

穩定經濟基本面 政策仍要加碼



經濟透視 管清友
如是金融研究院院長、
首席經濟學家

中國8月部分經濟指標較7月有所改善，有經濟學家認為，中國經濟已經觸底反彈，但筆者認為，現在談觸底為時尚早，還得觀察。

8月的一些數據，比如社會融資、貸款、出口降幅收窄，確實有不少指標是好轉的，這也是一些人判斷經濟觸底的依據。「經濟的確在恢復，但是也要看到，這個恢復力度還不夠強勁，挑戰依然很大。」

不過，居民和企業的中長期貸款還比較弱，這兩個指標很重要。居民中長期貸款的走弱是個長期問題，因為對房地產的看法變了。數據有改善，隱憂依然在，還需要繼續出台政策，而穩經濟關鍵還在於恢復信心。

中國經濟將會長期處於與歐美周期錯位的過程，以前中國生產、歐美消費的大周期基本一致，如今則是歐美抑制通脹，中國防止通縮，外部高利率、高通脹環境對於資本的虹吸效應不容忽視，這也將深刻影響中國經濟未來幾年的發展。

近幾年，中長期的產業轉型升級、動能轉換，對很多行業構成很大衝擊，有些受衝擊的行業或者企業是不可逆轉的，比如一些中低端產業被替代了。同時，一些產業比如汽車、手機、半導體，進展很大，越來越多的國產品牌在佔領國內市場的同時，也在向國際市場滲透。

既要看到中長期的矛盾和挑戰，也要看到我們的優勢，未來幾年對中國是特別關鍵，在經濟和貿易領域，產業升級的速度要快於產業外溢和產業轉移的速度，以保證出口在全球的佔比一直能保持高位，中國產業鏈的韌性還是很強的。出口的普惠性越來越差，產業升級了，僱用的勞動力減少，解決就業主要靠服務業全方位的開放。

應取消樓市限售限購

國家統計局最新數據顯示，1至8月份，全國固定資產投資（不含農戶）327042億元人民幣，按年增長3.2%，

但是民間投資為-0.7%，這是因為房地產投資拖累嚴重。

有經濟學家認為，穩經濟還是需要從房地產着手。近期，各地也在出台政策，給房地產鬆綁。現階段房地產究竟還需要一些什麼政策？第一，要穩經濟，房地產是一個重要的領域，這毫無疑問，房地產的下滑對整個經濟的拖累是比較明顯的。

第二，房地產即使恢復到最寬鬆政策的階段，再靠房地產拉動經濟也是不現實的，因為中國房地產高速增長時代已經過去了，而且中國的大基建時代也已過去。

第三，目前的問題在於，都沒有恢復到房地產市場相對比較正常的狀態，大多數城市取消了限售限購，還有些城市沒有取消。政策制定和行業期待相差還是比較大的，無論能不能拉動經濟，房地產市場不恰當的限售限購現象應該取消。

第四，房地產鬆綁也不足以拉動經濟，我們要適應短期經濟下滑的情況，動能轉換的階段，關鍵是恢復信心。

把脈當前中國經濟，要看清幾個特徵，其一，處在百年未有之大變局，面臨前無古人的變化；其二，轉化過程中，很多行業異軍突起，這是優勢和底氣，同時也要看到，很多行業受衝擊很大，要從公共政策上盡可能減少震盪；其三，經濟的核心問題不是「三駕馬車」，核心問題是一個活躍的市場、一個活躍的市場機制、一個比較好的政府和市場關係，以及大家覺得明年比今年好、明天會更好的信心。

着力化解地方債風險

短期內，貨幣政策該做的已經做了，接下來最重要的是貨幣當局會同金融管理部門，着力化解地方債，有解決問題的預期，讓債務鏈條可以持續下去，慢慢地用時間換空間，債務問題不能一刀切。總體而言，用類政府平台去解決基礎設施建設問題，基礎設施當然應該建，筆者反對有些人說基礎設施投資收益太差，所以不應該搞，基礎設施投資就沒有高收益的，那誰去搞呢？我們在短時間內實現了基礎設施的飛躍，應該客觀理性地看待債務問題，而不是簡單地一刀切。



▲隨着中國經濟復甦，加上促消費和內需政策持續發力，消費者信心回暖，帶動黃金零售增長。

近期，在國際金價普遍回落的情況下，中國黃金期現貨價格接連創新高。9月14日，上海期貨交易所黃金期貨活躍合約盤中價格一度突破每克480元（人民幣，下同），創2008年以來新高；同時，近日中國實物黃金足金零售價突破每克600元；而國際現貨黃金價格呈現弱勢震盪格局。

中國消費回暖 境內金價走高



商品觀察 周茂華

光大銀行
金融市場部分析師

從歷史經驗看，境內外黃金價格走勢出現一定程度分化屬於正常現象，但中長期走勢基本一致。筆者認為，近期境內外黃金價格走勢分化，與中國市場需求明顯走強、人民幣匯率階段貶值有關。同時，境內外兩個市場尚未完全融合，導致境內外兩個市場供給調劑和套利機制在縮小價差方面作用時間相對較長。而近期海外黃金價格面臨需求前景趨緩、實際利率走高及美元相對強勢的壓力。

