



宏观研究

【粤开宏观】京沪房地产调控进一步放松的经济背景：11月经济数据解读

2023年12月15日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】2024年美国经济发展：“软着陆”与降息周期》2023-12-13

《【粤开宏观】以人民和经济建设为中心——中央经济工作会议学习体会》2023-12-12

《【粤开宏观】政治局会议释放的七个新信号》2023-12-08

《【粤开宏观】双重“新三期叠加”：对2024年中国经济的思考及建议》2023-12-05

《【粤开宏观】徙木立信——2024年中国经济十大展望》2023-12-03

摘要

12月15日公布了11月经济数据，主要经济指标同比增速均明显回升。而在数据公布前一天，北京和上海继9月1日“认房不认贷”后，进一步优化房地产政策，包括降首付、降利率、放松普宅认定标准等，政策力度较大甚至略超预期。对此应作何理解？政策将有何影响？

一、经济数据总体回升向好，但总需求仍显不足，恢复基础仍需巩固

11月工业、服务业、社零消费、出口当月同比均较上月大幅回升，固定资产投资累计同比与上月持平。2023年我国经济运行是一波三折的恢复，一季度开门红、二季度下行压力加大、三季度逐步回升、四季度平稳延续，完成全年目标已不成问题。

然而主要经济指标同比回升在一定程度上是建立在去年同期基数显著走低的基础上的，两年平均增速并未同步回升。当前经济存在三大分化：

一是供给与需求的分化，工业和服务业生产持续恢复，甚至部分行业出现产能过剩，但有效需求不足。11月工业增加值环比增速为0.87%，高于近10年同期均值的0.45%，而社零消费环比增速为-0.06%，低于近10年同期均值的0.69%。

二是行业间的分化，经济恢复主要是靠服务业、高端制造带动，但房地产、金融业、互联网平台经济等仍受到一些冲击。就业也结构性分化，服务业和基建投资带动农民工就业形势好转，但青年就业压力较大。2023年是疫后恢复的第一年，疫情期间压制的聚集性服务业反弹式增长，而其他产业诸如房地产在供需形势逆转的基础上又叠加预期不振引发了房地产销售、投资持续下行等。

三是名义增速与实际增速的分化，11月CPI和PPI同比分别为-0.5%和-3%，前三季度实际GDP同比增速5.2%，名义增速只有4.9%。一方面反映出当前宏观总需求不足，另一方面也将导致居民收入增速、政府财政收入增速、企业营业收入和利润增速偏低，加剧宏观数据与微观感受的背离。

二、财政货币政策跨年平衡、靠前发力，将助力2024年经济实现“开门红”

在有效需求不足、社会预期偏弱的背景下，明年经济要延续回升向好态势，仍需强化宏观政策逆周期和跨周期调节。四季度以来，财政政策增发1万亿国债、货币政策平滑今年末和明年初的信贷投放，将有利于明年经济实现“开门红”，加快经济恢复步伐。

其一，1万亿增发国债有望于明年初快速形成实物工作量。10月24日，全国人大常委会批准在今年四季度增发1万亿元国债，初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。国债发行较为顺利，10月25日



至 12 月 14 日，国债余额新增 11257 亿元。但项目筛选审核需要时间，12 月 14 日国家发展改革委发布消息称，已正式将高标准农田建设项目作为本次增发国债的第一批项目下达地方，安排增发国债资金 1254 亿元，共支持项目 1336 个。随着增发的国债项目清单陆续下达、资金加快拨付使用，实物工作量将加快形成，有利于释放基础设施领域的潜力和空间，促进下阶段基础设施投资保持平稳较快增长。

其二，年底信贷投放力度增强将加快企业投资项目落地。11 月 17 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，要求“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长”。一方面，商业银行通过短期冲量来满足监管要求，11 月新增企事业单位短期贷款和票据融资同比多增 2489 亿元。另一方面，企业中长期贷款的支持力度也强于数据所示。11 月新增企事业单位中长期贷款同比少增 2907 亿元，一是去年同期在 PSL 和政策性开发性金融工具支持下，基建投资和保交楼相关贷款增加，形成了高基数；二是今年地方政府通过特殊再融资债，置换了部分隐性债务，降低了企事业单位中长期贷款余额。

三、京沪房地产调控进一步放松，释放居民合理住房需求，畅通置换链条，促进房地产销售、投资以及 M1 增速回升

12 月 14 日，北京、上海继 9 月 1 日“认房不认贷”后，进一步优化房地产政策，包括降首付、降利率、放松普宅认定标准等，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。

