



經濟觀察家



超限觀點

海通證券首席宏觀分析師 姜超

在過去的幾個月，全球經濟不約而同地出現了改善的跡象，到底本輪全球經濟改善的原因是什麼，是否可以持續，明年的全球經濟能否繼續回升？



從中國工業企業存貨數據可以印證目前庫存水準位於歷史低位

全球經濟露曙光 投資周期望重啟

一、全球經濟同步改善

美國非農就業回升。作為第一大經濟體，美國經濟對全球有着巨大的影響。而美國經濟靠消費驅動，消費又來自於就業的支撐，因而非農就業是觀察美國經濟走勢的最重要指標。在18年2季度以後，美國新增非農就業人數逐季下滑，但從19年3季度開始，美國新增就業開始逐漸恢復，3季度升至月均19.3萬，而3季度GDP環比增速也從2%回升至2.1%。而4季度以來升至月均21.1萬，剛剛公布的11月新增非農就業大幅上升至26.6萬，意味着4季度美國經濟或有望繼續改善。

全球製造業改善。近期有起色的不僅是美國經濟，全球主要國家的製造業都有改善的跡象。19年11月，摩根大通全球製造業PMI指數升至50.3的榮枯線之上（見附圖），同時也創下了19年5月以來的新高。

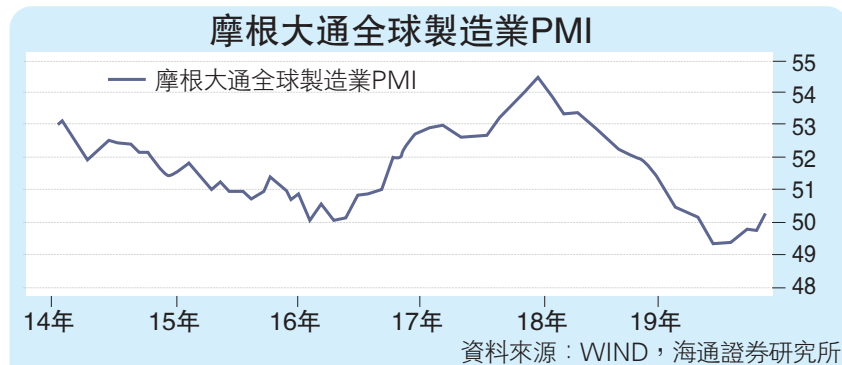
二、貿易摩擦影響緩和

貿易下滑拖累經濟。導致本輪全球經濟下滑的一個重要原因是全球貿易的萎縮。中美貿易摩擦的爆發使全球貿易受到了巨大的衝擊。我們統計了美國、中國、歐盟和日本這四大經濟體的出口總額，在18年1季度時4大經濟體的出口增速依然高達15.8%，但到了19年2季度就大幅降至-3.2%。作為全球經濟的金絲雀的韓國，受到貿易摩擦的影響，其出口增速從18年初以來持續下滑，18年初的出口增速高達22.3%，而到19年10月已經降至-14.8%。

貿易摩擦影響緩和。到目前為止，貿易摩擦發生在中美之間，而且是以美方增加關稅為主。按照美國對華貿易統計，今年前10個月美國從中國進口商品總額3821億美元，同比下降15%，由此推算今年美國從中國進口商品總額將降至4500億美元左右，美方能加稅的籌碼將進一步減少。估算美國明年能從中國產品上徵收的關稅總額將降至900億美元左右。

此外，在10月份國務院副總理劉鶴訪美之後，雙方開始考慮先達成第一階段貿易協定。在11月26日中美雙方最新一次通話中，雙方就解決彼此核心關切問題進行了討論，就解決好相關問題取得共識，同意就第一階段協議磋商剩餘事項保持溝通。如果中美雙方達成短期協定，暫緩徵收新的關稅，意味着貿易摩擦的影響將進一步下降。

從中美歐日四大經濟體的總出口增速來觀察，今年3季度的降幅



已經從此前的3.2%縮窄至2.2%，這也從側面印證貿易摩擦對全球經濟的影響正在逐步緩和。

三、寬鬆貨幣改善融資

貨幣緊縮經濟下滑。18年初以來全球經濟下滑的另一個重要原因在於貨幣緊縮。美國是全球第一大經濟體，美聯儲上一輪加息始於15年年末，聯邦基金利率從0%開始持續上升，美國的銀行貸款利率直接掛鈎基準利率，其最優惠貸款利率也從最低的3.25%逐漸升至5.5%。而在中國，由於17年開始的金融去槓桿，也在17和18年推高了國內利率水準。而進入18年以後，雖然國債利率高位回落，但和經濟關係最為密切的貸款利率依然在持續回升，銀行一般貸款利率從17年末的5.8%升至18年3季度的6.2%。同期的社會融資餘額增速從13.5%降至10%左右，信用緊縮導致了經濟的持續下滑。

