

改革紅利落地 中國經濟有力上行

申萬宏源證券研究所首席宏觀分析師 李慧勇



慧眼天下

2017年中國經濟增長迎來了六年來第一次年度回升，2018年中國經濟將鞏固復甦。在新周期啟動條件逐漸具備的影響下，2019年中國經濟有望再次上行。

房產銷售下半年現拐點

基於外需和地產可能超預測的基準判斷，我們將對2018年GDP增長的預測值由6.7%提升至6.9%，持平於2017年。

1月22日IMF（國際貨幣基金組織）上調全球經濟增長預測。其中，2018年、2019年全球經濟增長預測由3.7%上調至3.9%。2018年美國經濟增長預測由2.3%上調至2.7%，2019年上調至2.5%。

2018年歐元區經濟增長預測由1.9%上調至2.2%，2019年上調至2.0%。2018年日本經濟增長預測由0.7%上調至1.2%，2019年上調至0.9%。

種種跡象表明，2018年外需表現可能比之前預測的強勁。我們將2018年中國出口增長預測由5%上調至6%。

同時，我們上調對於2018年房地產市場的預測。參照歷史經驗，房地產銷售的調整周期大約為兩年左右。因此房地產銷售有望在2018年下半年迎來拐點。而由於一二線城市的調整較早，也有望率先觸底；三四線則有望在隨後觸底。

此前我們地產團隊對地產新開工和投資的預測分別為5%和4.5%，我們認為實際數據由於租賃房和保障房的建設加快有望超出這一預測。2018年實際新開工和投資增速可能達到8%和7%。

根據北京和上海租賃房建設的規劃，北京將在五年內建設租賃房50萬套，計劃供地1300公頃，據此計算，2018年約新增租賃房260萬平方米。

上海「十三五」期間將新增租賃住房4250萬平方米、約70萬套；據此計算2018年將新增租賃房850萬平方米以上。

因此，北京和上海2018年新增租賃房約為1110萬平方米，而北京和上海2017年新開工面積分別為2362萬平方米和2618萬平方米。因此，租賃房建設約帶來兩地新開工面積增長22%。假設租賃試點城市的租賃房建設帶來的新開工增長在10%至15%之間，由於其新開工面積接近全國的20%，由此可計算出租賃房建設約在邊際上提升新開工面積增速二到三個百分點。

從三次產業來看，預計伴隨農業供給側改革和鄉村振興戰略的實施，第一產業增加值增速有望進一步加快。而第二產業由於去產能和環保對中小企業的衝擊，以及建築業增速的放緩，可能繼續小幅回落。但第三產業有望小幅提升，由於居民收入改善以及產業升級帶來的服務類消費的回升。

明年經濟增速有望加快

我們維持2019年中國經濟比2018年改善的觀點不變，將2019年中國經濟增長率由原先預測的6.9%提高至7.1%。

之所以這麼樂觀，最主要的原因仍然在於我們發現中國大的周期的啟動往往和制度紅利有關。伴隨着十八屆六中全會、十九大、2018年政府換屆的實施，改革的組織保障逐漸到位，改革將進入全面實施期。2019年有望看到改革紅利的落地，推動中國經濟重拾上升動力。

從具體的原因來看，在於我們一直強調的新周期啟動的條件已經基本具備。一是世界經濟復甦已經確認；二是中國國內市場基本出清，實體經濟進入良性循環，金融去槓桿的負面影響基本消化；三是中國經濟新的增長動力從培育期進入效應施放期，推動經濟上行。

人民幣兌美元明年底見6.1

當前美元的走勢弱於我們的預測。由於歐洲經濟的持續超預測，以及2018年歐元區和美國的貨幣政策有望進一步收緊，2018年美元可能繼續處於弱勢。我們上調2018年底美元兌人民幣匯率至6.3，此前我們的預測為6.4。上調2019年底美元兌人民幣匯率至6.1，此前我們的預測為6.2。

房策成功需社會支持

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

構都別想修改特首林鄭的房屋概念，令人唏噓，錯誤的歷史仍然繼續重演。

壓低施工量推高樓價

根據運輸及房屋局的數據，未來三至四年，一手私人住宅潛在供應量約9.7萬伙，再看清楚內容，2017年一手買賣成交宗數1.86萬伙，落成量1.78萬伙，但施工量只有1.7萬伙。即是說，單看2017年的供應量增加就等於樓價上升受控。

