

7 月政治局会议有关地产、化债和资本市场的定调，超过市场之前预期。资本市场随即给出情绪反馈，会后两周地产、非银带动顺周期板块快速上涨，10 年国债利率从会前的 2.60% 快速上升，一度攀至 2.7% 附近。

连续两周情绪反应之后，市场开始关注后续落地的政策细节，以及政策出牌节奏。恰逢目前资产定价风险偏好修复，然而宏观基本面偏弱。**这种强资产、弱经济的组合与 2014-2015 年有可比之处。市场困惑，未来地产政策及行业走势能否复刻 2014-2015 年路径？**

➤ **当下地产下行节奏偏快，带动宏观基本面与 2014-2015 年高度相似。**

真正决定当下与 2014-2015 年基本面高度相似的关键变量是地产。这也是为何我们之前强调今年最重要的趋势变量是地产周期（《重要的是地产周期》，2023 年 6 月 7 日）。

地产牵引中国经济方方面面，它的重要性体现在实体、物价、金融，甚至调控政策，地产链深度下滑，必然深刻影响宏观环境。

因此我们不难理解，为何 2014-2015 年这段时期被定义为需求下行压力加大的时代，彼时也对货币连续宽松，汇率快速贬值，中央启动一轮地方债务化解。

当时涌现出来的种种现象，在其他看似需求收缩的年份并不常见，只有当下与 2014-2015 年形成了呼应，大类资产价格也走出相似韵脚。

➤ **对比 2014-2015 年，本轮地产内在的运行逻辑有两处关键不同。**

地产表现相似性背后，当下地产内在运行逻辑与 2014-2015 年颇为不同。内在逻辑不同决定了本轮地产政策及行情演绎，并不能完美复刻曾经 2014-2015 年路径。

第一，本轮地产潜在需求中枢较之前明显走低，预计当前地产修复弹性弱于 2015 年。

2014-2015 年涨价去库之后，2016 年至 2021 年，年度住宅销售面积从 13.8 亿平上升至 15.7 亿平，**中枢稳在 15 亿平。经历 2016-2021 年这段地产稳定期后，我们测算得到，2022 年底城镇居民户均 1 套房，已基本实现“户户有房”。**

我们推算未来十年住宅销售面积中枢，或在年均 9 亿平米。未来地产销售中枢将较之前显著走低，这或预示本轮地产修复弹性弱于 2015 年。

第二，本轮城际地产供需分化加剧，地产政策调控节奏或不同于 2014-2015 年。

2014-2015 年城际间分化不大，不同城市面临共性的地产高库存压力，当时政策选择比较清晰，即运用多重政策工具撬动需求，扭转地产供需格局。

立足当下，城际间供需格局并不均衡。高能级城市供需紧张程度，远高于低能级城市。这种城际分化加大本轮地产调控政策难度。**一如 2014-2015 年那样不做城市区分、不遗余力动用各种工具松绑地产需求，或许并不适用于当下。**

➤ **预计未来高能级城市地产放松或沿用两种演绎范式。**

目前市场对高能级城市放松预期偏一致，但对政策路径和效果存在争议。未来一线城市地产政策放松或有两种范式：

范式一，快速灵活调适。既然放松一线城市地产，旨在修复地产价格进而修复信心，一线地产政策放松节奏越快，价格信号越明显。待到价格快速上涨，再灵活调整政策也不迟。

范式二，供需并举缓慢推进。放松需求约束同时，缓慢推进供给。供需并进，修复一线房价同时，防止一线房价过快上涨。即供给未有足量跟进之前，需求刺激政策力度偏克制。

两种范式对资本市场定价影响不同，对此我们保持高度关注。

➤ **风险提示：**地产政策调控超预期；地产供需变动超预期



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 化债系列研究（二）：债务置换，争议和方向 -2023/08/01
2. 全球大类资产跟踪周报：风险偏好改善 -2023/07/30
3. 宏观事件点评：日央行 YCC 调整影响 -2023/07/29
4. 化债系列研究（一）：地方化债，能力和空间 -2023/07/28
5. 美联储 7 月议息会议点评：美联储加息的“最后一舞” -2023/07/27

