後疫情新常態下的供應鏈管理

吳靖 香港中文大學商學院決策科學與企業經濟學系副教授

近年來，從新冠疫情到中美貿易戰，再到俄烏衝突，全球經濟一而再、再而三地受到重創。這些巨大的變化對全球化產生了深遠的影響，導致了多邊貿易開放性的根本逆轉。近年來，全球經濟屢受重創，並打破了全球供應鏈現狀。

一直以來，全球供應鏈為達到更好的成本效率（比如在內地）而接受風險集中的考驗。但愈來愈多的企業和政府，對幾十年來主導供應鏈管理的外包策略提出了質疑。在貿易戰和疫情爆發之後，全球供應鏈中的風險，特別是地緣政治風險，成為了一個公認的問題。全球化之下的製造業面臨着沉重的壓力，供應鏈風險——尤其是不可預見的事件所帶來的尾部風險——越來越被人們重視。新的趨勢亦開始出現，例如供應鏈的地緣經濟區域化、外包整合至國家內部和近岸外包關係密切的貿易夥伴之間、廠房選址紛紛向終端用戶市場靠攏等。全球供應鏈正在進行重組，傳統上，供應鏈全球化為企業提供了節約成本的優勢，以及獲得國內可能缺乏的原材料或提高生產能力的機會。

「友岸外包」或成新趨勢

然而，新冠疫情和中美貿易戰凸顯了全球供應鏈的脆弱性，以及它們如何使企業面臨合作夥伴所在國潛在的不利經濟或政治局勢和運營風險。因此，企業需要權衡多方面利弊、激勵和限制，而全球供應鏈也因此一直在跨地域、跨行業地進行重組。那麼，當面對突如其來或長期的衝擊時，企業應如何調整他們的供應鏈以實現收益最大化、風險最小化，並增強韌性呢？在新興的全球經濟秩序中建立網絡時，它們又需要注意哪些趨勢？未來的供應鏈又會是什麼樣子？在這份由中大商學院發布的白皮書中，我們回顧了一系列的研究，為這些問題提供了一些初步的答案，或有助於指引企業度過疫情後全球市場的動盪和不可預測性。我們最近的一項研究提供了一個初步的啟示。該研究挑戰了供應鏈在本質上是線性的鏈條，因此需求的衝擊會沿着供應鏈往上游被放大的傳統概念。我們的結果表明，今天的企業都是作為一個複雜的供應網絡中的一個環節在運作，它們各自都有多個客戶和供應商。與傳統的線性供應鏈視角相比，網絡供應鏈視角為分析供應鏈相關的機會和風險帶來了全新視角。朋友保持親近：「友岸外包」，是另一種正在增長的新趨勢，並且很可能持續下去。

我們研究的另一個關鍵問題是：疫情期間，企業與世界其他地區的供應鏈聯繫是會使它們面臨更大的風險，還是會為它們提供一個寶貴的緩衝以抵禦當地出現的動盪？我們發現的一致證據表明，當全球供應鏈在疫情期間被破壞時，它極大地影響了依賴這些供應鏈的公司的信用風險。例如，當中國在2020年初受到疫情衝擊時，與中國有聯繫的美國公司的供應鏈風險有所增加。然而，當中國逐步恢復生產而其他國家開始受到疫情衝擊時，在中國的供應鏈則有助於幫助這些公司降低風險。基於我們的研究結果，我們預計由於受到疫情的影響，世界各國政府和人民意識到本地生產的重要性，他們將繼續通過補貼和區域貿易協定等政策來支持本地生產的能力。

企業紛重組全球供應鏈

鑑於近年來不斷加劇的地緣政治緊張局勢，我們在另一項研究中探討了美國公司如何重組其全球供應鏈，以應對貿易和經濟政策的不確定性。我們的研究結果表明，供應鏈可能會因政府制定的貿易政策而發生變化；另外，供應鏈風險可能取決於一家公司的收入是來自國外還是國內。對於那些收入大多來自海外的美國跨國公司來說，美國政策的不確定性會促使它們進行更多的採購，而不是將製造業帶回國內。當然，它們也會尋找政策不確定性較低的採購目的地，同時探索中國以外的新採購地點，以分散集中風險。全球供應鏈的重組跟各個國家的政策日益交織在一起。在這種情況下，政府供應商是否會減少從出現貿易摩擦的國家（如中國和俄羅斯）進口貨品？我們的研究發現美國公司越來越多地僱用前美國政府僱員。實際上，這種政府關係可以幫助企業應對因地緣政治緊張局勢加劇導致的全球市場格局日益模糊的局面，並為供應鏈的運作提供更多靈活性。供應鏈的未來基於這些研究結果，我們對未來數十年全球供應鏈的演變提出四大預測：

