



圖為華為正式推出全球首款三摺疊屏手機Mate XT。

經濟觀察家

當前，中國經濟總體增速偏緩，總需求偏弱，實現經濟轉型是促進經濟增長的有力措施。經濟轉型的過程主要包含兩個方面的內容：一是產業結構向中高端製造業及現代服務業的轉型；二是經濟增長動力從依賴投資與出口拉動轉變為依賴消費驅動。

首先，我們聚焦於產業結構轉型方面的數據。產業結構轉型的過程是新興行業崛起、傳統行業衰落，以及部分行業相對穩定的過程。基於上市公司數據，依據細分行業可將其劃分為三類：支持類、中性類及限制類。

經濟結構轉型的兩大方向



經濟前瞻
高善文
國投證券首席經濟學家

支持類／新興行業受政策支持，代表經濟轉型的方向，包括「新三樣」在內的電力設備、電子、國防軍工、汽車等行業，所包含的上市公司數量比較龐大，約2341家。

相對衰落行業既受政策環境變化的影響，也隨着經濟內在增長邏輯的變化而變化，如房地產、傳媒、軟件與服務、非銀行金融等行業，該行業包含的上市公司既有在A股上市的也有在海外上市的，將近500家。

全部上市公司中，有相當一部分在長期的經濟變化中產業結構比較穩定，這些公司所處的政策環境總體而言保持中性，經濟增長與發展的內在邏輯並未顯著改變這些行業在經濟中的佔比，如商貿零售、醫藥生物、公用事業、交通運輸等行業，可將其統稱為「中性行業」，該類別下上市公司總數超過2600家。

以上述公司的營業總收入作為分析基礎，深入剖析上市公司的構成及其相對變化。在我們界定的中性行業內，其營業總收入佔上市公司總體收入的60%至70%，這一比例在過去十年中基本保持不變，與對中性行業受政策環境與經濟發展邏輯短期影響有限的定義相吻合。

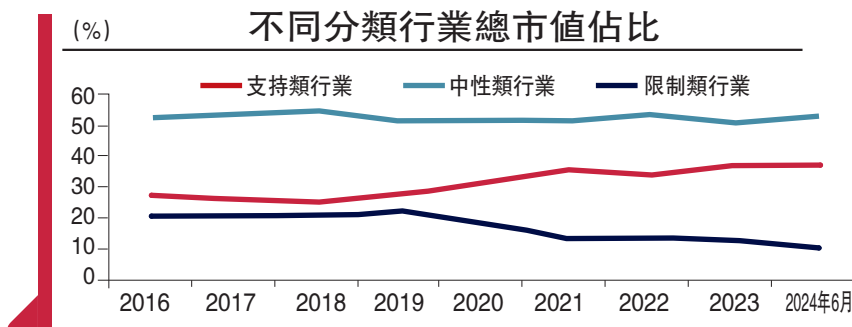
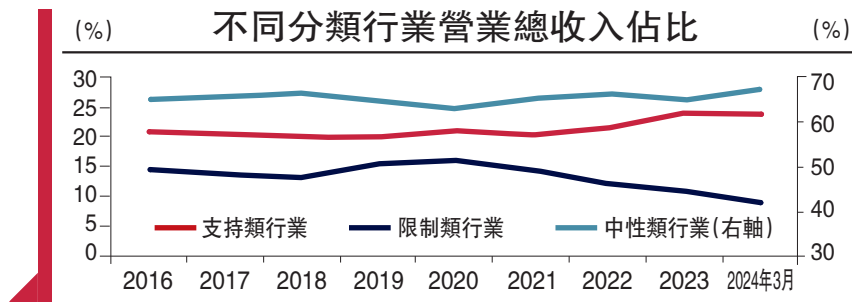
產業更迭趨勢明顯

自2020年起，支持類行業的營業收入佔比從原本的約20%攀升至當前的接近25%。在2020年之前，限制類行業的營業總收入佔比約為15%，而目前已下降至10%以下。自2020年以來的三、四年間，中性行業的總體佔比相對穩定。2022年之後，支持類行業與限制類行業之間的差距進一步拉大，凸顯了經濟轉型在產業結構層面的深刻變化。值得補充的是，即便在2016年至2017年，支持類行業在營業收入中的佔比也已顯著高於限制類行業，且當前這一差距已由5個百分點擴大至10個百分點以上。