目录

1 弱增长，强资产，似曾相识的历史韵脚	3
2 对比 2014-2015 年，当下基本面有三处相似性	4
3 对比 2014-2015 年，最相似的是地产快速下滑	5
4 对比 2014-2015 年，本轮地产潜在中枢走低	7
5 对比 2014-2015 年，当下地产面临巨大分化	7
6 未来地产政策或有两种范式	9
7 风险提示	10
插图目录	11

1 弱增长，强资产，似曾相识的历史韵脚

7月 PMI 和高频数据显示，当前实体数据暂且企稳筑底，算不上大反弹。

7月 PMI 环比改善明显的主要有四个分项，出厂价格、主要原材料购进价格、生产经营活动预期、原材料库存，分别环比增长 4.7、7.4、1.7 和 0.8 个百分点，均显著高于往年季节性表现。本月新订单和生产 PMI 分项也有企稳迹象。

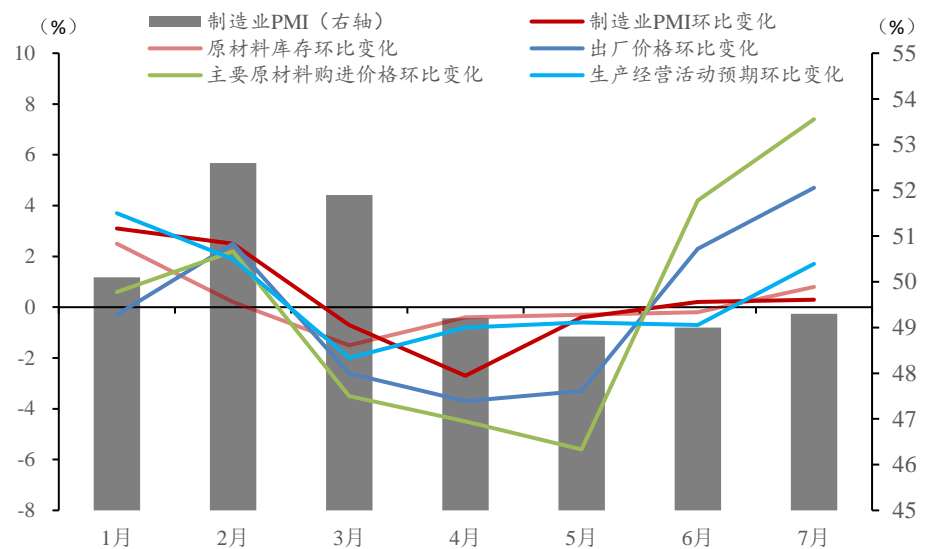
7月 PMI 顺延 6 月以来经济运行逻辑，并与近期高频数据表现相呼应：

二季度是供需最糟糕时间，进入三季度，总量增长筑底但仍处磨底阶段，经济算不上大反弹，毕竟 7 月制造业 PMI 仍处荣枯线以下。

7 月快速去库现象阶段性收敛，上游物价呈现止跌迹象。

自 7 月政治局会议之后，风险资产表现强势。近期强资产和弱经济组合之下，市场难免联想到了 2014-2015 年。

图1：PMI 及各分项表现



资料来源：wind，民生证券研究院

2 对比 2014-2015 年，当下基本面有三处相似性

我们早在年初就提示，今年宏观基本面与 2014 年较为相似（《以史鉴今，超额储蓄推涨哪类资产？》，2023 年 2 月 16 日）。而在年中宏观展望时（《融冰》，2023 年 6 月 27 日），我们给出更为细致的对比，从三个维度证明当下与 2014-2015 年有较高相似性。

一是需求偏弱。

表征需求的典型指标，PPI，虽有周期性规律波动，但同比低于-5%并非历史少见。2014-2015 年上半年 PPI 同比始终处于零值以下，不少月份同比甚至接近-6%。

