

從內地上半年經濟數據看如何答好「下半場考卷」

龐溟 經濟學博士、經濟學家

國家統計局7月15日發布的內地經濟「半年報」顯示，上半年國內生產總值（GDP）按不變價格計算同比增長5.0%，其中第一產業、第二產業和第三產業增加值分別同比增長3.5%、5.8%和4.6%。從環比看，二季度GDP增長0.7%，GDP環比增速連續八個季度正增長，經濟保持平穩向好態勢。不過，如果分季度同比來看，一季度GDP同比增長5.3%，而二季度同比增速放緩至4.7%。考慮到二季度經濟增速回落主要受到極端天氣、雨澇災害多發等短期因素的影響，也反映出內地有效需求依然不足，以及國內大循環不夠順暢等當前經濟運行中的困難挑戰有所增多。但從基本面看、從運行走勢看、從中長期看，筆者認為，內地經濟運行總體平穩、穩中有進、長期向好的態勢並沒有改變，仍是世界經濟增長的重要引擎和穩定力量。

產業升級轉型更強勁扎實

在工業產出方面，上半年全國規模以上工業增加值同比增長6.0%。其中一、二季度分別增長6.1%、5.9%，延續2023年四季度以來較快增長態勢。與此同時，產業升級轉型動能更為強勁扎實。上半年規模以上裝備製造業和高技術製造業增加值同比增速分別高於全部規模以上工業1.8個百分點和2.7個百分點，增加值佔全部規模以上工業的比重分別為33.3%和15.8%，較一季度分別提升1.5個和0.6個百分點。3D打印設備、新能源汽車、集成電路產品產量同比分別實現51.6%、34.3%、28.9%的高增速。

在固定資產投資方面，上半年全國固定資產投資（不含農戶）同比增長3.9%，扣除房地產開發投資後同比增速為8.5%。雖然今年前六個月固定資產投資累計同比增速較前五個月增速回落0.1個百分點，但仍高於2023年同期3.8%和全年3.0%的增速，說明基建投資增速（5.4%）和製造業投資增速（9.5%）以及扣除房地產開發投資的民間投資增速（6.6%）均有效對沖緩和了房地產投資的磨底走勢。高技術產業投資同比增長10.6%，其中高技術製造業和高技術服務業投資分別增長10.1%、11.7%，航空航天器及設備製造業、計算機及辦公設備製造業投資、電子商務服務業、科技成果轉化服務業投資分別增長38.3%、12.1%、24.1%和17.4%。

特別地，上半年製造業投資對全部投資增長的貢獻率為57.5%，比一季度提高5.2個百分點，這主要受到設備更新改造投資持續發力、供需同步回暖等政策和基本面的共同助力。上半年設備工器具購置投資同比增長17.3%，帶動固定資產投資增長2.1個百分點，貢獻率達54.8%；二季度製造業產能利用率相比一季度也回升了1.4個百分點至75.2%，也高於2023年二季度的74.8%。雖然受極端天氣類發、地方政府收入承壓、專項債發行節奏趨緩等因素拖累，但在擴投資、穩增長政策驅動下，近期基礎設施投資增速放緩的跡象有望在三季度得到扭轉。

新型消費快速增長 亮點續湧現

在消費方面，上半年社會消費品零售總額

235,969億元人民幣，同比增長3.7%，扣除價格因素實際增長3.9%。其中商品零售和餐飲收入分別同比增長3.2%和7.9%。特別地，基本生活類和升級類商品銷售增勢較好，上半年限額以上單位吃類商品零售額同比增長9.2%，其中，糧油食品類、飲料類、煙酒類商品分別增長9.6%、5.6%和10%，限額以上單位體育娛樂用品類、通訊器材類零售額同比也分別增長11.2%和11.3%。同時，網絡零售與新型消費保持快速增長，上半年實物商品網上零售額同比增長8.8%，佔社會消費品零售總額的比重為25.3%，今年以來佔比持續提升。上半年服務零售額同比增長7.5%，增速高於同期商品零售額4.3個百分點；國潮消費、假日出遊消費等消費亮點不斷湧現、受到消費者青睞。

