

# 供給側結構性改革顯效 內地經濟走出低谷

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

推進供給側結構性改革，是在深刻分析境內外經濟新形勢、科學判斷中國經濟發展新走向基礎上作出的重大戰略部署。中國內地的供給側結構性改革不是簡單照搬西方的理論和經驗，更不是要回到計劃經濟。中國內地的供給側結構性改革主要目的是為了解決內地經濟面臨的結構性問題，推動經濟結構重組，優化資源配置，降低無效和低端供應，提高產品和服務質量，擴大有效供應。針對供給側結構性改革，政府提出了五項主要任務，包括去產能、去庫存、去槓桿、降成本和補短板（「三去一降一補」）。

## 助力中國經濟走出低谷關鍵舉措

筆者認為，供給側結構性改革是一場深刻的變革，供給側結構性改革是助力中國經濟走出低谷的關鍵舉措，為未來中國經濟中

速增長打下了堅實基礎。供給側結構性改革從供給、生產端入手，通過提高供給體系質量和效率以及擴大有效和中高端供給，促使行業供求關係發生積極變化，改善工業企業效益，推動中國內地經濟朝着更高質量、更有效率、更加公平、更可持續的方向發展。

## 2016年鋼煤去產能均超額完成

供給側改革重點和難點行業是鋼鐵和煤炭。2016年供給側結構性改革取得了初步成效，全年退出鋼鐵產能超過6,500萬噸、煤炭產能超過2.9億噸，均超額完成全年目標。2017年是供給側結構性改革深化之年，今年政府工作報告提出，今年要再壓減鋼鐵產能5,000萬噸左右，退出煤炭產能1.5億噸以上。同時，要淘汰、停建、緩建煤電產能5,000萬千瓦以上，以防範化解煤電產

能過剩風險，提高煤電行業效率，為清潔能源發展騰空間。要嚴格執行環保、能耗、質量、安全等相關法律法規和標準，更多運用市場化法治化手段，有效處置「殭屍企業」，推動企業兼併重組、破產清算，堅決淘汰不達標的落後產能，嚴控過剩行業新上產能。

## 環境監管成推動改革重要手段

環保助力供給側結構性改革。環境監管成為推進供給側結構性改革的重要手段。去產能是供給側結構性改革的首要任務，環保部門積極促進淘汰落後產能和化解過剩產能，突出抓好鋼鐵、煤炭行業環境保護綜合整治。嚴格環保執法監管，強化污染減排達標和環境硬約束，推動去除落後和過剩產能。鋼鐵環保督察方面，鋼鐵行業堅定不移推

進化解過剩產能，堅決取締「地條鋼」，防止死灰復燃。根據中鋼協統計，上半年中國內地共取締、關停「地條鋼」生產企業600多家，涉及產能約1.2億噸。專項督查情況顯示，目前各地督查範圍內的「地條鋼」企業已基本處於停產狀態，並且大部分「地條鋼」企業已按照「四個徹底」的要求拆除。煤炭環保督察方面，煤炭行業堅定不移地推進去產能工作，嚴格貫徹落實276個工作日制度，有效地改善了市場供需關係。

## 企業兼併重組 龍頭享改革優勢

筆者認為，目前供給側結構性改革還處在深化的階段，未來改革的重點應該是在過剩產能企業兼併重組方面。供給側結構性改革有效推動了產能過剩行業的內部結構調整優化，對中國經濟結構和企業效益的改善起到

了關鍵作用，建議關注相關行業國企合併、集團資產注入以及混改等投資機會，尤其是大型龍頭企業的投資機會。

首先，大型企業產能更為集中，去產能推進所導致的規模效應遞減對其影響較小；其次，大型企業在產品質量和檔次以及環保等方面要遠遠高於小企業。

因此，在企業兼併重組方面將處於主導地位。最後，在產能過剩行業中，大型龍頭企業基本上都是國有企業。目前國企改革範圍和尺度正在逐步擴大，投資者有望從大型龍頭企業上分享更多國企改革紅利。

(本報有刪節)

(本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

# 地緣政治風險增 波動性回來了？

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

市場久違的波動性回來了。在此之前，市場極為平靜，甚至是平靜得不合理，大家都在覺得好奇，何以金融市場可以平靜到這個地步，VIX恐慌指數基本在10上落。

有別於金融海嘯時，高峰值在80之上，近年不單回落到10至20，甚至更低。不少人認為，這是市場參與者太自滿，對於風險沒有適當的戒心。俗話說，知道風險，沒有風險，如今豈不是不知風險，便有風險？

可是，就在投資者都忙着找答案之時，過去幾個月，似乎又在轉向，開始醞釀大家沒有想過的風險之旅。有別於以往的地緣政治風險，多數來自世界各地，打從美國新總統特朗普上場後，便起了明顯的變化。近期，特朗普政府不但不是與人為善，而是刻意挑起事端，與不少國家關係惡化，到處燒起火頭，為的是爭取這裡那裡，各式各樣的籌碼，希望可以開天殺價，落地還錢，正是其商人本質，以做生意談條件的態度來治理美國，才有如此這樣一番景象。

