

# 消費需求續回暖 內地通脹有望返常態

龐溟 經濟學博士、經濟學家

2月8日，國家統計局發布的全國物價數據顯示，1月份，全國居民消費價格指數（CPI）環比上漲0.3%，漲幅比上月擴大0.2個百分點；同比下降0.8%，降幅比上月擴大0.5個百分點。全國工業生產者出廠價格指數（PPI）環比、同比分別下降0.2%和25%，但降幅分別比上月收窄0.1個和0.2個百分點。

## 宏觀政策可望加力提效

筆者認為，短期內各價格指標還可能在低位波動，但從全年來看，在宏觀政策加力提效、經濟動能積聚整固的情況下，CPI溫和回升、PPI由負轉正的路徑仍較為明晰。

在CPI方面，從環比看，食品價格上漲0.4%，漲幅比上月回落0.5個百分點，影響CPI上漲約0.08個百分點。非食品價格由上月下降0.1%轉為上漲0.2%，影響CPI上漲約0.19個百分點。CPI環比上漲主要受節日效應影響居民消費需求持續增加拉動，其中受寒潮天氣和春節臨近等因素影響，蝦蟹類、鮮菜、薯類及鮮菌價格上漲，合計影響CPI上漲約0.12個百分點，而出行需求增加，飛機票和旅遊價格上漲，合計影響CPI上漲約0.10個百分點。

不過，在節日因素之外，考慮到CPI環比已連續兩個月上漲，說明居民消費價格延續了穩步緩和的態勢，社會有效需求延續了溫和復甦的勢頭。

從同比看，1月份CPI的降幅0.8%降幅雖然相比前月略有擴大，但對CPI同比變動進行分解，可以看出當月CPI同比變化主要還是受到季節性以及春節錯期、疫情防控轉段後消費需求增加等帶來的高基期效應影響，且翹尾影響依然大幅拉低CPI同比降幅。

從具體分類來看，食品價格同比下降5.9%，影響CPI下降約1.13個百分點。食品中，豬肉、鮮菜和鮮果價格分別同比下降17.3%、12.7%和9.1%，合計影響CPI同比下降約0.78個百分點，佔CPI同比降幅九成多，是帶動CPI同比下降的主要因素。

可以說，豬肉、蔬果等食品價格同比降幅仍是CPI同比的主要拖累項目。但考慮到目前豬肉佔CPI的權重低於鮮菜鮮果的權重，且節假日各類保供穩價措施和中長期供需平衡措施有效發力，豬肉價格對CPI的影響作用較為溫和可控。

非食品價格同比上漲0.4%，影響CPI上漲約0.32個百分點。非工業消費品價格和能源價格分別由上月同比下降0.4%和下降0.5%轉為均上漲0.1%，顯

示節日效應助力服務消費和商品消費持續回暖。

## 核心CPI保持穩定增長

更重要的是，扣除食品和能源價格的核心CPI環比上漲0.3%，漲幅與近十年同期平均水平相當，同比漲幅雖比前月下降0.2個百分點至0.4%，但依然保持穩定正增長的溫和上漲態勢，說明通縮並非持續現象，且各項支持性政策靠早落地、有效實施、接續發力，正在逐步克服目前宏觀經濟中社會總需求偏弱、有效需求不足的主要難題。

在PPI方面，由於國際大宗商品價格波動、內地部分行業進入傳統生產淡季等因素拖累，PPI環比和同比均有所下降，但降幅均收窄。

分行業來看，主要行業中煤炭開採和洗選業、化學原料和化學製品製造業、石油煤炭及其他燃料加工業、電氣機械和器材製造業和計算機通信和其他電子設備製造業等5個行業價格降幅比上月均有收窄，合計影響PPI同比下降約1.47個百分點，對PPI的下拉作用比上月減少0.28個百分點。

特別地，石油和天然氣開採業價格由上月同比下降1.6%轉為同比上漲3.4%。補庫需求拉動有色金屬冶煉和壓延加工業價格環比和同比分別上漲0.4%

和0.6%，部分地區採暖需求的增加也帶動煤炭開採和洗選業價格環比微漲0.1%。但化工產品、水泥等工業品內地需求偏弱、出廠價格漲跌動力不足，拖累化學原料和化學製品製造業價格環比下降1.1%。

筆者認為，PPI走勢反映了上游行業暖化與下游行業偏冷並存、外部輸入型價格衝擊趨緩與內需對價格主導作用增進並存等結構性變化，價格指標也有望表現出CPI同比率先轉正、PPI低位運行更長一段時間的分化式回暖復甦。

## 物價料維持溫和偏低

在筆者看來，製造業PMI中的主要材料購進價格指數和出廠價格指數以及非製造業PMI中的投入品價格指數和銷售價格指數都仍在收縮區間，說明短期內物價仍將維持在溫和偏低的水平，促使市場繼續憧憬以總量上降息、結構上寬鬆等為代表的靈活適度、精準有效的穩健的貨幣政策取向。

