



經濟觀察家



超限觀點

海通證券首席宏觀分析師 姜 超



►分析指，未來科技的重要性將與日俱增，從而有望轉向內生型的增長模式
中新社

外資挖掘中國機遇 關注消費服務科技

首先，最重要的感受，其實是中美
的經濟融合越來越深，這一點與政治無關。

一、中國關注度持續上升

筆者特別愛吃中餐，在出國以後也做好了入鄉隨俗的準備，但這一次無論是在多倫多、紐約、西雅圖還是三藩市，入住的所有酒店居然都不約而同的提供了中式的早餐，包括油條、粥、包子、春卷、榨菜之類。這麼多北美核心城市的酒店都開始提供中式早餐，說明過來從事商務活動的華人越來越多。

筆者從紐約到西雅圖的時候是當地時間下午3點左右，由於美國東西部有三個小時的時差，相當於紐約時間的下午6點了，肚子餓了的我們打算去吃當地的鼎泰豐。結果市中心的門店需要等位一個小時，我們就直接去了郊區的鼎泰豐，發現門口排隊的人也是密密麻麻，等了半個小時才吃上飯。而且店裏的服務員和食客基本上都是老外，看着滿屋子的老外嘴裏喊着「小籠包」，有的舉着蒸籠送包子，有的拿着筷子夾包子，頓時有種時光錯亂的感覺。

老外願意為好吃的中餐排隊半個小時以上，說明好吃是硬道理，中餐很強大，征服了美國人的胃。推而廣之，對於來自於中國的產品，只要質量好，美國人一樣喜歡用，並沒有特意排斥。

其實，隨着中國經濟的發展，不僅是中餐在海外越來越受歡迎，海外對於中國資本市場的關注程度也是在持續上升。這一次到北美，我們又見到了很多新客戶，尤其是量化基金型的客戶。在美國資產管理行業，量化基金是一類巨大的存在。而這些基金公司不約而同的表示，已經或者正在準備進入中國資本市場，投資中國是他們未來最重要的戰略之一。

投資中國的主要動力，是中國資本項目開放的不斷推進。最早海外資金進入中國資本市場的渠道是QFII（合格境外機構投資者）和RQFII（人民幣合格境外機構投資者），從這一渠道進中國要經過嚴格的審批，而且退出也不方便。但後來在滬深港通、債券通建立之後，理論上從這兩個渠道可以隨意進出中國資本市場，因而投資中國資本市場的便利性大幅提升。而且近期中國政府已經宣布取消了QFII和RQFII

的額度限制，相當於進入限制完全取消；退出機制則是在2018年重大修訂，QFII每月匯出資金不得超過總資產20%的規定已經取消了。

此外，過去外資在中國設立金融公司都有股份限制，只能佔據小股東的位置。而近兩年這些限制在逐步取消，外資控股的銀行、保險、證券、基金公司相繼設立。在資產管理領域，外資已經可以設立獨資的私募基金公司（Wofe）。據中國證券投資基金業協會顯示，目前已經有二十多家全球資產管理公司在中國設立了獨資子公司，包括著名的貝萊德、橋水、施羅德等。

與中國資本市場開放相應，近幾年中國的股市和債市相繼被納入到了摩根士丹利、彭博巴克萊、摩根大通等全球指數，這也推動了外資的持續流入。據人行統計，截至今年9月，外資持有中國股市和債市的市值分別為1.77萬億元（人民幣，下同）和2.18萬億元，佔中國股市和債市市值的比重分別為3.2%和2.3%。這一比重看似不大，但從增量來看，今年前九個月，外資持有中國股市的市值增加了6170億元，增幅高達54%，持有中國債市的市值增加了4720億元，增幅高達28%。外資佔今年中國股市和債市增量市值的比重分別是5.6%和5.7%，外資的增量佔比已經不可忽視。

二、中國增長模式趨轉變

如果未來看好中國資本市場，應該投資什麼方向？

筆者和一位長期在海外投資的華人基金經理聊天，其經驗其實很好的總結了投資中國的方向變化。他發現，要不要投資美國主要看消費者信心指數，因為美國是消費主導型國家，消費好經濟就好；投不投中國則是看製造業採購經理人指數，因為中國是生產型國家，製造業好經濟就好。雖然今年中國的PMI（製造業採購經理指數）一直位於50以下的收縮區間，但中國股市卻是大幅上漲，原因在於中國已經從生產型國家轉變為消費型國家，消費和服務業已經主導了中國經濟走勢，這使得過去的經驗不再有效。

