▲數據顯示，中國上月工業增加值同比增6.9%，較8月加快1.3個百分點　新華社

中國經濟增長一枝獨秀

最新公布的中國三季度的國內生產總值（GDP）數據，增速為4.9%，略低於市場預期。但筆者認為，經濟增長的數據與預期之間的差異較小，並不能說明經濟是強還是弱，也不構成看空的理由。事實上，中國經濟在今年全球疫情中一枝獨秀，已經充分反映了中國在抗疫過程中的決策正確、執行有效。但從已經公布的細化數據看，筆者認為結構性問題才是中國必須面對和着手緩解的問題。

察股觀經
李迅雷
中泰證券首席經濟學家

首先，工業仍然偏強；9月工業增加值同比增長6.9%，較8月加快1.3個百分點。其中，新經濟行業繼續高增長，高技術產業增加值同比增長7.8%，電氣機械器材同比增長15.9%，電子設備和通用設備製造同比分別增長8%和12.5%。

新經濟行業高增長

傳統行業來看，相關政策支持下汽車製造同比增長16.4%，金屬製品、非金屬礦物製品和黑色金屬冶壓等行業同比也在高增長，主要來自地產投資高增的帶動。今年一季度施工受到疫情影響較大，二、三季度工業生產均存在趕工成分，短期數據偏高。服務業生產增速回升1.4個百分點至5.4%，和往年相比仍然偏低。今年前三季度GDP同比轉正至0.7%，其中三季度GDP同比增長4.9%，相比二季度回升1.7個百分點。

其次，政府債高增，但基建投資偏弱，製造業仍然受制於外需走弱。9月固定資產投資累計同比轉正至0.8%，折算當月同比則小幅回落至8.7%。具體來看，基建投資（不含電力）累計同比回升至0.2%，當月增速進一步回升至3.2%。

今年受到疫情影響，財政收入大幅下滑，所以儘管政府債券高增長，但主要用於彌補擴大的財政缺口，支出端的增長並不明顯，是基建回升乏力的主要牽制。製造業投資累計增速回升至–6.5%，製造業投資恢復仍較慢，主要或受到外需偏弱的影響。其中醫藥製造和電子設備製造投資增長相對較快。

第三，地產銷售、開工、竣工均回落，房地產業趨於周期下行中。9月房地產開發投資累計增速升至5.6%，折算當月同比仍在11.9%的高位。但需求端已經在回落，9月商品房銷售面積當月同比回落至7%，儘管「金九」期間房地產商加速推盤，但銷售數據卻並不亮眼，10月以來30大中城市商品房銷售同比也在回落。

此外，9月房地產新開工單月同比繼續下滑並轉負至–2%，待積壓的投資和消費需求釋放完畢後，房地產周期的下行壓力也將逐步顯現。9月房地產竣工面積單月同比降至–18%，施工周期被拉長的情況依然存在，反映了開發商資金壓力較大，偏緊的政策環境也會對地產周期構成壓力。

第四，消費繼續恢復，或來自「雙節」帶動。9月社會零售總額名義、實際和限額以上同比增速分別為3.3%、2.4%和5.3%，消費繼續恢復。從各類限額商品零售來看，中秋國慶帶動飲料、煙酒零售大漲，糧油食品增速也有所回升。可選品消費延續分化，汽車零售增速仍維持11.2%的高位，化妝品、金銀珠寶、文化辦公用品等繼續高增長。而地產相關的家電、傢具零售同比負增長，建築裝潢材料增速也在0.5%的低位，石油製品仍然大幅負增長。9月餐飲收入同比下降2.9%，仍然負增長。除汽車以外的消費品零售總額同比升至2.4%。往前看，考慮到「雙十一」帶來的消費後移現象，11月份及以後的消費恢復速度或放緩。

