

內外需回暖 中國外貿料復甦



經濟把脈 梁中華

海通證券
首席宏觀分析師

根據中國海關總署統計，美元計價下，2023年10月中國出口總額同比為減少6.4%（9月為減少6.2%）；進口總額同比為增加3.0%（9月為減少6.3%）。10月貿易順差收窄為565.3億美元。從季調環比來看，10月出口季調環比為減少3.2%，為過去10年同期跌幅相對較多的一個月。

從國別來看，對出口拖累較為嚴重的仍是美國、歐盟和東盟等地區，而俄羅斯是重要貢獻來源。10月中國對東盟出口增速下跌15.1%，拖累出口2.4個百分點，是10月拖累最嚴重的經濟體。這很大程度上或與去年同期基數較高有關，例如，去年10月中國對東盟出口增速為20.3%。如果剔除基數影響，10月中國對東盟出口增速為1.5%。

在基數減弱下，中國對歐盟和日韓出口跌幅擴大也有一定干擾。10月中國對歐盟出口跌幅擴大至11.9%，拖累出口2.2個百分點；對日本出口跌幅擴大至13.0%，拖累出口0.6個百分點；對韓國出口跌幅擴大至17.0%，拖累出口0.7個百分點。

此外，中國對美出口跌幅持續收窄，對總出口的拖累也不斷減弱，好於歐盟和東盟。

分產品來看，機電產品拖累較大。10月中國機電產品出口跌幅擴大至6.7%，對出口拖累3.9個百分點。高新技術產品和勞動密集型產品出口跌幅也有所擴大，對出口拖累都超過2個百分點。進一步來看，農產品、箱包、傢具以及燈具和玩具等表現尚好。

從量價拆分來看，多數產品出口數量增速為正，但價格在持續拖累，多數產品出口價格增速為負，也是導致出口表現偏弱的原因。

美元計價下，10月中國進口總額同比增速轉正至3.0%，較9月大幅上升9.3個百分點。從季調環比來看，10月進口季調環比為5.8%，明顯高於過去

10年同期水平。

進口為何轉正？這很大程度上或與近期內需政策不斷推出有關。

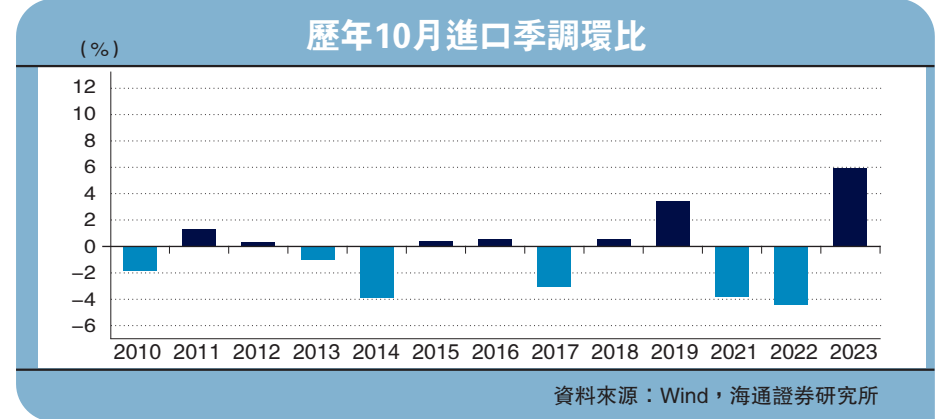
「一帶一路」倡議強化與東盟貿易

從國別來看，東盟和歐盟貢獻較為明顯。10月中國自東盟進口增速大幅轉正至10.2%，較9月上升17.2個百分點，貢獻進口增長1.5個百分點，是最主要的貢獻。考慮到去年同期自東盟進口增速並不算特別低，10月這一表現或與內需政策不斷推出以及「一帶一路」十周年，中國加強與東盟貿易聯繫有關。後續表現仍需進一步跟蹤。10月中國自歐盟（含英）進口增速也提升了5.7個百分點，貢獻進口增長0.6個百分點，貢獻度僅次於東盟。

