

## 大力發展新質生產力 保持經濟可持續增長 (二之二)

全球觀察

張婉 中銀國際研究有限公司

積極的經濟增長目標在客觀上需要匹配更加積極的宏觀政策，2024年政府工作報告要求宏觀政策加大調控力度，各地區各部門要多出有利於穩預期、穩增長、穩就業的政策，謹慎出收縮性抑制性舉措。為了進一步擴大內需，發揮政府投資的撬動和引領作用，2024年的財政政策適度發力，廣義財政赤字和政府融資較2023年進一步上升。儘管一般預算赤字率只有3%，但統籌一般國債、超長期特別國債和地地方債之後的政府債券融資在2024年達到8.96萬億元（人民幣，下同），比2023年高2,800億元。由於2023年新發1萬億國債中有5,000億元結餘至2024年使用，估算後的2024年廣義財產赤字率將達到8.1%，而2023年為6.7%。

## 後續貨幣政策或有寬鬆空間

2024年貨幣政策強調繼續保持流動性合理充裕，社會融資規模、貨幣供應量同經濟增長和價格水平預期目標相匹配，促進社會綜合融資成本穩中有降，預計後續貨幣政策仍有寬鬆的空間。筆者預計更加積極的財政擴張和相對寬鬆的貨幣金融環境將有助於鼓勵和支持基礎設施、製造業、設備與重點消費品的更新改造和「三大工程」等重點領域的投資。2024年基建投資和製造業投資有望延續較高的增長水平，從而發揮穩投資、穩增長的重要作用。居民收入持續恢復、新型消費持續增長和大宗消費品更新活動將有助於促進消費繼續復甦和消費通脹水平的溫和回升。

2024年政府工作報告繼續要求防範化解重點領域風險。政府工作報告要求從短期處置風險和長期防範風險的角度標本兼治化解房地產、地方政府債務和中小金融機構風險。其中，房地產風險依然位列三大風險首位，預計2024年在保交樓的前提下，將加強地方政府、金融機構和房地產開發項目的溝通對接，緩和和優質項目和優質房企的流動性壓力，並通過保障房建設提供一定的投資支持。

地方政府債務風險化解方面，繼2023年發行1.4萬億元特殊再融資債後，預計金融層面的債務重組談判，鼓勵地方政府處置資產和推動地方融資平台企業化轉型都可能成為化解地方政府債務的重點途徑。為了從中長期解決地方債務風險，政策層面也在謀劃新一輪財稅體制改革，並通過適當增加中央政府的債務規模，發行重點項目超長期特別國債等方式降低地方政府的債務壓力和支出負擔。

最後，本次政府工作報告體現了以人為本、和諧發展的理念。一方面是針對農村、農民等薄弱環節，強調要繼續堅持不懈抓好「三農」工作，鞏固拓展脫貧攻堅成果，推進鄉村全面振興、城鄉融合、新型城鎮化建設和區域協調發展，把加快農業轉移人口市民化擺在突出位置。另一方面是繼續保障和改善民生，強調就業是最基本的民生，突出就業優先導向，加大促就業專項政策力度。政府工作報告要求提高醫療衛生服務能力，加強社會保障和

## 體現「以人為本、和諧發展」

服務，2024年居民醫保人均財政補助標準提高30元，城鄉居民基礎養老金月最低標準提高20元，繼續提高退休人員基本養老金。根據財政部介紹，2019年到2023年，全國教育支出增長18.5%，社保就業支出增長35.8%，衛生健康支出增長34.4%；2024年，教育、社保和就業預算安排都將超過4萬億元，對社會民生的投入力度持續增加。

