

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报：政策超预期，短期可以乐观一些
- 二季度货币政策报告点评：稳地产，稳汇率
- 宏观经济周报：政策仍是博弈焦点

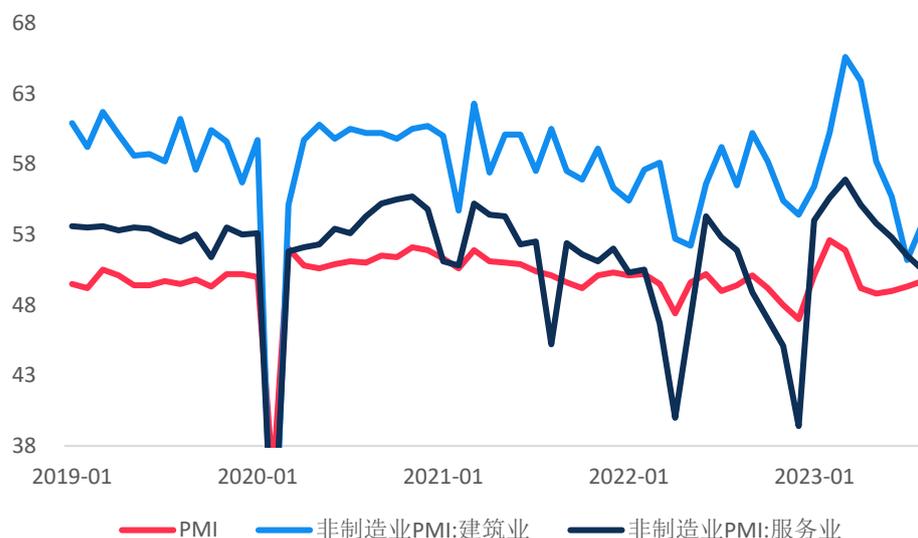
- **经济弱修复，政策力度强。**8月PMI显示经济延续弱修复，制造业PMI继续回升，建筑业PMI小幅反弹，非制造业PMI整体仍处于景气扩张区间，生产经营活动预期也延续了6月以来的改善势头，但服务业PMI自3月高点以来的单边下行反应经济内生动能仍不很强。在经济延续修复的同时，政策力度也在不断加码，8月27日-9月1日，相关部门已经陆续发布了“活跃资本市场”、“减税降费”、“调整优化房地产政策”等相关政策，贯彻落实7月24日中共中央政治局关于经济工作的有关指示精神。对此，市场也做出了积极回应，周内，万得全A上涨3.2%，南华工业品指数上涨2.7%，10年国债收益率上行约2bp。
- **地产政策影响的初步探讨。**截至目前，已出台政策中对经济影响最大的当属房地产政策：一是“认房不认贷”，二是降低首付标准，三是调降首套存量贷款。以上轮房地产调控周期作为参照，中性假设下，本轮放松政策对住宅销售面积的年度提振在1亿平方米左右。存量首套房贷利率调整将减少居民房贷约2000亿元。进一步观察地产政策放松之后资产价格的走势，可以发现，2014-2016地产放松周期中，10年国债利率不改下行趋势，股市偏震荡，商品走强。
- **高频数据扫描。**高频数据显示经济继续平稳修复，需求端高频数据略有回调，全国主要城市地铁平均客运量边际走弱，国际航班执飞增长势头边际放缓，国内航班执飞环比下行；生产端高频数据表现更好，如石油沥青开工率、半钢胎开工率等指标明显好于季节性水平，显示基建和汽车生产仍有支撑。流动性方面，广义流动性在央行降息之后维持宽松，短端利率如银行间质押式1天和7天逆回购利率近期走高。
- **后市展望。**政策依然是市场博弈的焦点。市场对政策期待的预期在近期一直很低，上个周末证监会的一系列政策力度很大，市场高开低走大幅收阴线，显示市场信心依然有待提振。然而，本周五的一系列政策特别是房地产政策比预期要高，市场信心有望加强。强力政策的持续性是影响当前市场的关键。鉴于市场当前对政策预期不高，市场短期内延续乐观的性价比更高。
- **风险提示。**地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