展望未來，中國的投資機會主要是三個大方向：

首先是大消費。在最近五年，中國

消費對GDP增速的平均貢獻率是64%，遠高於投資的34%和進出口的2%，中國已經成為消費主導型的國家。從今年的數據看，前十個月代表消費的社會消費品零售總額增速為8.1%，代表投資的固定資產投資增速為5.2%，而出口增速為負0.2%，消費增速也是絕對的優勢在領跑。

展望未來十年，如深度城市化的紅利得以實現，戶籍放開之後三四五線城市建成區的戶籍人口可以翻番，就意味着相應的各類消費也有翻番的潛力，再考慮價格的上漲，中國消費依然有望在未來十年保持在7-8%左右甚至以上的增速水平，因而消費依然是一片藍海。

其次是大服務。很多人看到2019年10月的社會消費品零售增速下滑至7.2%，就斷言中國消費出現了大幅下滑。但是今年10月恰逢黃金週，黃金週全國旅遊收入增速達到8.5%，高於同期社零增速，也高於去年按照金額推算的2.65%的旅遊收入增速。

事實上，中國經濟中的服務業佔比早在2013年就超過了第二產業。截至今年前三季度，中國服務業佔比為54%，遠高於第二產業的40%。而前三個季度的服務業增速是7%，遠高於第二產業的5.6%。與此相應，雖然2019年10月份的工業增速下降至4.7%，低於三季度5%的增速，但是2019年10月的服務業生產指數同比增長6.6%，高於三季度的6.5%。考慮到服務業的比重更大，10月的經濟整體並未大幅減速。

最後是大科技。過去中國經濟靠投資拉動，而投資則是靠貨幣和債務驅動，雖然增長很快，但這是一種外生型增長模式，增長不可持續，而且後遺症也很大。而未來中國經濟轉向消費和服務拉動之後，科技的重要性將會與日俱增，從而有望轉向內生型的增長模式。綜觀美國經濟，其消費龍頭公司亞馬遜、蘋果等其實是科技公司，通過持續高額的研發創新投入，來提升產品吸引力。

而中國的企業在經過中美貿易摩擦的洗禮之後，重視創新的華為成為了中國企業的偶像和榜樣，中國企業的研發和創新的意識大幅增強。根據筆者統計，中國上市公司2018年的研發費用增長了約23%，而2019年上半年的增幅約為21%，連續兩年保持了高增長。

是否應降低CPI中的豬肉權重？

德國波恩大學經濟學博士 沈凌



廟堂江湖

國家統計局近日宣布，10月份消費者物價指數（CPI）同比上漲了3.8%，漲幅比9月擴大0.8個百分點。其中，食品價格同比上漲15.5%，帶動CPI上漲3.05個百分點；而非食品價格繼續保持比較平穩的上漲態勢，僅僅上漲了0.9%，對CPI的貢獻大概在0.7個百分點左右。通過這個信息，我們很容易計算食品在整個CPI中的比重是在大概五分之一左右。

統計局發言人進一步表示：在食品中，上漲最快的是豬肉，豬肉價格10月份同比上漲了101.3%，對CPI增長率的貢獻接近64%。由此，我們可以繼續計算出：豬肉在整個CPI中的比重大約就是2.4%，在食品中的比重大約是12%。

或許大家都知道，CPI作為一個消費品價格指數，是一個加權平均數，其權重主要依賴於對消費者的消費量的統計。食品佔所有消費品的五分之一，意味着統計局認為為大部分老百姓會把五分之一的消費支出花在吃上面。而豬肉佔食品12%的比重意味着，統計局認為消費者在食品的花費中又有大約12%（也就是大約八分之一）花費在了豬肉上。

這個比重當然是有依據的，筆者並不想在這裏質疑準確性。可以討論的是：當某一種商品出現了急劇的價格上漲之後，我們的統計權重是不是還需要依賴於原先的數據呢？比如現在的豬肉行情，顯然就符合這樣的情況，相較於豬肉猛漲了100%有餘，組成CPI的一攬子商品的價格幾乎都是穩定的，比如非食品價格僅僅上漲了1%都不到，而食品中除了豬肉以外，其餘食品也只上漲了4%左右。