近期中國黃金價格持續上漲並走出獨立行情，反映中國黃金市場供求處於階段性的偏緊狀態。據中國黃金協會統計，今年上半年，中國黃金消費量554.88噸，按年增長16.37%；而中國上半年黃金產量178.6噸，按年上升2.24%，加上進口原料產金，上半年全國供應244噸，按年增加5.93%，相對需求增長，黃金供給平穩。筆者認為，有四大因素推動黃金需求增長。

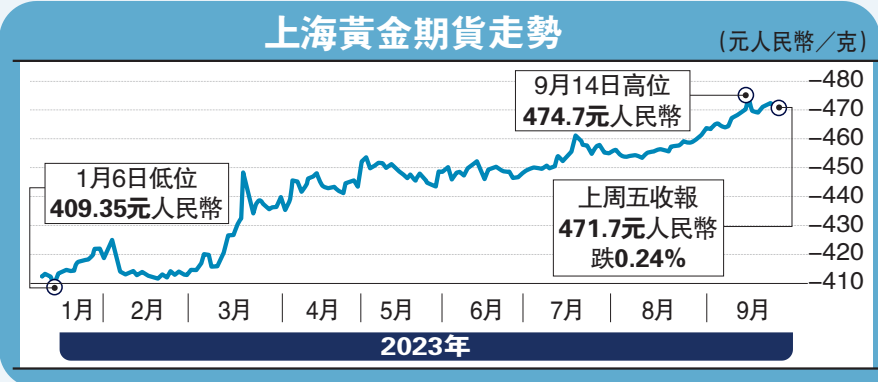
居民尋求多元化投資

一是經濟復甦。年初以來，中國經濟基本恢復常態，促消費和內需政策持續發力，就業和經濟穩步復甦，消費者信心持續回暖，帶動黃金零售需求隨之增長。國家統計局數據顯示，1月至8月限額以上批發零售中，金銀珠寶銷售額按年增長12.8%（兩年複合均值7.4%），遠高於全社會消費品零售增速。

二是季節性因素。據中國黃金協會統計，上半年中國黃金首飾消費量368.26噸，按年增長14.82%。一般來說，下半年往往是黃金銷售旺季，並受到中秋、國慶等重大節假日及婚慶等影響，下半年黃金銷售增速有望保持較快增長。同時，近年以來，隨着黃金銷售管道持續擴闊，黃金產品創新元素增加，年輕群體黃金消費增長較快。

三是居民投資需求。近年來，在複雜的內外部經濟環境下，金融市場波動劇烈，不少金融產品淨值波動較大，收益水平普遍降低，也推動居民尋求更多元資產配置。

之所以選擇黃金，一方面，從長期看，持有黃金具有一定的抗通脹保值功能。二十世紀70年代以來，黃金價格儘管波動大，也經歷長期熊市，但價格整體走高。尤其是2007年以來，國際黃金價格快速攀升。另一方面，近年來，全球複雜政經環境，也使得黃金「閃閃發亮」。一般來說，重大地緣政治衝突、戰爭事件、經濟和金融危機都會對黃金價格產生影響；另外，由於黃金在歷史上作為超主權貨幣存在，全球儲量相對有限及黃金作為財富象徵都提升了其投資吸



引力。

人行增黃金儲備提升市場信心

四是央行購金熱。中國人民銀行連續10個月增持黃金，人行購金在提升黃金需求同時，也一定程度提升了市場對金價走勢信心。截至8月末，人行黃金儲備約2165.43噸，按月增加約28.93噸。

另外，中國金價也受匯率影響。今年2月初以來，人民幣匯率波動較大，人民幣貶值將推升以人民幣計價的黃金價格；人民幣貶值推升黃金進口成本，也可通過推升黃金生產成本，對中國黃金供給構成一定的抑制作用。

對於境內黃金價格持續攀升，普通投資者要理性看待。一是目前黃金價格不便宜。2007年以來，國際黃金價格一改原先走「樓梯」模式，改為坐「電梯」模式，國際黃金價格實現兩次大突破。

第一次「突破」是2007年美國次貸危機演化為百年海嘯，隨後2011年歐債危機爆發，黃金價格突破每盎司1900美元。

第二次「突破」是在2020年受全球公共衛生事件衝擊，黃金突破每盎司2000美元。同時，2007年以來，全球「黑天鵝事件」頻發，例如2016年英國脫歐、2018年美國挑起貿易爭端、2022年烏克蘭危機等。

可以看出，黃金價格大幅攀升與這些事件驅動有直接關係。

為應對金融危機、經濟內生動能放緩等，歐美主要央行長時間實施非常規寬政策，零利率、負利率，無限量釋放流動性，這是推動黃金價格大幅走高最重要原因。美聯儲資產負債表規模較2008年9月初增加8.4倍，同期黃金價格由不到每盎司800美元上漲至最高2000美元，累積升幅達1.5倍。需要關注的是，近年來歐美主要央行政策緊縮，美聯儲在緩步縮表（QT）。