今年 6 月 PPI 同比录得-5.4%，非常接近于 2015 年低点。

二是地产链非常态下滑。

2014 年至 2015 年上半年，中国地产面临高库存和高杠杆压力，房地产销售量价、房地产投资以及土地出让金快速下滑。

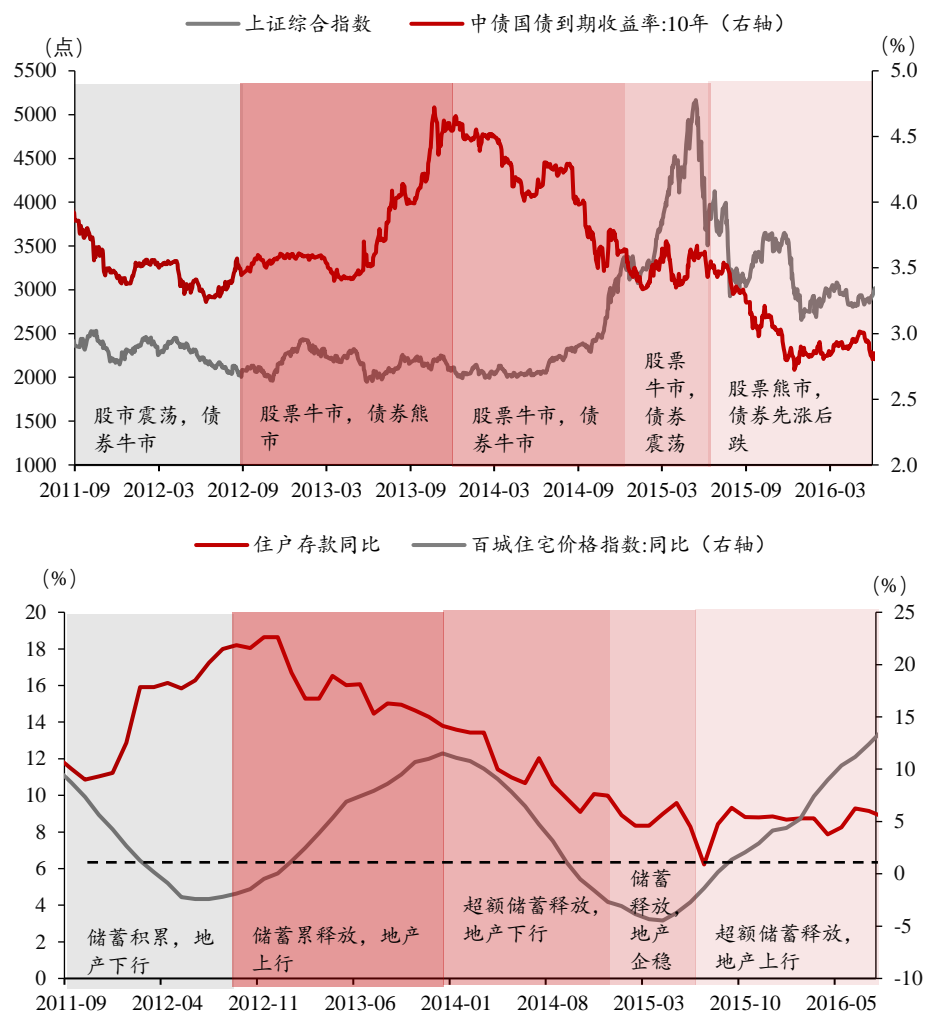
下滑幅度之深，只有本轮地产下滑能够与之相较。

三是金融风险偏好收缩。

我们曾经注意到中国居民超额储蓄异常高增时，往往伴随着当年居民部门风险偏好收缩。这将深刻影响资产定价，集中表现为避险类资产优于风险性资产。典型时期有如 2013 年和 2022 年。

