

經濟觀察家

中國經濟轉型升級 港迎來發展新商機



▲曾俊華認為，隨着內地經濟結構轉變，由投資轉變為消費拉動的經濟發展模式，同時帶動內地對服務業的需求上升，為香港創造新的商機

資料圖片

在過去個多星期，一年一度的人大政協兩會在北京舉行。其中一個重點環節當然是李克強總理在人大會議上發表的《政府工作報告》。中國是世界第二大經濟體，對環球經濟舉足輕重，這份報告自然引起中外關注。

香港特區政府財政司司長 曾俊華



有理有據

鼓勵創新 發展新經濟

在經濟結構改革方面，國家將繼續推動將生產模式從勞動密集轉向高增值、高科技發展。這也是國際大勢所趨。內地經濟的「三頭馬車」，即「投資」、「出口」和「消費」，當中「消費」最具增長潛力。內地中產階層不斷增加，對高質、創新和先進的產品需求龐大。高增值的產品除了可以提高出口競爭力，更重要是可以促進消費、拉動內需及推動經濟發展。

工作報告中另一個較多人談論的熱門詞語就是「供給側改革」。簡單來說，不同於以往側重於刺激需求來推動經濟，今後的改革將在供應層面進行，透

過減少產能過剩、化解房產庫存、防範金融槓桿以及降低企業成本，清除各種制約經濟發展的障礙。《政府工作報告》亦提到要鼓勵創新，發展「新經濟」，重點是推動新技術、新產業、新業態加快成長。我在新一份的《財政預算案》中提到香港正面對「新經濟秩序」，也是希望透過措施推動創新科技的研發和應用，以及發展金融科技和創意產業等香港有優勢的產業，作為香港增長的新引擎，幫助我們保持競爭力。

不認同穆迪下調港評級

兩會舉行前，國際評級機構穆迪把中國的評級展望從「穩定」下調至「負面」，其理據是憂慮中國財政狀況惡化、外匯儲備持續下降，以及改革成效不彰，導致債務急升。不過，我認為經濟下行風險不是中國獨有，全球許多先進經濟體至今也只能夠以非常緩慢的步伐復甦，更有部分新興經濟體陷入衰退。事實上，儘管中國二月份進出口數據按年有明顯跌幅，但其實全球經濟低迷，大部分國家及地區都面臨需求疲弱、出口下滑的問題。根據商務部去年底的數據，中國出口在全球市場的份額其實保持上升勢頭，說明中國產品相對其他國家仍然具有競爭力。過去幾年，內地對全球經濟增長的貢獻達到三分一。我相信內地仍將是維持全球經濟增長和穩定的重要動力。

穆迪昨天也把香港的評級展望由「穩定」轉為「負面」，主要是由於本港與內地的密切聯繫，內地經濟所面對的風險，也可能為本港經濟和金融系統構成負面影響。這點我實在難以理解和認同。香港的經濟基礎良好，也擁有與國際標準接軌的完善金融監管制度，銀行系統穩健，而且政府財政健康。國際貨幣基金組織（IMF）在一月公布的評估報告亦認同香港在這些方面的優勢，可以令香港經濟能夠應對未來的挑戰。

香港與內地經濟一直唇齒相依，關係密切。在改革開放初期，香港廠家北移至珠三角一帶，把生產技術、資金和管理人才引入內地，推動內地製造業和對外貿易的快速發展。與此同時，香港亦把握內地發展的契機，轉型成為內地連接世界市場的重要橋樑，逐漸建立起今天國際商貿、物流、航運、金融和專業服務中心的地位。

中國是機會而非風險

回歸以來，香港一直按照「一國兩制」原則和基本法實行高度自治，而內地經濟發展一直為香港帶來巨大的機遇和發展空間。隨着內地經濟結構的改變，由投資轉變為消費拉動的經濟發展模式，亦會帶動內地對服務業的需求上升，為香港這類以服務業為主的經濟體創造新的商機。因此我深信香港當前面對的絕不是中國風險，而是中國機會。

熊貓債與點心債空間大

中銀香港高級經濟研究員 應堅



撥雲見日

中國央行行長周小川於3月12日在十二屆人大四次會議上回應香港記者提問時，談到熊貓債和點心債的發展，認為債券產品是價格敏感型產品，離岸和在岸債券發行受到匯率影響，但從中期來看，不論熊貓債還是點心債，均具有很大的發展空間；因此，兩種債券不應存在誰吃掉誰的問題。

