



內地經濟持續復甦 內需仍需着力提升

全球觀察

張婉 中銀國際研究有限公司

過去一周，內地通脹數據、進出口數據和貨幣信貸數據密集發布，顯示3月經濟繼續復甦，貨幣財政政策靠前發力，人流活動和服務業改善較快，但經濟運行中仍面臨美歐經濟衰退風險上升和復甦不均衡等問題，3月居民消費者價格指數(CPI)和工業生產者出廠價格指數(PPI)同比增速進一步走低，仍需着力解決經濟運行中內需和信心等方面的問題。

3月經濟延續修復態勢，信貸等領先數據增長較快，貨幣政策和財政政策靠前發力，為第一季度經濟恢復提供支撐。第一季度新增人民幣貸款10.6萬億元(人民幣，下同)，新增社會融資14.5萬億元，

分別同比增長27%和21%。同時，3月新增居民中長期貸款自2021年11月以來首次出現明顯改善信號，同比增長70%，與高頻數據顯示3月十大中城市商品房銷售面積同比增長33%一致。

出口增長表現勝市場預期

出口增長體現一定韌性，表現好於市場預期，降低了第一季度經濟下行壓力。3月出口(美元計價)同比增長14.8%，前兩個月同比下跌6.8%，第一季度累計增長0.5%。受益於出口增長韌性，第一季度貨物貿易順差超過2,000億美元，同比增長33%，有利於第一季度經濟穩增長。

線下人流活動加快復甦，接觸性消費和服務業改善較快。3月全國鐵路發送旅客人次同比增長171.43%，為2019年同期的97%左右。同時，3月全國城市軌道交通客運量同比增長58.9%，其中北京、上海、廣州和深圳地鐵客運人次分別為2019年同期的85%、95%、96%和135%。3月非製造業商務活動指數為58.2%，比上月上升1.9個百分點，為近年高點，其中零售、各類交通運輸、租賃及商務服務等行業商務活動指數高於60.0%。

消費復甦強度低於預期

儘管3月經濟增長繼續改善，但經濟復甦

仍存在不均衡、不穩固的挑戰。首先是隨着美國中小銀行風險暴露和美歐央行持續加息，全球經濟金融壓力和風險進一步上升。美歐商品消費需求放緩已經影響越南等東南亞國家的出口表現，我國出口仍面臨較大下行壓力。其次是居民就業、消費信心有待增強，消費復甦強度低於預期，CPI價格短期預計繼續在低位運行。目前消費復甦不均衡，消費改善以接觸性消費為主，大宗耐用消費需求較弱，反映在價格上，3月服務業CPI環比增長0.1%，高於季節性表現，而汽車企業降價出售促銷，3月交通工具CPI環比下跌1.6%。最後是房地產銷量經歷需求集中釋

放增長持續性仍存在不確定性，房企新開工和購地意願相對較弱。

擴消費促就業外貿待加力

綜合來看，3月經濟增速較前兩個月進一步改善，國家能源局數據顯示3月全社會用電量同比增長5.9%，較前兩個月同比增速高3.6個百分點，其中第二產業和第三產業用電量分別同比增長6.4%和14%，前兩個月分別為同比增長2.9%和下跌0.2%。但由於經濟復甦基礎尚不穩固，後續仍需繼續發揮宏觀政策支持作用，擴大消費、促進就業、穩定外貿，提振居民和企業的信心。(節錄)

通脹壓力已降 加息周期步入尾聲

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

日前，前任美聯儲主席、現任美國財長的耶倫說得通透，歐美銀行收緊，其實已相當於央行加息的部分效果了。的確如此。



◆美聯儲5月份議息時未必維持加息25點子的幅度，甚至決策不加息。因為通脹預期不是一時三刻的而是持續的事情，需要平穩地處理，不可能單憑偶爾一兩個數字作決定。資料圖片

事實上，今年3月美聯儲議息維持之前加息25點子步伐，未有如3月初的期望管理般提速至50點子，但亦未有在歐美銀行危機當前，馬上反應過敏地不加息甚至減息，一切指揮若定，有如所有事情都盡在央行掌握之中，反而為市場人士帶來信心。

技術官僚反應滯後居多

是的，儘管大家往往批評美聯儲中人，往往後知後覺，尤其過去幾年，疫情影響下的通脹預期，當局似乎未有把關做好，但其實，從另一角度看，只是非戰之罪，不能盡怪於美聯儲官員頭上。始終該局的政策制訂者，技術官僚的特性使然，看數據而行事，自然是滯後反應居多，領先的不多，畢竟有別於市場中人，每每以

