



經濟觀察家



政委 世界觀

三季度經濟增長繼續放緩，豬肉價格上漲的壓力卻在同時顯現。宏觀政策似乎陷入了「不可能三角」：如何在提振經濟增長的同時保持物價的穩定？如何在放鬆貨幣政策的過程中保持宏觀槓桿率的穩定？如何在結構性控槓桿的同時，解決實體融資需求不足的問題，以定向寬鬆促進經濟增長？8月5日以來人民幣匯率開啓的新征程或許能將這看似不可能的挑戰變為可能。

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委



分析指，匯率靈活調整能夠實現對製造業企業，尤其是出口依賴度較高的製造業企業的定向寬鬆 中新社

匯率市場化改革 破解不可能三角

筆者認為，匯率能夠成為同時實現穩增長、穩物價和穩槓桿「三穩」的有效手段，並能達到對製造業的精準滴灌。首先，匯率市場化調整能夠直接改善出口企業經營情況，在融資需求疲弱、宏觀槓桿率較高的背景下促進「低信貸」的增長。因此，匯率靈活調整能夠實現對製造業企業，尤其是出口依賴度較高的製造業企業的定向寬鬆。其次，匯率市場化調整對於以可貿易品為主的工業品價格影響較大，但對不可貿易品佔比較高的消費者物價指數（CPI）籃子影響有限。

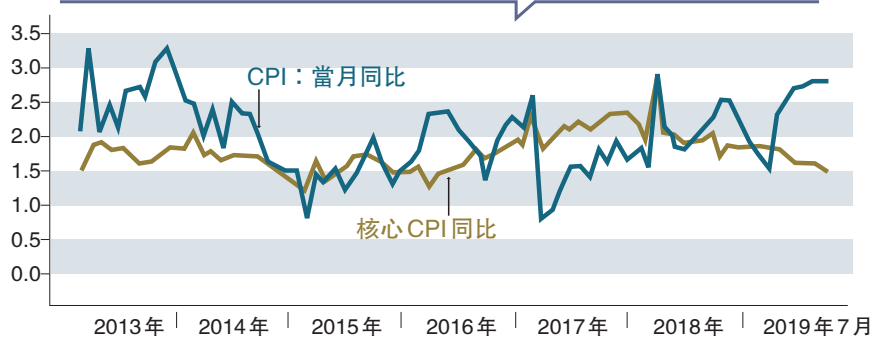
一、結構性通脹下的匯率良方

從穩物價的角度來看，當前中國面臨的是由農產品供給衝擊引發的結構性通脹。雖然8月CPI同比維持在2.8%的較高水平，但核心CPI同比進一步下滑，這反映出物價中樞並沒有長期抬升的趨勢。在消費領域價格上升的同時，工業品領域價格已陷入通縮，給名義國內生產總值（GDP）增速、乃至宏觀槓桿率的穩定帶來挑戰。筆者的計量分析結果顯示，人民幣匯率的靈活調整既能減輕工業品領域的通縮壓力，又不會對CPI同比形成過大的壓力。

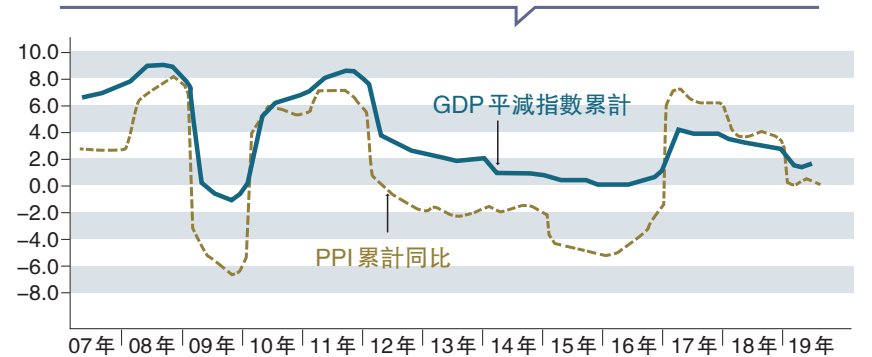
這是由於中國CPI籃子與生產者物價指數（PPI）籃子的構成差異較大，CPI中包含了大量新鮮農產品、服務等可貿易程度低的產品，而PPI籃子中的產品多數可貿易程度高。因此，人民幣實際有效匯率的變化對CPI同比影響有限，卻會顯著影響PPI同比。

經濟景氣程度、信用擴張和匯率都是影響物價的重要因素。因此，筆者分別將CPI同比與PPI同比對GDP、廣義社融（社融與地方債之和）同比和實際有效匯率同比進行回歸分析。由於廣義社融同比數據起始時間為2004年，本文選用2004年以來的樣本。此外，考慮到匯率和信用擴張對物價的影響有一定的滯後性，這裏我們用實際有效匯率與廣義社融的滯後項進行分析。回歸結果顯示，實際有效匯率同比貶值1個單位，能夠提高PPI同比0.34個單位，但對CPI同比的影響並不顯著。因此，在PPI通縮而CPI有上升風險的背景下，人民幣有效匯率貶值有助於提振PPI，但不會帶來明顯的CPI上漲壓力。

