



▲若果全球化進入深度調整周期，中國或面臨全球市場萎縮和外部環境嚴峻的挑戰

中國「雙循環」發展穩經濟

中國經濟延續復甦態勢，二季度呈現加速恢復趨勢，GDP轉為適度正增長，房地產、汽車、基礎消費和基礎設施投資均大幅回升，預計下半年GDP增速或超過5%，逐步回歸接近潛在增速水平。海外疫情導致全球需求低迷和供應鏈中斷，中美關係緊張進一步打擊跨境貿易和投資，中國依然存在疫情局部復發風險，外貿部門和聚集性服務消費恢復相對滯後，中國經濟仍面臨諸多不確定。中國貨幣政策已有所微調，但尚不能大幅收緊。

江南曉望
程漫江、葉丙南、張婉
中銀國際

各部門生產和供給的恢復快於需求的恢復。由於中國疫情較早得到基本控制，工作場景進行防疫改造，企業復工復產進度較快，推動生產和供給相對較快恢復，工業增加值在3月跌幅大幅收窄，4月即恢復正增長，6月增速達到4.8%，與2019年增速僅差0.9個百分點。消費者對疫情的擔心情緒尚未完全消除，加上消費行為慣性，需求恢復速度慢於生產和供給，6月社會零售額和服務消費尚未實現正增長。

二季度經濟好於預期

工業恢復速度快於服務業。由於服務業具有人力密集和聚集消費屬性，恢復速度相對較慢，尤其是公共交通、旅遊、餐飲、住宿等服務仍延續同比下跌趨勢。二季度服務業GDP增長1.9%，顯著低於第二產業GDP增速4.7%。6月餐飲業零售額同比下降近20%，民航和鐵路客運量同比降幅仍超過40%。

從消費類別恢復情況來看，必需品消費好於耐用品消費，耐用品消費好於聚集性服務消費，線上消費好於線下消費。二季度食品飲料、日用品、藥品等必需品零售額保持快速增長，多數產品增速超過10%，辦公用品、通訊器材、汽車和家電等耐用品零售額回升較快，跌幅快速收窄，在第二季度基本轉為正增長，網上商品和服務零售額上半年增長7.3%，二季度單季增速達到13%-14%，但餐飲、住宿、旅遊等消費同比仍延續較大幅度的下跌態勢。

固定資產投資恢復較快，房地產投資和基礎設施投資恢復快於製造業投資。固定資產投資增速從一季度的下跌16.1%收窄至上半年的下跌3.1%，房地產開發投資和基建投資分別從一季度下跌7.7%和16.4%，轉為上半年增長1.9%和下跌0.1%，其中6月單月分別明顯增長8.5%和8.4%，製造業投資繼一季度下降25.2%後上半年仍下跌11.7%，對應6月單月仍下跌3.5%。

受海外疫情對全球需求和供應鏈的影響，進出口恢復相對滯後，但6月以來有明顯改善，一方面與疫情有關的醫療用品出口、居家辦公用品和娛樂電子產品出口增長迅猛，醫療設備和包括口罩的紡織用品美元計價出口上半年分別大幅增

長41.4%和27.8%，另一方面歐美經濟重啟和企業復工帶動大部分產品出口有所改善。

秋冬季節增疫情不確定性

展望下半年，中國經濟將延續復甦態勢。一方面，隨着海外發達國家自5月重啟經濟活動，全球經濟預計將在下半年逐步修復，雖然三季度大概率仍將低於去年同期，但降幅將較二季度明顯收窄，歐元區和美國製造業PMI（採購經理人指數）近期也重回50以上的擴張區間。海外復工復產將同時帶來全球供應鏈的恢復和生產預期的改善，能源和基本金屬等大宗商品價格已經出現了明顯反彈並帶動PPI價格指數回升和工業企業利潤改善。

另一方面，國內需求也將逐步恢復。首先，在寬鬆的貨幣財政政策背景下，基建投資和房地產投資預計將保持較快增長，近期以汽車代表的大宗耐用品消費也明顯好轉，中汽協汽車銷量5-6月開始同比增長10%以上；其次，國內常態化疫情防控取得成效，近期電影院的室內活動場所也宣布開放，預計將帶動旅遊、跨省出行、餐飲、娛樂等消費需求逐步回升。筆者維持今年全年GDP增長2.5%，明年增長7.6%的預測。

但中國經濟仍面臨一些不確定性因素。第一是全球疫情的不確定性，目前海外疫情依然嚴重，不排除秋冬季節包括中國在內的全球疫情再次蔓延的風險，中國與全球經濟被阻斷狀態可能持續，全球供應鏈循環再次受阻，對中國經濟產生負面影響；第二是中美關係緊張，由於兩國疫情應對效果的巨大反差和美國大選的政治周期，中美關係進一步緊張，加劇全球經貿和投資活動疲弱程度。

