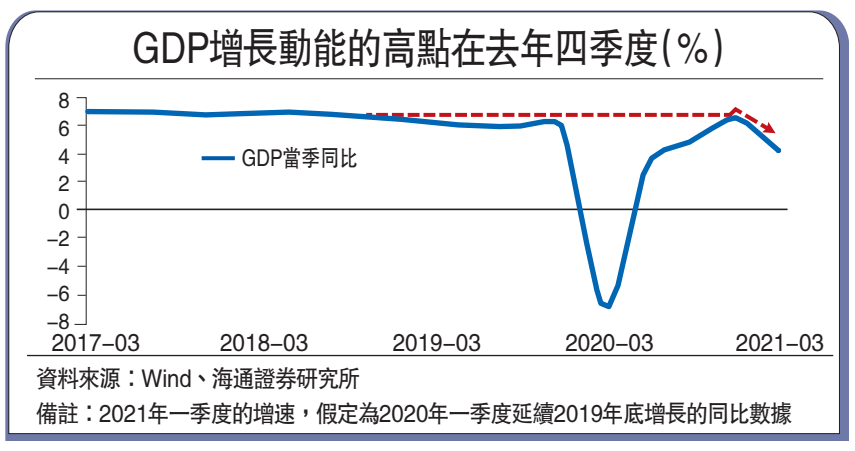
2021年4月30日，中共中央政治局召開會議，分析研究當前經濟形勢和經濟工作。會議提出，當前經濟恢復不均衡、基礎不穩固。筆者認為經濟增長的高點已經過去，下半年經濟面臨一定下行壓力，「穩增長」相對淡化，壓力仍存，但經濟結構分化較為突出：地產強、消費弱。政策重點重回2018、2019年的軌道：全面貫徹新發展理念，調整經濟結構，化解各類風險。

本輪經濟修復已過高點

▲支持消費增長，重點在於收入的增長和分配上下工夫，促進共同富裕，進行結構的調整。

春實秋華

梁中華
海通證券
首席宏觀分析師



在貨幣方面，會議強調「流動性合理充裕」。筆者認為，短端利率維持穩定甚至略寬鬆。未提控槓桿，但從表述上看，還是會定向收緊地產和地方隱性債務，而對薄弱環節，會繼續支持。在財政方面，強調「落實落細」、「發揮對優化經濟結構的撬動作用」。

筆者認為財政總量邊際收緊，對基建的支持將會降溫，重在優化結構。

穩增長仍有壓力

在疫情形勢上，會議指出，要始終繃緊疫情防控這根弦，堅持外防輸入、內防反彈。筆者認為，當前中國疫情雖然得到有效控制，但是海外疫情仍較為嚴峻，而影響經濟復甦的重要因素是疫苗接種的速度。與之前幾次會議的強調外防輸入、內防反彈不同的是，本次會議重點強調，要抓好疫苗接種，推進疫情國際聯防聯控，筆者認為這將是今年疫情防控工作的重點。

在經濟形勢上，會議提出，要辯證看待一季度經濟數據，當前經濟恢復不均衡、基礎不穩固。筆者此前反覆強調過，儘管去年四季度中國GDP總量增速達到6.5%，比疫情之前還要高，但結構分化也很大。以往房地產和消費的修復是同步的，但這一輪房地產已經修復至比疫情之前還要高的水平，而終端消費需求距離疫情之前還差很遠。所以本次會議強調經濟恢復的「不均衡」，終端消費和居民收入仍然是本輪經濟修復的薄弱環節。

從總量經濟來看，本輪經濟修復的高點也已經過去，而這個高點並不是今年一季度：剔除低基數的影響以後，總量上來看，社融的高點在去年二季度，經濟的高點在去年四季度；結構上來看，出口的高點在去年二季度，投資的高點在去年四季度，工業生產的高點在今年前兩月。往前看，總量經濟依然有下行壓力。

