

數字經濟助力中國高質量增長



實話世經 程實
工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「世異則事異，事異則備變。」如今，中國已將創新作為引領發展的主要動力，全要素生產率的增長將推動中國現有經濟模式的轉變，推動實現高質量增長的目標。當以資料為代表的全要素生產率呈現出邊際產出遞增，新的技術創新不斷反覆運算升級，其他要素資源將不斷向數字經濟產業聚攏，促使資料密集型產業的總體規模報酬遞增。

中國數字經濟規模在2021年達到45.5萬億元（人民幣，下同），同比名義增長16.2%，較同期GDP（國內生產總值）名義增速高3.4%，佔GDP比重為39.8%。但與發達經濟體數字經濟佔GDP比重相比，中國的數字經濟佔GDP比重仍有較高提升空間。在積極的政策助力下，隨着科技在各領域應用更為廣泛，筆者預計中國數字經濟佔GDP的比重有望在2027年達到60%左右，預測規模為15.7萬億美元。

從產業滲透率角度看，中國數字經濟滲透率當前呈現出第三、第二、第一產業逆向發展的趨勢。根據中國信通院數據，2020年，中國第一、第二及第三產業數字化滲透率分別為8.9%、21.0%和40.7%。其中，第三產業數字化發展較為成熟，而第一、第二產業則比較滯後。因此，第一、第二產業數字經濟滲透率的提升預計將成為下階段中國數字經濟發展的主要驅動力。從數字經濟產業的具體結構角度來看，2021年中國數字經濟中產業數字化佔比較高，已達到GDP的32.5%；而同期數字產業化佔GDP比重僅為7.3%。在當前階段，我們認為產業數字化仍是提升數字經濟滲透率的關鍵，各行各業數字化產品的應用將快速推動數字經濟市場規模的增長。未來，隨着技術範式轉化，數字產業化有望不斷反覆運算升級，從而實現整體再次以「質」到「量」的轉變。屆時，我們預計中國數字經濟佔GDP的比重將有望明顯超出市場的傳統預期。

近年來，國際形勢受地緣政治及疫情的影響，不確定性顯著增加，經濟全

球化遭遇挑戰。而新一輪的科技與產業革命有望激發各國經濟增長活力，實現經濟社會加快轉型。新冠疫情是全球數字經濟發展的催化劑，各國紛紛加快生產和消費端從線下到線上模式的轉變，數字化基礎設施、智慧生產、線上消費快速發展並為經濟增長提供新支撐。

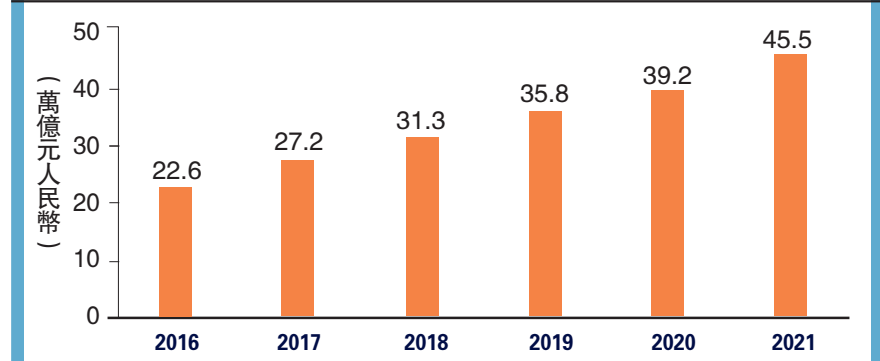
產業變革方興未艾

然而，數字經濟發展情況在不同經濟體之間差異顯著。2021年發達國家數字經濟佔GDP比重為55.7%，遠高於發展中國家29.8%的水準。同時，發達國家的數字經濟規模佔到47個樣本國家總量的比例高達七成。由此可見，發展中國家發展數字經濟已經刻不容緩。數字經濟（新知識）本身享有的邊際報酬遞增的後發性優勢，為發展中國家追趕發達國家提供機遇。度過創新階段後，在新科技的普及與模仿階段，新科技相關的邊際報酬在發達國家將呈現下降趨勢，而在發展中國家仍能維持較高的邊際報酬，發展中國家的數字化速度有望快速提高。

