej Plenkovic)在大橋通車典禮上回應，大橋讓「克羅地亞統一」。確實，佩列沙茨大橋建成通車之後，為當地帶來實實在在的好處：

一是縮短物流時間。佩列沙茨大橋建成通車後，克羅地亞的司機和民眾再也不用繞道波黑的「內烏姆走廊」，免除了繁瑣的出入境手續，通行時間大大縮短，原來需要兩至三個小時的車程現在只需要20到30分鐘。

二是進行第三方市場合作。佩列沙茨大橋在建造過程中，中國企業並非「獨食」，而是先後攜手歐盟的18家設計諮詢公司、45家施工企業及112家來自克羅地亞、德國、波蘭等國的全球設備、材料供應商參與大橋的建設。這說明了中國企業真正實現以共建「一帶一路」為引領，深化國際產能合作，積極與有關國家企業開展第三方市場合作，取得各施所長、各得其所、多方共贏的良好成效。

三是給當地帶來新就業崗位，促進經濟發展。佩列沙茨大橋在建造期間，不僅僱用250餘名當地員工，並直接或間接為當地提供了超過3000個就業崗位，以及幫克羅地亞培養了許多工程、技術和管理人才。

佩列沙茨大橋建成之後，成為了克羅地亞旅遊業新的地標建築，成為各國遊客前來打卡的必經之地。公開數據顯示，大橋通車一年多以來，佩列沙茨半島的餐廳、商店、酒店等各行業交易及遊客流量增加了35%，車流量增加25%，橋位附近累計新開商店、旅館等200多家，當地民眾的收入水平較大橋修建前普遍提升1.5倍，部分商家和居民還實現了收入翻番。

由此可見，作為中國與克羅地亞共建「一帶一路」，以及中國與歐盟國家進行的「第三方市場合作」的標誌性項目，佩列沙茨大橋大幅縮短克羅地亞南北國土間通行時間，人流、物流更加暢通，促進克羅地亞經濟社會發展和民生改善。既證明了中國基建兼具技術和成本優勢，也回擊了「債務陷阱」等惡意的中傷，更顯示出「第三方市場合作」能讓第三方（例如克羅地亞）更加受益。



▲由中企承建的佩列沙茨大橋在去年7月正式通車。



▲十一假期期間，包括美股在內的全球市場出現普跌的行情。

中國休長假，海外市場總要鬧出些「幺蛾子」。美國政府剛避免了「關門」的危機，市場還未喘口氣；長端美債收益率連續大漲，成為全球市場「不能承受之重」，股債商品全面下跌。用一個字概括假期海外市場的表現——「亂」，不僅資產價格表現「哀鴻遍野」，資產背後的邏輯同樣混亂。

中國放長假 美元資產「慌」



東吳宏觀 陶川

東吳證券首席宏觀分析師

筆者認為，假期期間海外市場表現的組合是不可持續的，背後反映的可能是一種脫離了經濟基本面的流動性衝擊。而通過假期前後資產的表現，「匯率貶值—拋售美債獲得美元穩定匯率—美債收益率上漲」的市場邏輯是值得商榷的。相反，中國可能是全球美元流動性重要的提供者，這一角色不應該被市場忽視。少了中國，在美聯儲緊縮的背景，全球美元流動性可能會更加捉襟見肘。

而我們有理由相信，隨着假期結束，全球市場會逐步回到正常邏輯。「美國經濟周期後期反彈邏輯(late cycle rebound)」+「美聯儲不會輕易轉向(higher for longer)」+「全球製造業觸底復甦」，美元會率先觸頂，但長端美債收益率的轉向則還需時間，美股則相對偏震盪。

從基本上看，十一假期全球市場的普跌（除了美元）是令人費解的，體現在至少三個方面：

一是長端美債收益率的大漲（10年期美債收益率一度站上4.8%）導致期限利差（10Y-2Y）的倒掛幅度明顯收窄。從歷史上看，美債期限利差向上拐頭的主要導火索是美聯儲的降息預期（導致短端利率下降），部分時期是再通脹交易（2016年11月）或者停止QE（量化寬鬆）預期帶來的恐慌（2013年5月），而當前既沒有美聯儲向降息轉向的預期，市場的通脹預期也比較穩定。從基本上說，實際利率上漲背後可能更多反映的是經濟「不着陸」。