如果政策驱动打开风险偏好，那么可以推动流动性走向风险资产。2014 年逆股市迎来一轮流动性驱动的牛市，正是因为 2014 年启动一揽子逆周期政策。

图2：2011年至2016年超额储蓄周期中的资产表现



资料来源：wind，民生证券研究院

3 对比 2014-2015 年，最相似的是地产快速下滑

我们还可以在出口、失业率、居民消费等其他指标找到同步印证，印证当下宏观基本面类似于 2014-2015 年。众多指标中，决定 2014-2015 年与当下宏观基本面类似，关键变量在于地产。

地产不仅影响固定资产投资和财政发力空间，进而影响实际增长。地产还影响上游价格和下游就业，故而影响物价。更为重要的是，地产是居民资产配置的重要锚定变量，地产关系金融扩表以及风险偏好。

地产的重要性辐射在实体、物价、金融，甚至政策，这就决定了地产链深度下滑，带动国内基本面呈现出类似的宏观状态，国内因素主导的资产定价逻辑自然也非常相似。

因此我们不难理解，为何 2014-2015 年这段时期被定义为需求下行压力加大时代，当时货币连续宽松，汇率快速贬值，中央启动一轮地方债务化解。

当时涌现出来的种种现象，在其他看似需求收缩的年份并不常见，只有当下与 2014-2015 年形成了呼应。

正因如此，我们之前强调今年最重要的趋势变量是地产周期（《重要的是地产周期》，2023 年 6 月 7 日）。

当我们着眼于地产链下滑幅度及其衍生影响时，我们能够清晰理解当下宏观经济所处状态、政策框架底层的逻辑以及，资产定价主线。

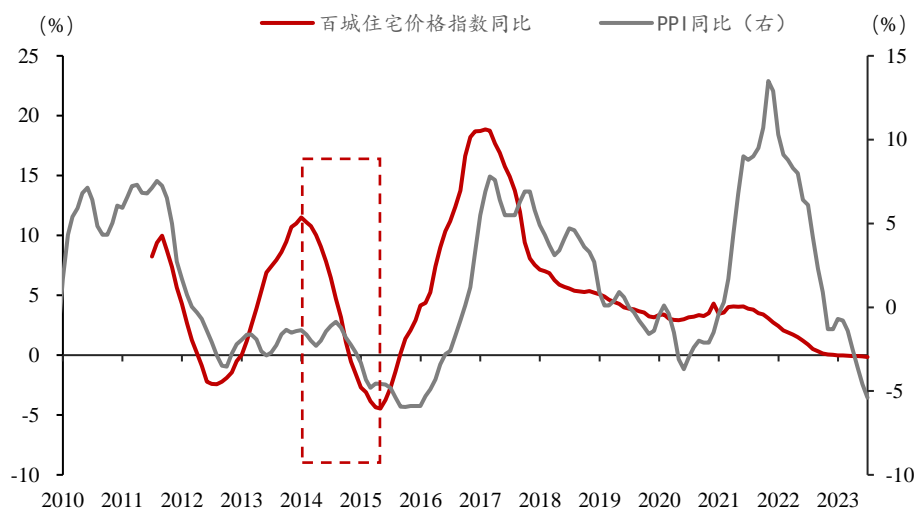
当我们聚焦于本轮地产内在的运行逻辑时，发现本轮地产两大趋势截然不同于 2014-2015 年。主要体现在两点：

