

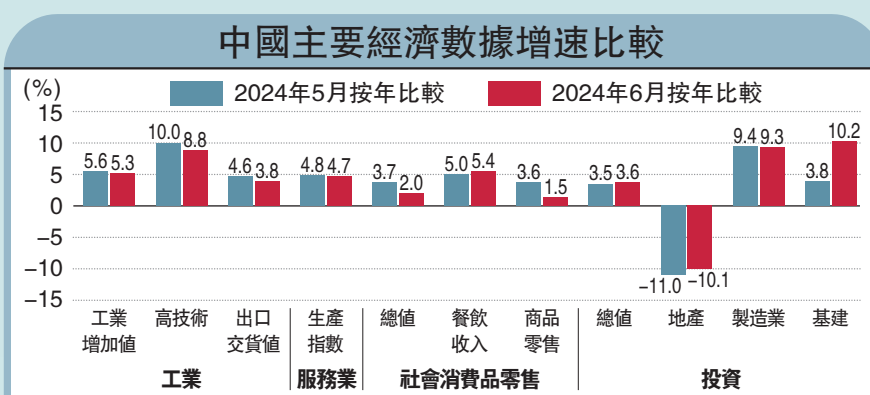


▲在發達國家的「再工業化」與發展中國家的「工業化」進程共振下，中國外需出口平穩向好。

國家統計局周一公布了2024年上半年增長數據。第二季中國實際GDP增長4.7%，上半年GDP交出5.0%成績單。筆者重點分析第二季實際GDP和物價的支撐和拖累因素，以此為基礎展望第三季中國經濟與政策趨向。

# 經濟穩健 今季內地GDP料增5%

政經透視 鍾正生  
平安證券 首席經濟學家



入均與名義GDP增速掛鉤，名義GDP增速繼續回落，意味著經濟的「體感」未有改善。

2024年第二季中國GDP平減指數為-0.7%，連續五個季度負增長。分產業觀察GDP平減指數變化的驅動力量：

一方面，第三產業GDP平減指數低迷，或主要受房價拖累。2024年第二季，第三產業GDP平減指數跌幅擴大0.1個百分點至-0.2%。進一步地，第三產業的價格拖累或集中於房地產產業。以走勢相似的70大中城市住宅價格指數來看，第二季房地產行業GDP平減指數或較第一季再回落2個百分點，對GDP平減指數的拖累約0.12個百分點。

另一方面，第二產業是本輪GDP平減指數回升的主要推動力量，但其變化由低基數和輸入性因素主導。2024年第二季，第二產業GDP平減指數跌幅收窄1.1個百分點至-1.4%，對GDP平減指數的拉動達到0.4個百分點。從歷史數據看，第二產業平減指數的歷史變化與工業生產者出廠價格指數（PPI）增速較為一致。

2024年第二季，PPI環比合計回落0.2個百分點。其中，國際定價的有色金屬板塊對PPI的環比拉動達0.5個百分點，內需定價的黑色建材及水電燃氣板塊對PPI的環比拖累達0.4個百分點，中下游裝備製造和消費製造板塊對PPI的環比拖累近0.3個百分點。

工業中下游行業的價格繼續探底，與其生產強於需求、投資過剩而產能利用不足的形勢密不可分。2024年6月，工業產銷率降至94.5%，為1996年以來同期最低值。2024年第二季工業企業產能利用率為74.9%，低於76%至80%的合意區間。

展望今年第三季，中國實際GDP在5%左右穩定增長的基礎在於：

投資支撐有望延續。一方面，基建投資有望邊際提速。假設地方專項債按已公布的計劃發行，國債剩餘的2.8萬億元（人民幣，下同）額度在第三和第四季均勻發行，則第三季政府債淨融資規模將達到4.1萬億元，較去年同期高1.5萬億元。

另一方面，房地產和製造業投資或可保持相對穩定。財政部於6月25日發布《關於實施設備更新貸款財政貼息政策的通知》，給予1個百分點的貼息，相關資金的落地將為製造業投資提供增量支撐。6月以來，房地產銷售已有邊際改善，助力房地產開發資金來源跌幅收窄1.7個百分點。

出口短期仍有韌性。第三季中國

出口的韌性有三點支撐：海外補庫存邏輯延續、出口「價」的回升，以及美國大選前「搶出口」的可能性。拆分為量、價、匯因素，今年上半年出口較快增長主要體現為數量因素的拉動，是「實實在在」的增長，而出口價格的下降、人民幣兌美元的貶值，都對美元計價的出口金額增速產生拖累。考慮到今年以來國際大宗商品價格增速反彈，尚未充分反映在出口價格中，預計其對出口價格的推升效應在11月之前逐步體現。