## 美國到處生事 恐慌情緒升溫

隨著美國到處生事，相繼與俄羅斯、伊朗、委內瑞拉和中國等搞起風波，再加上朝鮮半島矛盾升級，外界開始解

讀，即使原來看起來只是說說而己的瘋言瘋語，也有可能擦槍走火，把恐慌情緒點燃，引發巨變。正是這種背景影響，VIX上周四大漲44.37%至16.04，創近三個月新高，而上一次超過16還是特朗普洩密事件之時。雖然上周五回落3.3%，全周仍升54.64%。

市場反應總結來說，就是風險資產受壓，避險資產受追捧。最明顯的是股市。

全球股市普遍下跌。歐洲股市下跌，MSCI亞太指數（不含日本）跌2.37%，創今年最大單周跌幅。至於多年來造好的美股，道指扭轉了不斷創新高的局勢，雖然上周五止跌，但周內仍控1.06%；標普周控1.43%；納指連跌第三周控1.5%。

資金流向安全資產，包括債市、黃金、日圓和瑞士法郎。尤其美國通脹數據不理想的影響，十年期美債收益率連跌第二周控3.23%，五年期收益率周控4.01%。德國十年期公債收益率跌至0.4%以下，周控18.31%，2年期公債收益率降至負0.723%。

## 美匯指數低位震盪暫難逆轉

貨幣市場方面，美匯指數仍然在低位震盪，運行在94水平下方，尤其受到CPI數據拖累一度跌破93水平，短期內



■朝鮮半島地緣政治風險升溫，VIX恐慌指數上周四大漲44.37%至16.04，創近三個月新高。圖為紐約證券交易所交易員。

難逆弱勢。資金跑進日圓和瑞士法郎。美元兌日圓從逼近115水平的高點回落，之前一直在110水平上方震盪，但上周確切突破，更是在上周五低見108.74，並將周跌幅擴大至1.36%。接下來108是重要支持位考驗，若跌破或加速下行。

黃金所受到的支持更為明顯。金價從7月第二周形成一條明顯的上行通道，8月初挑戰1,270美元為終未能突破，進而出現回吐，更一度測試50日線承接。不過從上周開始，金價從低位反彈，主動買盤力量明顯增強，重新升穿5日和10日

線，回到原來的上行趨勢中，並在上一周一度突破1,290美元，縮窄與1,300美元的差距。

## 美元拆倉潮絕對不宜掉以輕心

當然，上述的波幅，與金融海嘯時的大時代，自然有很大分別，系統性風險不可同日而語。但要留意，若問題的核心在於美國，則美元弱勢引致的各種資產市場震盪，即所謂拆倉潮，絕對不可以低估。尤其在稍後更有美聯儲收緊貨幣政策，嘗試恢復正常時期的力量，同時在市場運行。

# 美元若走軟 全球貿易前景不宜太悲觀

Jamie McGeever 路透專欄作家

美國政府對保護主義和自由貿易的措辭變得強硬，對全球貿易構成越來越大的風險。從目前情況來看是如此，但也有充分理由相信，全球貿易的增長勢頭將在明年加速。

決定事情發展的關鍵將是美元走勢。據智庫Oxford Economics稱，美元疲軟通常伴隨全球貿易的增長，而與美元走強如影相隨的，則是全球貿易動能減弱。全球貿易大部分以美元計價，即便是那些不以美元為主要貨幣的國家。一家公司或一個國家如果要為貿易進行融資，美元走軟當然更具吸引力。

## 可刺激跨境資本流動需求

美元走軟也會放寬全球融資環境，刺激跨境資本流動需求，並使跨境資本更加容易獲得。這與新興市場關係最為密

切，因為新興市場的貿易活動和美元融資增長最為強勁。

美元近幾年的走勢如坐過山車。美元指數在2014年中期至去年底期間累計上漲30%，因美國經濟的表現好於其他國家，且金融市場為美國升息做好準備。美元今年以來下跌9%，因投資者已經下調許多預期，包括美國聯邦儲備委員會(FED)美聯儲收緊政策程度，以及總統特朗普在基礎建設支出、放鬆銀行業監管和稅改等方面的進展。

和美元相似的是，全球貿易也正處於一個轉捩點。中國、德國和英國的最新貿易數據顯示，6月和7月的經濟活動較分析師的預期疲軟得多。貿易佔全球經濟產出總量的比重在2012年-2016年這五年間連續下降，從25%下降至21%，部分回吐了1991年-2008年從14%至

25%的增幅，引起有關全球化已經觸頂的說法，尤其是在很多國家的經濟民族主義和保護主義抬頭的背景下。

國際局勢也不容樂觀。德國外交部長兼副總理加布利爾(Sigmar Gabriel)上月表示，美國可能對歐洲展開貿易戰，讓人「極為擔憂」，同時美國和中國的關係緊張升級。在美國總統特朗普準備對中國的知識產權與貿易做法發起調查之際，參議院兩黨議員本月罕見同調，敦促他對抗中國。此外，美國、加拿大和墨西哥下周開始重新談判北美自由貿易協定。

