

近期，主要由國際定價的銅和原油等大宗商品漲勢趨緩，而國內定價的焦煤、動力煤等大宗商品價格再度走高。當前銅、鐵、原油價格高位震盪，輸入型通脹總體可控但仍不可忽視。國內煤炭供需錯配在短期內仍將延續，煤價高增或促使通脹壓力重回國內，缺煤缺電局面下通脹將呈現圓弧頂，回落速度或進一步趨緩，國內通脹壓力仍需警惕。

商品價高 通脹壓力未減



▲進入5月煤炭港口庫存持續去化，使供給緊張格局延續。



明若觀火
明

中信證券固定收益
首席研究員

煤炭供需錯配導致煤價持續走高，新的通脹壓力正在形成。當前國內煤炭市場呈現供需錯配局面，煤炭價格重回高增態勢，7月4日以來動力煤、焦煤、焦炭價格增長勢頭仍未減弱，三者7月以來漲幅分別達13.54%、11.44%及5.89%。考慮到煤炭開採業對生產物價指數（PPI）影響較大，同時煤炭還會對電力、建材、化工等中下游行業施加影響，因此在煤價持續高增背景下，煤炭或成為短期內通脹壓力的主要來源。

進口煤市場偏緊

供給端——環保政策、天氣等因素對國內產能形成擾動，海外疫情等因素導致進口煤市場偏緊。一，國內產能。2021年以來國內原煤產量總體呈現下降趨勢，6月總產量為32319萬噸，環比回落0.95%，同比下降3.3%。近期部分地區安全、環保檢查增多，疊加停產限產、降雨防汛等因素，國內煤炭產量仍然受限。二，進口煤。以2019年中國進口煤計算，中國從澳洲、印尼、俄羅斯和蒙古的進口數量比例分別為39.01%、24.25%、14.79%及18.28%。當前發展中國家受制於疫苗接種率，經濟修復節奏落後於發達國家，疫情反覆對國外煤炭產能帶來不確定性，進口煤暫時難以彌補供

需缺口。

需求端——用電量高增導致動力煤需求走高。目前火電在中國發電結構中仍佔主導地位，從2021年5月數據來看，今年以來火力發電佔總發電量的73.7%。動力煤作為火力發電的原料，電力需求提升將帶動其需求上漲。當前缺電問題主要有兩個原因，一是中國出口持續性高增，成為經濟修復的主要驅動力。出口的高景氣帶動了製造業的快速修復，用電量也明顯提升。2021年以來全社會用電量維持高位，廣東、江蘇、浙江等沿海地區省份用電量較大。二是從往年來看，7、8月為季節性用電高峰，電力供給將面臨較大壓力。製造業擴張疊加基建投資小幅回升帶動雙焦需求提升。2021年上半年地產投資處於高景氣，一定程度上拉動鋼鐵及相關產品的需求，進而為上半年的焦煤、焦炭價格提供支撐。下半年，銷售拐點和監管高壓會對地產投資的影響使得地產周期向下，但製造業持續擴張，或帶動有色金屬需

求回升，基建投資維持穩定增長，建材市場需求仍舊可以維持。焦煤是焦炭生產的基礎原料，而焦炭作為重要的有色金屬和鋼材冶煉原料之一，其需求將進一步提升。

製造業擴張疊加基建投資小幅回升帶動雙焦需求提升。2021年上半年地產投資處於高景氣，一定程度上拉動鋼鐵及相關產品的需求，進而為上半年的焦煤、焦炭價格提供支撐。下半年，銷售拐點和監管高壓會對地產投資的影響使得地產周期向下，但製造業持續擴張，或帶動有色金屬需

求回升，基建投資維持穩定增長，建材市場需求仍舊可以維持。焦煤是焦炭生產的基礎原料，而焦炭作為重要的有色金屬和鋼材冶煉原料之一，其需求將進一步提升。

庫存低位加劇短期內煤炭的供需不平衡。庫存低位加劇短期內煤炭的供需不平衡，短期拋儲等政策面預期將對煤炭供給端有所改善，但增幅有限，預計國內煤炭供需錯配在短期內仍將延續。此外，隨著相關限產政策落地以及淡季後需求回升，鋼材供需缺口將重新面臨壓力，政策端仍是主要關注點。2021年3月以來，全國重點電廠煤炭庫存可用天數位於歷史低位，遠低於往年同期水準。從CCTD主流港口的煤炭庫存數據來看，進入5月煤炭港口庫存持續去化，截至2021年7月26日庫存錄得5779.1萬噸。此外，坑口至港口成本倒掛導致發運維持低位，港口庫存持續下行使得供給緊張格局延續。