外需回暖 出口增速連二月逾7%

在外貿方面，外需回暖，帶動上半年貨物和服务淨出口對經濟增長貢獻率達13.9%，拉動GDP增長0.7個百分點，特別是5月份和6月份按美元計價出口同比增速均在7%以上。此外，就業形勢總體穩定，居民收入繼續增長。上半年中國城鎮調查失業率均值为5.1%，較2023年同期下降0.2個百分點；二季度失業率均值为5.0%，環比、同比均下降0.2個百分點。全國居民人均可支配收入20,733元，同比名義增長5.4%，扣除價格因素實際增長5.3%；農村居民人均可支配收入名義和實際增速分別快於城鎮居民2.2和2.1個百分點。但也必須

看到，6月份經濟增長動能仍有隱憂，各分項數據大多差於一致性預期。例如，規模以上工業增加值同比增長5.3%，增速較5月份放緩0.3個百分點，環比也僅增長0.42%；固定資產投資環比僅小幅增長0.21%；社會消費品零售總額同比增長2.0%，相比5月份3.7%的增速也有所下滑。

雖然這分別受工作日比去年同期少、去年同期基數較高、電商促惠之後居民囤貨需求回吐等因素影響，但也必須正視消費需求不足、基建增速下行、房地產銷售與投資仍在尋底、外需有可能回落等問題，並需要警惕未來幾個季度中經濟在外部貿易爭端、內需依然疲弱的共同作用下進一步減速的風險。特別是上半年GDP同比增長5%，意味着如果要圓滿完成全年GDP增長5%左右的目標，下半年經濟工作的難度不容小覷。

鞏固經濟回升向好基礎是關鍵

正如國家統計局公告所言，「當前外部環境錯綜複雜，國內有效需求依然不足，經濟回升向好基礎仍需鞏固」。筆者認為，要切實做到中央經濟工作會議提出的加強政策協同配合，「把非經濟性政策納入宏觀政策取向一致性評估，強化政策統籌，確保同向發力、形成合力」。筆者相信，中共二十屆三中全會為全面深化改革、推進中國式現代化指明了前進方向，必定能在政策的一致性、連續性、確定性、有序性、精準性、穩健性、可預期性等方面，為經濟前景、社會發展和市場情緒帶來更多憧憬和利好。

全球市況還看美國大選減息兩因素

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆ 投資者繼續聚焦美國大選的選情，以及美聯儲貨幣政策的取態。
資料圖片

在沒有重量級數據公布的周一，投資者繼續聚焦在特朗普槍擊案後的選情，以至美聯儲主席鮑威爾所暗示的貨幣政策轉向線索。外界始終關注，美國總統大選，假如拜登不退出，勝算一定低於特朗普，而目前很多人已經擺明車馬，當特朗普已經勝選而論之。電視辯論後，一大堆特朗普相關概念交易湧現，周一更見其名字有份的股價大漲，但要小心，這類交易往往進退難，只能快狠準，未必可以長期押注。

新聞性，大選明顯更見鋒芒，但論金融市場，鮑威爾卻為投資者的盤算更為落實一點。事實上，美聯儲主席已不再局限於暗示，而是轉為明示，當局在最近三次通脹數據出後，對於通脹持續下行至2%有信心，言下之意，明顯不過，減息之路，已經鋪好。

年底前減息一至兩次機會大

是的，儘管他不可能說清楚在哪一次會期真的減息，但其實外界早有共識，尤其其他本人之前已相對明顯的排除了7月份的減息機會，餘下來，既要考慮避開美國總統大選，又要開展減息之行，自然以9月份為最大可能性。無論如何，筆者自去年底至今維持預測2024年底前有一至兩次減息，如今看來，成事機會極高。如此一來，整體風險資產氣氛是利好的，這一點放諸不同資產類別，股匯債，甚至商品，都有明顯方向，股市受惠，見諸三大主要指數俱漲，不獨科技股為主的納指。債市方面，外界更留意息息曲線的傾斜的情況，以至倒掛的問題，會否與經濟放緩以至衰退可能性有關。美匯方面，減息提早的話，美元對於各主要外幣短期受壓，亦是合理發展。此外，一直對貨幣政策變動極為敏感的金價，在美國時段亦見上試。

