►明後年內需必將成為中國經濟增長的關鍵因素。

抵禦外圍衰退 提振內需不宜遲

鑒於全球通脹高燒不退、貨幣政策大幅收緊和地緣衝突惡化，未來發達國家經濟可能逐步陷入衰退，外需增長將明顯放緩甚至收縮。中國出口與全球貿易量的相關系數達70%。今年三季度以來，中國出口增速已經明顯下行。正因為如此，明後年內需必將成為中國經濟增長的關鍵因素。

評經議濟　連平
植信投資研究院院長
兼首席經濟學家

在10月26日舉行的國務院常務會議上，部署落實了穩經濟一攬子政策和接續措施，目標針對有效需求不足，進一步推出相關政策舉措，以有效釋放內需。此舉將對下一階段投資和消費發揮進一步的積極作用，促進經濟增長持續回升。

基建投資多管齊下

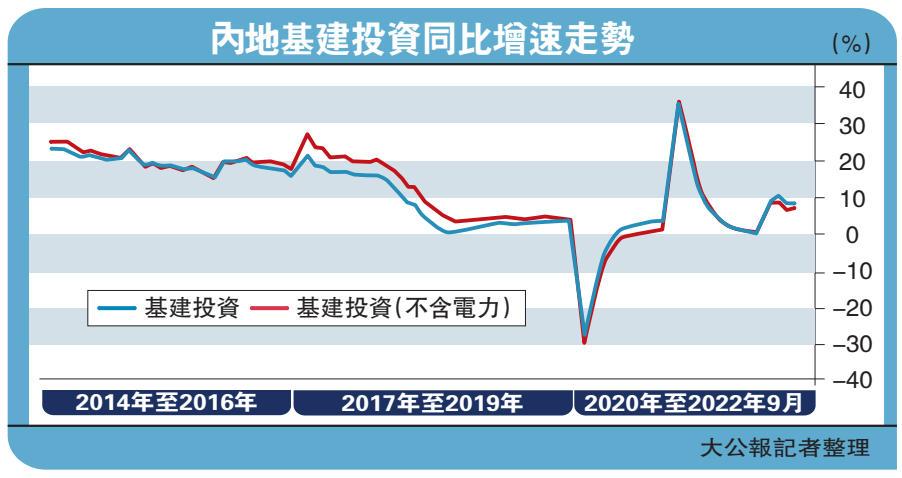
當前，投資扮演着十分重要的推動內需的角色。2022年以來，基建投資和製造業投資雙管齊下、有力地推動了經濟企穩回升。今年前三個季度，固定資產投資同比增長5.9%，比二季度加快1.5個百分點。當季資本形成總額拉動GDP增長0.8個百分點。其中，基建投資和製造業投資分別增長8.6%和10.1%，明顯快於固定資產投資和經濟增長速度，成為三季度GDP快速回升的兩大主要動力。

基建投資對於經濟增長的貢獻主要體現在托底和有效帶動其他經濟領域兩個方面。今年前三個季度，基建投資增長8.6%，大約拉動GDP增長0.3個百分點，托底作用明顯。在中國三大投資領域中，由於基建投資主要是由各級政府主導，因此具有很強的宏觀調控效應，相比較於房地產和製造業投資，更能發揮穩定經濟增長的「壓艙石」作用。同時，基建投資對於製造業投資、工業生產，以及消費和進出口具有帶動和牽引作用。基建投資不僅與製造業投資有一定相關性，還能拉動工業生產和促進消費增長，並帶動出口轉型升級。

四季度，在項目建設穩步推進、財政持續發力、項目儲備較為充足和低基數等因素的共同推動下，基建投資增速仍將保持平穩較快增長。高頻數據顯示，全國基建項目建設正在密鑼緊鼓地進行。根據部署，10月底前，5000多億元（人民幣，下同）專項債地方結存限額將發行完畢，同時用於支持基建投資總規模達6000億元的政策性開發性金融支持工具，以及8000億元政策性銀行新增信貸額度也在迅速落地。此外，預計年底提前下達的2023年新增專項債額度在1.4萬億元至1.8萬億元之間。大量社會資金也通過銀團貸款、PPP（公私合營）模式、購買地方政府專項債、基礎設施REITs等多種方式支持重大項目建設。

