



經濟觀察家



明觀四海

中國在認同「一帶一路」倡議的國家和地區進行國家級基礎建設並與其互通有無，通過中國改革開放所累積的現代化製造業服務各國的需求，投放和服務的過程中必然會使用大量的國家外匯儲備。「一帶一路」倡議的具體落實必然會增加中國在區域經濟間的主導權，增加人民幣在區域間的認受性。亞洲基礎設施投資銀行的成立為「一帶一路」的建設補充了部分外匯資源，「一帶一路」的持續投放和經貿服務往來，需要解決外匯資源補充及人民幣認受性的金融課題。

絲路智谷研究院研究員 王堅



►大灣區內擁有充足的產業發展資源，成為中國金融科技創新發展的試驗田

大灣區金融科技發展 港澳理當創新排頭兵

2015年3月，粵港澳大灣區發展的倡議被提出，為支持「一帶一路」的建設，推動灣區內城市升級、優化區內合作互補，深化中國的改革開放，推動產業升級和人民幣國際認受性。《粵港澳大灣區發展規劃綱要》（以下簡稱《綱要》）於2019年2月出台，筆者與澳門電子金融產業貿易促進會執行會長王超，創新地提出《大灣區跨境新零售》定義，通過研究與實踐的雙軌並進探索和發展。《綱要》已成為推動中國「一帶一路」發展的火車頭，而「人民幣國際化」無疑將成為綱要核心內涵之一。

人幣國際化迎機遇

大灣區內擁有充足的產業發展資源，「一國兩制」將成為大灣區經濟融合發展的政治體制基礎，促進大灣區成為中國金融科技创新發展的試驗田。《大灣區跨境新零售》定義的提出，為大灣區金融科技创新發展建立理論基礎，以充分體現科技發展將推動金融的全面革新發展，利用大灣區政策上的「先行先試」特性，期待為中國「一帶一路」政策具體實現形成一股巨大的金融科技推力，為中國「人民幣國際化」發展有所貢獻。

粵港澳大灣區發展規劃綱要中與「人民幣國際化」相關的部分內容包括：1) 強化香港全球離岸人民幣業務樞紐地位。2) 澳門建設葡語系國家人民幣清算中心。3) 澳門建立以人民幣計價結算的證券市場、綠色金融平台、中葡金融服務平台。4) 逐步擴大大灣區內人民幣跨境使用規模和範圍。5) 大灣區內的企業可按規定跨境發行人民幣債券。由此可見，充分地發揮香港、澳門境內、外引領的作用，需要達到的重要目標包括推動人民幣國際化和補充外匯用以支持「一帶一路」建設。

通過對綱要的理解，我們不難發現香港的定位是離岸人民幣結算中心，澳門的定位是製造人民幣金融產品及交易市場。最近國家擬給予澳門特區設立證券交易所的機會，相關內容正在研究過程。這個證券交易所的前面有三個字「人民幣」證券交易所。香港、澳門應該借此東風融入國家戰略發展的布局，在「一帶一路」建設的過程中找到自己的定位。債券交易所、證券交

易所等金融交易場需要金融土壤，其主要包括資本帳項下和經常帳項下所形成的資產。「一帶一路」建設的過程中會形成資本項下的長期資產，海外的資產項目通過香港、澳門地區以人民幣計價形成中、長期的金融資產，為「一帶一路」的建設貢獻一份綿力。經常帳項下的跨境交易，消費類、一般貿易類、服務貿易類等以人民幣作為中間計價，通過金融科技方式的介入確定其真實交易背景，實現真正意義上（信息流／現金流／物流）的三單對碰。所形成的金融資產以人民幣作為中間計價，逐步實現可雙向進行跨境交易。

香港、澳門兩特區金融市場仍視作境外金融市場。大灣區綱要兩次提及香港需強化其全球離岸人民幣樞紐地位，支持澳門成為中葡人民幣清算中心、建立人民幣計價的證券市場。至今為止，中國人民銀行的政策為資本帳項下本外匯逐步開放。目前，經常帳項下人民幣科目已經完全開放，然而外匯仍採用審批制。跨境的金融創新可以側重在經常帳人民幣計價的科目內容，將其衍生的金融產品以人民幣計價，並實現互連互通。讓香港、澳門聯動祖國大陸各地區，成為人民幣經常帳金融產品的創新區域，按目前內地低風險的金融產品的收益率，境外所形成的人民幣金融產品必然會吸引全球各地投資者的眼光。放眼未來，香港、澳門將成為中國備受矚目的流動外匯儲備及交易中心。

