

## 证券研究报告

### 宏观研究

### 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师  
执业编号: S1500523030001  
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 如何理解本轮地产政策

2024年5月18日

#### 摘要:

- **4月我国工业生产景气度较高，与假日错月有关。**2024年4月工业增加值同比增速为6.7%，比上月加快2.2个百分点。从环比来看，4月工业增加值环比，为2012年以来同期最快增速（除2020年疫情影响以外）。根据统计局的解释，工业增加值增速较高一定程度上受到假日错月的影响。去年“五一”假期有两天安排在4月份，今年全部落在5月份，这也就是说，今年4月份的节假日比上年4月份少了两天。
- **4月经济有3个特征，一是出口对经济的支撑作用在延续，二是地产仍处于下行趋势，三是边际上服务业有所降温。**（1）受到全球制造业上行的拉动，4月份出口交货值同比增长7.3%，比上月加快5.9个百分点。从高频数据来看，5月SCFI、CCFI两个与出口相关的指标均较4月上行，反映出口的强势有望延续。（2）地产销售、投资数据仍较为低迷。房地产供需格局发生变化的背景下，“金三银四”成色不足。（3）服务消费的热度出现下降。服务业当月生产指数同比增长3.5%，比上月有所回落1.5个百分点。5月PMI出现回落，也显示出服务消费的热度可能出现下降。往后看，如果后两项继续转弱，仅靠出口可能难以巩固经济向好的趋势。以此为背景，政府果断出手稳地产，打出了一套政策的“组合拳”，或有利于稳定市场预期，推动经济加速恢复。
- **4月政治局会议以来，新一轮地产政策拉开序幕。**截至目前，本轮房地产相关政策主要包括：（1）政府收购存量商品住宅，并投放至公共租赁住房等保障性住房市场，如杭州、郑州已出台相关政策。（2）央行层面，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调公积金贷款利率、降低首付比。（3）杭州、西安等地全面取消限购。
- **在这些政策当中，我们判断，政府收储的影响最为直接，且存在一定的预期差。**根据我们的测算，住宅出清周期已处于历史高位，库存压力较大。我们判断，住宅出清周期存在一个合意水平，我们基于此来测算收储的潜在规模。住宅出清周期是反映住宅库存健康程度的重要指标，该指标下降有利于稳定楼市预期，并对房价能够起到托底的作用。由此我们判断，住宅出清周期存在一个合意水平。另外，政府收购商品住宅可能存在一定的折价。假设住宅出清周期存在一个合意水平为2013年以来的平均水平，收购的折价为80%，则我们测算收储的潜在规模为1.73亿平方米，需要资金1.43万亿元。

**风险因素：**政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、出口强，地产弱的宏观图景仍在延续.....	3
二、如何看待本轮地产政策的效果.....	6
风险因素.....	8

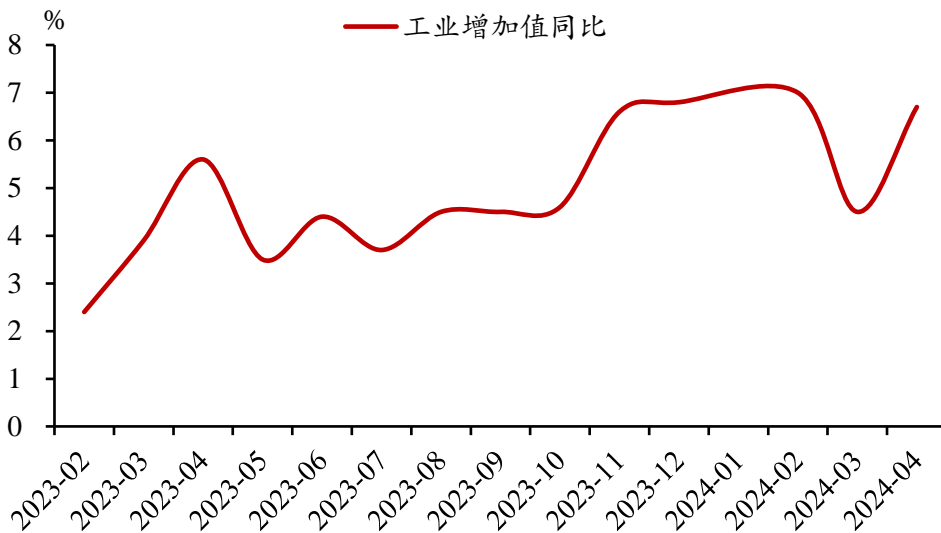
图目录

图 1：工业增加值同比增速.....	3
图 2：全球制造业上行带动出口回暖.....	4
图 3：各行业工业增加值增速.....	4
图 4：二手房房价变化.....	5
图 5：社零分项.....	5
图 6：5 月服务业 PMI 下滑.....	6
图 7：住宅库存.....	7
图 8：政府收储规模测算.....	7