生產成本方面，由於全球各產區的地質條件和生產技術水平存在差異，黃金價格生產成本也不盡相同。從相關資料看，生產一盎司黃金成本從900到1500美元不等，粗略估算，二者平均在1200美元，遠低於國際黃金價格。

二是黃金投資專業性要求高。黃金兼具金融與商品屬性，其價格受實

際利率、市場避險需求、美元、全球經濟復甦等因素影響較多。近年來，由於全球複雜的政治經濟環境影響，黃金價格波動較大，對投資者專業能力要求較高。

三是央行購金如何影響未來金價？近年來央行購金熱，提振了黃金投資熱情。但需要注意區分普通投資者投資與央行購金行為的差異。近年來，部分央行增持黃金主要是優化官方儲備資產結構，促進官方儲備資產多元化，增強抵禦全球金融市場波動能力和資產穩定性，提升本國在國際市場的信譽等，更多是戰略層面考量，與普通投資者目標存在明顯差異。並且從歷史經驗看，央行購金並非黃金價格走勢的決定性因素。

歐美利率高企 金價壓力增

從趨勢看，中國黃金價格預計將維持區間震盪。一方面，歐美面臨頑固通脹，政策緊縮可能超預期，實際利率維持高位勢必削弱黃金持有吸引力；同時，美國利率維持高位，美歐基本面分化，相對強勢的美元也對黃金計價構成壓力。

另一方面，目前海外地緣衝突持續，歐美激進緊縮政策效果後遺症逐步顯現，經濟發展趨緩。近期數據顯示，歐洲經濟陷入「滯脹」風險上升；歐美主要央行逐步進入加息尾聲，市場開始預期明年減息；中國消費需求超預期及近年來人行購金積極，增強了黃金需求韌性。這些因素對黃金仍有一定支撐。在沒有更大風險事件催化下，預計黃金價格將呈現區間震盪走勢。

筆者認為，目前黃金價格並不便宜，進一步創出新高需要更大的「利空事件」驅動，導致歐美央行再度實施寬鬆政策，推動實際利率下行以及保持超寬鬆流動性環境。

截至目前，市場對地緣衝突反映出現一定「鈍化」，歐美經濟通脹、經濟前景不確定性，導致歐美央行維持高利率、緊縮環境時間可能比市場預期的要長。

因此，對投資者而言，在沒有重大事件催化情況下，黃金價格面臨壓力不小，投資者需要防範追高風險。在不確定性較高環境下，建議投資者充分評估自身風險承受能力與流動性需求，多元化資產組合，盡量平穩投資組合收益。



◀中國經濟增長動力與房地產行業發展息息相關。

按揭放寬 刺激換樓需求



談樓說按 王美鳳

中原按揭
董事總經理

特區政府放寬按揭後，自住用家的按揭首期門檻得以降低，樓價1500萬元或以下物業得以回復以往沿用已久的七成按揭上限，置業人士可選擇以三成首期免按揭保險保費置業，而3000萬元或以下樓價的按揭成數亦提高至六成，無論對換樓及上車人士都有直接實質幫助。

以1500萬元物業為例，銀行按揭成數由放寬前僅五成提高至達七成，免保費之按揭金額由750萬元提高至1050萬元，基本首期減少達300萬元。

以往使用按揭與非按揭個案之按揭成數差距頗大，尤其換樓人士較多選擇



▲二手樓市偏軟，但租務成交仍暢旺，反映居民對住屋需求甚大。

之超過1000萬元之單位，若非儲夠五成首期，便非用按揭不可，需繳付按揭保費，多多少少會窒礙換樓或置業意欲。現時為自住用家回復七成按揭配套，長遠有助推動市場換樓鏈之流轉，促進樓市健康發展。

值得一提的是，對於首置用家，又或者已賣出原有居所物色新居換樓的人士，可以說免保費的按揭成數已提高至75%，而非70%，因為是次放寬按揭同步提供保費特惠，按揭保險公司已經公布為樓價1500萬元或以下的首置買家寬免銀行最高按揭成數以上5%受保範圍的保費，換言之，首置用家實際上可為物業承造75%按揭而毋須支付按揭保險費。

以往1500萬元之單位即使透過按揭，最高可造按揭金額上限僅達960萬元，即按揭成數為64%，現時用家則可以零保費承造按揭金額高達1125萬元，按揭成數為75%。

但提一提，由於75%按揭成數已超於70%，即已超過銀行按揭成數上限，儘管是零保費，用家仍需透過銀行申請按保才可承造75%按揭。

雖然最近二手樓市表現偏軟，但樓市由多方面因素影響，近月租務成交較暢旺，反映住屋需求甚大，部分用家轉買為租，較大原因是看淡現時二手樓價水平及息率上升因素，當未來市場氣氛恢復，是次按揭放寬當可為置業用家發揮更顯著效力。