

# 內地季度經濟增速拾級而下 跨周期政策應有所作為

龐溟 經濟學博士、華興證券(香港)首席經濟學家兼首席策略分析師

10月18日，國家統計局發布三季度經濟數據。在新冠疫情零星散發、局部地區出現特大暴雨和汛情、煤炭和電力供應緊張導致限電限產、監管風暴與行業調控、大宗商品價格高位運行等諸多不利因素的影響下，三季度中國國內生產總值同比增長4.9%，低於彭博一致性預期的5.0%，與二季度相比環比僅增長0.2%；主要經濟增長指標普遍下滑，唯有製造業投資「一枝獨秀」。

據初步核算，前三季度國內生產總值同比增長9.8%，兩年平均增長5.2%，比上年兩年平均增速回落0.1個百分點。分季度看，一季度、二季度、三季度的同比增長率分別為18.3%、7.9%和4.9%。可以說，中國季度經濟增速已明顯呈現前高後低、拾級而下的態勢。

## 應重視經濟下行壓力

考慮到疫情對生產、投資、消費及進出口的影響，我們目前對2021年四季度、2021年全年和2022年GDP增幅的預測分別為5.0%、8.2%和5.6%，分別比此前預

測下調0.5個、0.2個和0.1個百分點。在供需兩端均弱的背景下，伴隨着基數逐步拾升，今年四季度和明年上半年中國經濟都將面臨持續的下行壓力，應引起警惕和重視。

9月份的中國製造業採購經理指數(PMI)跌至疫情後最低點，已經提前預示了工業增加值增速明顯回落的態勢：受到能耗雙控和缺芯的硬約束，9月份規模以上工業增加值同比實際增長3.1%，低於彭博一致性預期的3.3%和8月份的5.3%。分經濟類型看，9月份私營企業、外商及港澳台商投資企業增加值同比增長率分別比8月份回落了2.4個和3個百分點，經營形勢趨於嚴峻。

在投資方面，9月份基建投資增速受財政發力節奏偏慢影響而持平於低位，房地產投資增速快速下滑成為拖累固定資產投資的主因。9月份房地產開發資金來源的兩年平均增速從8月份的5.1%急挫至0.8%，連此前一直較為穩健的定金及預收款科目增速也出現大幅下挫。房地產銷售、房屋新開工、施工、竣工面積等各項指標增速

均呈下行，第二批集中供地遇冷的大環境下今年前九個月百城土地供應面積降至2017年以來同期最低。

## 監管方已關注房企投放

房地產投資資金來源的收緊和土地供應的收縮對房地產投資的影響將進一步凸顯。中國人民銀行、銀保監會於9月底召開房地產金融工作座談會，指導主要銀行準確把握和執行好房地產金融審慎管理制度，保持房地產信貸平穩有序投放，維護房地產市場平穩健康發展。對於中國經濟跨周期平穩運行意義重大。

9月份數據中的消費增速和就業數據均有所改善。不過，商品和餐飲消費、服務業生產指數的兩年平均增速在第三季度下降了0.5個和0.4個百分點，表明內地新冠疫情反覆對經濟的衝擊仍在，且在服務消費領域造成的疤痕效應影響深遠。三季度全國居民可支配收入的兩年平均增速下降，可支配收入的中位數增速偏低，居民消費支出與可支配收入增長的差距縮小，均意味着提振消費成為一項中長期挑戰。

我們認為，當前國際環境不確定性因素增多，全球疫情仍在持續演變，外部環境更趨複雜嚴峻，且在疫情影響之外還存在若干結構性因素，導致國內經濟恢復仍不穩固不均衡，亟待宏觀政策的精準有效支持和跨周期調節，統籌做好宏觀政策跨周期調節和今明兩年宏觀政策銜接，繼續保持宏觀政策連續性、穩定性、可持續性，加強財政、金融、就業政策聯動，穩定市場合理預期。

## 全面減息降準可能減低

我們預計，貨幣政策將維持穩字當頭、適度寬鬆、穩健中性、相機抉擇的基本取向，堅持不搞「大水漫灌」，保持流動性合理充裕，繼續聚焦精準滴灌和政策支持的前瞻性有效性，加大對小微企業、「三農」、製造業等重點領域和薄弱環節的支持力度；從堅持跨周期調節和保持宏觀政策自主性角度考慮，貨幣操作和流動性管理將努力進一步壓降實體經濟融資成本和配合政府債融資。預計央行將優先使用結構性工具來彌補流動性缺口和滿足金融機

構需求，並引導資金流向、實現「穩信用」、助力製造業投資保持向好態勢，加上製造業自身產能周期的上行驅動，有望有效緩解上游工業原材料價格上漲所造成的壓力。在四季度通脹壓力可能進一步加大、美聯儲啟動貨幣政策正常化的情況下，短期內對於減息、降準等全局性政策的期待需要降低。

