

經濟觀察家



六維度透析內地經濟



▲二〇一七年內地穩增長政策力度將繼續加大，估計GDP增速在6.5%左右；在PPP落地比例上升、外匯管制趨嚴和海外投資受限的背景下，民間投資增速有望回升。通脹率應有所上升，但CPI估計不會超過3%。

資料圖片

影響經濟因素眾多，本文分別從外部環境、人口、投資、貨幣、收入和政策這六個維度對內地經濟進行分析，人口、投資、貨幣和收入這四個維度存在很強的因果關係，它們作為影響經濟中長期因素，對當期經濟走勢不會產生顯著影響；而外部環境和政策這兩個維度分別是外生和內生變量，作為短期因素對當期經濟走勢影響較大。

中泰證券首席經濟學家 李迅雷



察股觀經

今年而言，內地穩增長政策力度將繼續加大，估計GDP增速在6.5%左右；固定資產投資增速將較2016年有所回落，主要因房地產投資和基建投資增速回落；但在中游產品價格上行趨勢下，下游產品價格也將有所回升，從而使得製造業投資和其他投資增速略有回升；在PPP落地比例上升、外匯管制趨嚴和海外投資受限的背景下，民間投資增速有望回升。通脹率應有所上升，但CPI估計不會超過3%。

外圍變數因「特政」而放大

2017年，內地政策導向總原則是「穩中求進」，貨幣政策不會收得過緊。今年最要嚴控的是房價上漲，不用擔心房價會下行，但市場會趨淡。由於巨量可投資資金尋找出路，在外匯流出受阻、海外投資受限的情況下，權益類資產將成為為數不多的可配置資產，港股尤其值得看好。

由於今年外部最大變量就是特朗普新政，而「十九大」則是我們的內生變量，也是今年內地最大的政治經濟事件，決定內地未來五年經濟、政治等整個社會發展方向。2017年，歐美日經濟均處於復甦之中，這對內地借助外需是有利的，其中美國的情形相對最好，2010年以來一直保持同比正增長；而歐元區在2011至2013年曾經歷衰退，日本則幾經反覆，最近的持續正增長始於2015年。IMF預測歐元區、日本今年GDP增速分別是1.6%、0.8%，與去年的1.7%、0.9%增速大致相若。

今年美國聯儲局將繼續加息，美國失業率達到歷史低位，具備加息條件。IMF預測美國2017年GDP增速是2.3%，較2016年的1.6%有明顯提升，但仍低於2015年的2.6%。就過往20年歷史經驗來看，如此之低的失業率背景下，聯儲局加息空間不小，但若外部經濟環境表現不強，對加息肯定是一個掣肘。

今年內地的出口不容樂觀，近兩年來內地的出口都是負增長，且2016年內地出口在全球出口份額的佔比首次出現下降。從出口的明細項看，2016年出口降幅高達7.7%，雖然第四季度降幅收窄至5.2%；加工貿易的降幅繼續擴大，2016年降幅達到10.2%（2015年下降9.6%）；而非加工貿易2016年降幅達到6.4%，相對2015年1.1%

的正增長，更需關注。此外，內地對美出口順差佔到美國貿易逆差總額近50%，特朗普極有可能對內地實施貿易保護政策，這將對內地出口產生較大的負面影響，故特朗普新政將是今年難以預期的因素。

老齡化與流動性下降不可逆

儘管自2007年後，內地勞動生產率下行也已顯現出來了，不僅是全要素勞動生產率在下降，勞動生產率總水平的增速也開始下降，但優勢依然存在。需要說明的是，勞動生產率通常以單位勞動時間產出衡量，內地無勞動時間數據；以就業人數及GDP衡量的勞動生產率之增長率，過往二十年間，美國的中位數水平是2.0%，日本大致是1.7%，而內地則超過8%。內地生產率水平較日本和美國明顯高很多。