據筆者測算，2018年至2021年間，中國數字經濟規模的全球佔比均低於中國GDP全球貢獻比例。隨着中國經濟的發展及數字經濟在各行各業更廣泛的應用，中國數字經濟規模佔全球規模的比例與中國GDP全球佔比的差距將進一步縮小。筆者預計，全球數字經濟規模在2027年將達到61.5萬億美元，中國的數字經濟佔比將從2021年的16.3%增長至25.6%。

綜上，新一輪科技革命和產業變革方興未艾，人工智慧、大資料、資訊通信等資訊技術正處於突破關鍵期，新的科學範式或將在不久的未來替代舊的範式，而人類社會也終將邁入新時代。在全球經濟秩序演進過程中，中國將扮演更加重要的角色，數字經濟也將成為催化劑。站在國內視角看，數字經濟的發展將通過提升全要素生產力來帶動中國經濟的高質量增長，有效應對來自人口及土地資源的挑戰。放眼全球，面對複雜的地緣政治、全球疫情後需求收縮等諸多宏觀挑戰，中國數字經濟的加速度發展將為全球經濟的發展帶來新的動能。

中國數字經濟規模



資料來源：中國信息通信研究院《中國數字經濟發展報告(2022年)》

人才陸續來港 樓市勢受惠



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

自年初通關以來，香港樓市展現升勢，惟二手住宅市場的成交量近月持續下滑，買家開始擔心樓價是否會再度回調，重現去年的跌市。在這種情況下，買家入市顯得更為審慎。發展商為了增加競爭力及搶佔二手市場份額，推新盤時均採取相對克制的策略，亦提供更多優惠作出變相減價，期望在這個牛皮市中，爭取更多的成交以帶動業績。

地產代理的情況更嚴峻，去年市況大幅下滑，導致生意不足，虧損嚴重。今年一季度終於有所好轉，但進入二季度生意再次偏淡，稍有不慎可能再陷入虧損的邊緣，部分業績不理想的經紀，

再一次面臨被淘汰的命運。

不過，筆者認為毋庸對下半年的樓市過於悲觀。特區政府今年大力輸入人才，相信未來數月，已經審批的內地人才會陸續來港，而有關計劃的人才數量仍不斷增加。

短期將推動租金上升

這批人才為數不少，對香港的經濟起關鍵作用，更是住屋需求的生力軍。筆者認為，現在的供應充足，只會是未來的供應不足。隨着專才來港、人口回升，實際的住屋需求必然大增。短期之內，住宅租金將率先被推升，繼而樓價也會受惠。

現時全球疫情已消散，香港經濟逐漸復甦。加上特區政府大力推動科創發展，並銳意吸納人才，未來的經濟增長前景仍然看俏。因此，香港樓市仍具良好的投資價值。

雖然香港樓市面臨一些短期挑戰，但仍有強勁潛力及發展前景。對於買家來說，進入市場需要謹慎評估風險，但對長期投資者來說，現在是理想時機。對於發展商及地產代理而言，則需要積極調整策略，開發新的市場和客戶群，以應對市場變化帶來的機遇。



▲隨着香港經濟逐漸復甦，樓市將繼續具有良好的投資價值。



人民銀行宣布下調7天逆回購利率後，債市大漲、股市小漲。

2023年6月13日，人民銀行宣布將7天逆回購利率從2%下調至1.9%。在此次下調之前，7天逆回購利率已經在2%的水平上穩定了10個月。此次7天逆回購利率的下調被市場解讀為人民銀行「降息」，因而讓債券價格明顯上漲。

人行降息推升債市



憑高望遠 徐高
中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

所謂逆回購，是指買入有價證券，並承諾在未來某時刻將其再賣回給賣出方的金融操作。逆回購操作的實質是，逆回購方向對對方發放抵押貸款——抵押物即為買入的有價證券。7天逆回購是人民銀行常用的一種公開市場操作。通過7天逆回購，人民銀行向市場參與者借出了期限為7天的抵押貸款。7天逆回購利率就是人民銀行發放這筆貸款的利率。

