▲七月新訂單和生產量指數雙雙走強，表明中國製造業增長動能邊際改善

中國經濟下半年料增6%

考慮到大部分經濟活動已基本恢復常態，預計整體經濟還有望進一步回暖，但環比反彈勢頭可能會明顯減弱。隨着內地消費轉為正增長，房地產和基建投資繼續保持穩健，下半年實際GDP同比增速也應能反彈到5.5%至6%。

市場解碼
汪 濤
瑞銀亞洲經濟研究主管

中央政治局會議於7月30日召開，會議分析了當前的經濟形勢，並為下半年整體政策定調。會議表示二季度經濟增長明顯強於預期，整體經濟快速恢復，但同時指出當前經濟形勢仍然複雜嚴峻，不穩定性不確定性較大。基於此，會議要求建立疫情防控和經濟社會發展工作中長期協調機制。具體來看，會議再次強調加快形成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，表明在外部環境仍不樂觀的情況下，政策將着力提振內需和完善產業鏈供應鏈、同時繼續推進對外開放。會議保持目前大部分寬鬆政策基調不變，同時有所微調。

財政政策延續了此前「更加積極有為」的定調，但要更加「注重實效」。具體來看，會議要求保障重大項目建設資金、做好民生保障、穩定就業。筆者認為年內大部分的財政支持措施已經公布，下半年將按計劃發行政府債券，並有望加快撥付和使用財政資金。會議要求要繼續推動新型基礎設施、新型城鎮化和重大項目建設，但並未提及傳統基建。筆者預計下半年基建投資會進一步反彈，鑒於「新」基建投資體量仍相對有限，「新」「老」基建投資有望雙雙提速。

7月份經濟數據預期

貨幣政策除延續此前「更加靈活適度」的表述外，還強調要「精準導向」。會議要求要保持貨幣供應量和社會融資規模「合理」增長，推動綜合融資成本明顯下降。這表明貨幣政策寬鬆進一步加碼的可能性或力度可能有所降低，央行依然更傾向於使用定向工具來支持實體經濟。筆者認為央行仍會在年內定向降準（規模相當於全面降準25個基點），同時下調MLF（中期借貸便利）利率至多5至10個基點，以推動降低實體經濟的平均融資成本。筆者預計下半年整體信貸增速有望從7月的13.2%進一步反彈至13.8%，之後可能會有所回落。

低基數推動7月工業生產同比增速小幅加快。7月統計局PMI小幅上升0.2個百分點至51.1，其中新訂單和生產量指數雙雙走強，表明製造業增長動能邊際改善。自7月初起，六大發電集團日均煤耗同比增速數據已停止對外公布。全國平均高爐開工率和電弧爐開工率依然處於高位，分別為70%和68%，但後者仍比去年同期低4個百分點。近期南方洪災可能使部分地區的生產活動受阻。不過，去年同期基數較低、整體經濟進一步回暖，可能抵銷了洪澇災害的影響，筆者估計7月工業生產同比增速小幅加快至5.2%。另一方面，受益於消費活動逐漸復甦和低基數作用，估計7月社會消費品零售同比跌幅可能從此前的1.8%收窄至0.5%。

房地產活動可能溫和增長。高頻數據顯示7月30個大中城市房地產銷售保持了同比9%的快速增長。筆者估計7月全國整體房地產銷售同比增速小幅升至3%至5%左右，而新開工也可能繼續穩健增長6%至8%。整體而言，筆者估計房地產投資保持穩健，同比增長8%至10%左右。

整體固定資產投資可能保持同比5%的穩健增長。考慮到年初至今地方政府專項債券發行明顯強於去年，再加上建設活動繼續恢復，我們估計7月基建投資應能實現10%以上的同比增長。另一方面，鑒於企業盈利前景偏弱、未來不確定性猶存，製造業投資可能仍同比下跌2%至4%，依然較為疲弱。再加上房地產投資可能同比增長8%至10%、部分服務業投資增長較快，筆者估計7月整體固定資產投資保持同比5%左右的穩健增長，其年初至今同比跌幅收窄至1.8%。

出口可能同比小幅增長。統計局製造業PMI中新出口訂單指數跌幅大幅收窄了5.8個百分點至48.4，而進口指數也是如此（至49.1）。與之對應，近期全球主要經濟體對人員和貨物流動的限制有所放鬆、需求環比也有所改善。不過，7月前二十天韓國進出口同比跌幅分別小幅擴大至13.6%和13%。此外，強勁的防疫物資出口可能仍對7月整體出口形成支撐，不過其他國家或地區生產恢復可能令中國出口表現承壓。儘管去年同期基數較高，但整體而言，筆者估計7月以美元計出口同比小幅增長0.5%。另一方面，受益於內需持續改善、大宗商品價格回升，7月進口可能同比增長3%，貿易順差收窄至400億美元（人民幣，下同）。

