

中國經濟二季度進入築頂階段，從環比角度看三季度增長動能或放緩，但不宜誇大中國經濟的下行壓力。從需求端看，房地產投資和出口的減速將是逐步的，而製造業投資、基建和消費都還有恢復空間；從生產端看，重大節日前停工停產和安全檢查力度加大拖累6月工業生產，後續這些短期因素對生產的擾動將減弱。PPI（生產物價指數）同比頂部大概率已出現，但因國際油價持續攀升、工業品需求有韌性，下半年PPI同比仍將處於高位。故此，與總量增長放緩相比，經濟的結構性問題更需關注，中下游企業和製造業等薄弱環節仍然需要政策的定向支持。貨幣政策需「穩字當頭」，維持流動性平穩，而前期後置的財政支出應加快「後置」，並向薄弱環節傾斜。

# 七個指標分析中國經濟新形勢



▲6月統計局製造業PMI中，與生產有關的採購、進口和生產三個分項指數均較5月回落。

鍾言讜論



二季度中國經濟進入「築頂」階段，預計GDP當季同比為8.5%。從需求端看：歐美復工復產後訂單回流和廣東局部疫情擾動，出口或已過最景氣階段。

## （一）GDP：中國經濟進入築頂階段

監管高壓下，儘管房地產銷售仍較為景氣，但今年新開工持續低迷，二季度房地產投資單月增速或將放緩；隱性債務治理疊加財政發力後置，基建投資恢復程度遠不及預期；製造業是固定資產投資的亮點，但今年大宗商品價格高位，給企業新增資本開支帶來明顯壓制。從3月至5月數據看商品消費增長乏力，服務業生產指數兩年複合同比已接近疫情前水平，二季度消費增量主要來源於餐飲零售。綜合來看，在向上（消費、製造業、基建）和向下（房地產、出口）兩股力量的平衡下，二季度中國經濟或已處於疫後復甦的尾聲。從生產端看，出口景氣減弱，加之「缺芯」、電力供應不足、停產限產和安全檢查等影響，二季度工業企業生產強度大概率不及一季度。

## （二）工業增加值：生產暫受累

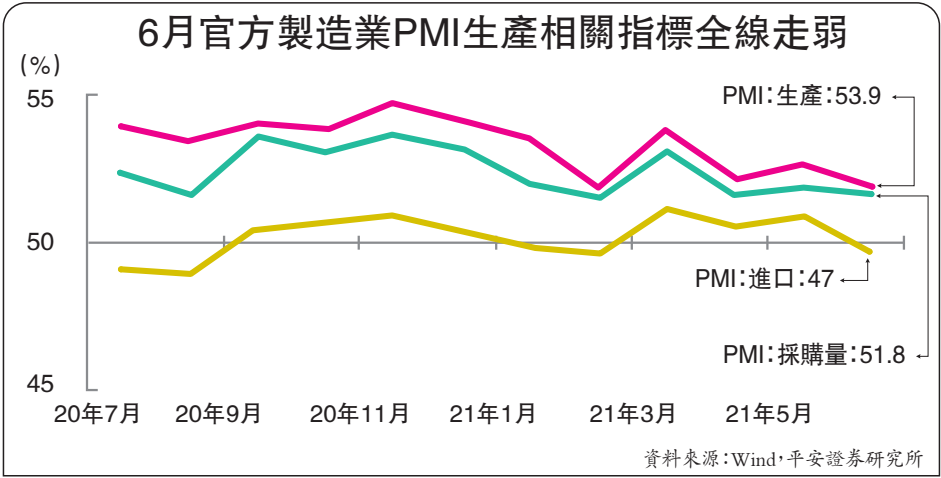
6月工業生產有所轉弱。6月統計局製造業PMI中，與生產有關的採購、進口和生產三個分項指數均較5月回落。從高頻數據來看，6月全國高爐開工率均值為61.5%，與5月相比回落0.6個百分點；6月汽車輪胎半鋼胎開工率均值為56.6%，較上月下滑了2.7個百分點。