前瞻性作為謀生本領。無論如何，經過3月一役，相信5月份再加25點子的概率依然較高，但亦同時意味着，在下半年便可以真的維持在當前利率，不增不減，以觀察通脹是否真的可以在不額外收緊貨幣政策之下，便可以有較為快速的回落。

通脹預期需平穩處理

真金不怕火爐火，通脹數據繼續出爐，繼日前美國3月份消費物價指數增長低於預期，最新公布的生產物價指數的通脹情況降溫亦比外界估計為快，整體而言，的確為美聯儲於5月份議息時，不單是維持在25點子加息幅度，甚至是真的決策不加息，都開了綠燈。

有此理據，有此下台階，不等於局方必須要馬上用上這張王牌。事實

上，通脹預期這一回事，不是一時三刻，而是持續的，需要平穩地處理，而不可能單憑偶爾一兩個數字，短期的波動，是確定的趨勢。

節約成本不止於科技界

誠然，全球各地，近來所見，通脹數據都是回落的多，對於各地央行決策者而言，未嘗不是好事，起碼可以在歐美銀行危機出事後，並且全球投資者早已估計衰退終必出現之際，適當地減慢加息步伐。

顯然，全球各地企業近來積極節約成本，已不再是科技界的事，而是各行各業，開始陸續出現裁員，但同時，在美國當地的宏觀經濟數據，未見明顯惡化，只因相關動作，涉及的是工種和工序的優化為主，以應對長期結構性轉變的挑戰。

第二季風險資產看漲

無論如何，通脹回落速度夠快，而上述的經濟活動亦漸有向放緩的方向走的跡象，自然令美聯儲即使加息亦不會再大力推行，反而順勢而為，在5月加息25點子後，踏入下半年，便有望停下來，完成今次加息周期。

投資者據此已於3月底至4月初，部署用力於風險資產的走高，如今看來，第二季順此方向，應無大礙。無論如何，這個過程，正如第一季末第二季初時，這裏已經估計，有利風險資產。

■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。

收益投資再度回歸 兩大風險宜關注

Dorian Carrell 施羅德投資管理基金經理 Joven Lee 施羅德投資管理多元化資產策略師

我們的分析顯示，投資者不必為收費周章：目前多類資產提供具吸引力的收益，但投資者適宜重新評估風險，特別是與利率敏感度及通脹相關的風險。採用多元資產配置策略可助投資者全方位捕捉投資機遇，以靈活方式應對瞬息萬變的市況。

從收益荒漠到收益綠洲

過去十年，收益投資環境一直挑戰重重。到了2022年，形勢急轉彎，各地央行因通脹持續升溫而被迫加息，

結束量化寬鬆政策。在全球經歷2022年的利率衝擊過後，我們迎來了目前的收益綠洲，覆蓋範圍不止於債券領域，還包括多個資產類別。一籃子多元資產經年累月的混合收益率變化，各類資產的收益率正重返自量化寬鬆時代以來未見的水平。

雖然從學息率角度而言，目前固定收益領域的投資機會看似更具吸引力，但我們認為投資者需要關注兩大風險：利率敏感度及信貸風險。

正如2022年所見那樣，利率敏感度

(存續期)較大的債券價格將隨着利率上升而進一步下跌。在投資者擔憂通脹壓力未退的情況下，利率走勢將為存續期較長的固定收益投資帶來風險。

資產配置策略宜多元

就2023年所進行的固定收益投資而言，有三項因素須謹記：學息率已上升多時。儘管近期市場回升，美國投資級別企業債券學息率依然是一年前水平的將近兩倍。

投資者不應只關注整體學息率，也要考慮因承受主要風險而獲得的補償。鑒於市場目前對通脹黏性的憂慮引發對利率走勢及經濟或正進入放緩或衰退階段的擔憂，投資者應格外留意利率和信貸風險。此外，學息率結構性上升亦將對整體回報構成不利影響。

因此，採取多元資產配置策略應有助投資者在把握固定收益領域中具吸引力的收益之餘，亦讓他們能夠捕捉其他資產類別的投資良機。(節錄)

復常通關帶挈 港澳樓市有望「價量齊升」

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

香港和澳門兩地全面復常通關已經帶旺兩地的物業市場，從去年的低迷處迅速反彈回升，有助租售市場浮現「價量雙升」局面。

如果回顧近十二個月土地註冊處各類物業交易註冊統計，便發現香港物業交易於復常通關前後，確實出現大幅回穩跡象。如以一手私宅住宅統計分析，交易量從去年10月至今年3月分別錄得682宗(2022年10月)、374宗(2022年11月)、227宗(2022年12月)、351宗(2023年1月)、643宗(2023年2月)及1,779宗(2023年3月)，尤其是今年3月份更加大幅回升至逾1,700宗，是幾乎一年內新高。如再以地區分布劃分，則大部分今年內註冊的一手新盤單位都是集中在九龍和新界，尤其是屯門、元朗和北區，在在反映發展商兔年齊齊主力銷售新界區的上車盤(一至二房新盤單位)，並且取得驕人銷售成果，為未來樓市復常打下堅固根基。