其一，降首付、降利率将大幅降低居民购房门槛和购房成本，释放居民合理住房需求。广州和深圳更早出台同类政策，近几个月房地产销售持续回升。

其二，放松普宅认定标准有助于畅通改善性需求置换链条，加快楼市回暖。北京和上海的“认房不认贷”政策在短暂提振楼市后效果快速消退，普宅认定标准过严导致改善性需求“卖一买一”的置换链条难以顺利启动是重要原因。二手房挂牌量大幅增加，部分房东竞争性降价以加快成交，以价换量，又加重了居民的观望情绪。**放松普宅认定标准后，刚性需求的首付压力和可能出现的金融风险将明显减轻。（详见正文举例分析）**

除了放开限购以外，一线城市的房地产调控放松已基本到位，不仅能够释放被政策抑制的刚性和改善性需求，还能进一步释放之前因等待政策进一步放松而观望的积累需求。**预计本轮政策刺激效果的力度和持久度将强于“认房不认贷”，短期内可能仍将出现“以价换量”，但后续将逐步“量增价稳”。**

房地产市场逐步企稳，不仅有助于缓解房企资金压力和改善房企融资信用、保障期房交付、增加拿地投资，形成良性循环，还将增加地方政府土地出让收入，缓解地方财政紧张，促进基建投资增长。此外，居民支付的购房款将形成房企的活期存款，是 M1 的重要组成部分，房地产销售企稳，也将支撑 M1 同比企稳，改善市场预期，增强市场信心。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、经济数据总体回升向好，但总需求仍显不足，恢复基础仍需巩固	4
二、财政货币政策跨年平衡、靠前发力，将助力 2024 年经济实现“开门红”	6
三、京沪房地产调控进一步放松，释放居民合理住房需求，畅通置换链条，促进房地产销售、投资以及 M1 增速回升	7

图表目录

图表 1： 主要经济指标表现	4
图表 2： 11 月制造业 PMI 生产指数和新订单指数分别位于荣枯线两侧	4
图表 3： 11 月房地产投资当月同比仍处于低位	5
图表 4： 11 月 CPI 和 PPI 较为低迷	5
图表 5： 基建投资高增是支撑今年经济持续恢复的重要力量	6
图表 6： 11 月企业短期贷款和票据融资同比明显增加	7
图表 7： 北京房地产政策调整前后对比	7
图表 8： 政策放松力度更大的广州，商品房销售回暖状况好于北京	8
图表 9： M1 同比与商品房销售额同比高度相关	9



一、经济数据总体回升向好，但总需求仍显不足，恢复基础仍需巩固

11月工业、服务业、社零消费、出口当月同比均较上月大幅回升，固定资产投资累计同比与上月持平。2023年我国经济运行是一波三折的恢复，一季度开门红、二季度下行压力加大、三季度逐步回升、四季度平稳延续，完成全年目标已不成问题。

图表1：主要经济指标表现

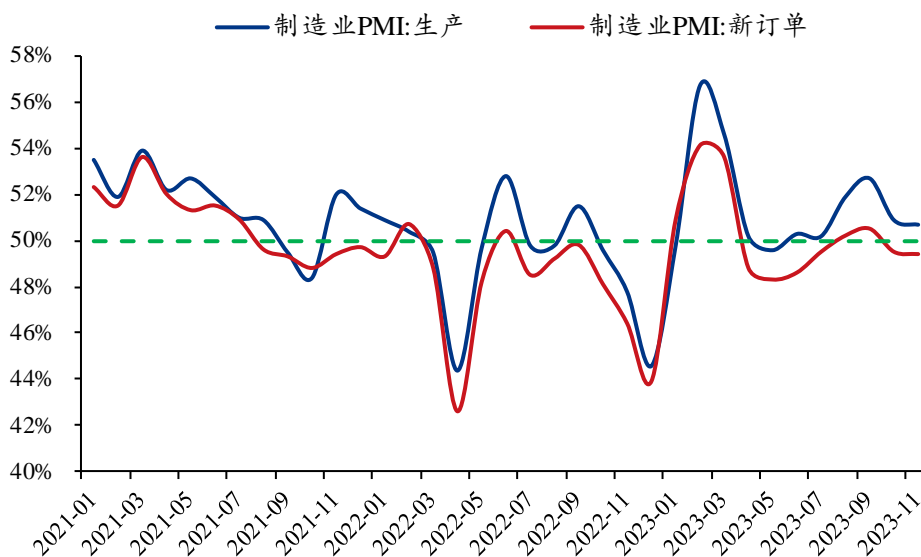
类别	指标	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
生产（当月同比）	工业增加值	5.6	3.5	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6
	服务业生产指数	13.5	11.7	6.8	5.7	6.8	6.9	7.7	9.3
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1
	商品零售	15.9	10.5	1.7	1.0	3.7	4.6	6.5	8.0
	餐饮收入	43.8	35.1	16.1	15.8	12.4	13.8	17.1	25.8
投资（累计同比）	固定资产投资	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9
	房地产投资	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4
	制造业投资	6.4	6.0	6.0	5.7	5.9	6.2	6.2	6.3
	基建投资（广义）	9.8	9.5	10.2	9.4	9.0	8.6	8.3	8.0
出口（当月同比）	出口（美元计价）	7.6	-7.3	-12.2	-14.1	-8.4	-6.1	-6.4	0.5