二是美股和商品確實同時大幅下跌，背後所反映出的信號更多的是經濟大幅放緩甚至衰退，這與第一點是不太相符的。

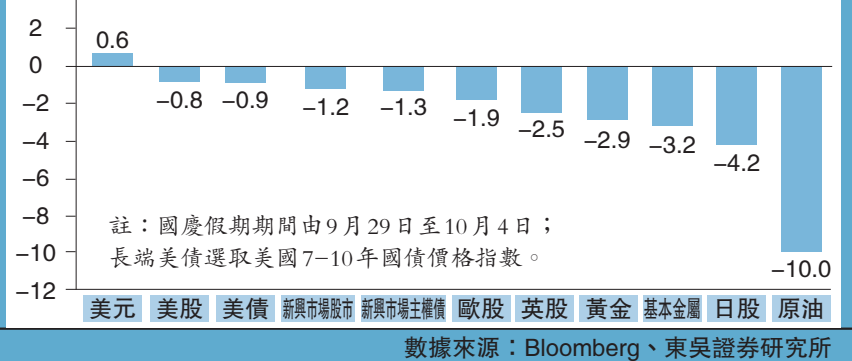
三是美債實際利率上漲、通脹預期平穩的組合和美元指數上漲是匹配的，但是美元指數的持續上漲和全球製造業的復甦並不兼容。

美元流動性：中國作用愈發重要

如果我們跳出「增長—通脹」的基本面框架，從流動性維度看，很多問題就都能解釋得通。從資產價格上看，全球資產的普跌（包括黃金），實際利率和美元指數上漲的情形往往與全球美元的流動性情況相關，極端的情形可以參考2020年3月的市場。

從流動性機制來看，疫情後尤其是美聯儲進入緊縮周期後，全球美元流動性環境發生了變化——中國在全球的美元流動性中發揮着越來越重要的作用：一方面，通過疫情後「一騎絕塵」的貿易順差，中國銀行體系和企業積累了大量的美元；另一方面，中國對全球輸出美元至少有三個重要的渠道：中國對外投資，中國市場中外資的流出及為穩定人民幣匯率進行的買入掉期操作（相當於在短期市場上投放美元）。數據顯示，美聯儲進

今年國慶假期主要資產收益率情況



入緊縮周期後，外資從中國流出的背後是對其他新興市場的支持，而中國長時間的休假使得全球流動性傳導缺少了重要的一環。

但值得注意的是，與去年十一相比，今年在全球流動性的環境上還存在着一個重要的不同。去年因為9月底養老金出現危機，英國央行暫時「重啟QE」，緩解了市場的緊縮擔憂，而今年對日本央行進一步放寬YCC（收益率曲線控制）限制、日債收益率上漲的預期，給本來流動性已經下降的市場「火上澆油」。

基於以上邏輯，筆者認為長假結束後，市場會逐步回歸正常：一方面是中國市場的恢復，另一方面日本央行短期內同樣不會單純的因為日圓下跌超市場預期而改變YCC政策。筆者預計，海外尤其是美國依舊是周期後期反彈的邏輯(late cycle rebound)，美聯儲貨幣政策(higher for longer)不會輕易轉向，疊加全球製造業觸底復甦，美元會率先觸頂，商品依舊會有較好的表現，但長端美債收益率的下跌則還需時間，美股則相對偏震盪。具體來看：

從季節性規律上看，美股、美債在9月可能已經跌夠了，但是並不意味着10月就能否極泰來。歷史上9月美股普遍下跌，9至10月美債收益率普遍上漲，美股平均跌幅在1%左右，美債利率平均漲幅達35基點。美股在9月跌近5%，幅度大超歷史平均。而美債方面，倘若9月利率如果沒有上漲足夠的幅度，10月會進行補漲。從目前來看，9月美債收益率在經濟相對彈性中錄得不小的漲幅，10月進一步上漲空間受限。

但顯然季節性並不是主要推高美債收益率的原因，更關鍵在於美國經濟和政策不鬆口，「抄底資金」不敢輕易入場：美聯儲鷹派兩派統一論調，利率繼續「更高、更久」。本次美債利率大漲的重要原因在於：一向溫和的鴿派美聯儲官員，也釋放出了高利率將保持更久的信號。亞特蘭大聯儲主席博斯蒂克明確表明降息的急迫性並不高，長時間內保持利率不變是合適的。疊加一如既往「鷹」派梅斯特的發言，一舉推動美國長債利率再刷近十年以來的新高。

而引發這一論調的核心在於美國經濟現「再復甦」跡象：汽車、電影等行業的罷工潮對就業的影響有限，這直接體現在8月職位空缺數量上：8月份的職位空缺率從5.4%上升至5.8%，疊加低自主離職率，這

些都將引發工資「再上漲」。從而勞動力市場的韌性仍然對通脹構成上行威脅。

全球製造業走出底部區間，三重信號積累釋放製造業回暖信心。瑞典製造業PMI（採購經理人指數）作為領先全球製造業PMI，新訂單與庫存指數比率連續四個月上升；儘管當前全球製造業PMI仍處於收縮區間，但新訂單、產出及新出口分項方面均穩步向50邁進；同樣地，升至50以上的未來產出指數，表明增長預期的改善。尤其是美國製造業發出更為積極的信號。9月顯著好於預期的製造業PMI，收縮程度為近一年來最低。隨着生產回升和就業的反彈，美國製造業向復甦又邁進了一步。這與全球製造業PMI所釋放出的積極信號一致。