短期拋儲等政策面預期將對煤炭供給端有所改善，但增幅有限，預計國內煤炭供需錯配在短期內仍將延續。據報道，為做好迎峰度夏煤炭供應保障工作，根據監測分析情況，國家發改委已提前制定儲備投放預案，本次準備投放煤炭規模超過1000萬噸。在6月28日的答記者問中，國家發改委發言人也表示，將在全國建設2億噸政府可調度儲備能力，今年可形成1億噸左右。長期來看，新產能建成疊加國家儲備投放或推動煤炭供需趨於平衡，但短期內供需錯配現象仍難大幅改善。

此外，隨著相關限產政策落地以及淡季後需求回升，鋼材供需缺口將重新面臨壓力，政策端仍是主要關注點。近期各省相關部署下半年粗鋼產量減產方案，各地區紛紛提出2021年全年粗鋼產量不超過2020年，鋼材供給趨緊。中信證券研究部指出，下半年隨着需求端金九銀十的需求回溫和供給端限產的進一步落地，應會形成長期供給偏緊的狀態，供需缺口下鋼材相關產品價格或有繼續上行的壓力。

結構性問題需要財政發力

債市策略。當前主要由國際定價的銅、鐵、原油等大宗商品或繼續處於高位震盪，輸入型通脹風險整體可控，但不容忽視。短期來看，煤價高增或促使通脹壓力的來源重回國內，缺煤缺電局面下通脹將呈現圓弧頂，回落速度或進一步趨緩，國內通脹壓力仍舊需警惕。由於大宗商品價格攀升成本上漲，中游企業利潤遭到侵蝕，其中中小企業承壓顯著。對於債市而言，為緩解通脹帶來的中小企業的利潤壓力，貨幣政策已通過降準來做結構性調整，但面臨後續的高通脹壓力下，貨幣政策難言更寬鬆，結構性問題更需要財政發力。下半年財政發力+貨幣配合的可能性更大，隨着地方債發行量增長，資產荒有所緩和，需關注下半年利率上行風險。

內地樓市信貸趨緊?(下)

評經議濟



連平

植信投資研究院院長
兼首席經濟學家

(文接7月30日A13版)

2021年以來，大部分與房企相關的重要融資工具，按揭貸款、開發貸、債券、信託、股權、境外融資，其融資增速或規模較2020年都有不同程度的放緩。在「房住不炒」的背景下，考慮到房地產行業整體槓桿率偏高的，存在「降槓桿」的需要。房地產行業的風險主要來源於房地產企業，而非居民部門，居民部門槓桿水平增速高，但實際水平並不高，風險並不大。

房企面臨融資環境收緊、營業收入下滑和債務負擔增大的三重財務壓力；而部分中小房企踩上了紅線，問題更為嚴重；加上存在流動性困難，其風險應該引起高度關注。持續偏緊並且強度增大的金融環境不利於規避中小房企可能出現的金融風險。

四、加大保障性住房金融支持

為有效控制房地產行業金融風險，保持行業平穩運行，在此提出以下五點政策建議，以有效加強房地產行業的結構性和保障性金融支持。

一是抑制局部地區居民部門信貸較快擴張。當前全國居民中長期信貸增速是自2017年下半年以來最高水平，特別是房價漲幅相對較高的地區，其居民部門信貸擴張速度達到20%到30%，是部分地區房價「過熱」的重要推手。因此，有必要適當抑制居民信用在短期過快的釋放節奏，引導房價漲幅預期回歸理性。

二是平衡好行業金融風險與平穩健康發展。當下，應保持按揭貸款平穩運行，以適度控制市場需求，抑制房價上漲。不少房企面臨一定的融資壓力。當前部分上市房企債務問題愈發值得擔憂，特別是上市龍頭和小型房企存在隱憂。與此同時，更大範圍的、非上市的小微房企可能面臨更嚴重的財務壓力，短期行業洗牌的進程或有所加快，從而帶來行業風險。然而，如果行業集中度短期上升過快，則可能導致住房供給不足的問題，尤其是加劇在局部重點城市短期現房庫存不足和供給能力走弱的問

