

全球經濟五項重要信號



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家 董事總經理

「桃李不言，下自成蹊」。金融市場不會說話，但金融指標表現是市場參與者用腳投票的結果，客觀反映了市場對過去、現在和未來的全部認知。筆者認為，國際金融市場2024年以來的走勢，傳遞了五重宏觀經濟的趨勢資訊。

一是全球供應鏈修復

進入2024年，全球大類資產反彈啟動，積極信號全面湧現。大類資產反彈顯示當前全球經濟正在經歷全面復甦階段。自2023年下半年以來，全球復甦的底層基礎正在不斷鞏固，全球經濟增長有望進一步積極修復。

1. 全球疫情全面受控。2023年中期，得益於疫苗接種覆蓋面擴大和特效藥物投入使用，新冠疫情在全球範圍內得到了有效遏制。
2. 通脹壓力趨勢性緩解。受益於供給短缺狀況改善和貨幣政策收緊影響，2023年下半年開始，全球主要經濟體通脹水準開始大幅回落。
3. 全球應對地緣政治風險能力提升。連續受到貿易保護主義、新冠疫情蔓延、俄烏及中東地緣衝突影響，全球經濟脆弱性和外部風險顯著抬升。然而，連續的地緣風險也提高了各國應對風險的能力。進入2024年，全球供應鏈繼續修復，能源與糧食供應的不確定性進一步下降，數位貿易和區域貿易一體化節奏加快。

二是幣策由「鷹」轉「鴿」

當前，全球市場正呈現一種罕見的狀態，風險資產與無風險資產同步上漲，這反映了經濟金融周期新的拐點已經出現。新冠疫情和地緣動盪按下了全球經濟結構變化和秩序更新的快進鍵，趨勢拐點正在多個維度悄然形成：

1. 全球價值鏈正在由「熵增」轉向「熵減」。全球供應鏈和產業鏈的失序逐步消失，市場漸次趨向穩定，愈來愈多的企業開始重視全球供應鏈安全，企業供應鏈戰略出現「去全球化逆轉」現象，轉向「區域化+數位化」布局。
2. 全球經濟基本面從「滯脹」轉向復甦。要素配置的扭曲效應漸次消失，全要素生產率的提振愈發成為全球各國的核心關切。
3. 全球貨幣政策立場由「鷹」轉「鴿」。貨幣金融環境由嚴苛漸次轉向寬鬆。



中國始終是互利共贏的發展未來可期，所以投資

三是地緣風險未見降溫

儘管當前全球地緣衝突階段性緩和，但長期的地區戰爭（如烏俄危機，中東危機等）持續存在，大國之間貿易及技術制裁不斷，恐怖主義威脅和政治不確定性時有出現，外生風險始終保持敏感，直接導致金融市場波動加劇。

1. 地緣風險信號集中於俄烏和巴以衝突。地區衝突的加劇不僅給全球供應鏈造成打擊，還給未來全球化的有序推進蒙上更深的陰影。
2. 大國博弈風險敏感度或將逐步抬升。2024年是眾所周知的全球「大選年」，而伴隨美國大選臨近，政治和政策方面的不確定性持續提升。
3. 地緣局勢緊張正在加劇民族宗教分歧及文明衝突。新一輪極端恐怖主義抬頭的風險不容忽視。

四是人工智慧發展提速

納斯達克人工智慧指數（NAIX）追蹤了在人工智慧領域運營的70家領先公司，它衡量了人工智慧（AI）公司的整體財務表現和創新能力。2019年以來，該指數增長幅度接近2500%，顯示以人工智慧、大資料、區塊鏈等為代表的數字科學技術快速反覆運算更新，未來正在加速到來。

AI技術在2024年有望取得新突破，無論是大模型還是算力等基礎設施將進一步升級。在能源投資領域，可再生能源快速發展。為應對氣候變化，全球可再生能源產業將保持高速增長。

此外，電動汽車及儲能產業相互融合釋放新的機遇。為達溫室氣體排放目標，電動化將加速滲透傳統汽車和能源系統，相關的動力電池、充電設施、新型儲能技術等環節被視為有價值的投資標的。