美債息料升破5厘

美債破5%的可能性並不小。在加息次數基本確定的情況下，10年期美債利率短期能否破5的關鍵在於政策何時鬆口。目前看今年聯邦基金利率的中樞可能會到達5.5%至5.75%之間，當前市場預期明年降息幅度在60基點左右，10年期美債收益率的頂可能在5%附近，但是需要警惕當前比較突出的供需矛盾會使得美債收益率出現短線超調。

美債雖然有一定的估值壓力，但是現金持有規模偏高，以及散戶逢低買入的心理可能使得美債下跌也不順暢。高利率環境、勞動力短缺、借貸與能源成本的上漲均弱化了企業盈利能力，這可能也給美債估值帶來均值回歸的壓力。不過，根據美銀9月投資調查的結果，受訪投資機構總資產中持有現金約佔總資產規模的4.9%，處於正常水平區間（4%至5%）的上沿。除此之外，散戶投資者在股市上比以前提躍得多。根據蓋洛普最近的一項民意調查，投資股票的美國人比例從2019年的55%升至2023年的61%，這是自全球金融危機以來的最高水平，這些群體對於人工智能概念和「七巨頭」（亞馬遜、微軟、蘋果、谷歌、英偉達、Meta、特斯拉）逢低買入的心態根深蒂固。

當然也可能出現一種意外的情況，美債收益率長期保持高位，甚至繼續上漲導致金融機構出現風險。這種情況可能迫使央行在保持高利率的同時重回擴張，類似今年3月硅谷銀行倒閉事件之後情形，這會為美債尤其以納斯達克為代表的成長股上漲創造更好的條件。

今季減賣地 助穩定樓市



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁
(港澳)

日前香港特區政府公布三季度賣地計劃，僅推出一幅住宅地皮，屬歷來最少供應的一季，連商業地亦欠奉。值得留意的是，連同本財年上半年（4月至9月），本財年首三季合共提供1.015萬個單位，已佔全年土地供應目標接近八成，達標難度不大。

筆者認為，當局減少賣地，明顯反映政府意識到目前樓市正處於下行風險，今次只推出一幅涉及少量單位的地皮，似乎是想通過減少推地，藉此釋出想穩住樓市的意思，或許是為救樓市而正式出手的「第一招」。

其實現時樓市情況的確相當低迷。根據市場統計，9月份一、二手交投合計僅3000多宗，若以現時的成交量推算，預計全年整體物業註冊量將錄6萬餘宗，料比去年不足6萬宗略為改善，大有機會創歷史次低紀錄，這亦較亞洲金融風暴、沙士、金融海嘯、歐債危機等年份更為低迷。

樓價方面，「美聯樓價指數」最新報146.71點，按周跌近0.7%，連跌七個星期；較四周前跌2%；本年迄今升幅已收窄至僅0.46%，近乎「蒸發」，可見樓市情況是「岌岌可危」。

樓市以外，金融業同樣欲振乏力，近期港股一直在低位徘徊，而且交投量低企；同時，本港IPO集資額在過往多年來高踞全球首三甲，甚至全球之冠，

但是今年上半年香港IPO集資額不但創出2020年同期新低，更跌出全球五大。

在樓市、股市雙雙出現「負財富效應」下，難免極大影響市民消費意欲，所以政府在本月「施政報告」中務必使出救樓市「第二招」，即順應時勢盡快「撒辣」；同時，政府亦應在當中加入刺激股市的措施，藉此「雙管齊下」，及早救樓市振經濟。

激活樓市緩解財赤壓力

或許有人會認為，政府減少賣地及「撒辣」的確可穩住樓市，但這同樣會令稅收大減，長遠而言豈非令政府財政不穩？非也。須知「撒辣」可激活樓市交投，盤活樓市換樓錢，普羅大眾可按個人需要靈活套現，無需被「辣招」綁手綁腳之餘，市民有錢在手自然願意消費，間接刺激各行各業，以致整體經濟表現。

倘樓市及經濟表現好轉，其實亦變相增加發展商投地的積極性，間接增加庫房收入。據資料顯示，近5個年度辣稅（2018/19至2022/23）有關SSD（加強印花稅）、BSD（買家印花稅）、DSD（雙倍印花稅）住宅及非住宅的稅收合共約820億元，相比起同期地價收入約5600億元，相當於辣稅稅收的7倍，刺激樓市交投氣氛的重要性可謂不言而喻。

隨着本港多項大型基建「上馬」在即，進一步加劇政府財赤壓力，所以透過調整樓股市場措施，藉此支持經濟及樓股市場，從而增加政府收入已是「事在必行」。