題。進而可能會對抑制房價上漲較快產生負面影響，醞釀新一輪的房價上漲，這與穩定房價的宏觀政策訴求南轅北轍，需要加以平衡。

三是間接金融和直接金融適當合理支持房地產融資，以控制風險、增加有效供給。與發達經濟體房地產發展的狀況相比，國內房地產融資過多依賴間接融資。在未來相當長一段時間內，房地產仍將是國民經濟的支柱性產業之一。房企過度依賴銀行信貸的間接融資模式易將行業債務風險傳導擴散至整個經濟金融領域，存在誘發系統性風險的可能。在當下債務風險不斷上升的背景下，可以考慮提高直接融資比例。其中包括債券融資、信託融資、股權融資等，可以考慮合作開發、分拆物業IPO、債轉股，以及借鑒海外經驗，合理運用房地產投資信託基金REITs、資產證券化以及夾層融資等方式，來優化房地產融資結構。

四是加大房地產建設「後半段」的金融支持力度。國內房地產行業處於短期現房庫存偏緊的問題，金融支持的方向上可作適當調整。由於過往開發貸、個人按揭貸款的金融支持主要側重於對房地產建設周期中「前半段」的支持，導致當前整體新開工和施工面積積量較大。然而，整體竣工面積一直處於相對較低水平，特別是商品房住宅市場。根據國家統計局最新公布的數據，截至2021年5月，住宅銷售面積（6億平方米）超過待售面積加上竣工面積（5.1億平方米），呈現供給不足的情況。而長期現房庫存不足的問題，也是推升房價較快上漲的動因之一。從部分建材價格的上漲，也表現出建築業處於需求較為旺盛的階段，截至7月第二周末，全國重點城市浮法玻璃平均價格為每噸2888元，年內累計上漲35%。為此，下半年可以考慮加大對房企經營「後半段」的金融支持。

五是建立因地制宜、動態調整的房地產金融風險監測體系。應結合各地實際情況，對房地產市場供需走勢與供需結構變化進行具體分析。根據實際行業遇到的金融風險，剖析各地成因，建立動態監測體系，盡早及時地發現房地產金融風險。針對監測與評估的結果及時調整金融資源的流動和分配，確保房地產金融的安全與穩定發展。

填海造地 適當減辣

主樓布陣



布少明

美聯物業住宅部
行政總裁

奧運先有香港劍擊運動員張家朗成功為港再奪奧運金牌；本港女泳手何詩蓓亦喜為港增添兩面銀牌，為港隊奧運戰績開啟全新一頁。另一邊廂，樓市同樣愈戰愈勇，相信即將破頂，刷新歷史紀錄在望。

日前美聯對港人進行置業調查，共收回逾千份問卷，結果發現約43.5%受訪者表示有意入市，較上次同類調查（2020年11月）的29.7%增加13.8個百分點，反映受訪者置業態度變得非常積極。

至於樓價走勢方面，77.9%受訪者認為未來半年的樓價走勢平穩向好，約51%的受訪者認為樓價將上升，同樣較上一次同類調查的20.8%比例大幅上升，並遠遠拋離2020年1月時調查錄得的3.1%，可見港人對樓市後市相當樂觀，突破歷史高位是指日可待。

港人入市意欲強，發展商同樣以真金白銀對後市投下信心一票。日前本港大型發展商以41.85億元奪得新界上水古洞第24區住宅地，造價較市場預期上限39.39億元高出逾6%。值得留意的

是，回溯今年4月份，毗鄰的古洞第25區地皮由另一大型發展商投得，以樓面地價而言，區內地皮價短短3個月內被極速推高18%，可謂高處未算高，反映發展商普遍均對樓市前景甚具信心。

近月政府無論在賣地計劃及言論上，均反映其大刀闊斧增加供應的決心。眾所周知，本港過去多年一直深受土地不足、樓價高企問題困擾，但正如美聯上述調查所得，港人置業需求殷切，可惜政府在供應問題上又遲遲未回應港人熱切的置業訴求。

因此，筆者建議，政府將發表的施政報告應致力增加土地供應，可考慮多填海造地以及發展郊野公園邊陲地帶；政策層面上，政府亦應進行改革，例如積極考慮「減辣」，放寬逾1000萬至2000萬元物業按揭成數至7成或以上。

此舉有助增加供應盤源，其實真正換樓客並非炒樓者，他們可在適當的時候將自住單位售出，然後再買入更優質的住宅單位，藉此以樓換樓，這不但不會刺激樓價飆升，反而可以激活換樓鏈，增加整體供應起調節樓價之效。

最後，聯儲局日前宣布維持利率不變，在全球「零息時代」下，壓力測試已有點不合時宜，建議政府考慮將之完全撤銷，降低市民置業門檻，增加買家入市或換樓的機會。



▲近八成受訪者認為，未來半年的本港樓價平穩向好。

