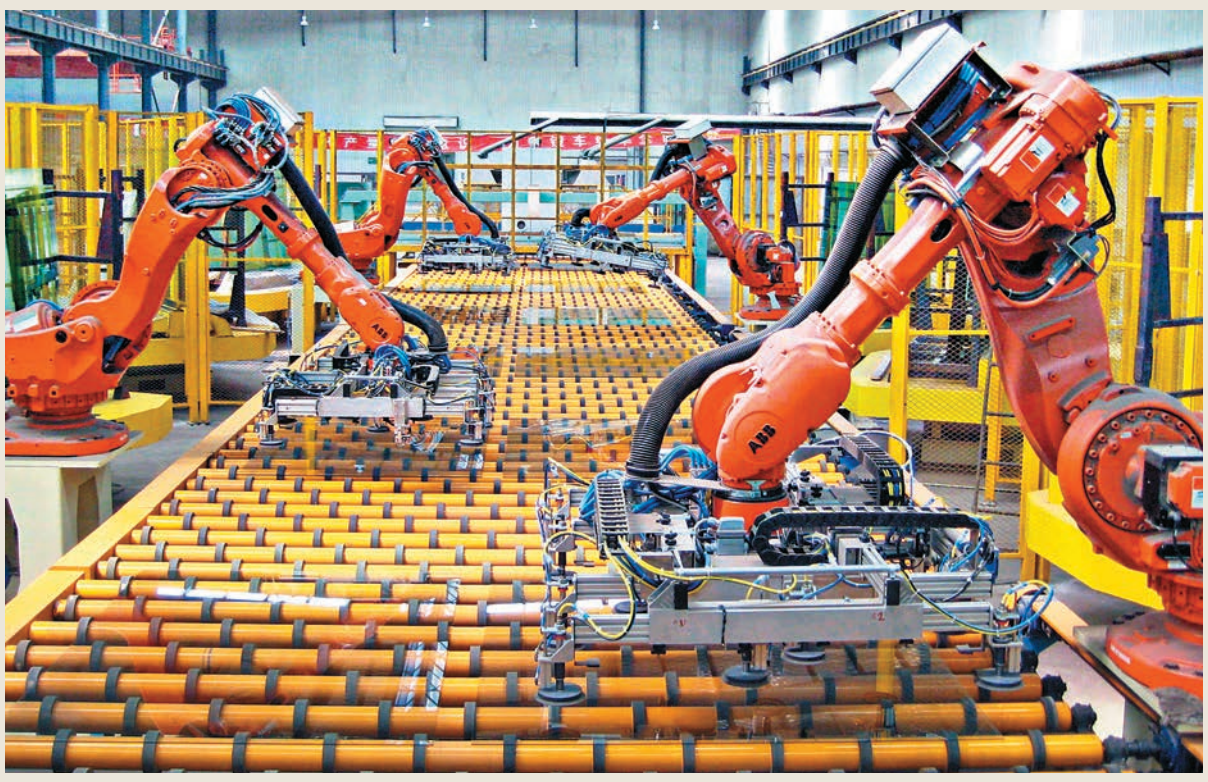
經濟觀察家

# 中國開啓新征程 智造引領新動能



◀分析指，中國產業升級將以互聯網、大數據、人工智能和實體經濟深度融合為突破口，推動中國產業向產業鏈、價值鏈、創新鏈中高端轉移 網絡圖片

次貸危機之後全球面臨兩大任務：其一是通過擴張性的財政政策和貨幣政策穩增長，避免經濟硬着陸；其二是尋求新的增長動力。以全球同步復甦為標誌，次貸危機10周年之際基本上完成了第一大任務，但第二大任務的實現仍是長路漫漫，充滿了挑戰。在此情況下，未來政策的重點一是盡快實現政策正常化，避免長期過於寬鬆的政策導致新的風險；二是加快培育新的增長點，推動經濟進入更高水平的擴張。

申萬宏源證券研究所首席宏觀分析師 李慧勇

慧眼天下

對美國來說，上述調整體現在加息縮表，重振製造。首先，加息及縮表。2015年底啓動加息，預計2018年之前還有三、四次加息。2017年10月份開始縮表，預計未來四年縮表1.5萬億美元。其次，美國是全球公認的科技創新龍頭，但資源要素價格偏高制約了製造業的發展，特朗普希望能夠通過減稅來增加對製造業的吸引力，但減稅進展並不順利。如果減稅法案2018年通過，將爲美國經濟注入新的活力。