從會議中的相關表述中，也能看出這一點。「要用好穩增長壓力較小的窗口期」，說明穩增長有壓力，只不過這種壓力暫時較小而已。

淡化總量 調整結構

在穩增長壓力較小的「窗口期」，總量政策更加強調「全面貫徹新發展理念」，「精準」實施宏觀政策，保持宏觀政策連續性、穩定性、可持續性，不急轉彎，把握好時度效，固本培元，穩定預期，保持經濟運行在合理區間。所以政策大方向與2018、2019年有些類似，不是強刺激，而是重在調整分化的經濟結構，化解各類風險。會議強調「使經濟在恢復中達到更高水平均衡」，更加注重經濟的均衡發展。

具體來說，對於偏熱的資產泡沫領域會加強調控。例如，會議提出，要堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位。增加保障性租賃住房和共有產權住房供給，防止以學區房等名義炒作房價。所以筆者認為，對房地產的調控會繼續收緊，尤其是人民銀行現在對房地產領域的融資進行全面監管，房企融資壓力增大，地產銷售趨降溫。

而對於偏弱的消費領域，會繼續支持，會議指出要制定促進共同富裕行動綱要，以城鄉居民收入普遍增長支撐內需持續擴大。筆者認為，支持消費增長，重點在於收入的增長和分配上下工夫，促進共同富裕，進行結構的調整。會議還指出，要加強和改進平台經濟監管，促進公平競爭。

此外，對於其他長期要發展的領域，也會繼續支持。例如，會議指出，要引領產業優化升級，強化國家戰略科技力量，積極發展工業互聯網，加快產業數字化；要有序推進碳達峰、碳中和工作，積極發展新能源；要推進改革開放，深入實施國企改革三年行動方案，優化民營經濟發展環境，加快建設各類高水平開放平台，推動共建「一帶一路」高質量發展。

總結來說，淡化總量政策，重在結構調整，過熱的要調控，偏弱的要支持，長期發展的要強化，逐漸形成新的發展格局。

貨幣緩和 信用緊縮

在貨幣政策方面，會議提出，穩健的貨幣政策要保持流動性合理充裕，去年的中央經濟工作會議與今年的政府工作報告都還提到了「靈活精準、合理適度」，而且提到要穩定宏觀槓桿率，所以本次會議在貨幣政策態度上似有緩和。

但從其他方面的表態來看，寬貨幣、緊信用大概率仍是接下來貨幣政策的主要基調，這和筆者年初的判斷一致。例如，對經濟的表態沒有那麼樂觀，尤其是強調「當前經濟恢復不均衡、基礎不穩固」，意味着今年政策利率調整的可能性不大，並不會因為大宗商品價格的上漲就去「加息」，所以短端資金利率大概率保持在低位、維持穩定。

信用方面的政策依然會定向的收緊。例如，前面提到的房地產領域的信用要收緊，另一方面，地方融資平台、國有企業的信用也會有所收斂。本次會議強調，要防範化解經濟金融風險，「建立地方黨政主要領導負責的財政金融風險處置機制」，意味着地方隱性債務的擴張也會放緩，以實現「降低政府槓桿率」的目的。

財政總量明顯收斂

在財政方面，今年預算的支出增速普遍調降，再加上隱性負債擴張的控制，廣義的財政總量明顯是收斂的。從結構上來說，本次會議強調積極的財政政策要落實落細，兜牢基層「三保」底線，發揮對優化經濟結構的撬動作用。筆者預計今年財政對基建的支持將會降溫，在促進科技創新、加快經濟結構調整、調節收入分配上主動作為，和中央經濟工作會議的精神保持一致。

本次會議還重點強調了對耕地的保護，提出要堅持最嚴格耕地保護制度，優化調整農村用地布局，確定各地耕地保有量和永久基本農田保護任務，規範耕地佔補平衡，確保可以長期穩定利用的耕地總量不再減少。要壓實地方各級黨委和政府責任，實行黨政同責，從嚴查處各類違法違規佔用耕地或改變耕地用途行為，遏制耕地「非農化」、嚴格管控「非糧化」。

會議還提出要強化土地使用標準和節約集約用地評價，大力推廣節地模式。要加強調查成果共享應用，在此基礎上做好國土空間規劃，調整並進一步明確生態保護紅線、環境質量底線、資源利用上線。要深入開展資源國情宣傳教育，推動全社會牢固樹立資源節約利用意識。