而在宏觀政策提質、擴量、增效、協同的背景之下，在經濟動能和市場主體內生動力持續恢復改善的條件下，從全年來看，CPI溫和回升、PPI由負轉正的路徑較為明晰，從中期來看，價格總水平將在波動中逐步修復，通脹中樞將回歸至常態水平。

# 從龍年統計和一月效應說起

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆原本基於多年研究的「一月效應」，現時演變出不同版本，包括一部分香港股市廣傳的都市傳說。圖為紐約證券交易所交易員。

可能以此為依據？

當然，凡事有兩面，港股跌得久了，港股股民眼光放遠了，尤其深廣闊的環球期貨市場，機會多的是，可長可短！環球期貨市場，深廣闊俱齊全，對於全球投資者來說，相對於任何單一市場而言，在分散風險而言，長期平均績效而言，都是較佳之選。

是的，期貨市場可以押注，可長可短，可大可小。重點是，時機合適，也要工具合適，對於環球資產配置而言，不論股匯債商品，基本上都可以找到某些期貨產品，作為押注以至對沖的工具。

一般人往往以為，期貨有槓桿便必然危險，其實是誤解，畢竟，風險這一回事，正如巴菲特所言，源於不清楚自己在做什麼。是的，風險管理的真義，不在於有沒有槓桿，而是自己清楚知道為什麼要用某種工具，這種工具可以產生什麼效果，在運用之前，已經清楚知道利弊，知道最壞

情況，可以作出規避，這才是風險管理。

## 環境復常 操作亦復常

無論如何，經歷兩三年通脹預期升溫，以及各地央行致力控制通脹壓力，最終各地將有望回到比較常態的環境。何謂正常？這要跟非常時期相比。十多年前的金融海嘯是非常時期，為了解救當時的危機，出現了量寬和超低息環境，也是非常時期，及至全球疫情觸發通脹預期出現，某程度上是上述非常時期的延續。

相比之下，目前通脹相對受控，通脹是正數，利率（包括實質和名義）是正數，則比較正常的投資環境下，傳統意義上的對沖工具，作為組合投資中控制注碼和槓桿，以至在不同方向押注等，都有實際操作的意義。

（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。）

濟。

恒大清盤、經濟指標疲弱以及地緣政治局勢緊張，導致年初中國股市的投資者情緒惡化。政策轉向寬鬆應該可支撐房地產市場並減少流動性風險。作為中國股票投資者，新經濟領域尤其是科技與可再生能源行業的迅速崛起，促使我們重新審視投資策略，畢竟正在轉型的不僅中國經濟，還有中國股票市場！

（摘錄）

# 創科研發業用地 不單純是「地產項目」

艾凡 華坊諮詢評估特約資深顧問

香港特區政府新撥作創科研發業發展/再工業化的土地面積相當於地政總署平均10年的賣地供應，涉及香港多個地區，以及過千萬呎樓面面積。當以房地產估值方法來評估該類准建出租樓面的土地價值時，由於市場的公開買賣成交稀少，所以常以貼現現金流估值法去分析它的現金流。

另一方面，創科研發公司會傾向「輕資產」，把資金投放於人才和研發及所需的設備、原材料、消耗品、專利註冊、技術轉化、臨床試驗（如藥物或治療）、目標市場所需的產品/設備/技術申請審批許可、中試及量產等，並會跟據自身研發的產業類型，估計研發速度，消耗資金的速度和所處階段，選擇在一個能長期租用、成本便宜的地理位置「先勞後獲」。在部分地產項目「業主」眼中，創科研發戶的初始租金會較用作辦公室、數據中心、商品生產或物流貨倉的租金低，歸根究底就是因為研發產品/技術在量產期的成果，不會反映在發展商貼現現金流估值的現金流入部分內，單靠政府及投資者的資助/投入及或分享技術設備所得收益，根本很難跟一般地產市場收租項目直接比擬。

根據全球擁有83個國家地區企業會員的國際科技園協會（www.iasp.ws）會員調查，約70%的科技園項目是由政府或高等院校管理，不多於20%項目為私人或公私合營。越長時間的先投入後產出的投資項目，貼現現金流估值的內部收益率（Internal Rate of Return）越會較低，先進國家地區的科技園一般都是單位數百分比。深圳政府去年公布將會連續5年每年提供不少於2,000萬平方米「工業上樓」，要求內部收益率不多於4.5%。