總體而言，中國的單月經濟數據或許已在高點區間。經濟數據有好有差，哪些可以持續？整體趨勢怎麼走？

筆者認為，工業、地產投資偏強的背後，一部分原因是來自前期政策刺激，另一部分原因是疫情期間積壓部分生產和投資需求，在二、三季度集中釋放，導致短期同比數據偏高。

但往前看，刺激措施有所減弱，例如信貸投放從6月份以後就已經回歸正常增長，房地產調控政策也有所收緊，積壓生產和投資需求也會逐步釋放完畢，所以工業、地產投資數據會逐漸趨於回落。而終端消費、服務業仍然受到疫情的影響，要解決終端消費偏弱的問題，還是要等待醫學上徹底戰勝病毒，而這一點還需要耐心等待。

堅決不搞大水漫灌

從中央層面看，今年沒有設GDP目標，這也為逆周期政策的審慎提供了依據。今年由於受疫情影響，全國的兩會延後至5月下旬才召開，而全國大部分省市的兩會早在疫情爆發之前就開完了，這就導致大部分省市對今年的各項經濟指標設得過高，沒有考慮到疫情的影響。這就導致了地方政府招商引資、拉動GDP的壓力大的反差。

但目前地方政府的債務壓力普遍較大，尤其是今年財政收入大幅下降，想拉動經濟往往心有餘力不足。從2017年中以來，中央嚴控地方政府債務增量，終身問責，倒查責任。地方政府隱性負債擴張明顯放緩，城投公司有息負債增量連續兩年下滑，基建投資增速也是從2018年以來大幅下降。往前看，儘管專項債、特別國債對基建支持力度增加，基建會繼續回升，不過力度恐怕比較有限。

最重要的一點是，今年中央已經加大力度來嚴控各地房價，確保房住不炒的政策能夠得以見效。過去十年裏，中國經濟增長率中，大約有三分之一是由房地產直接或者間接拉動起來的；地方政府對土地財政依賴依然很大，房地產仍是中國經濟的主導變量。但如果這一局面不改變，就會步入到地方政府、居民部門和房地產企業共同加槓桿的惡性循環中。

正因為有此擔憂，所以，我們就能理解前段時間人民銀行行長易綱在《中國金融》雜誌上的撰文觀點：盡可能長時間實施正常貨幣政策，促進居民儲蓄和收入合理增長。這就可以解釋預期中的「降準降息」並沒有出現，而且，「最重要的就是守護好老百姓手裏的錢袋子，不讓老百姓手中的票子變『毛』了，不值錢了」，意味着央行將促進貨幣供應量和社會融資規模合理增長，又堅決不搞「大水漫灌」。

就財政政策而言，筆者認為實際上也是「積極偏穩健」，因為一直在強調政府過緊日子，大幅壓減行政性開支，同時對基建投資也非常謹慎，強調投入產品比。這就可以解釋，中國前三季度基建投資增速低於預期的原因。因此，在財政收入大幅下降的情況下，中國今年預算財政赤字率才3.6%，而美國估計將達到15%。

事實上，在長期以投資拉動為主導的增長模式下，基建投資一定是超前的，房地產行業一定是在累積泡沫的，社會總槓桿率一定是大幅上升的。那麼，如果着眼長遠的話，繼續強刺激顯然不可持續，偏重政策執行質量將是理性的選擇。

過去，政策的選擇餘地很大，因為經濟潛在增長率高、一張白紙繪藍圖；如今選擇餘地小了，今後慢慢從「多選題」變為「單選題」。

消費結構出現兩極化

前三季度數據看，新行業表現較好，傳統行業普遍比較疲弱，這屬於正常現象，疫情加速分化。此外，出口出奇的好，國內消費增速則低於預期，這屬於中國在抗疫中的獨特優勢得以發揮。

但不是所有的分化都是好現象。如從細分數據看，煙酒的消費額增速顯著好於其他消費品。例如，9月份居民煙酒消費增長17.6%，顯著高於社會消費品零售總額3.3%的增速。當然，這裏存在過節的因素，但筆者想強調的是，高端煙酒的消費增速非常驚人。