1 经济弱修复，政策力度强

周内发布的 PMI 数据显示经济延续弱修复，制造业 PMI 继续回升，建筑业 PMI 小幅反弹，非制造业 PMI 整体仍处于景气扩张区间，生产经营活动预期也延续了 6 月以来的改善势头，但服务业 PMI 自 3 月高点以来的单边下行反应经济内生动能仍不很强。

8 月制造业 PMI 继续较前值小幅回升，建筑业和服务业 PMI 仍然处于扩张区间，经济延续弱修复特征。数据显示，8 月制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 49.7%、53.8%和 50.5%，较前值分别上升 0.4、2.6 和下降 1.0 个百分点。

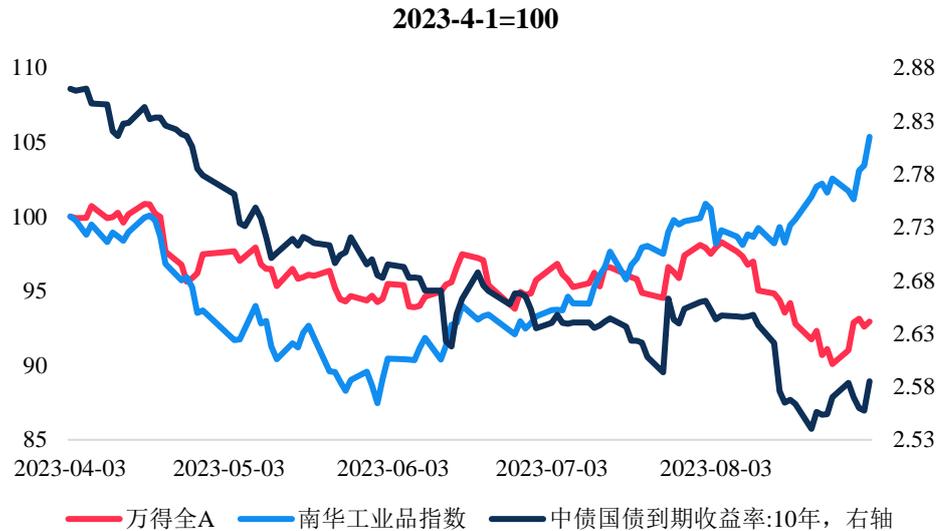
图 1：制造业 PMI 小幅反弹，服务业下行（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

在经济延续修复的同时，政策力度也在不断加码，8 月 27 日-9 月 1 日，相关部门已经陆续发布了“活跃资本市场”、“减税降费”、“调整优化房地产政策”等政策，贯彻落实 7 月 24 日中共中央政治局关于经济工作的有关指示精神。对此，市场也做出了积极回应，周内，万得全 A 上涨 3.2%，南华工业品指数上涨 2.7%，10 年国债收益率上行约 2bp。

图 2：股债商走势（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 地产政策影响的初步探讨

截至目前，已出台政策中对经济影响最大的当属房地产政策：

一是优化个人住房贷款中住房套数认定标准，即所谓“认房不认贷”。

二是降低首付标准，“对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%”。

三是降低房贷利率，“自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限”。

我们以北京上轮房地产调控周期为例探究房市政策调整的影响，北京上轮房地产放松周期为 2014 年 9 月 30 日至 2016 年 2 月 22 日，收紧周期为 2016 年 9 月 30 日至 2017 年 3 月 17 日。

（一）放松周期：

（1）2014 年 9 月 30 日：贷清不认房，贷款利率下限为基准利率的 0.7 倍，调整普宅标准；

（2）2015 年 3 月 30 日：降低二套房首付至 40%；公积金首套最低首付 20%；2 年及以上的普宅免征营业税；

（3）2016 年 2 月 22 日：契税调整成两档计税，首套税率 1%-1.5%。

（二）收紧周期：

（1）2016 年 9 月 30 日：首套、二套普通住宅首付比例提高至 35%、50%；

(2) 2017年3月17日：认房认贷：提高二套房首付(普宅60%、非普宅80%)：房贷最长期限降至25年。

一线城市二手房比一手房市场更接近自由市场。在2014-2017的房市调控周期内，北京二手房的成交面积发生了明显的变化，2015年和2016年二手房成交面积激增，2017年锐减，成交面积与2012年相当。