經濟增長的「彈性」則取決於消費能否企穩。當前消費的「堵點」在於居民就業和收入的增長，但二者是短期難以改善的慢變量。短期內消費的「破局點」或在公共消費的提升，以及促消費政策的優化調整。

一方面，政府消費的影響不容忽視，既因其直接佔比較高（2023年政府消費在最終消費中的佔比為29.7%），又因其對私人消費有着「擠入作用」。然而，上半年公共財政收入承壓，前5個月對教育、衛生健康、社會保障和就業等民生領域的投入僅同比增長0.6%，對最終消費形成拖累。

另一方面，汽車以舊換新政策有待優化和調整。據乘聯會統計，上半年國內乘用車累計零售982.8萬輛，按年增長3%，主要受第一季拉動，而4月、5月、6月汽車銷量按年分別下跌2%、3%和8%，政策出台後汽車銷量按年計仍呈負增長。

## 財稅改革值得期待

筆者認為，「三中全會」在新一輪財稅體制改革方面的規劃和部署值得期待。一方面，新一輪財稅體制改革有助於補充地方政府財力，繼而提振公共消費。另一方面，新一輪財稅體制改革有望推進消費稅徵收環節的後移，並將部分稅種劃撥給地方政府，或有助於激發地方政府「促消費」的積極性。若相關政策較快落地見效，或有助於居民消費意願的提升，繼而帶動第三季GDP增速重歸5%以上。

展望2024年下半年，由於房地產「降價去庫存」或將延續拖累，以及工業品價格回升彈性不足，GDP平減指數仍難回歸正增長。假設下半年PPI按年增速較第二季再回升0.7個百分點，房價較第二季再回落1到2個百分點，且第一產業價格增速提升1.9個百分點至0%，預計下半年GDP平減指數將回升至-0.4%左右，約較第二季提升0.3個百分點。

# 特朗普財政綱領加劇通脹風險

市場脈搏 李超  
浙商證券 首席經濟學家

7月14日槍擊案後，市場定價特朗普勝選概率階段性提升。根據7月8日共和黨發布的「2024年競選綱領」，對選民做出了多項承諾，其中財政方面將大規模減稅，此舉可能會明顯增加美國的「再通脹」壓力。

特朗普在競選綱領中將「減稅」作為重點承諾，並將減稅視為其2016至2020年執政期間的重大政績。特朗普所做出的重要承諾包括：永久化「2017年減稅法案」、進一步降低企業所得稅、對小費行業免稅等。

## 減稅法案或永久化

《減稅和就業法案》（TCJA）是特朗普2017年出台的重要法案，其中大部分減稅條款將於2025年底到期。根據美國國會預算辦公室（CBO）和美國稅務聯合委員會（JCT）估計，延期2017年減稅法案中降低個人所得稅條款，可能在2025至2033年年均增加支出2766億美元，延期遺產和贈與稅免稅期年均增加支出139億美元，延期企業投資稅收抵扣年均增加支出350億美元，維持企業稅減免措施年均增加支出166億美元。如果2017年減稅法案得以完全延期或永久化，每年增加的財政支出可能約3421億美元。

從整體財政負擔來看，基於CBO在2024年6月發布的基準預期估計，延長TCJA可能使得中長期赤字率中樞提高約1%，未來美國政府槓桿率在此前預期的基礎之上提高超過10%。

額外的企業稅減免方面，特朗普在6月13日表示，認為應當將企業綜合稅率降至20%，但也多次提到可能進一步降至15%（當前聯邦企業所得稅綜合稅率為21%）。根據稅收基金會（Tax Foundation）測算，將企業所得稅降至15%，可能在2025至2033年間每年減少約580億美元收入。特朗普曾於2017年通過《減稅和就業法案》將美國企業稅由35%降至當前21%。

2024年6月9日，特朗普在內華達州競選集會上稱，應對小費行業免稅。6月28日，美國眾議院共和黨議員已經擬定出草案。根據美國現行法律，小費被視為普通勞動收入，需繳納聯邦所得稅和工資稅（payroll tax，第三大稅種）。根據美國國稅局（IRS）數據，2018年小費收入約380億美元，佔當年

