

➤ **事件：地产销售高频数据显示，2-3月份需求错峰表达之后，4月以来新房和二手房销售量均走弱，百城住宅价格指数走势有所承压。**

后续是否有强力救市政策，效果如何？市场充满分歧。甚至当前中国地产下行是否足够影响宏观经济及资产定价，目前市场也尚未形成一致共识。

我们基于系列的专题研究，深刻认识到地产的重要性，不仅因为地产产业链长，较大程度影响中国GDP；更因为地产或将决定今年国内资产负债表能否企稳，进而影响资产定价。

➤ **地产如何影响今年资产定价，我们一直秉持如下观点。**

2023年是复苏还是衰退，是强复苏还是弱复苏，本质上取决于地产量价表现。

第一，若今年地产销售量价较去年改善，则全年或将迎来**弱复苏**，流动性驱动将成为今年资产定价的主要逻辑。

今年2-4月上旬，地产销售不错，实体数据偏弱，资本市场定价弱复苏。

第二，若今年地产销售量价持平甚至弱于去年，则资产负债表脆弱性提高，今年资产定价或将演绎**避险模式**。

今年4月中下旬地产降温，5月末部分三线城市地产销售甚至弱于去年，市场定价风险偏好收缩。

第三，若今年地产销售量强力反弹，则资产定价或将**强复苏**。至今这一逻辑暂未兑现。

地产之于经济，乃至2023年资产定价的意义非常大。一如我们之前强调，当前经济周期处于哪个阶段，关键是看地产状态。

➤ **对地产的当下现实和未来或有政策，我们给出四点判断。**

第一，地产对当前中国而言重要性不言而喻。

地产对经济的重要性可以从四个维度进行评估——实际增长、金融稳定、广义财政、就业吸纳。若地产持续过快下行或在上述四个维度给经济带来压力。

第二，当下中国地产尚未进入过剩时代，或迎来大分化时代。

我们测算得到中国户均房地产1套，户均商品房约0.6套。对标海外成熟市场1.1套户比，中国目前地产尚不能判定为总量供给过剩（具体测算参见2023年5月15日发布的《中国户均几套房？》）。

相较过去二十年黄金发展期，当时主要矛盾体现为总量供给不足，未来中国地产将迎来大分化时代，核心矛盾是高质量、改善型、核心城市圈地产供给不足。

第三，本轮地产下行，问题源头不是地产的金融杠杆过高。

参考我们5月初的调研反馈，今年4月以来地产量价降温，压力并非缘起金融杠杆，而是居民收入预期下降，这一点非常不同于海外地产泡沫破裂的经验。这也间接为目前中国地产的金融属性并不高这一观点提供了支持。

第四，如果未来或有需求端政策放松，有效空间还是在高能级城市。

去年4月以来二三线城市持续松绑地产需求，放开限售、限购和限贷。目前低能级城市地产需求端政策或已应出尽出。未来高能级城市需求政策能否放开，效果如何，有待观察。

风险提示：内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：房票重启，约束和破局-2023/06/06
- 2.全球大类资产跟踪周报：政策带动情绪反转-2023/06/04
- 3.宏观事件点评：需求不足的政策应对-2023/06/04
- 4.流动性跟踪周报：短久期策略占优-2023/06/04
- 5.2023年5月PMI数据点评：5月PMI的成色-2023/05/31

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