资料来源：Wind、粤开证券研究院

然而主要经济指标同比回升在一定程度上是建立在去年同期基数显著走低的基础上的，两年平均增速并未同步回升。当前经济存在三大分化：

一是供给与需求的分化，工业和服务业生产持续恢复，甚至部分行业出现产能过剩，但有效需求不足。11月工业增加值环比增速为0.87%，高于近10年同期均值的0.45%，而社零消费环比增速为-0.06%，低于近10年同期均值的0.69%。11月制造业PMI生产指数为50.7%，连续6个月处于扩张区间，但新订单指数为49.4%，连续2个月处于收缩区间，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

图表2：11月制造业PMI生产指数和新订单指数分别位于荣枯线两侧



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二是行业间的分化，经济恢复主要是靠服务业、高端制造带动，但房地产、金融业、互联网平台经济等仍受到一些冲击。就业也结构性分化，服务业和基建投资带动农民工就业形势好转，但青年就业压力较大。2023年是疫后恢复的第一年，疫情期间压制的聚集性服务业反弹式增长，而其他产业诸如房地产在供需形势逆转的基础上又叠加预期不振引发了房地产销售、投资持续下行等。11月餐饮收入当月同比高达25.8%，两年同比增速也有7.3%；商品房销售面积和销售额当月同比分别为-10.3%和-8.6%，房地产投资当月同比为-10.6%。

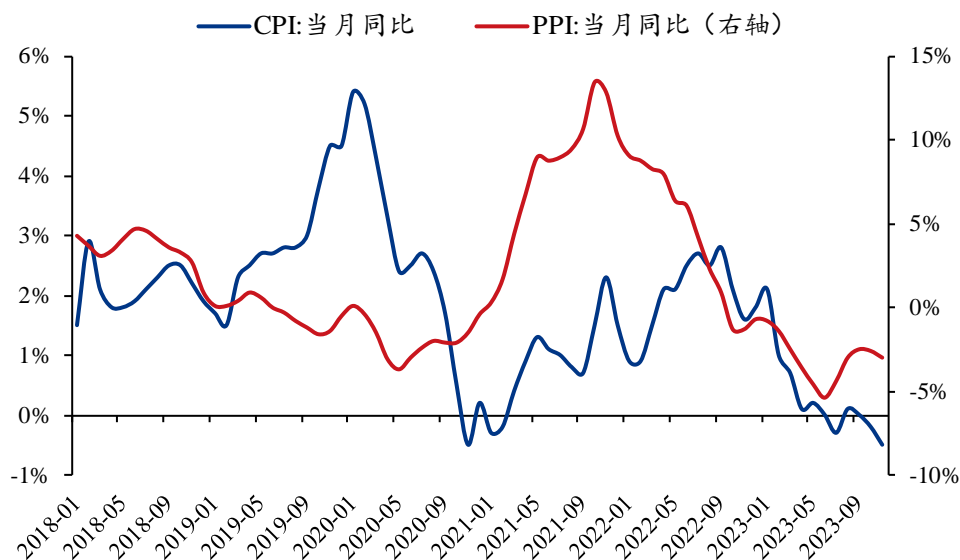
图表3：11月房地产投资当月同比仍处于低位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三是名义增速与实际增速的分化，11月CPI和PPI同比分别为-0.5%和-3%，前三季度实际GDP同比增速5.2%，名义增速只有4.9%。一方面反映出当前宏观总需求不足，另一方面也将导致居民收入增速、政府财政收入增速、企业营业收入和利润增速偏低，加剧宏观数据与微观感受的背离。