## 一、出口强，地产弱的宏观图景仍在延续

4月我国工业生产景气度较高，与假日错月有关。2024年4月工业增加值同比增速为6.7%，比上月加快2.2个百分点。从环比来看，4月工业增加值环比，为2012年以来同期最快增速（除2020年疫情影响以外）。根据统计局的解释，工业增加值增速较高一定程度上受到假日错月的影响。去年“五一”假期有两天安排在4月份，今年全部落在5月份，这也就是说，今年4月份的节假日比上年4月份少了两天。这样的情况在今年年初也曾发生，今年1-2月份工作日比去年多出2天，使得工业增加值同比达到了7%。

图 1：工业增加值同比增速



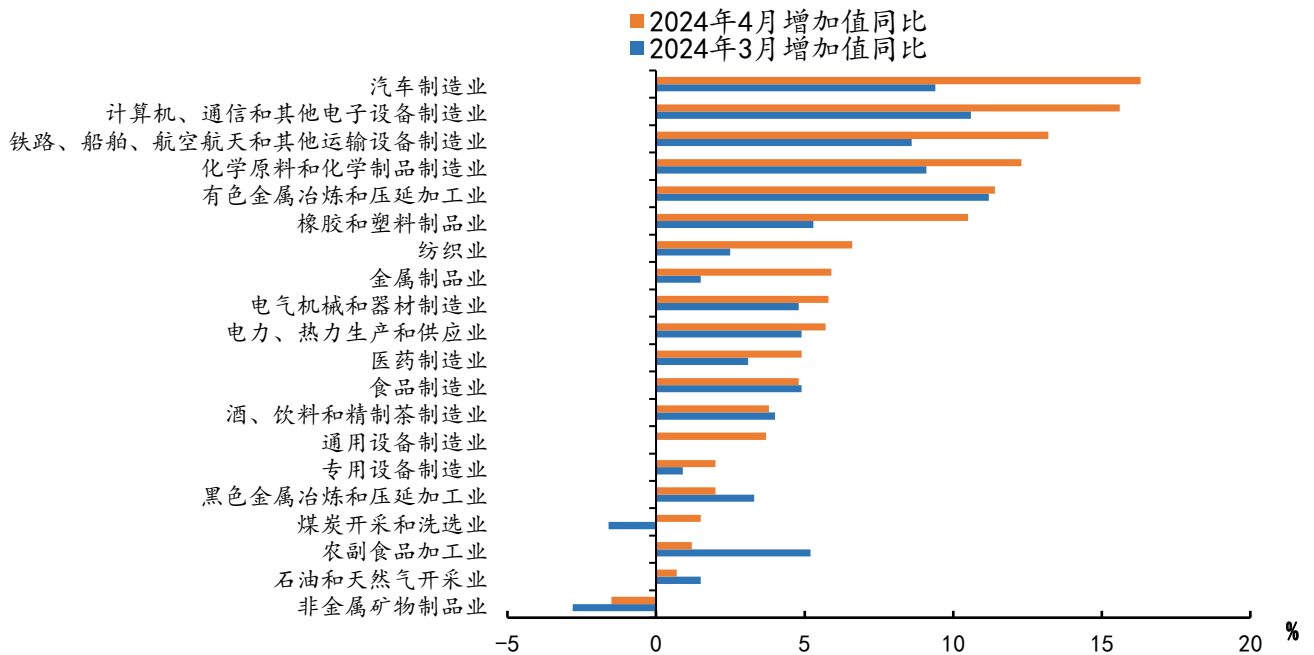
资料来源:iFind, 信达证券研发中心

从结构上来看，出口产业链提速，但地产较为低迷。

受到全球制造业上行的拉动，4月份出口交货值同比增长7.3%，比上月加快5.9个百分点。4月全球制造业PMI录得50.3%，连续4月站上荣枯线。具体行业上，计算机通信增加值同比增长15.6%，较3月加快5.0个百分点；运输设备制造业增加值同比增长13.2%，加快4.6个百分点；纺织业增加值同比增长6.6%，加快4.1个百分点。从高频数据来看，5月SCFI、CCFI两个与出口相关的指标均较4月上行，反映出口的强势有望延续。