儘管統計局沒有公布相關數據，但從上市公司的中報看，高端白酒的營業收入普遍增長10%以上，而根據白酒行業協會的數據，1月至8月份全國白酒產量同比下降了11%。這是否意味着白酒的消費結構已經發生了顯著變化，即高端消費高增速，中低消費負增長？當然，這一方面與消費升級相關，另一方面，則與居民的收入分布有很大相關性。

又如，9月份汽車類消費增長11%，但豪華汽車的零售額增長了33%，是平均水平的3倍。實際上，今年以來中國的奢侈品消費增長迅猛，1月至9月份的增速估計在20%以上，但同期社會消費品零售總額增速下降7.2%，汽車類消費也下降6.3%。

從長期看，消費增速取決於收入增速，1月至9月份，統計局公布的中國居民可支配收入比上年同期名義增長3.9%，扣除價格因素，實際增長0.6%。其中，居民收入的中位數增長3.2%，低於平均數，說明受疫情影響，收入差距仍在擴大。收入增速下降和收入差距擴大，都不利於消費增長，而中國經濟已經是消費主導了。

此外，收入差距的擴大不僅體現在消費品結構的增速差異上，而且主要體現在投資品的交易和價格上，因為高收入群體的投資意願遠大於消費意願。今年以來，股市表現火爆，交易量顯著上升，指數也出現了明顯上漲。而且，目前A股市場的交易市盈率創出了2006年以來的新高，表明市場的投機性顯著上升。

而房地產市場的表現也好於預期，不僅大部分城市房價依然保持上漲，銷量沒有明顯下降，同比只下降1.8%，尤其是豪宅銷售額大幅上升（中國東部地區銷售額增速高於銷售面積6.7個百分點）；而且，1月至9月份房地產開發投資增速達到5.6%，繼續成為固定資產投資的主力。

投資品價格的虛高，會增強金融風險，不利於穩槓桿。因此，筆者認為在防疫任務取得階段性勝利之後，中國的改革和政策重心將偏向解決或緩解結構性問題上來。即如何縮小收入差距以促進消費，如何引導資本市場服務實體經濟，同時降低金融和房地產這兩大行業的風險。

撤空置稅助穩樓價

樓市新態
汪敦敬
祥益地產總裁

運房局宣布將撤回一手空置稅相關條例草案，筆者認為這決定是有利有弊的，關鍵在於如何運用後着去趨吉避凶。利處是在波濤洶湧的國際局勢中可以穩住香港樓價，保住香港金融中心和樓價是大棋局的重中之重，香港不單只是香港人的香港，而且還是中國的國際金融中心。

「樓市辣招」在2010年11月開始，早已去除了市場的短線炒家，且更將本港貸存比率健康化。香港樓市借貸少，供滿樓的人多，這令我們在過去兩至三年，中美貿易戰和天災人禍的連番衝擊下，香港樓市仍固若金湯。

好的基礎下再撤回空置稅必可令樓市持續守穩的，樓市的結構是進一步深化「龍市」結構，即更少供應、貸存比率更鞏固、資金更多及財富效應更盛。這樣「擺明車馬」的鞏固樓市，對持有物業的人可以說是定心丸，而發展商亦無後顧之憂了。