然而，內地目前已面臨勞動人口下降、勞動參與下降和農業轉移人口減少的壓力；同時，人口流動性也開始下降。人口從三四線城市向一二線城市的流動的趨勢逐漸加強，如流向北上廣深及二線城市。有數據顯示，2016年人才淨流入城市佔比最高的是杭州，佔8.9%，遠遠超過北上深（戶籍管理嚴格），表明杭州經濟的發展和人才流入也是有很大相關性。除直轄市外，內地大專以上學歷的人口分布區域基本還是集中於長江和珠江三角洲等經濟發達地區，這和人均GDP有很大相關性。

這些年來，內地區域經濟發展的分化和人口流動的深度變化，兩者相互促進，互為因果，如東北經濟的回落伴隨着人口的大量流失。農業人口轉移為特徵的城鎮化已到後期，但是大城市化還是方興未艾。目前，內地百萬以上人口的城市佔總人口的比重只有美國的一半左右，較日本、歐盟等也低很多。這也可以用來解釋去年二線城市房價漲幅較大的原因，就是因為人口在向省會城市集中。由於超大人口城市限制人口流入，故人口往省會城市流動的現象非常明顯。大城市化進程是市場配置人口資源的結果，同樣對各地的房價產生影響；同時，也會影響到經濟的增速。總體來看，內地的城鎮化進程已到了後期，而人口老齡化也是不可逆的，故經濟增長下台階是必然趨勢。

人口紅利降資本推動模式強化

人口老齡化、勞動年齡人口和農業轉移人口的減少，導致勞動力成本不斷上升，潛在經濟增速下降。內地經濟穩增長如

何實現的呢？仍然靠投資拉動，資本深化。由於人口紅利的減少，使得資本推動型經濟模式得到了強化。

2016年，內地固定資產投資總額佔GDP的比重為80%，美國等發達經濟體該數值只有20%左右。雖然這樣簡單的比較有失偏頗，但至少可以說明，美國等發達經濟體的經濟增長模式均為消費驅動型，而內地則為投資驅動型。

內地全社會固定資產投資額佔GDP的比重在不斷上升，從1992年的不到30%提升到2006年的50%，2015至2016年該比例高居80%，其中非民間（政府和國企）投資額佔固定資產投資額的近40%，佔GDP的30%；美國及歐元區的固定資產投資額佔GDP的比重只有20%，其中美國政府投資佔比GDP為4%，歐元區不到3%。日本的佔比分別是23%和不到5%。

貨幣膨脹既是果又是因

內地長期以來投資增速非常高，最終導致的結果就是貨幣的膨脹。內地的貨幣創造經歷了引進外資、出口導向、「商業銀行+企業」三個階段。截至2016年末，內地M2總量為22.34萬億美元，超過美國和日本的13.28萬億美元、8.19萬億美元之和。貨幣膨脹下，資產回報率下降成為必然趨勢，故不要簡單認為資產負債率的下降就是好事情。貨幣規模膨脹也與「穩增長」的政策有關，如90年代以來，第一輪「穩增長」發生在1997年，那時，為了應對東亞金融危機，政府在基建投資上發力，使得政府負債水平大幅上升，固定資產投資規模大幅增加。第二輪發生在2009年，當時為了應對美國次貸危機，推出兩年4萬億投資規劃，2009年內地的M2規模增加了2萬億美元，一舉超過了美國和日本，成為全球第一。

但這種穩增長模式下的貨幣創造也導致諸多問題，如M2增速在今後幾年也很難低於10%，簡單推算，到2019年內地的M2大概要達到206萬億，超過200萬億，至今仍沒有看到M2減速的跡象，這也是國內資產荒現象揮之不去的問題所在。內地的第三產業增加值佔GDP在2015年才超過50%。但金融行業增加值佔GDP的比重在過去兩年裏都達到8.3%，超過金融發達且本幣早已國際化的英國、美國和日本金融業佔比。