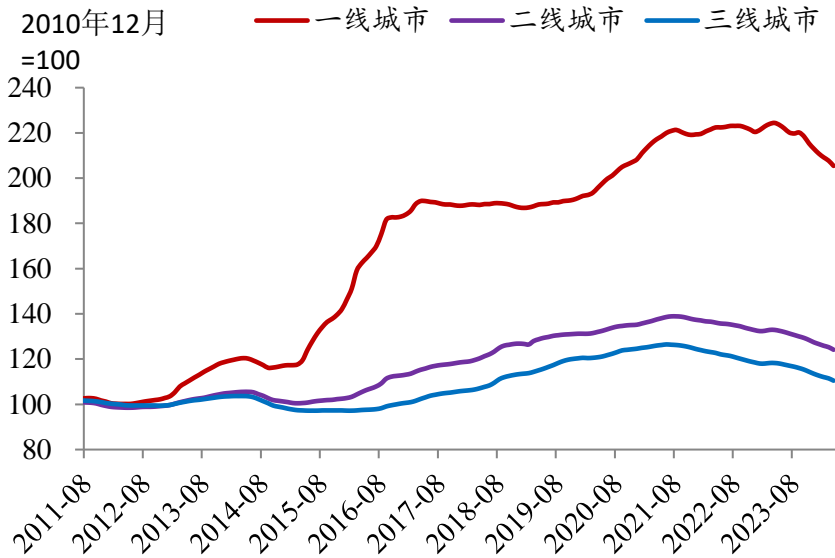
**图 2：全球制造业上行带动出口回暖**


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

**图 3：各行业工业增加值增速**


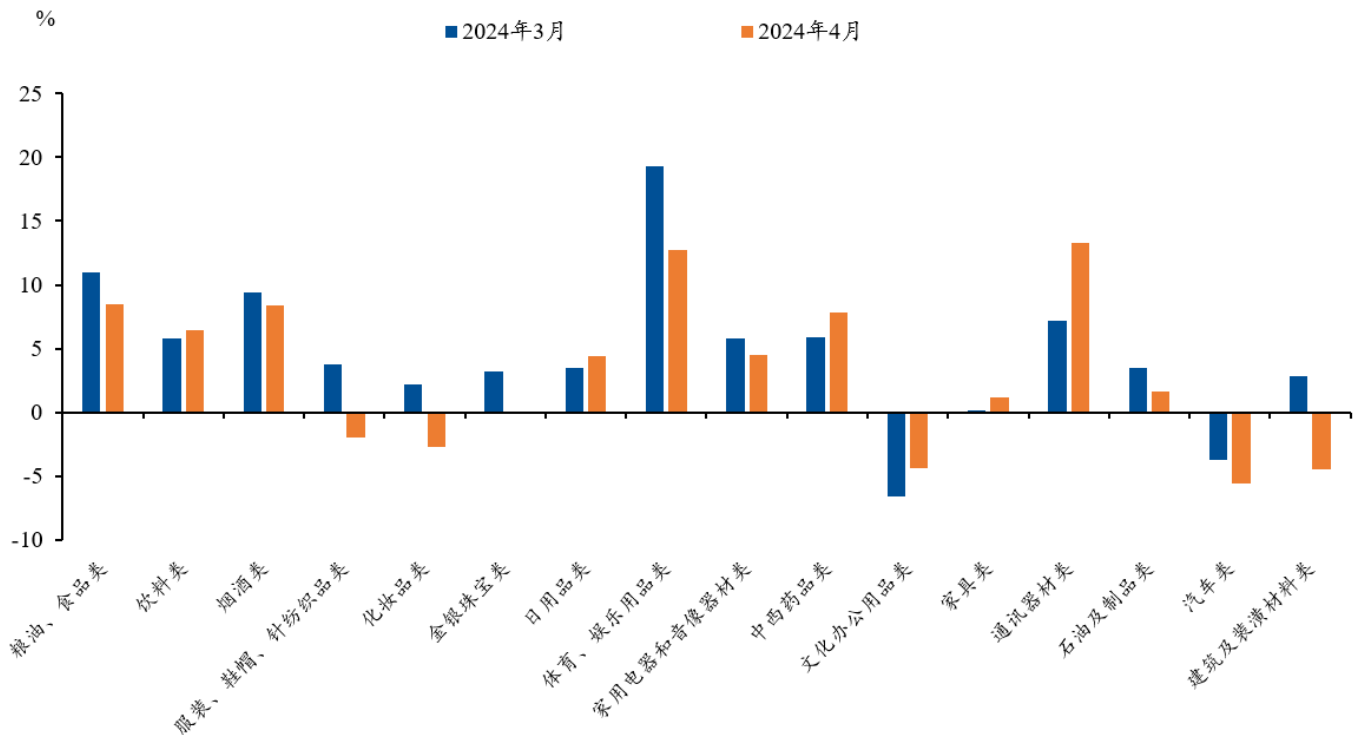
资料来源:万得, 信达证券研发中心

另一方面，地产销售、投资数据仍较为低迷。房地产供需格局发生变化的背景下，“金三银四”成色不足。4月商品房销售面积的累计同比降幅达到了20.2%，比上月扩大了0.8个百分点。70城中二手商品住宅价格整体下跌6.8%，所有城市价格均下降。一线城市下降8.5%，降幅比上月扩大1.2个百分点，二、三线城市分别下降6.8%和6.6%，降幅均比上月扩大0.9个百分点。1—4月份，全国房地产开发投资同比下降9.8%，降幅扩大0.3个百分点，为2020年3月以来新低。

**图 4：二手房房价变化**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

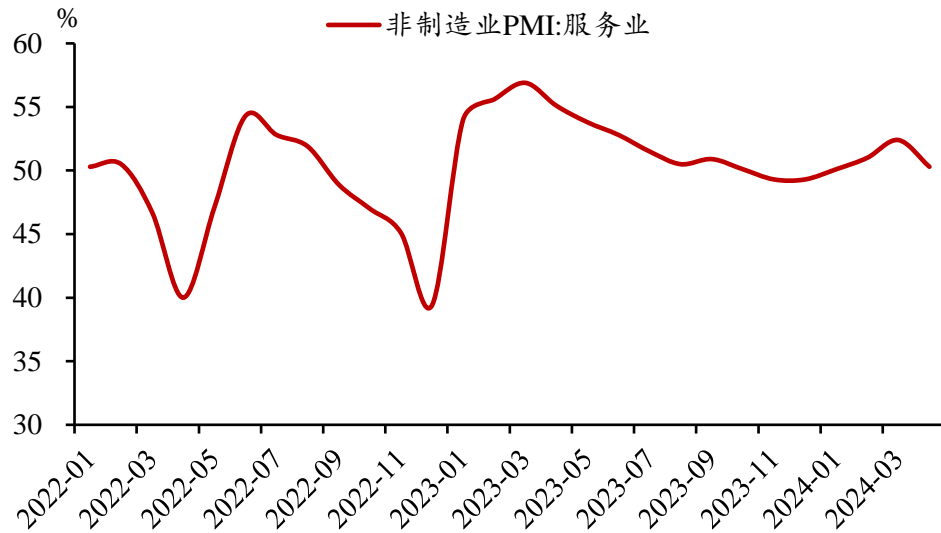
**4月商品消费走弱,也一定程度上与地产有关。**4月社会消费品零售同比增速为2.3%,低于前期的3.1%。其中商品消费增速仅为0.9%,3月为2.6%。一方面,从分项来看,家用电器、建筑及装潢材料等与地产后周期商品零售增速回落,对社零形成拖累;另一方面,房价下跌造成居民资产缩水,财富效应下降,影响居民预期,导致消费收缩。4月通讯器材、药品消费表现较好。

**图 5：社零分项**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

同样值得关注的是，服务消费的热度可能出现下降。服务业当月生产指数同比增长 3.5%，比上月有所回落 1.5 个百分点。4 月 PMI 出现回落，也显示出服务消费的热度可能出现下降。2023 年以来服务业对经济起到了重要的支撑作用，2023 年与 2024 年一季度第三产业对 GDP 的拉动分别达到了 3.20、2.95 个百分点。后续服务业增速放缓或对经济产生一定压力。

