



2023年下半年全球經濟增長展望

Daleep Singh 保德信固定收益首席全球經濟師兼全球宏觀經濟研究主管

2023年上半年再次提醒，我們已經進入宏觀經濟更為動盪的時期，政權更迭可能為近年以來最頻繁，影響亦更深遠。

美經濟存不少風險

美國經濟在上半年似乎飽受危機困擾。然而，地區銀行風波並未引發全面經濟危機，債務上限危機也沒有產生明顯的財政負擔。隨著勞動力市場逐漸回歸平穩，我們預計核心個人消費支出通脹率有望在年底前降至3.0%以下。如果出現明顯的通脹持續下降跡象，而經濟增長又低於趨勢，美聯儲理論上會在息率達到5.5厘時暫停上調，然後在2023年第四季開始減息，進行

50至75基點的「微調」。

綜合來看，我們的基準情景（35%概率）預測在未來12個月內美國會出現「弱勢通脹」（weakflation），即較低的正經濟增長加上持續下降（但仍高於目標）的通脹。其他情景包括概率相等（均為25%）的經濟衰退和軟着陆，其次是「名義GDP繁榮」（10%），即經濟增速超越趨勢，而通脹則仍然高企，最後是所謂「蓬勃的2020年代」（5%），即生產率提升令經濟增速超越趨勢並保持通脹受控，類似1990年代末期的情景。

我們尤其關注美國經濟面臨的兩個方向截然相反的尾部風險。首先，我們將密切

監察商業房地產（尤其是寫字樓）和非銀行金融行業中可能出現的困境，這些領域或因聯儲局進一步收緊政策而難以控制。相反，我們亦要重視公共投資對經濟供給方可能產生的深遠後果。如果製造業建設支出急增是未來企業支出的先兆，將對生產率、趨勢增長和各類資產的財務回報極為利好。

歐洲經濟增長乏力

歐洲方面，我們認為其經濟增長乏力。歐洲的增長背景雖然比預期更有韌性，但已開始顯示出結構性的不利因素，而需要關注的一個關鍵點，將是夏季幾個月整體通脹的

放緩程度，原因是歐元區第一季度GDP增長的唯一正面貢獻來自淨出口，而淨出口面對的挑戰越來越嚴峻。因此，我們對歐元區GDP的預測仍遠低於趨勢，目前看來，在2023年下半年和整個2024年均將低於市場預期。地區和行業的分散也為歐洲經濟蒙上陰影。當地對服務業需求減弱，加上全球對製成品出口需求下降，最終將在通脹高企的背景下令經濟增長停滯。這些因素將導致歐洲出現弱勢通脹（40%概率）。預計通脹態勢將迫使歐洲央行在下半年進一步上調利率。我們認為歐洲經濟衰退的概率為25%，軟着陆則為15%，名義GDP繁榮和滯脹的概率則各為10%。

內地經濟料溫和增長

至於中國內地經濟，我們的短期預測相對樂觀，原因是預料內地將推出更多貨幣及財政刺激政策以支持經濟復甦。為避免經濟復甦停滯不前，並使GDP增長不再連續兩年未達標，我們預計內地將對地方政府推出財政刺激措施。因此，在未來12個月內，我們認為內地的基準情景（50%概率）是處於軟着陆/平穩的狀態，保持4.5%至5.5%經濟增長和1.5%通脹率。其他情景包括名義GDP強勁增長（25%概率）、弱勢通脹（15%概率），而衰退和「蓬勃的2020年代」概率則各佔5%。（節錄）

無風險利率高企 資產價格續受壓

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

儘管市場的通脹觀點翻來覆去，又或者通脹預期變了又變，但這只反映人的主觀願望或一廂情願，但客觀上的通脹趨勢，卻相對平滑，數據本身不是翻來覆去，只是跟大家的想法一比較，便又有勝於預期或遜於預期的感覺。

是的，一般而言，經濟數據其實都是有個大趨勢，這個趨勢本身，一來由於時間，二來由於各種因素，都不是一般人只着眼於個別因素的看來那麼充滿奇怪。

無論如何，純粹從全球疫情觸發的物價上升壓力，基本上只是復常，不難把大部分壓力消除，過程中即使有或沒有央行把貨幣政策收緊，也無關宏旨。

全球化逆轉 暫難復舊觀

當然，說是大部分消除，而非全部消除，因為疫情前的世界，跟疫情後，的確存在不少分別，可以說，經此一疫，很多人的生活模式或習慣都有改變，更何況，未必跟疫情有關，只是同時間發生的，全球供應鏈，在地緣政治衝突加劇，又或者全球化逆轉之下，一切也不易完全回到疫情前的水平了。