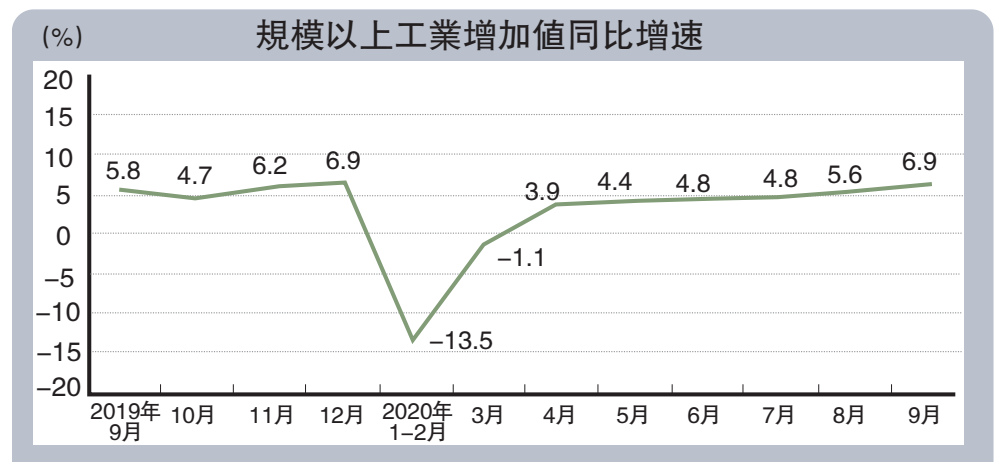
但弊處也是有的，自本年的6月23日因為今屆立法會會期即將結束，通過終止審議一手空置稅後，樓花就由之前的「薄切」，即是發展商發售樓價往往是和二手樓大概只是10%或以內的差距，因為已無空置稅後顧之憂，發展商便轉為追求「厚切」，一手市場重現比二手市場高兩至三成甚至更多的樓價。我們看到樓花的銷售量亦在發展商先求價後求量之下大減63%（2020年9月808伙對比6月2195伙），最後結果都是住宅的「一手期貨」價格日益遠遠高於「二手現貨」。發展商豐收，連樓價亦會有了很強的鞏固及大幅上升的導向了。

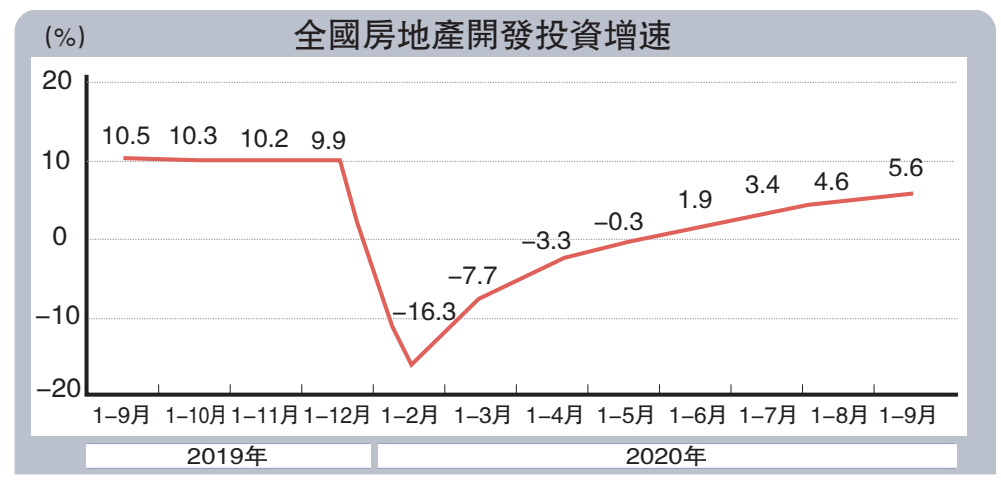
宜放寬千萬元以上按揭

筆者關心的是財富如何妥善分配。政府之前是有放寬二手市場的流通量，令到換樓自用的購買力可以改善居住環境。去年施政報告中的放寬首置按揭措施，大量提高樓價1000萬或以下的借貸門檻，已經有效地增加了細單位的放盤量，同樣價錢買到的單位質素都比一年前更佳。

這是一個很好的趨勢，但新的問題是：細單位業主既然換樓會買600萬至1000萬樓，這些板塊如果想增加放盤量，有關業主也必須要能換樓才會放盤自住的單位，但是1000萬以上樓卻仍要支付五成首期，即是說很大機會600萬至1000萬樓的板塊更少人放盤，在成為更多人換樓對象的情況下，會出現大幅急升。

政府應該避免上述情況出現，應將按揭門檻繼續增加，令1000萬以上至1500萬可做七成按揭，1500萬以上至2500萬可做六成按揭，這樣可令不同板塊的放盤量也會增加，大大改善上游機會，社會財富亦可以更好地分配。始終只要在景氣情形之下，能買到樓的人更多，享受及受惠的人是平均的話，香港就可以回復過去的繁榮安定了。





來源：國家統計局