

2024年經濟以進促穩仍需政策合力推動

全球觀察

張婉 中銀國際研究有限公司

2023年第四季度和2023年全年內地生產總值(GDP)均同比增長5.2%，完成年初設定的「5%左右」的增長目標，主要受益於去年低基數、消費恢復性增長、基建投資和製造業投資較快增長、新能源等新產業動能釋放以及較大力度的財政和貨幣政策支持。從兩年平均增速看，第四季度經濟增速從第三季度的4.4%下降到4%；2022至2023年兩年平均增速為4.1%，低於2020至2021年兩年平均增速5.1%和疫情前6%左右的增長水平。受內外因素影響，經濟要實現中央經濟工作會議「鞏固和增強經濟回升向好態勢」的要求仍需要更多宏觀政策的合力支持。

3方面因素仍需加強支持

中央經濟工作會議指出，當前經濟運行仍面臨考驗與挑戰。具體來看，一是2022至2023年房地產銷量和投資持續下行，對經濟的影響幅度大、時間長。二是2023年消費恢復主要受服務消費、出行消費的拉動，商品消費特別是除汽車外的耐用品消費

增長有限，2023年社會零售額增長7.2%，兩年平均增速3.4%，規模恢復到疫情前趨勢增長水平的85%左右；疫情後「疤痕效應」和房地產相關耐用品消費疲弱是影響消費復甦的主要因素。三是需求和預期偏弱疊加部分行業產能過剩與去庫存，消費物價水平走弱，影響私人部門消費和投資意願。最後是全球產業鏈布局調整疊加2023年美聯儲加息，淨出口部門對經濟增長的貢獻從2022年的拉動0.5個百分點轉為2023年的負0.6個百分點。

針對經濟運行中的挑戰與風險，2023年下半年以來宏觀政策加大支持力度，培育經濟增長中的新亮點，化解重大領域的金融風險。2023年貨幣政策兩次降息、降準，優化房地產領域的金融政策，降低剛需購房和存量房貸利率。財政政策在2023年10月宣布增發1萬億元(人民幣，下同)特別國債將一般預算赤字率從3%推升到3.8%，並發行1.4萬億元地方政府特殊再融資債用於化解地方平台債務風險。結構性政策積極發力，持續保持對科技創新、基礎設施、綠色低碳、中小微企業等領域的資源支

持。受益於政策支持和部分新興產業釋放轉型升級新動能，2023年基礎設施投資在2022年高增11.5%的基礎上繼續明顯增長8.2%，特別是佔基建投資40%左右比重的水利、環境和公共設施管理業受益於特別國債的發行，繼前11個月累計下跌1.1%後，12月大幅增長12.1%。同時，高技術產業較快增長，高技術製造業投資增長10.3%，裝備製造業增加值增長6.8%，新能源汽車出口數量增長77%，成為拉動工業產出、出口和製造業投資的新亮點。

全球經濟形勢依然複雜

展望2024年，從外部看，全球經濟金融形勢依然複雜，美歐等發達市場有望結束加息、進入降息，將有助於緩和新興經濟體面對的外匯市場壓力；但海外經濟增速的放緩疊加新的國際地緣格局同時意味着穩外貿、穩外資依然充滿挑戰。從內地看，內地房地產投資持續下跌壓力、包括資產價格在內的廣義價格表現偏弱以及中小金融機構、房地產、地方債務等重點領域的金融風險隱患依然是經濟運行

的主要挑戰。但2024年宏觀政策層面迎來較多有利因素；中央經濟工作會議明確「穩中求進、以進促穩、先立後破」的工作總基調，要求經濟政策和非經濟政策同向發力，鞏固經濟增長勢頭。財政政策和貨幣政策在總量上預計都將較為寬鬆，並圍繞高質量發展的需要繼續支持基礎設施、高技術製造業、綠色低碳轉型、城鄉協調發展和「三大工程」等重點領域。

冀望政策盡早發力提振信心

在政策支持下，預計2024年基礎設施和製造業投資保持一定增長韌性，「三大工程」建設雖然較難扭轉房地產投資的下跌趨勢，但有助於緩和房地產投資的下跌幅度。同時，2024年就業形勢預計整體穩定，消費物價增速溫和改善，有助於消費繼續復甦，繼續成為支撐經濟增長的主要引擎。綜合來看，2024年中國經濟預計延續恢復態勢，宏觀政策宜盡早發力、靈活調整，加快穩定和提振市場信心，保障經濟的穩定增長。

