

循環。地產開發商的信用風險與銀行「惜貸」及老百姓「惜購」的情緒正在相互加強，形成惡性循環。



今年3季度中國經濟數據明顯好於2季度。但恰恰因為3季度經濟數據不錯，全年5%經濟增長目標實現的把握較大。穩增長政策的預期之所以如此重要，是因為今年3季度經濟數據的改善幾乎完全來自政策的托底作用，政策之外的經濟內生增長動能仍然偏弱。國內生產總值（GDP）增長目標如果設得過低，各方信心就不容易穩住，經濟內生的消費和投資意願就會隨之偏低，從而加大經濟增長的下行壓力，並讓經濟增長更加依賴宏觀穩增長政策。

當前，宏觀政策應當主要三方面發力：一是政策應該在房地產行業的供給側做文章，二是中央財政應加大地方政府融資力度，以保持基建投資的強度。第三，宏觀政策要在推進增長方面有更明確的導向，以GDP為衡量經濟發展質量的核心指標來落實高質量發展。

引導市場預期 延續政策功效



憑高望遠 徐高

中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

2023年10月18日，國家統計局發布了2023年3季度的實體經濟數據。經濟數據雖然相比2季度改善，市場情緒卻在數據發布之後明顯轉弱。數據發布後的三天時間裏，滬綜指數累計下跌3.3%，並在10月20日收盤於2983點。這是滬綜指數自2022年11月4日以來，在差不多一年時間裏首次跌破3000點。

客觀地說，今年3季度中國經濟數據明顯好於2季度。3季度中國GDP同比增長4.9%，增速雖然低於今年2季度6.3%，但這主要是基數效應的結果。今年3季度的兩年平均增速為4.4%，明顯高於2季度3.3%的兩年平均增速水平。除了GDP增速之外，包括工業增加值、出口金額、社會消費品零售總額及固定資產投資金額在內的諸多經濟指標，季節調整之後的絕對水平在今年8月和9月都有所回升，扭轉了2季度下滑的態勢。

穩市場信心為當務之急

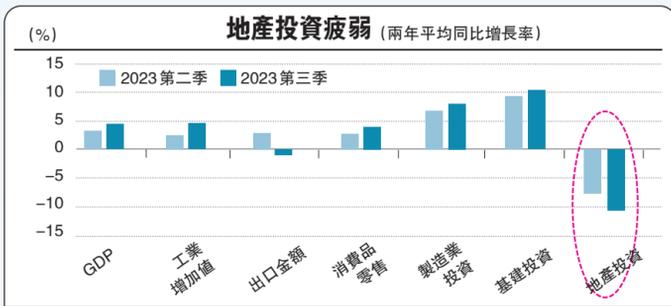
但恰恰因為3季度經濟數據不錯，全年5%經濟增長目標實現的把握較大，所以市場對後續穩增長政策的預期明顯減弱，市場情緒因而轉弱。在10月18日數據發布之後統計局舉行的記者招待會上，國家統計局副局長盛來運說：「四季度只要增長4.4%以上，就可以保障完成全年5%左右的預期目標。從這個角度來講，我們對完成全年預期目標是非常有信心的。」

而2022年4季度因疫情衝擊，GDP同比只有2.9%，是去年4個季度中的又一個低基數。這樣算下來，今年4季度所需的4.4%同比增速底線，對應的兩年平均增速只有3.6%，明顯低於今年3季度已實現的4.4%兩年平均增速。換句話說，如果政策只是追求守住全年GDP增長5%的底線目標，4季度經濟狀況就算比3季度差一些也沒關係。因此，市場預期今年4季度穩增長政策可能不會像3季度這樣積極，市場情緒因而轉冷。

