



▲大規模設備更新和消費品以舊換新牽引性、帶動性強，是2024年中國擴內需的一齣「重頭戲」。

聯儲難覓大幅寬鬆理由



微觀經濟 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

本周市場的關注焦點是美聯儲和日本央行的議息會議。市場期待兩家央行給出指標性的信息，但又對未來的貨幣政策路徑充滿了懷疑。美國這邊，儘管近期納斯達克指數出現了顯著的調整，但上週四晚間公布的美國二季度GDP增速大超預期，讓市場對於未來的降息仍然充滿疑慮。另一邊，日本央行似乎已經不戰而屈人之兵，日圓在加息的預期下出現了連續上攻。從這個角度而言，日本央行似乎已經達到了加息的目的之一。因此，是否需要在周三加息，也成了一個新的懸念。

美國經濟數據超出市場預期，二季度實際GDP年化季環比初值增長2.8%，增幅高於預期值2%。值得指出的是，亞特蘭大聯儲的GDPNow在上周預測美國二季度GDP增速為2.6%，再次擊穿了市場中的各路投行。到目前為止，GDPNow仍然是美國經濟預測的最佳指標，同時其與美國10年期國債收益率之間也有很好的擬合度，不禁讓我們對於亞特蘭大聯儲的優秀模型而點讚。

與此同時，核心個人消費支出（PCE）物價指數年化季環比初值增長2.9%，也高於預期值2.7%。隔天晚間公布的6月PCE通脹數據則顯示，核心PCE通脹率略高於預期，但仍然處於下行通道中。換言之，美國經濟不錯，通脹也處於降溫但並不溫和的狀態，這似乎也難找到美聯儲不得不大幅寬鬆的理由。

由於近期科技股出現大幅調整，市場也對美聯儲給出偏鴿態度有所期待。但事實上，美股的調整到目前為止仍然是結構性的，納指表現相對糟糕，道瓊斯工業指數和小盤股表現亮眼。從這個角度而言，鮑威爾可能會對市場的波動表現關注，但貨幣政策屬於宏觀政策，期望通過降息來緩解市場對於科技板塊的疑問，似乎有點隔靴搔癢。

當然，市場也會期待鮑威爾給出未來降息的判斷，但從近期的各路聯儲官員的表態來看，似乎大家對於降息的態度漸趨一致，即會在今年某一個時間點上開啟緩慢的降息——而這一信息已經被市場基本消化。所以，本周的美聯儲議息會議很難給市場帶來太多慰藉。

期貨市場已經定價美國年內會有2.6次降息，在本周議息會議之後，今年美聯儲還有三次議息會議。換言之，市場不僅預期美聯儲會在9月開啟降息進程，同時也認為未來的三次會議，絕大概率都會降息。這是否奢求，我們現

在也很難回答，但預期過滿，反而可能成為一個值得交易的因素。對於美債收益率而言，近期10年期美債收益率率難上，標誌著市場仍然認為「降息」是未來一段時間的關鍵詞。而特朗普交易似乎伴隨其選情降溫而有所降溫，本來市場認為「特朗普2.0交易」會讓股市狂歡、利率上行，但似乎目前的市場走勢恰恰相反。這似乎也告訴我們，想要簡單套用所謂的歷史規律，有時候就是一種刻舟求劍。

此外，美國財政部下調三季度融資預期超千億美元至7400億美元，基本符合市場預期，但年底前所持現金餘額減少1500億美元，這意味著年底前的現金緩衝將進一步減少。從上述兩個數字來看，財政部只是做了左右騰挪，即減少發債的同時，也降低了資金盈餘，這其實是通過技術手段來控制國債供應量。今年以來，耶倫為首的財政部官員一直在盡力管理美國國債的供應，這也是今年美債利率表現相對平穩的一個重要原因。