## 防風險仍是重中之重

對中國來說，這體現在防風險和製造強國，中國是最具有活力的新興市場，近年來對全球經濟增長的貢獻持續超過美國。但也積累了不少問題，防風險仍是重中之重。首先，通過去產能去庫存初步化解產能過剩風險，2018年供給側改革仍是重點。其次，通過統一監管來化解影子銀行風險。資管新規實施，大資管統一監管，100萬億影子銀行業務重新洗牌。再次，通過明確地方政府職責來化解地方債務風險。以公共私營合作制（PPP）之名行融資之實，地方債務面臨可能迎來新一輪治理。

**2018年是全國金融工作會議召開後的第一年，監管框架及規則明確之後將進入落實階段。從中長期看，監管有助於避免風險積聚，有助於正規金融機構發展、降低社會融資成本，但短期可能使得現有業務面臨停滯，帶來流動性衝擊、利率上行的影響。**

## 明年經濟增速料維持6.7%

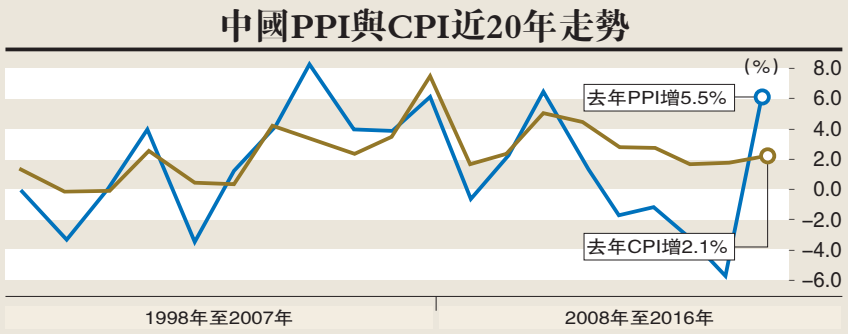
「一帶一路」倡議、新型城鎮化、中國智造、國企改革將成爲中國步入新一輪擴張周期的四大動能。供給側改革第一階段任務是「三去一降」，第二階段任務是「一補」。從全球範圍看，製造業是中國優勢產業，智能製造既能夠提升傳統製造業的競爭力，又能夠形成新的增長點，將是中國產業發展的重點方向。

中國特有的三個方面優勢有助於中國技術趕超。一是體制性優勢。政府具有強大的動員資源的能力，可以勝任私人無力涉及的需要大規模投入或承擔高風險的領域。二是市場優勢。中國具有全球最大的消費市場，可以在更大的市場範圍內分攤成本，實現規模經濟。同時也可以通過市場換技術，來實現趕超。三是工程師紅利和完備的工業化體系。中國在很多領域距離先進水平仍有較大差距，但國內工業體系的完整性在全球是首屈一指的。這意味着在諸多需要高度社會分工和產業鏈協同的領域，中國具有比較大的優勢。綜觀國內成功實現技術趕超的領域，如高鐵、5G均具有上述特徵。結合中國的特有優勢，產業升級將以互聯網、大數據、人工智能和實體經濟深度融合爲突破口，推動中國產業向產業鏈、價值鏈、創新鏈中高端轉移。

把目光聚焦在2018年，外需和消費是亮點，通脹和利率中樞有望上移。世界經濟和中國經濟前景均無需悲觀，預計2018年世界經濟增長3.6%，CPI上漲3.2%，分別比2017年提高0.1和0.2個百分點。中國經濟繼續L形，向下的力量主要是地產調控的滯後影響、資金成本上升的滯後影響；向上的力量主要來自企業利潤表和資產負債表改善帶來的擴張，居民收入增加帶來的消費提升，十九大召開新的政治周期啓動帶來的發展熱情。