央行數據為本 市場上落格局

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆各國央行近期普遍表現「有明顯數據趨勢後，再決定息口政策」傾向，加劇了投資觀望氣氛，風險資產價格亦見上落格局。圖為紐約證券交易所。

隨着歐美各地央行大致上已經成功令通脹受控，全球投資者亦漸漸明白，央行大員自然傾向更為以數據為本，決策過程不像之前的乾脆果斷，而是要有足夠數據，才可以說服，究竟是維持利率不變、即所謂暫停加息，抑或更進一步、要過渡至減息階段，何時減、減多少，都要看數據。

事實上，從期望管理的角度看，目前市場人士與央行官員之間，雙方的期望存在明顯落差，外界愈是高估短期減息可能性，當局愈有必要降低期望。由此可見，來來回回的期望落空，投資者熱切期待的，最終都會打回頭，不得要領，反映在金融市場上的行情。

技術官僚不冒險

此之所以，去年底這裏會一直指出，對於風險資產價格而言，今年很可能不再是一面倒的升跌，反而是上落市為主。值得留意，這個來回波幅區間的走勢，相信不只全年出現，也會在不同時段，例如每半年，或每季，或每月，或每周，甚或每日，都可能出現，才是正常。

當中最大理由是，誠如大家目前所見，當前的數據對美聯儲決策者而言，正中他們所說的，不足以支持減息，僅足以支持暫停加息。換言之，一切有待數據去說清楚。只要數據有力，他們作為技術官僚，不怕下決定，但在數據明顯出現前，他們才不會冒險犯難。

故此，這一段日子內，數據固然有分輕重，但花多眼亂之中，又是大家不得不顧及的，跟過去兩年集中看通脹有明顯分別。如此一來，怎不導致數據的隨機性主導上落市出現？

長期趨勢見實況

是的，央行決策者目前重視數據，所謂數據為本，在其技術官僚的本質上，是很正常的期望，而這一點，最終將演化成市場動態的一部分。畢竟，由於目前經濟的通脹情況，已經相對受控，故此，央行官員也好，市場人士也好，都明白不再是通脹說了是，更要看其他數據，不同部分的平衡是重要的。

正因如此，長中短期的數據，不再呈現單一壓倒性的重要性，個別隨機因素的影響便相對上升了。這一點，對於上述的央行官員或市場人士來說，都一樣有影響。站在央行決策者的立場，自

然是寧可保守一點，買時間，看清形勢，靜觀其變；若從投資者觀點看，個別數據的隨機性，將會不可避免地被短期放大，雖然最終會隨着時間而平順而成為趨勢的一小部分，不因個別浪花而形成重大的波瀾。

有跡可尋 非無章法

當然，這不等於說，世事無跡可尋，又或者經濟無趨勢，投資者無章法。所謂隨機，只是針對一大堆數據，整體而言，在個別時點出現的形態，但從時間序列的角度看，最終一樣可以有趨勢，反映經濟實況。無論如何，今年數據隨機因素影響市況的比重較大，多數資產呈現上落市的格局，在長中短期都較之前兩年明顯。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，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。)

種背景下，目前的政策立場正在變得過於緊縮，尤其是在通脹放緩的實際條件下。此外，由於政策行動與美國經濟之間的滯後效應似乎被延長，聯邦公開市場委員會不可能等待完全確認通脹受控才再作行動。

預期6月才首次減息

基於這些原因，我們預期聯儲局將於2024年6月首次減息，其後將會在年底前的每一次議息會議上減息。然而，當踏入新一年之際，我們相信經濟數據將會反映決策者無須限制利率。我們預期聯儲局將於每次會議上減息，並將利率恢復至中性水平。基於實際中性利率介乎1.25%至1.5%之間，我們估計利率會回復至約3.5%。

(摘錄)

聯儲局利率正處於高位 惟有待回落

George Brown 施羅德投資經濟學家

由於金融市場普遍預期美國利率即將下跌，因此不少投資者已經「扣緊安全帶」。然而，工資水平持續居高不下，很可能導致謹慎的聯邦公開市場委員會(FOMC)在2024年底前維持觀望態度。

當地勞動成本料上升

考慮到租金下跌最終產生的影響，住房通脹似乎正在回落。儘管受到近期紅海航運中斷的影響，核心商品價格依然保持穩定甚至下跌。然而，仍不確定的是，超級核心消費者物價指數(即剔除住房的核心服務業通脹)會否放緩，由於該指標最真實反