從產品來看，原油和鐵礦砂表現較好。10月中國進口原油增速大幅轉正至8.5%，貢獻進口1.1個百分點，是最主要的貢獻；進口鐵礦砂增速大幅擴大至22.1%，也貢獻進口1個百分點。而原油的大量進口或與中俄貿易依然緊密有關，例如，10月自俄羅斯進口也貢獻總進口0.4個百分點，僅次於東盟和歐盟。後續有望繼續保持。

從量價拆分來看，主要進口商品數量和價格表現較好，例如，10月大豆進口數量大幅轉正至24.6%，很大程度上與去年同期低基數有關（2022年10月進口為負19.0%）；未鍛軋鋼進口數量也大幅轉正至23.7%，原油進口數量保持2位數增長，均對10月進口有較大提振作用。而未鍛造銅、鐵礦砂和集成電路進口數量增速和進口價格增速均為正，對進口提振效果更明顯。

往前看，中國出口有望在年內繼續修復。一方面，從去年8月開始，中國出口增速開始不斷放緩，年底基數效應的大幅下降對出口數據有支撐。另一方面，海外需求景氣尚可，目前歐美等主要經濟體景氣指數有韌性，將對中國外需有一定支撐。考慮到東盟等主要經濟體景氣指數相對比歐美表現要好，年初以來持續穩定在枯榮線以上，對中國出口有持續的貢獻。從中長期來看，中國經濟具有較大的增長潛力。



剛需仍存 磚頭價值未褪色



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

近年無論是工商舖、車位，還是住宅物業，價格都正在下跌，不少人因此會對物業資產失去信心；尤其是經濟處於蕭條期，更會認為磚頭已經失去了應有的價值。不過，真實的答案是否如此呢？

物業可以分為住宅、工商舖、車位，亦可以計及舊樓重建地盤，甚至是農地等，每種物業的用途、投資價值及回報率等都不一樣。當然，普羅市民最關注的，莫過於住宅物業。大部分人對住宅都有剛性需求，如增添家庭成員、結婚、生兒育女等，都有需要增加居住空間。現今不少人喜愛過單身自由生活，或者與情侶同居等，亦同樣帶來新的居住需求。在香港，這些需求無時無刻都存在，所以不論樓價升跌，只要有需要，又負擔得起，就會考慮置業或租住物業，不會過於計較物業的上升潛力。

至於做生意的人，對物業的剛性需求，只要能配合業務性質及發展，而又符合成本預算，就會考慮租用或購入寫字樓、工廠或舖位等物業。好市的時候租金上升，跌市的時候租金下跌，這些都是計

算成本時已作考慮，只要能夠配合業務的營運和發展，物業價格或租金不會嚴重影響生意人的決定。

相對而言，投資者則首先要看合理的回報率，其次就是希望可以跟隨市況的變化，做到低買高賣；能夠將利潤最大化的物業，就是最好的投資產品。作為長線投資者，除了重視回報率外，更會看物業長遠的升值潛力。

施政報告提振市場

當然，不同時期的物業，投資價值亦會有所改變，而住宅的抗跌能力，大部分時間都是較強的。本港的住宅價格，在2021年達到高峰，至今回落的幅度不足兩成，而剛公布的施政報告，亦對住宅市場有提振作用。

筆者估計，因為施政報告的威力，住宅物業的價格大致已經止跌回穩，未來將會慢慢抬級而上。隨着市場的恐慌氣氛退去，物業在投資保本方面的價值，將再備受市場重視。



▲施政報告提出減辣等措施，市場預期將有助住宅價格回穩。



韓國曾在2020年3月16日頒布「禁空令」，但韓國股市在其後數日仍出現明顯下跌。圖為3月19日韓國綜合指數的收市表現。

11月5日，韓國宣布從11月6日到明年6月末再次禁止股市做空，韓國主板KOSPI和創業板KOSDAQ指數次日分別大漲5.7%和7.3%，也帶動了亞洲股市的走高。不過，股市下跌是做空者造成的嗎？我們需要認真探討這個問題。