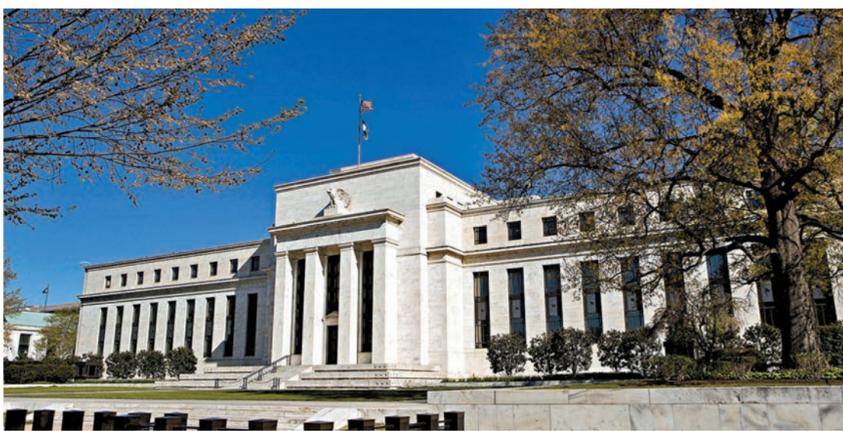
## 續「穩中求進、以進促穩」基調

總體上，本次政府工作報告延續中央經濟工作會議穩中求進、以進促穩的政策總基調，根據當年穩預期、穩增長、穩就業的要求，設定較為積極的經濟增長目標和宏觀政策安排，堅持擴大內需並提供更充分的社會民生保障。同時圍繞經濟高質量發展的要求，着力通過加快建設現代產業體系，發展新質生產力打造經濟增長的新動能，並進一步深化改革開放，激發各類經營主體活力，增強發展的內生動力。

## 聚焦全球央行決策 技術官僚大同小異

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆ 環球金融市場本周焦點是多國央行將繼續公布最新利率決策。圖為美聯儲大樓。 資料圖片

本周金融市場焦點，在一眾央行的決策上，美聯儲議息固然是關鍵，其他央行有何相類似行動，以至於日本央行的改革步伐快慢，能否啟動利率正常化，都是外界關注所在。

說起來，關於日本貨幣政策，尤其是所謂利率正常化，日本央行的改革步伐快慢，一直是市場焦點。然而，正因為這是焦點，投資者容易以自己的主觀願望為先，一廂情願地以為，決策官員也要跟自己同樣的想法。

## 數據為本 可等則等

一次又一次的事實，證明了剛好相反的道理。事實上，央行官員的決策模式，不論是美聯儲或歐央行，以至日央行，離不開官僚體系，尤其是技術官僚體系，當中的利害分析，一定要有所顧及。

的確，不同於商業機構的追求表現和盈利，對於官員來說，多做多錯，少做少錯，不做不錯，往往是金科玉律，只有在迫不得已的危機處理，才有必要的果斷，而就是如此，歷史上，以至投資者親身經驗的事例上，都可以說明，官員們的反應，跟外界期望他們有的果斷，往往是兩碼子事。

如此一來，即使放諸美聯儲如此高質素的期望管理，仍傾向於推賴於數據為本，可以等的盡量等，何況日本文化之下的產物？

## 蕭規曹隨 日本更甚

對於日本央行把利率正常化，很多投資者寄予厚望，認為有可能是一次難得的大升浪，對於日圓和日本股市俱如是，而背後顯然包括着對日本經濟的期望。

觀乎當前的事態發展，日本央行改革步伐即使有快有慢，但方向的確是朝着上述所說的，也就是扭轉過去多年的不尋常情況，當然有助於改善投資者的信心，以至整體給予日本資產的評價。

然而，主觀願望之餘，要小心留意，正如之前不只一次指出，央行官員既為技術官僚，其決策傾向蕭規曹隨，少做少錯，這樣的現象很普遍，日本央行絕不例外，甚至基於當地文化，可能更甚。

## 傳統工具未必對症下藥

值得留意，對於日本經濟一下子看得太樂觀，未免是忽略了之前迷失四十年的基本環境，根本不純粹是經濟周期的問題，而是經濟結構的問題，尤其當地人口老化，而缺乏外來人力資本的補充，都是很難解決，不會因為利率上調而改變的。外界論者的分析框架，仍停留在傳統的針對經濟周期起伏而設的貨幣政策甚至財政政策，所提供的建議並非對症下藥，往往治標不治本。奈何大家習慣戴上某款過濾眼鏡，便以為現實如此，其實未必盡然。

（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股。）

日本央行可能希望看到更多中小企業薪酬協議數據，而這些數據的公布需要更多的時間。

我們維持立場不變，因為日本央行和聯儲局的行動必將在未來幾個月內變得更加明顯。只要整體方向不變，政策調整提早還是延後一個月的影響不大。因此，我們對日本政府債券保持謹慎態度，對日圓態度看好。雖然日本股市短期內可能會因日圓走強和近期資金流動而受到影響，但日本央行適度的緊縮政策，加上仍然具有吸引力的企業估值和盈利趨勢，應會在中期內繼續有利於日本股市。（摘錄）