在說筆者的觀點之前，應該公道一點讚揚一下前特首梁振英，他在任的努力的確將斷裂的房產供應鏈重新接駁。如果比喻樓價升災是一個火警災場的話，這個災場終於成功搭了一條水喉入內了，於是就有人覺得有了水喉火警就會得到受控了，卻其實水喉太細小，並不能夠救熄到一場火災，太多人過分天真去判斷及一廂情願，是群眾水平的問題。

筆者相信梁振英的房屋政策還包括「BUY TIME」（偷取時間），只要在樓市辣招抑制之下，供應量能夠增加大於銷售量，樓價就得到抑壓。筆者認為他的概念是正確的，但是群眾並不知道前特首是需要他們的支持才可以做到以上效果去扭轉局面的，很多人不知道無論政府多努力也好，其實我們也不能付無限的需求，而必須要用資源管理的方法去分先後及疏導。

在2009年市場出現新常态之後，很多傳統的市場邏輯便成為投資陷阱，當然最多人中伏的是「誤以為息口會大升」，因而錯過入市機會，還有就是「誤以為土地供應量增加就等於樓價上升受控」。

筆者相信梁振英的房屋政策還包括「BUY TIME」（偷取時間），只要在樓市辣招抑制之下，供應量能夠增加大於銷售量，樓價就得到抑壓。筆者認為他的概念是正確的，但是群眾並不知道前特首是需要他們的支持才可以做到以上效果去扭轉局面的，很多人不知道無論政府多努力也好，其實我們也不能付無限的需求，而必須要用資源管理的方法去分先後及疏導。

當然，市民不夠支持前特首，前特首的房策效果亦是未達到，但是筆者看現任特首的房屋策略也是正確的，要解決問題必須支持特首正確的房策，然後才能達到有力的行政目標，看到不同高官及行政機

從華盛頓產業結構 透視北京發展規劃



▲分析指出，華盛頓的產業結構以服務業佔絕對主導地位。圖為華盛頓國會大廈

路透社



政委世界觀

2017年4月1日，中央決定設立雄安新區，同時，北京將剝離除政治中心以外的諸多功能，着力聚焦政治中心、文化中心、國際交往中心和科技創新中心。此種調整，使得北京的城市規劃似乎與華盛頓有一些類似之處，本文就此進行分析。

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委

一、首都居大不易

在討論華盛頓的房價之前，我們首先需要界定華盛頓的具體地理範圍。一個是傳統意義上的美國首都華盛頓特區（Washington, D.C.），其面積只有178平方公里，僅比北京三環路所圍的面積略大，人口則只有67萬人。顯然，無論是從面積還是人口來說，這個意義上的華盛頓與北京並沒有太大的可比性。

另一個是經濟和統計意義上的華盛頓—阿靈頓—亞歷山大都市區（Washington-Arlington-Alexandria, DC-VA-MD-WV Metro Area，簡稱華盛頓都市區），該都市區除了作為中心城市的華盛頓特區外，還包括臨近的馬里蘭州的部分區域和弗吉尼亞州的部分區域，以及西弗吉尼亞州的很小一部分。華盛頓都市區面積為1.62萬平方公里，非常接近北京市全境的面積1.64萬平方公里；人口只有613萬人，相當於北京2200萬人的28%，但考慮到美國人口3.2億，也大約相當於中國人口13.8億人的23%，這意味著華盛頓人口佔美國人口的比重大致與北京佔中國人口的比重相當。由此，對北京而言，華盛頓都市區比華盛頓特區更具可比性。

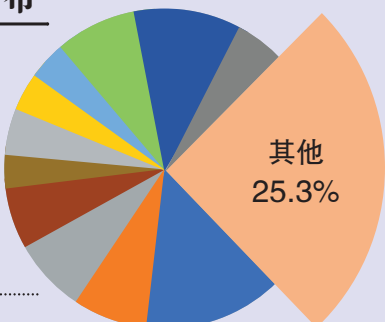
在美國，華盛頓都市區的房價並不便宜，相反屬於最貴的行列。2017年三季度，華盛頓都市區的二手房價中值為每套獨棟房屋（single-family home）40.85萬美元（約258萬元人民幣），與現在北京的房價好像並不貴，但若與美國經濟最發達的區域——紐約都市區相比，則毫不遜色。紐約—北新澤西—長島都市區（New York-Northern New Jersey-Long Island Metropolitan Area，簡稱紐約都市區）以紐約市為核心，涵蓋紐約州的10個縣、新澤西州的12個縣和賓夕法尼亞州的1個縣，面積1.73萬平方公里，人口1987萬，稱其為美國的經濟中心並不為過。華盛頓都市區的房價與紐約都市區的White Plains-Wayne分區（由布朗克斯縣（布朗克斯區）、國王縣（布魯克林區）、紐約縣（曼哈頓區）、皇后縣（皇后區）和瑞奇蒙縣（史泰頓島區）組成的紐約市即屬於該分區）以及Newark-Union分區相當，同時低於Nassau-Suffolk分區（即富安區長島）。

