貿戰或拖累出口 內需穩健撐經濟

▲第二季度住戶調查顯示實際人均消費同比增速從5.4%強勁反彈至8.2%，主要受穩健的實際可支配收入增長支撐　中新社

市場解碼

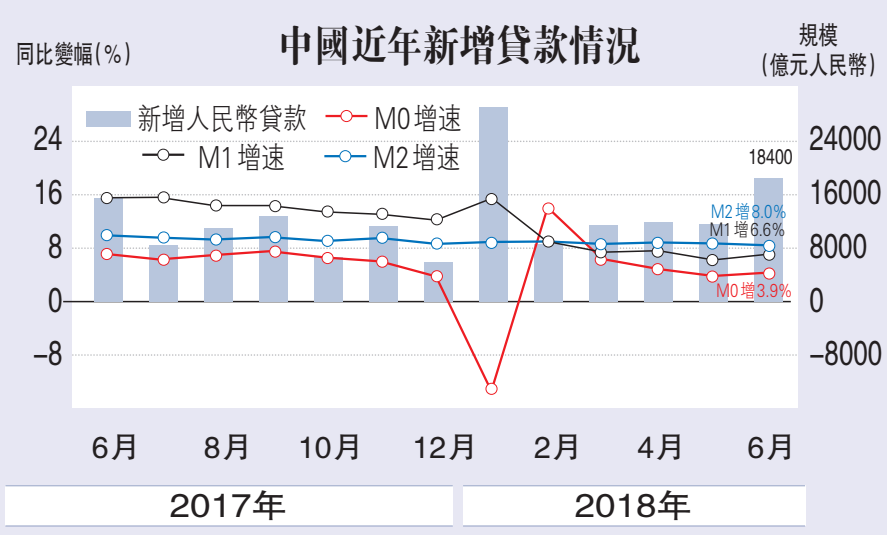
去槓桿政策拖累二季度經濟增長勢頭出現放緩跡象。隨着影子信貸渠道監管收緊、地方政府融資受限，整體信貸增速已明顯放緩，基建投資大幅減速。信貸違約事件頻發、信貸市場准入收緊是目前內地市場最主要的擔憂。

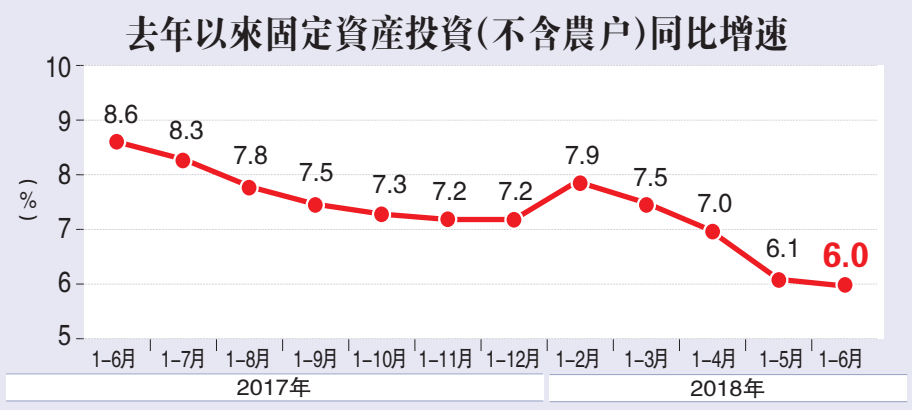
瑞銀亞洲經濟研究主管、首席中國經濟學家、董事總經理　汪　濤

雖然北方省份生產活動受到了大氣污染治理的影響，但一季度全國工業生產仍較爲強勁，實際GDP也保持了同比6.8%的穩健增長，強於預期。但進入二季度以來，受制於結構性去槓桿和緊信用、特別是地方政府融資平台和基建項目面臨顯著的融資約束，經濟活動有所走軟。其中基建投資增速放緩尤其明顯，從2017年的15%左右放緩至一季度的8.3%、二季度進一步放緩至1%。

