



▶ 隨着疫情緩和，中國工業生產改善，其中鋼鐵生產回復得較快。

3月以來，中國經濟的恢復進度被疫情暫時打斷，不過日前疫情對經濟的影響已暫告一段落。截至6月初，城市內人口流動和物流分別回復九成和八成，工業生產邊際改善，但投資需求的改善幅度較小，或是受房地產經濟低迷拖累。短期的經濟底或已形成，第二季GDP增速或偏低，預計第三及第四季國內經濟環比會有改善，但經濟恢復的高度還是需要關注中期因素的變化，例如出口的回落、房地產的大周期下行等。

中國經濟見底 迎來穩步改善

經濟把脈 梁中華
海通證券
首席宏觀分析師

去年第四季以來，中國經濟原本已在恢復進程中，但今年3月受疫情影響。從歷史規律看，融資是經濟的領先指標，通常領先經濟兩個季度左右。如果用連續3個月的社會融資季調環比增速來看，本輪融資增長最快的時間是2020年5月，所以2020年11月採購經理指數（PMI）達到最高點後開始下降。而社會融資最低點出現在2021年5月，按年增速降至8.7%的低位，之後開始回升，所以PMI在去年10月達到49.2的最低位後，也開始了連續4個月的回升。尤其是去年四季度以來，各方面政策轉向穩增長，經濟緩慢修復。

疫情衝擊力減退

但隨着3月後疫情不斷爆發，多項經濟指標的恢復暫時中斷。4月、5月多項經濟指標明顯回落。從最新情況看，本輪疫情對經濟的影響已暫時告一段落。

本輪國內疫情衝擊最大的階段是在4月份，4月平均每日新增確診病例達2160宗，日均新增無症狀感染為17918宗。4月下旬以來，感染病例大幅減少，截至6月11日，全國新增本土確診病例回落至122宗，新增無症狀感染降至74宗。從疫情影響的城市範圍來看，受影響的城市數量從147個降至27個，這些城市在全國的GDP佔比從70%以上降至30%左右。

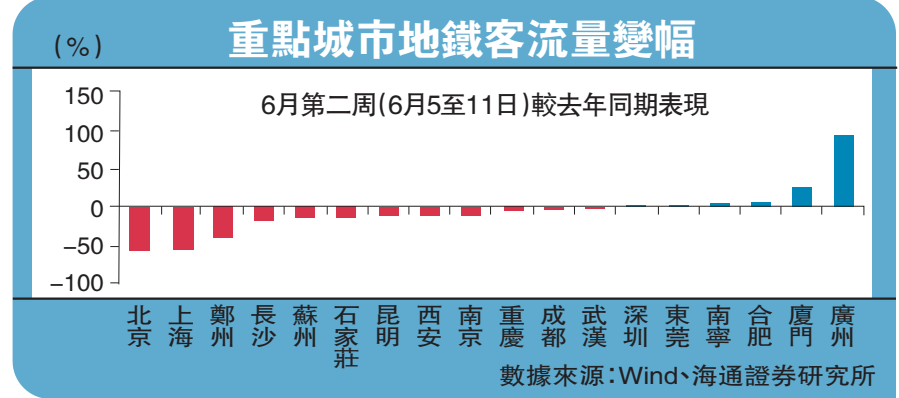
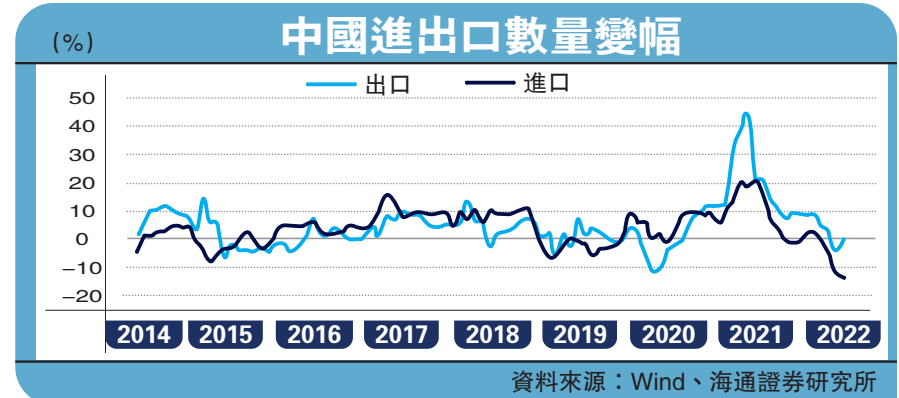
經濟的修復首先看人流和物流的恢復。從城市內人口流動來看，整體或恢復至90%附近。我們跟蹤了17個城市的地鐵客流量數據，平均來看相比去年同期仍然下滑；其中北京和上海分別按年減少56.6%和54.9%，鄭州下滑40.1%，長沙下降16.2%，蘇州跌13.7%，石家莊、昆明、西安、南京都減少10%以上。這說明不少城市市區內的人口流動並沒有回到正常水平。