貨幣政策難大幅收緊

隨着經濟活動延續復甦態勢，中國已率先釋放出貨幣政策調整信號，貨幣政策最寬鬆的時期已經過去。貨幣市場和債券市場利率顯著上升，7天銀行間質押回購利率和2年期國債收益率分別從4月末的1.9%和1.3%上升到6月末的3.1%和2.2%。人民銀行指出，可能考慮退出疫情期間實施一些寬鬆政策，部分城市加碼房地產調控，落實「房住不炒」和不把房地產作為短期刺激經濟的手段。

目前中國經濟增速仍低於潛在增速，未來仍面臨較大不確定性，地方政府和中小企業面臨極大壓力，民眾尤其是大學生的就業形勢嚴峻，貨幣政策尚不能大幅收緊。筆者認為央行未來將保持流動性

合理充裕，支持信貸平穩增長，更加注重定向或結構性寬鬆，加大對中小企業和重點製造業的信貸支持。

7月30日召開的中央政治局會議對下半年經濟工作進行部署，肯定了二季度經濟較快恢復勢頭，但表示當前經濟形勢仍然複雜嚴峻，不穩定性不確定性較大，其中存在眾多中長期問題。中央決策層從持久戰的角度出發，明確未來中國將以擴大內需為戰略焦點，再次強調將加快構建以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。

當前全球化將進入深度調整周期，中國面臨全球市場萎縮和外部環境嚴峻的挑戰。中國一方面需要充分挖掘超大規模市場優勢，激發各類經濟活動主體的活力，擴大國內需求，從而保持經濟、社會和就業的穩定運轉。根據政治局會議的部署，擴大國內需求，要同時擴大最終消費和有效投資，並推動重大區域發展，與之相關的居民消費升級，新型基礎設施建設，新型城鎮化建設以及城市群、都市圈的一體化發展是擴大內需的重點。

加強國際合作達致共贏

另一方面，面臨高度不確定性的疫情走勢和海外政治環境，為了保持國內產業鏈、供應鏈的穩定性和競爭力，政治局會議提出要同時「補短板」和「鍛長板」。中國已經具備產業鏈的優勢基礎，部分製造水平也位居世界前列，未來在鞏固和發揮上述優勢的同時，也將加快技術創新和產業升級，特別補齊核心技術短板，實現產業鏈現代化建設，向全球產業鏈的更高端邁進。

但以國內大循環為主體並不等於閉門造車，政治局會議表明和平與發展仍是時代主題，未來發展仍需實現國內國際雙循環相互促進的新局面。構建「雙循環」新發展格局意味着中國將繼續加快全面開放，更好利用國際國內兩個市場、兩種資源，推動國內國際雙循環相互促進，加快全面開放進程，完善營商環境和產權保護，吸引國際人才、技術和資本，大力推動創新，實現中國與世界雙贏。產業鏈的現代化建設是長期投入的過程，越是精密複雜的高科技產品越是需要來自不同國家的高技術和設備合作。未來，繼續擴大開放和加強國際合作依然是促進科學技術進步的重要路徑。

（作者程漫江為中銀國際首席經濟學家，葉丙南為資深宏觀分析師，張婉為宏觀分析師）

中國GDP進一步追貼美國

廟堂江湖
沈凌
德國波恩大學經濟學博士

美國二季度GDP數據出來後，國內全體自媒體都嗨了。美國經濟增速下降了32.9%，差不多跌掉了三分之一，實在太驚人了。因為我們最糟糕的一季度才下跌了6.8%嘛。事實真的如此嗎？

美國和中國的統計方法是不一樣的。中國的GDP數據不經過季節調整，所以一般來講2月份的數據一定比其他月份低很多，因為2月份有春節因素，大家都放假了，GDP怎麼會高呢？同時，2月份的日曆也比其他月份少幾天，所以下降是合理的。因此，中國數據一般都進行同比，今年2月份和去年2月份對比，而不進行環比。但是美國的數據都是經過季節性調整的，比如上面說的那些問題都可以通過歷史的大數據分析，把它適當地修改了，於是2月份變成可以和3月份對比了。因此，美國的數據都是經過季節性調整的環比。

本來這也沒啥，那麼我們用美國的環比增長率 and 中國的同比增長率對比就好了。但是美國人為了表示特立獨行，又搞出來一個年化環比增長率。假設二季度相比一季度增長1%，太難看，我們把它進行年化計算。如果這個1%持續四個季度，也就是變成一年的話，這一年的增長率是多少？那就是4.06%。因為是復利計算，比簡單的乘以四多一點點。所以現在公布的-32.9%，實際上就是二季度相比一季度下降了9.5%。想想我們一季度同比降幅是6.8%，那麼其實美國的降幅並沒有想像中那麼大。

第二個問題是：上面的這些對比都是增長率的對比，那麼GDP的數值兩個國家之間相差多少呢？這時候，為了計算上述GDP增長率的實際GDP數值又變得那麼好用了。因為實際GDP的計算基於不同的年份的價格，比如美國可以基於2012年的價格，中國可以基於2010年的價格，那麼計算出來的GDP數值當然不能對比。所以，進行國家之間的比較時，其實最好還

