



經濟觀察家



實話世經

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實



►中國經濟由供大於求的外向型「世界工廠」，漸次轉向供需匹配、內外均衡的內生增長模式

跨越七十年：中國經濟周期演進

總體而言，這些周期從屬於三大階段，在經濟規律和歷史環境的碰撞之下，於經濟波動的路徑、動因、關聯性等層面呈現各自鮮明的特徵，為洞悉中國經濟發展脈絡提供了超長期的歷史視角。基於這一視角，筆者發現，中國經濟周期波動具有增長性、穩健性和靈活性三大特性。由此展望未來，中國經濟的周期演進有望進一步趨於平穩，高質量發展時代的增長韌性和結構性機遇值得期待。

一、計劃經濟階段（1953-1976）

1949年新中國成立之後，1950-1952年為國民經濟恢復階段，經濟增長保持平穩。由此發軔，中國在高度集中的計劃經濟體制下，開始自力更生的現代化建設，經濟亦正式邁入周期波動軌道。這一階段涵蓋五個小經濟周期，分別為1953-1957年、1958-1961年、1962-1967年、1968-1972年以及1973-1976年，總體而言具有以下特徵：

第一，大起大落的古典周期。根據學理，經濟周期分為兩種基本類型。一是古典周期，即國民經濟活動的絕對水平交替出現上升和下降。二是增長周期，即國民經濟活動的相對增長交替出現提速和放緩。在本階段，除第一個小周期外，後四個小周期在衰退階段均出現經濟負增長，表明古典周期在本階段佔主導地位。與之相匹配，本階段周期波動呈現大起大落的不穩定性。其中，周期峰位和谷位的經濟增速差值最大為48.6個百分點，差值中樞為21.9個百分點，年度經濟增速的標準差為10.5，均為建國以來三大階段中最高。

第二，市場缺位的供求失衡。在這一階段，中國經濟主要由計劃經濟體制調節，缺少價格信號和市場機制對要素資源的定價和配置。短期來看，計劃指令的硬性調控，配合以工業投資為主導的擴張方向，能夠較快刺激總需求，推動經濟迅速升溫；但長期來看，計劃的主觀性、粗放性和非靈活性，疊加本階段「短缺經濟」的客觀掣肘，容易使總需求超越總供給，導致高增長難以維繫並透支後期需求，從而產生和放大了經濟周期波動。在這一階段，周期峰位至谷位的平均間隔僅約為2年。

第三，利弊共存的封閉波動。受制於冷戰時期的國際形勢，這一階段中國經濟相對隔絕於國際市場以

外。在此階段，外貿進出口額佔GDP比重的年度均值僅為8.0%，遠低於1977-2018年的均值34.4%。一方面，這一格局為民族工業體系的自主發展提供了必要環境，同時將基礎薄弱的國內經濟與國際市場的風險因素相隔離，有效避免了全球經濟周期的外溢衝擊。但是，另一方面，相對封閉的經濟環境導致「短缺經濟」的瓶頸難以打破。由此，計劃經濟體制下內生的供求失衡被再度放大，進一步加劇了自身經濟周期的波動性。

二、改革開放階段（1977-2009）

從1977年十一大宣告「文革」結束，到1978年召開十一屆三中全會，新中國的發展邁過歷史轉折點，步入社會主義現代化建設和改革開放的新時期，經濟周期的運行亦開啟新階段。這一階段共涵蓋5個小周期，分別是1977-1981年、1982-1986年、1987-1990年、1991-1999年、2000-2009年。迥異於計劃經濟階段的特徵迎來新轉變。

第一，穩健上行的增長周期。得益於經濟體制的轉型和市場機制的建立，中國經濟被壓抑已久的要素活力得到釋放，生產力水平和社會總需求實現長足發展。這一歷史性變革在經濟周期上的首要體現，即為增長周期對古典周期的取代。在這一階段，經濟衰退僅表現為增速的相對下滑，並未出現經濟總量上的衰減，五個經濟周期均為增長周期。

第二，走向市場的改革陣痛。這一改革階段，市場「無形之手」逐步成長，與政府「有形之手」共同承擔起調節供求平衡的重任。一方面，初生的市場機制所激發的發展動力，與計劃經濟遺留的「投資飢渴症」相疊加，導致投資規模擴張過快、片面追求高增速的問題。另一方面，「價格雙軌制」退出之後，物價的大幅起落一度對經濟周期形成擾動。但邁過階段性陣痛之後，市場「無形之手」更加靈活高效地匹配供求兩側，發揮出熨平經濟周期的功能。基於此，2000-2009年，中國經濟迎來一輪長達十年的經濟周期。

