

內地與海外黃金溢價料維持



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

近期人民幣黃金價格持續上漲，且與考慮匯兌損益之後的美元黃金價格之間存在溢價，其表面原因是，內地機構的黃金投資需求和居民的黃金消費需求共同驅動了人民幣金價上漲，但存在溢價的根本原因在於，進口限制導致的套利失靈。往後看，內外黃金市場的溢價可能維持。

8月至今，人民幣標價的黃金走出了一輪上漲行情（上海金價累計上漲3.7%）。上海黃金現貨價格創下歷史新高，一度突破每克470元（人民幣，下同），但同一時間內倫敦金現價卻在1880至1950美元一盎司區間內拉鋸（累計下跌2.0%），即使考慮到匯率損益（美元兌人民幣上漲2.1%），滙金與倫敦金走勢也出現了明顯的背離。

人民幣金價走強的直觀因素是匯率貶值預期刺激了機構投資需求和居民消費需求。今年4月以來人民幣快速走貶，離岸市場價一度跌破7.3，突破了匯率箱體運行的上限。中國人民銀行使用調節逆周期因子、下調外匯準備金率等方式來穩定人民幣匯率。在貶值預期尚未扭轉時，增持黃金來對沖潛在的貶值風險就成為投資者的一個選擇。

除機構投資需求提升以外，隨着十一假期臨近、金價上漲等因素，居民消費購金的需求也在穩步上行，8月金銀珠寶類零售總額為283億元，環比上漲29.8%，超過了過去5年均值7.8個百分點。

從數據上看，在大部分歷史時點，倫敦金價格和經過匯率調整後的滙金價格接近，說明黃金的市場定價是非常有效的。但這一次，兩者之間存在約5%的溢價。目前黃金市場隱含的人民幣兌美元匯率水平是7.6至7.7，遠高於當前

離岸人民幣兌美元匯率水平的7.3左右。

理論上通過增加現貨黃金的進口可抹平套利空間。但根據人行和海關總署頒布的《黃金及黃金製品進出口管理辦法》第三條，進口黃金需提供央行簽發的《中國人民銀行黃金及黃金製品進出口准許證》，換言之黃金進口受到管制。在人民幣快速貶值，匯率接近箱體運行上限時，人行可能會控制黃金的進口配額，避免資金借道黃金流出，加劇貶值壓力。因此內外金價溢價無法彌合，體現為隱含匯率與實際匯率的持續偏離。

匯率企穩有望彌合價差

今年上半年，中國黃金消費量554.9噸，同比增長16.37%。但同期黃金產量僅為178.6噸，同比增長2.24%，消費量是產量的近3.1倍，這中間的溢價就必須由進口黃金補齊。但今年實物黃金的進口量，7月內地從香港淨進口黃金量為25.769噸，低於6月份的34.648噸；從香港進口的黃金總量較6月下降21%至30.239噸，淨進口量較6月下降約26%。

進口受限造成內外黃金價格持續背離，體現為滙金相比倫敦金出現明顯溢價。溢價的彌合有兩種可能：一是放鬆黃金進口的限額，從當前情況看，如果匯率貶值預期仍然存在，放鬆黃金的進口限制後購買美元的需求會上升，美元金價上漲。二是貶值預期開始扭轉，本輪投資者購金的需求很大一部分是由貶值預期驅動的，後續如果匯率預期企穩，投資者的購金需求回落，人民幣金價回落。

筆者認為，內外黃金市場的溢價可能會維持，進口限額的實質放鬆可能要等到匯率預期企穩之後。隨着內地經濟基本面企穩逐漸明確，前期人民幣貶值的壓力開始放緩，匯率預期企穩後，投資者購金避險需求下滑，疊加進口限額放鬆，從而彌合黃金價差。



經歷了長達半年的去庫存後，很多製造業的產能庫存處於相對低位。

當前經濟出現企穩跡象，中國仍有不少積極因素，更有充足的政策空間。通過擴大中央政府預算類赤字、增加對社會保障體系和社會福利的投資、出台更加明確有力的化債方案、對還有生產力提升空間的部門進行改革，以及允許企業恢復國內國外上市等措施，走出「低物價—低增長」循環。

