

▶當前地方化債總體取得較好效果，但需要提防隱性債務風險。



日前，中共中央政治局召開會議，分析研究當前經濟形勢，部署下半年經濟工作。總體上看，對形勢的判斷更加關注外部環境帶來的不利影響，政策基調更加積極，強調政策取向一致和改革舉措盡快落地，預計下階段將有力度更大的財政政策出台。

穩經濟組合拳將加碼出台

宏觀漫談 羅志恒
粵開證券研究院院長

會議充分肯定了上半年經濟成績，同時充分估計了形勢的嚴峻性，不迴避問題，指出外部環境變化帶來的不利影響增多，進而首次提出「宏觀政策要持續用力、更加給力」，並提出「堅定不移完成全年經濟社會發展目標任務」。

想要提振信心與預期，一方面靠預期管理，強化政府部門與市場的溝通，及時澄清一些誤讀及對政策的歪曲理解；另一方面要採取更大力度甚至超預期的舉措穩定經濟，更重要的是保持政策的穩定性連續性和落實法治。

財策：推出一批增量政策

會議提出：「要加強逆周期調節，實施好積極的財政政策和穩健的貨幣政策，加快全面落實已確定的政策舉措，及早儲備並適時推出一批增量政策舉措。」

從年初看，今年的財政政策比較積極，考慮到赤字規模3.88萬億元（人民幣，下同）、專項債3.9萬億元、超長期特別國債1萬億元，以及去年發行但主要在今年使用的1萬億元增發國債，合計規模高達9.78萬億元。但由於受到房地產市場仍處於調整轉型期，上半年一般公共預算和土地出讓收入增速分別為-2.8%和-18.3%；同時由於優質的專項債項目逐步減少，導致一般公共預算和政府性基金預算支出不及預期，兩本預算支出之和同比為-2.8%，因此確實有必要採取更加積極的財政政策。

從短期看，可以從三個方面儲備政策：

一是研究追加赤字增發國債，彌補土地出讓收入等下行引發的支出偏慢，加大逆周期調節力度。增發的國債可以用於三個用途：1）轉貸給壓力較大的部分地方政府以緩解流動性風險，推動地方政府從應急狀態回歸常態；2）給近年來畢業的尚未就業和失業的大學畢業生以及城鄉中低收入人群發放部分補貼，提高其抗風險能力和消費能力；3）投向提前儲備「十五五」規劃的重大項目，同時給予充分的項目儲備時間，避免臨時找項目引發的項目包裝、資金使用效率低的現象。

二是加快專項債發行進度，一方面放寬專項債的使用範圍，另一方面考慮將部分專項債額度調整為一般債。未來要調整專項債的額度確定機制和分配機制，額度確定採用「項目儲備多少，發行多少專項債」的方式，分配機制向人口流入和產業支撐地傾斜。要理順國債、特別國債、地方一般債、地方專項債分別對應的資金用途，實現「辦長事花長錢，辦短事花短錢；辦全國的事花國債，辦地

方的事花地方債；辦有收益的事花專項債，辦沒有收益的事花一般債。」

三是優化「化債」政策，創造條件化解融資平台債務風險，推動地方政府從應急狀態回歸常態。融資平台的債務積累是長期的結果，其債務化解和轉型自然不能一蹴而就，要具備一定前提條件，否則債務化解會導致經濟下行壓力和上下游債務鏈斷裂的流動性風險，政治局會議提出創造條件加快化解，實際上就是系統思維的體現。

與4月份召開的政治局會議比較，今次會議沒有談及中小機構金融風險，而是專門細化了資本市場的要求。一方面，中小金融機構的風險化解工作正在穩步推進並取得一定進展，中小銀行通過發起行吸收合併、他行收購兼併等合併重組方式實現「減量提質」，抗風險能力逐步提高。另一方面，在當前微觀主體信心不足的情況下，股市低迷的表現、不斷下降的交易熱度可能會導致悲觀預期向實體經濟蔓延。因此，提升資本市場內在穩定性成為阻斷金融市場和實體經濟悲觀情緒共振的關鍵。

