債息飆升敲警鐘 財政發力破困局

◀美國企業投入大量資金搞研發，去年美國上市公司平均研發費用超過兩億美元，是A股上市公司均值的十倍

超限觀點

在最近兩周，全球經濟最大的警鐘來自於美國利率飆升。上周10年期美國國債利率一度達到3.23%，已經超過了2013年的峰值，創下2011年6月以來的七年新高。受此影響，上周全球股市集體跳水，不僅美股從歷史高點大幅下跌，A股也創下了近四年以來的新低。究竟市場在擔心什麼？中國經濟的出路又在何方？

海通證券首席宏觀分析師　姜　超

從美聯儲發布的最新預測來看，2018年12月還有一次加息，2019年加息三次，到2020年加息一次。期貨市場數據顯示，目前市場預測今年12月再度加息的概率高達80%，2019年前三季度還有兩次加息。

除了加息以外，影響美債利率的另一個重要因素是美聯儲縮表。從2017年10月中旬美聯儲啓動縮表到現在，美聯儲的總資產減少了約3000億美元，相比於當時4.52萬億美元的歷史峰值萎縮了約6.5%，已經降至2014年3月的資產規模水平。

由於美聯儲是全球最重要的央行，其加息和縮表敲響了全球貨幣緊縮的警鐘。爲何美聯儲加息的影響如此重要？原因在於央行利率是影響現代經濟周期的最重要因素之一。

利率影響經濟周期

如果我們把過去100多年的美國經濟周期做成一張圖，再把美國的官方利率放進去，可以發現兩者走勢存在着非常密切的關係：**基本上在任何兩次經濟衰退之間，都存在着一個完整的利率周期。也就是說，每一次經濟衰退發生以後，美國聯邦基金利率就開始大幅下降，過一段時間美國經濟開始重新復甦，利率隨之又重新開始上升，而等到利率上升到高點的時候、往往又會引發下一次經濟衰退。**

爲什麼利率和經濟周期的關係這麼密切？其實從儲蓄和投資的角度很好理解利率對經濟的作用。我們可以想像一下，如果經濟蕭條了，那麼居民肯定不願意消費、而願意多儲蓄；而經濟蕭條時企業肯定不願意投資，意味着在資金市場上會發生供過於求，儲蓄資金供給超過投資資金需求，這必然會導致利率的下降。而在利率下降到足夠低以後，居民發現儲蓄不划算，慢慢開始增加消費，而企業發現利率太低以後又逐漸願意投資，這樣經濟慢慢就開始復甦了。反過來的過程也是一樣的。

但當我們談利率的時候，其實有兩個概念，最開始講的美國聯邦基金利率，其實是政策利率，而另一個是市場利率，那麼到底是哪一個在影響經濟周期的變化呢？

這個問題的答案其實與央行的歷史有關係。其實在美國，最早的時候並沒有中央銀行，最初誕生的是各家商業銀行，就好像中國清朝的錢莊一樣，沒有央行其實市場經濟也能運作。但是後來，大家發現經濟經常會周期性的衰退，而又沒有人喜歡經濟衰退，同時又發現了利率和經濟周期的關係，利率是影響經濟周期的核心因素，所以後來大家就發明了央行，美聯儲是1913年才成立，而其成立的目的其實就是來調控利率，避免經濟陷入長期衰退的困境。

而隨着央行的誕生，經濟周期其實也發生了變化。在央行誕生之前，經濟周期是自然發生的，而利率是依附於經濟周期波動的。而在央行誕生之後，利率在很大一部分時間變成了經濟周期波動的原因。

所以，我們也可以理解爲什麼市場對於美債利率飆升做出如此劇烈的反應，因爲本輪美國加息已經持續了三年時間，即將進入加息周期的尾聲，而按照歷史經驗，這通常預示着離經濟下一次衰退的發生不遠了。

