

# 中國進入發展新時代 新投資機會值得期待

財經述評

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

為期七天的中共十九大的召開及釋放的信息受到市場高度關注。下一步中國經濟金融發展將呈現哪些主題與熱點？筆者擬透過改革、穩定和發展三個關鍵詞談談個人的看法。

## 各項改革料循序漸進

在中國社會主要矛盾轉化為「人民日益增長的美好生活需要和不平衡不充分發展之間的矛盾」的背景之下，未來改革將更加注重系統性、整體性和協同性。十九大報告8次提到「互聯網」，充分顯示以科技與國戰略推動創新的決心。截至今年9月，內地網上零售總額近4.88億元人民幣，同比增長34.2%，遠高於零售總額10.2%的同比增速。《中國IT產業發展報告》顯示，去年

中國互聯網產業與國際先進水平的差距持續縮小，雲計算、大數據及人工智能將成為未來發展三大支柱。

過去五年供給側結構性改革穩步推進。內地製造業將呈現規模優勢向創新優勢發展的趨勢。今年前三季高技術製造業增加值佔規模以上工業增加值比重達12%，裝備製造業佔工業比重達21%；為滿足人民美好生活需要，品牌化、創新型需求將成為熱點。今年前三季最終消費支出對GDP增長的貢獻率達64.5%，持續成為經濟增長第一驅動力。

圍繞提升中產佔比、全民參保、提高農村人口消費等，中高端消費、共享經濟、綠色低碳、保險服務及現代供應鏈等主題將拓展；國企改革方面，年內預計有69家央企

集團及2,600多戶下屬企業完成公司制改制，混合所有制改革、去產能以及提升全球競爭力料持續推進。軍工領域信息與機械化以及軍民融合亦將為航空航天、船舶、兵器及軍用電子等行業提供成長空間。

## 穩定是改革發展的基石

增強金融服務實體經濟能力、推動多層次資本市場健康發展與強化監管、守住不發生系統性金融風險的底線成為重點：一是維護市場穩定。今年以來上海和深圳股市指數維持窄幅上揚，人民幣匯率走勢穩中趨強，未來料將延續該基調；二是金融去槓桿持續。《中國金融去槓桿進程報告》統計，今年第一季度中國銀行業負債端和資產端槓桿率分

別從去年末的72.4%和78.1%下降至71.2%和77.3%。

未來內地貨幣政策將繼續尋求支持經濟增長與遏制過度負債的平衡。三是房地產市場回歸平穩。目前北上廣深新建商品住宅價格同比漲幅連續11個月回落，二線城市同比漲幅連續9個月回落，預期未來房屋租賃市場有較大發展空間。

## 新時代發展揚帆啟航

中國經濟金融發展將在建設美麗中國、促進區域協調及擴大對外開放三個層面上持續推進。今年前三季內地萬元GDP能耗同比下降3.8%，未來將解決突出環境問題、加大生態系統保護力度及改革生態環境監管體制，

清潔能源、大氣/水/土壤/固廢處理以及環保監測等行業將加快發展。京津冀一體化、長江經濟帶、邊疆及南海島礁等區域發展戰略將引領未來內地北、中、南部協調發展，以「雄安新區」為龍頭的相關主題料會發酵。

在對外開放方面，內地將以「一帶一路」建設為重點形成陸海內外聯動、東西雙向互濟的開放格局。預期內地金融業開放將在有利於保護消費者利益、增強有序競爭和服務好實體經濟原則下，以人民幣匯率、人民幣資本項目可兌換及全面提升金融業對外服務水準（如提升外資持股比例、拓寬業務範圍等）為焦點。展望未來，多項經濟金融政策將呈現循序漸進的落實過程，值得市場投資者持續跟蹤與關注。

# 央行期望管理角度 耶倫最好泰勒次佳

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

百家觀點

一直以來，筆者認為金融海嘯後，央行為了拯救經濟，其實主要是拯救信心。究其原因，主要是當日金融市場的崩盤，說實在就是信心危機，大家一齊不問價錢，只求變現，絕對是非常時期，自然有非常手段出招。

危機時，非常時期，非常手段。如今經歷十年，經濟復甦，不是個別地方，而是全球性的，當中有快有慢，但不影響大勢。既然如此，央行自然由當日的那樣，希望市場對其行動有反應，對如今最好完全沒反應。

## 央行展示正常化路線圖

無論如何，期望管理一直都是重點，稍一不慎，市場的震盪可能令央行所做的事，一次過前功盡廢。相反，若一切進行順利，配合實體經濟復甦不錯，則貨幣政策正常化，由美國幾年前退市和加息，到如今縮表，其他地方跟隨，資金逐步由債市流出，重投股市，重過正常的日子，可說是正常化的時間表和路線圖。