從跨區域的人口流動來看，整體也有改善，但仍然受到疫情較大影響。例如，今年4月份國內日均航班數降至3340架次，而去年同期是1.55萬架次，按年大減近79%。而事實上，去年的每天1.55萬架次，也沒有回到疫情前的正常水平。今年5月國內日均航班數回升至4811架次，按年跌幅有所收窄，但仍然高達68%。

物流量回復八成

從物流流動來看，或恢復至80%附近。相比人口流動，物流的恢復程度要高一些。全國整車貨運流量指數小幅回升，截至6月11日，按年跌幅從4月的28.7%，收窄至23.9%左右。主要快遞企業分撥中心吞吐量指數按年跌幅從4月的40.8%，收窄至24.5%；公共物流園吞吐量指數按年跌幅從4月的40.4%，降至24.8%。整體來看，貨物流動或恢復至80%附近。

工業生產受到疫情的衝擊邊際改善。截至6月9日，6月沿海八省電廠耗煤量按年減少14.9%，5月及4月分別為下降15.3%及10.9%，邊際有所回升。但不同行業的生產受影響程度有



差別，其中，鋼鐵生產受到疫情的影響相對較小，例如高爐開工率走勢符合季節性規律，和往年同期水平相差不大；而汽車、化工等行業受到的影響較大。

與投資相關的水泥和鋼鐵成交低迷。6月第二周，水泥出貨率相比去年同期仍低近16個百分點，相比4月份20個百分點以上的跌幅有所收窄，但跌幅依然很大；6月第一周鋼材成交量按年跌幅為8.8%，第二周回落至30.1%，不過相比4月的34%有所收窄。整體來說，投資需求的改善力度相對較小，這主要是因為疫情只是影響投資的一個方面，房地產經濟的低迷也對投資有明顯拖累。

復工復產進度加快

穩增長必須付出巨大努力。如果按照工業增加值和服務業生產指數測算，我們預計4月單月的GDP增速或已轉負，短期的經濟底已經形成。5月經濟改善幅度相對有限，6月以來復工復產進度開始加快。

展望下半年，我們認為經濟環比會有修復，但經濟恢復的程度可能要考慮一些中長期因素的變化，即按年增速回升的水平可能會相對有限。例如，出口增速的回落可能是中期的變化。剔除漲價因素後，中國出口數量見頂的時間，和美國耐用消費品見頂的時間是一致的，都在去年第一季。今年4月份中國出口數量受到疫情的影響較大，5月份有所修復，但連續3個月下來，依然是負增長。我們認為在下半年，出口數量大概率延續負增長。

房地產仍需去泡沫

再例如，房地產市場的壓力是中長期的。中國房地產市場需求端在2014年就已見頂，之後明顯回落；2015年至2018年在「棚改貨幣化」等政策的影響下，房價有所提升；2018年以後房地產市場處於消化泡沫階段。受疫情影響，2020年貨幣相對寬鬆，即使如此，也僅有大城市房地產市場略有回暖，小城市的房地產市場仍較疲弱。我們認為，疫情只是加速了房地產下行趨勢，即使疫情過去了，房地產或仍然需要去泡沫化。

近期地產基本面改善幅度有限。從環比趨勢看，30城房地產銷售數據的最低點是去年9月份，之後幾個月開始回升。而全國商品房銷售面積跌幅最大的時候，是在去年10月，之後跌幅收窄。但從今年2月下旬後，疫情的衝擊使房地產銷售全面下滑。我們認為，大城市預計還有一定改善空間，中小城市房地產則面臨較大壓力。

參考其他國家的歷史，我們發現地產去泡沫、去槓桿的模式可以分為兩類。一類是美國去槓桿模式，即快速出清模式。面對房地產泡沫，美國在2007年後採取了快速出清的模式，居民、企業出現大量違約現象，債務減記，同時政府大幅加槓桿、托底經濟，之後開啟再通脹，美國經濟從2012年開始恢復。

另一類是日本去槓桿模式，即緩慢消化模式。日本的房價從1991年開始暴跌，整個九十年代房地產市場都處於低迷狀態。但在房地產泡沫破滅期間，日本居民、企業槓桿率的下滑幅度是很小的，這是因為日本沒有進行大量快速的債務減記，而是讓實體慢慢消化債務壓力。在這種情況下，日本私人部門長期需要償還債務，這對消費和投資形成一定抑制，日本經濟增速也一直比較低迷。