（一）供應鏈的斷裂將持續存在，尤其是源於地緣政治的裂痕。由於國際關係中的競爭和緊張局勢加劇，政治對跨國供應鏈的衝擊將會有增無減。

（二）依靠在中國進行組裝生產的西方跨國公司將把生產線從中國部分撤出。但由於缺乏有競爭力的選擇，中國在未來大約十年內依然會是世界的工廠，形成「中國＋N」的新製造局面。值得注意的是，印度正在迅速崛起成為一個新的製造業中心，擁有挑戰中國的潛能。

（三）區域價值將在全球化中佔更大比重。為了應對供應鏈的中斷，企業將與更多地區的更多供應商合作。從長遠來看，回流、近岸外包，甚至「友岸外包」等策略將被用於縮短前置時間及降低不確定性，形成「地緣經濟碎片化」新時期。

（四）儘管成本效益可能會在未來的供應鏈重構中受到負面影響，但這種更分散的供應鏈全球化模式將有利於創新，例如製造模塊化和服務化，因為創新通常來自於作為多元化網絡一部分的小型創意團體。

外界負面看待美聯儲期望管理

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

整體市場已消化6月份的不加息，並未有把它作為重大利好消息，反而擔心，今次美聯儲既有鷹派表態，不排除7月和9月再加息，但又要此時此刻停一停想一想，即反映局方大員本身並無方向，美其名為數據為本，但實際上對於給予外界期望管理而言，此舉負面印象難以擺脫。

事實上，退一萬步說，假如從當前數據可見，值得央行決策者停下來，則又何需馬上補充不排除之後再加息？乾脆一切以到時的數據再定奪，倒還合理和公道，如今卻似自打嘴巴，難以自圓其說。

下半年更不明朗

的確，投資者由去年第四季局方開始把加息步伐，由提速變為降速，已預料有朝一日是不加息，此趨勢縱使慢，但方向清楚，如今卻是不清不楚，恐怕踏入下半年，整體市況將更不明朗！

當然，世事不只一個角度，甚至是同樣基於貨策政策的轉變，也可以有多角度。舉例而言，美聯儲本身的決定，當然以美國經濟為依歸，但隨着全球各地，撇除亞洲地區的例外，多數地方都仍然以打擊通脹為首要任務，加息不遺餘力。

如此一來，則不難明白，何以美聯儲看來如此自相矛盾，一方面在6月份暫停加息，但又馬上要令大家明白，7月和9月都可能各加一次25點子。畢竟，美國當地數據是一回事，但全球各地趨勢亦反過來會影響美國的經濟變化，包括金融市場的解讀。

利率差距這一回事，主導着資金流向，明顯的變化是，各地都在加息，美國稍慢，其資產價格便難免受壓，某程度上，亦與外界憧憬其減息刺激資產價格，有一定的抵消。

正因如此，之前指出過，風險資產陸續出現沽壓，目前正在加深，下半年不明朗更甚。

海嘯解困 今見代價

說起來，金融海嘯至今，央行以貨幣政策救急扶危。但，凡事總有代價，當日的危機，當時看來解救了燃眉之急，但可能只是緩兵之計，未有從根本上解決問題，而且過程中亦衍生更多問題，一環扣一環。

◆美聯儲的決定當然以美國經濟為依歸，但全球各地仍然以打擊通脹為首要任務，加息不遺餘力。圖為美聯儲主席鮑威爾。 法新社

從當日為避免金融市場崩盤，首要任務是建立信心，而最令人有信心的，不單是央行大員的口頭承諾，更重要的是言論背後是否有具體可以落實的基礎。

投資者更相信的是本身的盈虧經驗。沒有比央行開展減息和量寬之下，資產價格止跌回穩，投資者終於在博反彈行動中成功賺錢，來得更有感染力，影響更多投資者做相同動作，產生自我實現預言威力的了。

資產漲跌關乎全球化

問題是，資產價格一直漲，多資產者多受惠，少資產者相當少受惠，這種差距擴大，最終波及全球化的進程由順變逆，自由貿易亦阻，在在形成今時今日的國際形勢相當重要的一部分。

這個過程仍在進行，仍在加速，對於資產價格由漲回跌，恐怕不是一時三刻可以完成，這一點，即使全球各地央行一起聯手，也不見得有把握可以力挽狂瀾。

（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。）

俄羅斯形勢暫時穩定

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

全球市場在俄羅斯政治事件後相對平靜，從石油到股票、貨幣市場都表現出穩定的態勢。雖然俄羅斯事件可能會促使投資者出售高風險的資產，但整體市場波動還是比較溫和，這次叛亂可能不會直接引起更大的市場波動，但市場可能對俄羅斯內部政治事務變得更加敏感。

