



分析指，房地產政策的重心是保交樓、穩民生，需要重點關注是否會成立救市基金保障交樓。  
中新社

本周四（28日）召開的中共中央政治局會議導向明確，下半年經濟修復主要依賴兩條路徑：路徑一是經濟的內生修復，一方面依靠經濟大省發力帶動全國經濟增長，根據廣東、江蘇、浙江等區域的經濟特性，製造業發展仍是重心；另一方面依靠常態化核酸對疫情進行有效預防助力消費穩步復甦。路徑二是用好現有「工具箱」，財政着力用好專項債務限額；依靠8000億元（人民幣，下同）貸款額度，以及3000億元專項建設基金等工具加強信貸投放。

# 經濟修復有賴寬信用

經濟視點 李超  
浙商證券  
首席經濟學家

在失業率回歸5.5%、通脹有潛在上揚壓力的背景下，未來中國經濟的增量政策將更多發揮托底作用而非刺激需求。房地產政策的重心是保交樓、穩民生，需要重點關注是否會成立救市基金保障交樓；平台經濟需重點關注產業基礎再造（產業新能化及產業智能化）和製造業強鏈補鏈等「綠燈」投資重點方向。

A股投資策略方面，看好以航空機場、旅遊酒店、餐飲、免稅為代表的出行消費鏈，主要受益於人員流動修復。此外，繼續看多穩增長方向，傳統穩增長鏈條看好金融與地產後周期，新製造穩增長鏈條看好製造業強鏈補鏈（半導體和機床母機）和「新能化」。

## 經濟大省擔當「火車頭」

受疫情與俄烏衝突等超预期負面因素的衝擊，全年實現經濟增速5.5%的目標存在較大難度。本次政治局會議強化了全年經濟增長目標，提出「有條件的省份要力爭完成經濟社會發展預期目標」。2021年經濟總量排名前五的省份所制定的2022年GDP增速目標分別為：廣東省（5.5%左右）、江蘇省（5.5%以上）、山東省（5.5%以上）、浙江省（6%左右）與河南省（7%左右），均持平或高於全國目標，有望對全國經濟形成火車頭的帶動作用。就發力重點而言，各經濟大省核心聚焦固定資產投資，其中製造業是重要支撐，如廣東省強調健全「鏈長負責制」，江蘇明確提出「製造業增加值佔地區生產總值35.8%」的目標等。

會議指出，堅持就是勝利，要高效統籌疫情防控和經濟社會發展工作。筆者在下半年宏觀策略報告《逆轉，新生》中指出，統籌疫情防控和經濟發展重點依賴——常態化核酸檢測，即通過高頻次的核酸檢測，第一時間發現疫情並及時撲滅，即使局部地區出現零星疫情，也難以形成規模性反彈，出現全城嚴格靜態管理的概率也大大降低，經濟社會的核心功能得以有序運轉。

## 地產政策聚焦「保交樓」

常態化檢測、常態化增長，中國既不會選擇「防疫躺平」，也不會過度刺激拉動總需求，而是通過在全國大城市和口岸城市實施常態化核酸檢測，付出一定時間和財務成本，實現人與物的自由流動，避免城市停擺，使經濟回歸自然增長態勢。

本次政治局會議仍然強調「房住

不炒」，但政策重心明顯集中在「保交樓、穩民生」領域，對地產政策的定調穩字當頭。一方面將房地產問題納入「守住安全底線」部分進行論述，在首句即強調「要穩定房地產市場」；另一方面提出「保交樓、穩民生」，這也是首次政治局會議提及保交樓。

從「保交樓」的手段來看，筆者認為未來主要有以下關注點：一是壓實地方政府責任，地方政府需要因城施策用好工具箱穩當地產市場，嚴格落實「穩房價、穩地價、穩預期」的要求，對於商品房預售資金監管等地方具有自主權的政策應該妥善安排，積極防範風險；二是重點關注未來國家層面是否會成立救市基金保障交樓，如有相關措施落地將有效助力停工項目的復工和交付。

此外，筆者認為棚改貨幣化也是政策工具箱中值得關注的方向。根據估算統計，2022年以來已有9個區域（包括省和市）發文推進棚改貨幣化安置，預計下半年可能仍有部分非核心二線及三、四線商品庫房存較高城市進一步推進棚改貨幣化安置，拉動地產銷售需求提振市場信心。