**總體上看，2018年中國經濟平穩，仍能保持在6.7%左右。從三駕馬車看，固定資產投資承壓，消費和外需是支撐。PPI上漲3.5%，漲幅比2017年回落近三個百分點。CPI上漲2.5%，比2017年提高近一個百分點。PPI和CPI剪刀差顯著收窄。宏觀政策繼續保持穩定，積極財政政策和穩健貨幣政策更偏向中性。經濟平穩、政策趨嚴、美國加息使得中國資金價格將呈現高位波動特徵，10年期國債利率將達到4.1%至4.4%。人民幣匯率趨勢性貶值結束得到確認，2018年將在6.5至6.9之間波動。**

### 中國PPI與CPI近20年走勢




### 人民幣兌美元今年以來走勢(即期價)

# 支持政府優化樓市辣招

祥益地產總裁 汪敦敬

樓市新態

筆者對新特首林鄭一直有信心，她或者不太熟悉地產，卻精於行政，出色的行政者若遇上挫折是會自我修正的，出色的政治家是有勇氣和具有愛民如子的初心的。

筆者認爲林鄭特首的地產觀是符合以上本質的，她在供應未有眞正改善的機會前，主動釋放置業階梯，爲何？這就是初心，她清晰知道「抑壓樓價不等於多了人可以擁有物業」。現實中是相反的，根據團結香港基金最近發表的報告，香港人自置人士的比率是減少，由2004年的54.3%減少到2016年的50.4%。

筆者也最欣賞她認爲「若市民有機會置業，當他日經濟有困難或者面臨退休，也可以進行逆按揭等解決問題。」很對！誰人叫你買樓後中途賣出？所謂買樓的焦頭爛額，或風險其實也是源於沒有量力而爲入市和人的貪念，既然量化引起冗長低息期，環球量化貨幣到了今天不單沒有收斂且更日益嚴重，政府爲何不順水推舟？以大時代賦予的超平成本（息口），超高回報（樓價升值），去打造市民未來的退休安全網。如果樓價上升的原因不在香港，香港政府其實不可，亦不能逆轉這時代巨輪。抑壓市民買樓的結果是什麼？是市民擁有物業的比率減低，即享受到財富的效應的人比率少了，貧富懸殊因此更嚴重，現在香港就是這處身此處境啊。

在政治甚至政府行政的角度，更多市民擁有資產比樓價高低更重要。筆者支持樓市辣招短期實施，以應對海量資金湧入的現狀，但若眞有長期需要，則必須優化辣招。筆者當然歡迎政府近期表示正研究延長樓市辣招的換樓期限，更歡迎他們表示「正考慮是否需要有其他配套，協助市民在二手市場換樓／買樓。」我與不少學者的意見也一致：最簡單快捷的是在按揭上將不需要的／過分的門檻拆牆鬆綁，用家及一換一的換樓人士不是辣招針對的目標，再用辣招困着他們是不公平，亦不智的，弊遠多於利。

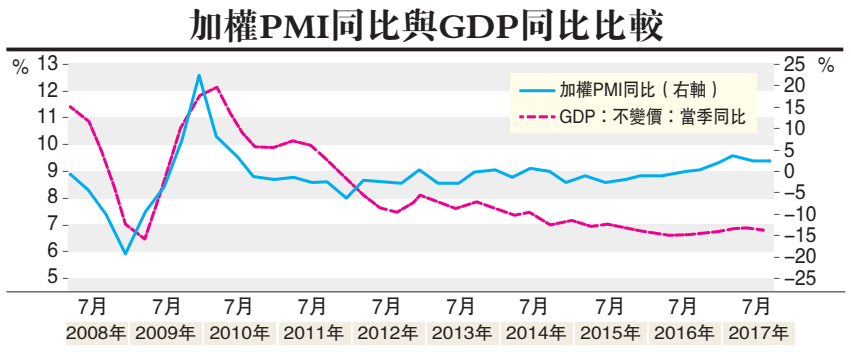
## 籲放寬按揭門檻

現在樓市辣招下的按揭制度，400萬以下是最高借九成（包括按揭保險制度），400至600萬是借八成，600萬以上最多只可借六成，這種按揭引起的市場結構，令到購買力往下游聚焦，高首期亦阻止了換樓上游，措施抑壓用家上車及換樓令到被抑壓的社群不可以享受到財富效應。