图表4：11月CPI和PPI较为低迷



资料来源：Wind、粤开证券研究院



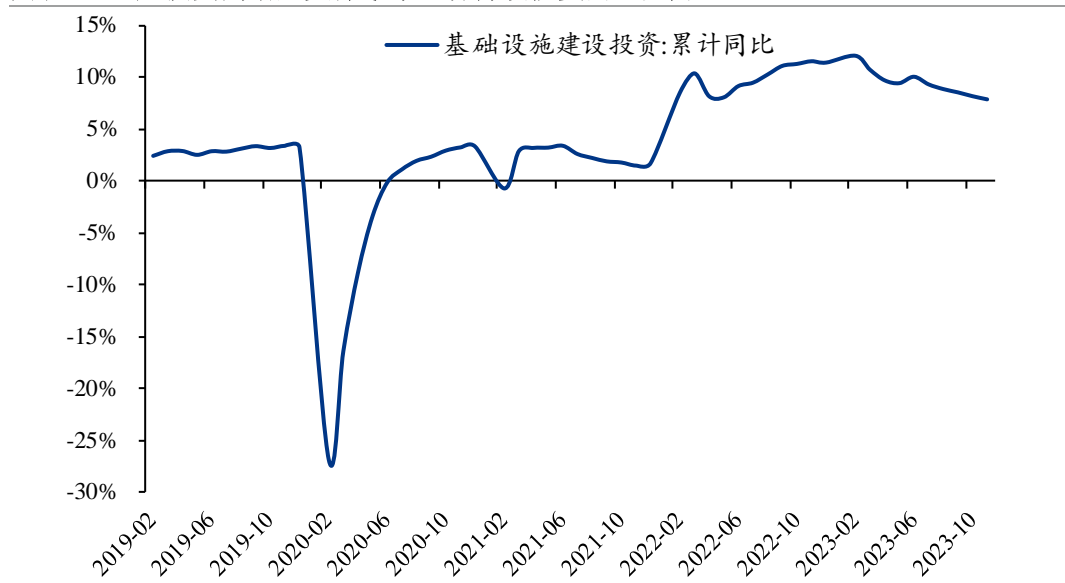
二、财政货币政策跨年平衡、靠前发力，将助力 2024 年经济实现“开门红”

虽然今年 5% 左右的经济增速目标实现无虞，但在有效需求不足、社会预期偏弱的背景下，明年经济要延续回升向好态势，仍需强化宏观政策逆周期和跨周期调节，着力扩大国内需求。

四季度以来，财政政策增发 1 万亿国债、货币政策平滑今年末和明年初的信贷投放，将有利于明年经济实现“开门红”，加快经济恢复步伐。

其一，1 万亿增发国债有望于明年初快速形成实物工作量。10 月 24 日，全国人大常委会批准在今年四季度增发 1 万亿元国债，初步考虑在 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。国债发行较为顺利，10 月 25 日至 12 月 14 日，国债余额新增 11257 亿元。但项目筛选审核需要时间，12 月 14 日国家发展改革委发布消息称，已正式将高标准农田建设项目作为本次增发国债的第一批项目下达地方，安排增发国债资金 1254 亿元，共支持项目 1336 个。随着增发的国债项目清单陆续下达、资金加快拨付使用，实物工作量将加快形成，有利于释放基础设施领域的潜力和空间，促进下阶段基础设施投资保持平稳较快增长。

