內地經濟續溫和增長 仍需宏觀政策擴內需

全球觀察

張婉 中銀國際研究有限公司

內地經濟在第一季度增長4.5%，實現較強開局後，第二季度增長勢頭放緩，其中房地產銷量、投資和相關大宗消費、工業產出和利潤、青年就業、消費物價和居民信貸表現均較疲弱，顯示經濟復甦勢頭尚待穩固。與此同時，接觸性服務業實現較快的疫後恢復，宏觀政策繼續支持經濟結構轉型和穩定增長；其中，高技術製造業投資和基礎設施投資增長強勁，新能源等產業升級優勢顯現後帶動相關產品和設備出口增長較快。今年下半年，中國經濟有望延續溫和增長，實現全年GDP增長5%左右的政策目標，但隨着前期積壓需求釋放，經濟增長向常態水平回歸，更需要恢復和增強經濟的內生增長動力。

出口方面，受主要發達經濟體持續加息的影響，海外需求預計進一步回落。今年第二季度以來，出口逐步承壓，4月份和5月份出口額出現了環比負增長，歷史上4月份和5月份出口金額一般為環比正增長。未來美歐市場商品消費和投資的下行壓力將進一步傳導至包括東盟、中國在內的新興市場，同時疊加去年第三季度的較高基數水平，出口短期內可能仍然維持負增長，預計出口在去年增長7%後今年回落3%左右。

服務業實現較快恢復

外需走弱的同時，內需對經濟的拉動力增強，而消費和服務業增長預計仍將成為內需增長的主力。今年上半年，餐飲、交通出行、服裝等接觸性消費改善較快，是拉動上半年經濟增長的主要驅動力。今年前5個月，服務業產出同比增長9.1%，去年下跌0.1%；社會零售額同比增長9.3%，去年下跌0.2%。但拋開基數作用後，消費復甦的力度不及市場預期，特別是居民的耐用品消費相對疲弱，在主要商品消費中，家電、文化辦公用品、建築裝潢材料等耐用品消費和房地產相關消費在今年前5個月為負增長，服裝鞋帽、化妝品等今年增長較快的接觸性消費規模5月仍未恢復到2019年同期水平，側面說明消費的復甦基礎有待加固，居民消費意願和消費水平有待提升，上半年消費受到較大程度恢復性消費、短期補償性消費和基數作用的拉動。

今年下半年，受低基數影響，服務消費有望延續較高的同比增長水平，但服務業消費的補償性需求正在減弱。商品消費中，隨着房地產竣工和政策支持家電、家居等大宗消費，部分耐用品消費可能會溫和改善。由於去年下半年汽車購置稅優惠政策帶動短期銷量走高，在高基數和前期需求消耗下，汽車消費可能對今年下半年商品消費帶來一定影響。預計今年社會零售額增速將從去年的下跌0.2%恢復到7.7%的較高增長。

投資增長或將小幅放緩

然而，投資在今年下半年繼續存在小幅放緩的壓力。今年前5個月，固定資產投資增長4%，較去年回落1.1個百分點。其中，房地產投資表現疲弱，今年前5個月，房地產投資和商品房新開工面積分別同比下跌7.2%和22.6%，是拖累固定資產投資的主要因素。而在政策支持下，高技術製造業投資和基建投資延續較快增長，前5個月分別同比增長15.3%和9.5%，明顯高於整體投資增速。由於部分傳統製造業面臨訂單減少、產能利用率下降的壓力，投資增長較慢，整個製造業投資增速從去年的9.1%回落到今年前5個月的6.1%。

今年下半年，受內地房地產市場持續調整、嚴格防範地方政府債務風險、基建投資增長放緩等因素影響，投資增速存在繼續下行壓力，預計固定資產投資增速將從去年的5.1%下降至今年的3.7%。一是當前家庭部門購房意願較低疊加房地產行業自身信用尚未恢復，開發商拿地和開工信心較弱，房地產投資整體來看尚未明顯改善，「保交樓」仍是下半年房地產風險化解的主要任務。

二是地方政府賣地收入繼續回落，部分地區出現較大財政壓力，相關地方融資平台信用風險上升。考慮到今年地方政府專項債規模略低於去年發行額，在缺乏增量政策支持的情況下，基建投資增長將逐步放緩。三是國際訂單、內地商品消費、房地產底部徘徊和基建投資轉弱將影響工業產出和利潤恢復，進而抑制製造業投資表現。