禁止沽空救市恐適得其反



春風夏語 夏春

香港方德金控
首席經濟學家

韓國股市和中國A股有很大的相似性，就是散戶眾多，而且投資者都討厭做空行為。滬綜指自2007年突破3000點後，至今一直在3000點上下波動，但波動幅度很大。韓國股市在同年突破2000點之後，至今一直在2000點上下波動，但波動幅度很小。

有意思的是，韓國股市最近3年最大一波漲幅就發生在上一輪（2020年3月16日）宣布禁止做空之後。原因是疫情爆發帶來全球股市大跌，2020開年到「禁空令」出台前差不多一個半月，韓國股市下跌了19%。大家看一下配圖就會產生一種很強烈的感覺，限制做空對刺激股市上漲，真是有着立竿見影的效果。

不過，這其實只是一種錯覺。事實上，韓國頒布「禁空令」之後，3月16日到19日，股市又下跌了18%（見圖），禁止做空並沒有阻止股市的下跌。韓股隨後這一波大反彈其實是全球性的，歸根到底是美聯儲把利率降到零之後，又宣布了一系列救市措施。

2021年5月3日，韓國宣布取消「禁空令」，允許對大盤股做空。相信做空會導致股市下跌的人會意外發現，5月3日到7月6日，韓股又漲了5%。之後韓股跟隨全球股市出現了一輪大幅的回調，原因在於通脹抬頭，股市高估，投資者樂觀的情緒開始消退。

在2020年3月禁止做空開始，到2021年5月允許做空兩周前，韓國市場上的外國投資者累計淨賣出了31萬億韓圓的股票，韓國本地的機構投資者淨賣出了79萬億韓圓的股票，散戶則買入了116萬億韓圓的股票。可見，在機構投資者看來，韓國的「禁空令」不受歡迎，只有散戶歡迎這樣的做法。由於散戶極少做空，韓國股市的2021年7月開始的下跌主要來自於之前做多者賣出。

跌市吸引沽空 非沽空觸發跌市

這一次韓國重新啟動禁止做空，表示要對10家全球銀行展開調查，認為這些銀行佔了韓國做空交易的大部分。但韓國交易所的數據顯示，機構做空的交易量只佔韓國主板KOSPI總市值的0.6%和創業板KOSDAQ總市值的1.6%，如果把市場的下跌幅度因為做空者，就真的是貽笑大方了。

金融學者早就發現，各國股市下跌主要是由於多頭賣出造成的，空頭做空從來都不是股市下跌的主要原因。研究還發現，通常是股市下跌引來空頭，而不是空頭引發了股市下跌。

全球股市在2007年底開始下跌後，共有30多個國家先後實施了「禁空令」，包括美國在2008年9月開始限制對金融股做空。這為學者們研究其效果提供了極佳的實驗場地。

雙重差分法（Difference in differences）是一種用於計量經濟學



和社會科學定量研究的統計技術，通過研究自然實驗中的「實驗組」和「對照組」之間的差異性效果。學者採用「雙重差分法」對股市「禁空令」進行研究，得到了相同的結論：幾乎所有的禁令都使得股市表現惡化（體現在價格發現變慢，股票買賣差價擴大，波動率加大，流動性下降，市場效率受損），特別是禁止做空的股票價格通常比可以做空的股票下跌更多（「雙重差分法」可以避免與「禁空令」相關的內生性難題，即被禁止做空的股票原本就可能跌幅更大從而需要保護），這些結果都與監管目標完全違背。

筆者此前撰文介紹過這些研究的發現及原因，此處不再贅述。但值得一提的有兩點：第一、新興市場的「禁空令」帶來的負面作用，明顯高於發達市場；第二、為規避股市「禁空令」，交易者通常會到期貨、期權市場或場外交易市場執行類似做空的交易，從而扭曲這些市場的效率。