## 冀政府優化批地機制

現今的創科研發空間樓高載重、抽氣排污規格，比單純辦公室興建要複雜和成本倍翻，一般商戶也犯不着租用這類特設空間，若特區政府要以私人協商批地模式去看待千萬呎創科研發業發展用地，就需有類似賣地的時間表以穩定市場的支持，及值得探討在批地機制中引入國際知名專做創科研發投資評估的機構，來擔當篩選、評估及監檢創科研發戶的研發表現。這樣它們的市場經驗就能分擔發展商本來不願意承擔的投資風險，而發展商又可藉着這類機構的共同參與來把量產分紅反映在現金流入部分，令創科研發業用地不單純是「地產項目」。

# 新經濟已在中國各領域迅速崛起

法盛投資管理所屬 Ostrum Asset Management

中國雖然僅處於經濟轉型初期階段，正在調整經濟發展模式以過渡到新經濟領域，但新經濟已在各領域迅速崛起，例如可再生能源技術與人工智能。

為了讓股票市場指數更準確地反映中國的經濟

轉型，中國股市監管機構推出全新的中證A50股票市場指數。該指數從產業龍頭企業中選取市值最大的50隻股票，指數組成更加平衡，尤其金融板塊的權重有所下降。由於可再生能源技術份額的增加，中證A50比滬深300指數更著重綠色經

# 採取靈活策略 擁抱嶄新機遇

Johanna Kyrklund 施羅德投資聯席主管及集團首席投資總監

金融市場在經歷2023年底的強勁回升後，各類資產目前的估值似乎正處於略高水平。我們仍然維持美國經濟將實現「軟著陸」的基線預測，但這種情況已在很大程度上反映到債券市場對股市水平、信貸息差，以及減息幅度的預期之上。

要迎來嶄新投資機遇，市場格局免不了「洗牌」，而挑戰自然是瞬息萬變的市場形勢。2024年將有40個市場舉行大選，除了地緣政治環境緊張，各國央行亦正處於「實現經濟著陸」階段。上述種種情況經常會為市場帶來波動。

## 投資者宜留意入市機會

鑒於現金利率開始下降，我們對投資者的忠告是在維持投資之餘，亦應採取靈活策略，以駕馭不同市況，並把握適時出現的入市機會。情況就如牌牌遊戲那樣，當下張牌到手，局勢可能已截然不同。

在2023年第四季，投資者憂慮美國聯儲局進一步加息，但我們堅定地認為，利率已到達見頂橫行的階段。在投資者急於消化聯儲局轉向預期的情況下，三個月對於債券市場而言已是一段很長的時間。

## 美聯儲局未必大幅減息

鑒於美國當地就業率處於較高水平，我們預料聯儲局並不會大幅減息。儘管通脹持續朝著正確的方向發展，且工資增長已見頂，但現時談論聯儲局將大幅減息似乎仍為時過早。因此，我們已沽出組合中的長債，並看好季息率曲線變斜的資產，從而把握利率下調帶來的獲利機會。

考慮到聯儲局對選擇強調通脹降溫而非就業狀況緊張的可能性，我們認為美國即將陷入經濟衰退的風險仍然較低。因此，我們認為在債券與股票之

間，這種情況對後者是較為有利的。

更廣泛而言，在「3D重置」的背景之下，投資者必須接下來認真思考後續的政策走向。這在一定程度上受到各經濟體系所面臨的不同狀況，以及各決策者手上的「牌面」影響。這種經濟分化有望帶來投資機會：

1. 不少新興市場國家採取的政策較為正統，這使當地債券市場處於良好狀況，而且具備進一步減息的空間。因此，我們看好新興市場本地貨幣債券。
2. 中國在應對房地產市場的同時面臨着通縮壓力。儘管出口周期具有一定的上行潛力，考慮到其經濟規模及西方保護主義抬頭，中國不能依賴重商主義。
3. 為擺脫長期通縮困擾，日本仍在實施刺激經濟政策，但其政府債務水平高企或會對緊縮政策造成阻礙。
4. 由於人口老化及能源成本高於其他地區，歐洲經濟增長面臨挑戰。然而，當中的政治體系相對穩定，加上採取的財政政策較為保守，對歐洲債券有利。

5. 由於美元享有世界儲備貨幣的地位，美國能夠實施更多的經濟刺激政策。美國前總統列根(Ronald Reagan)曾言：「我不擔心赤字，它已經到了大而不倒的地步」。但如果特朗普(Donald Trump)當選後大肆揮霍財政，則可能會讓投資者的耐心完全消失。

由於受人類行為的影響，經濟學更像一門藝術，而不是科學。世界各國仍在應對新冠疫情的衝擊餘波，同時科技變革帶來的影響勢不可擋。施羅德投資的3D主題（即人口結構、去全球化及脫碳）亦影響經濟增長與通脹之間的關係。

綜合上述所有因素的影響，多年來的經濟共識正受到挑戰。過去十年，依靠投資「分析圖」行事的效果一直不錯，但到了現在，我們需要抵擋以這種方式行事的依賴性。我們反而更應將關注焦點，放在目前出現的經濟分化，以及隨之而來的嶄新投資機遇之上。

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。