問題是，如今看來復甦不錯，不等於絕對沒有波折。誠如美聯儲主席耶倫回答記者所說，即使稍後經濟未必強勁，但非常規舉措，盡可能依時退出，可斟酌部分留在常規加息決定。如此一來，沒太多空間亂來。

## 耶倫留任可減市場震盪

是的，近日對於下一屆美聯儲主席的人選，若從大方向看，我認為最好讓耶倫留任，因為可以減少市場震盪。不論



近日市場關注下一屆美聯儲主席的人選，分析多認為最好讓耶倫留任，因為可以減少市場震盪。圖為紐約證券交易所。資料圖片

新的人選多好，交接過程始終不可能完美，而市場要重新認識和適應一番，這一點對期望管理不是最理想。

何況，即使特朗普在競選時，基於選票的考慮，多番的批評耶倫，但近日也得公開表態讚揚。當然，他本人的反覆善變，全球聞名，說什麼作不得準。但一切自有公論，由伯南克手上接棒至今，耶倫做得實在好，可以勝任期望管理的重任，把應做之事堅持去做完。

## 泰勒若當選利增透明度

當然，政治任命，不一定是書生論政，務實一點好，少談一點理想。若特

朗普真要另選一個，最理性務實的決定而言，泰勒應是最佳人選。一方面，其本身強調着依規則行事的決策過程，有利增加央行透明度，創造期望管理的較佳條件，這一點對於後量寬時代，央行開始縮表，相當關鍵。二來，對於央行，應該盡可能維持政治中立，技術官僚的色彩愈濃愈好。是的，過去兩任是教授，若耶倫不在人選中，泰勒無疑是較佳之選。

老實說，即使特朗普若要安插人物，乾脆放在財政政策領域好了，老實說，干預央行絕無好處，因為影響或干預央行，對於貨幣政策的中立性和專業判

斷，絕對是得不償失。

值得一提，外界有種觀點認為泰勒屬於鷹派，其實未必。所謂鷹鴿之分，純屬大家想當然，包括認為其對加息的傾向，例如，以泰勒法則去計算，可能金融海嘯和如今，要不就是息口不夠低，不能刺激經濟，要不就是不夠高，未能對付通脹風險云云。

大家憑着其公式去計算，認為其就任後，要加息空間有多少。然而，只要一在其任，有各種制度上的安排及規則，其實也不一定完全就是泰勒一個人憑其泰勒法則說了是，這一點大家可能忽略了。

# 安倍眾議院勝選 外交或引鄰國關注

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員

提早眾議院選舉，而選前被看淡的首相安倍晉三，在這場被外界視為豪賭中勝出。有當地政界人士指，是受到風暴吹襲日本，影響大選。

亦有指選前有希望成為首相的希望之黨領袖小池百合子，由於政綱的失誤而敗選。另外，新晉的年輕選民較受惠於目前的低失業率，故較傾向安倍連任首相。究竟哪一個因素是較全面的理由？對日本經濟及政治情況又會帶來什麼影響呢？

## 對手政綱及選舉策略失誤

安倍能夠於這次眾議院選舉中勝出，主要有兩大原因。首先，是原本有希望打敗安倍的東京都知事小池百合子，在

她成立的希望之黨在政綱及選舉策略上出現錯誤。希望之黨未能摒棄門戶之見，小池被指拒絕到民進黨人出戰的選區拉票。另外，希望之黨的政策倡議缺乏實質內容，小池身為黨魁卻不參選，難以令選民信服。

## 年輕選民投資意向成關鍵

另外，由於今次大選的選民年齡降至18歲，故這批新選民的投票意向亦成為關鍵。

由於日本目前的失業率已降至2.8%，是二十三年以來最低，故年輕人普遍較受惠於就業市場持續擴張的因素。據了解，當地今年3月畢業的大學生中，有近九成八已找到工作，是有史以來最

高。因此，難怪年輕選民較支持安倍連任首相。

此外，安倍有望成為當地歷來最長時間的首相。雖然安倍經濟學仍未完全成功，而他的妻子近期亦涉及右翼團體的捐款與低價賣地的政治醜聞，但由於反對黨早年管治國家，但又未能改善持續疲弱的經濟，故只要安倍的經濟政策為日本經濟帶來穩定，便足以獲得選民支持。