美國減息日央行方能「借東風」

值得一提的是，近期日圓匯率波動，外界傾向對號入座，認為歸功於或歸咎於日本央行的干預，但其實，以美元與日圓之間如此巨大的息差，單憑日本央行一己之力，根本是擔沙填海，無補於事。故此，整個干預要有效，反而是其時機掌握得好，當美聯儲期望管理到位，大家明白當局認同通脹已經受控，為減息鋪路，大開綠燈，自然美元匯兌各主要貨幣，包括兌歐元或英鎊或日圓，短期均走低，日央行才會出手，巧妙地「借東風」。而就算在同一類別，亦有繼續深化的趨勢。減息憧憬增加好消息出貨的速度，令領漲者有回吐，君不見一眾美股科技龍頭，以至反映科技股為主的納指，在近日美股的升勢中，相對失色，甚至人家道指大漲特漲時，只能勉強嘗試力保不失。是，這個現象不難理解，很合乎常理，儘管外界以往一大段時間，在量寬和超低息環境中，在資金成本或無風險利率明顯持續低企的日子，投資者自然傾向大膽投入不同新創的科企和研發，令人把利率低與科技股漲跌畫上等號。然而，在過去幾年，經過全球各地央行多番

加息打擊通脹之後，利率已復正常化，在正數水平，通脹亦已漸收復，目前是陸續出現減息之時，部分央行已經進行，美聯儲不久之後亦將如此。但論到減息對於企業的具體財務影響，美科企巨頭相對輕微，但對於絕大多數有負債，並在資金成本和毛利之間掙扎求存的中小企，甚至傳統大企業，影響自然不是同一量級，如今的追落後於羅素指數，便不無道理。

「長線道指短線納指」存風險

無論如何，美股指剛開始了這一轉變，短期內將有更多趨勢追隨者，在以中小企為主的指數上建立長倉，而就算不大幅度調低科技股的實際持倉，在比重上總會減少，而變動的來源在於槓桿，意味着減息對於整體長倉的增加，可以在不減原有部位的情況下，增加其他持股。當然，隨着槓桿向上，風險自然向上，投資者宜審慎。更進取的短線客可能傾向長倉於傳統股為主指數如道指，而短倉於科技股為主指數如納指，但小心此策略的風險甚高，尤其看似應升的升不升，看似應跌的不跌，隨時可能發生。投資無必勝，須量力而為。（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

三管齊下提升香港審計質素

張庭璋 富達國際可持續投資副總監

香港核數師的工作量持續上升，但審計收費卻面對壓力，這有機會影響其工作質素。綜觀香港核數師賬目，2010年至2021年間本港上市公司平均收入上升67%，平均總資產增加91%，同期平均審計費用升幅僅9%。這意味核數師正承擔更繁重的審計工作，而薪酬並無相應增加。隨着上市公司持續發展，業務更寬廣，如拓展至海外市場，審計工作變得更具挑戰性。即使審計工作涉及司法管轄區屬自身經驗不足的領域，激烈的市場競爭促使部分核數師承接此類工作，從而加劇審計質素問題。對股東而言，這會伴隨風險，同時帶來機會重整企業管治需求。我們認為，要提高香港的審計質素，須從以下三方面入手加以改善。

提升審計透明度

有鑑於香港市場在審計方面披露不足，欠缺透明度，面對審計不慎的風險，股東縱有意採取行動，卻無從入手。因此，提升透明度為當前急務，期望管理團隊可就重新任命或更換核數師，披露審計委員會作出相關決定的理由。投資者應被告知任何費用的變化及因由，現任核數師和項目合夥人的任期及其相關紀錄，以及審計委員會如何評估和質疑現任核數師。富達認為上市公司有責任讓股東了解最新的審計情況，並確保即將離任和新任核數師彼此盡可能分享較多資訊。