受此影響，固定資產投資同比增速從一季度的7.5%放緩至二季度的5.2%。雖然房地產投資維持了10%左右的同比增長，但這主要受益於土地購置費大幅提升，而非土地相關的房地產投資則同比下跌。過去幾個月，部分開發商融資面臨困境。社會消費品零售同比增速也從一季度的9.8%小幅放緩至二季度的9%。

雖然二季度社會消費品零售名義和實際增速都有所放緩，但二季度住戶調查顯示實際人均消費同比增速從5.4%強勁反彈至8.2%，主要受穩健的實際可支配收入增長支撐（同比增長6.6%）。綜合考慮，我們認爲居民消費依然比較穩健。





增流動性投放力度

今年以來，隨着去槓桿的推進，企業債券違約事件頻發，影子信貸規模縮減，整體信貸增速放緩。筆者估算六月底整體信貸增速已從2017年底的13.6%放緩至11.1%，主要因爲信託貸款、委託貸款等表外影子信貸收縮。隨着信貸增速放緩、部分民企和國企融資渠道被切斷，投資者的擔憂不斷升溫。

考慮到目前內地經濟面臨的下行壓力主要來自金融監管強化和信貸政策收緊，隨着貿易戰升級，筆者認爲政府可能首先會調整偏緊的內地政策基調，特別是對地方政府融資和基建項目的約束。

筆者預計未來政府會調整內地政策包括：（1）通過MLF（中期借貸便利）和降準等方式增加流動性投放；（2）放鬆偏緊的信貸和準財政政策，從而保持整體信貸和基建投資穩定增長；（3）加強金融監管和結構性去槓桿的落實更為循序漸進。除非經濟增長大幅滑坡，否則筆者認為政府不會出台新的大規模刺激政策，或放鬆房地產相關政策；預計央行不會降息、2018年底10年國債收益率為3.4%左右。

下半年政府可能會努力保證債券市場流動性充裕、加快表內銀行貸款發放，並放緩影子信貸的收縮速度。因此，筆者預計整體信貸增速有望觸底反彈，今年年底整體信貸增長12%左右、官方社會融資規模餘額增長11%左右。在這種情況下，筆者估計年底非金融部門債務佔GDP的比重可能較2017年上升1-2個百分點，2019年再上升1-2個百分點。爲支持債券發行，筆者預計央行會增加流動性投放、促使市場利率穩中有降，今年年底10年期國債收益率可能會在3.4%左右，央行也不會調整基準利率。

地產調控不會放鬆

考慮到政府對房地產泡沫和相關金融風險的擔憂持續，筆者預計放鬆房地產政策不會是政策調整的首選甚至次選方案。事實上，上半年房地產新開工和投資都強於此前預期。因此，雖然筆者預計下半年房地產銷售和投資都將有所走弱，但仍將全年新開工增速小幅上調至6-8%、投資增速上調至5-7%（此前二者預測均爲3-5%），2019年進一步放緩至個位數。

鑒於房地產價格依然比較強勁，如果之後房地產政策有所鬆動，筆者認爲政府更可能選擇增加住房供給（如公租房建設），以避免刺激投機需求。事實上，住建部上周要求合理界定棚改範圍、不搞一刀切，商品住房庫存不足、房價上漲壓力較大的地方，要調整棚改安置政策、採取新建棚改安置房的方式。據報道，政策性銀行也開始審核其對棚改的信貸政策。筆者認爲只有在經濟增長大幅滑坡的情況下，房地產政策才有可能明顯放鬆。不過，貨幣信貸政策寬鬆和降低融資成本的政策都應會間接提振房地產市場情緒、改善開發商融資條件。

綜合考慮外部衝擊和內地政策調整，筆者將2018年實際GDP增速預測從6.6%下調至6.5%、2019年實際GDP增速從6.4%下調至6.2%。下調的理由主要是預計出口增速放緩，而內地投資改善，但後者只能部分抵銷前者對經濟的拖累；小幅下調消費增速，但預計其依然保持穩健增長。