第三，擁抱全球的周期聯動。對內改革的同時，中國經濟以2001年加入WTO為標誌，成為全球產業鏈的核心一環。一方面，通過對接全球市場，「外需驅動一製造業發展一外資流入」的

良性循環形成。得益於對外開放驅動的技術進步和產業升級，中國經濟供求的主要矛盾從生產水平較低、供不應求的內向型「短缺經濟」，轉向為供大於求、生產水平較高的外向型「世界工廠」。這也是增長周期取代古典周期的動力之一。但另一方面，在擁抱經濟全球化的過程中，中國經濟亦不可避免地受到全球大氣候的周期性衝擊。其中，1997-1998年亞洲金融危機和2007-2008年國際金融危機，均發生在中國經濟內部周期下行軌道中，顯著放大了順周期的壓力。

三、「減速增質」階段（2010-2019）

以百年一遇的國際金融危機作為序幕，「拐點」成為這一階段中國經濟的關鍵詞。無論是內部增長動力、發展模式還是外部國際環境，一系列數十年量級的歷史性拐點紛至沓來，推動中國經濟步入「減速增質」新格局。截至目前，這一階段可以分為兩個小周期，即2010-2015年、2016-2019年（尚未結束），並且本階段有望長期延續。在拐點共振之下，「減速增質」階段的經濟周期展露以下新特點：

第一，L形減速增質。這一階段，中國增長動力之源從擴大要素投入轉向提振全要素生產率，從要素驅動型轉向創新驅動型。受此影響，在「4萬億」政策刺激效應衰減之後，中國經濟步入「三期疊加」狀態，然後在新常態下開啟由高速增長階段向高質量發展階段的轉型。

第二，日漸重要的金融因素。國際金融危機爆發後，中國金融體系的發展步伐並未停滯，金融因素對經濟周期的影響亦由量及質。其一，金融深化注入增長新活力。其二，金融風險成為周期新隱患。

第三，由外向內的重心遷移。在這一階段，全球治理體系、經濟全球化進程和地緣政治格局均發生長趨勢裂變。其一，全球經濟長期處於危機陰影，總需求疲弱成為常態。其二，中美經貿博弈走向長期化、複雜化。兩國經濟局部去一體化的風險加速逼近，由此引致的全球產業鏈重塑亦為中國經濟增加外部不確定性。受此影響，內需成為穩定經濟周期的壓艙石，以此為起點，中國經濟由供大於求的外向型「世界工廠」，漸次轉向供需匹配、內外均衡的內生增長模式。

逆周期調節政策展現積極效果

興業證券首席經濟學家 王涵



遠見卓識

9月份官方PMI（製造業採購經理指數）回升0.3至49.8；非製造業PMI回落0.1至53.7。筆者認為：PMI回升，或顯示出逆周期調節效果。9月份PMI回升，同時財新製造業PMI回升1.0到51.4。7-8月經濟下行壓力有所加大，8月政策開始強調逆周期調節，採取了LPR（貸款基礎利率）改革、降準、專項債等一系列措施，9月份PMI的回升可能顯示出逆周期調節的效果。此次PMI的回升可能沒什麼季節性因素，雖然看歷史平均，9月PMI會比8月高，但主要是在2012年以前，在2013年之後就不再有明顯季節性因素。製造業PMI中大多數分項回升，主要分項新訂單、生產、從業人員、原材料庫存、供應商配送時間都有回升。

新訂單回到擴張區間，指向需求或有改善。製造業PMI新訂單分項回升0.8到50.5，再次回到擴張區間；生產指數回升0.4到52.3。新訂單和生產指數的回升，可能顯示出逆周期調節下供需都有所改善。

新出口訂單回升，或受匯率影響。製造業PMI新出口訂單回升1.0到48.2，進口指數回升0.4到47.1。出口方面拖累因素有貿易摩擦及全球經濟下滑，而人民幣匯率則可能是推動因素。

美國在9月加了新一批關稅，事前搶出口的透支效果會拖累中國對美

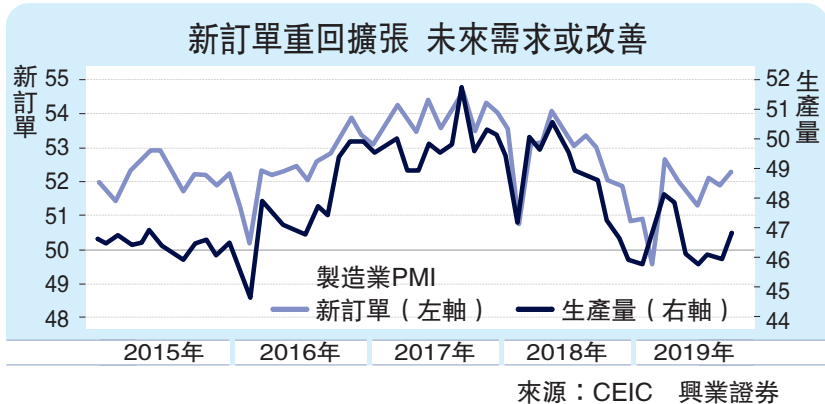
出口，但從上半年中美貿易的情況來看，美國對當時還沒有加關稅的衣服、鞋子、玩具等中國商品已有明顯的主動尋找別的國家替代的情況，意味着加關稅的衝擊或已提前反映。同時，8月份人民幣匯率的貶值，可能滯後推動了中國出口。另外，去年7-9月份美國密集對中國加關稅，基數效應影響下，中國出口同比增速或正在築底。