加強審計客觀性

審計的客觀性至關重要，為避免利益衝突，期望有關當局可限制核數師參與非審計業務。部分上市公司已更進一步，表示公司職員於管理層不在場的情況下會見核數師。這是另一個提升審計客觀性的良方，富達也鼓勵企業仿效此法。對於核數師辭任，期望企業不再於最後一刻更換核數師，並確保新任核數師有三個月以上的時間進行全面的賬目審計。

主動審視核數師任期

看似微小的改變，對審計質素可帶來巨大的影響。富達促請企業在選擇核數師時調整收費，以將審計的重任交予最合適的核數師。企業聘用同一核數師的時間過長，也可能引發利益衝突問題。雖然香港《專業會計師道德守則》建議每七年更換項目合夥人，但富達建議企業主動審視核數師的任期，並展示企業如何保持審計的獨立性。透過監管機構、核數師、企業及投資者的共同努力，香港市場的整體企業管治質素有望提升至全新水平。

振興香港旅遊業 大數據啟示勿小覷

艾凡 華坊諮詢評估特約資深顧問

筆者這次分享訪港旅客數字的增減或與香港的酒店住宿、餐飲業和零售行業有關係。筆者採用的方法，是分析特區政府目前公開的1998至2018年的每年（營業）統計數字的關聯系數，正數值越大代表它們的趨同走向越強烈，越可能有互為影響的關係，但不是單一關係，因為當中還有其他因素的影響，例如對外推廣、經濟環境、外在競爭、本地需求以及社交媒體等。若把酒店入住率跟來自不同地區（經各種交通工具）入境旅客總人數作分析，可以發現每個地區在上述二十年所得出的關聯系數都是正向關係，趨同程度由高到低分別是：美洲0.88；北亞洲0.83；南亞及東南亞0.78；歐洲、非洲及中東0.77；澳大利亞、新西蘭及南太平洋島國0.74；內地及澳門0.68。這些

數值當中以內地及澳門最低，筆者於前篇已嘗試解釋內地旅客的多元性。接着，筆者把自2009年起的酒店住宿服務業務表現及營運數字（包括機構數目、就業人數、銷售收益、僱員薪酬、營運開支、貨品成本）跟不同地區來訪旅客人數分析，這些指標和內地旅客人數的關聯系數全都在0.97至0.98（跟其他地區的則介乎負數至0.84），因為內地旅客人數及消費總額近年皆達總旅客的七成；南亞及東亞約佔不低於一成；歐洲、非洲及中東僅佔半成。

酒店業宜考慮中介價格差異

這些營運數字中，唯獨盈利總額跟來自歐洲、非洲、中東及東南亞的旅客人數關聯較強，分別是

0.87及0.82（內地旅客的則是0.80），原因可能與提供給不同地區訂房的中介平台價格差異、貨幣匯率、人均消費等有關。如果這個現象維持的話，酒店可以採取的策略就是內地旅客取量、外地旅客取價（利）。

投資餐飲零售競爭愈趨激烈

旅遊當然少不了餐飲和購物，尤其是特區政府對一般訪港旅客中的大眾化商品是沒有進口關稅和銷售稅的。筆者把不同餐飲業和零售業銷售價值，與不同地區經航空交通來訪旅客人數作關聯系數進行測試（2009至2018年已有數據，故只分享較有同步關係的），發現有較強正向關係的仍是內地、歐洲、非洲、中東、南亞及東亞旅客，各類餐

飲食肆（中式餐館、非中式餐館、快餐店、酒吧、茶飲甜品及精品）的關聯系數的數值介乎0.78至0.95，而零售行業的有關類別（超級市場、服飾鞋履、百貨公司、禮品、中藥、藥妝）則介乎0.81至0.99。

上述分析，旨在說明特區政府可考慮與電子貨幣及支付系統公司合作，對本地及旅客消費模式作更深入的了解，開放更多大數據，這樣或能更快吸引餐飲零售投資者進場，考驗他們的生意眼光。

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。