

今年市場博弈更趨複雜



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「過江千尺浪，入竹萬竿斜。」趨勢轉變和時代翻篇總是伴隨着風高浪急，甚至驚濤駭浪。展望2024年的全球經濟，就是身處這樣一個過境遷、風雲詭譎的歷史轉捩點。在全球經濟「緩步增長、高度敏感、深層轉變」之際，利益博弈必更趨複雜，百年未有之大變局也將以「預料之外、情理之中」的動盪模式徐徐展開。所以，這是一個最好的時代，也是一個最壞的時代，命運的齒輪將加速轉動。之於無心者，風高浪急意味着險象環生；之於有備者，風高浪急則預示着機遇潛藏。

身處風高浪急的2024年，從政府、到企業、再到個人，經濟金融活動中趨利避害的理性選擇始終是保有審慎積極的姿態。一方面，需要審慎認知全球經濟依舊失速的現實，需要審慎應對經濟結構分化加劇和全球化分層割裂的挑戰，需要審慎直面不確定性多維加大的格局；另一方面，需要積極把握全球經濟秩序重建和區域經濟一體化的趨勢機遇，需要積極融入Z世代經濟模式轉變和數位經濟加速進化的時代洪流，需要積極通過更果敢的改革創新尋覓主要生產率提振的新契機。

首先，全球經濟在受到疫情衝擊和地緣外溢風險後將繼續處於修復階段，但整體經濟增速預計將有所放緩，筆者預計2024年全球GDP增長速度將從2023年的3%左右小幅降至2.8%。經濟增長受到壓制的原因有四：一是供給衝擊的「疤痕效應」並未消失，外生衝擊導致經濟活動並未完全恢復到均衡增長水準；二是主要經濟體人口老齡化問題突出，勞動力減少導致潛在增長率下降；三是全球主要央行持續加息帶來的累計效應將在2024年進一步顯現，信貸收縮可能造成較顯著的增長拖累；四是儘管2024年全球貿易條件隨着全球供應鏈修復將進一步提升，但烏俄和巴以衝突等一系列地緣政治風險加劇，全球貿易增長趨近但還無法立刻回到正常水準。

其次，全球經濟環境將高度敏感。一方面，2024年經濟增速下行必然伴隨

利益博弈的深層加劇，疊加地緣政治動盪的影響，全球經濟更易受到不確定性事件的衝擊。另一方面，2024年全球非力浦斯曲線顯示通脹與就業的關係正在從最陡峭部分滑降至曲度凹陷部分。當通脹與就業的關係進入曲度凹陷區間內，更低的通脹對應更高的失業率，這將驅動全球主要央行宏觀政策的雙重目標權重發生實質性轉變（由通脹轉向就業），從而導致市場對宏觀政策的敏感度進一步提升。需要注意的是，一旦歐美央行由鷹轉鴉不及預期，金融市場勢必將發生異常波動。