第一，本轮地产较未来潜在需求中枢较之前明显走低，本轮地产修复弹性将弱于 2015 年。

第二，本轮城际地产分化加剧，地产政策调控节奏或不同于 2015 年。

参照 2014-2015 年地产政策，并以此展望年内地产销售走势，我们必须对此保持足够重视。

图3：当前宏观基本面类似于 2014-2015 年



资料来源：wind，民生证券研究院

4 对比 2014-2015 年，本轮地产潜在中枢走低

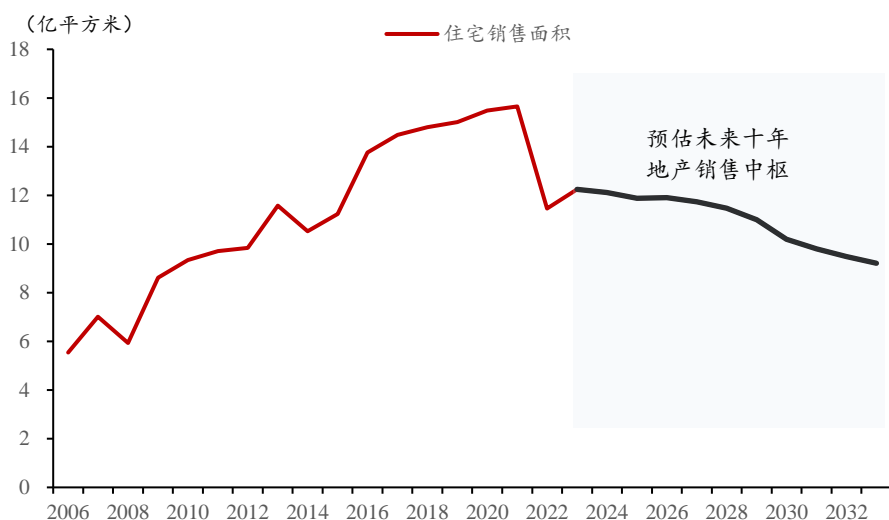
2014-2015 年涨价去库之后，随后地产销售稳定在一个平台期。2016 年至 2021 年，年度住宅销售面积从 13.8 亿平上升至 15.7 亿平，中枢约在 15 亿平。

2016-2021 年这段地产稳定期，我们见证了一段罕见的地产平稳高扩张时代。这一时期中，几乎所有地产相关指标都在快速上行，居民加杠杆，房企囤地扩表，土地财政扩张。

经历这一段持续的地产景气之后，我们测算显示，2022 年底城镇居民户均 1 套房，已基本实现“户户有房”。

根据人口经验推算未来十年中国住宅销售面积中枢或在年均 9 亿平。这意味着本轮地产修复之后，地产销售中枢将较 2015 年之后的平台期显著走低，本轮地产修复的弹性将弱于 2015 年。

图4：未来十年住宅销售面积中枢或在年度 9 亿平方米



资料来源：wind，民生证券研究院测算

5 对比 2014-2015 年，当下地产面临巨大分化

2014 年地产的主要矛盾就是总量层面的供给过剩，这不仅表现为地产链不同环节均在价跌量缩，还体现在不同能级城市地产供需矛盾高度一致。

面对总量高库存，2014-2015 年的政策选择比较清晰，那就是运用多重政策工具撬动需求，扭转地产供需格局。

当时针对高能级一二线城市，政策重点落在了需求端刺激，以传统售、购、贷放松为典型工具。针对三四线供给过剩，政策重心落脚到了棚改货币化，这也是

2014-2015 年最具标志性的地产政策。

本轮地产不同以往，未来青年人口流向以及当下地产供给，都呈现出巨大的城际分化，城际间的供需格局并不均衡。

人口资金持续向经济发达的沿海经济带迁移，然而这些城市地产相对供给不足，高能级城市地产面临潜在的供不应求。反之，经济发展程度偏低的三四线城市，人口和资金为代表的经济资源外流，然而这些地区在 2018 年以后积累了较高的新房供给，地产库存过高，面临供大于求。

我们曾经做过初步测算，一旦高能级城市地产销售高于去年实际销量，则库销比将至历史较低水平。反之，三四线城市存量地产供给偏多，即便需求有明显改善，都难以扭转库存偏高事实。

城际地产分化或预示着本轮地产调控政策难度提高。一如 2014-2015 年那样不做城市区分、不遗余力动用各种工具松绑地产需求，这样的政策取向或许比较难在本轮地产调控中见到。