印度疫情嚴峻 製造業承壓

深度濤解

宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

在新冠肺炎疫苗接種取得進展、全球生產加速重啟的4月，印度疫情出現了急劇惡化。據印度政府預測，這一波新冠疫情可能於5月中旬達到峰值。在新增病例出現增長的3月，印度的製造業PMI（採購經理人指數）已經有所回落；隨着疫情的愈演愈烈，印度製造業可能會相對承壓。

回顧2020年暫未遠去的歷史，當前的印度政府仍然面臨着疫情防控和經濟增長的兩難選擇。2020年3月24日，為防範疫情，印度中央政府頒布了全國範圍的封鎖令。受此影響，4月印度工業生產指數環比下滑53.9%，製造業PMI從51.8回落至27.4，失業率從8.7%上漲至23.5%，經濟幾近停擺。在經濟停滯和失業激增的壓力之下，印度政府4月下旬開始逐漸放開了部分行業的生產限制，6月起開始分步解封全國。8月印度疫情出現第一波爆發，最高日新增病例接近10萬，但當時印度政府沒有重新下達封鎖令，反而進一步放鬆了封鎖限制。即便如此，據印度中央統計局預測，印度2020–2021財年經濟增速仍為負增長，預計將下滑8%。

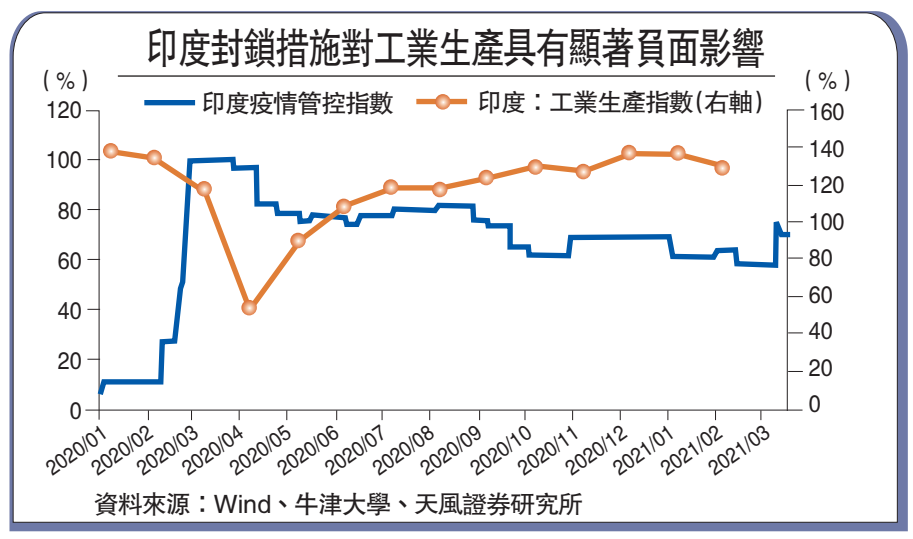
2021年印度的經濟問題並未得到緩解，印度政府沒有足夠動力再度封鎖全國。截至4月26日，印度首都新德里已宣布進行封鎖，其他十三個邦也決定實施周末限制、宵禁或封鎖，其中馬哈拉施特拉邦關閉了大部分工廠。但整體而言，印度政府封鎖措施的嚴格程度遠遠比不上2020年4月。英國牛津大學發布的疫情管控指數顯示，4月中上旬印度封鎖措施的嚴格程度約為2020年同期的70%。4月20日，莫迪發表電視講話表態，目前疫情形勢與去年有所不同，應盡力避免採用封鎖手段，確保經濟不受影響；4月26日，莫迪發推呼籲民眾出門選舉。

目前看來，市場可能高估了印度疫情失控對全球經濟的影響，實際的負面衝擊可能並不如市場所預期的強烈。對於印度等人均GDP水平較低的國家而言，工業生產與死亡病例的關係不高，與封鎖強度和海外需求關係較大。假設印度後續封鎖措施強度上升至2020年6–8月疫情爬坡時期的水平，考慮到全球需求相比去年的明顯復甦，當時印度的工業生產和出口情況可以作為推演後續影響的參考下限。