寬鬆貨幣改善融資。進入19年以來，由於經濟下行的壓力體現，主要國家的貨幣政策開始發生變化，轉向寬鬆。政策最先發生變化的是中國，從去槓桿轉向穩槓桿，意味從實際偏緊貨幣政策轉向穩健中性貨幣政策。中國央行在8月份以後啟動LPR改革，預計4季度貸款利率有望繼續回落。從中國社融總量增速3季度以來再度走弱，但截至10月的增速仍有10.7%，高於去年末的9.9%，意味着信用擴張相比去年仍有改善。美國的貨幣政策也在今年7月末正式轉向寬鬆。

四、企業設備投資將回升

投資拖累經濟下滑。貿易摩擦與信用緊縮影響企業投資信心，過去一年多全球經濟減速，主要體現為投資減速。以美國為例，其GDP增速從17年4季度的3.5%降至今年3季度的2.1%，投資的貢獻率從0.8%降至0%，貢獻了很大一部分的經濟減速。歐盟28國GDP環比增速從17年4季度的3%降至1.2%，投資貢獻率從1%降至-0.8%，經濟減

速幾乎全部來自投資。中國GDP增速從17年4季度的6.7%降至目前的6%，投資的貢獻率由1.9%降至1.3%，經濟的減速也幾乎全部來自投資下滑。如果未來貿易摩擦的影響減弱，加上貨幣寬鬆之後信用重新開始擴張，那麼投資增速的回升應是大概率事件。

庫存周期有望重啟。首先，最有希望回升的是庫存投資。目前，美日歐等各國的庫存投資都位於低位水準。在今年3季度，美國存貨對GDP增速的貢獻率為0.2%，歐盟28國為-1%，日本為-1.2%。其中歐盟和日本都是連續兩個季度為負，而美國上個季度存貨的貢獻率也位於-0.9%的低位。

中國雖然沒有公布GDP中存貨投資的數據，但是工業企業存貨數據印證目前中國經濟的庫存水準位於歷史低位。存貨投資周期是最短的投資周期，通常也被稱為基欵周期，持續時間在2-4年左右，上行和下行周期各佔一半。本輪全球經濟的下行始於18年初，到目前為止已經持續近兩年，主要的拖累就是投資減速尤其是庫存投資減速的下行。與之相反，如果未來存貨投資周期再次啟動，意味着未來的一到兩年全球經濟將有望出現改善。

關注設備投資周期。在美國和中國，過去兩年中下滑的不僅是存貨投資，更主要是企業的設備投資。例如美國的非住宅投資貢獻GDP增速從17年末的1.1%降至今年3季度的-0.4%，而中國的製造業投資增速從17年的4.8%降至今年2.6%的歷史新低。

未來如果全球經濟出現改善，加上5G等新技術的大規模運用在即，那麼不排除企業的設備投資也有望出現回升，而設備投資周期又被稱為朱格拉周期，其持續時間遠高於存貨周期。

綜合看，我們認為全球經濟在經過兩年下滑後，由於貿易摩擦影響減弱，加上貨幣寬鬆改善融資，未來庫存周期有望從低位重啟，從而支撐全球經濟在未來一到兩年短期改善，而本輪經濟回升的時間則取決於設備投資能否啟動。

智慧航運助港鞏固行業地位

香港青年創新創業協會理事 趙陽



近年來，香港一直致力於進一步鞏固全球航運中心地位，特別是今年，香港政府和本港航運協會等專業機構，更是清醒地認識到：鞏固全球航運中心地位，智慧航運發展必須快馬加鞭，否則必將是逆水行舟、不進則退。智慧航運是覆蓋廣泛的系統化工程，涵蓋多個維度，包括智慧船舶、智慧港口、智慧航行保障、智慧航行服務和智慧監管等。建設智慧航運需要技術突破和體系支撐，需要政府、企業以及科研機構、行業協會共同推動，逐步建立完善的智慧航運體系，從而推進智慧航運健康發展，讓航運更加安全、便捷、高效和環保。筆者認為，這其中，為跨界融合創造條件、加速跨界融合，是實現智慧航運突破的關鍵。

現階段，催生航運業智慧化發展有四面內生動力：一是技術驅動。數位化集成技術的不斷發展，新興技術與船舶、港航業務的融合嫁接與應用深化，加快了航運數位生態的形成。二是政策推動。放眼全球，航運產業國家政府和海事機構均在智慧航運發展方面積極作為，通過產業政策和規範標準大力引導。三是資本助力。據國際航運協會上半年的統計資料，近五年來約30億美元投向航運科技，催生了一批航運創新企業和航運智慧化技術研究應用。四是企業所需。包括香港本地航運企業在內的世界大型航運企業主動作為，積極尋求創新轉型發展，順應客戶對運輸高效性、安全性、透明性訴求的持續提升。