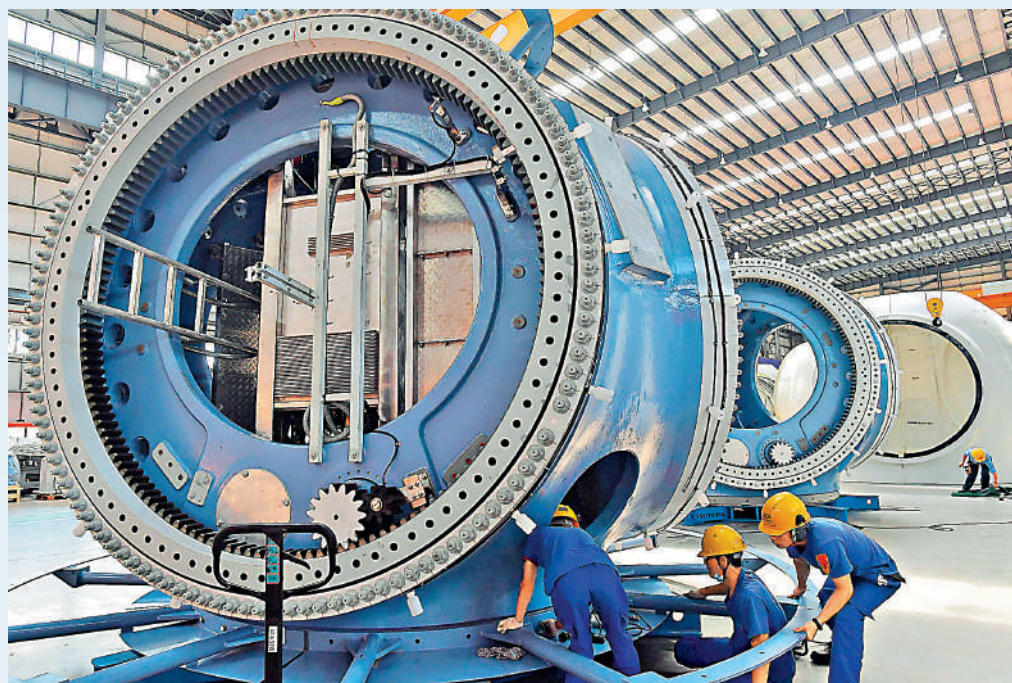
增長動能新舊切換

全球經濟的深層轉變也將同時發生。增長動能新舊切換的過程中，全球經濟風險和機遇相生共隨。

一方面，風險因素始終存在。在疫情、加息和地緣三大風險先後衝擊下，全球部分國家債務結構扭曲加劇，筆者預計今年將有超過30%的國家將繼續面臨債務風險威脅；同時，一些主要新興市場國家將同步面臨來自勞動力市場的結構性挑戰，包括人口老齡化、技能短缺和失業率上升等勞動失衡問題，這可能對經濟增長和社會穩定構成風險。

另一方面，全球經濟結構正在悄然優化。後疫情時代全球經濟增長的新動能正在快速積蓄，預計今年數字經濟和低碳經濟將繼續釋放正面效應。2024年全球人工智慧將圍繞強化學習、自然語言處理、多模態分析進一步升級，這將加速人工智慧在各個行業得到廣泛應用，包括自動駕駛、智慧媒體、智慧製造等。

此外，隨着全球對氣候變化的關注不斷增加，預計2024年綠色產業將繼續加速發展，包括可再生能源（如智慧化可再生能源管理系統升級、碳捕捉和儲存技術突破）、清潔能源（如太陽能電池和風力發電技術突破）、環保技術（如智慧環境監測及固體廢物處理技術升級）等領域。需要注意，隨着近年地緣風險頻發，全球供應鏈也將發生重大變革。全球區域價值鏈體系正在形成，更多的企業尤其是全球出口製造業將重新評估其供應鏈的策略，以適應新的地緣政治格局和經濟競爭環境。



「新質生產力」解讀為，以戰略性新興產業和未來產業為代表的新製造，以高附加價值生產性服務業為代表的新服務，以及以全球化和數字化為代表的新業態，形成的聚合體就是新質生產力。

最近內地電視劇《繁花》熱播，大家看到了上世紀九十年代初期股票市場和外貿市場的活躍。迄今經歷了兩輪經濟周期，從樂觀的角度來看，我們有理由期待《繁花》再次盛開。這一次的催化劑就包括新質生產力的形成。

新質生產力促進經濟繁榮



春風夏語 夏春

香港方德金控
首席經濟學家

《繁花》的主要故事集中在1991年至1994年，大結局觀眾看到的是1997年浦東東方明珠的建成和香港的回歸。而去年熱播的電視劇《漫長的季節》故事發生的背景是1997年東亞金融危機，1998年的國企改革和4500萬工人下崗。

