

隨著全球疫苗接種加快和新冠特效藥上市等利好因素影響，加之疫情防控經驗和模式日趨成熟，有效應對疫情的協調與合作機制不斷增強。經濟復甦進程雖因新變異毒株的擴散而暫時受阻，但全球貿易仍在穩步修復，尤其亞太區域貿易合作不斷走向深入，朝着高水平開放目標邁進，有助於緩解全球供應鏈瓶頸，並利於促進區域經濟穩定復甦和持續增長。

亞太貿易合作新征程



▲2022年，RCEP框架下各項經貿合作將加快落地實施，有利於發揮該地區各國比較優勢。圖為文萊摩拉港碼頭。

交銀觀察

鄧宇

交通銀行金融研究中心高級研究員

經過兩年多的疫情持續衝擊後，全球經濟在大規模財政刺激和寬鬆貨幣政策支撐下逐漸開啓了階段性復甦周期，其中以中國和歐美發達國家為代表的大型經濟體復甦為典型，經濟增長和大部分行業都逐漸恢復至疫情前水平，這也預示着全球化重啟的動力在增強。全球經濟復甦也開始走出一條比較清晰的V形復甦格局，並且將隨着疫情的發展形勢、財政與貨幣政策調整，以及地緣政治等多重因素而出現分化加劇的態勢。

一方面，我們看到主要經濟體的復甦勢頭有所減緩，新一輪疫情的爆發使得歐洲各國收緊防疫政策，經濟復甦預期和信心受到較大打擊，歐元區和美國PMI（製造業採購經理人指數）走勢均出現下滑態勢，2021年12月歐元區綜合PMI終值為53.3%（前值為55.4%），服務業PMI終值為53.1%（前值為55.9%）。反觀美國經濟復甦雖仍處於比較強的走勢，但也開始出現疲軟態勢，美國供應管理協會（ISM）公布的2021年12月美國服務業PMI環比降至62%，美國12月Markit製造業PMI終值57.7%，均創下近幾個月新低，需求降溫和刺激政策退出預期增強，將導致未來經濟增速放緩，尤其是通脹持續高漲使得美聯儲加快Taper（減少購債），可能會提前加息及開啟「縮表」。大國政策調整引發的外溢風險對全球經濟和國際金融市場將帶來比較深遠的影響，並將是持續性的。

另一方面，全球經濟復甦將伴隨着主要經濟體增速放緩而出現減弱趨勢，2022年全球化重啟將比過往時刻更加困難，這主要受制於疫情變化、刺激政策退出、全球產業鏈供應鏈不暢及通脹高企等多重複雜因素交織影響，對全球經濟協同提出了新的要求。在目前全球化艱難重啟的關鍵時刻，各國和地區在應對疫情方面的政策差異、邊境開放政策錯位及財政與貨幣政策錯位等產生了比較大的「鴻溝」，主要經濟體普遍面臨經濟下行壓力增大的風險。而且，各國和地區圍繞自身產業鏈供應穩定性提出了更多的「防禦性」措施，包括歐盟對關鍵性原材料進口和先進設備出口等強調自主性和安全性，美國提出新的科技競爭和技術出口限制政策。另外，全球供給端的保護性措施正在加強，如印尼近期對煤炭出口的限制，阿根廷對牛肉出口的限制等，這些限制性措施將使得全球產業鏈供應陷入「短缺」困境，或將加劇通脹

走勢。

全力擴大區域經貿合作

全球經濟貿易處於分化走勢，但這也為區域經貿合作提供了比較好的契機，作為全球經濟最為活躍的亞太地區，經貿合作並未受到貿易保護主義思潮的過多影響，反而在疫情期間保持了比較強的出口競爭優勢，有效緩解了全球供應緊張問題。從分化的角度來看，除了全球經濟和貿易分化外，全球化也漸趨形成更加分化的格局，而在全球經貿合作更加微妙的階段，深化區域經貿合作就成為了主要的發展潮流，尤其是亞太地區經貿合作深化最為突出。