## 日本央行可能在未來三個月內採取行動

Greg Hirt 安聯投資全球多元資產首席投資總監

日本央行很可能在3月，或緊接在4月份，對政策框架進行初步調整，旨在退出非傳統的貨幣政策。

至於時機方面，我們認為3月進行初步調整的可能性很大，但也存在巨大的不確定性。現在日本央行迎來良機，因為市場已很大程度上消化了政策初步調整的可能性，這使實際政策調

整對市場的影響有限。日本央行可能希望在進一步通縮或全球央行調整政策使情況變得複雜前，使貨幣政策邁向正常化。即使日本央行在3月份不採取行動，也很可能會就其未來政策軌跡提供指引，以防止市場在4月份會議之前出現波動。因此，預計市場的反應將與實際的政策變化非常相似。3月採取行動的最大風險是，

## 後撤辣時代 短期一手興旺 二手穩定

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

2月28日是近十四年來香港樓市的分水嶺！財政司司長陳茂波宣布立刻撤辣後，明顯地一二手住宅市場即時出現「小陽春」局面，相信相比上年施政報告書的減辣行動換來的效益更長久、更有力。

先回顧價走勢。政府宣布立刻撤辣前，差估署剛公布1月份私樓樓價指數，各類私樓住宅單位齊齊呈現樓價下跌情況，所有類別平均按年、按月、較歷史高位分別下跌9.43%、1.57%和23.03%，而且租金也自一年以來浮現首次平均微跌0.27%，也較歷史高位租金平均下跌7.3%，正表示樓市呈現租價齊下的不景表現！

## 積壓樓市購買力見釋放

再看一二手住宅成交量，踏入2024年，一手成交量偏低，1月份是1,003宗。2月份開始發展商觀望明年財政預算案會否減辣，甚至完全撤辣，她們忍手不推新盤，2月份減至367宗。如果再細分析，五千萬元以上豪宅更加只佔4%以下，發展商專注推售中小型住宅單位。首二個月一手單位只有約1,370宗，即月平均只有685宗，還比去年每月約

896宗，減少24%。反觀自從2月28日政府正式宣布撤辣後，二周共已成交逾2,000宗，即每日平均已突破140宗。如果「小陽春」勢頭仍然維持到3月底，則不難3月份錄得4,000至5,000宗的一手樓宇成交的驕人成績。

既然發展商是有著預備待辣招定奪生死才決定推售新盤單位，未來一段時間她們加速推售全新盤及傾銷貨尾單位是肯定的。根據傳媒的綜合統計，三月份共有約3,000伙新單位搶開應市，單是上週六日已有逾700伙出售，情況是逾一年來最熱門的周末。

## 新盤再次錄大手掃貨案例

撤辣首周最火紅的新盤要算恒基兆業的長沙灣Belgravia Place，該盤已多次加推、微加單價。今月3日啟動銷售行動，首輪即日沽清138伙，上周一有大手客惠顧1.7億元掃下24伙（1A及1B座29樓全層），成為城中一時佳話。項目於開售短短十日內已累沽387伙，佔全部單位逾五成，預料發展商短期會再微加價加推單位。根據非正式的估計，撤

辣後二周內，約十個新盤單位同樣地出現大手掃貨案例，涉及約77個單位，共吸納了逾8億元，大手客重臨本地住宅樓市基本上確定。

回想長實去年低於市價開售油塘新盤，市場譽為投下一枚「深水炸彈」；今波撤辣中，王新興集團夥拍新世界發展再以超低價正式開打市區全新盤單位。今月7日，發展商公布首張價單，首批推售168伙，折實平均呎價14,808元，相比同區另個發展商於2021年底首批呎價平超過三成，也是近七年半以來最低市區一手盤。截至上週中，項目已收逾4,500票，發展商立刻加推第二號價單共168伙，最新價單只微加價5%，表現非常克制。這兩輪336伙單位已於上週六日預售，銷情非常理想。

撤辣正鼓勵發展商嘗試開售豪宅新盤單位，最被市場關注要數新鴻基啟德跑馬道前端的「天璽」海和長江實業黃竹坑站上蓋的Blue Coast。天璽·海首推68伙招標，並已成功售出逾10伙，成交價4,000萬元至1.21億元，平均成交呎價逾4.4萬元，單價非常理想。Blue Coast預計會短期公布價單，合理市場呎價約4萬元，出售反應會清楚表示豪宅走勢。