幣策：降準降息值得期待

提升資本市場內在穩定性是今年兩會政府工作報告提出的，在之後的新「國九條」、二十屆三中全會中均有提及，具體政策舉措主要集中在交易監管層面。新「國九條」明確提出：「加強交易監管，增強資本市場內在穩定性。」

一是完善交易監管標準，從嚴處置操縱市場、內幕交易等違法違規行為。今年以來，證監會暫停了新增證券公司轉融券規模，還針對量化交易也落地了量化交易報告制度。相關規則調整、機制優化，旨在更好監控「異常交易」，強化股市風險綜合研判。預計未來或將進一步加大穿透式監管力度，加強對融券、量化等監管，從嚴打擊融券「繞道」減持行為，與交易頻次相關的費率或面臨不斷調整，保障市場穩定運行的同時，量化機構的生態也面臨較大轉變。

二是加強戰略性力量儲備和穩定機制建設。這一點或與平準基金相關，平準基金的進入條件、退出機制或進一步明晰。

三是健全預期管理機制，將重大經濟或非經濟政策對資本市場的影響評估內容納入宏觀政策取向一致性評估框架。今年出台的《公平競爭審查條例》要求所有可能干預經濟的政策出台前需要市場監督管理部門進行公平審查評估，未來發改、證監等部門的政策協調性將進一步提高，避免合成謬誤對市場產生不利影響。

貨幣政策方面，會議提出：「要綜合運用多種貨幣政策工具，加大金融對實體經濟的支持力度，促進社會綜合融資成本穩中有降。」雖然受到內外息差收窄和匯率的掣肘，但降準降息仍是政策的可選項。一是通過

抑制銀行違規高息攬儲行為、支持中小銀行補充資本金、適當增加人民幣匯率彈性遏制套息交易等方式，減輕貨幣政策的外部約束，擴大政策空間。二是該降準降準、該降息降息，提振居民消費和企業投資需求。三是積極運用結構性貨幣政策工具，推動科技創新和技術改造再貸款、保障性住房再貸款等新設立工具落地生效，加大對大規模設備更新和消費品以舊換新、地方政府收購存量商品房的金融支持。

灰犀牛：防範樓市地方債風險

房地產市場持續低迷和地方財政緊平衡是當前經濟恢復的重要拖累項，房地產和地方債務風險也是國內經濟面臨的兩大「灰犀牛」。會議強調：「要落實好促進房地產市場平穩健康發展的新政策，堅持消化存量和優化增量相結合，積極支持收購存量商品房用作保障性住房，進一步做好保交房工作，加快構建房地產發展新模式」、「要完善和落實地方一攬子化債方案，創造條件加快化解地方融資平台債務風險。」

房地產領域要做好三大任務：

一是保交房。要滿足房地產融資的合理需求，對於行業問題引發的房企現金流問題予以適當救助支持，防止引發系統性風險；對於不合规以及自身冒進經營導致的問題根據市場化法治化原則處理，盡量減少房地產企業出險對需求的衝擊；適當調整對金融機構的考核指標，避免房地產暴雷的硬著陸。

二是消化存量房產。限購方面，一線城市有必要進一步放鬆，例如放開郊區限購、全市範圍內增加購房指標；房貸方面，各地在「因城施策」的基礎上，合理調整首付比例和房貸利率，降低居民購房門檻和成本；政府收儲方面，加大中央財政對地方的支持力度，緩解地方財政壓力，推進收儲工作順利進行。

三是優化增量住房。要適應新型城鎮化發展趨勢和房地產市場供求關係變化，加快構建房地產發展新模式；加快推進保障性住房建設、「平急兩用」公共基礎設施建設、城中村改造等「三大工程」建設，完善商品房相關基礎性制度，更好滿足居民剛性住房需求和多樣化改善性住房需求。