工業生產之所以轉弱，一是因芯片供應短缺、電力供應不足這些偏中期因素的拖累。國家統計局在解讀6月PMI數據時提到，汽車製造業的新訂單和生產兩個分項指數已連續兩個月位於收縮區間。由於電力供應吃緊，廣東、雲南等地對企業限電對6月工業生產也有一定壓制。二是重大節日前停工停產、安全檢查力度加大。預計7月開始節日因素對生產的擾動大概率會減弱，加之上游原材料降價改善了中下游企業的生產經營環境，在需求有韌性的情況下後續工業生產或將較6月出現好轉。

利用工業增加值定基指數環比的季節性規律，結合6月工業生產的實際情況，估算6月工業增加值同比為7.9%。

## （三）固定資產投資：BCI企業投資前瞻指數回升

預計今年上半年固定資產投資累計增速為12.2%。房地產投資方面，6月30大中城市商品房成交面積1783萬平方



米，兩年複合增速從5月的6.9%下滑到3.6%。五條政策紅線高壓，加之部分銀行收緊住房抵押貸款發放，對房產銷售有一定壓制。而且，6月第三周螺紋鋼開始累庫，早於往年同期，或意味着6月地產新開工依然不強。不過，因地產竣工進入上行周期，房地產投資短期仍將維持韌性。製造業投資方面，從上市公司資本開支、工業企業總資產增速等領先指標看，製造業投資增速處於上升期。此外，6月BCI企業投資前瞻指數從前值70.7回升到73.6，或意味着大宗商品降溫有助於釋放製造業企業的投資需求。基建方面，6月建築業PMI商務活動指數持平於60.1，投入品價格指數從73.6大幅下滑到51.7，原材料降價將在一定程度上緩解基建投資低迷的形勢。

## （四）消費品零售總額：乘用車銷量年內首次同比負增長

結合社零環比的季節性規律和今年實際情況，估算6月社會消費品零售總額同比增長11%。限額以上商品零售額同比的波動主要由汽車、石油及製品這兩類貢獻。汽車方面，據乘聯會預測，6月狹義乘用車銷量預計為158萬輛左右，同比下降約4.8%，年內首次負增長。受「缺芯」影響，部分汽車廠家生產受限，供應出現階段性下滑，進而向零售端傳導。乘聯會預計到9月汽車芯片短缺的問題才能得到基本解決。石油及製品方面，伴隨著國際油價持續創年內新高，6月國內成品油價格調漲2次，全國汽油價格每噸從7650元（人民幣，下同）上漲到8050元，單月漲幅達400元，因此預計6月限額以上企業石油及製品的零售總額增速不弱。

## （五）進出口：局部地區疫情帶來擾動

在季調環比均值的基礎上，結合6月進口和出口的景氣情況，測算得6月中國進口和出口同比增速分別為29%、24%。

進口方面，3月至5月統計局製造業PMI進口指數分別為51.1、50.6和50.9，均在榮枯線上，且均為疫情後的較高水平。由於新簽進口訂單體現在海關數據

上存在時滯，預計6月進口依然維持較強韌性。即使受廣東局部疫情的擾動，6月上旬八大樞紐港口內貿集裝箱同比仍從前值4.2%回升到15.2%。國際油價持續攀升對進口同比讀數也會有一定推升。出口方面，5月製造業PMI新出口訂單指數從前值50.4大幅下滑到48.3，考慮到時滯或在6月出口數據上有所體現。受歐盟復工復產後訂單回流、廣東局部地區疫情影響，6月上旬八大樞紐港口外貿集裝箱吞吐量同比-1.6%，與5月上、中旬的同比增速相比較大幅度回落。

## （六）物價：豬價跌幅擴大，工業品價格回落

通過高頻數據和環比均值相結合的方法，測算得6月CPI同比為1.1%。食品方面，6月農產品批發價格總指數環比-4.8%，較前值-4.1%進一步回落。其中，36個城市豬肉平均零售價從月初的每公斤20.4元，一路下跌到月末的17.3元，月度環比下跌了13.9%，跌幅較上月的9.6%明顯擴大。6月28種重點蔬菜批發價的日度走勢呈「V」形，月度均價為4.15元，環比下跌2.4%。非食品方面，6月國內成品油調漲兩次，但據國家統計局解讀，除石油煤炭及其他燃料加工業外，大部分行業的PMI出廠價格指數均有不同程度回落，工業消費品漲價在6月或有緩和。

