經濟觀察家

斌眼觀市

中國資本市場的基本邏輯其實非常明晰，可分成長期、中期、短期三重邏輯。從長期看（兩年以上），A股走牛沒有異議。因為資本市場戰略地位提升，「房住不炒」、資產轉移配置的大潮才剛拉開大幕。但從中期看（半年到兩年），不得不關注宏觀經濟波動對市場中期走勢的重大影響，當然市場的結構性機會將時有表現。從短期看，資金流向異動、政策邊際變化，調動了市場情緒，提升了風險偏好。

西南證券首席策略分析師　朱斌

▶新增勞動人口結構發生重大變化，大學生數量遠超農民工數量，也使得以往通過房地產、基建來刺激經濟的方式變得不合時宜

A股三重邏輯明確 短期迎來秋季躁動

長期邏輯：堅持房住不炒

長期邏輯：「房住不炒」，居民資產轉移配置的大潮已經逐步拉開大幕。筆者之前已經指出，中央從2016年以來提出「房住不炒」，絕不是一個僅僅反映權力意志的「權宜之計」，而是反映中國人口大趨勢的順勢而為。

「房住不炒」能堅持下來，有三大核心原因：

其一，人口總量與結構的轉折性變化，是房住不炒的底氣所在。中國勞動人口總量在2016年達到歷史峰值9.35億後就快速下降，每年減少500萬人，到今年估計下降到9.2億以下，回到十年前的水平。由於當前中國的低生育率，這一態勢在未來還會加速。勞動人口絕對值的快速下降，使得就業由總量壓力轉變為結構性壓力。政府不必再借助經濟高增速來消化每年新增的勞動人口。這也是為何7月底的政治局會議上會進一步明確「不把房地產作為短期刺激的手段」。同時，新增勞動人口結構發生重大變化，大學生數量遠超農民工數量，也使得以往通過房地產、基建來刺激經濟的方式變得不合時宜。因為基建和蓋樓，很難解決大學生的就業壓力。

其二，中國居民槓桿的高企，是房住不炒的剛性約束。2008年的大刺激是中國居民槓桿加速上行的起點，到2017年，中國家庭的債務壓力，首次超過美國。2018年，中國居民家庭負債佔可支配收入的比重為120%，而美國只有100%。並且兩者的差距還有進一步擴大的趨勢。放眼全球，上一次金融危機以來，主要發達國家都實現了很好地去槓桿，美國的槓桿率下降20%以上，英國與德國的槓桿率也下降10%。而中國、韓國等發展中經濟體的槓桿率卻快速提升，中國位居首位，槓桿率上升30%以上。此外，根據中國央行的研究，房價上漲帶來短暫的財富效應消失後，已經開始對消費產生擠出效應，這就遏制了潛在經濟增速的提升。在這樣的狀況下，「房住不炒」可以說沒有一點妥協的空間。

其三，中美貿易戰則是房住不炒的民心基礎。一場中美貿易戰，中國靠一家高科技企業華為硬是頂住了美國舉國之力的制裁。中美競爭的長期性，讓決策層與中國民眾開始真正意識到以高科技為代表的「核心資產」，才是中國未來發展的方向。把房價搞到天上去，除了加重民眾負擔、增加中國經濟脆弱性、對製造業形成擠出，幾乎不會有別的作用了。美國對中國的悍然出手，讓中國人意識到了高房價贏不了中美競爭，高科技才可以。

一旦房住不炒被長期堅持，房價保持穩定或者微跌，房地產在大類資產配置當中的地位便會迅速下降。試想，一套1000萬的房子，卻只能帶來不到20萬的租金，還伴隨着折舊，實際收益率甚至不到1%。如果還背負着貸款，如果房價三年不漲，這一投資甚至會是負收益。長期來看，「房住不炒」一定會帶來資產配置的大轉移。只不過房地產轉移出來的資金，需要等待合適的時機和價位來介入股市。

中期邏輯：經濟增速下行

中期邏輯：經濟增速下行的整體態勢不變，業績增速下行的整體態勢不變，流動性不會大放水，甚至信用還會階段性收緊的態勢也不變。對資本市場而言，其運行並不會脫離基本面太遠。當然市場的結構性機會將時有表現。

從經濟運行的態勢來看，「L形」的一橫斜率在中期內是向下的。筆者此前對2019年經濟走勢的判斷就是前高後低。當前不斷出爐的經濟數據，也在持續驗證此前的判斷。4月份經濟見高點後，便展現出向下態勢。從以往的周期規律來看，經濟這種向下的態勢在2019年很難見到底部，最快可能也要到2020年中期前後才能見底。