中國居民部門破產制度還有待完善，所以即使房價下跌、財富縮水，但債務還是要償還，未來房地產市場的走勢或類似於日本模式。由於居民部門破產違約較少，像歐美2008年那樣發生系統性金融危機的可能性也不大，因為損失主要發生在居民部門，金融機構受損可能在一定限度內。

不過，即使是日本的九十年代，也會有行業表現較好。從1990年到2000年，日本平均經濟增速為1.2%，與房地產相關的傢具、採掘、木製品、建築業、鋼鐵等行業都出現負增長。不過與此同時，通信、電機設備、化學化工等行業增長較快，商業服務、社會服務、政府服務、物業服務增長相對較快。這說明，在經濟告別高增長模式後，必須實現轉型。

往前看，中國經濟增速可能會維持常態化增長，但結構性的亮點還是會比較多，例如服務業、新能源、新基建等。

A股展升浪 布局新能源與消費

資本脈動 楊德龍
前海開源基金
首席經濟學家

上周五A股滬深兩市出現較大幅度反彈，新能源和消費股聯袂上漲，帶動整個市場人氣。當前市場趨勢已經逆轉，由前4個月單邊下跌進入震盪回升階段，雖然受到美國聯儲局加息縮表影響，大盤出現一定波動，但是沒有改變A股市場上行趨勢，這也再次驗證筆者之前觀點，即美聯儲加息主要是為應對全球通脹，並不會影響A股市場反彈節奏。中美股市位置不同，美股處於從高位回落階段，而A股則是在底部回升階段，所以美股即使出現下跌，也不會改變A股市場上行趨勢。

在4月底市場情緒處於極度悲觀時，筆者建議要做好逆向投資，這是價值投資的一個重要方法，通過在市場極度悲觀時，底部布局一些被錯殺的優質龍頭股或優質龍頭基金來抓住起飛帶來的機會，而在4月27日大盤見到階段性底部時，筆者建議珍惜3000點之下建倉優質股和優質基金的時機，因為3000點之下不會待太長時間，現在已得到充分驗證，市場通過新能源、券商、消費股等輪番帶動，滬綜指站於3300點之上，市場反彈力度超出預期，這也再次證明在市場底部信心比黃金更重要。

筆者對於經濟前景看法要偏向於邊際變化，而不僅僅看當時經濟數據，雖然4月份受到疫情及嚴格防控影響，經濟增速較低，消費受到壓制，但從5月之後，隨着各地疫情得到有效控制，防控措施也相應調整，被壓抑的消費需求逐步回復，採購經理指數（PMI）也有望在6月份重回50以上，即重回擴張區間，這將進一步確立經濟復甦態勢。

作為經濟晴雨表，股市表現往往是提前經濟見底，如果說6月份經濟見底，4月底大盤就提前見底，現在已經是發生趨勢逆轉，反彈節奏也和筆者之前預期一樣，新能源作為景氣度較高的行業，無論是新能源汽車還是光伏、風電，都是國家政策支持方向，而從新能源汽車銷量保持40%左右增長，以及光伏裝機量、風電裝機量大幅增長背景之下，新能源板塊異軍突起，重演2021年新能源大幅上漲局面。

白酒龍頭可望突圍

筆者管理的前海開源清潔能源基金，重點布局新能源汽車、鋰電池、光伏、風電、氫能源等行業龍頭股，這一輪新能源股表現遠超預期，清潔能源板塊也是抓住碳中和機會最好的方向，雖然經過一輪上漲，但仍然表現出較強勢上攻的趨勢，並沒有出現較大幅度回調，這也說明新能源投資價值已經得到很多資金認可，投資邏輯也非常清晰。消費則是受疫情影響較大的一個方面，但消費也屬於值得長期持有的品種，特別是消費白馬股，具有穩定盈利

能力，同時又受益於消費升級和消費總量擴張，從長期來看具有較好投資價值。在經濟轉型過程中，新能源和消費是兩個比較確定的方向。筆者管理的前海開源優質龍頭基金，第一季十大重仓股，配置了新能源龍頭股和消費白馬股。上周五新能源和消費聯袂上漲，帶動指數進一步上攻，滬深兩市均有較好表現，白酒在消費板塊中增長明顯，雖然整體白酒銷量受到疫情影響，今年增速有所放緩，但是品牌白酒反而更顯出其抗風險能力，保持較好增長。