市場頻現套利交易

與有些無聊的美聯儲議息會議相比，日本央行如何定義未來的貨幣政策，可能更值得玩味。在此前的多次表態中，日本央行一直暗示未來的加息和退出資產購買計劃，但事實上每次都有點馬放南山的感覺。筆者總體上認為日本央行處於「永遠追著曲線跑」的狀態，換言之，日本央行的緊縮將大概率是「半糖主義」，市場很難感受到真正的甜度。在本周的議息會議前，東京的CPI通脹率出爐，結果低於預期，這也讓日本央行有了更多緩靖的理由。

上周讓市場大跌眼鏡的日圓和人民幣的表現，在很大程度上反映出金融市場的難以預測。無論是預期日本央行的可能緊縮、抑或是美聯儲的可能寬鬆，日圓兌美元的匯率在過去兩周內都出現了顯著的升幅，美元兌日圓的套利交易出現了顯著的平倉。

但這一交易發生的時候，美股中的科技板塊出現了調整，這也讓市場浮想聯翩，認為是否套利的最終流向是美國的科技公司。伴隨著科技公司的下跌、日圓套利的平倉，市場似乎也找到了最好的理由，也就是資金看不到科技公司上行的前景，從而選擇減倉股票、並歸還日圓融資。當然，現實的市場不會像應想的這麼簡單，但市場多數時候只相信簡單邏輯。最終，這一邏輯也開始影響到人民幣匯率，因為人民幣也是相對低息貨幣，這也帶來了人民幣匯率的大幅走強。這些故事聽上去都合理，但並沒有改變外匯世界中的利差格局。換言之，這大概率只是一輪洗牌。

香港復甦的三個階段(下)



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

（上篇刊7月24日A11版）在復甦的第二階段，筆者認為特區政府正是努力回復本港金融中心地位，外界均認為香港處於東西方「鹹淡水」的交界，但現在失去了西方支持的香港會否元氣大傷？當然我們要適應，但是西方世界不代表一切，東盟和沙特阿拉伯也會成為更好的金融平台，包括一些家族辦公室的運作，香港近年來是很成功的。近期瑞銀預計香港財富管理行業正以7.6%的複合年增長率成長，到2027年的管理資產規模將會超越瑞士。

再加上香港的M3（泛指總存款量）創了十七萬億元的新高。資金匯聚之下，富有的人多，家族辦公室亦成功，再配合新的IPO上市時間表，香港金融中心的回復進程是令人感到樂觀。

在復甦的第三階段，筆者認為特區政府正是準備重整樓市，因為樓價已經跌得低過建築成本，而建築成本其實每年在不斷上升，樓價沒有空間再跌下去，因為已經跌到年輕人有能力上車的地步。

以屯門區為例，300萬元以下的二手單位起碼有140個左右，這個板塊大部分是公屋住戶的收入能負擔的範圍，而年輕小兩口的人均收入中位數就可以買到480萬元物業，而且可以過到利息要求，已經能夠買到屯門碼頭兩房高層向海單位了。所以說，樓價繼續跌下去是沒有必要的消耗，大家可以想像到樓價跌但建築成本上升之下，如果政府要

繼續提供供應，唯一可以減的就是地價。

盼望推出樓市甜招

特區政府應該保護市民不受炒風猖獗的侵害，但是保護市民利益亦包括保護樓市的生產鏈。當市場過分觀望令發展商投地大減，亦等於政府的收入大減，這種犧牲屬於「沉沒成本」。無論欠缺實地令到香港財政赤字維持多少年也好，最終都要市場或樓價能支付不斷上升的建築成本，樓市生產鏈才可以如常運作。

筆者認為，特區政府近期正在努力回復和發展商的互動，未來在土地招標方面會找到一個合乎各方利益的成本分配。既然樓價、建築成本加上合理地價的話，必須要樓市能夠穩，其實市場成交價只要比現在提高多少的水平，土地招標已可以運作得暢順。現在樓價已經過跌，特首也指出要對症下藥啟動購買力，即銀行體系內的龐大資金，筆者希望新一份施政報告可以出「甜招」，為樓市作更好的分配，而令生產鏈如常運作，這亦是特區政府的責任。