## 財政務必用好「專項債」

政治局會議表示「用好地方政府專項債券資金，支持地方政府用足用好專項債務限額」。截至7月22日年內已發行地方政府專項債3.4368萬億元；餘額方面，截至2022年6月全國地方政府專項債務限額約21.82萬億元，同期地方政府專項債餘額約為20.26萬億元，仍有一定債務空間。

筆者認為，前期專項債集中上繳等政策有效緩解了階段性的財政收支壓力，但考慮經濟修復關鍵時期，下半年財政仍需進一步發力，一方面重在落實政策效果，促進專項債資金盡快形成實物工作量，另一方面增量工具在於着力用好專項債務限額，各省財政部門可依照本地區債務風險、實際財力等情況在限額內舉借債務，筆者認為此舉有助於重大項目和基建投資發力。

會議並強調「貨幣政策要保持流動性合理充裕，加大對企業的信貸支持，用好政策性銀行新增信貸和基礎設施建設投資基金」，可見當前貨幣政策仍以「穩增長、保就業」為首要目標，核心是「寬信用」。下半年加強信貸投放的重點依靠「準財政」工具，國務院常務會議6月先後提出調增政策性銀行8000億元信貸額度、設立3000億元專項建設基金，通過發行金融債券等籌資3000億元，用於補充包括新型基礎設施在內的重大項目資金，筆者認為政策性、開發性金融工具力度加碼支持基

建項目資金及配套貸款，起到「準財政」作用推動寬信用，未來關注兩項資金落實。

5、6月金融數據均大超预期，基建是資金流向的重點領域，製造業、綠色、科技等領域均有邊際變化，預計年內寬信用延續。但筆者也要提示本次政治局會議強調「着力穩就業穩物價」，下半年隨着穩就業任務基本完成，而通脹壓力逐漸加大，或使得貨幣端出現邊際收緊，時間點預計在8至9月，核心關注DR007（銀行間市場存款類機構7天回購加權平均利率）回至2.1%附近的節奏。

## 平台經濟監管「開綠燈」

筆者認為，在淡化全年GDP目標背景下，關乎民生的就業目標將是底線。會議強調，要着力「穩就業、穩物價」，保持經濟運行在合理區間，力爭實現最好結果，要做好高校畢業生等重点群體就業工作。6月全國城鎮調查失業率改善至5.5%，已達到關值目標水平。但大學生就業難問題依然突出，6月青年人口調查失業率（16-24歲）續創新高至19.3%。青年失業率會在7、8月份畢業季達到峰值，因此穩增長政策仍需發力落實。但同時筆者認為對經濟的刺激仍重視把握冗余度，通脹是刺激的上限。由於國際和國內供應鏈緊張，貿然拉動總需求易出現通脹問題，因此把握政策的冗余度，注重跨周期調節，防止陷入歐美國家高通脹的境地，意味着不會過度拉動總需求。

政治局會議指出，要推動平台經濟規範健康持續發展，完成平台經濟專項整改，對平台經濟實施常態化監管，集中推出一批「綠燈」投資案例。筆者此前報告中的提示正逐步兌現：平台經濟最大的預期差在於對平台經濟態度從規範轉向支持，當前的平台經濟的專項整改已接近尾聲階段，在未來一段時間，決策層對於平台經濟整改的基調不是打壓和限制，而是要促進其健康發展。筆者認為，產業基礎再造（產業新能化及產業智能化）和製造業強鏈補鏈是「綠燈」投資的重點方向，與製造業高質量相契合將是平台經濟健康持續發展的重點，「綠燈」投資將促使平台經濟助力製造業投資。

會議還強調，要發揮企業和企業家能動性，營造好的政策和制度環境，讓國企敢幹、民企敢闖、外企敢投。筆者認為，下半年及未來一段時期內，企業經營的預期穩定和企業家的信心提振對於經濟保持增長勢頭至關重要，預計年內出台收縮性政策的概率較小。通過打造良好的營商環境，積極發揮企業家能動性，恢復民營、外資企業投資信心，為後續經濟增長提供持續動能。