預計6月PPI同比為8.6%。2016年以來的數據顯示，PPI環比和製造業PMI出廠價格指數有很強同步性，兩者擬合效果較好。6月官方製造業PMI出廠價格指數為51.4，使用環比累乘法可計算得6月PPI同比為8.6%。

## （七）金融：社融增速進一步放緩

預計6月新增信貸1.7萬億元，新增社融2.95萬億元，存量社融同比10.7%，M2同比8.4%。

先看信貸。居民貸款方面，今年3月至5月單月商品房銷售額兩年複合平均增速分別為16.2%、12.2%和15.7%，房地產銷售比較景氣。由於房產交易從簽合同到放貸存在時滯，預計6月居民部門中長期貸款需求旺盛。不過從供給端

# 「元宇宙」應用前景廣闊

鏈能講堂



國際新經濟研究院高級研究員

目前世界最大多人連線創作遊戲正是Roblox，可供青少年開發者使用Roblox開發3D、VR等數字內容，吸引的月活躍玩家超一億。龐大的用戶基礎不僅可以產生眾多的VR遊戲，也使得Roblox有可能成為虛擬現實社交平台。

Roblox提供多平台支持，玩家可以與好友及其他人在電腦、移動設備、Xbox One和VR設備上都能一起參與。在Roblox中還可以使用聊天、私信、群組等功能與好友交流。這一平台的火爆讓「元宇宙」成為投資、遊戲、區塊鏈等行業的熱詞。

區塊鏈專家、萬象集團肖風認為，區塊鏈將助力「數字孿生—數字原生—虛實相生」的過程。其中，數字原生可謂是元宇宙的雛形，而虛實互動則是元宇宙全面落地後的場景。

區塊鏈通證是元宇宙中原生和獲得的數字資產。美國一個交易平台bakkt，除了在b端搭建數字資產衍生品交易平台，還在c端試圖將原生數字資產和現實中的資產進行兌換。如酒店會員積分、航空里程、銀行積分、咖啡店積分的互換，以及它們和比特幣的兌換。

筆者認為，中國互聯網的監管環境目前未必允許這類平台在本土出現，但元宇宙在中國仍有深廣的應用場景。如搭建智慧油田，通過搭建鑽井平台的增強現實場景，讓勘測專家不用冒險飛赴海上平台，就能指導維修，且減少大量時間和費用；又如搭建數字城市，讓老百姓能足不出戶，就可通過VR眼鏡或

頭盔在虛擬城市（看起來跟實際的城市一模一樣）購物、聽演唱會、交友、開會，甚至粉絲可以在元宇宙中與他們的偶像共同生活，擴展社交半徑、重構熟悉或不可能實現的場景；再如投資人可以在世界各地的辦公室對元宇宙中建模的廠房、設施進行調研，企業的路演互動可以讓投資人有如身臨現場，甚至可以通過增強現實感受到標的物的材質、形狀等。

## 場景落地需跨界合作

除了價值傳遞、確保可信安全，區塊鏈還能同雲計算、5G、人工智能一道，構成了元宇宙的底層技術。尤其是在算力層面，目前許多區塊鏈挖礦算力巨大，如果可以轉型成為供元宇宙使用的基礎設施超級算力，將有廣闊的應用前景。

元宇宙的概念被投資、遊戲、信息技術、區塊鏈、雲計算、人工智能、虛擬現實等行業熱議。中國在上述行業的移動支付、遊戲社區、影像渲染、光學硬件、傳感製造等應用場景具有世界領先的技術和有競爭力的人才。只有各方參與者在同一環境中深入持續探討，元宇宙的落地應用場景才會大規模誕生。

日前，香港中文大學深圳高等金融研究院推出了升級的「數字基石—元宇宙區塊鏈創設營」，邀請相關監管機構負責人作為講師，界定監管邊界，引導行業健康發展，同時邀請學術專家提供理論指導，學員除了匯聚希望建設全球智能社會的戰略投資人、企業家，還有上述行業的資深從業人才參與共創。教學相長、學生間思想交流碰撞，或將為金融、遊戲、音樂、藝術、影視、物流、醫療等產業帶來元宇宙語境下新的格局。