交投趨於暢旺加強發展商推盤信心，從幾大跡象可見一斑。新盤短期間出現大倍

數預售成績、發展商多連環發出價單加推、後期加幅尚算溫和保守、某些發展商甚至「晒冷」式推售、最終錄得逾九成總體銷售結果。再者剛過一季，已有不少於六個新盤開價應市，是過去三季中最高熱，反映發展商重拾啟動開售新盤動力和信心。

首季新盤頻推反映信心回暖

對於發展商是非常鼓舞現象，既已於早前樓市低迷間以低價投得多幅住宅用地，也在今輪復常期中成功變現，幫助上市發展商「執靚」業績，穩定金融機構對物業市場及個別上市發展商再次放債的信心。飽歷逾三年的低迷日子，今波樓市復常實是對整體市場、發展商、購房者及本地整體經濟都是利好的。

二手樓市場，自從去年7月起，月成交數目都是3,000宗以下，大體徘徊於2,500至2,800宗，但是今年自1月份起已突破3,000宗，首三個月土地註冊處二手樓成交宗數分別是3,248宗、4,130宗及5,495宗，3月份突破5,000宗並且一舉打破去年6月

份的紀錄，復常的情形非常清楚。不過從平均售價來看，無論一二手單位售價只出現平穩情形，暫時未現大幅反彈。一手樓價明顯地因剛需因素轉穩，而二手樓價也因一手樓價企穩而暫時止跌回穩。平情而論，兩者樓價走勢還看利息方向，似乎未來學息只會再加一次下，港息再增加的幾率下降，本地樓按利息應該已見頂，只是何時開始啟動下跌的懸念而已。

香港工商舖市場復甦顯著

同樣地，工商舖和純車位市場明顯地翻生了。工商舖市道從1月起持續改善中，從1月、2月份260宗至268宗彈至3月份的504宗，而純車位交易受惠於財爺預算案的修訂從印花稅條文於3月份錄得倍數成交增幅，由1月份的230宗，上升至2月份的297宗及3月份的619宗，升幅凌厲，可見投資者熱捧300萬以下車位的市場。過去三年中，舖位是工商舖市場中跌得最深的，今波也是最得益的。隨着店舖租務活動轉旺，旺區內不少藥房、奢侈品(如名錶、名牌服裝、手袋及飾物)、珠

寶店重新「插旗」，浮現不少逾50萬元以上月租的成交，核心區的空置率逐漸改善。趁着核心區租金「谷底回升」的利好氣氛，手中持重貨的現有投資者「出貨」成功，新進投資者乘低潮紛紛吸納，造就不少逾億成交紀錄。基層商場也不難找到新主人，一些租戶趁着較高回報率由現有業主(多是原來地段開發商)承接，締造不少高價的案例。

澳門是今年復活節假期的大贏家，本月四日至十日澳門各口岸約298萬人次出入境，其中旅客出入境約95萬4千人次。只見澳門各處人頭湧湧，手信舖生意滔滔，食肆座無虛席，一片暢旺景況。

澳門樓市或「先旺市」

今年首季澳門各項經濟數據谷底回升，博彩收入已回升至346億澳門元，按年升近兩倍，似乎全年達到逾1,300億元不是難事，今年起澳門樓市轉旺是確立了，從1月份的205宗、2月份的319宗至3月份上半月的212宗，預料3月份全月可望突破500宗，令到全年可望上看5,000宗以上。

不過，整體住宅市場是「先旺市、後旺價」情形，今年住宅樓價仍然持續向下，但是跌勢流於溫和。復活節假期前到澳門跟同行交流討論，大多數感到當地樓市是「旺市不旺價」，主要受公屋興建和鄰近城市較便宜樓價的多方面影響。

受惠於澳門出入境政策大幅放寬，首季入境旅客量攀升，零售、食肆營商環境改善，店舖是最被看好的。今波是先帶旺旅遊區的細舖租務，令空置率下降，算是最得益類別。旅遊區租金已於首季回升約一成，回復至疫前一半，待空置率再改善後，先是細舖錄得較好成交價，後至較大酒店舖逐漸回到價量齊升局面。

隨着港澳雙城全面復常通關，兩地經濟和物業市場同樣受惠，香港一手單位浮現小陽春，港澳兩地旅遊區店舖租務情形持續改善中，今年物業市場朝向光明之路邁進！

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。