

3月至今，隨着疫情、冷冬、就地過年、政府融資後置等短期因素逐漸消退，宏觀政策常態化回歸的中長期影響尚不顯著，經濟增長動能較1-2月重新增強。筆者預計一季度實際GDP同比增長20.5%，相對於2019年同期的兩年年均複合增速為6.0%，較去年四季度小幅回落。

首季經濟增長或超兩成



▲房地產的金融屬性正在被削弱，早周期屬性可能隨之逐漸弱化，在周期中的聯動順序可能逐漸向順周期甚至後周期（滯後於居民收入改善）演變。

深度
清解



宋雪濤
天風證券
首席宏觀分析師

一季內地經濟經歷了兩個階段的變化：第一階段是1月至2月，受疫情反覆、氣溫偏低、就地過年、政府融資後置等短期因素的影響，經濟增長較去年四季度有所回落，工業生產高位運行，但投資和消費等需求端明顯回落，出口外需延續高景氣，服務業生產小幅回落；第二階段從3月延續至今，隨着上述短期因素逐漸消退、宏觀政策常態化回歸的中長期影響尚不顯著，經濟增長動能有所增強，高頻數據顯示生產高位運行、需求不同程度復甦，出口外需延續高景氣。

政策方面，央行一季例會對經濟形勢判斷更積極，且沒有出現「不急轉彎」等表述，整體措辭略偏緊；但春節至今貨幣市場流動性環境整體友好，除了央行保持政策延續性的主觀意圖外，也與利率債供給延遲、公開市場到期量較少等客觀因素有關。3月15日國常會提出「政府部門槓桿率要有所降低」的要求比較嚴格，這意味着存量104萬億元（人民幣，下同）的廣義政府債務增速要從去年的約18%下降至名義GDP增速以下，接近2018年的10.6%。

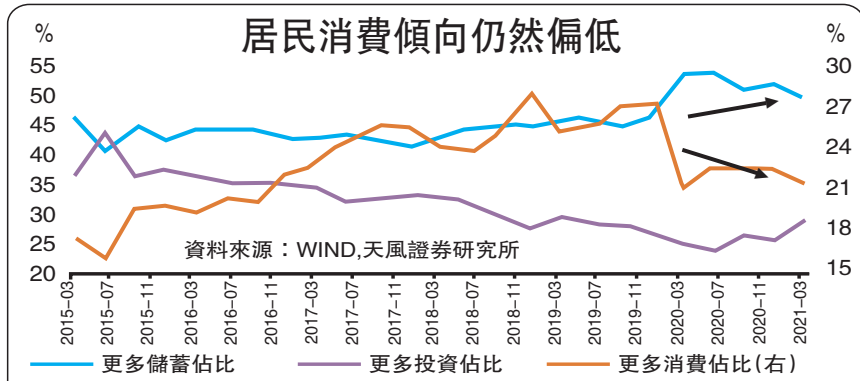
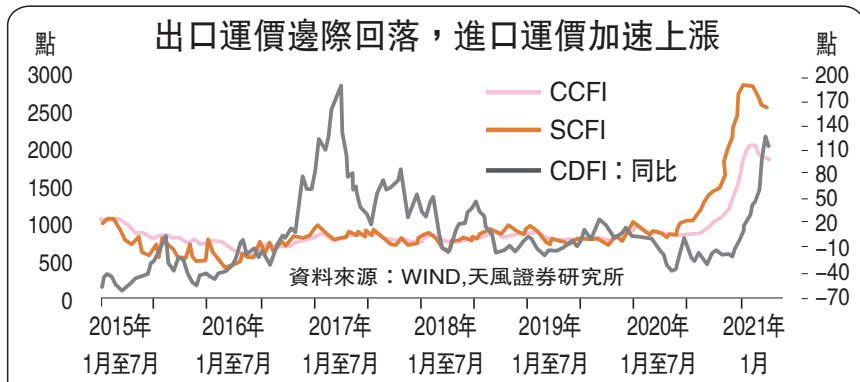
金融數據：需求旺盛供給受限

表內方面，預計3月新增信貸（社融口徑）2.3萬億，存量增速從13.5%大幅回落至12.7%-12.8%。具體來看，居民消費重回復甦，2月至3月商品房銷售金額增長較多，預計居民新增短期貸款3000億，新增中長期貸款5000億，合計約8000億。企業融資需求保持旺盛，貸款需求指數處於近7年的高位，但信貸供給額度可能受限，預計企業新增短期貸款（短貸+票據）2000億，新增中長期貸款1.3萬億，合計約1.5萬億。