二、不僅是政治中心

首先，華盛頓的產業結構以服務業佔絕對主導地位。2015年製造業就業人

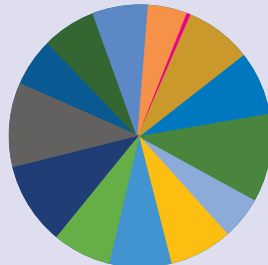
華盛頓都市區就業人口的職業分布

個人看護	3.7%	教育培訓	6.2%
銷售	8.3%	商務和財務	7.9%
清掃維護	3.8%	管理	14.1%
飲食	5%	建築施工	4.6%
醫護人員	3.1%	行政	11%
計算機及數學	7.1%		



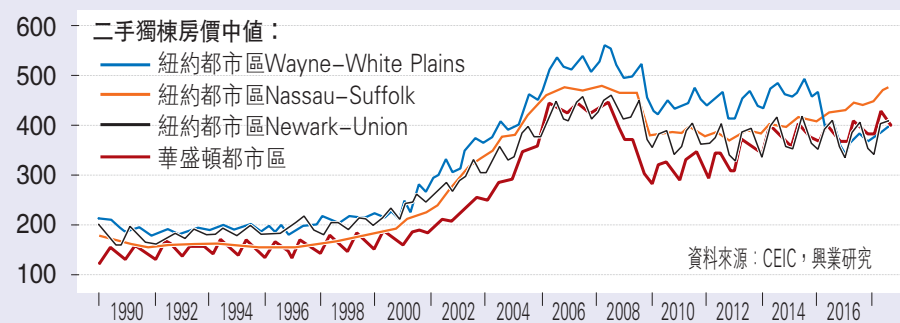
其他職業細分

執法監管人員	1.7%	建築與工程	2.0%
醫護支援	1.7%	運輸	1.2%
健康技術人員	1.4%	交通	2.8%
藝術娛樂	2.8%	生產	1.9%
法律	2.8%	農業、漁業、林業	0.1%
社區社會服務	1.8%	安裝、維護、修理	2.1%
物理社會科學	1.9%	消防監管	1.1%



資料來源：Census.gov，興業研究

華盛頓都市區和紐約都市區房價對比



資料來源：CEIC，興業研究

口只佔華盛頓總就業人口的2.8%，農林牧漁業僅佔0.3%，採掘業僅佔0.1%。再剔除佔比6.3%的建築業，剩下的90.5%均是服務業。對比來看，北京的非服務業佔比偏高，2015年第一產業和第二產業佔比分別高達4.2%和17%，第三產業佔比只有78.8%。

其次，華盛頓都市區並不僅僅是政治中心。華盛頓的服務業具有全國政治中心的特點，公共服務業（Public Admin.）佔比高達12.6%，但華盛頓都市區並不僅僅是政治中心，還是重要的科技文化中心、教育中心和金融中心。專業、科學和技術服務業（Professional, Scientific, Tech Services）佔比為15.9%，比公共服務業還要高。教育服務業（Educational Services）佔比9.1%，在所有行業中排名第四。金融保險業佔比3.6%

，並不算低。由此來看，《北京城市總體規劃（2016年—2035年）》把北京定位於政治中心、文化中心、國際交往中心和科技創新中心，符合國際發展潮流。

作為首都，華盛頓當然有大量人口從事高端工作，比如從事管理工作的佔比高達14.1%，從事行政工作的佔比高達11.0%，從事商務和財務工作（Business & Financial Operations）的佔比高達7.9%。這是否意味著華盛頓就沒有從事普通的生活服務業工作的人口？

其實並不是，華盛頓仍有不少人口從事普通生活服務業。比如，清掃維護（Cleaning & Maintenance）工作人員佔比為3.8%，個人看護服務（Personal Care & Service）工作人員佔比為3.7%，建築施工（Construction & Extraction）工作人員佔比為4.6%，等等。