穩增長政策的預期之所以如此重要，是因為今年3季度經濟數據的改善幾乎完全來自穩增長政策的托底作用，政策之外的經濟內生增長動能仍然偏弱。

筆者在發表於2023年9月18日的《增長短期觸底，地產困局未解》一文中，曾論述：「一方面，受穩增長政策帶動，經濟環比增速在8月觸底；但另一方面，政策尚未化解經濟當前的主要矛盾——地產開發商的信用風險——也未能消除經濟內生性的下滑壓力。」

今年9月宏觀數據的格局與8月類似：一方面是高增的地方政府專項債發行推動基建投資穩健增長，體現出穩增長政策對經濟的托底作用；另一



方面則是地產投資繼續顯著下滑，反映經濟內生增長動能的疲弱。在這種局面下，當市場猜測穩增長政策會因為全年增長目標可以達成而不再積極發力時，經濟前景預期就隨之走弱。經濟數據向好，經濟預期卻轉弱，凸顯了偏低GDP增長目標可能帶來的問題。GDP增長目標的重要意義在於協調和穩定各方預期。GDP增長目標如果設得過低，各方信心就不容易穩住，經濟內生的消費和投資意願就隨之偏低，從而加大經濟增長的下行壓力，並讓經濟增長更加依賴宏觀穩增長政策的壓力。

加大支持內房企融資

今年8月和9月，中國經濟情況雖然因為政策的發力而有所好轉，但經濟向好的勢頭還很不穩固。當前如果因為今年全年5%的GDP增長目標似乎可以達成，就降低穩增長政策的力度，好不容易形成的經濟向好趨勢很可能戛然而止。因此，宏觀政策應當主要在以下三方面發力，以延續經濟改善的趨勢。

第一，政策應該在房地產行業的供給側做文章，打破地產行業的惡性循環。地產行業是當前中國經濟的主要矛盾，而地產開發商的信用風險則是當前地產行業的主要矛盾。地產開發商的信用風險與銀行「惜貸」及老百姓「惜購」的情緒正在相互加強，形成惡性循環。當前陸續推出的「認房不認貸」等需求面刺激政策，並未直接觸及開發商信用風險這一行業主要矛盾，因而難以打破行業內的惡性循環。近期仍然疲弱的高頻地產銷售數據也證明了這一點。因此，政策應當加大對開發商的融資支持力度，壓低開發商的信用風險，如此方能讓地產行業跳出惡性循環。這方面，成立國有房地產基金來入股房企是一個

選項。第二，中央財政應加大對地方政府的融資支持力度，以保持基建投資的強度。當前，地方債風險化解政策已取得明顯進展，部分地區之前曾高企的城投債信用利差已明顯收窄。而在專項債的支撐下，基建投資增速也持續處於較高水平，有力支撐了經濟增長。接下來，首先要加大國債口徑的地方債融資規模，給地方融資開更大的「正門」，然後才能將地方政府非正規融資的「後門」逐步關小。有了地產行業因融資緊縮而深陷惡性循環的前車之鑒，對任何試圖強行壓縮地方政府融資的政策企圖都需要慎之又慎，以免重蹈「三條紅線」的覆轍。

明年GDP增長目標應更進取

第三，最重要的一點，宏觀政策要在推進增長方面有更明確的導向，以GDP作為衡量經濟發展質量的核心指標來落實高質量發展。筆者在2022年2月21日發表的《GDP也是個經濟質量指標》一文中，曾論述：「GDP並不是各項最終產品的簡單加總，而是各種產品用價格折算之後的加總量。各種產品之間的相對價格決定於不同產品的供求關係，反映了人對不同產品的偏好和評價。中國GDP代表了全中國人民對中國總產出的價值評價。偏離了GDP這個全面客觀而又可比的指標，對高質量增長的追求很容易浮在空中、流於形式。」

可以說，高質量發展需要高速GDP增長。今年偏低的GDP增速目標帶來的弊端已經顯現。為了穩定各方預期，2024年GDP增長目標應該更加進取，爭取高於今年目標。決策者最好能早一點向社會吹風較為進取的經濟增長目標，從而穩定各方對宏觀政策的預期和信心，阻斷悲觀預期自我實現的過程。