承接近來國際形勢的轉變，不難發現，投資者對於上半年的玩法，有一定的逆轉，而不再一面倒的押注，多的是一份保留，一份謹慎。是的，在轉向的

當前，相對保守的取態，絕對可以理解。

通脹降溫勢頭尚待確定

畢竟，即使央行大員本身，亦無法確定，究竟是否真的可以停下來，不再收緊貨幣政策。比方說，大家從7月份的美聯儲議息會議紀錄來看，固然看到委員仍有相當的擔憂，認為通脹仍有升溫之虞，不敢造次。

另一邊廂，對於過去一兩個月，新近出台的經濟數據，大家也認同，通脹是沿着之前的降溫趨勢，只是能否持續下去，令人放下心頭大石，倒也有一定變化在其中，是合理的。

投資者汲取上半年經驗

無論如何，參考上半年的經驗，當時很多人一廂情願，主觀願望的以為，央行在眾多環境限制中，有必要減慢加息步伐至不加息，甚至在某些危機處境，例如3月份的銀行倒閉潮中，有可能減息云云。然而，這一切既然最終沒有兌



◆美國聯邦基金利率等無風險利率升至相當高水平，變相降低風險資產吸引力，各類風險資產價格因而受壓。圖為紐約證券交易所交易員。

現，則踏入下半年，即使通脹繼續降溫，但投資者已心存顧忌，亦屬正常。當然，過程中，實不乏好消息，又或者是壞消息之中的好消息，但似乎未能帶來足夠的沖喜作用。

說穿了，投資者都很實在，眼看所謂無風險利率，例如聯邦基金利率，一直提升至當前的相當高水平，其他一切風險資產，自然也靠邊站。

是的，環球投資市場上，不同資產類別的取捨，直白的說，不外乎風險與回報的平衡，如今利率高企，不會一下子

改變，反而多國央行都在說，要留意在未來一段日子，即使偶爾一次會期不再加息，不等於持續不加息，更不等於減息，則上半年大家眾口一詞，以各種理由，包括失業或衰退或金融市場不穩或銀行相關倒閉等，來希望央行改變的，都不成功，則由原來憧憬減息的想法中退陣下來，難免對於資產價格和估值打折。

（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。）

美國債券尚吸引 長遠投資宜謹慎

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

2023上半年，債券投資者一直被陷入困境中，而2022年的連續加息更令債券價格大幅下跌，但為何經濟學家和分析師仍將政府債券視為一項相對安全和無風險之投資？

債券對股票——誰勝誰負？以被視為全球最安全避風港的美國國債為例，2022年的回報率為-17.8%，與標普500的-18.0%相比，債券的安全性幾乎毫無意義。債券當然提供一種合約上「肯定」的固定收入，但實際上，債券和股票都存在風險，而這差異在目前亦只是非常細微。截至目前為止，2023年美國股票比債券表現更為出色，但標普500和納指在本年的反彈幾乎全由7家最大的科技公司推動，市場在年初都認為加

息將把科技公司未來收入的現值縮小，而事實上，市場卻被人工智能主題的力量完全蓋過了，這也是二十年來史無前例的情況。

不穩定性令投資者卻步

考慮全盤棋手，美債地位仍有其最近令債券市場不安原因，包括惠譽評級機構對美國國債的降級，到慣性美國財赤預趨勢，以及日本企業由美撤資。曾任國際清算銀行貨幣與經濟部門主管，威廉·懷特（William White），最近提出更深層次的觀點是世界正從富饒時代走向匱乏時代。自冷戰結束以來，許多趨勢正在蔓延：錯綜複雜的全球供應鏈，以倍數增長之全球勞動

力、國際貿易增長超過國內自身產品總值增長等。同時，能源供應受氣候變化和安全擔憂所限制，私人、企業和公共債務不斷增加限制政策選擇。這造成一個通脹壓力負擔更重的世界，也步入一個通脹率和利率波幅變得更加動盪的時代，這對債券市場造成金融不穩定性，使投資者卻步。

盈利仍勝次級企業債券

如美國聯儲系統是一個完美及永不破產的中央銀行，那美元何能保持世界主要儲備貨幣地位？雖然中央銀行利用印鈔能解決部分問題，但目前世界上暫未有替代方案來取代美元和美國國債。對於投資者來說，美國國債盈利尚算可

觀，亦可以提供高於2%通脹目標之回報。比起目前其他次級企業債券，美國國債仍是較好的風險選擇。

累積債務或致「霸權循環」

歷史循環，誰是下個霸主？有研究西方歷史的讀者都知道霸權循環規律，從荷蘭、西班牙再到英國，繼而轉到現時的英國，每次交替均有一個共通點——累積債務所累。如果不採取恰當之債務發行政策以最快及有效的方式控制通脹，其領導地位將難以保證，對其政治、經濟和社會穩定將帶來災難性後果。正如之前所建議，美國國債目前仍然安全，但長遠來看，投資者應謹慎行事。