7月CPI同比增速可能小幅升至2.8%，PPI同比跌幅收窄至2.5%。高頻數據顯示7月食品平均價格環比走強，部分可能受到洪澇災害的影響。其中，蔬菜價格環比上漲4%，豬價環比上漲13%（同比上漲98%），而水果價格則環比下跌5%。隨着經濟活動基本恢復常態、能源價格反彈，非食品價格可能小幅上漲。整體而言，筆者估計7月CPI同比增速小幅升至2.8%。另一方面，高頻數據顯示7月生產者價格環比反彈1%，其中動力煤價格環比再次上漲4%，而螺紋鋼價格則大致企穩。整體而言，筆者估計7月PPI同比跌幅收窄至2.5%。

整體信貸增速可能進一步小幅走強。受益於信貸政策寬鬆持續、信貸需求釋放，7月新增人民幣貸款可能達1.2萬億元（同比多增1400億元）。企業債券淨發行量可能大幅降至1000億元，而為配合特別國債發行，地方政府債券淨發行量可能也顯著下降。7月整體政府債券淨發行量可能為4500至5000億元。整體而言，我們估計7月新增社會融資規模1.85萬億元（同比多增5620億元）。整體信貸（社融剔除股票融資）同比增速可能續反彈0.3個百分點至13.2%。筆者估算的信貸脈衝可能升至GDP的7%。

經濟增長及政策展望

下半年整體經濟有望進一步回暖，但環比反彈勢頭應會明顯放緩。考慮到大部分經濟活動已基本恢復常態，筆者預計整體經濟還有望進一步回暖，但環比反彈勢頭可能會明顯減弱。但隨着國內消費轉為正增長，房地產和基建投資繼續保持穩健，下半年實際GDP同比增速也應能反彈到5.5%至6%。此外，隨着其他主要經濟體活動限制逐步放鬆、外需改善，出口應會繼續保持穩健，不過其他國家或地區生產逐步恢復可能會在一定程度上制約出口反彈的幅度。

洪澇災害帶來暫時衝擊。官方數據顯示，截至7月28日，主汛期以來，洪澇災害造成5481萬人次受災，376萬人次緊急轉移安置，分別比近5年同期均值上升23%和37%。洪災造成直接經濟損失1444億元（相當於GDP的0.14%），較近五年同期均值上升14%，但明顯小於1998年（整體損失相當於GDP的3%）。筆者認為洪災的衝擊應只是暫時的，8月後影響應會快速消退，但7月受災地區的食品供應和經濟活動可能明顯受阻。

來源：CEIC，瑞銀證券估算；註：2020年7月數據為瑞銀證券估算

金價漲幅逐步收窄

憑高望遠
徐 高
中銀國際證券總裁助理、首席經濟學家

2020年7月，美匯指數的顯著下跌和黃金價格的顯著上升引發了投資者關注。7月間，美元指數下跌4.0%，創下了2011年5月以來的九年最大單月跌幅。美匯指數是美元對六種貨幣（歐元、日圓、英鎊、加元、瑞典克朗和瑞士法郎）的加權平均匯率指數，反映了美元匯率的整體強弱——美元指數走低表明美元正在貶值。也是在7月，以美元計價的倫敦黃金價格上漲11.1%，創下2009年12月以來的十年最大單月漲幅。

美元走弱與黃金走強之間有一定關聯性。投資者關注較多的金價指標是以美元計價的倫敦金價格。當美元走弱時，以美元計價的金價自然上揚。事實上，2020年7月中，以歐元計價的黃金價格僅上漲6.0%，在2019年以來的19個月中，7月環比漲幅只能排第四，漲幅遠不如以美元計價的金價搶眼。既然美元對金價影響不可忽視，分析美元計價的黃金價格走勢時，就需要首先預判美元的走向。

看待當前美元和金價走勢時，需要有逆向思維。無論是美元的走弱，還是金價的走強，都可以從當前經濟運行中找出一定理由。美國對新冠疫情的控制遠遠差於歐洲。近期歐盟準備設立7500億歐元「復興基金」的消息也提升了市場對歐洲經濟前景的預期，推升了歐元兌美元匯率，壓低了美元。而在黃金方面，各國央行在疫情爆發之後的極度寬鬆貨幣政策，再加上疫情走向的不確定性，都為做多黃金提供了理由，但不宜僅僅因為這些零散理由就判斷美元和黃金會延續當前走勢。在當下宏觀大環境中，看美元和黃金更需要一些逆向思維。