改革紅利逐步釋放

產成品庫存回落，企業或仍傾向去庫存。製造業PMI產成品庫存回落0.7到47.1，原材料庫存回升0.1到47.6。由於經濟下行壓力以及PPI走弱，企業更傾向於去庫存，整體上看，今年庫存或將繼續築底。

價格指數回升，指向PPI環比或轉正。製造業PMI購進價格指數明顯回升3.6到52.2，回到擴張區間；出廠價格同樣大幅回升3.2到49.9。價格指數的回升可能受到油價的傳導，按照以往PPI環比與價格指數的走勢來看，PPI環比或將回升轉正。但是由於基數因素，9月PPI同比降幅或將進一步擴大。

逆周期調節新模式穩經濟。對於經濟下行壓力加大，政府強調了逆周期調節，但這跟以往穩經濟方式明顯不一樣。此次逆周期調節更多通過市場化改革來釋放改革紅利，增強對中國中長期經濟前景的預期。雖然效果比以往穩經濟老模式偏慢，但更加關注中長期。預計還會有進一步的市場化改革來推進逆周期調節。



來源：CEIC 興業證券

樓價調整有序 紓緩置業負擔

Q房網香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

樓市向來都是複雜的問題，幾時升、幾時跌、升幾多、跌幾多，亦絕對不會是社會上一小撮人可以操控。受中美貿易問題未解決，加上近月來連串的政治事件，社會氣氛愈趨緊張，樓價自年中開始已出現調整，樓價何時見底回升，或是今次跌市只是熊市開始，相信現階段仍需觀察一段時間。

執筆一刻，差餉物業估價署最近公布8月份整體住宅樓價指數，樓價指數已連跌三個月，最新8月份樓價指數為389.8點，按月下跌0.37%，但過去三個月累計跌幅仍不足2%，後市還會跌多少確實難以定論，但或許一些樓市的民調以至一些學者、專家的看法，可以為樓市「把把脈」。

按花旗銀行公布最新一季市民置業意向調查，調查主要是反映今年第三季度的市民置業看法，正好市況受着社會事件衝擊而出現調整。調查中有超過一半受訪者認為未來十二個月樓價會持續下跌，相信結果亦是大家預期之內，但期間市民的置業興趣卻維持相若，顯示不少準買家對置業仍有興趣，市民的置業需求未減。

中美貿易爭拗已持續超過一年多，連串社會事件亦已經歷一百日有多，市民存在悲觀情緒亦在所難免，但始終置業是一個長遠的決定，即使對後市稍為悲觀，但仍需解決居住的問題，再者無論中美爭拗以至本地社會

問題亦終有解決一日，悲觀情緒亦會因着時間的過去而降溫。

年輕人置業意欲不低

即使過去一個季度社會局勢持續緊張，不過在21-29歲及30-44歲的受訪者當中，仍有多達24%及28%對置業非常感興趣或頗感興趣，反映在相對年輕的組群，受訪者仍有一定的置業意欲，置業需求未受悲觀情緒影響。

另一方面，今年剛好是諾貝爾經濟學獎頒發的五十周年，瑞銀邀請多名經濟學獎得主為未來的經濟前景把脈，其中2001年諾貝爾經濟學獎的得主米高斯彭思（Michael Spence）便直言本港的高樓價問題並非全球獨有，在全球高收入的經濟體系中，均會出現不同程度的類似情況。香港作為國際金融中心，高樓價是自然的普遍現象，正如斯彭思所言，政府要解決樓價難以負擔及市民收入差距不均絕非朝夕的問題，過程亦肯定會相當漫長，其間亦可能有陣痛。

總括而言，香港作為高收入的社會，樓價升跌循環是十分正常，事實上過去五年樓市亦已出現兩、三次的升市、跌市。再者現階段樓價有序調整，窄幅回調亦是市場所樂見，對樓市發展亦會相對健康，相反若樓價急速回調下滑，對市場傷害亦會更大。相信在市況，樓市仍然有序調整，社會緊張情緒降溫，亦會有助長遠解決樓價高企難以負擔的問題。