中國具再寬鬆能力

理解了經濟周期波動的原因，以及央行貨幣政策的作用和局限，其實可以對中國經濟的未來發展有着更爲客觀的判斷。

首先，目前經濟的主要問題在於過去貨幣超發。從經濟周期的角度來看，中國經濟當前的主要挑戰來自於設備投資和房地產投資，2008年4萬億導致產能過剩，而2015年的貨幣再度放鬆加劇地產泡沫，而所有這些經濟問題都與過去貨幣政策過於寬鬆有關係。

其次，過去兩年的去槓桿值得肯定。從2017年開始，央行就開始了金融去槓桿，這相當於開始了反周期的對沖政策。在過去兩年，我們的廣義貨幣M2增速從10%以上降至8%，包括影子銀行的金融機構總資產增速從17%降至7%，金融機構貸款平均利率從5.22%升至6%，居民房貸利率從4.52%升至5.6%。正是因爲這些緊縮性政策，所以使得中國經濟的債務率開始企穩，地產泡沫逐漸得到了抑制，而經濟下行壓力的加大其實也和持續的貨幣緊縮有關。

未來，中國央行具備再寬鬆能力。**如果把利率看做是經濟周期的重要原因，那麼中國其實更像美國、日本和歐洲，因為我們是全球第二大經濟體，擁有足夠的外匯儲備和獨立的貨幣政策，這一點與拉美國家和1998年的亞洲國家有着本質區別**。

今年面對美國加息和美元升值的壓力，阿根廷匯率貶值了50%，利率上調到了50%。而中國的人民幣雖然今年以來也在貶值，但是我們的無風險利率出現了顯著下降，比如說10年期國債利率從年初的4%降至3.6%，餘額寶收益率也從4%降至2.7%，中美利率今年以來明顯脫鈎，這說明中國具備主動下調利率的能力。

中國商業銀行有放貸能力。從商業銀行資產角度來看，經過過去幾年的去產能，中國工業品價格明顯恢復，因此製造業行業的壞帳擔心明顯減輕。但另一方面，則是銀行房地產相關貸款持續高增，未來如果房價明顯下跌，則不排除會擔心銀行資產質量的問題。

但中國的房貸與美國有差別，美國2008年發放了大量次貸，也就是低首付貸款，而且美國存在個人破產制度，房價暴跌導致居民棄房，形成大量壞帳。而中國的首付比例嚴格，而且沒有個人破產制度，即便房價大幅下跌，居民房貸方面的壞帳有限。主要是房地產開發貸款方面有壞帳風險，但目前房地產行業本身在向龍頭企業集中，其抵禦風險能力相對較強，所以整體來看對中國商業銀行壞帳風險的擔憂有限。