早前筆者參加了白酒龍頭股股東大會，並與著名投資者探討價值投資的理念和方法。價值投資被國內外無數個案例證明是正確的投資理念，而在國內投資實踐上也逐步得到投資者認可。作為價值投資者，筆者堅持知行合一，在投資理念上給大家推廣，並且結合A股市場實際情況做有中國特色的價值投資。

在價值投資布局上，投資優質龍頭股是比較好的一個思路，特別是在中國經濟已經走過高速擴張期，很多行業都出現產能過剩情況下，行業龍頭企業更具競爭力，很多中小企業可能在競爭中會處於不利局面，龍頭企業具有更多品牌價值、資金優勢及市場地位，白酒特別是一二線龍頭白酒的盈利能力在消費板塊中較強，從投資上來看，布局一些品牌的消費品，可以搭乘消費總量擴張和消費升級的東風。

中國人均GDP在2020年已突破1萬美元大關，根據歐美國家經驗，當人均GDP突破1萬美元之後，將會獲得消費升級和消費擴張機會，這無疑是布局疫情後行情的重要方面。

投資轉向牛市思維

券商股作為行情風向標，近期起到帶動市場作用。作為觀察市場風向的板塊，券商股表現突出也極大地提振市場信心，整體來看，近期A股強勁，再次證明之前判斷，就是美股是處於高位回落，而A股更多還是底部回升。從股市上來看，A股也是全球資本市場估值窪地之一，有望吸引一些從美股撤出來的資金，從投資方向來看，消費和新能源仍然是A股市場最主要兩大方向。

整體來看，當前A股上行趨勢已經形成，建議投資者要改變熊市思維，逐步轉向牛市思維，雖然現在還不是大牛市，但是每一輪調整都是投資優質股票或優質基金的時機。在思維模式上的轉變，決定了今年下半年投資的成敗。



港按息後市如何走?(三)

談樓說按 王美鳳
中原按揭經紀
董事總經理

上期（見6月6日A13）回顧對上一次美息上升周期之港息變化作參考，並按照市場預期美國於5月及6月各加息半厘估算港息走向。基於美國通脹率急飆至8.6%再創40年新高，聯儲局以打擊高通脹為首要任務，在剛過去6月份議息會議宣布大手加息0.75厘，故此筆者將根據最新美息加幅，更新本港市場按息走勢。

美國自3月開展加息期後，港元拆息亦受影響而逐步上調。因加息初期銀行體系結餘高度充裕，拆息上升速度溫和，近日港美息差一度拉闊至近1厘，再次引發套息交易及金管局被動入市，本港銀行體系結餘跌穿3000億元水平，與樓按相關的1個月港元拆息於6月16日（本港時間美公布議息結果當天）升至0.58厘。市場按息由今年徘徊1.5厘升至現時約1.88厘，升幅0.38厘，以30年期計，每100萬元按揭額之每月供款增加約185元或約5%。

美國公布加息0.75厘後，聯邦基金利率升至1.5%至1.75%。在上一次加息周期中，美國於2018年3月亦將聯邦基金利率加到1.5%至1.75%，當時1個月美元拆息升至1.8厘至1.9厘，同期1個月港元拆息為0.8厘至1厘，但彼時銀行

體系結餘低於現時水平，由3月份1700億元跌至4月份1200億元水平。現時本港銀行體系結餘仍逾2500億元，緩衝力較高，但稍後結合半年結因素，1個月港元拆息或升至0.8厘，而本港按息短期內或邁向2厘水平。

年內料上調最優惠利率

市場預期，美國很大機會於7月及年內繼續加息，港美息差將進一步拉闊，加上美國於本月同步開展縮表，下半年或較多引發金管局干預及銀行體系結餘收縮，料下半年本港1個月拆息將逐步升穿1.2厘，以市場主流H按息率H+1.3厘計，即下半年H按息將觸及封頂息率即2.5厘。

美國聯儲局預期7月份或再加息0.5厘至0.75厘，屆時聯邦基金利率已達2%以上水平，對應上一次加息周期，2018年9月聯邦基金利率加到2%至2.25%，港P開始上調0.125厘，但當時香港銀行結餘已跌穿1000億元水平，而港元1個月拆息已達2厘。而現時本港銀行結餘仍逾2500億元，港元拆息仍處偏低水平，故下半年調升最優惠利率（P）時間視乎本港銀行結餘收縮步伐及港元拆息上升速度，預期1個月港元拆息升至1.2厘觸及H按封頂息率後，待1個月拆息再升至1.5厘以上水平，銀行才有較大壓力上調P；若按照美國對於今年加息的預測，相信銀行於今年內有機會上調港P。