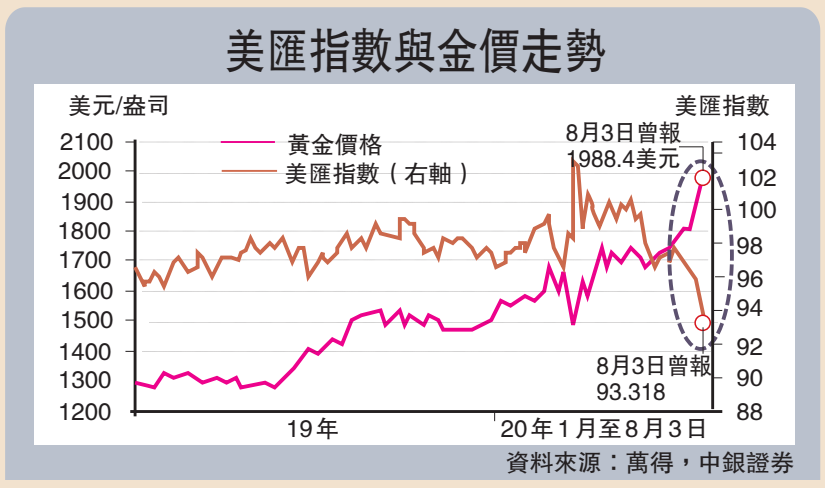
當前國際經濟環境不支持美元持續走弱。在計算美元指數的一籃子貨幣中，歐元佔據了接近60%的份額。這意味着美元指數的強弱基本上決定於美元兌歐元匯率的變動——美元對歐元貶值、美元指數就下降。而雙邊匯率則很大程度上決定於兩國的經濟差異。因此，從美歐經濟狀況的對比能推知美元兌歐元匯率的變化方向，從而把握美元指數的走勢。過去十多年的歷史經驗顯示，美國經濟景氣度強於歐元區時（以製造業PMI衡量經濟景氣），美匯指數往往上揚。這很符合直覺——美國經濟越是比歐元區經濟好，美元就越強。在今年新冠疫情爆發之後，美國製造業PMI明顯強於歐元區，且領先幅度明顯拉大。在這樣的經濟背景下，美元沒有持續貶值的經濟基礎。

美匯指數接近底部

看空美元的交易已經相當擁擠，顯示美匯指數應該已經接近底部。美國洲際交易所（ICE）中有美匯指數期貨在交易。其中，非商業交易者多為投機者。用非商業交易者的多頭倉單數減去其空頭倉單數，可以得到「非商業淨多頭持倉」。這個淨多頭持倉數比較好的反映了市場中看多或看空美元的交易狀況。從歷史經驗來看，在看多或看空美元的交易非常擁擠的時候，往往就是美匯指數見頂或是見底的時候——是的，「非商業淨多頭持倉」是美匯指數的反向指標而非正向指標。目前，美匯指數的非商業淨多頭持倉已經下滑到歷史低位，表明看空美元的交易已經相當擁擠。此時，美匯指數應已接近底部了。

金價相對工業原材料價格的超額漲幅已經上升至歷史極值水平。看完了美元，再來看黃金。一個長期基本事實是，黃金是一種有避險屬性的大宗商品，其價格運動圍繞大宗商品波動。目前，金價相對大宗商品價格的一年滾動超額漲幅已經上升至歷史極值水平。這表明，黃金的避險屬性已得到充分體現，也意味金價想進一步拉大與大宗商品價格裂口的難度極大。

美國經濟景氣的回升預示着金價漲幅將會收窄。長周期規律顯示，金價相對大宗商品價格的超額漲幅是逆周期的——經濟越差，黃金越能跑贏大宗商品；經濟越好，黃金越跑輸大宗商品。以美國製造業PMI為經濟景氣的衡量指標，這種逆周期性在數據中體現得相當明顯。目前，美國製造業PMI已經從幾個月前疫情造成的深坑中明顯回升。以這一指標與金價超額漲幅的相關性來看，金價漲幅將向大宗商品價格的漲幅回歸。換言之，金價未來的漲幅會逐步收窄。



資料來源：萬得，中銀證券

港樓租金回報跌至兩厘

樓語縱橫
陳坤興
Q房網香港董事總經理

或許在一、兩年前，大家也會認為整體租金，只會跟隨通脹持續上升，事實上翻查記錄，全港整體租金已經連升十一年，對上一次全年租金回落已經是2008年的金融海嘯時期。對於租樓一族來說，如果全年租金升幅與通脹同步，已經是「不幸之中的大幸」，但租金已連跌九個月，於最新6月份的租金指數才稍稍回穩，但因應近日嚴峻的疫情下，失業率勢必再升，未來租金還會再跌。

本港新冠肺炎疫情持續嚴峻，政府亦進一步收緊政策，對整體零售消費市道的衝擊難以預測。

無可否認，限聚令勢必加速部分食肆的結業，加上整體經濟環境持續不景，未來企業裁員的情況仍會有所增加。

失業率持續上升，對整體租務市場帶來一定的壓力，按差餉物業估價署最新數據，6月份的全港私人住宅租金指數報179.4，同比跌幅達8.7%，跌幅遠超樓價調整幅度，因此整體租金回報率亦自然大幅回落。按同類型單位計算，平均回報率已跌至只有1.9%至2.4%，跌至自1999年有紀錄以來新低。換言之，買樓收租已不算吸引，加上缺少內地生來港租樓的效應，整體租務需求減少，以往租盤可能只需一、兩個星期便租出，奈何現時租盤隨時放盤超過一個月仍未獲承接。隨着回報率減少，相信會有個別租盤轉租為售，近月市場上的放盤亦確實有所增加。