而且美國次貸危機以後是把商業銀行國有化，通過政府注資恢復其放貸能力。而中國的主要商業銀行都是國有銀行，其放貸能力其實無需懷疑。

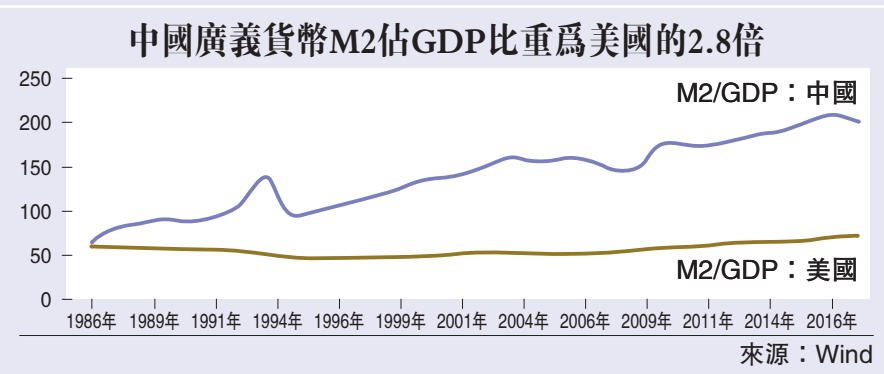
不宜重啟地產周期

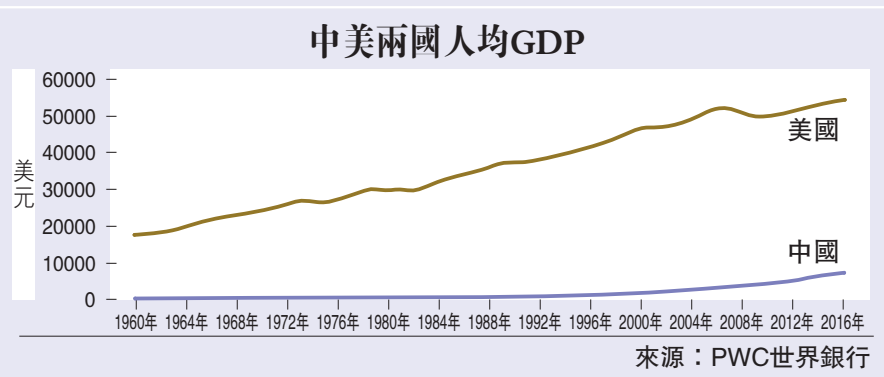
問題是，如果我們迎來新一輪寬鬆貨幣政策周期，中國經濟會不會重走舉債發展和地產泡沫的老路，這樣的話其實相當於過去幾年去槓桿白做了。

筆者認爲，從投資的角度出發，中國未來不宜啓動地產投資，而在產能過剩的背景下啓動設備投資的空間也不大，因此在短期可以通過基建投資來托底，而長期眞正的希望其實在於啓動技術創新周期。

從美國來看，之所以其經濟長期繁榮，在於其經濟的投資率雖然不高，但是其知識產權投資佔GDP的比重超過4%。從微觀來看，美國的企業投入大量的資金搞研發，2017年美國上市公司平均的研發費用超過2億美元，是A股上市公司均值的十倍，美國亞馬遜公司去年投入200多億美元做研發，是A股研發投入最多的中興通訊的十多倍。所以美國是靠着技術創新帶來了長期經濟繁榮，美國上市公司靠研發越做越大，蘋果和亞馬遜成長爲市值1萬億美元左右的巨大企業。美國2008年的加息刺破了地產泡沫，但隨後的降息和減稅其實是激發了新一輪技術創新投資。

借鑒美國的經驗，中國經濟要想迎來可持續發展，一方面堅定不移管住影子銀行、金融去槓桿，打擊地產泡沫，同時央行可以適度放鬆整體的貨幣政策，為企業部門投資減負，而更重要的是加大財政政策力度，尤其是大幅減稅降費，增加企業利潤率，增加企業研發的能力和動力，這樣未來中國經濟才有希望眞正走出經濟下行的挑戰。





大嶼山成就「機場城市」典範

香港中華廠商聯合會會長　吳宏斌

崇論宏議

行政長官林鄭月娥上周公布的《2018年施政報告》中提出「明日大嶼」計劃，倡議將大嶼山發展成爲香港第三個核心商業區，以及連接粵港澳大灣區乃至全世界的「機場城市」，但該項建議卻引來不少爭議。

「明日大嶼」所參考的「機場城市」（Aerotropolis）概念，早於90年代初已出現，意指國際機場結合客運、物流、休閒、商務、居住及辦公室等方面設施和服務，吸引旅客和非旅客的進入，以增加機場及附近地區的經濟活動，形成集約型、具特色的特殊區域或者產業形態。據指，荷蘭阿姆斯特丹的史基浦機場、韓國的仁川機場及新加坡樟宜機場的建設便是「機場城市」的實例。

香港大嶼山坐擁世界一流的航空港，空運網絡四通八達；香港國際機場更已連續八年成爲全球最繁忙的貨運機場，而周邊的飛機維修、航空地勤服務等行業亦相當成熟；加之近年包括阿里巴巴在內的國際財團亦紛紛前來落戶，打造高端、智能化的綜合物流中心，帶動機場的客運及物流水平進一步提升。