宏觀政策有望持續發力

由於下半年海外地緣衝突和需求減弱等不確定因素持續較多，內地復甦基礎尚待加固，預計下半年貨幣和財政政策仍將積極發揮逆周期調節作用。當前經濟正處在新舊動能轉換的關鍵期，貨幣和財政等宏觀政策將着力兼顧促轉型、穩增長和防風險，政策刺激力度預計相對溫和。財政方面，由於今年前5個月，一般公共預算財政累計赤字為5,129億元（人民幣，下同），相比去年同期高於1.2萬億元的累計赤字和預算安排的5.78萬億元人民幣的實際赤字安排擴張力度相對較低，預計下半年財政擴張仍有餘地，有望加快預算內財政支出力度，為經濟提供支撐。同時，貨幣政策預計仍將保持相對寬鬆的流動性環境，繼續推動實體經濟融資成本下降，引導信貸擴張並投向綠色低碳、中小企業、現代基礎設施和高技術製造業等重點領域。

當今期望管理的真正難處

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

日前提到，美聯儲為首的歐美央行，近年為市場人士進行的期望管理，何以成效不彰，尤其對比之前十年大部分時間，有如此重大的落差，每每各走極端，各有想法而不能協調，究其因，只因為從奢入儉難。

的確，當年伯南克接手（擔任美聯儲主席），是絕對的危機，別無他法，死馬當活馬醫，但求大家不要再拋售資產，資產價格止跌回穩。解決信心危機，已經謝天謝地。

是的，有了這一個最核心的思想，只要局方保持一直量寬，維持超低利率環境，縱使大家明白這只是拖字訣，把問題往下一個年代推遲，治標不治本，但不打緊，起碼即時的危機解決，買時間，一切隨後再談好辦。更何況，當中過程，令大家有恃無恐，大家只向資本升值着眼，不再把正常投資回報率放在眼內，短線急功近利，亦燒銀紙般打造出不少新創科企巨頭，未必是壞事。

從如魚得水到活受罪

然而，借來的時間，借來的空間，最終都要還。如今就是催還，試問央行又怎可能單靠期望管理，可以令大家歡喜呢？

是的，有別於以往十多年，央行和市場的期望管理如魚得水，如今竟似活受罪，每步皆錯，慘不忍睹，究其因，是因為期望管理在之前量寬和超低利率時期，只需強調投資者不必擔心，萬事有商量，央行一直可以包底背書，只要大家肯不拋售資產，便有升值預期，便有發財希望，自然是人人樂意奉陪。

相反，過去幾年，全球疫情之下，通脹預期出現，一下子令等它出現等了十年的央行大員，手足無措，最終無法駕馭，一下子成為當前首要任務針對對象，姑勿論是何種理由觸發這種通脹預期，總之，如今不能繼續無止境量寬超低利率，這樣一來，大家一定高興不起來！

換位思考 當知難處

假如投資者和央行官員互相都懂得換位思考，便知道箇中難處。的確，在好景時，順風順水，央行官員只需蕭規曹隨，一切便完成。相反，在如今相當麻煩的時候，所有難題近乎一齊出現，哪個要先處理，哪個可以容後再談，便是這十多年以來，慣了容易處事的央行大員，一下子沒有訓練準備便要上陣，已經是持續高強度的考驗！

◆ 美聯儲等歐美央行近年持續為加息向市場進行的期望管理，但成效一直不彰。圖為美聯儲大樓。 路透社

有此時代背景，便可以更客觀理解當前形勢。踏入下半年，7月份開局，投資者不無樂觀的道理，一來，全球各地通脹放緩的跡象，說明了就算央行打算繼續加息，起碼不是提速進行，只是按原定大家已知的步伐去做，屬於已有預期的部分；二來，國際形勢方面，似乎有一定的短暫釋出善意之舉，能否長遠有效，實屬難料，始終是這個大時代的一小章節，但起碼對於即時的氣氛上，有一點好轉。

先炒為敬 先走為敬

然而，上述兩大道理，說起來，都是相當有保留，不是純粹從樂觀去想，只是沒有想像中那麼悲觀，但大家仍然肯接受，說明了心底裏已經沒太大期望，更沒有奢望，面對現實之下，只要沒有比想像中更差的處境，便算是好消息，先炒為敬？但要做到先炒為敬，也自然要有心理準備，勢色不對，馬上先走為敬，才是知行合一，言行一致，才有勝算，否則，容易因為自欺欺人的理由進場，但到見到現實改變了仍不肯離場，俗稱所謂磨爛席，便不妙。

（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。）

CEPA持續助港拓內地商機

張文朗博士 中金公司研究部董事總經理、首席宏觀分析師

今年是《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（CEPA）簽署20周年，CEPA為香港各行各業創造前所未有的商機，使香港經濟由當年的疫情下迅速走出低谷，同時亦對國家改革開放發揮重大作用。