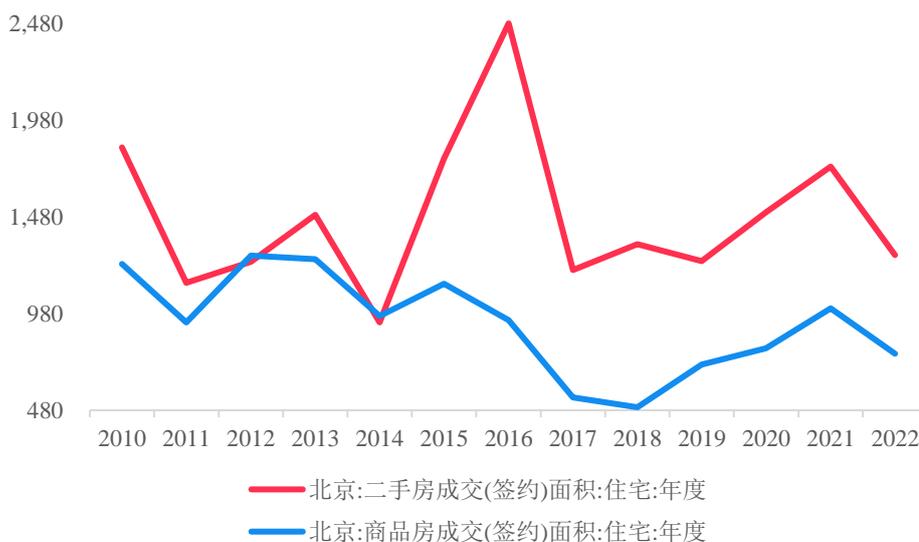
北京二手房成交面积2014年出现阶段性低点，如果拉平2013和2014年，那么2011-2014年北京二手房成交面积较为平稳，2017-2019年的成交面积也较为平稳。

2015年和2016年北京二手房成交面积复合同比(以2012年为底)分别为12.6%和18.7%，2017年北京二手房成交面积同比(2016年为2015和2016年均值)为-43.5%。

与北京类似，2015年和2016年上海二手房成交面积复合同比(以2012年为底)分别为27.4%和18.3%，2017年上海二手房成交面积同比(2016年为2015和2016年均值)为-44.8%。

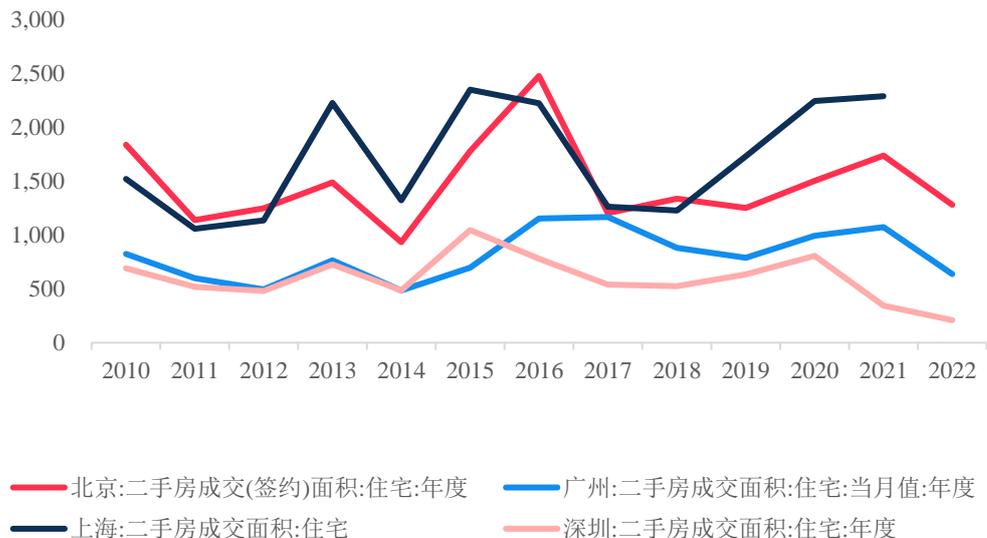
取北京和上海上轮房地产调控政策放开的均值来看，二手房成交面积年度同比增速约为19.3%。