禁沽空加劇股市泡沫

由於A股和港股都沒有在2008年實施「禁空令」，上述研究並不涵蓋這兩個市場。但格外有意思的是，3個關於做空對股市影響的重磅研究就是來自於港股和A股的實踐。

香港在1994年引入了股市做空試點計劃，17隻股票被允許做空，隨着具體規則的不斷修改，更多股票被納入可做空名單，已納入的股票也有可能被移出名單、重新被禁止做空。這個獨特的制度為研究者提供了極為罕見的對比機會。筆者的老領導，香港大學商學院前院長張介教授與合作者發現，被納入禁止做空的股票通常會出現價格高估，不利於價格發現（Chang et al., 2007）。

張介教授帶領學生完成另外一項特別有價值的研究。2010年3月A股開始允許做空的試點計劃，90隻被禁止做空的股票進入到允許做空和加槓桿的名單，這個名單經歷兩次增加和刪減的調整後，到2011年底擴展到了278隻股票和7隻ETF。研究發現，一旦這些股票可以被做空，他們的股價就會出現顯著下降，但這樣的價格調整並非來自於這些股票被做空，而在於禁止做空導致了他們的股價偏高，這與之前在港股的發現一致。

研究還發現，一旦這些股票可以做空後，各項指標顯示市場效率和穩定性（例如股價波動率下降，極端回報值減少）均顯著提升，特別是在市場下跌的行情裏，由此可見允許做空的好處和禁止做空的壞處。相反，允

許股票加槓桿則沒有穩定市場的好處（Chang et al., 2018）。

學者指出，遺憾的是，由於監管者錯誤地擔心做空的壞處，在交易上限制融券做空，反而鼓勵銀行、公募基金和保險公司向槓桿交易者提供融資，最終導致了2015年股市泡沫的形成和破滅。

上述研究方法被進一步優化改進。從2001年底開始，港交所每個季度根據一些規則（是否恒生指數成份股、是否衍生產品的底層資產、市值、流動性等等）來確定允許做空的股票名單。由於這些規則具有很大的隨機性，這樣處於規則邊緣，非常相似的兩隻股票，就可能出現一隻允許被做空，另外一隻不允許做空的情況。

採取「斷點回歸法」（於樣本在臨界值周圍分布的隨機性，使用兩側數據分別進行回歸，從而避免潛在混雜因素的干擾）比較這兩類股票的表現，就會發現做空不會導致股價下行壓力，不會增加股價波動性，也與極端負回報的增加無關。這些結果在金融危機期間保持不變，表明做空並不會在不確定性較高的時期造成價格異常波動（Crane et al., 2019）。

韓推禁令料為討好選民

綜合來看，禁止做空更多的是一種政治上討好股民的決定，而不是基於經濟和金融原理。畢竟，這樣的作法太符合股民的直覺，殊不知這樣做，最後吃虧的還是股民。

2009年美國和歐洲的監管機構都表示，由於「禁空令」事與願違，今後不會再出台類似的措施。但是到了2020年股市暴跌時，一些國家把這些教訓拋諸腦後，繼續推出「禁空令」，無外乎金融民粹主義大有市場。

韓國這一次重啟禁止做空，分析師普遍認為執政黨有着政治考慮，目的是討好選民，以贏得明年4月的大選。筆者相信，即使韓國禁止做空的政策可能在短期內帶動亞洲股市上漲，這種力量也不會持續太長時間。而我們看多A股和港股的原因在於：第一，美國結束加息周期，美債收益率和美元指數下降；第二，中國經濟再通脹政策發力，經濟持續好轉，上市公司營收和利潤出現改善；第三，中美關係緩和，而且A股和港股估值處於極低的水平。

正如筆者在《什麼樣的制度設計才能讓A股永遠告別3000點》提醒的那樣，投資者應該淡化「救市導向」的政策影響，而把焦點對準宏觀經濟和上市公司的「基本面」。