

本轮地产政策救助的未尽之路

2022年11月15日

11月8日，民企融资“第二支箭”瞬间点燃了市场对地产救市政策的希望，地产修复的热切期望空前。A股地产和港股地产表现不俗，近五个交易日（11.08-11.14）A股和港股地产指数分别上涨10.6%和16.6%。近期积极的地产政策连翻推进，受此影响，周一债券市场大幅调整，10年期国债利率迅速从2.74%（上周五）上行至2.84%（本周一），单日上涨10个基点。

积极的地产政策出台，兑现我们之前判断，中国经济的发展，地产不能缺席。

当支撑今年前三季度的出口同比降至0值以下，本轮创下历史新低的地产终将开启正常化修复，这也是我们之前判断四季度“关键变化或将到来”的要点所在。

年初10年期国债利率在2.8%附近，眼下10年期国债利率再度回到2.8%，年初至今国债利率经历了一波过山车。

我们之前把握的债市主要逻辑得到验证——今年利率方向受地产牵制。

地产政策预期已经非常明朗，这一点没有争议。目前最为关键的问题是，未来还会有哪些地产救助政策，中国地产才能最终迎来新常态发展？

判断未来中国地产政策及实际走势，我们不妨问三个问题：

➤ 问题一，本轮地产的问题症结在哪里？

中国地产调控已经历多重周期，这些周期无一例外可以归结为需求小周期，即周期波动缘自终端地产销售的收缩与扩张。

不同于之前，本轮地产周期的收缩缘起供需共振。地产销售下行（需求端），民营房企流动性紧张（供给端）。民营房企现金流吃紧，影响竣工和保交付，进而下挫居民购房预期。居民购房预期下行，房价连带下跌。地产具备极强的“买涨不买跌”金融属性，房价跌幅不止，地产销售迟迟难见起色，地产企业现金流再度萎缩。

可见本轮地产周期性下滑，背后不是简单的需求不足，而是供需共振叠加。正因如此，本轮地产降温速度之快，各环节数据降幅之大，历史上鲜有发生。

再来理解供需共振的底层逻辑，房企高杠杆受到压制，地产链现金流承压，“销售-融资-拿地投资-销售”的正常流转环节被打断，这是本轮地产问题源头所在。

➤ 问题二，供给端民企融资修复政策是否足够？

回溯今年以来地产政策，松绑方向一直比较明确。不仅因城施策调松需求，房企融资约束其实也在不断放松，然而市场定价很长一段时间没有给出正面反馈。

直到11月初民企融资“第二支箭”扩容，针对民营房企融资现金流修复的信号极其明确，市场才显著定价地产修复。

市场对不同政策反馈差异如此之大，只因打开低能级城市销售约束，无法真正有效刺激居民购房预期，地产销售难以实质性企稳，地产现金流无法有效改善。

只解决民企融资现金问题还不够，我们认为修复本轮地产问题，需要实质性解决当前地产流动性困境。除了修复民企融资现金流约束，还需要推动居民端销售回归，切断居民预期和房企现金流之间的负反馈。

➤ 问题三，未来市场还将迎来哪些利好地产政策？

我们认为未来有三类利好地产政策或将面世。

本轮地产面临流动性困境，**当下仍需更多地产流动性纾困措施，这是其一。**

本轮地产之所以超额承压，还有一个重要原因是疫情。它影响居民收入预期，同时影响地产销售，毕竟地产依赖线下销售场景。地产修复从政策预期兑现到现实数据，**还需要疫情改善配合，这是其二。**

为应对地产长期下行趋势，**减弱地产宏观层面的金融属性，控制地产企业高杠杆行为，重塑地产行业格局，这是地产长期政策重点，此为其三。**

往后看，中国本轮地产“救赎之路”方向明确但道阻且长。

风险提示：疫情发展超预期；地缘政治风险；政策调控超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产热度持续-2022/11/13
- 2.宏观事件点评：三个关键数据的拐点意义-2022/11/12
- 3.美国10月CPI数据点评：海外风险资产“反转”了吗？-2022/11/11
- 4.民营企业债券融资工具点评-民企融资“第二支箭”意在地产-2022/11/10
- 5.宏观专题研究：美国中期选举的政策博弈及影响-2022/11/09

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026