跨境電商大有可為

金融科技的發展促使國際間中小企業密切的商貿往來，由海淘代購促使跨境電商的崛起，從人民幣國際化思考跨境電商的歷史使命，我們不斷思索在國家發展的大戰略中多元化的戰略與戰術交互使用，中國經濟的國際大融合確實需要具備宏觀長遠及獨特銳利的眼光。以「一帶一路」國家發展國策為方向、人民幣國際化戰略為主軸，跨境新零售、跨境電商等建設為具體戰術的發展，各項國家戰略與戰術的運用上，對中國經濟的未來發展我們從中可以略窺一二。

跨境電商的出現其實質意義上不僅在於讓中國人民可以買到優質的母嬰產品，更是要讓中國企業反省商品質量才

是企業生存的重要基礎，逐利的本能與社會責任間並不存在矛盾，而是相輔相承的，同時亦將成為企業永續經營的尊嚴。

跨境電商的發展，在於對中國企業敲響商品質量及道德底線的警鐘，同時亦將對傳統貿易代理體制造成巨大的改革壓力。跨境電商是一種平台服務機制，發展的極至乃是廠商可以直接向終端消費者供貨的產銷模式，互聯網的快速發展令信息不再局限在小眾手裏，商品及服務信息的透明化亦將進一步壓縮代理制度的巨大中間利潤。只有站在消費者利益、商品質量監控、快速產銷服務的角度考慮，建立中間商的真正存在價值，為商品經濟的健康發展發揮社會效益才是王道。

隨着人民幣走向國際化，跨境電商將變成中國人另一個跨境消費渠道。在強大的消費熱浪下，中國與世界各國間的貿易黏度逐漸增加，中國亦將漸由世界工廠成長為世界上主要的消費市場，這樣的轉變對人民幣的國際認受度將是致關重要的。人民幣跨境的發展現已漸成效，中國與世界多國間建立了貨幣互換機制，且離岸人民幣資金池已成規模，人民幣於國際貿易上的結算功能將是國際化的重要一步。

現階段離岸人民幣投資產品的缺乏，確阻礙了人民幣國際化的腳步，跨境新零售產業的發展與國際投資市場的對接，是解決此一難題的重要關鍵。進而以人民幣作為境外銀聯卡商戶、跨境電商供貨商戶的結算貨幣，隨經濟大勢發展是可預見的。

跨境電商的布局是雙向互通的，大量進口優質產品也代表着可以大量的出口優質中國貨。從「一帶一路」的海上絲綢之路，我們不難發現認同倡議的大部分國家都是發展中的第三世界國家。中國跨境新零售及跨境電商行業發展的第一波，將為這些國家帶來商品及旅遊等領域的無限商機，反向地，這些發展中國家亦將成為中國企業未來發展的巨大潛在市場。

國家發展戰略布局嚴密，而跨境電商屬戰術應用層面，與老百姓的生活息息相關，港澳地區能否抓住機遇，就需要特區政府、企業家及老百姓探討在短期利益與長期發展之間如何取得平衡。

消費動力有望溫和抬升

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實



實話世經

「疾風知勁草，路遙知馬力。」2019年上半年，伴隨外部貿易摩擦風險和內部金融改革壓力，中國投資增速中樞下滑，而消費引擎卻保持穩健，支撐中國經濟守住增長底線。從結構來看，中國消費目前仍位於新舊動能轉變的過渡期，消費升級的長期潛力有望進一步兌現。展望下半年，得益於內外利好消息的釋放，消費動力料將穩中有升，「大消費」的價值主線預計將加速向資本市場映射。支撐上半年增長，消費引擎發揮關鍵作用。2019年上半年，中國經濟遭遇綜合性的「壓力測試」：外有貿易博弈風險一度逼近失控紅線，內有結構性去槓桿深化、打破剛兌導致的改革陣痛；數量層面有PMI（製造業採購經理指數）、工業增加值增速等高頻指標的波動加劇，價格層面有「豬周期」驅動的通脹衝頂。

歷經種種考驗之後，上半年中國經濟同比增速為6.3%，這一增速在今年政府工作報告的目標區間中仍居於中檔水準，也略高於市場此前對今年增速底線的普遍預期（6.2%）。從結構特點來看，消費引擎保持穩定，而投資引擎的降速是二季度增長減弱的主因。其中，上半年居民人均可支配收入同比名義增長8.8%，帶動社會消費品零售總額同比增長8.4%，兩者均較一季度提振0.1個百分點；而上半年固定資產投資同比增長僅5.8%，較一季度下滑0.5個百分點。有鑒於此，考慮到當前製造業投資增速相對疲弱，以及房地產「高周轉」策略逐漸退出，下半年消費引擎仍將是中國經濟「穩增長」主要發力點。