隨着市場對貿易戰和出口走弱的擔憂升溫，人民幣不斷走弱，並面臨進一步貶值壓力。六月份人民幣兌美元貶值幅度已超過4%，這主要是由於外匯市場預期轉變所致；近期央行官員表態穩定了市場預期，人民幣匯率得以企穩。筆者將2018年和2019年年底人民幣兌美元預測調整至6.8和6.9。如果美元兌其他主要貨幣匯率保持當前水平不變，這意味着到年底人民幣兌一籃子貨幣貶值1.8%。

結構轉型乃經濟希望所在

海通證券首席宏觀分析師　姜　超

超限觀點

對於統計局最新公布的二季度經濟數據，筆者的解讀如下：

1.經濟量縮價跌

二季度GDP增速小幅回落至6.7%，GDP平減指數增速繼續下滑至2.8%，經濟量縮價跌，反映社融增速放緩的影響正持續顯現，而需求、生產同步走弱，表明經濟下行拐點已經出現。從需求和生產兩個維度看：需求端，二季度三駕馬車增速全線下滑，淨出口拖累加劇，消費仍是中流砥柱；生產端，二季度第二產業增速放緩，貢獻回升主要緣於價格上漲，第三產業增速反彈。

2.工業生產放緩

上半年工業增速6.7%，較一季度回落，其中六月工業增速顯著回落至6%，這固然與去年同期基數有關，但主因仍是工業生產轉弱。從中微觀數據表現疲軟可以得到印證：一是分行業增速依舊漲跌各半，鐵路船舶、電氣機械、電子、有色、化工、電力熱力等近半數行業增速放緩；二是發電量增速、煤炭、鋼鐵、有色、水泥、汽車等工業品產量增速普遍下滑，僅化工品回升。新產業增加值增速、新產品產量增速均保持在高位，是生產端最大的亮點。

3.投資小幅下滑

上半年固定資產投資增速6%，較一季度回落，其中六月增速反彈至5.7%，但依然偏低。三大類投資中，製造業投資增速逐步回升，這是投資端最大的亮點，反映投資擴張的內生動力有所修復，民間投資的回升也印證了這點。去年工業利潤大幅改善，對今年製造業投資的拉動正持續顯現，但受制於企業融資偏弱，上半年回升力度依然偏弱。基建投資跌幅擴大，這是今年以來投資疲軟的主因，二季度財政支出增速顯著下滑，對基建投資擴張形成制約。房地產投資增速仍處高位，也是今年以來投資的中流砥柱。但房地產投資高增主要由土地購置貢獻，剔除土地購置後地產投資僅是負增長，房地產投資名義、實際增速的背離也印證了這點，這也爲下半年的地產投資埋下隱患。

4.消費低位反彈

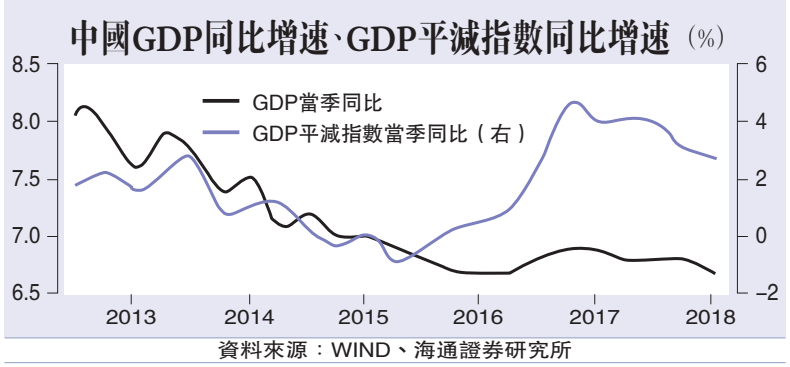
六月社消零售增速9%、限額以上零售增速6.5%，均較五月回升。五、六月消費增速波動較大，固然與端午假期錯位有關，但二季度消費增速仍較一季度下滑，表明消費增勢放緩，主要緣於居民舉債買房透支購買力，抑制消費。分品類看，六月必需消費迎來反彈，食品、服裝、日用增速全線回升，可選消費漲多跌少，石油及製品、通訊器材，以及地產相關的家電、傢具、建材增速均上升，但汽車跌幅擴大，主要緣於中美貿易摩擦及關稅調整令汽車市場觀望情緒濃厚。消費端最大的亮點仍是網上零售，上半年增速高達30%。