充沛的財政資金和社會資本為基建投資的持續發力提供了有力保障，四季度約有1.5萬億基建項目將密集上馬。國務院明確要求用「放管服」改革等辦法提高審批效率，同時允許基建項目可先開工後補手續，進一步加快了項目的推進落實進度，筆者預計今年基建投資累計增長10%左右。

國務院常務會議要求，財政金融政策工具支持重大項目建設和設備更新改造，要在四季度形成更多的實物工作量，十分明確地突出了基建投資和製造業投資兩個重點，有助於已經出台的相關政策加快步伐落地並高效運轉，更好地推進資本形成總額進一步回升。通過固定資產投資加快步伐，牽引工業生產和居民消費，促進內需加快釋放。在房地產投資逐步築底企穩的同時，有理由相信四季度投資增長會進一步回升。



深入挖掘消費潛力

目前來看，消費仍是最大的挑戰。隨着疫情反覆，消費的修復進程也隨之波動。9月，社會消費品零售同比增速再度放緩至2.5%，環比增長0.43%。三季度，社會消費品零售總額增長3.5%，二季度為下降4.6%。考慮到社消零售是名義值，扣除CPI，消費實際增長水平很低。

10月疫情呈現出全國多地爆發、管控措施趨嚴的趨勢。截至10月25日，中高風險區約佔GDP的20%，仍處於較高水平。從10月下半月開始，疫情有所緩解。疫情反彈對餐飲消費衝擊較大，10月前三周的百城交通擁堵指數和地鐵出行人數分別同比下降8%和19%，降幅較9月進一步擴大。國慶黃金周消費整體疲軟，其間全國旅遊接待人數和旅遊收入僅為2019年同期水平的60.7%和44.2%，旅遊收入的相對水平與2022年五一假期大體相當。截至10月24日，全國票房突破20億元，預計整個10月票房僅為去年的三分之一。

目前有三個積極因素仍然對社零（社會消費品零售額）有支撐：一是汽車銷售延續較強態勢，預計10月乘用車零售同比增長11.4%左右；二是地產銷售季節性回暖，全國32個重點城市中有23城新房銷售面積環比轉正；三是全國促消費月活動開啟，消費券對消費拉動作用顯著。根據相關測算，政府每1元的消費補貼平均能夠帶動3.5元以上的新增消費，部分目的地的消費券對當地旅遊消費的整體帶動效能達到1：10以上的槓桿率。

展望四季度，傳統消費旺季的開啟，以及各地政府促消費政策的不斷實施疊加9月信貸改善，供需兩端仍將保持穩步恢復態勢；三季度就業形勢相較一、二季度出現回暖，有助於消費持續恢復。疫情反覆對服務業衝擊仍會較大，居民防禦性儲蓄慾望仍然較高，對需求端的修復會造成一定影響。綜合來看，四季度消費有望回升。下階段，促消費政策仍需從提升消費需求和繼續加大對服務性行業紓困等方面落到實處。

國務院常務會議強調促進消費增長成為經濟主要動力，並提出了一系列針對性的政策舉措。會議提出「重大項目建設、設備更新改造要注意與擴增整結合」，進一步拓寬了促進消費的視野；「擴大以工代賑以促進就業，增收入帶消費」，較直接向居民發錢的做法更有可持續性；「將中小微企業和消費類設備更新改造納入專項再貸款和財政貼息支持範圍」，使得結構性貨幣政策工具運用更有針對性。尤其是，會議就兩項最主要的耐用消費品消費發展強調了政策方向：「落實支持汽車等大宗消費和生活服務業的政策，因城施策支持剛性和改善性住房需求」，為未來汽車住房消費支持政策的進一步拓展騰出了空間。