图3：北京住宅成交面积（万平方米）



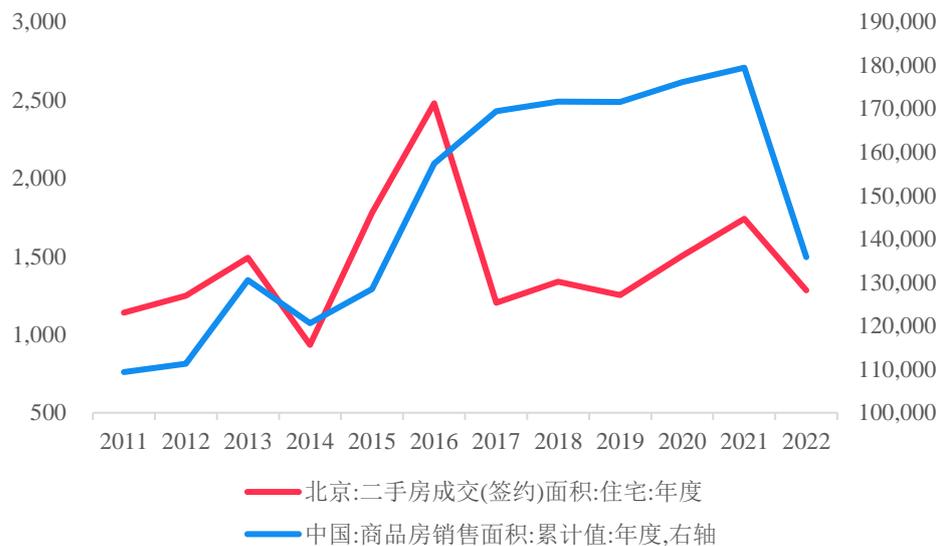
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：一线城市二手房成交面积走势（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：2011-2016 年北京二手房成交面积与全国商品房销售面积走势相似（万平米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

探究本次房地产放松政策的效果，假设乐观情形是北京与上海上轮放松增速的均值 19.3%，中性和悲观假设分别是乐观增速的 50%和 25%。再假设未来 5 年房地产住宅销售面积中枢的悲观、中性和乐观情景分别是 80000、100000、120000 万平米，计算得到本轮放松政策对住宅销售面积的年度提振在 10000 万平方米左右（两个中性基准假设的叠加）。

表 1：房地产销售面积测算

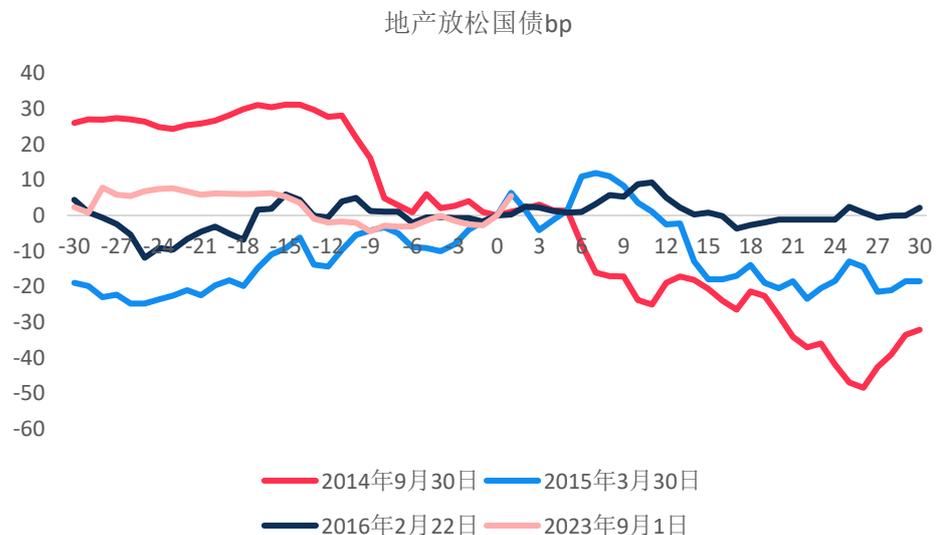
万平米	未来 5 年房地住宅销售面积中枢	放松政策悲观 (4.8%)	放松政策中性 (9.7%)	放松政策乐观 (19.3%)
悲观	80000	3860	7720	15440
中性	100000	4825	9650	19300
乐观	120000	5790	11580	23160