表外方面，3月集合信託到期量有所增長，但發行規模增幅更大，預計信託貸款新增500億，預計委託貸款新增100億、未貼現票據新增900億，三者合計淨融資300億；非金融企業債券淨融資3400億，政府債券淨融資約3100億，非金融企業境內股票淨融資約500億。總的來看，預計3月新增社融3.2萬億，存量增速大幅回落至12.3%（前值13.3%），信用擴張將確認回落拐點，可能在10月階段性觸底。

工業生產：高基數下複合增速讀數回落

從跟蹤的幾個主要行業來看，3月唐山鋼鐵產能利用率大幅回落，主要與限產政策有關：根據唐山市《關於報送鋼鐵行業企業限產減排措施的通知》，限產執行將貫穿全年，減產幅度從30%-50%不等；PTA開工率小幅回落，焦化廠焦爐生產率、汽車輪胎半鋼胎開工率上升，模型結果顯示工業生產仍然偏強。作為印證，3



月製造業PMI生產指數錄得53.9，環比2月升高2.0，回升幅度稍強於季節性。

預計3月工業增加值同比增長14.6%（前值35.1%），複合增速為6.4%（前值8.1%）。3月工增複合增速明顯低於1月至2月的主要原因是2019年3月的基數較高，與當時開年政策刺激力度較大和春節錯位效應有關，剔除基數效應後3月工增表現與1月至2月基本持平。

樓市銷售：增速回落但景氣度仍高

3月30大中城市商品房成交面積的複合增速為8.9%，較1月至2月的14.6%回落。根據克而瑞數據，3月百強房企全口徑銷售金額同比2019年增長32.8%，同樣較1月至2月的55.9%有所回落。據此估計，3月當月全國商品房銷售面積增速可能回落至30%-35%（前值104.9%），複合增速為5.7%-7.7%（前值11.0%），1月至3月累計同比增速58.9%-61.9%（前值104.9%）。

房地產行業一種可能的長期趨勢性變化需要關注：隨着影子銀行融資、三道紅線、房貸集中度管理等政策陸續到位，房地產的金融屬性正在被削弱，其早周期屬性可能隨之逐漸弱化，在周期中的聯動順序可能逐漸向順周期甚至後周期（滯後於居民收入改善）演變。這可能是當前房地產市場在政策高壓下仍然呈現結構性高景氣的原因之一：大城市居民收入受疫情衝擊較小且更多受益於寬鬆政策，收入改善和資本市場的財富效應推升購房需求。

消費：復甦面臨結構性問題

根據乘聯會數據，3月乘用車零售銷量同比2019年增長1.0%，稍低於1月至2月的2.6%；根據中汽協數據，3月汽車銷量預佔同比2019年增長-5.4%，同樣低於1月至2月的2.2%，因此預計3月汽車零售消費同比增長28.3%（前值77.6%），對應相對於2019年的年均複合增速為2.5%（前值5.8%）。

清明節假期，全國國內旅遊出游1.02億人次，恢復至疫前同期的94.5%；實現國內旅遊收入271.68億元，恢復至疫前同期的56.7%。將同樣處於內地疫情平穩期的去年國慶假期作為對比，長假期間全國共接待內地遊客6.37億人次，按可比口徑同比恢復79%；實現內地旅遊收入4665.6億元，按可比口徑同比恢復69.9%。可見清明假期出行人次恢復程度更高、旅行消費恢復程度更低，可能與春節就地過節人群大規模返鄉而非出遊有關，由此推斷服務類消費的復甦進度仍然偏慢。

當前制約消費復甦的更多是結構性問題，包括居民收入復甦不均勻、消費傾向下降等。央行一季儲戶調查問卷結果顯示，選擇「更多消費」的儲戶比例為22.3%，較去年四季度的23.3%還有所回落，更低於19年四季度的28%，消費復甦仍將是一個相對緩慢的過程。預計3月社零同比增長29.0%（前值33.8%），複合增速為4.2%（前值3.2%）。