當前地方化債總體取得較好效果，但仍要關注並解決可能的「收縮效應」：一是部分省份付息壓力加大，舉債償還利息引發新增隱性債務的風險，導致「利息本金化」；二是重點化債區域是以省為單位劃定，導致區域內債務風險水平較低的地市和區縣的投融資同樣受到限制；三是部分重點化債省份的投資受到限制，出現投資效率下降的現象，影響當地經濟發展和就業；四是隱性債務的主體城投公司面臨多重壓力，城投轉型難度較大。

PMI數據揭示內需亟待提振

金融熱話 楊欣

紅塔證券宏觀研究員

7月份製造業PMI（採購經理人指數）為49.4，連續三個月低於50的榮枯線，且呈現小幅下降趨勢；非製造業PMI為50.2，環比下降0.3個百分點，連續四個月出現環比下降。數據反映出經濟增長仍然面臨壓力，需要進一步的政策支持和市場調節。下面是具體分析：

首先，國內需求不足問題仍然突出。這在製造業和非製造業的新訂單指數中均有體現，二者分別環比下降0.2個百分點至49.3，以及1個百分點至45.7。受就業情況和收入預期的限制，以及地產下行帶來的財富效應減弱，消費者信心持續處於低位。

不過，對於下半年的消費前景，有理由保持樂觀態度。7月中央政治局會議已經明確提出，以提振消費為重點擴大國內需求，並強調服務消費在消費擴容升級中的關鍵作用。國家發展改革委和財政部還聯合發布《關於加力支持大規模設備更新和消費品以舊換新的若干措施》，提出了使用約3000億元的超長期特別國債資金來支持汽車報廢更新和家電產品以舊換新等項目。這一實質性的資金投入預期將激發居民消費和企業投資的活力，從而增強下半年經濟增長的潛力。

其次，出口環比改善，但仍處在非景氣區間。儘管出口情況有所改善，但整體仍處於非景氣區間。7月份的新出口訂單指數為48.5，環比提升了0.2個百分點，但依然低於50的榮枯線。這種小幅改善可能受到美國補庫需求、就業增長帶動消費，以及企業為規避潛在貿易壁壘而搶先出口的共同推動。然而，地緣政治衝突和即將到來的美國大選等因素可能對貿易政策產生影響，導致政策進一步收緊。這些外部不確定性因素可能會對出口表現帶來波動，增加未來出口增長的不確定性。

再次，需求不足對工業生產的制約進一步加劇。需求不足對工業生產的影響正在加劇，生產指數下降至50.1，環比回落0.5個百分點，直接體現了這一點。同時，傳統生產淡季和局部地區的極端天氣事件，如高溫和洪澇災害，也對製造業企業的生計經營活動造成了干擾。產成品庫存指數下降至47.8，環比減少0.5個百分點，進一步凸顯了需求不振對生產的制約作用。

製造業的供需矛盾依然顯著。生產經營活動預期指數下降至53.1，環比下降1.3個百分點，顯示出企業對未來的謹慎態度。主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為49.9和46.3，環比分別下降1.8和1.6個百分點，反映出銷售的下行壓力。中央政治局會議明確要

防止「內卷式」惡性競爭，暢通落後低效產能退出渠道。後續相關措施的落地將有助於穩定製造業的價格和利潤水平。

但與此相對的是，補庫相關的其他指標，如採購量、進口、原材料庫存和從業人員指數，均出現了環比上升，這可能預示着市場對未來需求的某種預期改善。政策層面，「加快專項債券的發行和使用進度，充分利用超長期特別國債」的指導方針，預示着之後消費和投資的修復速度可能會加快。加之秋季是傳統工業生產的旺季，企業可能會利用當前原材料價格下降的機會進行適度的庫存補充，以備市場需求的增長。

最後，建築業擴張繼續放緩。建築業企業生產經營活動有所放緩，商務活動指數為51.2，環比降1.1個百分點。這種放緩主要受兩方面影響：一是不利的天氣條件，如高溫、暴雨和洪澇災害，對建築項目的進度造成了阻礙；二是房地產市場的持續低迷。