CPI與核心CPI比較



PPI同比與名義GDP平減指數比較



資料來源：Wind，興業研究

二、匯率調整精準滴灌製造業

為了實現宏觀槓桿率的穩定，貨幣信貸的增速需要與名義GDP增速相匹配。在信貸資源有限的情況下，優化信貸投放的結構成為政策著力的重點。7月央行召開的銀行業金融機構信貸結構調整優化座談會要求合理控制房地產貸款投放，加強對經濟社會發展重點領域和薄弱環節信貸支持。

然而，當前融資需求的結構與政策意願之間出現了分歧。近年來各路市場主體均將中國房地產市場視為低風險、高回報的資產，由此吸引社會資金向房地產領域集中。房地產開發貸款佔全部貸款的比例從2010年1月的7%提高到2019年6月的8%，同期個人住房貸款佔比從13%提高到19%。2019年二季度製造業貸款需求指數卻由於內外需較為疲弱的原因同比轉負。由於符合政策導向的優質融資需求不足，7月以來票據轉貼利率時常與資金成本倒掛。這中間既有供給原因，更有去產能情況下的需求原因。

在過去，信貸的增長往往會先刺激

房地產與基建領域，進而引起製造業訂單的增加，帶來製造業的繁榮。在數據上表現為房地產增速通常領先於製造業投資增速。而當下房地產融資受限，地方政府平台融資監管趨嚴，定向寬鬆的信貸政策向實體經濟的傳導似乎遇到了阻滯。

而人民幣有效匯率的變動能夠另闢蹊徑，實現精準向製造業領域的定向寬鬆。數據顯示，人民幣有效匯率同比下降經常伴隨著工業企業利潤的回升。匯率貶值對企業的正向影響在以計算機通信為代表的出口導向型行業中更為顯著，而對以非金屬礦物製品為代表的內需依賴型行業中並不顯著。與之相比，廣義社融的增長則對非金屬礦物製品業增加值有顯著的正向影響，但對計算機通信行業的增加值影響並不顯著。因此，定向寬鬆和產業結構的優化能夠使「低信貸」的增長成為可能。

由此來看，在穩增長、穩物價和穩槓桿的三重目標之前，保持匯率的靈活性或許將成為破局的關鍵。充分發揮匯率作為宏觀經濟自動穩定器的作用，可以在穩槓桿的約束下通過做大分母來支持經濟增長、優化產業結構，同時不加劇農產品領域的物價壓力。

消費稅改革增地方財政收入

中金首席經濟學家、董事總經理 梁紅



妙言要道

10月9日國務院發布《實施更大規模減稅降費後調整中央與地方收入劃分改革推進方案》（以下簡稱「方案」），提出保持增值稅「五五分享」比例穩定，調整完善增值稅留抵退稅分擔機制，後移消費稅徵收環節並穩步下劃地方三項改革措施。其中，前兩項改革措施是增值稅改革的延續，第三項關於消費稅改革市場較為關注。

此次消費稅的改革主要包括兩方面：一是徵收環節後移，將部分在生產（進口）環節徵收的現行消費稅品目逐步後移至批發或零售環節徵收。二是穩步下劃地方，拓展地方收入來源，增量部分原則上將歸屬地方。最先實施消費稅改革的商品範圍較小。「方案」提出，先對高檔手表、貴重首飾和珠寶玉石等條件成熟的品目實施改革。中國目前對15類商品徵收消費稅，包括煙、成品油、小汽車、酒、貴重首飾珠寶、摩托車、高檔手表、高爾夫球和球具、遊艇、高檔化妝品、木製一次性筷子、實木地板、鞭炮煙火、電池、塗料等。其中，煙、油、車、酒四類商品貢獻近99%的國內消費稅，此次改革並未包括。

消費稅是中國第四大稅種，將消費稅增量劃歸地方將拓展地方政府收入來源。2018年國內消費稅1.06萬億元（人民幣，下同），約佔當年稅收7%，是中國稅收中僅次於國內增值稅、企業所得稅和個人所得稅的第四大稅收來源。此外，進口貨物也要繳納消費稅。2018年進口產品消費稅、增值稅合計1.68萬億元，考慮消費稅僅對部分商品徵收，1.68萬億元