外貿：出口延續高景氣度，進口運價加速上漲

3月以來出口運價持續回落，中國出口集裝箱運價指數CCFI環比下跌9.5%，上海出口集裝箱運價指數SCFI環比下跌7.4%。結合多方面信息判斷，近期運價回落與運力改善的關係更大，當前出口景氣度仍在高位。但參考1月至2月偏弱的PMI（製造業採購經理人指數）新出口訂單指數，近期出口景氣度進一步走高的空間也有限，後續還要密切關注歐洲疫情反覆的影響和美國1.9萬億財政刺激政策的落實進度。預計3月出口（美元計價）同比增長39%（前值60.6%），複合增速為13.8%（前值15.2%）。

今年以來進口貨運景氣度快速上升，3月下旬中國進口乾散貨船運價指數CDFI同比漲幅已經超過100%，可能與海外供應鏈修復疊加內地需求回暖有關。預計3月進口（美元計價）同比增長23%（前值22.2%），複合增速為10.2%（前值8.3%）。

信貸寬鬆或已見頂

浩首窮經



周浩
德國商業銀行
亞洲高級經濟學家

關於貨幣政策的走向，短期來看已經超越了單純的經濟概念。近期各地紛紛流傳出關於「經營貸」被用於炒房的新聞，讓貨幣政策的有效性再度受到了質疑。從這個角度來說，金融監管機構有必要對「經營貸」的實際投放進行數據收集，並從地域角度來分析其與房價之間的關聯性。在必要的時候也應該向公眾公布「經營貸」的相關數據。

事實上，關於「經營貸」被用於炒房的傳言一直存在，而各地監管部門也對此作出了相應的調查。在一線城市紛紛爆出數億規模的「經營貸」流向房地產市場之後，一則關於深圳炒房團的各種爆料，讓很多人感受到「經營貸」對於房地產市場的影響可能更加複雜且深遠。

對於監管政策和貨幣政策而言，「經營貸」如果被大規模挪用，事實上反映出幾個現實問題：第一，房地產市場對於市場信心和預期的影響仍然非常大，在多個房價熱點城市，嚴格的打分制很難抑制大家的購房熱情，在很大程度上表明房地產對於整體經濟的影響力；第二，資產價格仍然與信貸周期高度相關，這似乎也意味著一旦未來出現貨幣政策的被動緊縮，那麼資產價格和

宏觀經濟都可能受到相應的衝擊；第三，在經濟面臨強烈的負面衝擊時，政策上的鬆動很容易帶來各種金融違規，這也表明強監管的金融框架建立仍然有待時日。

某種程度上，「經營貸」的違規使用及在實際操作中的各種操作，給未來的各項政策操作帶來了相應的壓力。可以想像，地方政府為了遏制房價，將不得不出台各種嚴厲的舉措，以落實「房住不炒」。金融監管和貨幣政策執行機構則不得不對各類貸款流向進行更加嚴格的限制，這會變帶來貸款期限被拉長，最終帶來總量上的萎縮。

風險偏好逐步降溫

另一個角度而言，中國實際的信貸環境，在很大程度上與風險偏好相關。也就是說，如果商業銀行與經濟個體有較強的風險偏好，那麼整體金融條件會出現較為明顯的放鬆。實際信貸環境與貨幣政策之間存在相關性，但很多時候關聯卻不明顯。不過有一點是明顯的，即一旦房地產市場出現火爆，那麼家庭的購房意願將明顯上升，並成為推動整體信貸需求上升的重要力量。