回望過去20年，CEPA的宏觀目標是逐步消除貨物貿易的關稅和非關稅壁壘，進一步實現服務貿易自由化，推動貿易投資便利化，並提高內地與香港和澳門之間的經貿合作水平。從歷史意義上來說，CEPA是「一國兩制」原則的實踐，為內地與港澳制度性合作開闢了新路徑，也是一個全面實施自由貿易協定的里程碑。具體來看，第一，CEPA具有高標準，內容豐富且領域廣泛。這一協議品質高，覆蓋面廣，能夠為內地參與其他雙邊自貿區提供寶貴經驗，起到了創新性的作用。第二，CEPA既符合世貿組織（WTO）的規則，又符合「一國兩制」的原則。這些開放措施逐步減少並消除了兩地經貿交流中的制度性障礙，推動了內地與港澳間經濟要素的自由流動和經濟的融合。第三，CEPA為內地和香港之間的商品和服務貿易提供了零關稅待遇，推動了兩地的經貿合作，使香港企業更加便利地進入內地市場，也使內地企業能更容易地利用香港的國際化優勢。

為大灣區融合提供制度保障

粵港澳大灣區戰略與CEPA之間可以說是相輔相成。一方面，CEPA之於粵港澳大灣區戰略屬於先行先試的政策實踐。CEPA最初於2003年簽署，之後又分別簽署了六個補充協議，在貨物貿易、服務貿易和貿易投資便利化等方面作出互惠安排。作為一個高標準的自由貿易協定，CEPA促進了廣東、香港和澳門間的經貿合作和經濟融合。它通過減少和消除兩地經貿交流中的制度性障礙，為粵港澳大灣區的深度經濟融合提供了制度保障。另一方面，在粵港澳大灣區戰略下，CEPA也能充分發揮作用，並進一步優化升級。粵港澳大灣區戰略旨在構建一個世界級的城市群，整合廣東、香港和澳門的資源，以提升整個地區的創新能力和競爭優勢，這為CEPA提供了一個更為廣闊的實施和發展場景。而粵港澳大灣區區域協同發展需要不斷完善CEPA框架，深入貼近市場實際需求，進一步推進大灣區服務貿易的開放水平。

與內地不斷加強的聯繫未來將進一步提升香港的經濟和競爭力水平。第一，與內地不斷加強的聯繫或進一步加大內地這個全球第二大經濟體與香港的經濟一體化水平，為香港企業提供更廣闊的市場空間，進一步發揮規模經濟和協同效應，也有助於提升香港的整體競爭力。第二，內地擁有龐大的人才規模，科技創新水平提升迅速，與內地不斷加強的聯繫，有助於為香港提供充足的人才供應並加快香港的科技創新能力。第三，作為全球金融中心，香港高度開放和成熟的金融市場可以為內地的經濟發展提供資金和技術支援，並在此過程中，進一步提升香港在全球金融市場的地位和影響力。

內地股市估值偏太遠 或是難得投資機會

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

年初上望，至目前扭轉的情況年初內地股市經歷一波大漲，當時大部分策略師都認為若中國能夠完全擺脫由疫情帶來的破壞性封鎖，股市可能將繼續上漲，但隨後內地股市下跌了逾20%，使全球第二大經濟體陷入熊市，令所有經濟學家大跌眼鏡。事實上，經濟真的是這麼差嗎？隨着股市下跌，投資者轉向基本面，特別是尋找那些在股價下跌中表現良好的公司，這類公司通常擁有強大現金流和盈利能力，也有一些投資者還在尋找那些受益於政府提供刺激計劃的公司。

投資者有很高期望

國家的傳統政策是通過大量投資刺激經濟，一些主要投資銀行經濟學家希望通過刺激來實現復甦，但也有一些人不那麼樂觀，認為大規模貨幣刺激無法釋放恢復市場信心所需的經濟增長。投資者對內地股市有很高期望，基於以下原因：首先是預期與美國的外交交流將逐漸緩解兩國之間的緊張關係。其次，投資策略師預測，隨着市民對經濟變得樂觀，內地消費支出將出現反彈。不過，繼2月份氣球事件和疫情政策造成經濟損失和財政不穩，市民仍然不願進行重大消費，主要是消費者的「習慣」有根本性的改變，在過去幾年中，由於疫情消費限制，消費者慢慢形成習慣，要破解習慣而觸發消費行為並不是一項簡單任務。

有見及此，經濟復甦目前只能依靠中國傳統貨幣政策，即通過大量投資刺激經濟，許多人認為目前政府仍有足夠政策空間去實行。3月至5月份的經濟數據均不及預期，導致內地股市被推壓到幾乎是疫情初之水平，雖然市場風險仍然存在，但目前股市是否應繼續處於一個這樣低的水平？投資者可以平衡長期經濟增長和今天要付出的代價，有人稱之為價值陷阱(Value Trap)，但經驗豐富的投資獵人會稱為難得的機會。