## 撤辣提振信心 復甦還須減息

甫宣布撤辣後，某代理商即訪問市民，逾八成人置業信心增加。二手樓業主做出相應行動，立時反

## 美股續創新高 現在入市還是等待調整？

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

從任何角度來看標普500指數上漲勢頭都是十分驚人，甚至是過去40年中最好的。這種強勁升勢，推動力來自於企業盈利加速以及人工智能等方面之樂觀情緒，對於那些長期看好的投資者來說是一份大禮。

在過去一年多的時間裏，買淡美市的投資者已錯過不少機會（包括本人在內），因為任何以美國國債收益率倒掛作為經濟衰退信號的投資者都錯過了此次行情。在2023年初許多投資者為避免經濟衰退股市大跌之情況都會削減持倉，而現在卻被迫買入爭取其回報。尤其是當自己越等越恐慌時，沽倉經歷經濟持續增長，股票不斷創新高，回報卻一直跑輸同行，令買入恐懼壓力增大，市場變相被此等力量推得更高。

股票投資者似乎對經濟樂觀情緒明顯高於債券市場。自去年10月份以來，美國股票市值已經增加9萬億美元，這一財富創造規模超過整個內地市場。這要歸功於科技巨頭，如Meta（Facebook母公司）及微軟，它們巨額現金和利潤與人工智能繁榮相結合，吸引各種投資者。包括蘋果、亞馬遜、谷歌、輝達和特斯拉在內的「七大巨頭」主宰整個2023年市場，並在2024年初繼續發光發熱。另外，大型科技公司上升吸引大行基金推出特別投資策略，如動量交易策略（Momentum Strategy）：自1月份以來上漲超過14%，這些策略性基金吸引大量資金流入，亦是一年來最長連續流入期。

但對於那些擔心美聯儲局將會推出幾十年來最激進的貨幣緊縮政策的投資者來說，科技巨頭等優質股票持續熱潮會被視為一個警示信號。以美國增長最敏感的小型股票為例。小型公司羅素2000指數今年升約0.6%（標普500約8.4%），距離2021年高位還有20%距離。自1月份以來，這個小型公司指數相對於以科技為重的納斯達克指數落後了8%，亦是自2020年疫情來最差的相對回報。與此同時，因為聯儲局鮑威爾上星期給市場倒了一盆冷水，打破市場對在3月份降息的希望，令信貸風險回升。高盛的一個跟踪弱勢資產負債表指數在過去數月中有大部分時間落後於強勢資產負債表指數。換句話說，市場有些公司股票出現下跌情況，但未必有投資者願意買入。

## 投資者宜準備好資產部署

但是，仍有許多人堅持價值投資，如那些尋找能夠產生強勁現金流並作為通脹對沖的能源公司。對於這些投資者來說，現在宣布經濟已經全面恢復仍為時尚早，皆因他們知道經濟衰退通常要在聯儲局降息後才會開始。股票投資是一個技能和運氣之結合。投資者所做所有的分析，但仍可虧損。目前看來離美市下跌之時仍有一段時間，投資者需要準備好資產部署，尤其以流動性較高的配置為上選，在狀況變得惡劣時可以全身而退。

價/封盤，但是二手樓十大屋苑仍出現逾倍上升的成交案例。相比一手市場，二手樓小業主面對不同的財政情況，也出現不少業主趁撤辣需要求售的例子。根據業界統計，撤辣措施共釋放約9萬個業主的沉重稅務負擔，這大概等至2023年二手樓成交量2.5倍，足見小業主放售樓宇的巨大競爭情形。再者，發展商手中新盤單位（包括全新盤和貨尾單）逾四萬個仍在求售，她們「以量換價」的市場策略短期內仍然會採納，二手樓業主成功售樓的困難程度不少。面對撤辣釋放的龐大一、二手樓供應量，二手樓業主只能利用低於市價求售，二手樓價轉鬆是可以預計的。

不同種類的移民計劃已經或未來吸引她們定居香港，她們都會鍾情新盤單位，免卻二手樓的各種麻煩情況，包括議價時間較長、成功買進連連單位難度頗大，二手樓再裝修遇到麻煩等等。總括而言，撤辣招會短期興旺一手市場、幫助二手樓收窄價價空間；中長期則回到經濟基本因素及市民對未來置業信心恢復程度。當然未來按揭利息何時開始啟動減息也是主要決定因素，真正減按息才是市場全面復甦的開端。

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。