經濟中的三駕馬車：投資、消費、進出口等環節，都呈現趨勢性向下的態勢。進一步地，從投資的細分領域看，房地產投資、固定資產投資、基建投資，都體現同步向下的態勢。

房地產投資方面，8月份，中國房地產施工面積新增1.9億平方米，創今年以來新低。新開工面積新增亦是1.9億平方米，為今年來次低。房地產開發投資額（減去土地購置費後）同比增速也在7月份見頂，當前開始緩步回落。

製造業投資方面，整體態勢向下，結構甚至還在惡化。分細項來看，通用設備與專用設備製造業的投資增速，兩者態勢與製造業投資整體增速是一致的：2019年初見頂後就不斷回落。但其中黑色冶煉業的投資增速卻在快速上行，到8月份的同比增速甚至到了42%，超過了2012年的水平，也超過了2002年以來歷次高點。

歷史上，黑色冶煉業投資增速上行伴隨着PPI的快速下行。2012年以後黑色冶煉業迎來了嚴重的產能過剩。當前，黑色冶煉業的投資增速又達到了歷史高位，PPI也隨之下行。上一次，依靠有形之手的強力去產能，實現了PPI的回歸。但效果並不持續。這一次會如何？我們拭目以待。

在經濟向下的大背景下，公司業績增速也難獨善其身。當前A股整體的業績增速處於下行態勢當中，但增速的絕對值目前還處於較高水平。除了2015年的水牛，A股的走勢還是相當基本面的：每個業績增速底部都對應了指數的階段性底部。筆者此前已經指出，二季度A股整體歸母淨利潤增速為4.6%，雖然較一季度的8.7%大幅度下降，但比其在2005年、2008年、2012年、2015年的負增長還是有較大距離，同時考慮到商譽減值因素，2019年四季度歸母淨利潤增速將有一個正增長。因此A股業績增速底部很難在2019年出現。

短期邏輯：風險偏好提升

短期邏輯：資金流向的異動，政策的邊際變化，提升了風險偏好，催生了令人興奮的「秋季躁動」。**從短期看，8月中下旬開始流入的北上資金，成為策動這次行情的重要驅動力。**今年以來的兩次階段性行情，北上資金都起到了相當重要的作用。當北上資金開始大規模流入時，市場便呈現出可觀的行情。本輪行情自8月6日2733點以來，北上資金再次大規模流入。從8月8日至今，北上資金淨流入704億，日均流入27億，強度與今年市場上漲最劇烈的2月份相當。

除了資金，政策的超預期變化也給市場帶來了一針強心劑。9月4日，國務院常務會議宣布將普遍降準，提升了風險偏好。央行隨後全面降準0.5個百分點跟進。這使得原先以黃金、電子、軍工、通信、消費品龍頭為主的結構性行情，向券商、銀行、地產的周期性行業蔓延，形成了市場全面開花的格局。但當前隨着8月份經濟數據的出爐，大家對經濟的預期開始冷卻，北上資金淨流入規模也開始迅速縮減。

相信隨着成長類與非成長類公司股價的全面提升，結構性行情轉向全面開花後，資金驅動開始出現逐步退潮的跡象。「秋季躁動」行情由此開始步入後半程。在退守過程中，建議配置公用事業龍頭、食品飲料龍頭、創新藥龍頭以對應經濟下行風險。當然科技龍頭若回調合適，仍值得介入。

關注共債風險抬頭

交通銀行金融研究中心高級研究員　黃艷斐

交銀觀察

2018年以來，現金貸、互聯網消費貸、P2P等市場放貸主體日益增多，債務風險不斷聚集，市場共債客群資產質量波動明顯。共債風險暴露期下，部分客戶還款能力和還款意願降低。2019年上半年以來，銀行信用卡資產質量呈現風險抬頭之勢。

一、上半年信用卡資產質量下滑

從微觀角度看，2019年上半年有相關披露的銀行信用卡不良率整體呈上行趨勢。7家大中型銀行中有6家的信用卡不良率環比上升。上行幅度差異較大，最大的為57個基點，最小的是5個基點。

從行業角度看，2018年以來信用卡貸款增速顯著放緩。2017年信用卡貸款同比增速曾達到36.95%的階段高點，而之後在2018年至2019年上半年各季度均呈現增速放緩，2019年上半年信用卡貸款同比增速降至15.50%。

2019年上半年信用卡逾期貸款額和逾期率環比「雙升」。央行按季度披露信用卡逾期半年以上的貸款餘額及比率。信用卡2018年三季度逾期額環比大增124億元（人民幣，下同），逾期率環比上升13個基點，引發市場對經濟下行趨勢下信用卡資產質量是否會惡化加劇的擔憂。而2018年四季度形勢出現逆轉，逾期額環比減少92億元，逾期率環比下降18個基點，資產質量一度企穩。2019年上半年信用卡資產質量風險抬頭，逾期貸款額環比增加41億元，逾期率環比上升2個基點。