度美國GDP的0.19%，據估算減免小費稅收可能在2025至2034年年均減少財政收入150億至250億美元。

## 高關稅落地成疑

特朗普一再提議提高關稅，2024年6月13日，特朗普在眾議院會議中進一步闡述了其理念，即對中國徵收60%定向關稅，對全球所有貿易夥伴徵收10%的全面關稅，按照2023年口徑計算可能增加2270億美元財政收入。

以2023年為基礎測算，當年美國海關口徑貨物貿易總進口規模約31085億美元，其中對華商品進口4269億美元，對全球其他國家和地區進口26816億美元。

考慮加徵關稅對美國進口規模的影響，彼得森研究所（PIIE）測算對華加徵60%關稅，將使進口規模由4269億美元降至1070億美元；對全球加徵10%關稅，將使美國進口規模由26816億美元降至約24200億美元，同時因國內商品價格上升造成680億美元額外的稅收損失，最終淨增加2270億美元財政收入。

「10%全面關稅+60%定向關稅」是當前設想，其對美國經濟增長、通脹、財富分配以及全球貿易環境均有不確定影響，最後落地幅度仍然有待觀察。2018至2020年貿易戰時期，包括NBER（美國全國經濟研究所）、美聯儲、CEPR（美國經濟和政策研究中心）在內的研究壓倒性認為，關稅成本幾乎完全轉嫁給美國消費者，造成通脹上行和經濟增速放緩。可以預見，特朗普關稅新政將導致全球貿易政策不確定性的顯著升高，間接帶來出口受阻和投資下降的負面作用。

## 縮減奧巴馬醫改

通過縮減奧巴馬醫改的支出來收窄財政赤字較為困難，且特朗普目前尚無明確替代法案的雛形。2023年以來共和黨避免直接就該問題表態，特朗普本人也在2023年11月解釋到「我不想終止奧巴馬醫改，我想用更好的醫療保健取而代之」。

嘗試取消奧巴馬醫改曾是2017年特朗普的重要財政政策，即使2017年共和黨控制參眾兩院，廢除奧巴馬醫改最終也未能獲得國會通過，僅達成「奧巴馬醫改廢除和解決方案」。

根據CBO與JCT估計，在2017至2026年期間，頒布「奧巴馬醫改廢除和解決方案」淨減少1190億美元的赤字，年均約119億美元。

# 要為經濟轉型做好準備

樓市強心針 廖偉強  
利嘉閣地產 總裁

今日的香港正處於轉型期，很多行業都需要適應變化，更須改變營運方式。在這轉型期中，很多商戶未必可以捱得過，以餐飲業為例，就有不少要結業，但同時新開業的仍然是比結業的為多，只是行業需要有所改變並且適應環境，才能夠生存下來。

正如的士業界擔心網約車搶走客源，卻忽視了時代正在轉變，資訊科技結合日常的生活是必然現象，所以不可能視新事物為「洪水猛獸」，而是要去學習和適應。

辣招撤銷之後，樓市迎來短暫的小陽春，樓價亦曾經略為上升，但買家很快冷靜下來，沒有早前的搶購潮，樓價亦開始下跌。

總結上半年，香港樓價已經下跌約4%。早前還有一些地產代理雄心勃勃，將業務規模擴大，但近月開始已覺得經營困難，承受巨大的成本壓力。因此，筆者經常和員工分享「輕資本經營」的道理。「輕資本經營」除了可以「穩陣陣陣」，看清楚市況的變化而行，同時亦可以避免前線員工在重成本的壓力下工作，表現適得其反，最終影響業績。

「穩陣陣陣」，看清楚市況的變化而行，同時亦可以避免前線員工在重成本的壓力下工作，表現適得其反，最終影響業績。

## 輕資本經營較適合現況

目前，香港有很多行業正在慢慢地轉變，以往的重本經營已不復見；加上經濟環境不理想，市民的消費意欲減退，所以做任何的生意都必須「輕資本經營」，並且要勇於改變，迎合行業的新挑戰。

雖然面對轉型陣痛，但香港作為一個國際大都會，基建完備、教育優良、交通及醫療配套完善，同時又是特別行政區、奉行「一國兩制」，這種特別身份為香港帶來很大的優勢，例如法治完善、私有產權受到保障、稅制簡單、護照獲172個國家和地區免簽證等。

在這種環境下，香港樓價較一般的城市高，也是正常不過之事。更何況，今天的樓價已經較高峰回落接近三成；選擇在今天入市，還有大量的議價空間及優惠，所謂「時機比價位重要」，就是如此。



◀香港正處於轉型期，很多行業需要有所改變以適應環境，才能夠生存下來。