

年初以來，內地經濟總體延續復甦，但結構性差異較大：外需強於內需，投資強於消費，房地產強於基建製造，復甦的動力主要來自出口外需和房地產投資。與此同時，在需求復甦、供給受限、流動性寬鬆的聯合作用下，以PPI為代表的工業品通脹錄得近十二年來的高位，而CPI則被豬價等因素繼續壓制在1%左右的低位。受此影響，疊加政府債券發行緩慢、金融穩定目標優先等因素，春節以來貨幣市場流動性寬鬆程度持續超預期，在「金融穩定+穩槓桿」的目標導向下，貨幣政策呈現出「適度寬貨幣+結構性緊信用」的特徵。

# 下半年流動性逐步收緊



▲內地PPI接近頂部後，CPI後續回升的動力主要來自豬價三季度後企穩，以及服務消費滯後復甦。

深度  
清解



宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

今年行將過半，穩定優先的窗口期臨近關閉，內需、外需、供給、流動性

都在發生一些變化，下一階段經濟復甦的斜率、通脹、貨幣政策可能怎麼走？

## 地產投資出現回落

房地產銷售景氣度仍然不錯。5月30日大中城市商品房成交面積相對於2019年的復合增速為6.2%，較4月的7.3%小幅回落。根據克而瑞數據，5月百強房企全口徑銷售金額同比19年增長33.1%，同樣較4月的34.8%小幅回落。據此估計，5月當月全國商品房銷售面積增速可能在6%左右（前值19.2%），複合增速為7.8%（前值8%），1-5月累計同比增速35.4%（前值48.1%）。

6月4日財政部發布《關於四項政府非稅收入劃轉稅務部門徵收有關問題的通知》，要求國有土地使用權出讓收入等四項政府非稅收入將劃轉給稅務部門負責徵收，實際上是此前政策的延續落地。2018年3月中共中央印發《深化黨和國家機構改革方案》，第46條提出：「改革國稅地稅徵管體制：將省級和省級以下國稅地稅機構合併，具體承擔所轄區域內各項稅收、非稅收入徵管等職責」。相應的，2019年1月1日起，國家重大水利工程建設基金、農網還貸資金等收入劃轉至稅務部門徵收；2021年1月1日起，水土保持補償費、地方水庫移民扶持基金、排污權出讓收入等劃轉至稅務部門徵收。

由於明確了「徵收範圍、對象、標準、減免、分成、使用、管理」等政策，繼續按照現行規定執行，已有信息能看到的變化是「賣地收入」的徵收主體從地方有關部門變更為國家稅務部門，而不涉及一般公共預算和政府性基金「賬本合併」、「央地分成」等問題。看短期影響，由於這部分資源此前由地方金庫管理，實際收支情況不完全被中央掌握，或存在用於償還隱性債務等不符合政府性基金「專款專用」要求的情況，以及部分城投、房企不規範拿地的情況。由稅務部門負責徵收後，徵收環節更規範，支出去向也將受到中央直接監管，可能會提升部分地區的隱性債務風險、不規範拿地的城投公司和房企風險。

房地產投資韌性仍強但面臨挑戰。4月當月房地產開發投資復合增速從3月的7.7%回升至10.3%，韌性相當強。房地產投資的強，除了受益於土地購置費的滯後回升外，「三道紅線」下房企加速施工以求竣工、結算收入和利潤也增強了建安投資的韌

性。近期受土地供應減少、房企行為謹慎等因素影響，新開工增速明顯回落至負增長，可能對後續建築安裝工程投資形成拖累，5月螺紋鋼表觀消費量已經有邊際走弱的苗頭。

## 出口景氣已經見頂

今年主導內地出口景氣度的主要是外需增速和出口份額兩條線，出口份額自從去年下半年以來趨於平穩回落，外需復甦成為出口高景氣的主要貢獻因素，其中後者的主要動力來自美國等發達國家的財政刺激推升商品消費需求。份額提升和外需復甦共振的階段已經結束，今年以來的出口高景氣主要是外需改善幅度大於份額回落。下一階段，隨著外需復甦放緩/轉為回落，發達國家勞動力供給恢復、新興市場供應鏈修復，內地出口可能面臨外需和份額的共振下行，出口將趨於平穩。