在復甦的第三階段，特區政府正是準備重整樓市，推動交投回升。

今年二季度中國GDP同比增長4.7%，低於上季的5.3%，各方有很多評論。最近出去交流的時候，筆者也經常被問到，困難和問題都已經聽得很多了，能不能講講中國經濟的希望和機會在哪裏。本文擬就此做簡要回答。

政策給力 改革發力



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

近期，「固本培元」一詞引起了市場關注。統計局在通報上半年經濟數據時，有一個重要的評價是「成績來之不易」。結合「固本培元」來理解這句話，將體會更深。上世紀末與本世紀初，日本和美國均因房地產市場調整，遭遇了經濟和金融危機。中國保持推動高質量發展的戰略定力，近年來通過科技創新、綠色發展和數字轉型，積極培育增長新動能，努力擺脫過往對房地產驅動的依賴。

經濟脈衝式恢復是疫後國際普遍現象，這主要是因為疫情衝擊對接觸性、聚集性的服務業生產和消費影響巨大。疫情解封後，隨着人員往來逐步正常化，服務業快速復甦帶動經濟一波快速反彈。但之後，服務業復甦動能迅速衰減，又會拖累經濟恢復。中國正在經歷這樣的情況。

完善擴大消費長效機制

剛剛閉幕的二十屆三中全會分析了當前形勢和任務，強調「堅定不移實現全年經濟社會發展目標」。7月19日，中央財辦分管日常工作的副主任、中央農辦主任韓文秀在出席新聞發布會時表示，下一步要推動經濟持續回升向好，實現更為均衡、普惠、包容的發展，一靠政策給力，二靠改革發力。

大規模設備更新和消費品以舊換新牽引性、帶動性強，是2024年擴內需的一齣「重頭戲」。據統計局介紹，在大規模設備更新政策帶動下，上半年設備工器具購置投資同比增長17.3%，拉動固定資產投資增長2.1個百分點，貢獻率達54.8%；製造業技術改造投資增長10.0%，高於製造業投資0.5個百分點。大規模設備更新帶動了相關設備生產較快增長，惠及多個重點行業。同時，消費品以舊換新政策拉動了汽車、家電等耐用消費品。上半年，限額以上單位家電和音像器材類商品零售額增長3.1%，同比加快2.1個百分點；狹義乘用車零售額增長3.3%，其中新能源乘用車零售額增長33.1%。

7月15日，國務院常務會議決定，統籌安排約3000億超長期特別國債資金，進一步推動大規模設備更新和消費品以舊換新，擴大支持範圍，提高補貼標準或貼息比例。這有助於疏通財政政策傳導的卡點和堵點，加快政府債券發行和使用進度。據市場機構估算，這大概可拉動下半年經濟增長0.3至1.3個百分點。

7月15日，中期借貸便利（MLF）利率按兵不動，但22日央行意外宣布下調7天逆回購利率10個基點，同日下調1年期和5年期貸款市場

報價利率（LPR）各10個基點，25日又下調1年期MLF利率20個基點。這釋放了進一步加強逆周期調節，加大金融支持實體經濟力度的信號。25日，境內外人民幣匯率大幅拉升，據說部分緣於市場憧憬央行連續降息，國內經濟走強。目前，市場還在期待7月底中央政治局會議釋放穩增長的新信號。

「固本培元」是要長短結合、標本兼治打好政策「組合拳」，改革自然不能缺席。二十屆三中全會是在關鍵時期召開的一次十分重要的會議。全會審議通過的《中共中央關於進一步全面深化改革 推進中國式現代化的決定》（以下簡稱《決定》）是指導新征程上進一步全面深化改革的綱領性文件。

落實《決定》部署，要加快培育完整內需體系，健全政府投資有效帶動社會投資體制機制，形成市場主導的有效投資內生增長機制，完善擴大消費長效機制，減少限制性措施，合理增加公共消費；完善支持服務業發展政策體系，聚焦重點環節分領域推進生產性服務業高質量發展，健全加快生活性服務業多樣化發展機制；健全高質量充分就業促進機制，完善勞動者工資決定、合理增長、支付保障機制，規範收入分配秩序和財富積累機制，加強普惠性、基礎性、兜底性民生建設，增強居民消費能力和意願。