離岸人民幣點心債市場在經歷了前幾年快速增長後，去年發行量明顯減少，全年發行量只有841億元，不到2014年的一半。這幾個月，離岸人民幣市場急劇波動，點心債已經連續數個月少有發行。反觀內地熊貓債市場，去年重啓後，這幾個月已經成功發行了戴姆勒、中銀香港、滙豐及招商局等熊貓債，一些外國政府亦考慮在中國境內發行人民幣債券。市場看到境內債券市場日趨活躍，而境外人民幣債券市場遇到困難，擔心熊貓債可能會取代類型相似的點心債。這是可以理解的。

匯率及息口波動趨緩

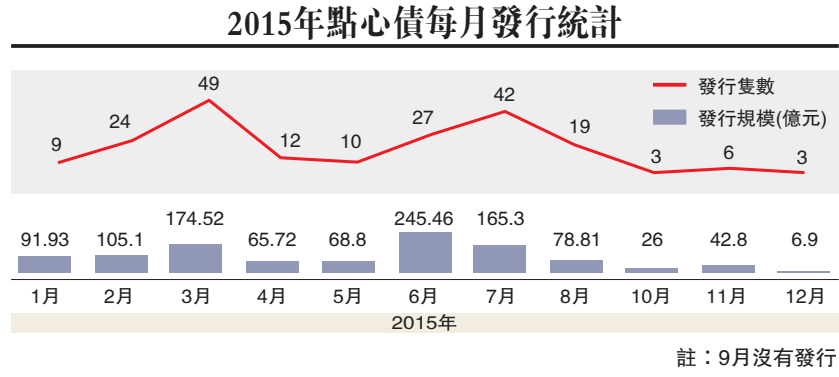
不過，正如周小川行長強調的，不管是熊貓債，還是點心債，總體來說都是新興事物，熊貓債更新一些，基數小、成長快，是一件十分自然的事情。更重要的是，近期離岸人民幣匯率（CNH）波動大於在岸人民幣（CNY）市場，貶值預期一度佔據市場主流，CNH最低時達到6.75水平，影

響到境外持有人民幣資產的信心；而人民幣資金市場連續嚴重抽緊，資金成本不斷攀升，與在岸市場形成倒掛，同時左右企業及金融機構發行點心債的決定。點心債發行人、投資者均處於觀望中，自然點心債發行處於一個低谷。此外，正如央行副行長易綱在記者會上說的，離岸人民幣資金池有所下降，也影響到點心債發行的速度。

從最近離岸人民幣市場變化來看，隨着內地加大人民幣匯率預期管理，一再強調人民幣不存在長期貶值基礎，市場氣氛正向好的方向轉變，匯率及利率波動有所緩和，昨日起CNH已升破6.5水平，兩地息差亦有所收窄，為點心債市場復甦創造了一定的條件，相信未來幾個月點心債發行會有所增加。

人民幣債券需求龐大

更長遠觀察兩個債券市場，應是互為補充的關係。一、是未來市場對人民幣債券的需求會十分龐大，尤其是企業融資方式正在發生變化，包括債券發行在內的直接融資越來越多，一些外向型企業會增加點心債發行，而境外企業及金融機構則可選擇兩種債券發行，由於融資需求很大，點心債和熊貓債市場可以共享，競爭是相對的。二、是兩個市場各有優勢，各有特點，境內市場規模更大，人民幣資金量大，而點心債的優勢是完全採取市場化發行，與國際債券市場接軌，流動性也較高；因此，隨着人民幣國際化進程加速，點心債和熊貓債都會越做越大，越做越強。



經濟企穩信號增加

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委



政委世界觀

從剛剛公布的2月份中國經濟數據來看，雖然從某些角度方面，有些數據波動較大，但中國經濟短期內企穩的信號，已經開始增加。

1、固定資產投資終見反彈

1至2月最令人振奮的數據，是固定資產投資作為一個整體，自2013年8月以來，首次出現了超過0.2個百分點的反彈。雖然在此之前，固定資產投資的分項數據固定資產投資的新建項目，已經在2015年11月先期回升。倘若再從行業的角度觀察固定資產投資，房地產銷售大熱，刺激房地產投資反彈3個百分點，惟製造業投資和基建投資卻仍分別回落0.6個和1.6個百分點；其中，一直啓而不動的房地產新建項目，1至2月更出現了同比41%的回升。