5.地產需求仍弱

雖然受到棚改貨幣化安置政策的支撐，但上半年全國商品房銷售面積增速僅3.3%，較去年明顯下滑。而在樓市調控只緊不鬆、房貸利率再創新高的影響下，六月地產銷量增速回落至4.5%。去年四季度以來地產銷售持續低迷，而今年以來地產庫存去化有所放緩。受此影響之下，上半年土地購置面積增速已較去年明顯回落，新開工增速僅是溫和回升。整體看，地產需求仍較羸弱。

6.經濟去舊迎新

上半年經濟整體平穩，房地產投資是最主要的支撐。但一方面，本輪地產投資高增主要由土地購置貢獻，歷史上地價大漲帶來的地產投資名義、實際增速的背離均以地價漲幅回落、地產投資增速下行收場；另一方面，在房企融資受限的背景下，銷售回款將成爲主要融資來源，而過去三個季度地產銷售持續低迷，勢必拖累地產投資下行。因而地產對舊經濟的支撐力度或將持續轉弱，下半年支撐將來自於新產業、新產品、新消費等新經濟部門，結構轉型才是經濟希望所在。



資料來源：WIND、海通證券研究所

樓市新政「擠出」供應量

祥益地產總裁　汪敦敬

樓市新態

香港房地產市場大局改朝換代，如果說2009年後的新常態是一個發達機會，這發達機會的重要關鍵就是認知中國和美國的改變。如果你不認知，仍用「美國爲主」的邏輯，過去幾年會相信大幅加息，更不會預測中國資金和企業佔據了市場。但到了2018年7月就是另一個分水嶺，投資上筆者認爲關鍵是要弄清楚，政府和發展商的關係將如何發展？

什麼是地產霸權？很多人都不清楚，有物業不是地產霸權。地產霸權是一種系統，系統分配了社會的利益。發展商若把自己成爲了一種分配系統是危險的，因爲分配利益是政治範疇，發展商如果這樣做是把自己的處境置在刀口之上。第一個接近這刀口的經歷其實是「勾地政策」，政府將賣不賣地，甚至賣幾多地的主動權讓給發展商。發展商不勾出來的地，政府就不能賣地了，結果如何大家會見到了。另一個令筆者擔心的是棕地，如果有大量棕地若最後落在一些少數大財團上，那在現今社會沒有共識造地之下，若出現了壟斷地主，就成爲了麵粉要供應商同意才可有麵包供應。

回到現實看林鄭房策六招。該六招是一個很大的改變，是包含了樓花辣招。發展商當初反對空置稅，但特首的回應就是再出多一招！兩招樓花辣招中，除空置稅之外，亦包括發售量起碼要是預售樓花同意書的兩成，這無疑是取締了「啣牙膏」這個銷售方式。政府對發展商的態度驟然改變！值得留意！

發展商再難奇貨可居

過去七年於樓花起樓的可供應量其實是高於銷售量，只是銷售的滯後造成了銷售量相對供應量成爲不足，也是樓價上升的火車頭。不過香港主流的傳媒、社會價值觀過去都認爲發展商應有完全自由營商空間的，因此政府出辣招一直也優待沒有針對發展商，於是樓花銷售更加進一步成爲了市場購買力的聚焦點。

只是，發展商的博弈和變招能力遠比政府高，其實要將供應量倍增才能影響樓價的升勢。因此筆者評估樓市，從不認爲增加少量一手供應可以左右大局。

但房策六招出招之後局勢就改變了，特首爲發展商賣樓定下底線，這意味着發展商奇貨可居的空間大減，供應量容易造成多於以往成交量。這也令我們評論員要作改變，本篇撰寫其實都是一些事前觀點，局面空前複雜，繼續發展落去如何呢？還是看政府的決心和數據反映出來的事實啊。