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

接下来探究调降存量房贷利率的影响。根据新华社报道，“存量首套房贷利率调整后，逾 4000 万户、上亿居民的财务负担会有明显下降，平均降幅约为 0.8 个百分点。”根据中国青年网报道，“按照目前的情况，现在我国整个住房贷款余额为 39 万亿，其中，符合条件的首套房住房贷款余额在 25 万亿左右”，存量首套房贷利率调整减少居民房贷约为 2000 亿元。

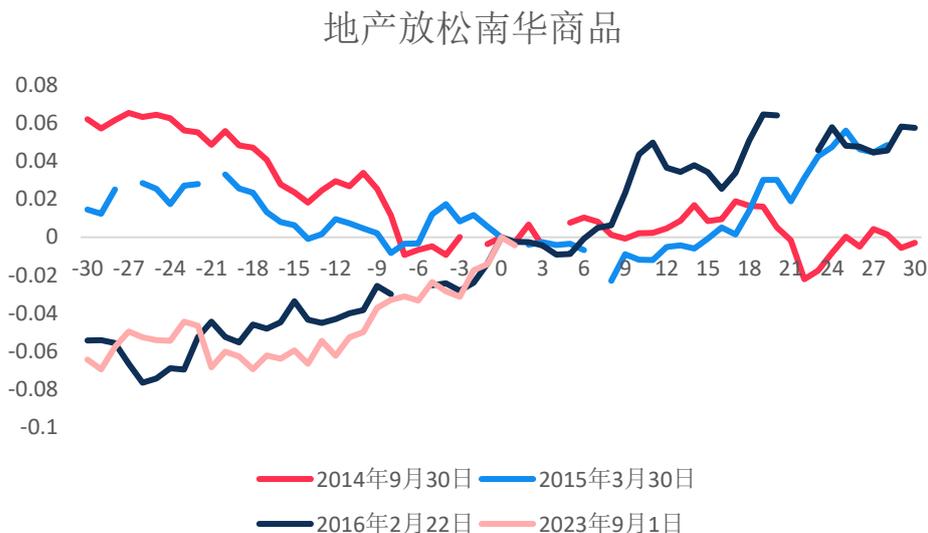
进一步观察地产政策放松之后资产价格的走势，可以发现，2014-2016 地产放松周期中，10 年国债收益率不改下行趋势，股市偏震荡，商品走强。

图 6：2014-2016 和本轮地产放松周期 10 年国债收益率走势 (bp)



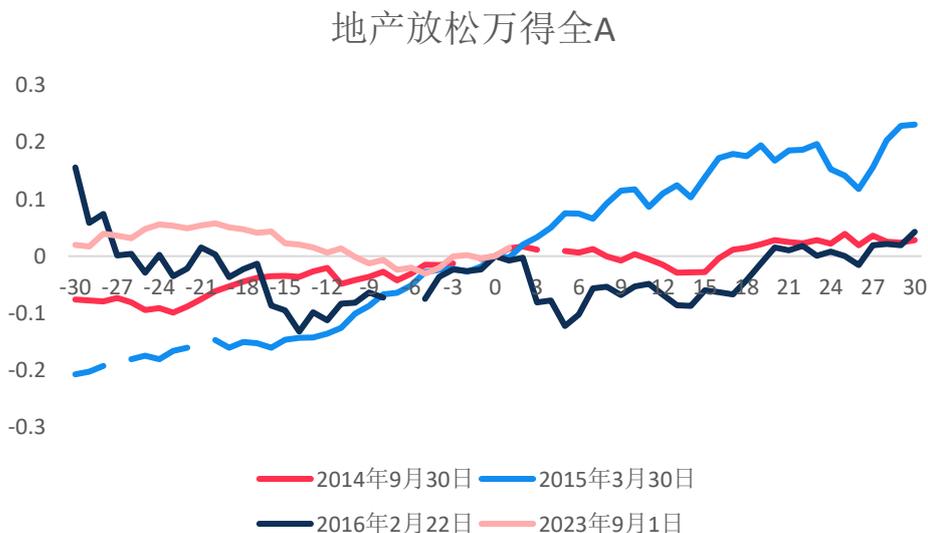
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：2014-2016 和本轮地产放松周期南华商品走势