貨幣超量發行肯定導致人民幣貶值壓力上升，除非今後幾年M2增速有一個比

一手新盤主導市場

經絡按揭轉介市場總監 劉圓圓



樓按圓素

近期樓市出現小陽春，一手新盤銷情理想，變相拖累二手市場成交。過去周末十大屋苑成交較農曆新年期間理想，錄得九宗成交，但仍長期徘徊單位數字紀錄，加上二手業主採取觀望態度，二手盤源減少。

土地註冊處紀錄反映，今年一月份一手住宅註冊宗數達674宗，較去年同期的451宗，大幅增加近五成；而截至二月十四日，一手住宅註冊宗數已經有811宗，相反去年整個二月僅錄得233宗，如此強烈的對比。預計今年有兩萬多個一手單位推出市場，反映發展商看好後市，積極推出新盤，買家反應熱烈，加上銀行為爭奪按揭市場，一手新盤料較二手樓盤吸引。

根據經絡按揭轉介研究部資料顯示，去年一月份一手物業佔市場比例為29.81%，二手物業為43.6%，而今年一月份的一手物業佔市場的比例大幅攀升，升至50.13%，反映今年年頭一手市場較去年理想。

一手新盤主導市場源於多項利好因素，除了因辣招而積累一段時間的

購買力外，發展商及銀行亦相繼推出優惠吸納客源，低息環境亦是利好樓市的其中一個因素，最新的一個月期的銀行同業拆息報0.49水平，較去年十二月的0.75水平高位大幅回落，銀行調低H按的「H加部分」，又擴大現金回贈，而二手業主叫價進取，令二手物業在價格上的相對優勢一再減低，令一手新盤更見吸引力。

內地客買樓避險

內地客南下買樓對一手市場亦有一定支持作用。從經絡按揭轉介研究部的數據反映，過去內地客戶的比例（月度）大約佔整體的7%至8%，其中去年十一月份更佔整體的13.4%。美國聯儲局主席耶倫表示，若通脹符合預期，有必要繼續加息，對人民幣有下行的壓力，預料今年本港樓市繼續發揮資金避難所作用，內地客買港樓避險，部分新盤雖然提價加推，但仍然備受追捧，今年內地客戶佔整體市場比例有望進一步升至10%。

總括而言，在一手新盤的價格與二手盤價格相若，加上發展商及銀行推優惠吸納客戶、市場剛性需求、低實質按息環境及內地資金湧港，對樓市發展起支持作用，一手新盤將主導樓市發展，其成交量貼近二手市場。

內地客在港買樓比例(月度)



註：以上數據以經絡按揭資料統計

資料來源：經絡按揭轉介研究部

較大幅度的回落。

另外，外匯流出壓力依然巨大。雖然我們在資本項目對外匯管制已經非常嚴厲了，但研究發現，外匯可以通過貿易項下的流出，比如在人民幣升值階段可以通過高價出、低價進的方式，讓更多的外匯流入到國內換為人民幣。當人民幣有貶值趨勢時，會採取低價出、高價進的方式，使得一部分外匯滯留國外。之所以把加工貿易作為一個觀察窗口，是因加工貿易的進出利差受本幣的升值或貶值影響很小。

央行自去年十月份重啟28天逆回購，央行縮短放長、提價格，去槓桿的意圖明確，加之將表外理財納入廣義信貸等監管加強，聯儲局加息兌現等，使得過長的資金鏈條、高企槓桿的脆弱性顯露無遺，債券市場受到重創，如以國債期貨的慘烈跌停為醒目標誌。今年二月初又上調至7至28天逆回購利率和SLF利率，引導資金脫虛向實目的很明確。

央行縮短放長、提價格，去槓桿的意圖明確，加之將表外理財納入廣義信貸等監管加強，聯儲局加息兌現等，使得過長的資金鏈條、高企槓桿的脆弱性顯露無遺，債券市場受到重創，如以國債期貨的慘烈跌停為醒目標誌。今年二月初又上調至7至28天逆回購利率和SLF利率，引導資金脫虛向實目的很明確。

