

2022年11月之前，国内一直交易“强预期”和“弱现实”。

今年一至三季度，市场一直期待地产相关的稳增长政策，然而偏弱的现实数据反复证伪政策预期。在政策和现实反复博弈过程中，地产销售及投资表现颇为波折，资本市场随之波动。

回顾今年以来地产政策及资本市场表现，有两个问题值得探讨：第一，为何11月这波地产政策，在资本市场掀起的波澜甚于之前？第二，为何地产能够深刻影响资本市场，尤其是债市表现？

## ► 为何当下市场给予如此积极的正面反馈？因为政策重点转至“保市场主体”

年初地产政策便开始松动，11月前地产放松政策可归为三类，降准降息货币宽松；因城施策打开限售、限购、限贷；8月政府还设立纾困基金解决保交付困难。

11月前的三类地产放松政策，意图非常明确，打开居民购房约束，改善居民购房预期。政策着力点也比较清晰，修复地产销售端需求。然而当需求修复政策迟迟未在数据端兑现效果，市场再度走冷，这就是前10个月资本市场演绎的逻辑。

本轮地产问题复杂度超过历史其他时期。既有需求端原因，也有供给端原因，还有疫情这一外生因素。这客观上造成纾解本轮地产困境，需要多维政策共振。

11月以来地产政策放松迎来新方向，先有“金融十六条”，后有民企融资“三支箭”，**优化民营房企融资条件的政策意图非常鲜明。积极的政策态度也大幅超过市场预期，点燃市场对民营房企资产负债表企稳的热切期待，相关资产迎来定价调整。**

## ► 为什么说债市利率定价锚在地产？“超额流动性”是关键

传统框架中，利率锚定GDP增速或者通胀，这种锚定关系描述的是利率跟随经济呈现周期性波动。**地产是中国经济周期之关键，故而利率真正锚定的是地产。**

本轮地产影响利率走向，一个关键机制是居民资产负债表异动。

今年前三季度居民信贷持续收缩，同比增速约-44%，这意味着居民在缩表。同时居民大量持有存款，甚至阶段性出现存款定期化（定期存款相对总存款占比）结构特征。

中国居民部门的资产负债表相对简单，负债端主要是信贷，信贷主体又是房贷。中国居民主要配置两类资产，地产和存款。**居民部门负债和资产收缩，同时资产结构大幅向存款倾斜。这种资产负债行为清晰地描述了今年居民部门的选择——少购房，少认贷，降杠杆，多存款。**

正是这种不为常见的居民资产负债行为，银行负债端囤积大量资金，然而信贷又难以扩张，**客观上带来宽货币和紧信用的流动性格局，可称之为“超额流动性”。**

超额流动性催生债券超配，“资产荒”逻辑下10年国债和城投债利率快速下行。

总之，居民缩表撬动的“超额流动性”，是今年债券市场短期行情真正催化因素。

## ► 展望2023年资产定价，密切关注超额流动性红利消退。

地产行业能够左右利率方向，不仅因为其影响实体经济增长，更因为影响国家资产负债表，最终影响资金流向和金融体系的风险偏好。11月以来资本市场掀起波澜，“稳地产”的政策诉求呼之欲出，市场实则对政策预期起反应，地产真实数据仍在磨底。