五是投資中國機遇巨大

近期全球資金對中國市場的信心和興趣正不斷提升，中國經濟的穩健復甦和結構優化未來可期。2024年中國將在經濟發展新階段釋放更多投資機遇，結合中國超大規模市場、政策優勢、產業鏈優勢，中國將在產業升級動能、內需潛力、政策支持力度三個方面為投資者開闢新的空間。

儘管短期來看，中國經濟面臨種種壓力和挑戰，但長期來看，中國經濟的發展潛力依舊巨大，改革開放的勢能和科技創新的動能都將漸次釋放，在爬坡過坎的過程中，中國經濟高品質發展未來可期，投資中國始終是互利共贏的市場主題。

8月5日，環球股市下跌，當中日本股市的跌幅是在全球主要市場中最大。



8月5日，全球股市劇烈震盪，亞太股市普遍下跌，日股領跌12.4%。8月6日，日經225指數強勢反彈逾10%。市場大幅波動背後的主導因素是什麼？目前市場波動進展到什麼程度？後市怎麼看？本文主要回答以上三個問題。

美經濟風險仍高 日股未脫險



宏觀漫談 羅志恆

粵開證券 首席經濟學家

日股大幅下跌、亞太股市集體調整的原因有三：首先，美國經濟數據低迷，市場擔憂情緒加重，一旦美國出現經濟衰退，日韓等外向型經濟體受衝擊較大。

美日貿易關係密切

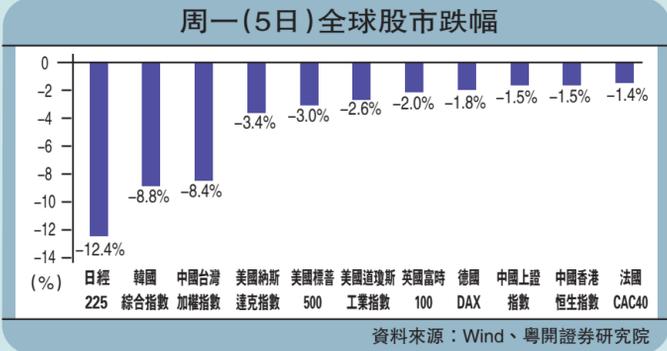
宏觀層面，7月美國製造業PMI（採購經理人指數）為46.8，較6月下降1.7個百分點，連續4個月低於50。美國勞工統計局數據顯示，7月美國新增非農就業11.4萬人，低於市場預期的17.5萬人，也明顯低於6月修正後的17.9萬人；失業率從4.1%反彈至4.3%。若美國出現衰退，將對日本、韓國等外向型經濟體的外需產生負向衝擊。以日本為例，美國是其最大的商品出口地，2023年日本出口美國的商品金額佔比高達20%（以美元計）。8月5日日股暴跌過程中，上市汽車企業的跌幅普遍較大，日經225指數成分股中，豐田通商跌19.07%，本田汽車跌17.77%，馬自達跌16.79%。

微觀層面，日本、韓國及中國台灣與美國半導體產業鏈深度捆綁，由於市場對美國衰退的擔憂，以及美國科技股業績不及預期，帶動亞太市場科技股走弱。此前，美國核心科技股上漲，帶動東京電子、台積電等亞太地區科技股上漲。7月以來，英特爾等科技公司公布的財報不及預期，股價下跌的同時也對亞太股市科技股產生影響。8月5日，日股中軟銀集團、東京電子跌幅都超過15%，中國台灣股市的台積電跌幅近10%。

其次，日本央行加息導致「套息交易」平倉，產生流動性壓力。套息交易即投資者借入低利率日圓資金，投資高收益率的資產。近年來日本持續奉行超寬鬆貨幣政策，日圓成為全球套息交易的主流融資貨幣。但7月31日，日本央行進行了加息縮表，將政策利率提高了15個基點，並將每月購債規模縮減一半。日本央行加息的同時，美聯儲「按兵不動」，導致日美利差縮小，日圓升值，進而抬升了套息交易負債端的成本，引發套息交易平倉，帶來流動性壓力。美元兌日圓匯率從今年7月高點161.9跌至8月5日的低點141.7，跌幅12.5%。此外，日本股市以國際投資者為主。根據日本交易所集團數據，截至2023年底，海外投資者數量佔比超過30%，在主板市場交易額佔比達69.5%。面對套息交易平倉壓力時，部分持有日股的國際投資者，也會拋售日股籌集日圓。