以中國、日本、韓國、越南、印度為代表的亞太國家，在過去二十年出口份額佔比不斷提升的同時，越來越多的跨國企業將總部和廠房設在東南亞等國。根據聯合國亞洲及太平洋經濟社會委員會數據，2020年亞太地區在全球貿易中的地位更加突出，出口總額佔全球的41.8%，進口總額佔38.2%，已然成為全球最為重要的經貿活躍地區；根據該機構發布的《2021/2022年亞太貿易和投資趨勢》報告，2021年亞太地區商品貿易表現明顯優於其他地區，商品出口額和進口額預計同比分別增長23.1%和22.8%，進出口總額將超過疫情前水平，預計明年亞太地區進出口額和進口額將分別增長4.1%和5.2%。

目前亞太地區經貿合作開始向着更高標準和高水平開放進程邁進，各國均在不斷拓展市場經濟和開放經濟，由市場開放、政策開放向制度開放等新的階段演進，區域經濟貿易自由化和一體化等趨勢也將逐步增強。經過多年的談判，2020年11月，由15個國家組成的區域全面經濟夥伴關係（RCEP）達成協議，其中涵蓋十個東盟國家及韓國、中國、日本、澳洲和新西蘭。2022年，RCEP框架下各項經貿合作將加快落地實施，有利於發揮該地區各國比較優勢，在數字貿易與科技革命驅動下向產業鏈價值鏈中高端方向邁進。

隨着全面與進步跨太平洋夥伴關係協定（CPTPP）的談判進程加快，未來，亞太地區經貿合作深化將進一步促進市場准入政策開放和貿易便利化，引領經貿互利合作走向新的高度。

「十四五」時期，高水平開放將成為中國深化亞太區域合作和推動全球化的一個重要主題。近年來，「逆全球化」思潮氾濫，主要發達經濟體貿易保護主義政策和措施不斷出爐，加上全球新冠疫情擴散蔓延，使得全球經貿合作遭遇困境。在此背景下，中國堅定推動全球經貿自由和開放進程，相繼推出多個重要領域開放舉措，以高水平開放的政策試點為着力

點，構建高水平開放型經濟體制，以此助推全球化發展，並把握住高水平開放的重要時間窗口。

從當前乃至今後的中國經濟和貿易復甦來看，其依然是引領全球經濟和貿易復甦的重要引擎。2020年中國率先開啟經濟復甦進程，成為全球唯一實現正增長的主要經濟體（2.3%），預計2021年經濟增速將達8%左右，仍是全球經濟復甦最快的大型經濟體。中國在2021年的出口表現超預期，1月至11月出口額超過2020年全年，全年出口同比增速可能接近30%。因此，中國在推進高水平開放領域具有比較強的主動權，而且也是非常重要的時間窗口，主要體現在經濟復甦基礎相對較好，財政與貨幣政策工具箱比較充足，並擁有比較強的經濟復甦動力和貿易競爭優勢。

此外，中國仍是全球對外投資的主要目的地。根據中國商務部公布的數據，2021年1月至11月實際使用外資（FDI）金額合1572億美元，同比增長21.4%；2021年前10月FDI折合1420.1億美元，同比增長23.4%，預計2021年全年吸收外資將實現兩位數增長。在目前全球經濟復甦不穩定和經貿合作遭遇通脹、供應鏈瓶頸的特殊時期，中國的擴大對外開放的意義十分重大。

全面提高對外開放水平

中國「十四五」規劃綱要強調，建設更高水平開放型經濟新體制，全面提高對外開放水平。

一方面，中國加快推進高水平開放區域和政策開放試點。據中國商務部數據，在世貿組織服務貿易分類的160個部門中，中國已開放近120個，並實行准入前國民待遇加負面清單管理制度，連續出台全國版、自由貿易試驗區版、海南自由貿易港版的外商投資准入特別管理措施（負面清單），負面清單從2013年上海自貿試驗區的190項壓減至2020年全國的33項和自貿試驗區的30項，海南自由貿易港負面清單僅有27項。

另一方面，中國穩步推進金融擴大開放步伐，債券市場雙向開放、人民幣國際化及國際金融合作深化等舉措不斷細化落地，包括開展內地與香港債券市場互聯互通南向合作，在粵港澳大灣區試點「跨境理財通」業務，推動中國債納入全球三大債券旗艦指數。根據中國銀保監會數據，截至2021年上半年，外資銀行在華共設立41家外資法人銀行、115家外國銀行分行和139家代表處，營業性機構總數達930家，外資銀行總資產達3.73萬億元。未來，中國的高水平開放將為全球化重啟帶來新的機遇。（本文僅代表個人觀點，不代表所在機構意見）