正是這些因素的共同作用，促進了航運業智慧化發展，而這也正是香港進一步鞏固航運中心地位所必須用好的四方面因素。香港必須從產業政策、管理標準、技術開發等方面，主導制定標準、輸出標準和行業規則，才能在新的全球航運布局中，做強做大航運中心地位。

新技術應用要與行業特點、業務痛點深度應用，才能有更大、更快的突破。特別是跨界融合、跨界創新，更是要從實踐中來、到實踐中去，牢牢抓住企業所需這個關鍵。航運業具有服務環節多、涉及業務廣、生態鏈長、競爭激烈等特點，例如智慧化技術與船舶建造和運營相融合催生的智慧船舶，與航運經營相融合的智慧集貨、與港口運作相融合的智慧港口等。將人工智慧與生產經營相融合，既是企業的內生需求，也有來自市場的

技術應用空間廣闊

本港航運企業有着先天的體量優勢，在海運貿易、船隊規模、港口輸送量、船舶建造等方面都有着獨厚的規模優勢，為新興技術落地提供了廣闊的應用空間。當然也應看到，航運智慧化發展也面臨着市場競爭激烈、資本投入高、規範標準未完善、科技人才缺乏等方面的挑戰與制約。這是在下一步發展中，政府有關部門和科研機構要着力解決的。此外，在集聚資料方面，智慧化發展需要大量的資料作為基礎，加快數位化步伐，加快資料聚合和積累，各有關方要保持開放心態，推進資料互通和資訊共用，集中力量尋求核心技術上的突破，帶動智慧化應用全面發展。

綜觀全球航運企業，目前大部分正在進行業務數位化和業務線上化的實踐，尚處於資料積累階段。中國航運協會最近一組分析數據顯示，全球航運企業對智慧航運的主要關注點在兩個大的方面：一是精準船管、節降成本；二是智慧經營、提質增效。這應該成為智慧航運的發展着力點。

比如，探索智慧化的船舶精準管理。以實船研究應用為基礎，構建船舶智慧感知能力、實船試點智慧運維系統，研發智慧能效應用，開展船岸大資料分析、致力提升船舶全生命周期的安全和精確管理，如果能將「工業4.0」的核心技術體系CPS引入應用到船舶與航運領域，可以對本領域的智慧化創新突破帶來積極影響。

又如，可以進一步加大船端智慧化研究，創新使用多項物聯網、視覺化技術，在岸端研發建成了船岸一體的視覺化智慧運營管理平台，通過全面感知、廣泛互聯，層層深入開展岸基對遠洋船舶航行的數位化模擬，使航運企業能對萬里之外全球航行的船隊開展即時可視的遠程監測和安全預警，協同船岸力量，時時把握船舶運營，實現更加安全高效的船隊管控。



▲本港航運業有着先天的體量優勢，為新技術落地提供廣闊的空間

新按揭壓力測試如何放寬？

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



談樓說貸

按揭計劃修訂後，不少人關注當中提及有關壓力測試的放寬，根據按揭新修訂，首次置業人士如未能符合壓力測試，仍可申請高達八成或九成按揭。那是不是意味按揭申請人已毋須進行壓力測試？答案不是。銀行基本上仍然會為按揭申請人進行供款壓力測試，以現有按息假設加3厘計算供款佔入息比率，若申請人未能通過壓力測試，原則上申請人最少仍須符合每月供款佔入息比率不低於50%，保費亦需按風險評估而調高。

以買入800萬單位申請九成按揭（保費加借入按揭額）、30年期計算，若需通過壓力測試，月入不可少於約7.1541萬元，由於是超於八成之按揭，申請人需為首置及固定收入人士；若果未能通過壓力測試，以供款佔入息不低於50%以及保費調高約10%計，最低月入便降至約6萬元，那是否等於月入達此水平便獲銀行批出按揭？這不是必然的。目前來說，對於未

能符合壓力測試的審批模式，銀行沒有完全一致準則，審批方式或有分別；暫且有個別銀行要求未通過壓力測試申請人必須為固定收入人士，不論其申請按揭成數是否在八成以上，但亦有銀行只要求按揭成數超於八成之申請人須為固定收入人士。

據了解，若果只是輕微超出壓力測試下之供款佔入息比率要求，獲批按揭機會仍然較大，例如最近有實際個案之有關比率是62%，輕微超出原定要求之60%，獲銀行批出九成按揭，保費額外上調10%。故此，有銀行在內部指引上亦提出，若壓力測試下之供款佔入息比率已超出65%，即使基本供款佔入息比率不低於50%，仍需再作個別評估。

在新按揭推出後，有專家提出，既然按揭在壓力測試方面放寬，那麼，若果申請六成按揭未能通過壓力測試，是否可透過申請新按揭而避過壓力測試？例如多借些少申請61%按揭？此方法實際上行不通。根據按揭要求，即使申請人未能通過壓力測試，但對於非按揭範圍按揭額如800萬之六成按揭部分，仍需通過壓力測試。