金價債息齊升 美元轉弱勢



領軍智庫 譚雅玲

中國外匯投資研究院院長

美元指數上周持平106點比較艱難，其間低見105.9661點，而高點依然節制於106.6716點，振幅為0.66%窄幅波動。一周行情比較為開盤106.6003點，收官106.1519點，美元貶值0.17%，外圍如此恐慌之際，美元貶值十分顯赫，其中黃金期貨價格重上2000美元的輔助作用相當重要，這是美元求貶主要支持因素。其他一籃子貨幣相對穩定偏低是主要表現，歐元為1.05美元，英鎊1.21美元，唯有瑞郎微弱升值0.89瑞郎。加元保持1.37加元，日圓維持149日圓，澳元為0.63美元，新西蘭元0.58美元。人民幣離岸貶值偏激在岸依然不變，離岸極端至貶值7.3465元，在岸維持7.3194元，人民銀行中間價7.17元制衡存在約束性。相比較兩地開盤相似7.30元，但收官離岸低於在岸分別為7.32元和7.31元，離岸偏貶強於在岸。外匯市場美元求貶傾向清晰，但其貶值難度與阻力難以實施，美元依然是以節制升值為主要策略。

其一美債收益率上揚彰顯其替代美聯儲加息策略。首先是美股下跌為美債上揚組合對標行情。一周美股三大股指為下跌，其中道指下跌1.61%，標普下跌2.39%，納指下跌3.16%，這正是美債反比邏輯的關聯重點，也是制衡美元升值的匯率與利率比較結果。一周美債收益率持續攀升令股指承壓，雖然市場在於美債遭到拋售，但實際投資回報率豐厚將是美債受關注的優勢。一周美國10年期國債收益率衝上16年首次突破5%，20年期和30年期國債收益率也觸及門檻水平。尤其上周五收盤美國10年期國債收益率最高上漲至5.001%，為2007年7月20日以來首次突破5%關口；30年期國債收益率上升至5.13%，續創2007年以來新高。摩根士丹利表示，如果10年期美國國債收益率達到5%或更高，對投資者來說是很好的買入點。從期限角度來看，這將是拉長投資組合長久期的絕佳價位。周內美國20年期國債標售取得較高的收益率水平，規模數量也達到計劃之外大規模額度，美債收益率與美國財政積極推進規劃有關，也從美聯儲加息步驟與部署存在一箭雙鵰之意。

其二美國財政赤字較預期溫和有利於經濟。美國政府2023財年預算赤字擴大23%，因所得稅收入下降拖累了整體

收入，而利率上升也導致支出增加。上周五數據顯示，截至9月30日的2023財政年度赤字擴大至1.7萬億美元，相當於國內生產總值（GDP）的6.3%。這一規模雖然是有紀錄以來第三高，但比較之前預期2萬億美元還是有所紓緩。前一財政年度赤字為1.38萬億美元佔GDP 5.4%依然是比較嚴重的財赤壓力。尤其扣除拜登政府為學生貸款減免計劃的影響，實際赤字的擴大更加明顯，或實際增加一倍約2萬億美元。雖然美國赤字擴大適逢美國經濟韌性明顯之時，美國經濟表現依然是市場信心基礎，而上述美債收益率則是增加與擴大財政支持的核心考量。尤其目前敏感的經濟繁榮景象是美國處理財政壓力最佳時期，未來經濟增長將更加有利於美債收益率以及美聯儲加息決策。