中國穩增長政策工具充足



經濟把脈 邢自強

摩根士丹利中國首席經濟學家

當前，海外對中國經濟的態度是謹慎甚至悲觀的，這超越了單純的周期性月度數據的因素，更多的是對於中長期內，中國在面臨債務、人口、通縮和逆全球化等挑戰的背景，能否持續增長，跨越中等收入陷阱的擔憂。8月的經濟活動似乎出現了企穩逐漸回升的跡象，但市場對中長期問題仍有擔憂。

從中國自身成功經驗，與海外正反兩方面教訓來看，需要出台更加及時有力的一攬子宏觀寬鬆政策，特別是財政和貨幣的協調寬鬆，實現增長和物價的回升，才能營造出有利於調整經濟結構，防範金融風險的環境，打破「債務—通縮」負反饋的循環。

增長潛力仍然巨大

具體而言，8月的經濟指標有兩個亮點：一是消費層面，出行類的消費恢復勢頭強勁，外出旅行和餐飲的表現都很不錯；二是在經歷了長達半年的去庫存後，很多製造業的產能庫存處於相對低位，甚至可能出現小幅再庫存的局面，疊加政策支持，短期工業生產將有所支撐。

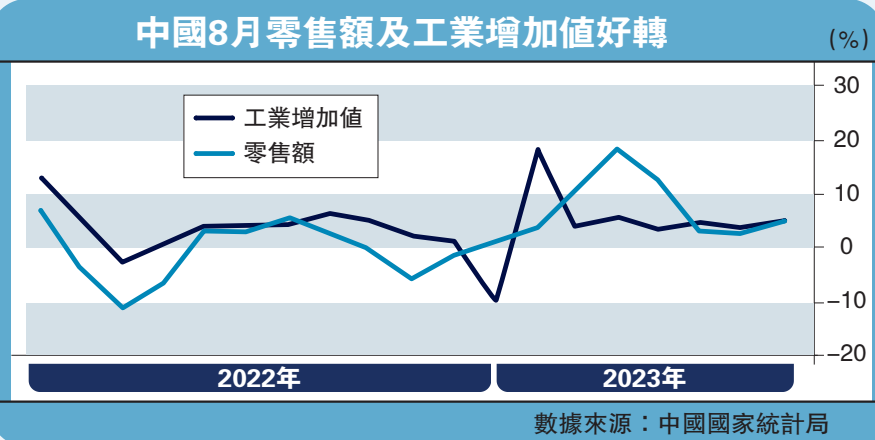
在中央財政繼續加大發行地方政府專項債的基礎上，9、10月經濟或將繼續企穩。筆者預計四季度經濟增速好於三季度，從谷底中逐步走出。與此同時，人們對於債務、人口、逆全球化等中長期挑戰對於經濟增長潛力影響的擔憂仍在。比如，當前中國房地產依然處在深度去槓桿的過程中，對經濟的影響程度可能還會加深，既拖累投資，也會波及到居民消費。在此過程中，海外經驗教訓表明，如何不採用協調的財政和貨幣寬鬆政策，有可能出現名義GDP增速的降幅，更甚於債務增速降幅，導致越想去槓桿，槓桿率（債務/名義GDP）反而越高。

美國在1930年代的大蕭條期間，以及日本在1990年代的通縮期間都曾沒有過類似教訓，即在去槓桿的過程中沒有及時通過寬鬆貨幣和財政政策營造良好的宏觀環境，利率明顯高於經濟增速。當時美日分別剛經歷過泡沫經濟，出於對一旦放鬆政策會造成資源錯配的擔憂，其決策層極為謹慎，不願採取大規模的寬鬆政策。但從結果來看，這反而使得他們陷入低通脹、低增長的循環，最終走出這個循環的代價更大。美國出現了大蕭條，日本則陷入了長達20年的通縮。

相比之下，吸取經驗教訓，中國有充分的政策選項可以避免陷入類似日本1990年代的資產負債表衰退或者通縮。與海外相比，中國仍有不少積極因素，更有充足的政策空間。

(一) 中國潛在增長空間更大

當前中國人均收入為1.27萬美元左右，過去30年中國一直在縮小與美國的收入差距，但今年差距略有拉大，源於中國名義GDP增速慢於美國，疊加匯率因素。這顯示出，中國還有巨大的追趕空間，生產率可以進一步提升。相比之下，日本在1990年的人均收入已達到2.84萬美元，甚至高於當時的美國收入，其生產率的提