# 俄國能源股估值超平

市場脈搏 林采宜  
中國首席經濟學家論壇  
研究院副院長

俄羅斯國土面積廣闊，資源豐富。2021年全球貿易數據顯示，俄羅斯在國際商品交易市場上為全球供應了45.6%的鉑金、15%的鈾、13%的化肥，全球能源市場上8.4%的原油和6.2%的天然氣來自俄羅斯。可見，在全球商品交易版圖上，俄羅斯有着舉足輕重的地位。

從進口依賴度來看，無論美國、中國還是歐洲，全球大部分經濟體對俄羅斯資源出口都有一定程度的依賴。歐洲對俄羅斯商品的進口依賴度高達8.95%，其中化石燃料的進口佔比為19%，化肥進口佔比為13%，金屬及礦產品達7.5%；美國也有3.34%的商品進口來自於俄羅斯；中國的進口化肥20%來自於俄羅斯，化石燃料佔比有12.4%，林業產品佔比則超過10%。由此可見，從產品依存度來看，俄羅斯出口的收縮對各國的油氣、農產品及有色金屬的進口價格都會有不同程度的影響。

綜上所述，無論從俄羅斯資源品在全球的產量佔比、出口佔比，還是從歐洲、中國及其他經濟體對俄羅斯商品的依賴度角度考量，俄羅斯的自由商品對全球經濟具有稀缺價值。

以市盈率來衡量，過去二十年，俄羅斯代表股指RTS的平均市盈率僅7倍。2022年3月，受俄烏衝突的影響，RTS的平均市盈率曾下降至歷史最低的3倍，目前有所回升，平均為5.5倍，遠遠低於其他主要國家的資本市場平均估值。

目前標普500指數平均市盈率为19倍，滬深300的平均市盈率为16倍，香港恒生指數的平均市盈率为9.3倍。

從行業分類來看，俄羅斯企業的估值也遠遠低於其他國家的同類企業，以鋁業為例。目前在香港上市的俄鋁市盈率只有2倍左右，而同屬港股的中國鋁業市盈率為7.2倍，美國鋁業的市盈率則達8.8倍。

同樣的鋁業龍頭企業，俄羅斯鋁業的估值大大低於港股的中國鋁業和美股美國鋁業。就歷史估值而言，俄鋁目前

的市盈率也低於25分位數，處於歷史底部。

油氣類公司的情形也大致相似。俄羅斯石油公司長期市盈率估值彈性偏低，歷史上俄油市盈率最高可達50倍，俄烏衝突發生之前約20倍。目前俄油市盈率僅0.5倍，而在香港市場上市的中國海洋石油市盈率為5.5倍，同期美股市場的西方石油市盈率为9倍。自去年四季度至今，巴菲特控股的巴郡在持續增持西方石油公司，巴菲特對油氣資源的戰略性做多意味着對能源供給長期緊張的市場預期。

所以，不僅從估值看，俄羅斯油氣企業的股價目前處於歷史底部，即便從市場對未來油氣供求的預期來看，油氣資源的緊缺也意味着油氣公司利潤和上升趨勢。

## 抄底ETF風險最小

俄烏衝突以來，在國際資本市場上俄羅斯ETF大幅下跌，可以預期，一旦結束，西方社會對俄羅斯的制裁逐漸解除，俄羅斯股票和ETF價格的價格修復在所必然。

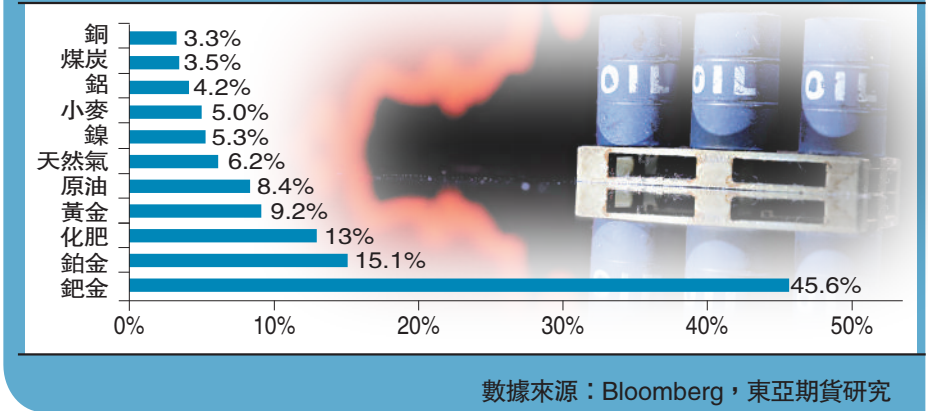
因此，對於有興趣投資油氣有色金屬及其他俄羅斯概念股的投資者而言，國際資本市場的俄羅斯ETF是相對便利且排除個股風險的投資標的。