樓市企穩尤為關鍵

未來，紓困政策在提振消費方面仍有發力空間：

一是政府可以通過承擔部分人力成本助推「穩就業」和「保收入」。對於遭受疫情衝擊較為嚴重的企業，可考慮出台臨時性的員工工資補貼政策，進一步減輕企業負擔；還可以臨時性提高最低工資和失業保障金標準。

二是從制度層面推動個人貸款寬限合理化。可以做出相關制度性安排，要求銀行對於符合條件的個人貸款寬限申請給予支持並嚴格執行，其中包括即使擁有償還能力但依然想寬限的群體，政策還可以延伸到房租寬限貸款。

三是加大居民消費需求提振的支持力度。消費券的發放範圍可進一步擴大，且發放方式可以更為多樣化。建議按照不同群體的個性化需求和收入彈性，多批次發放。

住房是最為重要的耐用消費品。助力房地產市場企穩需要在供需兩端進一步出台相關政策。筆者建議：1）引導商業銀行進一步提供穩定的居民住房信貸支持；2）引入財政貼息政策，降低首套房貸款利率：3）增加對房企銀行開發貸支持力度；4）實施定向寬鬆調整，穩妥有序增加併購貸款；5）加大力度創造寬鬆的房企非銀金融環境；6）繼續合理鬆動土拍規則。

四季度至明年，伴隨着世界經濟下行和外需收縮，內需的穩定增長越發重要。2022年以來，多項促進投資和消費的政策舉措不斷推出，2023年宏觀政策仍將保持積極和寬鬆的格局。積極財政政策仍將繼續實施，力度不會減少；在國際貨幣政策緊縮告一段落，並可能逐步轉向寬鬆的環境下，國內穩健貨幣政策逆周期調節將持續推進，降準降息的空間將大於2022年；在疫情管控政策優化和「因城施策」房地產政策持續推進下，消費和房地產運行回升趨勢將好於2022年，內需回升將成為經濟增長的穩定動力。展望明年，對中國經濟增長平穩回升應抱有理性預期和堅定信心。

內銀股的「鶴崗現象」

廟堂江湖　沈凌
德國波恩大學
經濟學博士

東北有個鶴崗，據說用杭州樓市一平米的價格可以在那買到一套房。筆者忍不住在網上搜了一下這個鶴崗，才知道這個城市地處中國地圖那個「雞頭」的位置，離俄羅斯邊境已經不遠。按照中國的行政級別來講，鶴崗還是一個地級市，所以教育醫療資源還不錯，據說當地中學每年都有孩子考入北大清華；按照人口規模來講，雖然十年之間人口流出幾十萬，但現在仍有七、八十萬的常住人口，規模在德國能排到前五名；按照自然環境來講，天藍水清、森林茂密，冬季滑雪的條件也是得天獨厚。

雖然說了這麼多的優點，但一個不容置疑的結論是：人口流失導致樓市崩塌，最好的房子也就是幾千元一平，10萬元人民幣已可在鶴崗置業安家了。

「鶴崗現象」不僅存在於樓市，股市裏也有千年躺平的銀行股。比如港股市場的工行（01398），近期跌到3.4港元，折合人民幣約3元左右。按照其公布的淨資產數據，每股8.57元人民幣，相當該股在港股市場上三折起售。而工商銀行過去五年的平均年分紅達到了0.26元，按照現在的股價去衡量的話，相當於每年股息率8.66%。就算拿着不動等分紅，似乎也可以保值養老了。

資產價格明顯低估

與鶴崗樓市一樣，銀行股面臨的現狀是：股民流失導致股價不振，長期在底部徘徊。資產價格明顯低估，投資人也不看好其未來的發展。

那麼對鶴崗當地政府來講，重要的問題就是如何振興經濟吸引年輕人就業，從而提高鶴崗的房價。對銀行股的大股東來講，重要的問題是如何吸引投資者參與，從而提高銀行股的估值。其實用更加宏觀的視野去看，與其振興經濟或提高估值，還不如想想如何有序撤退，縮小規模。