## 全球貿易總量上升利好

但是也有理由感到樂觀。近幾年貿易佔全球GDP的比重下降，最主要的原因可能是價格下降，而不是數量減少。

全球消費者物價通脹率去年為2.7%，幾乎為2012年的一半。全球貿易總量正在上升。根據美銀美林分析，今年前四個月全球貿易總量較上年同期增長8%左右。

他們還指出，新興市場的增長對貿易有利。過去25年，新興市場國家貿易商品的生產和消費佔比呈爆炸式增長。去年這些國家在全球產出方面的佔比達到40%，比1991年的20%擴大了一倍左右，未來幾年還將繼續上升。

而根據WorldFirst，在即將退歐的英國，今年第二季度中小型企業跨境外匯交易月均成交額較上年同期增長16%。

儘管明天可能陰雲籠罩，但今天企業的日子似乎還過得去。

(本報有刪節)

# 內地推「租售並舉」 香港可借鑒

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

2014年3月，《國家新型城鎮化規劃(2014-2020年)》中提出「租售並舉」和大力發展「住房租賃市場」。2017年7月18日，中央政府九部委出台《關於在人口淨流入的大中城市加快發展住房租賃市場的通知》，要求人口淨流入的大中城市加快發展住房租賃市場，選取廣州、深圳、南京等12個城市為首批試點。這十二個首批試點城市包括廣東省內4個(廣州、深圳、佛山、肇慶)、江蘇的南京、浙江的杭州、福建的廈門、湖北的武漢、四川的成都、遼寧的瀋陽、安徽的合肥及河南的鄭州。

## 十二首批試點城市 大灣區佔四席

中央倡議的粵港澳大灣區城市群中，已佔上四席，涵蓋大中小型城市，可以說廣東省是住房租賃市場研究的重點省。作為粵港澳大灣區內龍頭城市之一的香港，「租售並舉」政策能否成為特區政府和商業/公用機構的「他山之石」呢？

回顧一下香港的住宅租賃市場現狀。香港政府及相關半公營機構是公營住宅出租單位的單一供應商，而私人住宅單位主要由開發商、投資物業商及個別業主供給，開發商傾向將大部分一手房於建成後短期內完成出售，只會保留優質豪華單位和獨立屋作長期投資。不過市場絕大部分出租房源是來自個別小業主，透過中介公司租戶，收取約2%-3%年回報率。這個水平的平均回報率不太吸引，主要是業主並沒有提供住房外的附加服務。

## 港服務式公寓偏重較高租物業

如其他國內外經濟發達城市，過去四十年香港是一個人口淨流入的地方，一些投資商不滿足於低廉回報率便會轉化為服務式公寓的運營商，提供裝修、傢俬、清潔、傭工、送餐等附加服務，以賺取較高回報率。坦白來說，香港的服務式公寓運營商現時只會偏重於較高租值的物業，中下流的租賃市

場仍存有不少開發空間。

香港的科技教育水平不低，但是留不住科技人才成立初創雙創、孵化企業，當中主要原因是商業和住宅租金高企，尤其是中下流住宅單位租金不菲。為了扶助初創企業發展，特區政府應該考慮利用政策幫助公/私企業興建合理租金水平的住宅面向自主創業者及專業人士。如這份《通知》中提及金融政策上，特區政府可研究如何從立法、稅務、貸款優惠政策上向住房租賃企業的支持。

作為成熟的第三產業社會，香港私營企業可為內地租賃企業提供優質的服務，包括服務式公寓的運營經驗、租房信用和市場信息的數據平台創立和維護服務、設計/興建/改造租賃住宅的國際性經驗等等。現時運營的住宅租賃企業利用龐大內地商機，考慮同內地開發商和物業管理公司結盟，將擁有的豐富運營經驗「走出去」做大做強自身企業。無可否認，香港是亞洲公營住宅租賃服務的先驅者，香港居民已有四成多居住在公營房



■本欄建議，與廣東省鄰近城市合作興建合理租金水平的公營房屋，既可騰出本港部分公屋單位，也可輸出公屋發展經驗。

屋內。面對長期輪候公屋人士高企的事實，如何促進公屋單位輪候是迫切處理問題。

## 可在粵省鄰近城市建公營房屋

其中可行辦法是同廣東省鄰近城市合作興建合理租金水平的公營房屋，讓部分願意轉移至珠三角長期居住的長者交出單位。既可騰出部分公屋單位，也可輸出公營房屋發展



■朝鮮半島地緣政治風險升溫，韓股匯上周五波動尚算溫和。圖為韓國銀行外匯交易員。

美聯社

經驗，實是大灣區政府可以共同研議議題。香港奉行經濟自由化的社會，直搬入「租售並舉」政策似乎不太可行，但是從政策中選用合適部分，或政府和企業利用這個大機會輸出經驗，則是大家雙贏的。

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。