中國產業鏈優勢無可替代

廟堂江湖



沈凌

德國波恩大學經濟學博士

自2018年上半年開始，美國對中國掀起了經濟戰，市場焦點集中在兩個方面：其一是貿易順差。當時的美國總統特朗普匪夷所思地認為：中國對美的巨額貿易順差是美國人吃了虧，所以他打算用重商主義的「關稅大棒」來逼迫中國人減少貿易順差。這是完全不了解現代國際貿易理論的行為，既讓美國經濟學家驚掉了下巴，也讓向美國學習市場經濟學四十年的中國經濟學家及政府官員不知所措。

其二是技術封鎖。美國以危害國家安全為由，對中國高科技公司全面打壓，不僅禁運了部分高科技技術裝備，還對中美之間的高科技合作設置了障礙，從而延緩中國的技術進步。兩年後的2020年，新冠疫情爆發；次年特朗普下台，拜登上台。但是上述兩方面的經濟戰並沒有停止下來，不同的政黨輪換之間，對中美關係的基本看法沒有很大的差別。所以時至今日，貿易關稅也好，對華技術封鎖也罷，基本格局並沒有改變，使得我們需要持續觀察這個經濟戰的走向。

筆者曾於2020年中總結過：經濟戰的中方優勢在於低端產品的產業鏈。如果美國想減少貿易順差，那麼就需要在低端產業上面構建一個「去中化」的產業鏈。這在技術上固然不是什麼難事，但很明顯會違背國際貿易基本原理——比較優勢理論，一定程度上將以美國消費者支付更高價格作為代價。疫情爆發給了外界一個很好的窗口，觀察中國的產業鏈地位是否穩定。實際上從一開始的全球看衰，以為產業轉移出中國的大幕徐徐拉開，到現在反而全球更加依賴於中國的產業鏈，已經充分反映出，低技術產品完全「去中化」的代價巨大，並非美國這樣的消費社會能夠承受得了的。

從數據上看，也是如此。中國海關總署日前吹風會上表示，2021年的進出口總額將會大幅度遞增20%，以此為基礎計算2019年以來的三年，中國進出口總額增長30%左右，而對外貿易順差則差不多翻了一番。其中，對美貿易順差經歷了一個V形反轉，從2019年的大幅度下滑，到2021年最終不僅沒有

減少，還比貿易戰前的2018年增長了20%左右。

中美經濟戰的高技術產業鏈方面，我們以美國最大的五家高科技公司作為基準，選取與之對應的中國五家公司做對比，看看他們最近幾年來的營收、淨利潤和研發費用的增長情況，從而可以推斷未來兩國在高技術進步方面的快慢。

科技實力仍待提升

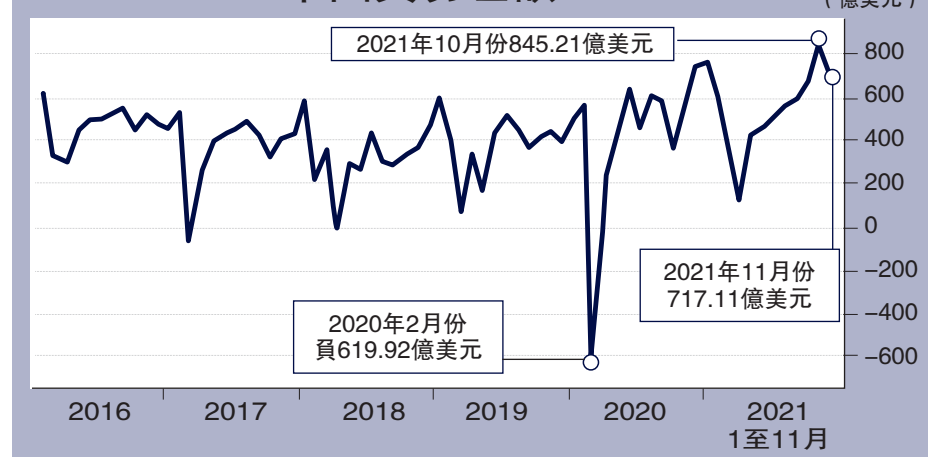
先來看美國的頭部公司（蘋果、亞馬遜、谷歌、微軟和臉書），2019年度的營收總額是9000億美元左右，兩年後的今天已經超過了1.4萬億美元，增長幅度達到56%；淨利潤的表現更好，從1588億美元到2890億美元，增長了82%。以此為基礎，它們的研發費用也大幅度增長，從1087億美元到1538億美元，增長了42%。