總市值分布層面展現了與營業收入佔比類似的趨勢。對於中性行業而言，其總市值佔比在50%至60%的水平；受到政策傾斜的行業早期佔比接近30%，目前提升至35%以上；其餘行業佔比從原先的20%縮減至10%左右。上市公司總市值與營業收入的變化代表了投資者對於這些公司的看法，由此可以分析出經濟轉型正在進行，那些符合政策導向、代表未來發展方向的行業正明顯上升，而另一些行業則明顯下降。

資本市場對於上述變化的看法，可從估值視角進行深入剖析。在2018年之前，支持類行業的市盈率水平相較於限制類行業更為穩定。然而，2019年後兩者間的估值差距顯著擴大，直至2022年趨於平穩。進一步觀察市淨率這一估值指標，既相似又略有差異。

具體而言，在2019年之前，支持類行業估值略高於限制類行業，且兩者差距保持相對穩定。但自2019年起，這一差距急劇拉大，直至2024年上半年，支持類行業相較於限制類行業所代表的估值優勢遠超2018年之前



的水平。

綜合上述估值指標，資本市場當前普遍認為，支持類行業相較於限制類行業，擁有更高的淨資產回報率，且這一優勢較2018年前更為顯著。

從盈利增長的角度來看，支持類行業在2018年至2021年間經歷了盈利增速的顯著加速，儘管2023年後增速有所放緩，但相較於限制類行業，其盈利增速的相對優勢僅回歸至2018年前的水平，而淨資產回報率仍維持較高水平。

合併上述財務指標變化與其他證據，資本市場顯然認為支持類行業有更高的相對淨資產回報率，更高的估值水平，進而吸引了更多資本與勞動力的流入。這一系列現象，無疑為經濟轉型提供了有力證據。

從股價角度看，將2018年股價設定為1，即該年度支持與限制類行業相對中性行業的股價均被標準化為1。不難發現，自2018年起，支持類行業總體呈現震盪上行，而限制類行業則經歷了顯著下行，即代表未來行業趨勢的新興產業股價實現了顯著增長，而相對衰落的產業股價則遭遇了劇烈下跌。

回溯至2018年之前，情況恰好相反，從2009年至2018年間，限制類行業的股價漲幅更為顯著，而支持類行業則增長較為平穩。2018年成為轉折點，此後趨勢完全逆轉。這一股價變動，也是經濟轉型的實質性證據。

綜合上述分析，從產業結構角度來看，自2019年、2020年以來，受多重因素影響，經濟產業結構正逐步向更中高端的製造業與現代服務業轉型。這一轉型不僅在經濟數據的多個維度上得到了穩定體現，而且在資本市場上也形成了較為穩固的映射。

老年消費更為穩定

接下來，觀察消費驅動的變化情況。疫情前，各行政省份的中青年人口比例與消費增速之間幾乎沒有相關性，彈性接近零；疫情後，二者呈現顯著的負相關關係，彈性很大。

疫情之後，年輕人口佔比較高的省份消費增速反而較低，而年輕人口佔比較低的省份則展現出較高的消費增速。這種關聯在疫情之前並未顯現，因此疫情前的數據為我們提供了一個有效的對照樣本。通過這一對比，可以清晰地認識到，疫情或與之相關的衝擊對經濟結構產生了深遠且

強烈的影響。在消費領域表現為，年輕人口越多則消費增速越低。

再從人口流動角度來觀察，所得結論是一致的。在疫情發生之前，各省份常住人口的增速與社會消費品零售總額的增速之間呈現出顯著的正相關關係，且其彈性系數接近1，也就是一個省份的流入人口數量越多，其消費增速相應越高。

然而，相同的數據結構應用於疫情後，卻發現了截然相反的結果。疫情之後，人口流入越多的省份反而消費增速越低。這一發現與所觀察到的年輕人佔比對消費增速的影響高度一致。

為深入解讀上述結果，進行面板回歸分析及其他相關研究，字數所限不便詳盡展開。簡而言之，這一變化的核心根源，在於疫情及其伴隨的衝擊對工作人口的長期收入預期，以及其確信性構成了深刻影響，進而引發了消費活動的收縮，這正是當前總需求不足現象的重要背景之一。在年輕人口佔比較高的省份，這種影響更為強烈，從而導致了前文所述的結果。

相比之下，老年人口群體則表現出較強的穩定性。他們的主要收入來源，如社會保險、企業年金等，均具備完善的保障機制，每月領取的退休金數額穩定可預期，這種高度的確定性和穩定的增長性，使得老年人的消費模式未受波及，因而在老年人口佔比較高的地區，消費表現更為穩定。