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 8：2014-2016 和本轮地产放松周期万得全 A 走势



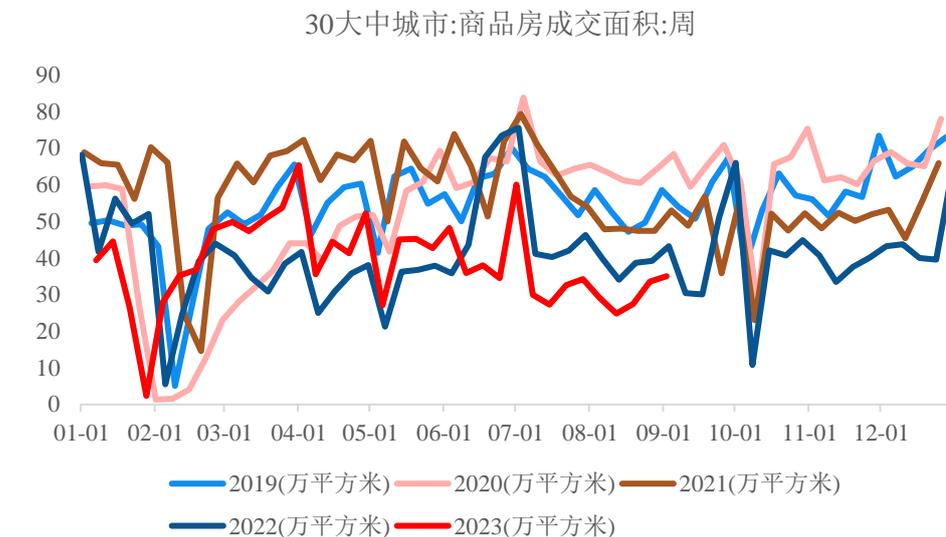
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 高频数据扫描

高频数据显示经济继续平稳修复，房地产的基本面改善仍需等待。需求端高频数据略有回调，全国主要城市地铁平均客运量边际走弱，国际航班执飞增长势头边际放缓，国内航班执飞环比下行；生产端高频数据表现更好，如石油沥青开工率、半钢胎开工率

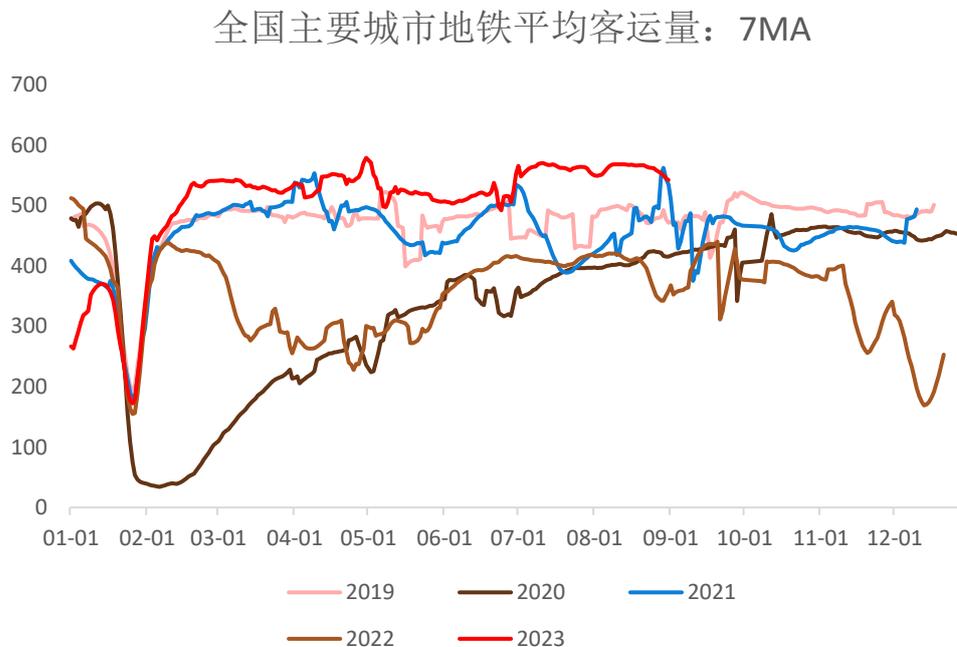
等指标明显好于季节性水平，显示基建和汽车生产仍有支撑。流动性方面，广义流动性在央行降息之后维持宽松，短端利率如银行间质押式1天和7天逆回购利率近期走高。