樓市何時復甦成關鍵之一

房地產市場的復甦對於內需增長而言尤為重要，但7月份的房地產銷售再次出現下滑。不過，土木工程建築業商務活動指數仍保持在55以上，基礎建設相關活動仍保持較快增長趨勢。隨着雨季的結束和專項債券資金的及時注入，預計基建項目將得到進一步的推動，保持穩定向好的發展態勢。

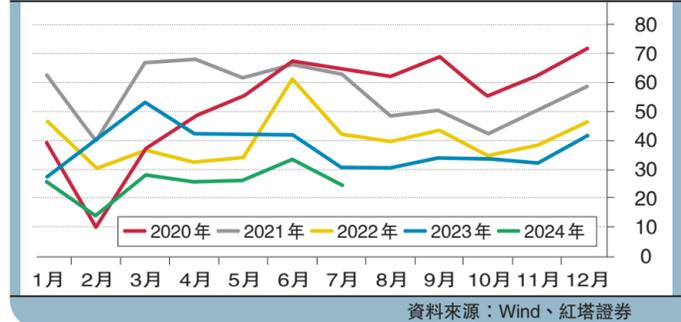
7月製造業和非製造業的PMI指數持續顯示出需求不足的問題，這一現象對工業生產構成了明顯的制約，原因包括極端天氣如高溫洪澇災害、製造業的傳統淡季、海外逆全球化趨勢、地產銷售環比回落等。

中央政治局會議重申了二十屆三中全會的立場，強調要堅定不移完成全年經濟社會發展目標，同時指出要加快全面落實已確定的政策舉措，及早儲備並適時推出一批增量政策舉措。考慮到經濟增長放緩的壓力，後續的逆周期調節力度有望增強。在存量政策方面，重點是加速專項債券和超長期國債的落地與使用，以及持續推動設備更新和消費品以舊換新等措施。增量政策舉措更值得期待，其推出將有助於提振預期。



▲7月製造業和非製造業PMI顯示出需求不足的問題，原因包括極端天氣如高溫洪澇災害等。

內地30大中城市商品房成交面積月均值 (萬平方米)



新盤減價見承接 購買力充裕

樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

不少人接收資訊時，只看事情的表面，或是聽片面的言詞，就輕信假設性的論點。例如最近經常聽人說，港人北上消費及外遊成為習慣，已經「回不了頭」，而很多老闆則因為生意艱難，就對此深信不疑。首先，成與敗豈止一個原因呢？經營一門生意，總會遇到順逆，所以「心態」是最重要的；其次就是人才，須重視培訓及留住人才；最後就是重視質素，市場競爭激烈，企業必須重視質素才可以突圍。

正如目前的樓市，表現未如理想，活躍度不足，市場信心逐步下降，對整體經濟難免構成影響。但筆者始終相信，香港的優勢依然存在，港人的平均財富在全球排第三，消費力在全球仍算

得上很強的，而且透過各類人才輸入計劃，抵港的人數已經超過13萬，上述因素都足以成為經濟復甦的後盾，對很多人來說，香港仍是一個機會處處的地方。

當然，筆者也認為特區政府此時可考慮再推出一些刺激措施，以免樓市再次陷入信心危機，例如可以逐步放寬所有樓宇都可以做七成至八成的按揭，令上車客更容易入市，業主更容易換樓。此外，亦可以考慮將最高的印花稅率降至2.75%，容許簽署樓契後才繳付印花稅，以及准許投資移民計劃當中的1000萬元投資額可以購買住宅物業等，相信這些的措施，有助重新激活樓市。

新盤市場近期雖然仍有發展商減價推盤，但減價後已見到有承接力，應該不會繼續出現爭相減價局面，只要息口逐步回落，市場氣氛就會轉趨樂觀。樓市雖然仍是低迷，但下半年將可望有突破，近期低位入市，值博率相當高。