根據紐約聯儲4月的調查結果，3月居民補助中的大部分被用於儲蓄和償還債務，僅有不到四分之一被用於花費。實際上，去年以來三輪補助的儲蓄率呈上漲趨勢，其中低收入人群的生活必需品消費佔比更高，去年7月開始消費水平即高過疫情前；高收入人群可選服務消費佔比更高，消費受疫情限制恢復較慢，預防性儲蓄意願較強。預防性儲蓄的上升反映了居民長期收入預期下降和結構性失業問題，疫情後不會很快轉化成消費。因此隨着財政補貼力度減弱、耐用品透支，美國居民消費後續可能轉弱。另外，隨着長端利率的上升，美國房屋銷售已經連續三個月回落，其中獨棟戶型銷售下滑幅度明顯，庫存開始回升，房地產後周期消費品面臨下行壓力。

總的來說，內地經濟可能正處於本輪復甦的二次起飛期（第一個頂點在20年第四季），預計下半年將有所回落但斜率相對平緩，全年穩增長壓力不大。

## 本輪通脹臨近尾聲

5月工業品價格波動較大。上旬黑色系商品價格大幅上漲，隨後政策組合拳出臺，鋼材、煤炭等各品類價格基本回調到4月底的水平；有色價格相對穩定，銅、鋅價格小幅上漲、鋁價小幅下跌。發達國家疫情趨於緩和，布油價格上漲至本輪復甦高點；水泥價格此前漲幅較大，目前暫時季節性見頂。5月PPI同比高達9%，至此高斜率上升基本結束，本輪再通脹的頂部已經形成。

大宗商品價格的持續上漲，是在需求強勁（內地房地產高景氣+全球貨物貿易高景氣）的基礎上，疊加了供給受限（地緣政治因素+資源出口國疫情+發達國家勞動力短缺）和貨幣寬鬆（美元流動性寬鬆）的結果。但上述邏輯在下一階段將面臨一些挑

戰，包括內地房地產邊際走弱、美國商品消費需求轉弱、新興市場疫苗接種加速、美國勞動力市場復甦、美聯儲縮表預期增強等。基於此，下半年大宗商品價格整體繼續大幅上漲的概率不大，四季度前後可能回落。

本輪PPI向CPI的傳導不夠順暢，原因主要在於三方面：

一是豬價持續下跌將食品CPI始終壓制在零附近；  
二是商品消費需求復甦不強，中上游商品向中下游消費品的傳導效率打折扣；  
三是服務消費需求復甦偏弱，疫情後的經濟復甦結構很不均衡，服務消費價格反彈較弱。

受此影響，5月CPI環比仍然負增長，同比小幅回升至1.3%，非食品CPI/核心CPI雖然延續觸底回升、速度不慢，但絕對水平不高。PPI接近頂部後，CPI後續回升的動力主要來自豬價三季度後企穩和服務消費滯後復甦，今年壓力暫時不大，單月高點在3%左右。

## 政策重心開始轉向

貨幣政策上半年的重點在於「金融穩定+穩槓桿」，落實到政策面是「寬貨幣+緊信用」。下半年開始，穩定優先的窗口期臨近關閉，政策的主要約束面臨變數。三季度之後政策基調可能向穩槓桿傾斜，在穩增長壓力較小的前提下強調「穩槓桿+防風險」，落實到政策面是「中性偏緊貨幣+緊信用」，流動性將從最寬鬆的狀態邊際收緊，社融增速繼續回落，利率曲線趨於平坦化。

緊信用環境下，融資供求關係也面臨逆轉。具體來看，表內方面，預計5月新增信貸（社融口徑）1.38萬億元（人民幣，下同），存量增速從12.7%小幅回落至12.5%。居民消費溫和復甦、監管部門嚴防消費貸經營貸流入樓市，商品房銷售景氣度仍高，預計居民新增短期貸款同比回落至1500億元，新增中長期貸款同比增長至4800億元，合計約6300億元。企業融資需求有所回落，信貸供給額度不緊，大行可能有票據沖量行為，預計企業新增短期類貸款（短貸+票據）1500億元，新增中長期貸款6000億元，合計7500億元。