图 9：30 大中城市:商品房成交面积:周



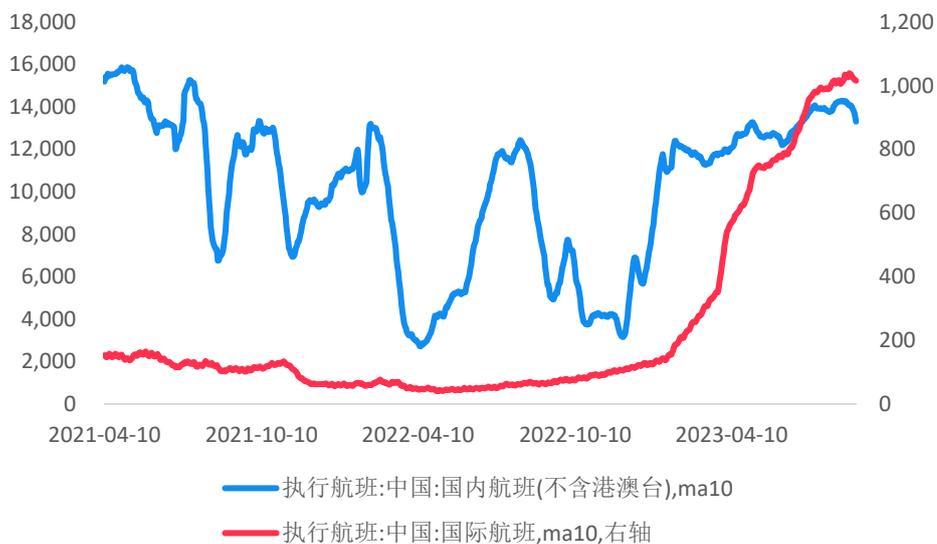
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：全国主要城市地铁平均客运量（万人次）



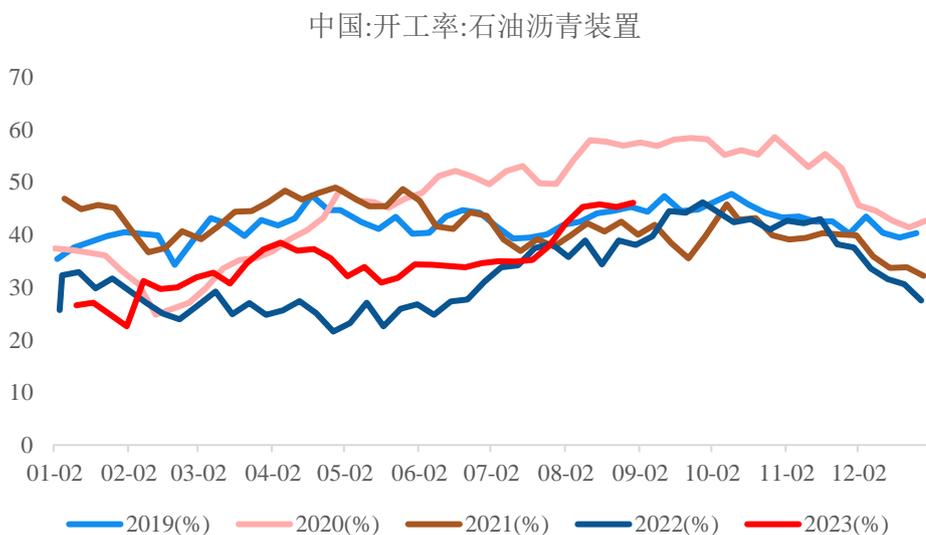
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 执行航班 (架次)