市場短期仍有可能下滑

雖然美國納斯達克指數在上半年藉着人工智能板塊帶動，有強勁升勢而達到超過30%的回報，而標普500也有超過13%的漲幅，但多名經濟學者和策略師都認為下半年未能持續，並預測有5%的跌幅。聯邦儲備委員會主席鮑威爾上周說，美國可能在2023年再加息一至兩次，加上其他美聯儲評論員打壓投資者對今年降息的希望，這令人情緒低落。多方投資機構基金經理都表示聯儲政策走在正確軌道上，這一年多的加息至6月之停息，使債券市場與整個經濟的前景重新連接。

雖然美國股票市場有着勢不可擋的上升，但投資者應該注意目前狀況是由於人工智能的推動，其他行業如銀行和消費類行業都呈現衰退跡象。多家大型銀行都繼續裁員，上至董事總經理，下達普通基層分析員。而美國製造業採購經理人指數從上一期的48.4下降到6月的46.3，是自去年12月以來的最低水平，反映整個經濟情況不太樂觀。

內地應續吸引資本回流

在亞洲，投資者將關注內地股市，圍繞內地刺激計劃的狂熱在上周遭遇了現實的打擊，股市表現不佳。對於內地而言，政府已經開始推動「中特估」，這些股票長期被大幅折讓，現時是推高交易倍數的好時機。自2023年2月以來，內地/香港市場一直處於新一輪的下跌中，美國和內地股市之間的股倍值差異進一步擴大，基本經濟改善將成為任何股市反彈的必要元素，復常雖然已經開始幾個月，但內地市民似乎仍保持儲蓄習慣，並不願進一步消費。隨着俄羅斯局勢回復平穩，美國市場現面臨長達兩個月之暑假，內地應考慮出台更強而有力的政策工具，以吸引資本回流本地市場，並向世界展示政府有能力處理所面對的問題：大學生就業率偏低，內消費增長緩慢，外部經濟衰退等。除了內地及香港外，所有股票市場在2023年首六個月都獲得可觀的回報，如政府能推出一些具體的政策推動經濟，最終的反彈肯定會令香港及內地指數在下半年有較好的表現，投資者可以趁低位部署。

央行意外降息對債市的影響

單坤 施羅德基金管理（中國）有限公司擬任債券基金經理

中國國內債券市場在2023年第二季仍保持穩定，尤其是利率曲線的中長年期曲線部分。近期一些銀行集中下調存款利率，而中國人民銀行（央行）出乎市場預期地減息，導致債券市場整體收益率快速調整，其中10年期中國國債收益率下降至2.6%，是2022年9月以來的新低。

2023年4月和5月的一些經濟數據有可能影響了市場的預期和情緒，而觸發點主要可能來自房地產、股市波動性、地方債務、消費結構等市場因素。但2023年6月中旬資本市場出現了「困境反轉」的預期，消息面的利好或將會更大幅度地影響市場情緒。整體來看，市場似乎對將於2023年7月推出的經濟支援政策充滿期待。

對於內地債券市場而言，市場原本一致預期經濟復甦將會減慢，但央行這次減息釋放了利好的信號。短期內，我們對利率走勢持中性看法，債券市場的表現或將受股票市場的表現和相關利好政策的推出所影響，但我們認為整體調整幅度有限。貨幣和財政政策維持原有定調，市場似乎沒有建立通脹預期，資金面保持相對寬鬆的狀態，加上存款利率下降，這將會利好國內債券市場，信用利差或將維持穩定。我們認為地方政府和市民可能仍處於資產負債表的修復期，房地產經濟周期或面臨轉型，信用債擴張速度放緩，同時實體經濟加槓桿動力不足，整體來說內地債券市場可能處於較低波動的狀況。