是用現價計算的名義GDP比較好。不少人擔心通貨膨脹的影響，其實沒有必要，特別是在較長時期內的比較，通貨膨脹的影響將會被匯率抵消掉。

2019年，中國的GDP是99萬億元人民幣，大致上相當於14.1萬億美元，而美國的GDP是21.4萬億美元。中國是美國的66%，差不多三分之二。一季度中國經受疫情衝擊，GDP大幅度的下跌，二季度美國經受疫情衝擊，也一樣大幅度的下跌，所以，對比兩個國家上半年的GDP，比較客觀。

中國上半年的GDP是6.57萬億美元（按照一比七的匯率計算），那麼美國呢？這又比較麻煩一點。因為美國的經濟統計報告並不直接給出每個季度的名義GDP，而是報告一個年化的季度名義GDP數值，實際上就是當季數值乘以4。這樣推算的話，一季度是5.385萬億美元，二季度是4.8525萬億美元，上半年合計是10.23萬億美元。中國相較於美國，其實只有64%，比去年情況還低了兩個百分點。

所以綜合起來，美國並沒有比中國差多少，倒還是中國，比美國相對差了一點點。這個結果或許不那麼讓人振奮，因為我們的印象中，中國的疫情遠比美國情況好，美國亂了那麼久，為啥GDP並不見得比中國下降的多呢？

其實這是因為中國首先遇到衝擊，不確定性遠大於美國，所以我們的一季度從6%下降到-6%，落差很大。好在現在已經控制住了，不確定性顯著下降，我們有理由預測下半年中國經濟將會恢復到正常的增長軌道上來，那樣的話，全年的經濟將會在102萬億人民幣左右，也就是14.5萬億美元。而美國的疫情加上選情，都不明朗，不確定性並未消退，所以經濟復甦也不明顯。假設下半年持續變現為二季度的情況，那麼全年的GDP就是在20萬億美元左右。

如果那樣的話，中國將會是美國的72.5%，接近四分之三。這會是二戰以來從來沒有出現過的情況。特別是美國匯率還會因為疫情和經濟的問題繼續下降，那麼從名義GDP上看，中國趕上美國的時間還會進一步提前，這並非不可能的事情。

上半年樓按回顧（下）

談樓說按
王美鳳
中原按揭經紀董事總經理

【文接7月20日A13版】

今年按揭市場較令人關注的是，銀行在樓市轉旺、銀行結餘上升、息率下跌的環境下，卻接連上調按息及削減優惠，樓按取態亦持續保守。由於環球疫情之廣泛爆發屬前所未見，多國疫情仍嚴峻，令全球經濟受衝擊並帶連鎖性影響，經濟復甦時間難以掌控；加上中美關係越趨緊張，市場仍存多方面不確定性。

本地疫情最近再次反彈，經濟已難免下滑，失業率上升，銀行面對市場潛在風險警覺性增加，在避險因素下樓按取態趨於保守。另外，今年息率向下或令銀行淨息差受壓，銀行以大型銀行為首現階段對於控制資金成本重要性放前，在大型銀行具指標性調整下，其他銀行亦相繼跟隨調整按揭。

今年銀行接連調整按揭後，一般400多萬按揭金額之按息由年初約H+1.3%上調至H+1.5%，現金回贈由高達貸款額1.5%降至0.2%，600萬以上較大按揭金額之按息可低至H+1.45%，現金回贈提高至0.5%，而大型銀行之轉按現金回贈則一律降至0.2%。今年銀行除了進一步控制資金成本，亦反映銀行看淡轉按業務，並扭轉過往客戶「每兩年轉一轉」轉按成風影響銀行按揭收益的經營環境。

儘管今年銀行上調按息，但實際加幅輕微，僅累達0.2厘，美國大幅減息令港元拆息跌幅亦擴大，足令H按息跌幅抵銷銀行加息幅度之餘，亦較年初享有減息幅度，現時調整後之市場H按息一般為1.76厘，較年初封頂息率水平2.5厘等同可享減息0.74厘，用家仍受惠於減息，故此銀行上調按息對樓市未構成影響。

拆息續低位供樓受惠

今年美國為應對新冠肺炎疫情累計減息達1.5厘至歷史低水平，原則上港息應貼近美息，但去年四季度至今港元拆息持續高於美息，反映銀行保留資金意欲較大。隨着港元呈現強勢，金管局已多次向市場注資，銀行結餘由今年首季約540億元上升至最近為1800億元水平；銀行流動性顯著增加下，與樓按相關的1個月拆息由年初高逾2%水平降至最近為0.26%，港元拆息逐步回落至較趨近美息。

美國疫情仍嚴峻，超低息及寬鬆貨幣政策須長時間維持，美國聯邦儲備局已預計目前低息水平須維持至2022年，並持續無限量QE（量化寬鬆），港息跟隨美息下，意味本港息率在較長時間內維持甚低水平，近月樓市向好，或吸引部分資金流入樓市，對樓市帶來支持。近月拆息下跌令H按息自4月底起跌穿P按封頂息，並與P按息差拉闊，在H按減息優勢下，H按市場比例由年初約80%推升至5月份達91%，相信今年H按仍會繼續主導市場。