那麼很顯然，消費者會自然而然地降低豬肉的消費，通過其他肉類製品的消費去替代豬肉消費。而這樣的替代，使得豬肉翻倍的價格上漲，並不會那麼嚴重地降低消費者的幸福感和滿意度。這個消費替代行為在經典微觀經濟學中早有論述，並不稀奇。或許，在統計局的具體工作中沒有適當地運用。

消費替代效應顯現

如果想要體現這個消費替代理論，那麼就需要理解一個消費彈性的概念。也就是說：我們需要知道，當豬肉價格上漲每一個百分點，消費者會少消費豬肉幾個百分點？假設我們的答案是一個百分點的話，那麼現在豬肉價格上漲了100%，我們的CPI權重計算中的豬肉權重恰好變成了零。也就是說：豬肉在這個高價位的特殊情況下，對於消費者的幸福感的影響已經微乎其微了，因為消費者已經用雞肉魚肉或者牛肉等替代了原來的豬肉消費。那麼我們也就沒有必要因為豬肉的價格上漲而擔憂受怕了。

當然，這樣的計算會在實際工作中變得複雜，因為這個價格彈性並不是永遠不變的。比如在豬肉價格剛剛上漲了10%的時候，消費者或許不太在意，並未改變消費習慣，所以這時候權重沒有必要即刻調整。而如果假設豬肉價格增長率進一步上升到了20%，消費者才開始慢慢減少豬肉消費。所以，統計局不可能隨時隨地關注這個價格彈性的變化，並調整權重計算方式。但是，我們可以建議統計局設立一個門檻值，當某一種商品的價格出現了異常波動的時候，根據平時的價格彈性計算，自動調整其價格的計算權重，從而體現經濟學的消費替代理論，也使得CPI的表現更加符合老百姓的感受。這倒應該是未來的一個改革方向。



按揭難題三寶 劊房篇

經絡按揭轉介高級副總裁 曹德明



樓按明鑒

業初哥觸礁的陷阱之一。在電視劇入面，林老闆將單位割開一間間小房間，再租給形形色色的人，這樣的設計是否合法呢？

首先我們要先了解「劊房」的定義，根據屋宇署資料，「劊房」意思是「分間樓宇單位」，即指一個單位被分間成兩個或以上的獨立單位。最重要的是，「劊房」的每個單位沒有獨立的業權。此外，「劊房」亦易與「分契樓」混淆，「分契樓」除了涉及單位間隔上的分割，更牽涉單位業權上的分割，分契手續需由測量師入則，再交給律師處理及於土地註冊處登記，一經辦妥，各單位便擁有獨立的業權，可以有效文件為依據自由買賣或出租，所以「分契樓」要承造按揭相對較容易。

而一般銀行對「劊房樓」的按揭申請偏向保守，並不是每間銀行都接受劊房樓按揭。如有業主打算將整個單位連租約出售予買家，買家要留意單位有否違反屋宇署的要求，例如過度改裝變成「僑建」，亦要留意有關

建築、消防法例，阻塞走火通道、排水及通風系統受影響等都有可能影響其按揭申請。為保障利益，有需要時買家可查看批准圖則及實地視察，甚至可考慮聘請認可人士證明單位沒有違規工程，避免日後惹上法律責任，及申請按揭時大失預算。

按揭最多只有五成

現時仍有小部分銀行願意承接劊房樓盤，但由於劊房多位處於舊唐樓內，甚至部分位於工廈內，要注意承造按揭的單位必須為住宅用途的樓宇而非工業樓宇。另外，銀行為保障自身利益，對劊房的審查較為嚴格，很大機會委派估價行視察單位及驗樓，因此連租約的單位需注意安排。

如劊房單位是連租約放售，銀行不會視作自住，按揭成數最多只有五成。而由於劊房風險及樓齡普遍較高，按揭息率未必能做到最優惠，比普遍的按揭息率或增半厘以上。按揭年期亦有可能縮短，假設樓齡已達到六十年，銀行或只會批出十五至二十年按揭，買家宜預留更多資金作首期。

買賣劊房程序及業權複雜，置業初哥要小心跌入置業陷阱，購買此類物業前宜諮詢律師意見，了解單位業權是否完整，以免影響日後轉售。