跨越新舊錯配，消費潛力仍有釋放空間。2016年至今，中國居民總體消費意願比例震盪上行，2019年雖在外部衝擊下有所回落，但仍居於高位，而大額商品消費意願比例持續下行，至2019年已經觸及歷史低谷。上述現象共同表明，中國消費升級趨勢並未在總量上被外部風險阻斷，

而正處於結構上的新老交替階段。其中，舊部分是傳統的大額商品消費，主要以汽車、高檔商品消費為代表；新部分則是消費升級重心下沉，從高檔消費品轉向中檔消費品、從一二線城市轉向低線城市和農村地區。

網購增速持續走高

受制於商業模式、物流運輸、交易成本、信息匹配等因素，消費重心下沉的潛力未能充分釋放，業態調整的先行者和落後者產生巨大反差。這表現為，2019年上半年，更加依靠傳統零售業態的春節消費表現不佳，黄金周消費增速首次降至個位數，低至8.5%，較上年下滑約1.7個百分點。相反，「6·18」電商節則依靠80後-00後的新人群，低線城市的新市場，以及直播帶貨、定製化產品等新渠道，跨越了上述不利因素，實現了消費額的爆發式增長。從整體來看，較之於社會消費品零售總額，中國網上零售的增長表現更為亮眼。上半年，全國網上零售額同比增速為17.8%，比一季度提振2.5個百分點，也驗證了消費新潛力的廣闊空間。

內外利好疊加，消費動力有望溫和抬升。展望下半年，從外部來看，隨着貿易磋商重啟，居民預防性儲蓄動機料將有所減弱，同時避險情緒的消退也正引導中國金融市場漸次回暖。至7月初，中國股市年內累計收益率有所反彈，「財富效應」料將有所修復，預計將與國內增值稅減稅的「降價效應」產生共振，提升居民消費能力。由此，消費傾向和消費能力的同步改善有望對居民消費發揮穩定作用。從內部來看，汽車消費的失速是拖累上半年消費增長的主因之一。6月初至今，得益於政策調整，乘用車消費增速已呈現由負轉正的趨勢。下半年，在「因城施策」的基礎上，放鬆限購等消費促進政策有望加碼，進一步增強上述趨勢。基於內外部因素，「大消費」將依然是下半年市場價值主線。而CPI和PPI剪刀差的延續，有望進一步改善消費行業的盈利狀況，加速這一主線向資本市場的映射。



▲中國消費升級趨勢在總量上並未被外部風險阻斷，而是正在處於結構上的新老交替階段

美元跌金價升 樓市還會軟嗎？

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

美國有可能減息消息一出，美元應聲下挫，資金避開美元流入黃金及日圓等貨幣。金價升幅顯著，由於黃金與住宅等物業同屬實物，儘管香港面對本身社會問題及中美角力，住宅樓市依然得到買家支持。

在6月19日美國聯邦儲備局進行議息，議息聲明決定維持利率不變，聯邦基金利率目標範圍保持在2.25至2.5厘。從聯儲局點陣圖顯示，17名官員當中，1名官員預計今年減息一次，7名預計減息兩次。

降息助美政府減負

議息之前，美元已有走軟跡象，淡靜多時的黃金近期走勢凌厲，不消一周由1345美元升上1431美元，勁

升86美元或6.39%至六年高位。不少投資銀行都相信，經濟欠佳的美國有可能在短期內落實減息，因為美國近期所公布的經濟數據不大理想，而美國總統特朗普亦希望聯儲局減息，在下半年美國減息將會成為事實。加上美國政府及國民的總負債最近升勢急，減息對美國整體的利息開支有幫助。美國財長姆努欽亦建議，假如國會領袖無法達成開支預算共識，希望他們同意豁免政府毋須遵守國債上限要求一年，藉以避免美國政府再度陷入違約及可能局部停擺的困局。由此看到美國政府非常「水緊」，期望減息打救。特朗普掀起貿易戰，美國本身亦被拖累，經濟轉差不利本港。從另一個角度看，美國減息，本港供樓人士將來不用擔心息慮反擊，按揭供款維持在低息水平，令本港樓市吸引力增加，後市料反覆向好。