再以中國的頭部公司（華為、阿里、騰訊、京東和百度）做對比。2019年的時候總營收還是美國公司的40%左右，但是兩年後降到了35%，其主要原因是華為受制於美國的制裁措施，在2021年營收大幅度下降了30%。如果還是按照以往華為的增長率去計算它的營收，那麼中國頭部公司本可以繼續保持美國公司的40%而不下滑。由此可見，美國的高科技封鎖政策的確對中國相關企業造成了影響。即便沒有這樣的封鎖，中國公司要想縮小與美國的營收差距，也是十分艱難的。

較營收下滑更加嚴重的是淨利潤。中國五家頭部公司在2019年的淨利潤是美國公司的28%，但是2021年僅僅為美方的21%。這其中的主要原因是阿里，它的淨利潤下滑了23%。一方面這說明中國高科技公司逐步遇到了增長瓶頸，另一方面中國政府的政策影響也比較大，比如阿里就被罰了180億元人民幣。

營收和淨利潤是開展研發的基礎，而研發費用的高低則決定這些高科技頭部公司未來的發展狀況。從研發費用的增長狀況來看，這兩年的營收和淨利潤的問題並沒有影響到中國公司的研發開支。他們一直穩定在美國公司的30%左右。也因此，從研發強度來講，中國公司和美國公司的差距並不大，當然也沒有明顯超出。在可預見的未來，中國頭部科技公司對美國的超越可能性都不是很大。

中國貿易差額



三大訊號反映樓市觸底

樓市新態



汪敦

祥益地產總裁

踏入2022年，在市場悲觀氣氛影響下，樓價應會作一些微調，然後再進入小陽春階段。考慮到購買力結構未變，筆者維持之前預測：樓價波動後強勢上升。目前樓市仍處於「龍市一期」的上升階段，即在購買力結構仍然向好，但會遭遇負面情緒的衝擊。

如果《2021樓市十大忠告》是在忠告大家，留意香港這金融中心會繼續成長、資金會繼續凝聚的話，《2022樓市十大忠告》則是希望大家留意市場的三個特色：樓價將會追落後、日益凝聚的購買力釋放及高通脹的衝擊。樓市將出現二元化，即同一時間有超高價不斷破頂成交，又有追落後成交，於是部分落後塊板會出現樓價跳升的情況。

至於購買力方面，筆者認為，市場購買力被低估。過去三年，樓市經歷了徹頭徹尾的壓力測試。理性地看，如果未來一年通脹及經濟穩定，購買力是會

被釋放的，今天買樓風險並不高，樓市仍是最佳的資金避險所。

至於通脹方面，人們其實對高通脹並不熟悉，當經濟不景的時候，筆者認為首先要弄清楚，出現的是滯脹還是通縮？通縮即是經濟不景之下資產價格下跌和財富蒸發；滯脹即是在經濟不景之下，因某種原因例如量化貨幣而令到資金多於貨品，而令價格上漲。

高通脹期的第一個階段是物價上漲，第二個階段是工資上升。縱使經濟不景工資不上物價升勢，這也是滯脹結構，並不是通縮結構。認為租金長遠會跌的觀點是錯的，租客中心置業者應早買樓為妙。所以筆者在《2022樓市十大忠告》之一就是「租金仍處於易升難跌局面」。

最後筆者想強調的是，有三大訊號反映市場觸底，首先是二手放盤量近期開始由升轉跌；其次是以成交價計算，銀行「估價價」的比例愈來愈多；第三就是在技術分析上，市場已出現了「三底」情況，樓價應該是整裝待發的。當然看官要明白：買樓是帶風險的投資，置業者需要有能力承擔風險。