更重要的是，日本加息、日圓升值會導致日股估值和企業盈利同時承壓。一方面，日股上市企業營業收入中海外營收佔比高，但以日圓編製報表，日圓升值會導致財報賬面匯兌虧損，盈利受損。另一方面，加息等政策會帶來緊縮效應，壓制估值。日本金融市場具有較強的過熱性，日股的大幅下跌會影響其他亞太市場表現。

再次，亞太股市及美股前期漲幅較大，本身也積累了調整壓力。今年



以來，日經指數持續走高，2月22日收盤39098.68點，超過泡沫時期峰值，4月雖有回調，但始終在37000點以上，7月11日更一度上探到43426點，創下歷史新高。年初至7月31日日本央行加息，日經225指數累計漲幅16.85%。韓國綜合指數等也在今年積累了不小的漲幅，存在調整壓力。美股更屢創新高，7月11日納斯達克指數盤中一度上漲至18671點的歷史高位，同時今年納斯達克指數滾動市盈率多數時間在40倍以上，而近10年的市盈率中位數約在35倍左右。

日股泡沫愈吹愈大

總結來看，對美國經濟衰退的擔憂是本輪日股調整，乃至波及整個亞太股市的主因。7月31日，日本央行加息，日經225指數仍收漲1.49%；而當周五非農數據不及預期引發衰退擔憂後，套息交易逆轉，日圓匯率開始顯著走強，進而產生一系列連鎖反應，出現擁擠交易下的踩踏。

整體看，本輪亞太股市下跌與美國硅谷銀行事件後市場反應更相似，更多是市場避險情緒升溫導致的對風險資產的拋售，遠沒到疫情初期市場出現全面流動性危機，從而導致所有資產大幅下跌的極端情形。8月5日，日股、美股下跌，日債、美債等避險資產保持上漲，10年期日本國債利率下行19.3基點至0.781厘，10年期美債收益率下行2基點至3.77厘，為年內最低。同時黃金價格下跌幅度不大，COMEX黃金跌0.72%。

與之類似是，美國時間3月8日，硅谷銀行事件爆發引發儲戶擠兌。當日，硅谷銀行股價跌超60%，並波及整個美國銀行板塊。3月9日到10日兩個交易日，標普500銀行行業指數、標普500指數分別下跌7.0%和3.3%；10年期美債收益率下跌28個基點至3.7厘，COMEX黃金等避險資產價格上升。

反觀2020年，由於疫情衝擊，市場情緒逐步由避險發酵為恐慌，進而出現無差別拋售資產而持有現金的情況，表現為所有資產普跌而美元指數上漲。2020年2月、3月標普500指數分別跌8.41%和12.51%；COMEX黃金在3月期間，從最高點1704跌至1450，跌幅約15%。

進一步看，目前市場情緒已得到較大程度釋放，大跌次日便出現強勢反彈。從技術指標來看，8月5日，日經指數RSI(6天移動平均)為9.2，位於嚴重超賣區間。8月6日，日經225指數大幅反彈，漲幅超10%；韓國綜合指數等也出現5%以上的反彈。

亞太股市持續性下跌的可能性較低，後續或進入寬幅震盪。美國是否出現衰退尚未確定，就業數據雖然差，但基本面仍有韌性，對日韓等外需衝擊尚待觀察。

一是7月美國非農數據雖然超預期轉弱，但絕對水平不差，距離經濟衰退仍有一段距離。2024年1至7月美國月均新增非農就業人數為20.3萬人，不及2023年的25.1萬人，但仍高於2018年和2019年的水平。7月失業率升至4.3%，當月新增失業人數35.2萬人，但仍處於歷史低位水平，而且是受到了移民增加帶來的勞動力供給增加和颶風天氣的影響，這意味着失業率後續持續增加的可能性存疑。新增暫時性失業人數佔新增失業人數的71%，新增永久性失業佔11%。從解僱裁員的數據來看，2024年6月美國非農解僱裁員人數150萬，為近20個月最低，未出現經濟衰退初期大幅裁員的情況。