主動順應經濟轉型

鶴崗是一個資源枯竭城市，人口流出的目的地是沿海發達城市，這是資源配置的正常行為。人的流動和資本的流動一樣，都是「往高處走」的。也許一個鶴崗能夠轉型成功，但是對所有的資源枯竭城市而言，似乎有序撤退、縮小城市規模，才是理智的行為。國家層面其實可以考慮根據經濟發展的實際情況降低城市的行政級別，從而降低對公共設施建設的投資。相反，在沿海發達地區，不少鄉鎮的經濟規模、人口規模都遠遠超過了資源枯竭型城市，是不是也應該提高它們的行政級別，從而加大政府的公共開支呢？

對於股市裏面的銀行股，邏輯也是一樣的。中國的經濟增長從依賴於資本密集的重資產行業，轉向依賴技術創新的高科技行業，這是一個重大的轉型升級過程。而在這個階段需要資本市場的結構也做同樣的轉型：從以銀行貸款為主的間接融資，轉向以企業債和股票為主的直接融資。

提高分紅好處多

那麼這些國有大銀行，是不是應該主動去適應呢？過去只拿出每年利潤的三分之一來分紅，其餘都重新投入到擴大再生產中去了；現在能不能增加分紅比例，比如拿出三分之二來回報股東呢？這樣的話，以工商銀行為例，股息率一下子可以提高一倍，在穩定業務的同時，作為高股息公司，還能吸引到一些風險厭惡型的資本，改善一下現在過低的估值。何樂而不為？進一步來說，如果銀行股可以回購股票，那麼改善估值的效果會更加明顯。而國有股份公司的大比例分紅，使得政府增加收入用作改善民生或者作為其他高科技產業基金的種子基金，有利於整體宏觀經濟的發展。

◀工行近期在港股跌到3.4港元，約為人民幣3元。按照其淨資產數據，每股8.57元人民幣，相當該股在港股市場上三折起售。

本港樓市跌浪料近尾聲

樓市新態　廖偉強
利嘉閣地產總裁

猶記得1997年亞洲金融風暴之後，香港經濟受到嚴重衝擊，樓價輾轉下跌七成，很多業主都淪為負資產一族，當中因素除了經濟不景之外，更重要的是很多用家及投資者都透過高成數按揭去買樓。

樓價跌幅超過按揭金額，加上失業率飆升，做生意的又面對嚴峻困境，兼且當年銀行按揭利率相當高，業主資不抵債，賣樓須「抬錢」到銀行贖契，無能力的業主只能破產，彼時申請破產的數目超過10萬宗。

自從2018年開始，香港經歷多重衝擊，由中美貿易戰、修例風波，以至新冠疫情，香港人所面對的困難，比全球其他地區都要多；而今次香港樓價下跌，除了有疫情、通脹及加息的影響之外，還有內地及香港長期不能通關等因素。

樓價由高位回落至今已有12%，雖然很多人預計樓價會進一步大幅下跌，但筆者不以為然，原因很簡單，今次樓價下跌不像1997年後的跌市。當年因為有很多炒家入市，用家亦有很多借貸過度，炒家不計成本心急出貨，形成市場的骨牌效應，大家互相踐踏，引發樓市災難式下跌。今次樓價下跌有所不同，銀行借貸比例偏低，而且有六成以上的業主已供滿按揭，沒有嚴重的負資產壓力。

現時疫情不斷變種，雖然傳播更加快速，但是病毒殺傷力稀釋，很多國家或地區的民生及經濟活動都恢復正常，相信香港離此亦不遠矣。

息口方面，雖然香港跟隨美國加息，但相比起歐美國家的「暴力加息」，香港的加幅十分溫和，不會對供樓業主構成很大壓力，故影響樓價亦有限。至於移民方面，相信目前已達高峰期，之後慢慢會穩定，只是短暫影響樓價。

筆者認為，特首李家超上任以來的首份施政報告，挾着搶企業、搶人才、加快土地供應等積極的因素，樓市將會漸趨穩定，樓價下跌的幅度亦會減慢，相信今次樓價距離跌浪的尾聲已不遠矣。

◀筆者認為，今次樓價下跌與以往不同，銀行借貸比例偏低，及有六成以上的業主已供滿按揭，沒有嚴重的負資產壓力。