居民收入結構影響投資消費

據國家統計局抽樣調查數據推算，2014年城鎮居民的可支配收入總額為21.61萬億，農村居民可支配收入為6.49萬億，加總之後為28.1萬億，但2014年國家統計局「住戶部門可支配總收入」達39.11萬億，則住戶部門可支配收入要超過居民部門可支配總收入11萬億。

由於居民可投資資產高度集中在高淨值群體中，導致各類資產價格普遍偏高，如以城鎮居民人均可支配收入為口徑，以住宅銷售金額及銷售面積核算的單價為房價口徑，購買100平米的住房，全國平均而言，需要一個城鎮居民至少二十年的收入（若考慮可支配收入被低估的因素，實際房價收入比或會低些）。資產價格偏高在各大類資產中都會有所體現，如儘管當前A股市場的估值水平已較2015年中大幅回落，但A股目前市盈率的中位數水平還在60倍左右，且超高的換手率表明資本市場資金非常充裕，流動性極好。

由於內地高淨值群體的理財需要非常大，巨量可投資資金總是要尋找出路，在外匯流出受阻、海外投資受限的情形下，權益類資產成為為數不多的可選配置資產，當然，隨着港股市場對境內機構投資者開放，港股的估值優勢會使得愈大愈多的資金流向港股。

另外，儘管居民可支配收入存在低估，但可支配收入的增速下降卻是不爭的事實，同時，居民的消費增速也在下降。靠投資拉動經濟增長模式最終要考驗中低收入群體的消費增速能否上升，最終消費在GDP中的比重若難以上升，則經濟結構

扭曲問題就難以解決。

此外，需要引起重視的是，這兩年居民購房槓桿率水平明顯上升，也就是過去買房的主要是在高收入群體，如今中等收入群體的購房比例開始上升了。如2016年居民中長期貸款佔商品銷售額的比重已經接近50%。

今年一月新增居民中長期貸款達到6293億元，創歷史新高，估計為各商行延緩房貸發放審批速度導致數據滯後反應，因為銷售同比大幅下降；當然，部分三四線城市房地產銷售額有所回升，但今年居民房貸再要大幅提高，恐怕有難度。

政策穩中求進下底線思維

我們經常說內地市場是政策市，實際上不僅股市如此，其他市場也如此。那麼，今年的政策有什麼特點呢？中央經濟工作會議將穩中求進工作總基調從經濟領域提升到治國理政重要原則的高度，這是值得關注的。穩中求進作為經濟政策的總基調，早在2011年就已經提出，已經連續提了六年。

穩中求進意味着有兩條底線一定要守住，一條是穩增長底線，另一條是不發生系統性金融風險的底線，只有在經濟和金融相對穩定的前提下，才能推進改革。由此對應的是兩方面的重要改革，一是國企改革，二是金融監管體制改革，這兩大改革比財稅改革、農業供給側結構性改革等更為迫切。而國企改革中，混合所有制應該是最主流的模式，其次是債轉股、股權融資等。

加強金融監管方面，今年把防控金融風險放到更加重要的位置，下決心處置一批風險點。監管的面很廣，如把表外理財納入「廣義信貸」範圍，受MPA考核。對資本市場監管更加嚴厲，可能會促進更多的資金南下至香港市場，也有利於釋放大量資金集聚內地的風險。貨幣政策方面，今年強調的是回歸中性，這與過去幾年穩健加靈活的政策相比，所給的變通空間就更窄了。二月初央行上調逆回購利率和SLF利率，並不屬於傳統意義上的加息。通過公開市場操作來上調央行購利率，其意圖主要是通過金融市場去槓桿，這符合中央經濟工作會議提出的引導資金「脫虛向實」的邏輯，如果是傳統意義上的上調存貸款利率，則會對實體經濟雪上加霜，這是中央不希望看到的。當然，貨幣市場利率的上行早晚會影響到信貸市場的利率水平，只是目前的同步性較差。

2017年財政政策會「更加積極」，同時也可能考慮到房地產投資增速的回落和汽車銷量增速的回落這兩大因素了。