在財政政策方面，預計積極的財政政策將繼續提升政策效能，加大預調微調和跨周期調節力度，合理把握和適當加快預算內投資和地方政府債券尤其是專項債發行進度以穩投資穩增長，推動今年底明年年初形成實物工作量，努力讓基建投資在重大項目加速開工和專項債錯位發行的帶動下成為跨周期調節的主要着力點和托底經濟的主要手段。與此同時，必須繼續通過落實落細減稅降費政策、培育企業、優化服務等方式保民生促發展，對中小微企業紓困幫扶，保持經濟平穩健康發展和就業穩定，同時繼續穩妥有效化解地方政府隱性債務風險，避免政府槓桿率再度大幅攀升。

# 美國加息不確性漸被消化

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美聯儲褐皮書顯示美聯儲在11月份開始收水的預期較高。十年期美債收益率延續升勢，近期上行動能強勁。市場避險情緒卻並無明顯增加。觀乎現況，美國加息的多個可能性，相信已在各種資產價格上充分反映。

褐皮書顯示美國經濟降溫溫和增長，現在美聯儲在11月份開始收水的預期較高。十年期美債收益率延續升勢，近期上行動能強勁。周三曾一度突破1.67%水平，已經連續上漲四日，或將再次向1.8%上攻。美匯指數下行壓力增加，連跌兩日，或測試50天線支持。然而，市場避險情緒並無明顯增加，恐慌指數VIX連跌兩日，或很快考驗15支持。美股表現亦樂觀。有藍籌業績消息的提振，道指創下歷史新高，標普連漲六日，納指結束六日連陽。

## 金價區間震盪

同樣地，部分反映避險需求的金價，目前整體上亦只是保持區間震盪，短線上行動能有所增加，但實質尚未做出較大的突破。金價周三升穿10和5天線，曾高見1,788.8美元，短線或延續升勢，有向上挑戰千八水平的動能，但要突破年內高位不易。

其他貴金屬方面，白銀上行動能增加。不光企穩50天線，周三更是升穿24美元水平，重新回到之前的運行區間，或有進一步反彈，但是要突破年內高位不容易。鉑金在900美元水平找到支持，很快做出反彈，現在主要圍繞百天線震盪。本周已經連續上漲兩日至1,052.3美元，在短線調整後或能進一步走高，甚至收復六月以來的失地。鉑金上行動能有限，雖然能夠企穩2,000美元水平，但還是遇阻50天線，隔夜收跌0.88%至2,082.4美元，還是保持弱勢。

## 油價延續升勢

大宗商品價格方面，美國上週原油庫存意外下降，消息利好油價。紐約期油延續升勢，隔夜曾回測10天線支持，好在很快轉升，升穿5天線，最終收漲1.19%至83.42美元，連漲兩日。布蘭特期油也進一步走高，收漲0.87%至85.82美元。油價還在上行趨勢中，有新高可



● 恐慌指數VIX連跌兩日，逼近15水平，反映投資者情緒趨向樂觀。 美聯社

期。另一邊廂，倫銅之前上行動能明顯增加，突破了困住其許久的區間阻力，但本周開始獲利回吐壓力增加，周內前兩日連續下跌，好在可以守住一萬關口。周三銅價一度低見9,908.5美元，好在最後還是收漲0.35%至10,185.5美元。倫鋁周一創出年內高位，但很快從高位回落，現在繼續面對回調壓力，跌穿5和10天線，周三低見3,003美元，連續下跌

三日，但預料下方50天線附近仍有承接，調整後還將延續升勢。

整體而言，對於加息路徑還是有較大不確定性，儘管投資者傾向觀望，但觀乎現況，加息的多個可能性，相信已在各種資產價格上充分反映。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。)

# 滯脹只屬短期風險 並非長期問題

Ariel Bezael 木星資產管理債券策略主管

性力量將會壓抑通脹。這些力量包括創紀錄的全球債務水平、全球人口老化以及全球化。新冠病毒疫情將全球債務推高至自二戰以後前所未見的水平。單在過去一年，全球債務已增加40萬億美元，達至280萬億美元，是全球生產總值的三倍以上。而根據過往經驗，當政府債務佔國內生產總值的比例達到50%至60%時，債務會損及增長，成為通脹壓力的不利因素。

全球化的效應亦有助減低通脹，因為生產遷移至較貧窮的國家令工資維持在較低水平。加上科技進步導致生產貨品的成本下降，價格因此持續低企。雖然有人認為部分力量遭疫情破壞，但筆者