7天逆回購利率的下調，意味着人民銀行向市場發放基礎貨幣的利率降低，會讓貨幣市場的整體利率水平下降。通常情況下，金融機構相互拆借資金會用到的7天回購利率（DR007和R007）圍繞7天逆回購利率波動。因此，金融市場參與者高度關注7天逆回購利率的走勢，並會因為7天逆回購利率的下調而高興。

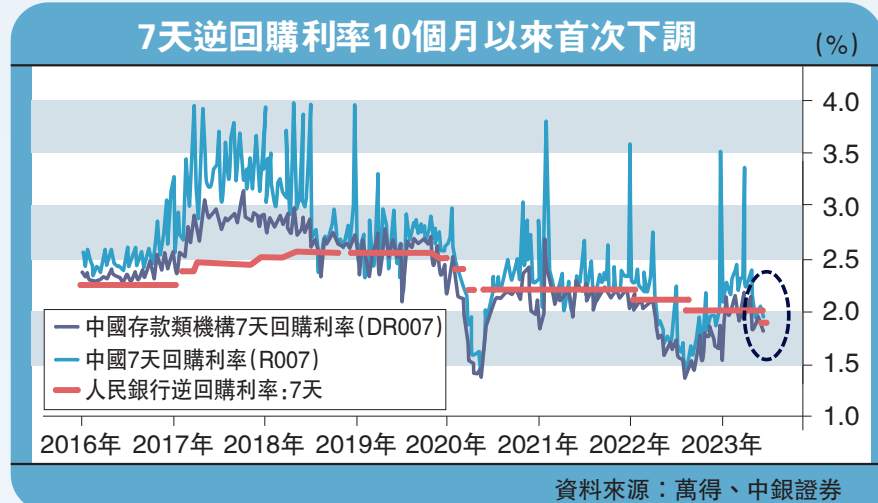
利率傳導路徑阻塞

但先別急着為人行此次在7天逆回購利率上的降息而歡呼。事實上，在此次逆回購利率下調之前，中國各期限、各品類利率早已下降。從今年3月初到6月上旬，中國1年期國債利率下降了約0.4個百分點，10年期國債利率下降了約0.2個百分點，1年期銀行間拆借利率（SHIBOR）下降了約0.3個百分點。與這些利率的降幅相比，此次7天逆回購利率0.1個百分點的降幅不算大。在各期限利率各品類利率都有較大降幅之後，中國經濟增長下行壓力尚且還在明顯增大，自然就很難指望此次7天逆回購利率的下調能起多大作用了。

從各期限利率與7天逆回購利率不盡相同的走勢來看，7天逆回購利率這個政策性利率對市場整體利率水平的影響力有限。這與美國的情況很不相同。在美國，美聯儲對聯邦基金利率的調控有一呼百應之效果——聯邦基金利率的變化會明顯影響各期限、各品類利率的走勢，這是市場高度關注美聯儲對聯邦基金利率調控的原因所在。而中國情況顯然不是這樣的——逆回購利率在金融市場中的重要性遠遠趕不上美國聯邦基金利率。

只有理解了中美兩國利率調控體系為何如此不同，才能夠弄清中國7天逆回購利率下調對經濟和市場的影響。

在經濟學教科書裏，中央銀行的貨幣政策調控是這樣進行的：人行通過公開市場操作等手段，將貨幣市場最短的短期利率（通常是隔夜利率）控制在目標值附近，而金融機構會在各個期限和不同品類的利率之間做套利。這些套利交易會將短期利率的變化傳導到各期限、各品類的利率上面去，這個利率的傳播過程就是所謂的貨幣政策傳導路徑。借助這個路徑，人行可以通過調控短期利率來影響整個金融市場和實體經濟。由此可見，人行對市場和經濟的調控需要借助市場中各金融機構的配合。人行如果包



資料來源：萬得、中銀證券

打一切，直接控制市場和經濟的方方面面，那就不是市場經濟而是計劃經濟了。

中國貨幣政策調控與教科書裏的描述有很大不同。其一、人行並沒有將短期利率控制在一個比較穩定的狀態——中國的短期利率波動性顯著大於美國和歐洲。其二、除了對短端利率保有很強的控制力之外，人行還會直接調控更長期限的利率。比如，中國1年期的MLF（中期借貸利率）利率、1年期的LPR（基礎貸款利率）利率均直接受人行調控，不太會隨市場波動。