升空間已經衰微。

(二) 房地產去槓桿之前，中國資產價格累計漲幅較小

很多海外研究認為，中國與1990年的日本一樣，房地產也有較大泡沫。但從資產價格的漲幅來說，中國和日本還是有較大差別。在1980年代，日本的企業部門利用槓桿大量購買土地和房產，導致地價持續上漲。到1990年，日本的土地價值已經是GDP的五、六倍了。日本資本市場也是如此，東京證券交易所的股票市值佔GDP比重從1982年的34%上升到1989年的142%。作為對比，在本輪房地產去槓桿之前，中國房地產和股票價格的漲幅都比較小，房地產價值佔GDP的比重在260%左右，股票佔GDP比67%。中國資產價格並未如日本當時一樣極端。

(三) 中國的政策空間充足

目前，中國的政策空間仍然較大，特別是中央財政和貨幣政策的協調寬鬆方面大有作為。十五年前，中國和美國中央政府債務佔GDP的比重相近，均為20%左右，而十五年後的今天，美國政府債務率接近100%，中國還是20%，中國有着非常良性的中央政府債務水平。自去年底調整疫情政策以來，海外貨幣政策率先放鬆，通過降息降準鼓勵放貸；但財政政策相對而言引而不發，根據筆者計算，廣義財政政策上半年收縮了4個百分點。因此，如果能夠真正加大財政政策力度，與貨幣政策協調寬鬆，將會對支持經濟復甦、走出低增長、低通脹的循環，起到重大作用。

深化改革提振信心

根據上述中國自身優勢因素，和海外美日等正面經驗，筆者總結了重啟市場信心，打破經濟悲觀預期的政策五部曲：再通脹、再平衡、重組、改革、重振民企信心。

(一) 再通脹

中央政府財政政策發力，為一些超大城市的城中村改造、保障型住房建設、綠色基建等提供支持。擴大中央政府預算類赤字，擴大地方專項債規模，使用准財政手段比如PSL（補充抵押貸款）等工具，有助於幫助中國走出低物價水平的泥潭。

(二) 再平衡

決策層可能會擔憂採取一輪刺激政策將導致資源錯配，出現產能過剩、槓桿過高的局面，造成「後遺症」。再平衡是本輪財政寬鬆政策與以往的不同之處。西方國家通常採取的是對消費者的直接刺激，比如給老百姓發錢發券。對於中國來說，如果這種措施較難施行，至少可以增加對社會保障體系和社會福利的投資，比如對家庭教育、醫療、養老和失業保

險福利的投入，以及福利覆蓋農民工群體成為新市民，享受到和市民一樣的戶口福利，從而減少老百姓的後顧之憂，增加消費傾向。這種再平衡措施既可以減少對於刺激轉化為將來的無效投資的擔憂，又針對信心最薄弱的居民部門提供了消費支持。

(三) 重組

當前中國面臨的債務問題，一是房地產，二是與此相關的地方隱性債。中央政府提出要出一攬子化債方案，短期內用流動性工具減輕地方政府還款付息的流動性層面的壓力。未來可能需要出台更加明確有力的化債方案，比如中央和地方政府進行債務置換；通過國有資產改革來增加地方政府的國有資產收益，增加國企分紅和股權轉移，對地方融資平台注入資產，匹配其負債等；銀行對地方隱性貸款出表延期等安排。