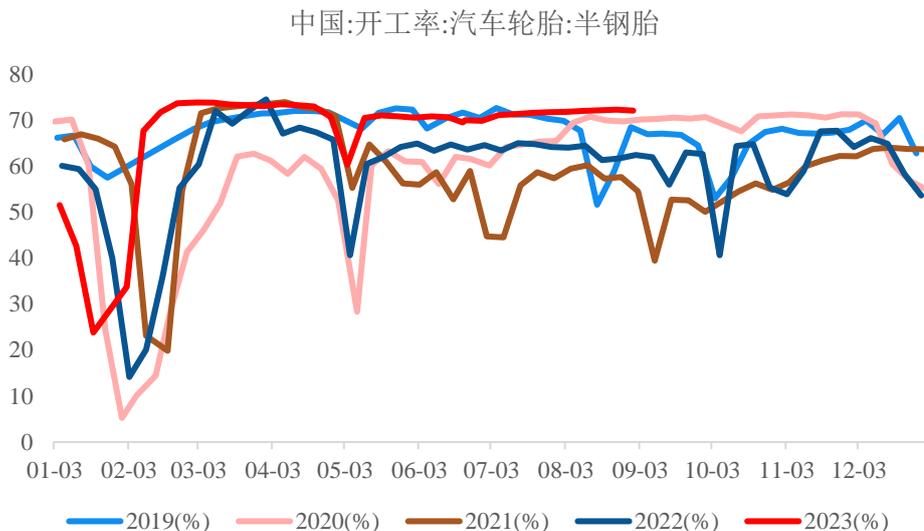
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 中国:开工率:石油沥青装置



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 中国:开工率:汽车轮胎:半钢胎



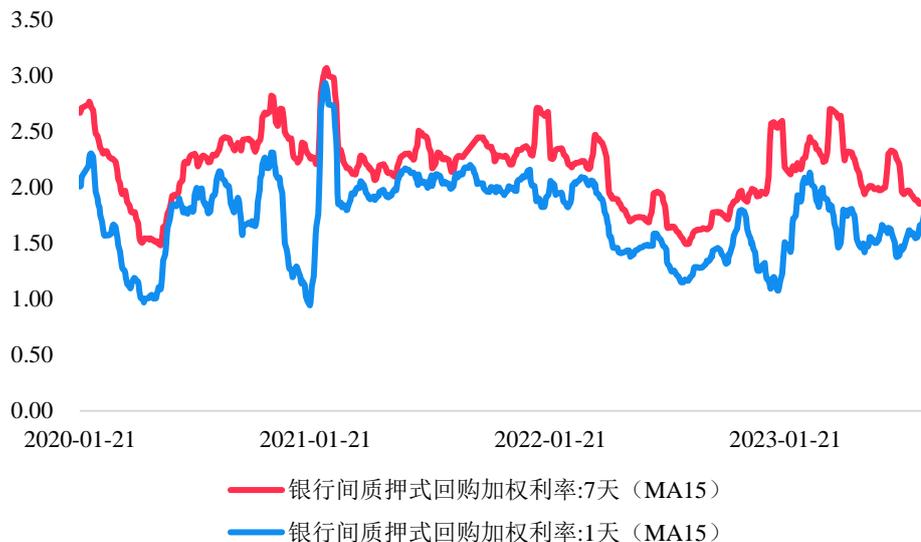
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14: 南华商品指数 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

政策依然是市场博弈的焦点。市场对政策期待的预期在近期一直很低，上个周末证监会的一系列政策力度很大，市场高开低走大幅收阴线，显示市场信心依然有待提振。然而，本周五的一系列政策特别是房地产政策比预期要高，市场信心有望加强。强力政策的持续性是影响当前市场的关键。鉴于市场当前对政策预期不高，市场短期内延续乐观的性价比更高。

5 风险提示

地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现