中國利率調控方式之所以有其獨特性，主要原因是中國貨幣政策傳導機制還不成熟，其背後的深層次原因是中國經濟和市場中的扭曲。筆者曾撰文稱，「對人行來說，穩定短期利率是『非不能也、實不願也』」。實際上，在2015到2016年間，人行曾試圖通過『利率走廊』的構建來將銀行間短期利率精確調控在穩定的水平。在這段時間裏，短期利率也確實波動很小。但穩定的短期利率提升了金融市場短期資金的『安全感』，讓投資者借入短期資金來買長期資產的加槓桿行為大幅增加。」

人行降息的目當然希望刺激實體經濟的需求，從而穩定經濟增長。但在貨幣政策傳導路徑阻塞的時候，短期利率的降低未必能刺激向實體經濟的融資投放，反倒可能推升金融市場中的槓桿交易，加大金融風險。這方面，發生在2016年的債市波動是個前車之鑒。後來，人行主動放棄了穩定短期利率的操作，反而有意識地通過推高短期利率、並加大短期利率波動性來促使債市去槓桿。

實體融資需求低迷

與2016年相比，當前中國貨幣政策傳導路徑的阻塞情況更為嚴重。一方面，地產和基建佔到了中國總投資的大概一半。相應地，從事地產投資的地產開發商，和從事基建投資的地方政府融資平台，是中國實體經濟的兩大融資需求主體。但在融資緊縮政策的壓力之下，2021年以來，中國地產融資明顯萎縮，融資對利率的敏感性顯著下降。這一情況在今年一季度雖有所好轉，但在二季度又重新變得嚴峻。另一方面，在清查地方政府債務的導向下，地方政府融資平台的融資也明顯收緊。

隨着上述兩大融資需求方的融資

受到約束，實體經濟融資的利率敏感性已大為降低。當前中國實體經濟低迷不是利率太高所致，而是地產和基建這兩個主要融資需求方（同時也是內需的主要創造者）被綁住手腳的結果——這樣的經濟低迷不是降息能化解的。

此外，當前中國債市槓桿交易水平已經創出了歷史新高。債市槓桿交易的主要方式是「回購養券」。也就是用回購的方式將債券抵押出去來借入資金，進而購買更多債券。新買入的債券又可以再抵押出去來借入更多資金，買入更多債券。這樣的操作可以進行很多輪，從而讓債券投資者買入數倍於其初始本金的債券。可以用全市場回購交易量總額除以債券總市值，來估計債市的槓桿交易總體水平。這一指標顯示，目前債市的槓桿交易水平已經創出了歷史新高，甚至高於2016年債市因去槓桿而大幅波動之前的水平。這種情況下降低短期利率，無異於火上澆油，將為未來債市的大幅波動埋下種子。

近期有經濟學者建議，將短期政策利率降到零，並希望通過降息來穩定經濟增長的強烈意願。從經濟學教科書的邏輯來說，當然有其道理。但如果了解了中國貨幣政策傳導路徑的複雜局面，就能知道，如果真的將7天逆回購這樣的短期政策利率降到零，實體經濟未必能比現在好多少，金融市場裏大概率會形成槓桿交易撐起來的大泡沫。隨後的泡沫破滅會帶來比2015年股災更大的衝擊。相比降息，放鬆地產和基建的融資約束是更為有效的穩增長政策。

那麼，此次降息算是穩增長政策的拐點嗎？算，又不算。說它算，因為它至少表明了，決策者對經濟下行的壓力還是有覺察、有反應的。說它不算，是因為制約經濟增長的關鍵障礙並未消除。應該說，此次降息是個無奈的選擇，是在其他應該採取的政策措施遲遲未能推出時，經濟下行壓力倒逼的無奈之舉。

此次降息對經濟和市場的影響，降息當日的市場反應已經給出了線索。6月13日降息當日，債市大漲、股市小漲。而股市中領漲的是TMT（Technology、Media、Telecom）這樣對流動性敏感的板塊。與經濟復甦相關性較強的地產、建材、能源等板塊則表現疲弱。顯然，在降息之後，市場預期的是債市牛市（對應經濟疲軟），而非經濟復甦。