港下半年樓市表現仍看利息走勢

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

內地及香港自從1月起逐步恢復免隔離通關，為香港營商環境打下一支強心針，更把一些內地居民購房剛需力注入香港住宅市場，惠及中小型和豪宅市場。

回顧過去半年，住宅市場可見一手破冰、二手反彈，齊現總量值上升復甦局面。

發展商料先取量後取價

截至6月16日，一手住宅成交宗數和金額是5,992宗和792億元，平均樓價是1,322萬元，相比2021年及2022年的1,308萬和1,063萬元，出現「見底回升」的利好訊息，這是反映今年發展商重新出售豪宅新盤、把均價拉回上升走勢，主要是內地購買力重臨市場所賜。不過，一手樓月成交宗數仍處於較低水平：2021年是月均1,471宗；2022年是月均860宗；2023年首六個半月已回升至922宗，但仍是遠低於2021年月均水平，可望鼓動發展商下半年加速推售手中新盤單位。由於連續三年新冠疫情打亂住宅新盤銷售部署，一手樓出現大量積壓全新盤和新盤貨尾單位，預計下半年發展商會大力推盤，先取量後取價是市場主軸思維。中小型住宅主力供應地區維持是將軍澳和新界「北部都會區」，豪宅主要源自跑道區及遍布港島及九龍區的零星新盤。中小型住宅會以平穩樓價盡推；豪宅仍是保持較高叫價、寧願慢銷求高價。

筆者預計下半年一手新盤仍然保持暢銷情況，全年一手註冊宗數和金額可重回12,000宗和1,560億元，平均價格保住1,300萬元以上，相比2022年價量齊升42%和16%，高價新盤單位浮現明顯回升情況。不過，讀者還要注意下半年美息走勢，最新消息吹起下半年還會再加息0.5%，並且維持至明年第二季後才有機會掉頭降息。本地銀行按息會否跟隨、且會跟加多少？這明顯是下半年一手新盤定價決定性因素，也是決定交易宗數的最主要因素。

二手市場有望「量穩價跌」

二手樓市場成交量反彈，但是樓價持續下降。截至6月16日，二手樓交易數量和金額是21,440宗和1,605億元，平均樓價只是749萬元。其實二手樓價下降趨勢是始於去年，從2021年起均價走向可以清楚地說明，2021年、2022年及2023年六個半月的二手樓價均價分別是888萬、858萬及749萬元，單是今年半年二手樓的均價已下降13%，可謂下降趨勢已基本上確立了。從今年6月走勢，二手樓價似乎仍然向下，與一手均價平穩向上構成明顯反差。筆者解說是基本下列各種因素，包括樓按持續向上、經濟下滑迫使小業主主動急放投資物業套現補倉、人口出現淨流出、新來港人士選擇購買新盤單位、二手樓是典型買家市場等等。不難預料二手樓市場仍然會跟一手市場「分手」，出現「量穩價跌」的現象。假設二手樓市場保持月3,300宗及約750萬元均價走勢，2023年整年會累積約40,000宗和3,000億元金額，大概會重返2022年的交易量的90%和相同交易總金額。在今年下半年樓按仍會高企下，二手市場的豪宅市場會較中小型市場表現較為理想，主要是受惠於內地買家重臨香港市場。

無可否認，工商舖市場受益於通關效應，今年首季浮現租金止跌回升的良好開始。遊客重臨委實促使大型零售商重現旺區的店舖，再次重開旺區分店營業。不過，從過去半年的遊客消費模式，筆者發現有着微妙變化，最頂級的豪華消費客不再大量重返，奢侈品店舖最暢銷商品是中價產品，且最高級食肆的消費金額也呈現下降情形，說明遊客的高級消費更加已不再復見了。長遠來說，這些現象限制旺區店舖租金和售價上升幅度，結果是旺區吉舖減少，但是租金上升幅度受壓。在短期高息環境下，買賣交易量不會大升，交易價格不會理想。

看好新型廠房投資價值

這兩年將是核心區辦公樓的高供應量時期，尤其是中環、金鐘及九龍東含啟德區的供應量仍會高企。面對辦公樓模式的改變和金融市場的低迷，辦公室租用率不可能短期改善，「橫行輕微下滑」似乎是兩年期的走勢。期望剛剛推出港幣/人民幣雙櫃台會激活本地股票成交量，商業活動再度復旺，有效地增加辦公室需求。平情而論，辦公室市場走勢仍會低迷，租金只可平穩、交易量不振、交易價格低企。

工業樓宇和倉庫物業仍然是過去二年的市場焦點。不過過去幾年的好市間接地令工業/倉庫樓價未有顯著回吐，促使這個市場的投資價值不高。工業市場中筆者獨看好新型廠房，尤其是全幢單一業權的，主因是可以變身為數據中心和倉庫用途，它們的成交單價會相比個別單位和個別層數的較高。其實商業模式已改變成電子平台、在家上班等等也直接地減低廠房單位的剛需。

總括來說，2023年是通關年，整體市場全面解凍，出現全面的反彈，尤其看好店舖、新盤住宅及數據中心市場。在新經濟下，新購房慣性下的新貴，資金自然流入吧！上周尾，英國和眾歐洲央行突然加息去打擊通脹，似乎全球利息短期不能下降。注意利息高是樓價最大制約者，投資者謹記。

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。