中可能只有一小部分來自消費稅。目前消費稅收入全部歸中央所有，將增量消費稅下劃地方將為地方政府帶來新的收入來源。

改革範圍逐步擴大

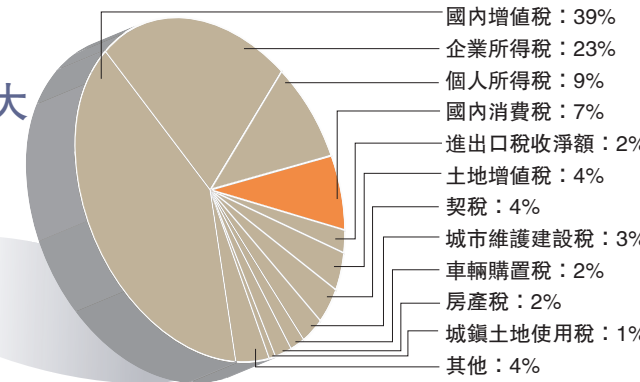
商品從出廠開始，經過流通環節，最後到零售環節，銷售價格會逐步上升。如果稅率與計稅方式不變，將徵收環節後移會增加消費稅稅額。生產廠商由於直接稅負下降會在短期內受益，但消費稅上升會抑制最終消費和商品銷量。消費稅除了為政府提供收入，還具有補償外部性和調節收入分配的職能。消費稅主要針對具有負外部性和高收入群體消費的特定商品徵收，擴大消費並不是消費稅改革的重點目標。

未來消費稅改革範圍可能逐步擴大。由於下游批發零售商家數多於生產廠商，將徵收環節後移會增加納稅人戶數、提高稅收徵繳成本。「方案」提出，「在徵管可控的前提下，將部分在生產（進口）環節徵收的現行消費稅品目逐步後移至批發或零售環節徵收」，「具體調整品目經充分論證，逐項報批後穩步實施」，「結合消費稅立法對其他具備條件的品目實施改革試點」。筆者預計消費稅改革會是一個穩步推進的漸進過程。

消費稅稅收法定仍待落實。目前中國有關消費稅的法規是2008年發布的《中華人民共和國消費稅暫行條例》和《中華人民共和國消費稅暫行條例實施細則》。2019年財政部立法工作安排提出力爭年內完成增值稅法、消費稅法、印花稅法、城市維護建設稅法、土地增值稅法、關稅法、彩票管理條例（修訂）的部內起草工作，及時上報國務院。目前尚未公布新的進展情況。

消費稅是中國第四大稅收來源 (2018年)

資料來源：財政部 中金公司研究部



解決樓市問題宜疏堵結合

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

中美貿易戰談判進展看似有所進展，執筆之時，市場憧憬雙方角力將逐漸舒緩，本港股市應聲急彈逾600點，似乎意味市場投資信心逐步恢復。樓市方面，二手樓市隨著業主擴闊議價幅度，樓價慢慢回落，樓市於低位漸見承接，成交回升。

「美聯樓價指數」最新10月2日至10月8日報168.02點，連跌十一周，創自4月中旬後的二十五個星期新低。指數按周計跌近0.6%，比起四星期前跌約1.4%。若與紀錄高位相比累跌逾5%。

但由於一手市場有「四多」：樓盤種類多、付款辦法多、彈性多，而且優惠也多，靈活性相對較大，再加上近月一手銷情保持火熱，愈來愈多發展商加快推售新盤步伐。相信本月，甚至是整個四季度，將維持一手「掛帥」的局面。

無可否認，四季度肯定相當困難並充滿變數，短期而言，社會事件的發展及中美貿易戰左右未來經濟前景。

可是，暫時樓市並未出現大幅下滑，亦反映業主大多持貨力強，雖然目前市場氣氛欠佳，但供滿樓的業主亦可選擇將物業轉賣為租，無需大幅減價放售，所以進一步大跌的機會不

高。最近樓市最炙手可熱的話題，當然離不開施政報告。不難預料，報告重點之一，一定是放在房屋及土地政策。外間對報告內容及政策方向有不同揣測，但「最符合」市民心水的房屋政策是什麼？

關注房屋政策動向

市場盛傳政府將考慮在新出售土地中加入賣地條款，規定新建私樓只准售予香港人，即類似「港人港地2.0」；又或者採取全面限制措施，禁止本地房屋售予非本地居民等。筆者認為，假如政府只集中於壓抑市場需求，忽略增加供應的部分，就不是一個足夠理想的政策。

站在普羅大眾立場，「最符合心水」的房策，應該是「增供應減需求」並重。唯有兩種措施雙軌並行，在供應面及需求面同時着手，才可以有效穩定樓價，令樓市向着健康方向發展，例如政府增加土地後是以大力興建資助型房屋的，這才能有有效紓緩樓市供不應求的根本問題，重燃「無殼蝸牛」的上車夢，緩解社會躁動不安的氛圍。

不可忽略的是，所有政策的實施，都需要考量及平衡社會各界的立場及意見，因為只有齊心向大方向目標一致地進發，才有望攜手解決香港現時的經濟困境及社會難關。