工業生產方面，2020年6–8月印度工業生產指數同比下滑11.4%，其中生產受到較大影響的行業有木材、服裝、飲料、紡織品、印刷複製、傢具等勞動密集型行業，也有運輸設備、電氣設備、機械設備等附加值較高的行業；生產較為正常的行業是醫藥和化工產品，表明印度政府對這類行業支持力度較大。

出口貿易方面，筆者選定中國內地、中國香港、中國台灣、美國、歐盟28國、日本、韓國、加拿大、瑞士、澳洲、墨西哥、印度、泰國和巴西等十四個主要國家和地區為樣本，按照出口份額佔比篩選印度國際參與度較高的行業。結果顯示，印度佔國際貿易的絕對比重不高，2020年二季度至四季度出口僅佔比2.6%；但在紡織、化工（包含原料藥）、農產品、礦產品等行業，印度是全球產業鏈的重要一環。

2020年6–8月，印度整體出口佔比較2019年下滑0.3%，出口佔比較大的行業表現較為分化。勞動密集型的工業品、農副產品受影響較大，初級農產品、礦產品和化工原料藥受影響小。出口佔比下滑比較明顯的行業包括生產受負面影響較大的紡織服裝類和木材類，也包括農副產品類的蟲膠樹膠、魚和水生無脊椎動物、動植物油脂，以及化工類的鞣料塗料。出口佔比上升比較明顯的行業包括紡服類的其他植物纖維、地毯，農牧類的蠶絲、棉花、穀物、咖啡茶香料、煙草，礦產類的鋼鐵、鋅及其製品、鹽硫磺石料和石灰水泥、鋁及其製品、鉛及其製品，還包括涵蓋原料藥的有機化學品。



拆息低企 利樓市平穩

樓按明鑒

曹德明
經絡按揭轉介
首席副總裁

今年首季一手及二手市場暢旺，而且近期一手新盤持續熱賣，部分發展商看準市場需求，即使提價加推仍有價有市。至於按揭市場方面，銀行亦未放慢腳步，有銀行為爭取優質客戶，提供更多不同按揭優惠，以吸納相關客源。

在承造按揭的客戶中，大部分業主均選擇以拆息為基準的H按計劃承造按揭。根據金管局數據顯示，2月份選用H按的佔比為95.9%，已連升七個月，同時升至有紀錄以來新高。

選用H按佔比一直攀升不無原因，香港一個月銀行同業拆息（HIBOR）近年一直下跌，近日甚至跌破0.1厘，重返2010年5月，即近十一年的新低。除早前選用H按的業主，未來選用H按承造按揭的客戶亦有機會受惠。

▲供樓人士選用H按可享「慳息」及「鎖息」兩大好處。

究竟拆息持續下跌下，供樓人士可節省多少供樓開支？以近期某九龍新盤為例，其一房單位售價800萬元、承造六成按揭，貸款額480萬元、還款期為二十五年計算，若以4月28日HIBOR（0.09厘）並選用H+1.3%的拆息按揭計劃，實際息率為1.39厘，與去年同期的實際按息2.5厘作比較，按息相差超過一厘，每月供款由2.1534萬元下降至1.895萬元，即一年後每月供款相差2584或12%；全期利息開支亦由166.0081萬元減少至88.4957萬元，減少77.5124萬元或46.7%。

H按最受買家歡迎

以上例子可見，拆息愈低，供款與利息開支愈會減少，而即使按揭利率上升，H按計劃仍有封頂位（2.5厘）作為安全網，因此選用H按同時可享「慳息」以及「鎖息」兩大好處，以致備受多數置業人士選用。

近月多國經濟漸見復甦，令市場揣測未來加息步伐會否提前，但大部分聯儲局官員仍表示，未來一至兩年將保持接近零的利率水平及持續買債步伐。

筆者認為，拆息仍將會維持於0.1厘附近水平一段時間，現時樓按息口只需一厘多，更可借得較龐大的資金，達至高槓桿效果，是自用、投資及增值財富的良好時機，料低息環境有利樓市平穩發展及具支持作用。