# 認識高齡樓居屋按揭

談樓說按



中原按揭經紀董事總經理

上期談及新居屋按揭，而新一批白表購買未補地價居屋計劃（簡稱「白居二」）的買家已獲發批准信入市選購單位，居二市場成交亦因此活躍起來。新居屋和白居二同樣是未補地價居屋，享有樓價折讓，但在按揭配套上卻存在不同之處。

白表買家原則上不論購買新居屋或居二單位同樣可向銀行申請免保費9成按揭貸款，按揭年期長達25年；但實質上，居二樓齡偏高的單位未必可獲銀行批出9成按揭，又或未必可獲批足25年還款期。原因是房委會向銀行提供的按揭還款保證期以30年為限，例如居二單位由首次買入日期起計已達23年，對於銀行來說，擔保期僅餘7年。有銀行會直接將30年保證期減去居屋首次買入期，以計算可批出9成按揭之最長按揭年期。例如居屋的樓齡及首次買入後年期同是22年，以30年保證期相減，批出之按揭年期便僅達8年，每月供款額當然大幅增大了，買家的供款能力未必足夠。

若然居二單位首次買入期計已超逾25年甚至超出30年擔保期，銀行大致上只可跟隨私樓批出6成按揭，買家需增加3成首期才可上會。由於已過擔保期，銀行在審批上會要求買家通過供款壓力測試，但按揭年期仍以25年為上限，並非如私樓般可長達30年。

買家應注意銀行之間對於居屋按揭的審批準則有所不同，入市前可先作查詢。

不過，近年部分銀行已向居二買家提供較大彈性，並非一刀切以上述方式計算居屋按揭年期，例如會因應居屋剩餘的擔保期彈性設定不同按揭成數及還款期，這些銀行較傾向以居屋首次買入期計18年或19年為界線，不超於這個年期的話，便可批足9成按揭及25年還款期；原因是擔保期仍尚餘10年多，當用家供樓10年以上，按揭餘額便大致可降回原初樓價之6成或以下了。至於超出上述年期的居二單位，部分銀行會遞減可造還款期或按揭成數，例如首次買入期計22年的話，批足25年還款期的按揭成數由9成降至8成，又或批足9成按揭的還款期由25年縮短至20年，買家便需計數，看是否可應付有關每月供款額，又或銀行是否可接納有關入息水平。

若然居二單位首次買入期計已超逾25年甚至超出30年擔保期，銀行大致上只可跟隨私樓批出6成按揭，買家需增加3成首期才可上會。由於已過擔保期，銀行在審批上會要求買家通過供款壓力測試，但按揭年期仍以25年為上限，並非如私樓般可長達30年。

買家應注意銀行之間對於居屋按揭的審批準則有所不同，入市前可先作查詢。

看，有媒體報道稱部分銀行年中房貸額度緊張，放款周期被拉長，這可能會壓制6月的居民中長期貸款。企業貸款方面，當前中國經濟仍具韌性，企業有擴大資本開支的訴求，疊加上游原材料價格回落，以及製造業企業繼續獲得政策的定向支持，有望推進製造業投資需求釋放。結構上，由於盈利高增，企業經營性現金流改善，信貸裏中長期貸款仍將佔據較高比例。

再看債券。政府債券方面，6月總發行規模約為13000億元，相比5月小幅增加500億元。因到期規模明顯提高，6月

社融口徑的政府債券淨融資預計將從6700億元下降到6000億元左右。信用債方面，據Wind統計，今年6月信用債（企業債+公司債+中期票據+短期融資券+定向工具）淨融資3121億元，較前值-1861億元明顯提高。兩者加總，6月社融口徑的政府債券+企業債券融資可能較5月提高4000億元左右。

預計6月存量社融同比從11%進一步下降到10.7%。儘管社融增速下降，但由於前期被後置的財政支出可能加快，6月M2同比仍有望從前值8.3%小幅回升到8.4%。