若將經濟轉型的過程分為兩個方向，其一為向更高的產業結構轉型，另一則為向更高的消費驅動轉型。從數據來看，目前產業結構轉型非常穩健，而轉向更高消費驅動的轉型動力不足。工作年齡人口遭受不利衝擊削弱消費能力，對經濟構成緊縮效應。

可以將經濟轉型比作在高速公路上駕車轉彎，在高速行駛中轉彎首先要減速並適時調整方向，以保持行車的安全與穩定。若繼續維持高速轉彎，不僅難以順利轉向，還極可能引發交通事故；反之，若車速過慢，也會引發一系列問題。回顧近年來的努力，可以認為「方向盤」已調整至相對正確的方向，但當前「車速」是偏低的。

因此，在當前的經濟環境下，應採取適當手段刺激消費，穩定工作年齡人口的長期預期，將促進消費增長作為經濟轉型的着力點。

港應深化改革 重振股樓市



議事論事
周文港
香港立法會議員

近期因應內地更趨積極的財政及樓市政策，兩地股市展現出極為強勁的攀升態勢。這標誌着，在經歷了連續四年的低迷後，市場終於有望迎來轉折點，這無疑是一劑經濟強心針，極大地提振了市場信心。

眾所周知，港元與美元在聯繫匯率制度下緊密相連，香港金融周期的脈動緊隨美聯儲的政策調整而波動。但香港的實體經濟卻與內地緊密相連，內地不僅是香港經濟貿易合作的最大夥伴，內地企業在港股市場也佔據舉足輕重的地位。因此，香港股市及經濟表現，歷來受美聯儲貨幣政策與內地經濟增長的雙重影響。

筆者看來，過去一段時間裏港股低迷，經濟復甦不似預期，正正是因為這兩大重要的外部因素都處於對香港不利的周期位置，但所幸的是，在近期都迎來了拐點式的重大政策轉向。

先講金融周期。過去兩年多以來，美國聯儲局將基準利率從0厘至0.25厘持續上調到5.25厘至5.5厘，令本港的融資利率亦隨之上升，金融市場因資金外流而流動性趨緊。但就在9月議息會議上，美聯儲宣布減息0.5厘，是四年多以來的首次降息，降息幅度亦超過市場預期。

美聯儲正式啟動新一輪的降息周期，導致美元與港元之間的利差收窄，給港元帶來資金流入的動力。這從近日來港元對美元的匯率有所轉強可以管窺一二，海外資金似有加速回流香港市場跡象。在美聯儲降息的同日，不僅香港金管局宣布下調貼現窗基本利率0.5厘，更有多家本港大型金融機構宣布下調最優惠利率0.25厘，資金成本掉頭下行無疑令港股風險收益的吸引力增加，並有望在未來一段時間進一步提升。

此外，中央逆周期調控的舉措明顯加快步伐，並轉化為具體行動。面對疫後經濟復甦不及預期、房地產市場持續低迷、經濟增速下滑等挑戰，中央果斷出手，旨在打破經濟疲弱與通縮風險的惡性循環。在過去一周，先是中國人民銀行、金融監管總局、中國證監會等多個部委負責人聯合召開了記者會，推出一系列的「組合拳」重磅政策。其後，中共中央政治局召開會議，分析研究當前經濟形勢，部署下一步經濟工作，並在會後公報中釋放了進一步大力提振經濟和股市樓市表現的積極信號。

這一系列決策背後，顯示出中央對於提振經濟和資產市場表現的高度重視，預示着後續將有更多支持措施密集出台，持續產生積極效應。隨着政策紅

利的不斷釋放，內地實體經濟的信心有望得到恢復，資產市場表現也將逐步企穩向好，進而通過財富效應刺激內需增長，形成良性循環。

進一步擴闊互聯互通

對於香港這樣的小型開放經濟體而言，近期中美兩國的重大政策轉向，的確可以讓經濟獲得暫時喘息的機會，但香港亦不能被動的等待，尤需看到內部的困難和挑戰，利用外部周期性因素改善的時間窗口，盡快恢復股市、樓市的活力，刺激香港經濟復甦。當前距離香港特區行政長官李家超發布第三份施政報告還有半個月的時間，筆者就此提出幾點意見：