澳門物業市道下半年有望穩步向上

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

早前澳門經濟學會發表報告指出，澳門經濟呈現持續快速復甦勢頭，博彩業和旅遊業齊現強勁回升。7月初，澳門大學澳門研究中心及經濟學系發表2023宏觀經濟修訂預測，展望今年澳門實質經濟增長47%，服務出口料急升101.2%，通脹率為1.2%，本地居民失業率為3.3%，澳門特區政府經常收入為765億元（澳門元，下同）。1月8日澳門特區政府大幅修訂出入境限制，使得今年起訪澳旅客人數穩步上升，「五一」黃金周旅客人數更回復前疫情以來甚高水平，為旅遊業、零售業、飲食業和博彩業帶來可觀的進賬，是三年疫情後的大喜訊！

全年賭收有望超年初估算

根據澳門特區政府博監局公布資料，6月份毛收入152.07億元，較去年同期升513.9%，按月微減2.3%，主因是5月份賭收基數較高。首6月賭收累計801.36億元，按年增205.1%，是年初澳門特區政府估計初值的62%，也是投行再修訂估值的53%。如果假設下半年月均賭收維持在150億元水平，則全年賭收可望突破1,600億元以上，大大超出澳門特區政府年初估算的1,300億元。賭收上升推高營運博彩稅收，將大幅改善特區政府財政表現，有利政府增加基建及其他民生開支。

1月初澳門解除防疫措施後，物業市場馬上進入「小陽春」期。首季住宅交易共錄969宗，較去年同期上升15%，瞬間釋放了三年疫情累積的購買力。「小陽春」時期無疑並不長久，步入4月份，累積的購買力消耗後，樓市再次陷入膠着情勢。根據財政局顯示，4月、5月份住宅成交分別有301及287宗，而6月份上本月只有132宗，推算上半年可達1,800宗左右，但已比去年的2,950宗，有着明顯轉活勢頭。受惠於特區政府鼓勵首置行為，上半年的購買力仍然集中在首置階層，約佔總額85%，預料這股首置風仍會下半年持續。

留意龐大公私型供應量

除了澳門各類經濟因素包括樓按利息，居民收入增長、整體經濟表現外，還有下列兩類因素影響未來澳門住宅樓市，如填海A區公屋、組屋落成數目和時間及橫琴新街坊4,000個單位出售情形。面對未來A區規劃社屋4,000個和經屋約24,000個單位，加上橫琴新街坊4,000個單位的龐大公私型供應量，澳門私樓的影響仍有待觀察。當然可以肯定是澳門青年上車族仍會首選澳門區內私樓，不少受訪居民也表示新街坊定價跟其他珠海樓盤相近，上述兩大組供應量似乎對私樓影響仍然可控。可見未來兩年間，利息不會大幅回落至疫情前超低水平，澳門私樓的投資價值不高，自住客變成短期本地樓市的主力購買群組，如何取捨公私樓組別、如何選擇地區居住（澳門、珠海、橫琴）都是未來本土私樓市場決定性因素。澳門店舖市場驟然「輪流轉」情形。閉關時，民生店舖表現「一枝獨秀」，平穩間又略現微升現象。開關後，民生舖表現「一落千丈」，旅遊區及賭場區店舖「反底回升」。其實這正好說明通關行為正是「兩刃刀」！

當地居民減少留澳購物

「澳車北上」政策實施至今已約半載，越多車主申請，疊加早前生效的駕照互認措施，造就居民自駕北上消費，減少她們留澳購物、飲食和消費。再者，每逢假期、周末時間，澳門居民齊齊外遊，導致近期節假日子民生區人流、車流大幅減低，促使民生區商戶流失不少本地客，生意跌減兩三成。反觀著名的遊客/賭場區域如新口岸酒店地帶、氹仔舊區官也街則租務活動轉活躍、空置率大減一半、現有經營者尤其飲食業積極續租，區內一片人氣高漲、生意興旺氣氛。下半年民生舖淡靜下跌、遊客區店舖持續興旺應是可見趨勢，這也可能是疫前所不能想像的！

除了店舖市場出現「大逆轉」外，商廈和工廈市道則維持去年情形。商業大廈市場持續淡靜，預算上半年成交約30宗下。下半年政府辦公大樓相繼入伙，直接地把部份政府部門轉回政府辦公樓內，空置率有上升壓力，促使租金低位走動、交易價格不振，預計未來半年交投/租務活動仍是淡靜，等待「一加四」經濟適度多元發展策略何時可以賦能在實體本土經濟上。

工廈首半年成交約15至20宗，同比回落逾25%。通關效應令次季工廈市場有着回暖情形，主因是回報率較接近按息、且用途較廣闊、入場門檻低。於工廈價格已回落下，不少用家和投資者開始回流，預計下半年工廈成交會轉活。總括來說，商廈市場保持弱勢、工廈物業有望轉活，不過租售價值仍然不能向好，是平穩中見微升（工廈）或見微跌（辦公樓）局面而已。

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。