图表5：基建投资高增是支撑今年经济持续恢复的重要力量



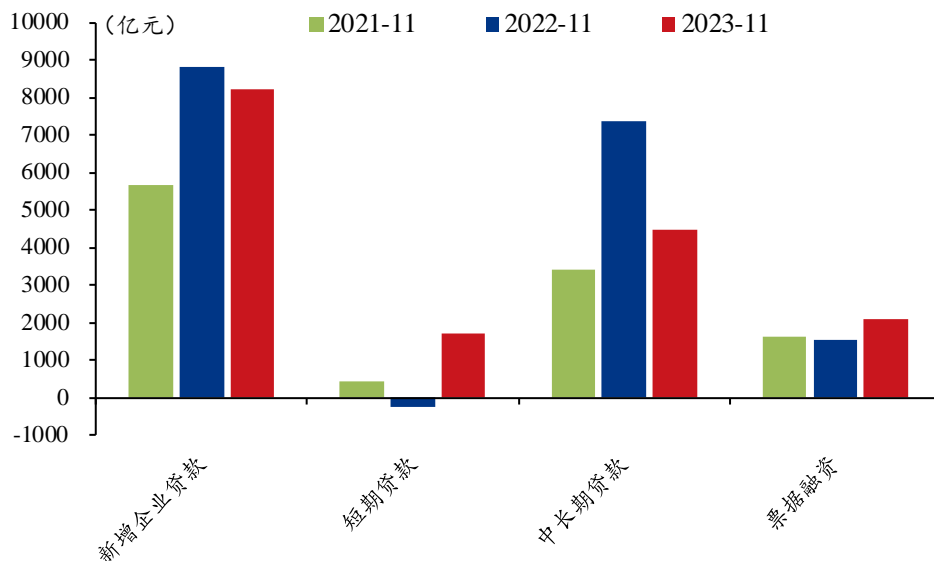
注：2021 年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

其二，年底信贷投放力度增强将加快企业投资项目落地。11 月 17 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，要求“着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长”。一方面，商业银行通过短期冲量来满足监管要求，11 月新增企事业单位短期贷款和票据融资同比多增 2489 亿元。另一方面，企业中长期贷款的支持力度也强于数据所示。11 月新增企事业单位中长期贷款同比少增 2907 亿元，一是去年同期在 PSL 和政策性开发性金融工具支持下，基建投资和保交楼相关贷款增加，形成了高基数；二是今年地方政府通过特殊再融资债，置换了部分隐性债务，降低了企事业单位中长期贷款余额。



图表6：11月企业短期贷款和票据融资同比明显增加



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、京沪房地产调控进一步放松，释放居民合理住房需求，畅通置换链条，促进房地产销售、投资以及 M1 增速回升

12月14日，北京、上海继9月1日“认房不认贷”后，进一步优化房地产政策，包括降首付、降利率、放松普宅认定标准等，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。

图表7：北京房地产政策调整前后对比

		新政前		新政后	
贷款方式	套数	房屋类型	首付比例	房屋类型	首付比例
商贷	首套	普宅	35%	统一	30%
		非普宅	40%		
	首套利率	统一	4.75%	城六区外	4.2%
				城六区内	4.3%
	二套	普宅	60%	城六区外	40%
		非普宅	80%	城六区内	50%
二套利率	统一	5.25%	城六区外	4.75%	
			城六区内	4.8%	
普宅标准		1) 住宅小区建筑容积率在 1.0 以上 2) 单套住宅面积在 140 平方米以下 3) 单价不超最高限，或总价不超最高限：单价五环内≤39600，五环到六环≤31680，六环外≤23760；总价五环内≤468 万元，五环到六环≤374.4 万元，六环外≤280.8 万元		1) 住宅小区建筑容积率在 1.0 以上 2) 单套住宅面积在 144 平方米以下 3) 五环内 8.5 万元/平米；五环到六环 6.5 万元/平米；六环外 4.5 万元/平米	