二是美國處於主動補庫存階段疊加消費相對穩定對經濟形成支撐。從投資方面看，美國處於庫存周期底部，目前進入主動補庫存階段，美國商務部口徑下，5月美國庫存總額同比1.61%，前值為1%，已連續6個月回升，未來將帶動製造業回暖。從消費方面看，美國個人消費支出同比增速雖自2023年1月開始逐月下滑，從7.94%降至2024年6月的5.19%，但仍高於2008—2019年間多數月份，短期內仍能對美國經濟提供一定支撐。

日韓央行出口術安撫市場

對於日韓央行來說，若出現持續下跌，可能及時採取措施。根據金融時報報道，日本財務大臣鈴木俊一表示，政府正在與日本央行合作，並將繼續密切關注市場，繼續關注外匯市場的動向。韓國監管當局發表了若干評論，以安撫投資者情緒，韓國財政部稱將根據應急計劃應對加劇的市場波動。韓國監管當局還稱，周一股市下跌「過度」，將密切監測外匯和股票市場，並將在必要時迅速採取市場穩定措施。

對於國內股市而言，由於外資持有有限，本輪亞太股市震盪對A股更多是情緒層面的影響，A股後續走勢的主導因素仍是內部因素，主要是宏觀經濟形勢與資本市場制度改革，這高度取決於三中全會重大改革舉措和7月30日政治局會議政策的落地情況。此間由於中美利差較大，匯率承壓，導致降息等貨幣政策偏審慎。未來隨着美國降息落地，國內貨幣政策有望更加積極，對基本面形成支撐。

提振本土消費 香港須創新求變



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

港人北上消費熱潮形成，其中一個主因就是內地消費及餐飲的「平、靚、正」，提供良好的消費體驗。但這又不代表港商一無是處。筆者早前就聽到朋友們稱讚沙咀某茶餐廳，每月做數百萬生意，非常火熱。另有一個新開的大牌檔，由黃昏到深夜都座無虛席，老闆更會播放一些的士高懷舊音樂，現場大搞氣氛，港人及遊客都非常受落，每月營業額動輒數百萬元。朋友邊說邊洋溢着一份羨慕之情。

借鏡他人成功 了解市場需求

羨慕人家的成功是人之常情，但筆者覺得與其羨慕，不如自己加倍努力。人家的成功都是可以借鏡和學習的，只要用心去經營，任何生意都有機會做得出色。上述這些老闆們，已證明了香港餐飲業並不是「無得做」的。只要懂得創新求變，配合潮流和市場的需求，同

樣可以突圍。內地消費能夠吸引眾多港人，除了借鑒他人長處，更重要的是不斷說好自己的故事，不會老是羨慕別人，也不會老是埋怨。商家們各自努力奮鬥，再加上發揮正能量，行業互相競爭，互相推動向前，這樣就建構出好的營商氛圍。

香港的成功，從來就是因為大家抱有「獅子山下」的精神、同舟共濟，就算在逆境也可以抵受得住。但願香港市民都可以重新努力、重新出發。筆者認為，港人北上消費，與內地人有更多的經濟和民生互動，是一件好事。不過，如果港人願意多留一點時間在本地消費，多給香港商家機會，讓他們改進消費體驗，其實香港消費市場也可以逐步好轉，並蛻變到新的模式。

香港經濟轉好，樓市自然亦會受惠，加上美聯儲減息愈來愈近，而且今年減息的次數，可能會比最初估計的更多，市場的信心可以逐步恢復，樓價亦可企穩過來。樓市與經濟是相輔相成的，樓市氣氛轉好，不但帶動很多相關行業重拾生氣，亦可以反過來為經濟復甦提速。