(四) 改革

對還有生產力提升空間的部門進行改革，比如引入以市場為導向的國企激勵機制，改善公司治理，進一步提高國有部門的生產效率。

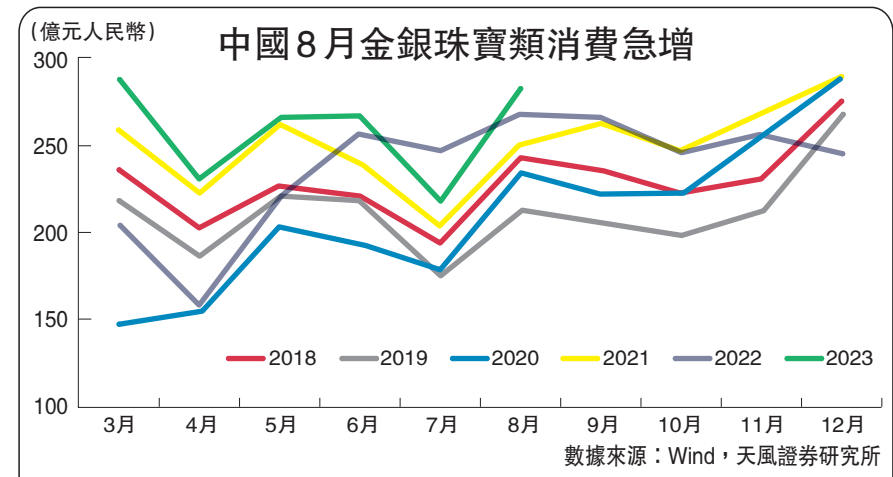
(五) 重振民企的信心

在提振民企信心方面，今年已經出台了許多政策方案，但如果能夠出台一些更加標桿性的舉措，比如向部分企業發放其等待已久的牌照，允許企業恢復國內國外上市等，將進一步重振民企信心。

總體來說，8月的數據顯示短期經濟正在築底，有企穩回升的跡象，但對於中長期的債務、人口、逆全球化等問題，還需要更有力的政策協調來打破負反饋循環。與日本不同，中國當前具有更大的增長空間和政策工具選項，市場期盼這些政策空間得到落地使用。

最後落腳到活躍資本市場，重振投資者信心，這是決策層非常重要的表態。資本市場是經濟信心的晴雨表，與經濟預期密切相關。二季度以來，外資對中國資本市場的信心不足，因為投資者看重的主要是名義GDP的增長，即經濟增速加通貨膨脹率。今年一直有關於通縮風險的討論，一旦物價不漲了，名義GDP增速就會偏低，拖累了投資預期回報。

今年美國名義GDP增長預計5.7%，日本預計6%，印度接近10%。由於中國PPI為負，CPI接近0，GDP平減指數處於通縮區間，導致名義GDP增長當僅為3%多，這是幾十年來中國名義GDP增速首次低於美國、日本和印度。但如果我們及時有力採取協調寬鬆和改革的五部曲，走出低物價—低增長循環，筆者預計中國的名義GDP有望在未來兩到三年回升到5%左右，市場預期也會逐漸轉好。



啟德地價重返十年前



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

樓市持續整固，發展商買地心態亦變得相當審慎。近年特區政府批出的地價，幾乎一幅平過一幅，部分地區的地價更重返十年前的水平，新近位置聯同中海、鷹君、華置合組的財團，以53.6億元投得啟德2A區的地皮，樓面地價低見5392元，有關的地價創自2014年2月以來，啟德區地價的新低，目前的地價已幾近重返十年前的水平。

值得注意的是，如果對比於長實於去年12月底，以87.03億元投得的啟德2A區毗鄰的地皮，九個月前每呎地價仍然達6138元，最新的地價已下跌12%，由於兩幅地皮的條件相當接近，地價應該是相當接近。換言之，發展商普遍的出價均較去年底調低一至兩成，反映發展商對後市相當審慎。

至於地價是否重返十年前的水平，當然必須按地皮的條件作仔細分析，十年前的啟德交通尚未完善，沙中線仍未開通，啟德站根本未存在，十年前的地

價自然低得有道理。但十年後的今日，沙中線已經開通，加上地皮亦鄰近已啟用的宋皇臺站，交通比十年前便利，奈何十年過後，今日的啟德基建尚未完善，體育園區未完成，興建地下街的責任亦交由中標的財團負責。

古語有云：「巧婦難為無米之炊」，意思是即使非常靈巧的人，做事缺乏必要條件，也難以完成。換言之，就算有上乘的廚藝，沒有足夠食材亦難以煮成一餐豐富的美食。回顧十年前後啟德區的發展與規劃，區域規劃確實相對較慢，即使鐵路網絡完成，但部分基建規劃卻花上十年仍未完成。

無可否認，過去特區政府大多先平整地皮才推出發售，但今時今日特區政府不少售賣的土地均有一定的附加條件，以剛出售的啟德地皮為例，中標財團需興建多項設施，包括負責興建長者鄰舍中心、殘疾人士地區支援中心等項目設施的樓面，亦需負責地盤外東面修建一處公眾休憩用地，及負責興建地下購物街、多段24小時開放的公眾通道及連接地盤與地下街、龍津石橋保育長廊及毗鄰發展項目等。一幅如此多附帶條件的土地，發展商出價自然較審慎。



啟德地價拾級而下，現時差不多重返十年前的水平。