

2015 年 7 月 15 日

## 宏觀經濟

### 貨幣增速回升，寬鬆概率下降

1. 6 月社會融資總量顯著回升。6 月新增融資總量 1.86 萬億，同比少增 376 億，本、外幣貸款勁增，其中對實體經濟發放的人民幣貸款增加 1.33 萬億，同比多增近 2500 億。而表外融資持續低迷，委託、信託貸款繼續縮水，共計少增超 1800 億。但考慮到 6 月地方債發行規模急劇擴張，共發行 7341 億地方債，意味著 6 月社會加政府融資出現顯著回升。
2. 信貸投放回升。6 月對實體經濟發放的人民幣貸款增加 1.33 萬億，同比多增近 2500 億，信貸投放回升。6 月新增居民中長貸 2941 億，比上月增加 878 億，同比多增 950 億，創 24 個月以來新高，居民中長貸上升與地產銷量增速持續回暖相印證。6 月票據利率持續低位元，票據融資持續高增。近期穩增長政策頻出，財政政策漸成主角，拉動中長期信貸需求，但中長期信貸仍低增，政策加碼仍難以抵消融資困境，居民中長貸動力偏弱。
3. 股市吸金放緩，存款搬家持續。當月新增人民幣存款 2.8 萬億元，同比少增 9805 億元，居民存款新增 9413 億元，同比大降近 8800 億，存款搬家持續。6 月非銀金融機構新增存款 1934 億，環比少增 1.7 萬億，資金搬家流入股市趨勢放緩。
4. 6 月 M2 增速回升至 11.8%，接近全年 12% 目標增速。6 月 M2 同比增速比 5 月高 1%，已接近 12% 的目標增速。M2 增速從 4 月份的歷史低點逐月回升，5、6 月份分別回升 0.7 和 1 個百分點，與連續降准、降息有較大關係：各項貸款同比多增，派生存款增加；貨幣乘數連續 4 個月上升，同時降准增加了銀行體系資金供給；降息引導市場利率下行，刺激了貸款需求；財政存款減少，間接增加了一般存款。
5. 貨幣信貸反彈，寬鬆概率下降。6 月貨幣融資增速顯著反彈，意味著下半年經濟通脹有望見底回升，我們預測年末通脹或反彈至 1.7%，這意味著當前 2% 的存款利率進一步下調空間有限，因而年內寬鬆貨幣政策或更多以定向寬鬆政策為主。

## 市場短評：反彈繼續，分化開始

1. 週二 A 股上市公司（剔除 ST、\*ST）平均漲幅 4.32%，其中，漲停公司 893 家，占交易公司家數的 45.4%。而 7 月 9 日、10 日、13 日平均漲幅為 9.92%、9.82%、9.31%，漲停公司占比為 97.7%、95.5%、89.8%。對比前三個交易日，今日市場已開始分化。
2. 從複牌公司表現看，週二複牌公司平均漲幅 9.18%，漲停公司占比 95.2%。7 月 10 日、13 日複牌公司平均漲幅為 10.0%、9.57%，漲停占比為 96.8%、96.7%。由於多數公司停牌期間市場整體上漲，複牌後有補漲需求，但停牌較早公司停牌期市場整體下跌，已不再盲目跟漲。
3. 維持週報《重勢到重股》觀點，底部已現、短期反彈，換手不充分、需要時間震盪夯實。短期連續漲停是預期的矯枉過正，隨著停牌公司逐步複牌、投資者情緒穩定，市場將以業績優劣分化。策略上從重勢到重股，深挖轉型成長股，均配穩定增長的白馬成長股。

風險提示：系統性風險。

## 大市導航

### 房地產：A 股災後評估報告——對房地產行業後期走勢影響分析

A 股經歷快速大幅下跌，是否影響房地產實體復蘇進程值得關注。過去三周，由於監管部門清理配資等潛在風險，證券市場出現短期快速恐慌下跌。上證綜指、中小板指、創業板指最大跌幅分別達到了 26.7%、32%、36.6%。以上暴跌在國內歷史上前所未有。

2007 年“530”和 2008 年股價調整表明：股票市場變化對居民當前真實收入和未來收入預期的潛在影響會加大房地產景氣度波動幅度。

- 1) 07 年“530”指數快速下跌後快速恢復。此後房地產銷售和房價不僅沒有受到衝擊，反而出現加速上行。
- 2) 2008 年股價和房地產市場景氣度出現同向波動。股價持續下行帶來真實收入和收入預期大幅下降，居民不動產消費力被明顯削弱。

本輪股市下行對房地產市場主要衝擊的判斷：

- 1) 對部分居民當前收入存在負效應，但對未來收入預期衝擊不大。
- 2) 考慮 2015 年上半年中高端改善住宅去化率接近 60%，處於近 3 年高點。預計本輪市場下行會對中高端改善產品去化率產生負面衝擊。

3) 當前市場整體銷售中剛需占比在 70%以上，且本輪房地產行業復蘇的兩大前提，即供給收縮、政府政策有利居民購房加杠杆並未發生改變，因此我們判斷股市短期劇烈波動對行業消費產生的負面影響暫時停留在個案階段，難以形成趨勢。行業復蘇趨勢最多是被拉長，但不會被扭轉。

極端悲觀預期下，當前開發商風險防範能力仍高於過往：2013 年以來，行業土地購路處於持續下行階段，行業資金杠杆從 2012 最高峰時 25%一路回落至目前僅 10%。從行業龍頭公司萬科、保利資金杠杆率 2015 年 1H 均保持在 20%上下，較高峰時 60%有明顯下行。當前市場復蘇但並未刺激開發商有效投資是保證極端情況下開發商具備更強風險防範能力的事實前提。

美國和香港股災與地產市場表現案例研究表明：股市暴跌可能對樓市產生短期衝擊，但影響有限。長期來看，樓市穩定與否取決於實體經濟的健康和樓市的投機程度，更取決於政府相機抉擇的時機。

風險提示：本輪下跌風暴是否已完全結束存在不確定性。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。