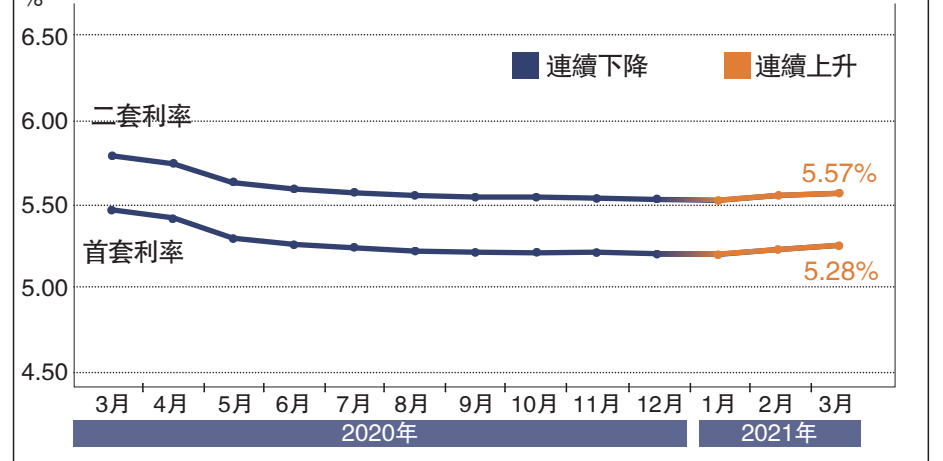
在這一過程中，金融機構如何應對，將從供應角度來影響整體的信貸環境。具體而言，如果金融機構惜貸，那麼相應的利率水平將出現上升，但從中國的經驗來看，數量而非價格是影響市場的最關鍵因素。在一個定向的相對緊縮的環境下，總量的減少將成為大概率事件，這也意味著一輪信貸寬鬆周期已經見頂。

信貸周期見頂對於資產價格的影響是顯而易見的，這是因為中國的資產價格尤其是房地產價格與信貸周期的關聯性很高。但對於宏觀經濟的影響卻是相對複雜的，從風險偏好的角度來看，降溫是一個逐步並加速的過程，也就是說其對經濟的真正影響要到下半年才會顯現；從經驗來看，整體經濟將大概率出現放緩；但從結構性的角度來說，信貸雖然被結構性打壓，但也會出現其他領域的局部和結構性寬鬆，因此如果假設整體信貸增速水平在未來幾個季度略低（這也是大概率情境），那麼一些行業和資產會得到相應的裨益。



▲房地產市場一旦出現火爆，家庭購房意願將明顯上升，並成為推動整體信貸需求上升的重要力量。

內地房貸利率連續兩個月上漲



二手交投創八年新高

樓語縱橫



陳坤興
Q房网香港董事總經理

近月樓市的表現確實令人「喜出望外」，即使受新冠肺炎疫情打擊，整體失業率持續攀升，最新公布的失業率已升至7.2%，創近十七年的新高，失業率上升的同時，經濟環境仍然完全復甦。奈何近月整體樓價表現仍然逆市上升，按差餉物業估價署最新公布2月份私人住宅樓價指數，最新樓價為384.5，較1月份的381按月上漲0.9%。

事實上近月樓市表現，確實令人有點兒「大跌眼鏡」。即使整體租金持續堅挺，按差餉物業估價署的數字，2月份私人住宅租金指數為174.6，按月回落1%，按年跌幅為5.6%，租金持續回落，但2月份樓價升幅反而有所擴大。按最新的樓價指數，過去一年樓價逆市上升近3%，加上成交量增加，樓市確實價量齊升。

翻查紀錄，原來二手交投已經連續三個月增加。按土地註冊處最新統計，上月二手註冊量突破6100多宗的高位，創自2012年10月以來的一百個月新高，成交暢旺程度確實是意料之外。如果大家有印象，過去一年多整體每月二手註冊量大多數時間，能維持於

4000宗以上的水平，已較2019年平均每月只有3440宗顯著回升，上月二手註冊量竟出現6138宗，按月大增三成以上，升幅令人咋舌，亦創出2012年底以來的八年新高。

售價出現逆市回升

近月二手交投顯著回升，主要是綜合多個因素引致。首先是上月註冊量主要反映在農曆新年過後的樓市小陽春，再加上近月推出新盤稍稍放緩，當中亦集中於位處市區的中上價物業，在缺少細價樓新盤的選擇下，相信部分一手客源亦因而轉投二手市場。

上月的二手交投罕有地於短期內急遽上升，同時亦刺激樓價輕微上升，儘管過去一年多整體租金持續受壓，但期間樓價卻能逆市回升，主要因應整體成交量增加，而短期內整體放盤量又未有明顯回升，樓價自然企穩甚或有所微升。

後市如何，整體二手交投會否進一步增加，確實沒有人能夠準確預測，但根據過去經驗，因應盤源減少，二手成交量確實難以持續上升，近日二手交投亦已稍稍減慢，相信本月註冊量或許有所減少。至於樓價的後市表現，去年因應疫情，新樓動工量大減，換言之預期未來兩、三年供應會有所減少，而現階段可見市場需求不單未有回落反而有所增加，相信整體樓價仍會穩步微升。