◆一手新盤持續主導香港樓市。 中通社

澳門再招標土地成市場新焦點

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

澳門已回歸祖國逾廿年，筆者記得招標土地大概只有三次，分別是2004年、2008年和2023年，共招標五幅土地，但比澳門特區政府回收閒置土地數目少了許多。

澳門特區政府於2003年11月底發出招標公告，宣布以公開招標方式批給一塊1,001平方米土地，興建一棟用作住宅、商業及停車場的大樓。2004年2月開標時，發展商出價6,729萬元（澳門元，下同），是底價的3倍多。澳門回歸以來的第二次賣地在2008年初，最後公布結果是天偉有限公司一口氣以14.22億元奪得筷子基南灣D和E地段。兩塊土地面積分別是1.83萬和3.19萬平方呎，可建樓面面積18.34萬和28.74萬平方呎，高出底價9.1倍及8.1倍，每呎樓面地價分別是3,026和3,016元。發展商於2017年落成「擎天」及「半島」兩座大廈，均為29層，共465伙兩房至五房住宅單位，建築面積約由796至3,689平方呎。該住宅大樓毗鄰澳門遊艇會 盡覽海

岸景色，屬北區筷子基社區豪華住宅群，且擁有度假式住客會所。開售時，發展商取價每平方呎8,000元至9,000元（以標準層計）。當日中午開標時，同區的海擎天呎價約每平方呎3,000元至3,500元，最終開盤發售時竟然高達每平方呎8,000元至9,000元，為開發商帶來不俗利潤。

復甦後需求料殷切

去年11月，澳門特首賀一誠回應議員提問政府有否土地出售時已指出，今年計劃推出四幅土地拍賣，主要是預料私人房屋市場完全空白，而五年後經濟復甦至一定程度後便會有需求，也表明澳門特區政府趁市場復甦前預先出售土地。

果然，澳門特區政府於今年8月中旬公布公開招標兩塊氹仔租賃地：位於氹仔沙維斯街、汕頭街及桂林街的BT9a地段和位於氹仔廣東大馬路的BT8地段。特區政府租賃地既有使用年期限制又有用途限制。

使用年期一般不超過廿五年，期滿後每次可續期十年。承租人需繳納一次性溢價金，並嚴格按照合約條文進行開發、建設、驗收、入伙。每年承租入需繳納土地租金，以體現雙方租賃關係。

如地籍資訊網上載位置圖顯示，兩塊土地基本上背靠鄰近相連，中間只隔開規劃道路，均為H2類居住用地，優先興建多戶型及複合用途居住樓宇，以及至少五成總建築面積為居住用途，餘下面積可兼容其他用途（商業及公用設施）。

底價重返十五年前

BT8地段和BT9a地段的土地面積及可建樓面面積分別是3,509平方米、3,225平方米、35,090平方米及32,250平方米，即共可建樓面面積67,340平方米（724,841平方呎）。招標底價分別是11億3,600萬元及7億7,700萬元，而招標樓面底價分別是每平方呎3,008元及2,238元，平均招標樓面底

價則是每平方呎2,639元。這還比2008年批租兩塊筷子基住宅地低水大約15%，底價重返十五年前。因此，不少當地房地產業界評為「較低較平」。

翻看兩份土地招標文件，筆者發現兩塊地皮基本發展限制條件一樣，筆者估計兩塊土地最終聯合發展，或是一名發展商盡攬或兩個發展商成功投得後聯手開發，收取協同效應，與「擎天·半島」規格一樣。聯合發展模式大致是最底層是二至三層商業裙樓、裙樓上各自地段上興建兩座超居住宅塔樓，兩座裙樓可用有蓋行人天橋相連，打造成氹仔地區最高檔、超高層；商舖、住宅及停車場齊全的豪華屋邨式的住宅群組。筆者粗略計算如賣價為每平方呎9,000元以上，便可享受有12%以上淨利潤，這跟現樓同區新樓呎價水平一樣。

發展商出價料保守

無可否認，現時澳門樓市需待經濟復常

後才可受惠，仍處於較低迷情形。有興趣下標者都會看好經濟前景，否則會觀望入標情況。因應現時澳門房地產低迷局面和銀行利息高企，發展商會採取較保守態度，計算地價時只參照今天附近樓價。筆者估計最後中標樓面地價不會超過每平方呎3,000元，即兩塊地皮累計地價約為21億元以下。

大家不妨細心觀望，中標者是誰？中標價為多少？兩者都是在在標示未來澳門樓價走向，是未來樓價的風向標。因為租賃地不易向銀行貸款，且超高層建築坐落裙樓不易處理，中標財團必須現金充足及熟悉澳門建築物條例。相信本地房企聯合「過江龍」是最理想選項，尤其是內地國有房地產企業及香港地產發展商。

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。