此外，俄羅斯企業在海外的存託憑證和部分註冊在境外的「俄概股」，目前由於主權風險擔憂出現下跌，但在資本市場未受制裁，也值得關注。由於主權風險和資源屬性對俄羅斯股票影響較大，因此，「俄概股」公司估值雖然有優勢，但俄烏衝突爆發之後，歐美發達國家的制裁不僅導致所有俄羅斯上市企業的市值大幅縮水，同時還導致部分俄羅斯上市企業（包括存託憑證）被交易所停牌、徹底失去流動性和融資功能，如俄羅斯聯邦儲蓄銀行在倫敦交易所的存託憑證直接從衝突前的約15美元/份DR跌到0.01美元/份DR。

此外，MSCI等機構也紛紛調整俄羅斯海外股票安排，如將俄羅斯指數從新興市場重新分類為獨立市場，將相關俄羅斯ETF基金中的上市公司淨值歸零等。

因此，從趨勢來看，抄底「俄概股」最大的風險來自於俄烏衝突的變局和歐美制裁政策的演變。

## 俄羅斯商品出口佔全球產量比重



# 樓市購買力未見減弱

主樓布陣 布少明  
美聯物業住宅部  
行政總裁（港澳）

過去一周金融市場最大的消息，莫過於美國聯儲局再度大幅加息0.75厘，幅度大致符合市場預期。事實上，美國自從今年3月起已步入加息周期，港美息差擴大，金管局自5月至今多次「出手」捍衛聯繫匯率，而本港銀行體系結餘跌至約1600億元。

雖則本港銀行業未有即時跟加，但可以預計，未來本港最優惠利率（P）上調壓力勢必會加大，甚至有機會最快於本季調高。

正如財爺陳茂波於公開場合表明，其實本港未來將無可避免需要加息，但按目前情況觀察，銀行業的流動性仍相對充足，所以個人認為，加息幅度及速度不會太急。

談起加息，相信比較多人關心的問題是，究竟加息會否令樓價下跌呢？我們可從以下角度分析一二。

首先，香港的業主及買家在入市前，已就承接按揭進行高達3厘的壓力測試，間接令本港樓市在加息潮下具備強勁防守力，毋須劈價賣樓。

其次，根據金管局資料，過去十年來新批出住宅按揭貸款的平均供款佔入息比率，一直維持於約33%至37%的

相對健康水平，即表示業主平均用低於四成的收入供樓。

另據政府統計處最新2021年人口普查資料，按揭供款與收入比率中位數僅約20.8%，意味着供樓佔收入更低見兩成左右水平。

## 新盤暢旺 有助帶動二手

再次，目前業主持貨力強，全港約有130萬家庭住戶居於自置居所，而自置家庭中已供滿樓的家庭約85.8萬戶，即業主供滿樓比率達66.1%，業主大減價沽樓誘因不大，所以儘管加息在即，但息口走勢只是影響樓市的其中一項因素，估計樓價大跌空間有限。

樓市方面，近期「息」魔殺到打擊二手樓市表現，買家入市時難免較為審慎；反觀一手卻恍如出現「平行時空」，屯門區一個具規模的焦點新盤，收票情況非常理想，筆者執筆之時據悉已收逾1.9萬票，超額認購逾55倍，榮膺今年新盤票王。個人預期，8月份在大型新盤「加持」下，一手成交有望倍升至逾2000宗。

以上入票情況，正好反映一個事實：樓市基調依然相當健康，購買力充足，現時二手交投「笠笠地」，主要源於價錢未到心水水平。近期新盤反映理想，成功引出各方客源，大量實力向隅客湧現，只要價錢合適，相信他們隨時再度入市一手，或者在二手市場尋寶。

## 2021年各省份／地區GDP總量排名一覽（單位：萬億元人民幣）