認為這僅屬暫時狀況，而隨着全球從疫情中復甦，這些趨勢將繼續形成通脹壓力。即使部分評論員執意認為全球化將會逆轉，實質數據卻顯示相反情況。

## 商品價格現回落跡象

從今年至今的發展所見，通脹較許多人的預期更為持久，商品及消費品的按年通脹升幅超過預期。然而，我們已看到這些產品的價格呈現弱勢—木材價格較高位回落超過一半，銅及農產品價格呈回落跡象，鐵礦石價格亦較年初高位減半。根據筆者的推測，銅及鐵礦石等商品的價格暴跌是由於中國增長大幅放緩。美國最新消費物價指數數據顯示通

脹其實正在放緩，二手車及機票價格回落至正常水平。

從市場的定價所見，債券市場亦認為通脹屬暫時性，5年期通脹保值債券的平衡通脹率為2.3%。假如通脹壓力持續減弱，平衡通脹率將會下跌，或會促使美國的收益率進一步下降。因此，未來經濟環境似乎利好債券投資者。大量資金流入企業債券以尋求收益，而與新興市場企業不同，有賴政府的大規模扶助措施，西方國家企業的整體狀況相當理想。因此，筆者相信違約率可能會在一段時間維持低企，為投資者帶來審慎挑選具吸引力的高收益債券之機遇。展望未來，由於中央銀行嘗試縮減財政刺激措施，市場波幅可能日益增加。然而，隨着經濟回復正常，較長期的結構性力量或會令通脹壓力消失。

(摘錄)

2021年至今，債券投資者面對眾多挑戰，例如利率低企、通脹上升及息差收窄。現在，全球增長放緩有可能帶來滯脹的威脅。當經濟增長放緩、失業率上升及通脹仍然高企時，滯脹便會出現。滯脹對投資者構成威脅，因為其造成惡性循環：通脹令消費支出減少，擠壓公司盈利，從而導致失業率上升。筆者認為滯脹是短期風險，但並不是投資者的長期問題，因為通脹仍屬短暫現象。隨着供應鏈中斷的情況緩和，供應將趕上需求，通脹會有所回落。

## 結構性力量壓抑通脹

除此之外，筆者認為現行的強大結構

政府新一份施政報告公布不少鴻圖大計，為香港未來發展鋪路，作為商界一分子，當然支持及歡迎。然而，另一方面，受疫情影響，香港也需要近水救近火，政府積極與內地協商通關安排固然是重中之重，香港社會各界亦要群策群力刺激香港經濟，舉辦不同展覽及嘉年華便是其中一個方向。

有賴市民齊心抗疫，香港疫情近數月有緩和跡象，只出現零星個案，社交生活逐步回復正常，一些大型活動亦相繼舉行，例如今年的書展、美食展、動漫電玩節及電腦通訊節等。此外，廠商會亦成功於亞洲博覽館舉行首次室內展會，會場有超過250個攤位，總入場人次超過5萬，總銷售額近6,000萬元的理想成績。

政府早前派發消費券無疑有助鼓勵市民消費，不過只屬煙花式，並不具長遠效益。事實上，香港受通關限制影響，只能700萬人作內循環，難以與2018年超過6,000萬訪港旅客所帶動的活水平相比，現時社會的經濟狀況，只是杯水車薪。

商界當然希望盡早通關，一方面可以方便管理內地業務及營商，另一方面亦能讓內地旅客訪港，為零售、酒店、餐飲、交通及旅遊業等製造商機，產生連鎖效應，惠及不同工種、不同階層的市民。不過，香港的防疫安排要與內地接軌，似乎仍需一段時間才能實現。

## 有活動才有商機

天助自助者，在此段時間，與其乾等，

不如創造機會。所謂有活動才有商機，本周日舉行的香港馬拉松，是疫情後香港首個大型體育賽事；旅遊發展局的「美酒佳節巡禮」又將於11月1日至30日舉行，而廠商會亦不甘後人，把握機會重辦大型活動，於10月30日至11月7日在葵涌運動場舉辦闊別兩年的香港美食嘉年華，及於12月11日至明年1月3日再於維園舉辦工展會。

作為香港一分子，商界一直在防疫的大前提下，盡心盡力推動經濟復甦。我們亦希望政府考慮提供支援，例如政府於10月初宣布進一步延長會議展覽業資助計劃，其實可以考慮擴大支持範圍，包括在香港會議展覽中心或亞洲國際博覽館外舉辦展覽和國際會議的主辦機構，以及參與



● 香港疫情近數月有緩和跡象，一些大型活動亦相繼舉行舉辦，刺激消費增長，推動經濟復甦。圖為廠商會「2021工展會購物節」。 資料圖片

香港貿易發展局舉辦的展覽的參展商和主要會議的參加者，讓更多機構有機會受惠。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。