《決定》提出，到2029年完成本決定提出的改革任務。筆者預計前述改革措施有不少將在近期落地。

改革發展應對外部嚴峻挑戰

國家主席習近平在三中全會《決定》作說明時，指出了《決定》稿起草過程中重點把握的五點原則，其中一點是堅持問題導向，另一點是突出經濟體制改革牽引作用。4月底中央政治局會議在肯定經濟實現良好開局的同時，還指出經濟持續回升向好仍面臨諸多挑戰，主要是有效需求不足，企業經營壓力較大，重點領域風險隱患較多，國內大循環不暢，外部環境複雜嚴峻不確定性明顯上升等。要用改革和發展的辦法迎接這些挑戰，而《決定》給出了解決方案。

例如，舊動能下降較快是當前經濟運行承壓的重要原因。《決定》提出，健全推動經濟高質量發展體制機制，完善推動高質量發展激勵約束機制，塑造發展新動能新優勢。為此，要健全因地制宜發展新質生產力體制機制，加快形成同新質生產力更相適應的生產關係。發展新質生產力不僅要完善戰略性產業發展政策和治理體系，建立未來產業投入增長機制，還要健全傳統產業優化升級體制機制；不僅要發展先進高端製造業，還要發展現代服務業。這短期內可以培育新

動能，保持經濟運行在合理區間，中長期可以大幅提升全要素生產率，盡可能長時間維持中國潛在經濟增速在較高水平，保持經濟較快成長、繼續追趕的態勢。

再如，有效需求不足是當前經濟運行的主要矛盾。《決定》提出，完善城鄉融合發展體制機制，統籌新型工業化、新型城鎮化和鄉村全面振興。為此，要健全推進新型城鎮化體制機制，推行由常住地登記戶口提供基本公共服務制度，推動符合條件的農業轉移人口享有同遷入地戶籍人口同等權利；加快農業轉移人口市民化，保障進城落戶農民合法土地權益，深化土地制度改革。前述改革有助於促進城鄉要素平等交換、雙向流動，縮小城鄉差別，促進城鄉共同繁榮發展，進而有助於進一步發揮中國超大规模市場優勢，支持擴大國內需求。

還如，落實好防範化解房地產、地方政府債務、中小金融機構等重点領域風險的各項舉措，守住不發生系統性風險底線是當前重要工作，但治本之策還是要構建長效機制或發展新模式。《決定》提出，加快建立租購並舉的住房制度，改革房地產開發融資方式和商品房預售制度，完善房地產稅收制度，這有助於構建房地產發展新模式，促進金融與房地產良性循環，完善房地產金融審慎管理。《決定》提出，深化財稅體制改革，理順央地財政關係，增加地方自主財力，完善政府債務管理制度，加快地方融資平台改革轉型，適當加強中央事權，提高中央財政支出比例，這有助於減輕對土地財政的依賴，優化中央和地方政府債務結構，構建防範化解地方政府債務風險長效機制。《決定》還提出，要完善金融機構定位和治理，完善金融監管體系，依法將所有金融活動納入監管，健全金融消費者保護和打擊非法金融活動機制，構建產業資本和金融資本「防火牆」，這有助於防範化解中小金融機構風險。

前述重大部署，反映出國家領導人關於全面深化改革的一系列新思想、新觀點、新論斷，要慢慢消化、吃透精神。但是，再好的藍圖也要「一分部署、九分落實」。未來五年是改革關鍵期，必須以釘釘子精神抓好落實，從「大寫意」變成「工筆畫」、「施工圖」。

最後，套用股神巴菲特的話：不要懷疑中國的基本實力和經濟韌性，不要做空中國。如果各項改革任務能夠圓滿完成，經濟強則貨幣強，中長期人民幣匯率強勢有保障，強大的人民幣有支撐；經濟運行回歸合理區間或潛在經濟增速抬升，人民幣利率自然會水漲船高；境內外投資在資本市場投融資功能更加協調後，也終將通過長期持有人民幣金融資產，分享中國經濟成長的紅利。