另外，安倍在國際外交舞台上獲得不少大國的信任，例如美國及俄羅斯。雖然安倍與中國等鄰國的外交關係，因為推動憲法而令關係轉差，但對外關係回應得體，令日本國民對其的外交處理有信心。因此，亦是獲得日本選民支持的

原因。

## 安倍或推新政策刺激經濟

經濟方面，預期將會上調消費稅。於2019年10月起，把消費稅由8%上調至10%，而最終目標是上調至15%。開放禁賭，安倍將進一步推出經濟改革措施，當中包括透過舉辦東京奧運，以刺激當地旅遊業，以刺激經濟增長。另外，預料將會開賭牌，料與澳門將會有一番競爭。

財政政策方面，政府將推出新一輪刺激財政措施，市場預計規模為2萬億日圓。貨幣政策將支持日本央行維持寬鬆貨幣政策，直至通脹回升至2%的目標。

# 新能源補貼提前退坡20%?

鄒天龍 瑞銀證券汽車行業分析師

近日，電單車/電動汽車資源網等新能源汽車行業網站報道稱，原定於2019年退坡20%的新能源補貼可能將提前一年實施。儘管尚未得到有關部門的證實，我們在與行業專家交流後，認為不能排除補貼提前退坡的可能性。相比於全球新能源車虧損生產的現狀，中國新能源汽車在日前補貼下淨利率高於傳統燃油車。儘管17年補貼已經退坡20%，且去年銷量基數偏高，17YTD新能源汽車銷量仍同比增長38%。

## 汽車行業利潤率高於國際

全球少有OEM能夠在現階段盈利生產新能源車。但在中國，考慮到政府補貼，生產電動車的盈利狀況通常好於傳統燃油車。不僅是OEM，電池供應商也可獲得更高利潤率。相比之下，韓國

電池供應商因價格壓力仍在虧損。可見，中國整個新能源產業鏈都因政府補貼而受益。

## 新能源行業技術進步顯著

我們認為，新能源汽車的競爭力提升來自於比傳統燃油車更快速的成本下降，以及更顯著的性能改善。近年來，電池成本每年降幅超10%，電池能量密度不斷攀升，使用NCM三元電池的比例逐漸增加。我們認為行業的快速進步也是導致補貼可能下降的原因之一。

自從今年九月份以來，新能源相關股票大幅上漲。如果補貼將提前退坡，相關標的估值可能有所下降。但我們仍認為，電動化是汽車行業的大勢所趨。現階段，我們靜待政策的進一步明確。

# 實現遠距離輸電 特高壓前景看好

陳曉光 比雷達證券(香港) 研究部高級研究員

特高壓是一種能夠遠距離、大容量、低損耗運輸電力的電網技術，近年內地在此技術方面取得重大突破，多條特高壓輸電線路投入運營，產生巨大經濟和社會效益。特高壓電網建設能夠有效化解內地能源資源分佈不均的難題，前景值得關注。

## 特高壓技術緩解新能源消納

特高壓技術使遠距離電力傳輸成為可能，有助緩解新能源消納問題。今年上半年，內地棄風電量235億千瓦時，棄風率同比下降約7個百分點；棄光電量37億千瓦時，棄光率同比下降4.5個百分點，棄風棄光問題明顯改善。

2016年底內地特高壓線路迴路長度及變電設備容量分別較上年增長42.7%及66.5%，35至110千伏電壓等級的配電設備容量增長11.8%，增速加快。目前內地累計建成「八交七直」15條特高壓線路，同時有「二交四直」6條線路在建，形成了「西電東送」、「北電南送」的特高壓輸電網絡。不過，要解決西北五省棄風棄光的問題，至少還需再建設5條特高壓輸電線路。

同時，特高壓線路亦能有效緩解西南地區水電過剩問題。近日發改委要求加快建設雲貴、川陝的輸電通道建設，目標至2020年實現新增四川送電能力2,000萬千瓦以上、新增雲南送電能力1,300萬千瓦以上，以緩解西南地區棄水問題。

## 柔性直流輸電技術出口看好

周邊國家互聯互通的輸電線路，實現電力出口，緩解產能過剩問題。

此外，內地積極將特高壓技術「走出去」，包括成功投資運營7個國家和地區的骨幹能源網，以及中標英國項目，實現柔性直流輸電技術出口，極具發展前景。綜合來看，特高壓技術不但能解決內地能源資源分配不均問題，還實現向周邊國家輸送電能，配合「一帶一路」倡議，更可出口技術以解決其他國家遠距離電力運輸難題。隨着技術普及，其電網建設需求增長空間大，相關設備企業料持續受惠，前景值得留意。

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。