图5：一线城市 2022 年新房库销比以及调整后参考值

城市能级	城市名称	基准库销比	经情况1调整后的库销比	经情况2调整后的库销比	经情况3调整后的库销比
一线	上海	5.2	2.0	1.5	1.1
	合肥	5.7	0.3	-1.1	-1.5
	苏州	8.8	7.0	5.6	5.2
	南京	11.8	2.5	2.2	1.5
	西安	12.0	6.2	10.4	7.1
	深圳	12.4	6.1	5.3	2.3
	成都	13.4	4.5	9.4	12.6
	长沙	14.9	0.8	4.2	0.6
	重庆	14.9	-4.4	-2.7	0.7
	宁波	15.0	-0.6	5.8	-2.1
	武汉	16.4	2.8	7.0	3.1
	青岛	17.8	10.4	14.3	15.8
	广州	19.3	6.0	7.7	8.1
	北京	20.1	16.3	10.9	8.4
	天津	30.0	18.0	19.0	13.5
郑州	52.7	22.0	27.0	31.0	

资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算；情况 1、2、3 分别对应假设该城市住宅销售速度锚定 2014-2017 年、2020-2022 年、2018-2019 年年均销售同比增速

6 未来地产政策或有两种范式

7月政治局会议中淡化“房住不炒”表述，市场将此理解为地产政策进一步优化。直观理解就是未来一线和超二线城市需求端政策有可能放松。

近期住建部明确表述，未来地产政策将做进一步突破，例如降低改善性住房税费，放松限购（认房又认贷）。随后深圳、上海、北京、广州等一线城市跟进政策表态，因城施策，支持刚需以及改善性住房需求。

目前市场对一线城市需求调控政策放松有较为一致的预期。但对未来一线需求政策放松节奏以及政策效果存在争议。

我们认为未来一线城市需求端政策放松或有两种范式。

范式一，快速灵活调适。

7月政治局会议提到，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，市场理解放松高能级城市需求政策，旨在帮助高能级城市房价企稳回升，继而修复市场信心。

当下一线和超二线城市供需相对更加紧张，或隐含较高的涨价动能。既然一线城市地产放松旨在修复地产价格进而修复信心，故一线城市地产放松政策节奏或偏快，力度或不小。待到价格快速上涨之时，可再度灵活调整地产政策。

范式二，供需并举缓慢推进。

既然当前高能级城市潜在供需偏紧，为让高能级城市地产运行更平稳，此次一线和超二线城市需求端政策放松节奏或偏克制。例如限购、限贷政策先从外围区域开始放松，逐步过渡到内核板块。

放松需求约束同时，缓慢推进供给。或加快推地，或加快旧城改造，或加快保障性租赁住房建造。总之，供给未有足量跟上之前，需求端刺激政策力度相对偏克制。

范式一的优势在于能够较快见到价格企稳信号，当然弊端也比较明显。供需偏薄情况下，单边快速放松需求政策，高能级城市房价或有超涨可能。一旦高能级房价涨幅过快，又将压缩未来政策调控空间。

范式二的优势在于地产运行更加平稳，地产销售、投资、拿地等各个环节修复更有韧性，也更有持续性。范式二的弊端也同样比较明显，政策放松节奏或偏慢，价格企稳信号或许比较晚才能看到。

本轮地产政策放松到底采用哪种模式，我们只能保持紧密的政策跟踪。

7 风险提示

1) **地产政策调控超预期。**若地产政策调控超预期，房地产市场供需格局演绎可能超出本文分析范围。

2) **地产供需变动超预期。**若地产供需格局发生变动，本文相关测算和结论与实际情况会有偏差。

插图目录

图 1: PMI 及各分项表现.....	3
图 2: 2011 年至 2016 年超额储蓄周期中的资产表现.....	5
图 3: 当前宏观基本面类似于 2014-2015 年.....	6
图 4: 未来十年住宅销售面积中枢或在年度 9 亿平方米.....	7
图 5: 一线城市 2022 年新房企库销比以及调整后参考值.....	8

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