《繁花》是《漫長的季節》的鏡像故事，都在講九十年代，一個講亂花漸欲迷人眼，萬紫千紅總是春；一個講念天地之悠悠，獨愴然而涕下。

2001年中國加入WTO成為世界工廠，經濟再次迎來了《繁花》似錦的年代，並在「四萬億」的刺激下盛開得更加耀眼。一直到2011年，經濟每年的增速都在8%以上，但從2012年開始中國經濟持續下行，再次進入了《漫長的季節》這樣一個狀態。

2019年4月政治局經濟工作會議提出，國內經濟存在下行壓力，這其中既有周期性因素，但更多是結構性、體制性的。

新質生產力的內涵

國家去年提出「新質生產力」的概念後，專家學者給出一系列解讀。例如黃奇帆認為，以戰略性新興產業和未來產業為代表的新製造，以高附加價值生產性服務業為代表的新服務，以及以全球化和數字化為代表的新業態，形成的聚合體就是新質生產力。

換一個角度，筆者認為能夠提升全要素生產率的生產力就是新質生產力，可以從三個類別或者維度去實現。與普通人關注消費，投資和淨出口「三駕馬車」不同的是，經濟學家認為，全要素生產率是理解經濟增長的關鍵指標。二十大報告就指出着力提高全要素生產率，推動高質量發展。

在筆者看來，理解經濟下行最有代表性的數據還是全要素生產率的變化。世界銀行在2020年發表了一個研究指出，中國在上世紀80年代、90年代，以及新世紀第一個十年，全要素生產率是基本穩定在三個百分點左右。

世界銀行還發現，2010年至2019年，中國有形資本和人力資本的貢獻和前十年相比基本是相同的，這十年經濟下行主要是因為全要素生產率從前十年的3.1個百分點，下降到了1.1個百分點。

第一類新質生產力——Diffusion

實際上，全要素生產率在2010年至2019年的下行是一個全球的現象，過去大家說的低增長、低利率和低通脹這樣一個「新常态」，本質上是全球各國的全要素生產率下降。

從直覺的角度來說，2010年至2019年恰恰是移動互聯網和平台型科

技公司發展最迅速的十年，如果我們相信傳統智慧「科技是第一生產力」，這些新科技和新業態應該能夠提高全要素生產率。那為什麼數據上看不到這樣的結果。

過去大家希望通過科技創新能夠帶動勞動生產率的提高，可是數據非常清晰地告訴我們，其實頭部企業在過去二十年裏規模越來越大、財富越來越多，但是對全要素生產率的貢獻卻在減少。

大家可以想一想，過去常說的「破壞性創新」或者「創造性破壞」，到底是創新多，還是破壞多？過去的經驗是不是遇到了新情況？國內爭議較大的互聯網線上和線下的競爭，如何才能健康發展？這些問題都比原來想像的複雜，不能說只要是新技術、新業態就一定是新質生產力。

我們可以簡單地把科學技術分成「贏家通吃型」和「水漲船高型」，前者會拉低全要素生產率，後者會提升全要素生產率。當這樣的技術運用到新能源、新材料、先進製造、人工智能等戰略性新興產業和未來產業所形成的生產力，就接近於中國政府2023年9月提出的「新質生產力」的概念。

第二類新質生產力——Discovery

筆者把進一步學習先進管理實踐能力帶來的生產力稱為第二類新質生產力。史丹福大學的Nicholas Bloom教授提出，管理實踐也是一種生產力的新理論。不同企業在管理實踐上的能力有比較大的差距，這對企業業績表現有着直接的影響。

這個概念聽上去似乎很普通，但大家千萬不要小看。Bloom教授是過去十年發表紀錄排第二位的經濟學家，排第一位的就是大家都熟悉的Acemoglu。此外，IMF（國際貨幣基金組織）在2014年評選出了25位頂尖青年經濟學教授，Bloom教授和Philippon教授分別排在了第一位和第二十位。