表外方面，5月集合信託到期量有所增長，但募集規模環比縮水，預計信託貸款新增-1000億元；預計委託貸款新增-100億元、未貼現票據新增-800億元，三者合計淨融資-1900億元；非金融企業債券淨融資-1000億元，政府債券淨融資約8000億元，非金融企業境內股票淨融資約900億元。

總的來看，預計5月新增社融2萬億元，存量增速進一步回落至11.1%（前值11.7%）。

# 廣東疫情可控 外貿影響有限

中金點睛  
段玉柱  
鄭宇馳

自5月21日廣州市荔灣區出現首位新冠肺炎確診病例以來，疫情防控嚴格程度上升，但並不是「封城」。從牛津大學發布的管控嚴格指數來看，華南疫情逐步爆發後，中國管控嚴格指數有小幅上升，但遠低於2020年同期水平。從廣州疫情主要採取的措施來看，主要包括持續強化專項核酸排查檢測、抓好常態化疫情防控、做好大規模疫苗接種工作、持續強化重點場所風險隱患排查等。

## 伴隨防控升級 人員流動有所下降

疫情反彈對廣東的人員流動產生一定擾動，人員的跨區域流動和市内出行，都出現一定回落。百度遷徙數據顯示，5月底以來，廣東省的人口遷入和遷出規模均有所下降。其中，出現疫情確診病例的廣州、深圳、佛山等城市，跨城市及市内的人員流動也受到疫情影響。截至6月7日，廣州七天平均地鐵客運量降至410萬人次，較本輪疫情反彈之前下降了50%左右。

廣東兩大機場旅客吞吐量也有所下滑。5月白雲機場和深圳機場旅客吞吐量較4月出現小幅下滑，或有疫情防控加強的影響。

## 疫情對外貿產生供給側擾動

廣東是中國重要的外貿大省，疫情的影響或更多體現在對外貿易領域。2020年，廣東省佔中國GDP的10.9%、進出口額的22.0%，是重要的對外貿易省份。在持續面臨海外疫情輸入壓力的背景下，本輪疫情的反彈，可能對外貿產生一定擾動。

廣東各大港口疫情管控趨嚴，生產效率放緩。由於鹽田港出現病例，廣東主要港口，例如鹽田港、蛇口碼頭、赤灣集裝箱碼頭、南沙港碼頭等均已部署相關管控措施，以降低疫情進一步擴散

的風險，多數政策涉及司機測溫、港區內禁止下車、提供核酸檢測報告、提前預約等。根據媒體報道，受多重因素疊加，目前廣東部分港口生產效率放緩，貨物出現擁堵現象。

港口吞吐量受到一定負面影響。廣州港的貨物及集裝箱吞吐量在5月有小幅下降，但依然維持高位，高於疫情前2018及2019年同期。5月下旬全國八大樞紐港口外貿集裝箱吞吐量同比增長3.9%（5月中旬為16.8%），可能受到鹽田港出現確診病例生產效率放緩的影響。據港口反饋，近期外貿需求持續旺盛，出口集裝箱艙位及空箱短缺的情況有所反彈。筆者預計此次廣東疫情帶來的外貿擾動只是暫時性的，後續隨着疫情防控工作的推進將逐步恢復。

## 中期來看 疫情影響總體可控

筆者預計疫情發展、防控措施和對經濟影響總體可控。廣東疫苗接種率較高：截至2021年6月6日18時，廣東累計接種新冠疫苗7123.76萬劑次，累計接種5595.14萬人，共有1543.48萬人完成全程接種；其中，至少接種1劑的目標人群覆蓋率66.91%。廣東省內來看，截至6月7日，廣東全省新增10例本土確診病例，均為廣州報告；深圳、佛山等地無當日新增病例。筆者預計後續隨着疫情排查、防控和疫苗接種工作的有序推進，廣東疫情的影響總體可控。