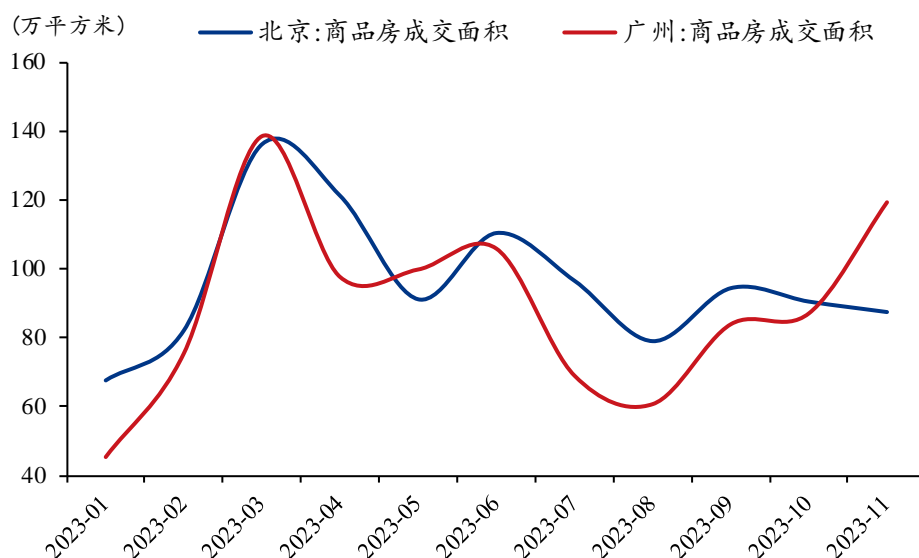
注：北京城六区包括东城区、西城区、朝阳区、海淀区、丰台区和石景山区

资料来源：粤开证券研究院整理



其一，降首付、降利率将大幅降低居民购房门槛和购房成本，释放居民合理住房需求。广州和深圳更早出台同类政策，近几个月房地产销售持续回升。

图表8：政策放松力度更大的广州，商品房销售回暖状况好于北京



资料来源：Wind、粤开证券研究院

其二，放松普宅认定标准有助于畅通改善性需求置换链条，加快楼市回暖。北京和上海的“认房不认贷”政策在短暂提振楼市后效果快速消退，普宅认定标准过严导致改善性需求“卖一买一”的置换链条难以顺利启动是重要原因。二手房挂牌量大幅增加，部分房东竞争性降价以加快成交，以价换量，又加重了居民的观望情绪。

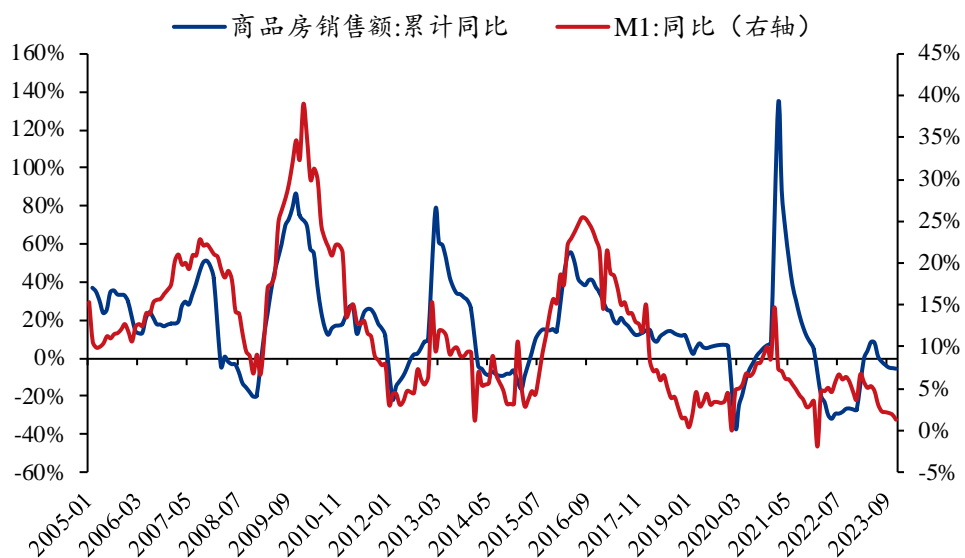
放松普宅认定标准后，刚性需求的首付压力和可能出现的金融风险将明显减轻。例如，北京五环内 600 万的二手房，首套的首付款将由之前的 297 万降至 180 万，下降的 117 万中，30 万源于首付比例下降，87 万源于普宅认定标准放松后导致的贷款额度增加。（具体计算方式参见《房地产优化政策有何影响？还存在哪些问题？如何应对？》）与此同时，购房者也不必违规使用消费贷或经营贷来凑齐原先的高首付，不用面临事后可能的银行抽贷风险。

除了放开限购以外，一线城市的房地产调控放松已基本到位，不仅能够释放被政策抑制的刚性和改善性需求，还能进一步释放之前因等待政策进一步放松而观望的积累需求。预计本轮政策刺激效果的力度和持久度将强于“认房不认贷”，短期内可能仍将出现“以价换量”，但后续将逐步“量增价稳”。

房地产市场逐步企稳，不仅有助于缓解房企资金压力和改善房企融资信用、保障期房交付、增加拿地投资，形成良性循环，还将增加地方政府土地出让收入，缓解地方财政紧张，促进基建投资增长。此外，居民支付的购房款将形成房企的活期存款，是 M1 的重要组成部分，房地产销售企稳，也将支撑 M1 同比企稳，改善市场预期，增强市场信心。



图表9：M1 同比与商品房销售额同比高度相关



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com