Bloom教授發現，國家與國家之間在生產率上的差異，平均來說，有30%來自於企業管理實踐的差距，在一些國家這一貢獻度甚至超過50%。用不同維度的管理指標打分，中國企業的管理實踐能力相對過去有很大的提升，平均分高出絕大部分發展中國家，但是相對於發達國家企業的差距依然比較大。

另外，雖然中國平均分高，但是企業之間的管理能力差別較大。在這一點上，我們也落後於一些發展中國家例如印度和巴西。

很顯然，第一類新質生產力對應的技術創新是不容易獲得的，需要長期的努力，但Bloom教授最有趣的發現是，先進的管理實踐能力是一種軟技術，是可以短期內提高的。

Bloom教授帶領團隊在印度紡織企業進行實踐，採取五個月的標準化管理實踐改進的企業，在一年時間裏相比未改進的同類企業的生產率提升

了17%，利潤多出30萬美元，而這些企業的平均年銷售額為745萬美元。

能夠反映出說明企業管理實踐能力差距的另外一個例子，體現在疫情期間。雖然供應鏈衝擊影響了很多企業的業務，但是發達國家一些創造高附加值的企業採取「在家辦公」的效果很好，以至於疫情結束後很多工作還可以繼續在家處理，但是大家應該親身體會過，中國企業在疫情期間採取「在家辦公」的效果並不太理想。

Bloom教授與自己的學生、攜程董事長梁建章合作，在攜程進行了「三天公司辦公，兩天在家辦公」的實驗，約1600多名員工參與其中，囊括了工程師、產品經理、研發及財務部門等多個崗位。結果發現，員工的工作效率不降反升，員工的滿意度大幅提升，離職率也下降了35%。

因此，提升管理實踐的能力，形成第二類新質生產力的重要性應該加以重視和推廣。關鍵是企業之間，城市之間，政府之間相互學習，讓好的管理實踐能力盡快得到擴散和傳播。

第三類新質生產力——De-Distortion

第三類新質生產力來源於盡快消除要素資源錯配和扭曲給經濟發展帶來的阻力。筆者認為，中國企業體現在管理能力和科學技術上與發達國家的差距，在很大程度上是因為資源錯配帶來的扭曲造成的。

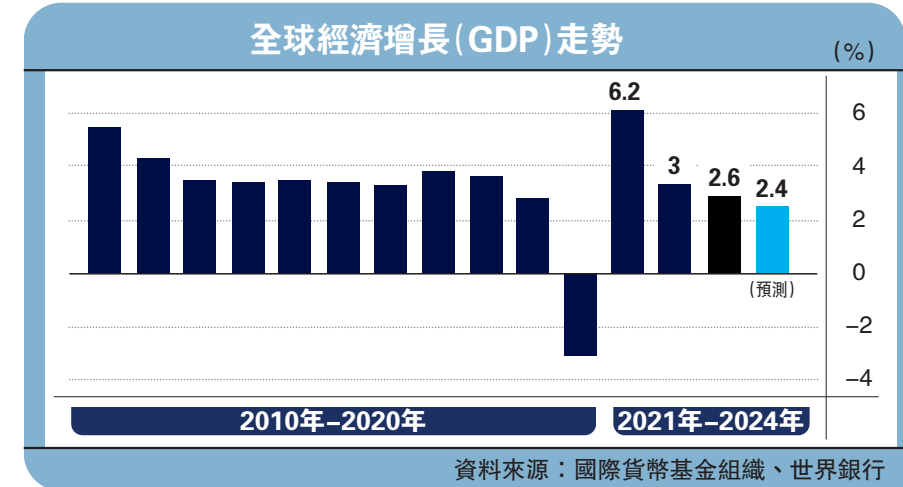
中國經濟學界過去十年最熱門的研究領域就是理解資源錯配對中國經濟增長的束縛。這方面的代表人物有謝長泰教授、宋暉教授、白重恩教授等人。謝長泰與合作者研究了中國企業在1998年至2005年的數據後發現，如果中國企業的勞動和資本可以達到美國企業1997年的配置效率，就可以每年提升2個百分點的全要素生產率。