二、共債風險對信用卡不良率升高的影響

近年來個人消費金融業務呈高速發展態勢，個人貸款業務從商業銀行逐步擴展到各類消費金融公司、互聯網平台，個人消費者同時向多家金融或類金融機構借款的現象日益增多。從共債風險對信用卡不良率影響的傳導途徑來看，一方面部分網貸平台資金的提供者，可以從銀行獲得較低利率的資金，轉而投向如P2P等高利率平台進行套利（套利者）；還有一部分屬於純粹的資金借貸者，同時向多家機構或平台借款（共債者），且存在借東牆補西牆的情況。無論是套利者還是共債者，其核心還款來源都不是自身收入，而是網貸平台的貸款或盈利。因此，一旦網貸平台經營出現問題，共債風險就將通過套利者和共債者兩條主線，向商銀表內傳導。

中國在2018年推進化解系統性金融風險的嚴監管舉措，P2P等網貸平台集中爆雷，問題平台數量大幅下降，共債風險得到一定程度的釋放。在共債風險暴露期下，資質較差、信貸資源獲取能力較弱的那部分信用卡貸款人兌付發生困難。由於信用卡逾期半年貸款距離風險暴露有六個月的時滯，因此這一輪P2P風險整治集中反應在商業銀行2019年前兩季度財務數據中。鑒於資產質量指標具有一定滯後性，因此需關注不良率攀升趨勢，及時採取防範措施保持銀行資產質量穩定。

三、應對信用卡風險抬頭的相關建議

過去信用卡的風險較為單一，而如今「信用卡危機」的爆發已經與「共債風險」緊密地聯繫在一起，即信用卡的風險可能已經不是用卡本身所引發的，而是由消費金融、P2P、網貸等渠道共同構成。其他渠道的監管和整治，其風險暴露壓力可能最終落到信用卡業務上，這對於信用卡的風險防範提出了更高要求。

行業監管上，鑒於信用卡是促進消費的有力工具，需要把握好監管的力度和方式。一方面要防止信用卡資金違規流向其他領域，警惕共債風險推高居民槓桿率。同時也要關注就業和樓市穩定，防止居民可支配收入收縮引發的債務實質性違約風險。還要加強對信用卡負債佔可支配收入比、居民槓桿率、信用卡消費佔個人消費總支出等關鍵指標的持續跟蹤研判。

發卡機構應針對性地調整風險政策。嚴格審查客戶資信水平、利用風險評級預測模型工具、對疑似共債客戶升級管控規則，擴大高風險客戶預警範圍，針對疑似共債客戶等高風險客戶採取降額、提前催收直至退出等主動管控措施，運用大數據等創新技術手段持續提升催收管理效能。同時還應提升信用卡運營理念，從過去產品、營銷、風險等業務流程的割裂模式向「產品—營銷—風險」一體化模式轉變，將場景營銷、金融科技、風險管理一併納入到信用卡業務鏈條。

（文章觀點僅代表個人，不代表供職單位）

▲信用卡是促進消費的有力工具，需要把握好監管的力度和方式

加辣九年 盡除樓市泡沫

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁　陳永傑

樓市智庫

近期本港樓價及成交量偏軟，個別業主劈價賣樓。但劈價只屬個別例子，加上2010年底政府陸續實施的樓市辣招，樓市泡沫已消失，樓價縱要下跌主調仍是有秩序的，另由於全球息口向下，有助抵銷樓市沽壓。

樓價緩跌而非急挫

上世紀九十年代，沒有各種辣招及收緊按揭制度，買樓有九成按揭，且有確認人方式買賣，其中涉及不少炒家參與，所佔比例不低。香港自從2010年底開始，額外印花稅、買家印花稅、從價印花稅等辣招相繼推出，並且透過金管局收緊按揭貸款措施，這九年來樓市泡沫經已消失。

九年來政府在樓市不斷將辣招加辣，炒家經已在樓市中消失得無影無蹤。絕大部分有能力買樓人士都真材實料財力不凡。近年物業市場炒家基本上已絕跡，買家由用家主導，故相信樓價急跌的機會不大，料樓價只會逐步回落。

置業首期收緊至樓價四、五成，無形中業主已向銀行交付高昂保證金，樓價縱有下調亦很難跌去四、五成，銀行資產質素不會因樓價稍稍下跌而變壞。樓市受到本港社會事件及貿易戰影響，但樓價在今年6月底創出歷史新高，以中原城市領先指數計算，去到9月初樓價比高峰只下跌2.43%，跌幅溫和。

樓價因社會事件及貿易戰回軟，但也有美國以至全球息口趨跌因素支撐，所以，跌幅會是有秩序向下，不容易急瀉。息口報跌無疑代表經濟欠佳，在投資角度則是資金成本下降，有利投資。本港樓市在好淡因素互相抵銷之下，樓價跌勢應會緩慢而非急挫。