2、消費似弱不弱

社會消費品零售數據1至2月的累積同比相對於去年底의 增速出現放緩，但這應該更多是一種季節性的下滑。對過去歷史數據的分析表明，我國一般每年年初的消費品零售增速一般都會低於上一年年底水平。而今年前兩個月零售增速雖有回落，但幅度卻是低於往年同期水平的。

3、外貿需從自身找原因

1至2月不太樂觀的是外貿。進出口總值同比下降12.6%；其中，出口同比下滑13.1%，進口下滑11.8%，均顯著遜於市場預期水平。仔細分析其中的原因，通常被援引的兩大因素似乎解釋起來並非很有說服力：一、是所謂的春節因素，但1至2月扣連起來看，已經消除掉了春節因素；二、是所謂外需乏力，但自2015年第四季度以來，中國主要出口市場歐盟和美國自身的進口增速都有所回升。因此，我

國外貿的超預期下滑恐怕更多還是與人民幣的實際有效匯率相關。

4、理解貨幣政策之穩健

1月信貸和新增社會融資規模創出歷史新高，一度引發了市場狂熱的臆測；但2月新增信貸7300億元，不及1月份2.5萬億的三分之一；社會融資也大幅下降至7800億元，也不足1月2.7萬億的約三分之一，又突然令市場感到失望。誠然，正如筆者面對1月貨幣信貸數據所指出的：比額度更重要的是同比。雖然額度波動劇烈，但同比增速卻要平緩得多：2月信貸同比增速14.7%，社會融資餘額同比增速12.8%，廣義貨幣M2同比為13.3%。雖然都較上月有所放緩，但卻與政府工作報告中所要求的基本一致：M2和社會融資餘額同比增速為13%。從貨幣政策對穩增長的支撐作用來說，由於經濟增長數據是同比，因而，觀察貨幣信貸更有意義的數據，也應該是同比。而兩個13%左右，就是貨幣政策「穩健」這一定性描述在2016年的量化標準。

5、第一季度同比GDP較樂觀

上文對固定資產投資、消費和外貿角度分析，喜憂參差，最終結果則要看投資反彈的正面推動和外貿的不利影響，何者對增長的作用更大。可是，這三個方面的分析本質上依然是聚焦於第二產業的，而由於自2013年之後第二產業的佔比就開始低於第三產業，而2015年第三產業佔比更是首次超過50%，不充分重視第三產業就會導致對最終的國內生產總值（GDP）預測出現偏差。過去分析人士看待房地產對經濟增長的貢獻，更多是從房地產投資的角度，但實際上，雖然房地產的建築屬於第二產業，但銷售和售後服務卻屬於第三產業。統計數據也的確顯示，商品房銷售增速與房地產的GDP快慢緊密相連。而近年來，第三產業中波動最大的就是金融業和房地產業，兩者在第三產業中的佔比也大致相若。

政府工作報告提振經濟主要措施

（單位：元人民幣）

加大積極財政政策	安排財政赤字2.18萬億元，安排地方專項債券4000億元。
減稅降費，減輕企業負擔	全面實施營改增，所有行業稅負只減不增；將18項行政事業性收費的免徵範圍，從小微企業擴大到所有企業和個人。
採取穩健又靈活適度的貨幣政策	廣義貨幣M2預期增長13%左右，社會融資規模餘額增長13%左右。
推動簡政放權	全面公布地方政府權力和責任清單，在部分地區試行市場准入負面清單制度等。
釋放全社會創業創新潛能	落實企業研發費用加計扣除，將國家自主創新示範區試點政策推廣到全國。
化解過剩產能和降本增效	中央財政安排1000億元專項獎補資金，重點用於職工分流安置。
推進國企改革和激發非公經濟活力	推進股權多元化改革，改組組建國有資本投資、運營公司，大幅放寬非公經濟市場准入。
深挖國內需求潛力	支持發展養老、健康、文化體育等服務消費，壯大網絡信息等新興消費。
加大有效投資	啓動一批「十三五」規劃重大項目，完成鐵路投資8000億元以上、公路投資1.65萬億元，再開工20項重大水利工程。中央預算內投資增加到5000億元。