筆者自己曾做過一張表，用二十多個以D開頭的英語單詞來形容中國經濟面臨的內部和外部的挑戰，比如赤字、債務、違約、去槓桿、貶值、通縮、貧富差距、脫鈎、去風險、去碳化等等。其中最重要的就是人才錯位、資源錯配。

我們也可以換一個角度，把資源錯配帶來的扭曲和束縛看作是一種與新質生產力不匹配的舊生產關係。消除這種扭曲和束縛就是建立新質生產關係，形成能夠提高資源配置效率，提升全要素生產率的第三類新質生產力。

所以上述三類新質生產力，同樣對應三個D開頭的英文單詞，Diffusion（促進發現），Discovery（促進發現），De-Distortion（消除扭曲）。

如果用金字塔來形容，第三類和第一類新質生產力處於底部和中部，第一類新質生產力處於頂部。如果我們不能把底部和中部的基礎夯實打牢，頂部也很難培養出來，即使有一些突破，仍然會面臨短板，繼續被「卡脖子」。



租金回報升 吸引投資者入市



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁
(港澳)

港股在新一年表現未如理想，樓市近期新盤交投則漸見起色，而二手市場雖然仍處於整固局面，但從節節上升的梯樓量反映，購買力有回流二手的跡象，相信成交有望回升。綜合美聯分行資料，全港35個大型屋苑過去一周（1月8日至1月14日）合共錄60宗成交，較前一周（1月1日至1月7日）的52宗按周增加約15.4%，創自去年4月上旬後的九個月新高水平。

相對而言，租務更是持續活躍，租金升幅未見盡頭，足見市場剛需依然強勁。回顧2023年美聯「租金走勢圖」表現，租金自2月私人住宅呎租開始上升，連升十個月，至12月份終按月輕微回落約0.1%，全年上升約6.8%，創六年來最大升幅。

租金向好，自然帶動租金回報率表現。在樓價下跌之際，流轉率較高的本港十大藍籌屋苑，自然是值得買入收租的首選之一。根據美聯物業研究中心資料，近期本港十大藍籌屋苑租務回報亦隨租金水平同步上升。在十大屋苑中，逾3%租金回報率屋苑數目，由2022年12月兩個大幅增至去年12月八個。在眾多藍籌屋苑之中，沙田第一城

去年12月租金回報率錄得約3.92%，逼近4%水平，為十大屋苑之中最高；美孚新邨以3.74%排第二位；黃埔花園、康怡花園、嘉湖山莊、映灣園、麗港城及新都城均超越3%；至於太古城及海怡半島則分別錄2.96%及2.76%。除了十大屋苑外，市場上不乏租金回報率不俗，同時升值潛力兼備的屋苑，有意買樓收租的準買家宜多功課，趁當下淡市加快「尋寶」步伐。

相較之下，樓價則未見回升的跡象。「美聯樓價指數」最新報136.55點，按周跌0.28%，連跌二十二個星期；較四周前跌1.79%；2024迄今跌0.73%，創逾七年新低。「美聯信心指數」最新報58.3點，按周跌約0.7%，亦反映部分急於沽貨業主減價、減價盤增，令信心指數在連升三星期後回落。從另一角度來看，樓價繼續極可能成為買家入市誘因。

「供平過租」或重現

租金及租金回報上升，除了反映住屋的需求熾熱之外，更重要的是有機會吸引長線投資者及用家齊齊入市。現時住宅的租金回報已較之前吸引，加上美國政府極有可能於今年上半年減息，息口向下、供樓負責自然減少。此消彼長，「供平過租」的情形極可能在不久的將來重現，成為扭轉目前樓市局面的重要因素。