美元貶值為加息最大障礙

其三美聯儲加息前景堅定明朗且調節靈活。上周美聯儲主席鮑威爾演講暗示11月例會不加息受到關注，但預計明年下半年之前不降息則是美聯儲明確指引與抉擇。鮑威爾上周四表示，如果看到更多顯示經濟增長韌性的跡象，則存在加息的可能性。目前只是由於美元升值基本指標偏高，美元技術與策略組合拳側重美債收益率飆升的對應策略。畢竟美債收益率上至5%以上協助美聯儲不加息與實際加息配合性明朗，這是美元不升值的重點。加之上周國際黃金期貨價格重上2000美元高位，一周上漲2.6%，黃金漲與美元跌邏輯關係則是美元不升值的市場技術發揮重點時段。而且面對美聯儲加息的利率指標敏感偏高的周期考量，美聯儲官員鷹鴿弱態勢將是決定此輪加息周期長度與高度重要參數。如美聯儲克利夫蘭聯儲行長梅斯特所言，無論下次會議做何決定，如果經濟如預期所料發展，可能接近或正處於維持利率不變的階段。美聯儲官員將收集更多經濟和金融發展的信息，並評估已經發生的金融環境收緊的影響。何況目前美國通脹達到3.7%的水平，未來通脹反彈概率已經十分明確，美聯儲加息只是節奏調整，而非趨勢逆轉。

預計本周美元動向依然是重點，其力求貶值或是依然比較艱難，包括美國經濟數據亮麗支持、一籃子貨幣弱化普遍性，美元求貶或將依賴黃金為推動力、石油為陪襯資助作用。而巴以地緣政局衝突惡化更是刺激石油價格上漲的環境特性或激發主旨，美元貶值是目前美聯儲加息可持續的最大障礙。



億元級豪宅交投旺



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

受息口困擾，以至「減辣」、「撤辣」等觀望氣氛影響，近月樓市氣氛顯著淡靜，整體新盤銷售較8月份銷售急速回落，令上月一手市場僅售出約266伙新盤單位，再創今年新盤銷售新低，較8月份的超越1200伙急挫近八成，但上月時間亦錄得多宗逾億元的豪宅單位，令上月整體銷售金額亦達36.44億元，較8月份減少六成而已。

近月樓市交投確實淡靜，一手成交急挫八成的同時，按土地註冊處的紀錄，上月二手交投更見淡靜，最終上月整體二手成交量僅約二千多宗成交，較8月份的接近2800宗顯著回落二成半，更是跌至自2018年底以來的近5年新低，換言之目前的樓市，比起疫症期間以至修例風波期間更加淡靜。

近月樓市氣氛的確相當觀望，息口走勢不明朗，美國加息周期是否經已完結確實無人知曉，與此同時，市場亦期望月底本周公布的施政報告，或會「減辣」，甚至「撤辣」，「減辣」、「撤辣」在即，買家入市心態依然審慎，樓市交投自然轉趨淡靜。

不過，新盤市場卻連續錄得大宗成交，已經現樓兩年多的啟德尚，瑋濶最新錄得低座複式戶成交，單位實用面積2453方呎，以1.0388億元成交，呎價約42348元，位處啟德跑道區的灑環亦再錄2宗逾億元的大額成交，其中1座高層A樓皇皇以1.219億元成交，呎價高達5.8萬元，再創屋苑新高呎價。此外，長實波老道超級豪宅新近亦再錄大額成交，成交價亦超越1.8億元，呎價達8.3萬元。

隨著市場錄得多宗逾億元的大額成交，部分豪宅新盤亦乘勢登場，亦吸引不少豪宅買家趁機入市，何文田傲致由金銀集團重新推出銷售後，反應亦相當理想，至今已售出10多伙成交，華華薄扶林的翻新豪宅VICTORIA COAST上月亦正式登場，成功售出多個單位，而泛海、德祥及資本策略合作發展的西半山寶珊道超級豪宅寶峰（HIGH PEAK）亦已成功售出首個單位，成交價達2.7億元，呎價逼近5.9萬元，豪宅新盤再度轉趨熱鬧下，資本策略上水大屋華第，以至同創九龍塘大屋禮著亦將推出市場吸客。