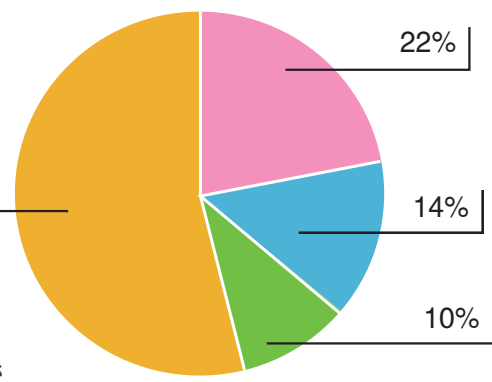
目前進出口運價指數仍在上漲，而從耗煤量來看，與福建和廣西相比，廣東耗煤量沒有顯示出顯著的下降（更多是受到氣溫的影響），顯示廣東工業生產目前所受的影響相對較小。可能的影響或集中在服務業領域，人員出行規模下降等影響下，交通運輸、餐飲旅遊等服務業可能受到一定擾動。

（段玉柱、鄭宇馳均為中金公司研究部分析師）

## 2020年，廣東佔中國外貿額的22%

2020年進出口額佔中國比重

資料來源：萬得資訊，中金公司研究部



# 港樓不靠北水仍能升一成

主樓  
布陣



布少明

美聯物業住宅部  
行政總裁

筆者總有朋友不明白，為什麼在疫情最嚴重時，港樓價不跌；當疫情略見放緩，港樓價即反彈？其實原因很簡單，就是市場對港樓有需求。

看港樓需求升跌其實可以睇兩組數字，第一組是「自製首置」個案數目。根據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料，今年首四個月內部轉讓註冊個案（包括買賣雙方其中一個名字相同，以及部分業權轉讓個案）錄1719宗，比起去年同期1327宗上升約29.5%。內部轉讓個案按年顯著上升，相信當中有不少業主透過內部轉讓過程「自製首置」身份。由於目前樓市氣氛持續向好，估計內部轉讓情況亦將持續出現，而「自製首置」將繼續為樓市帶來需求動力。

值得注意的是，去年全年共有4660宗內部轉讓註冊個案，即平均每月約388宗左右；至於今年4個月錄1719宗，即平均每月則達430宗左右，可見本年首四個月平均每月宗數亦較去年全年平均高逾一成。

另一組必須考慮的數據，是「新香港人」的入市數目。美聯物業房地產數

據及研究中心綜合土地註冊處數據，按已知買家姓名作分析，今年首四個月內地買家（以買家姓名拼音辨別）佔個人買家於香港一二手住宅註冊量比率錄約7.7%，比起去年首四個月約6.8%增加約0.9個百分點。因目前內地與香港尚未通關，故估計以上內地買家當中不少為早年移民香港並持有本地永久性居民身份證的「新香港人」。

## 通關後豪宅最受益

以上兩組數字皆見升幅，足證本地樓市對不同類別人士的吸引力。筆者相信，隨着經濟逐步改善，加上市場憧憬年內成功通關，將有更多市民趕入市。新香港人亦會趁通關前投入樓市，帶動今年首四個月內地買家佔個人買家於香港一二手住宅註冊量比率錄約7.7%。若今年內成功通關，內地買家佔個人買家於香港一二手住宅註冊量比率將會進一步挑戰2019年約8.4%的水平。

樓價方面，資金持續追捧磚頭，料樓價短期有力挑戰歷史高位，料未來「愈升愈有」，即使未能於年內通關，全年樓價仍有望錄逾10%升幅。若今年內成功通關，「北水」重臨，加上經濟氣氛好轉，樓價有望創出更高升幅，尤其「新香港人」及內地人士對香港豪宅的追捧，預期豪宅樓價更有機會跑贏大市，升幅可逾15%。



▲近日一二手樓市皆暢旺，資金持續追捧磚頭，料樓價短期有力挑戰歷史高位。