未來600萬以下三房會被以上兩股強勁購買力一掃而空，如果政府不改變按揭政策，即是當市場沒有400萬樓的時候，就等於市場取消了九成按揭保險計劃了，又或者當全部600萬三房單位被掃空之後，市場也沒有多過六成的按揭（包括按揭保險制度）了。

樓價升的責任一在環球量化貨幣，二在曾特首荒廢開發土地，三在市民不支持梁特首開拓土地，絕不在林鄭。但將來可以算上她頭上的是市民置業比率，所以她的灼見也合乎政治的現實啊。

### 加權PMI同比與GDP同比比較




註：加權PMI同比為製造業PMI與非製造業PMI的加權平均值
資料來源：WIND，興業研究

# PMI：企業生存者的故事

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

PMI（製造業採購經理指數）是反映經濟景氣程度的重要指標。但過去PMI同比和國內生產總值（GDP）同比一直存在的良好一致性，在近年來卻出現了越來越明顯的背離。如果我們定義加權PMI爲製造業PMI與非製造業PMI的加權平均值（權重爲經濟中製造業和非製造業的比重），可以發現加權PMI同比與GDP同比之間出現了越來越大的分歧。

2017年三季度，加權PMI同比達到2.5%，顯著高於2013年三季度的0.2%。但同期GDP同比僅爲6.8%，明顯低於2013年三季度的7.9%。與GDP類似，工業增加值增速水平與製造業PMI同比的絕對水平也不一致。2017年三季度，PMI同比超過了2013年三季度的水平，但同期工業增加值同比僅爲6.3%，顯著低於2013年三季度的10.1%。

**為什麼會出現這種現象呢？這是由於PMI基於企業調查而獲取的數據，如果企業破產將退出調查樣本，導致樣本範圍發生變化。因此，PMI實際上講述的是在經濟波動中存活下來的企業故事。**

由於缺乏企業破產數據，我們以工業企業虧損家數的同比增速來近似刻畫企業破產情況。當企業虧損家數增加時，意味着企業破產數可能也在增加。觀察歷史數據可以發現，每當企業破產潮發生後，PMI增速與工業增加值增速絕對水平的對比就會發生變化。數據顯示，工業企業虧損數量增速大致領先PMI同比與工業增加值同比之差約三個季度。

2008年以來，中國共出現過三次企業虧損數量增速大幅上升的情況。第一次發生在次貸危機後。受次貸危機影響，工業企業虧損家數同比增速從2007年三季度的0.3%大幅上升至2009年一季度的25.6%。隨着破產企業的退出，PMI同比與工業增加值同比之間的差距發生擴大。這一差值從2008年二季度的−18.5%提高至2009年四季度的16.5%。

第二次企業虧損高峰發生在2012年前後。工業企業虧損家數同比從2011年一季度的2.1%上升到2012年四季度的22.3%。隨後PMI同比與工業增加值同比之差從2011年四季度的−21.4%提高至2013年三季度的−7.9%。

第三次企業虧損高峰發生在2015年前後。2015年四季度，工業企業虧損家數同比從2014年一季度的2.7%提高至31.3%。隨後PMI同比與工業增加值同比之差從2014年四季度的−9.3%上升至2016年三季度的−5.3%。

## GDP更貼宏觀變化

如果我們將工業增加值增速替換爲GDP增速，也能發現相似的現象。每當工業企業虧損家數增速大幅上升之後，隨着破產企業的逐漸退出，加權PMI同比與GDP增速同比之差就會發生抬升。這是由於GDP增速反映了整個經濟體基本面的變化，而加權PMI增速僅僅反映了在經濟波動中存活下來的企業的情況。

也就是說，加權PMI增速與GDP增速之差的抬升，實際上反映了企業優勝劣汰的過程。這種優勝劣汰可能帶來行業集中度的提高，進而影響存活下來的企業的議價能力和利潤水平。數據顯示，加權PMI同比與GDP同比之差領先工業企業利潤同比大約一個季度。這說明，當企業優勝劣汰之後，加權PMI同比的提升幅度可能超過GDP同比的提升幅度，並帶來行業集中度和利潤水平的抬升。

這意味着，未來宏觀經濟表現和微觀經濟表現會繼續分叉。而如希望PMI能更準確地反映宏觀經濟情況，可考慮定期發布PMI樣本變化情況。