中央近年在深化改革中多次強調「系統集成觀念」的重要性，這一理念同樣應貫穿於特區政府的施政之中。針對本港樓市，政府應將解決劏房問題、縮短公屋輪候時間、助力夾心階層購買資助房屋，以及促進私人樓市平穩發展等多項目標，置於同等重要的位置。當前，隨着美聯儲降息，香港有望藉此契機為私人樓市帶來積極因素，政府圍繞促進樓市止跌回穩出相關的措施，比如優化「新資本投資者入境計劃」，考慮放寬投資範疇，納入一定限額的住宅物業作為自住用途，以此吸引外資流入。

股市方面，特區政府可趁當前股市轉旺的契機，與內地當局加緊磋商，推動更多內地企業來港上市集資，以及深化與內地金融市場互聯互通的機制，開拓新領域或產品類別，例如研究推出「新股通」、「大宗商品通」等。同時，亦可通過制度層面的改革，提升港股對內地資金尤其是長線資本、耐心資本的吸引力，可積極考慮向中央爭取降低港股通的股息稅，以避免雙重徵稅，吸引更多內地的價值投資者投資港股市場。

在最新一期《全球金融中心指數》報告中，香港重奪全球第三、亞太區第一的寶座，這再次證明了香港作為國際金融中心的獨特地位以及強大競爭力。隨着香港加速向國際創科中心邁進，港交所應持續優化上市機制和簡化手續，吸引更多高科技企業來港上市集資，同時發揮香港在天使投資、風險投資、私募股權投資等領域的優勢，引導耐心資本更多流向科技初創企業，為本地及大灣區的科技產業蓬勃發展提供全方位、多層次的投融資支持。

筆者相信，上述建議均為推動香港實現由治及興的有用行動，特區政府和業界需要一起更好的互動，令香港整體發展繼續可以較大進步。



▲位於跑馬地的新盤於上周六開賣85伙，共收近2000票，準買家分組抵達灣仔英皇集團中心的售樓處，人龍更將大廈外圍環繞起來。

消費有改善 樓市蓄勢反彈



樓市強心針
廖偉強
利嘉閣地產總裁

長久以來，香港都是以金融業及地產業為主導，兩個行業環境變差，將會拖累整體經濟，也會影響其他行業。而股樓資產貶值，進一步窒礙消費意欲，形成骨牌效應。筆者相信，經濟與樓市是唇齒相依，互為影響的，所以經濟要好起來，才可以推動樓市重回正常的發展。

這幾年，很多老闆都談到經濟差、生意有多難做，但筆者認為這是時代變遷的必經階段。經歷新冠疫情，大家的生活習慣出現明顯轉變，加上大灣區城市的融合，將部分內地文化帶到港人的生活中；而近年輸入專才，也影響了香港的文化生活及飲食習慣。港人無論在生活、工作及經營生意等方面，都要跟隨改變，否則競爭力就會減弱，並逐步被其他人淘汰，這正就是筆者近年經常說的競爭力洗牌過程。

所謂「農村包圍城市」，指的是先立足於農村、儲備力量，待聲勢壯大後再回去攻佔城市，其實做生意也應該有這種策略。當以往的高端消費客戶開始減少，高成本的经营方式不能持續時，取而代之就是輕資產經營。老闆不必介意規模縮小、客源不夠高端，「賺

唔到大錢」；只要懂得變通，先在消費力較低的市場中立足。

生意模式主動應變

生意可以從小到大，經營可以從「輕」發展到「重」，最重要是做到有盈利。這樣經營，僱主和員工都不用每天愁眉不展，大家心情轉好。當市況轉趨樂觀時，業務就可以重新擴展，進而重回更大和利潤更高的市場。港人的適應力很強，只要不墨守成規，能夠多想、多試及多做，就可以在生活及生意上作出改變，融入新時代中。

中央大規模推出支持經濟措施，顯示有決心要搞好經濟，穩住內地樓市；香港同樣受惠於政策，加上又有減息的加持，相信本港樓市亦可以向好。

近期，街道上的人流車流都明顯增加，假日不少食肆、商店也出現人頭湧湧的盛況，消費市道似乎有觸底回升的跡象。至於本港樓市，同樣也在儲備力量，準備重新出發。樓價已由高位輾轉回落三成，到達相對穩健的水平，而香港失業率長期處於低位，打工仔平均加薪幅度有3.2%，生活並不困迫，負面情緒正在減退。隨着減息期展開，息口開始逐步回落，樓市的交投可望再受帶動，並且可以向好的方向繼續進發。