如若未来地产数据企稳回温，居民资产负债表将会重塑，届时超额流动性或将消退，流动性将从银行间走向实体，资产定价的风险偏好也将逐步打开。

我们预计地产销售数据迎来真正企稳之时，或许10年国债还将面临“最后一跌”。

本轮地产及疫情面临的复杂度空前，地产企稳之路未必一帆风顺。不排除这样的可能，债券市场最后一跌之前，利率或许还将经历反复波动。

**风险提示：**地产政策不及预期；美国地缘政治风险；疫情扩散超预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

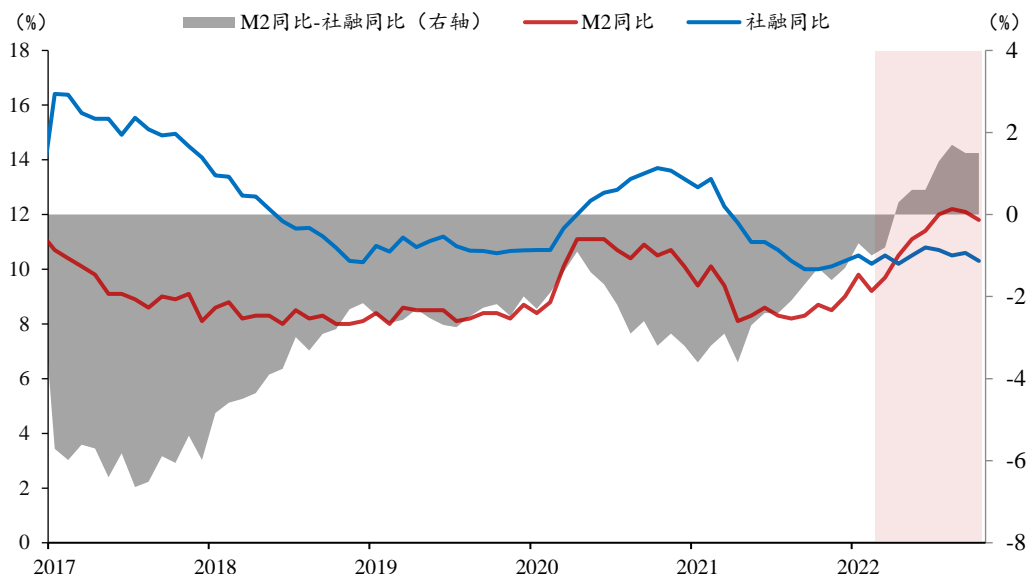
电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

## 相关研究

- 1.2022年11月降准点评：“半次”降准利好谁？-2022/11/27
- 2.全球大类资产跟踪周报：地产牵引市场走向-2022/11/27
- 3.宏观专题研究：地产纾困有了新变化-2022/11/26
- 4.2022年11月国常会点评：央行的转型-2022/11/24
- 5.宏观经济及资产配置展望：2023年：宏观转向，资产换锚-2022/11/23

图 1: 今年 M2 增速显著高于社融增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 1: 11 月以来地产融资端松绑政策密集出台

时间	文件	内容	当前进展
11 月 8 日	交易商协会发布《“第二支箭”延期并扩容 支持民营企业债券融资再加力》	针对包括房地产企业在内的民营企业发债融资计划, 预计规模可达 2500 亿元, 后续视情况进一步扩容	·11 月 23 日, 中债增进公司在民企债券融资支持工具(“第二支箭”)政策框架下, 出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函。 ·根据交易商协会信息, 交易商协会已受理龙湖、美的置业、新城、万科、金地储架式发债申请, 分别为 200 亿元、150 亿元、150 亿元、280 亿元、150 亿元, 合计 930 亿元。另外, 中债增进公司已收到近百家民营房企增信业务意向。
11 月 11 日	央行、银保监会印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》(11 月 23 日正式外发)	从房地产融资、保交楼、风险处置、消费者权益、金融管理政策和住房租赁等六大方面出台十六条具体措施	·目前六家国有大行围绕“十六条”监管政策, 专题研究细化措施, 进一步加大工作力度, 积极促进房地产市场平稳健康发展。截至 11 月 24 日, 六大国有银行已与 17 家房企达成合作协议, 已披露的意向性授信额度合计为 12750 亿元。 ·股份制银行部第一时间督促 12 家全国性股份制商业银行切实提高政治站位, 加快贯彻落实各项政策要求。

11月14日	银保监会、住建部、人民银行联合发布了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行按市场化、法治化原则，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。	银保监会相关部门负责人11月24日表示，目前已有股份制银行面向部分民营房地产企业开展了保函置换预售资金业务。
11月21日	全国性商业银行信贷工作座谈会 人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划	人民银行将面向6家商业银行 <b>推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划</b> ，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。	截至11月24日，“保交楼”专项借款工作取得阶段性进展，专项借款资金已基本投放至项目，资金投入带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。
11月28日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	五项举措支持房地产股权融资， <b>“第三支箭”正式落地</b> ： ①恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。 ②恢复上市房企和涉房上市公司再融资。 ③调整完善房地产企业境外市场上市政策。与境内A股政策保持一致，恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资；恢复主业非房地产业务的其他涉房H股上市公司再融资。 ④进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。 ⑤积极发挥私募股权投资基金作用。	—

资料来源：相关政府部门官网，民生证券研究院整理

## 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