事實上，大嶼山本身已略具「機場城市」的雛形。它匯集了包括旅遊及會展在內的多項特色產業群，擁有相當完善的旅遊及商業配套設施，包括亞洲國際博覽館、昂坪360、迪士尼樂園，以及全港最大的名店Outlet等。

「雙門戶」角色「雙經濟」效能

更重要的是，港珠澳大橋即將通車，大嶼山不但可透過香港機場連接世界，更可與澳門、珠海形成一小時交通圈，會成爲聯繫世界和其他大灣區城市以及南中國的海陸空樞紐。這一「雙門戶」的角色將會令大嶼山成爲世界上罕有的「雙經濟」交匯點，集「機場經濟」和「橋頭經濟」於一身，迸發巨大的發展潛力。

按施政報告提出的「明日大嶼願景」，大嶼山將開展大規模的土地開發，包括填海建造約1700公頃人工島，供70至110萬人居住；此外，透過打造大嶼山成香港的第三個核心商業區，可爲當地居民創造就業機會。現時不少居住在新界的市民均須前往九龍及港島等傳統都會區工作，令屯門公路等通往市區的交通長期擠塞，「明日大嶼」有助建立居職平衡，減少新界居民沉重的通勤壓力，另一方面，施政報告提及的運輸走廊計劃亦相信可紓緩交通情況。

畢竟，城市發展必有得有失，長遠而言，填海造地是最有效能解決土地供應問題的方法。特首的「明日大嶼」爲促進本港多元經濟、改善民生及確保未來可持續發展踏出了勇氣的一步，但該計劃始終涉及數千億元，影響跨代港人，政府要爭取社會各界的支持，無疑極不容易。

公私營七三比 房策務實健康

Q房網．香港董事總經理　陳坤興

樓語縱橫

「安得廣廈千萬間，大庇天下寒士俱歡顏」，這首詩的背景是當時杜甫暫居於友人的一間茅屋，奈何遇上大風，屋頂的茅草被捲走，老弱的詩人更遭村童欺負，將僅餘的茅草也偷走，屋漏兼逢連夜雨，濕淋淋環境自然令詩人徹夜難眠，最後詩人便以安得廣廈千萬間來作結。這一句亦成爲政府房策一大目標。

行政長官林鄭月娥剛公布任內第二份的施政報告，亦再次用上「安得廣廈千萬間」的目標，爲了讓市民可以安居樂業，特首重申政府需爲不同收入的家庭提供適切居所。在新一份施政報告中，林鄭計劃會增加公營房屋的比例，調撥更多土地作公營房屋發展，並承諾日後政府開拓的新增土地，以房屋單位計算，七成應用於公營房屋。

私宅供應料每年1.4萬伙

雖然特首亦表明，基於長遠房屋策略的公私營比例仍需要檢討，現階段未有即時將現時長遠房屋策略的六四比，改爲七三比，但未來長遠房屋策略的公私營比例勢必有增無減。

如果我們按照最新運輸及房屋局有關長遠房屋策略最新周年進度報告，以未來十年長遠房屋供應共46萬伙，當中包括28萬伙公營房屋及18萬伙私人住宅供應，如果日後長遠房屋策略公私營比例，亦由六四比改爲七三比，日後平均每年1.8萬伙的私人住宅供應，將會顯著回調至不足1.4萬伙供應。

雖然可能會有人認爲，增加公營資助房屋而減少私人住宅供應，最終只是「拆東牆補西牆」（套用英文諺語Rob Peter to pay Paul），情況亦於事無補。不過相反筆者認爲，將未來私人住宅供應調低是一個較務實的方法，增加資助房屋供應，對現時市場對私人住宅剛性需求有分流作用，亦有助減輕土地供應大增對私人市場的影響，對長遠樓市具有穩定市場作用。

「堅定前行、燃點希望」，正如林鄭所言，本屆政府房策其中一個元素是以置業爲主導，致力建立置業階梯，增加資助房屋供應，提供更多「買得起、供得起」的資助房屋，讓部分能力不足的家庭重燃置業希望，對市場需求起分流作用，讓未來私人住宅市場更平穩健康發展。