映國內物價壓力，因此指數走勢將會影響聯儲局2024年的減息決策。

2024年超級核心通脹走勢，很大程度上將取決於勞動市場情況，因為對大多數服務提供者而言，人力成本是最大的成本開支。令人鼓舞的是，疫情後，勞動市場的再平衡已取得重大進展。招聘意慾正在逐漸升溫，移民人口亦正在彌補提早退休人士的勞動缺口。此外，離職人數亦有所下跌，反映員工流失率及競爭減少。

然而，減息可能不會來得太遲。由於預期2024年經濟增長將放緩，以及勞動市場逐步復常，在這

中國並不完全處在被动狀態

當然，我們不完全處在被动狀態。政府可以采取強而有力的措施來防止特朗普可能造成的損害。首先，中國能夠加強與其他國家的貿易關係，減少對美國市場的依賴。其次，政府在改善目前經濟之時，能加強對國內企業在各方面的支持，鼓勵它們在國內市場上擴大自家業務，以內需為主，發展及刺激在內地業務的滲透率。第三，政府亦可加強對本地技術產業的支持，促進品牌研發，鼓勵本地企業在前端科技領域取得更大的進展。

事實上，中國已經意識到前行道路之險，以至在近六七年間開拓不同的項目和計劃，應付美霸之欺凌。無論結果如何，大家都需要自強不息，以互利互惠原則，將各國經濟推向更繁榮更豐盛的道路。

改革開放的精神內核

程實 工銀國際首席經濟學家、董事總經理

站在中國改革開放45周年的歷史節點上，我們審視過去、展望未來，深入挖掘那些推動改革開放向前的精神動力。這不僅是對過去45年成就的回顧，也是對未來改革路徑的深思。中國憑藉着創新、攻堅、超越、務實的精神，實現了從封閉到開放、從落後到進步的歷史性跨越。展望未來，以改革開放的精神內核為舵，中國有望不斷超越自我、創造歷史，向着更加開放、包容、繁榮邁進。

改革開放的創新精神，彰顯在面對挑戰、敢為人先的征途中。在改革開放的伊始，中國面臨着廣泛而深刻的挑戰。經濟體制僵化、產業結構落後，這

些問題成為制約發展的桎梏。然而，正是這些挑戰激發了中國人民的創新精神。改革不僅僅是經濟領域的變革，更是社會思想和文化觀念的轉變。人們開始敢於質疑、敢於嘗試、敢於探索。進入21世紀，中國的創新精神得到了進一步的發揚光大。面對全球化的挑戰和機遇，中國不僅積極融入世界，更在許多領域走在了世界前列。

經濟變革有望堅定進行

改革開放的攻堅精神，彰顯在敢闖敢試、不斷進取的中國改革開放的45年歷程中。敢闖敢試的攻堅

精神是中國改革開放歷程中的一股強大動力，它激勵着中國不斷向前，突破重重障礙，迎接每一個挑戰。攻堅精神使中國在經濟發展、綠色轉型、社會治理、全球合作等領域展現出堅韌和決心，不斷突破發展瓶頸，推動國家全面進步。攻堅精神之於經濟領域是對傳統經濟模式的深刻變革，攻堅精神之於綠色可持續發展是堅決扭轉過度依賴傳統能源和高污染產業發展模式的決心，攻堅精神之於社會治理是以民為本的理念，攻堅精神之於全球合作是構建人類命運共同體的努力。

改革開放的超越精神，彰顯在革故鼎新、打破桎梏的行動上。超越精神則體現在中國對傳統觀念和經濟模式的深刻改革，推動社會管理創新和國際關係重構，展現了中國的文化自信和國際擔當。「革者，去故也。鼎者，取新也。」改革開放的超越精神是深植於中國大地的文化力量，激發着一個古老

文明在現代化浪潮中的蛻變與重生，激勵着中國不斷超越自我，不斷創造歷史，不斷向着更加開放、包容、繁榮的未來邁進。

冀續腳踏實地惠民生

改革開放的務實精神，彰顯在腳踏實地、持之以恆的過程間。中國的改革開放，既有仰望星空的詩意，也有腳踏實地的定力，如同沃土中深根的參天大樹，為中國的發展提供了堅實的支撐和不竭的動力。務實精神貫穿改革開放的全過程，無論是經濟體制的完善、科技創新的推進、福祉民生的改善還是全球化戰略的實施，中國始終保持腳踏實地、穩步前行的態度。

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。