图 6：4 月服务业 PMI 下滑



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

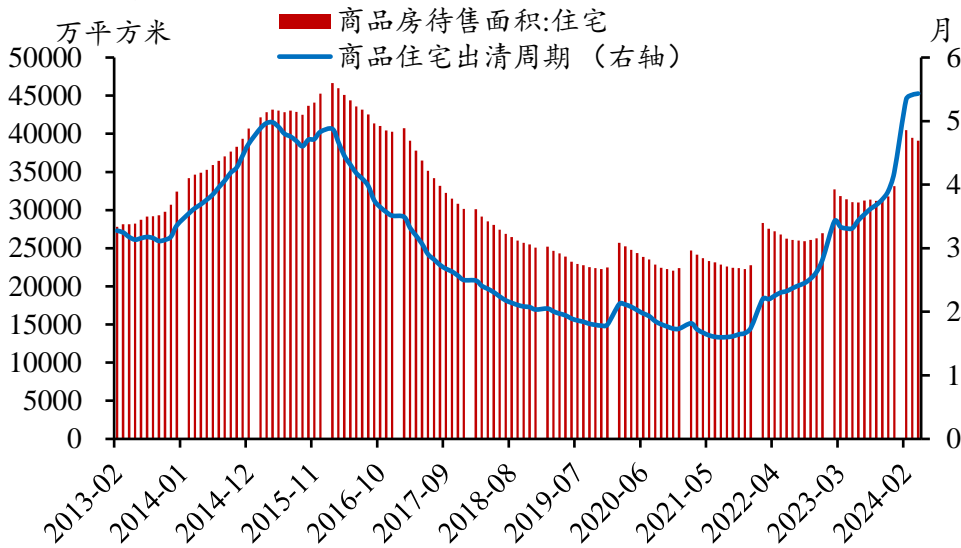
总结来看，4 月经济有 3 个特征，一是出口对经济的支撑作用在延续，二是地产仍处于下行趋势，三是边际上服务业有所降温。往后看，如果后两项继续转弱，仅靠出口可能难以巩固经济向好的趋势。以此为背景，政府果断出手稳地产，打出了一套政策的“组合拳”，或有利于稳定市场预期，推动经济加速恢复。

## 二、如何看待本轮地产政策的效果

**4 月政治局会议以来，新一轮地产政策拉开序幕。**4 月政治局会议提出，结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。截至目前，本轮房地产相关政策主要包括：(1) 政府收购存量商品住宅，并投放至公共租赁住房等保障性住房市场，如杭州、郑州已出台相关政策。(2) 央行层面，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调公积金贷款利率、降低首付比。(3) 杭州、西安等地全面取消限购。

在这些政策当中，我们判断，政府收储的影响最为直接，且存在一定的预期差。

**住宅出清周期已处于历史高位，库存压力较大。**中国人民银行副行长陶玲在国务院政策例行吹风会上表示，所收购的商品房严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房。我们认为，在多个商品房库存的指标中，统计局公布的商品房待售面积较为符合这一标准。2020 年 11 月，全国商品房待售面积（住宅）为 2.21 亿平方米，随后震荡上升，截至今年 4 月份已达到了 3.91 亿平方米。使用待售面积除以过去 12 个月商品住宅的销售面积滚动均值，可以得到出清周期。结果显示，商品住宅出清周期自 2022 年以来持续上行，目前已明显高于 2015-2016 年，处于历史高位，显示商品房库存压力较大。

**图 7：住宅库存**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

我们判断，住宅出清周期存在一个合意水平，我们基于此来测算收储的潜在规模。住宅出清周期是反映住宅库存健康程度的重要指标，该指标下降有利于稳定楼市预期，并对房价能够起到托底的作用。由此我们判断，住宅出清周期存在一个合意水平。另外，政府收购商品住宅可能存在一定的折价。假设住宅出清周期存在一个合意水平为 2013 年以来的平均水平，收购的折价为 80%（即全国平均房价的 80%），则我们测算收储的潜在规模为 1.73 亿平方米，需要资金 1.43 万亿元。

**图 8：政府收储规模测算**

项目	数量
住宅库存 (亿平方米)	3.91
目前的出清周期 (月)	5.43
合意的出清周期 (月)	3.03
全国平均房价 (元/平方米)	10375.00
收储价格 (元/平方米) = 全国平均房价*80%	8300.00
预估收储面积 (亿平方米)	1.73
预估收储资金 (万亿元)	1.43

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

需要注意的是，考虑到居民的购房需求可能发生改变，收储的实际规模可能小于测算值。如果楼市预期发生改变，居民的购房意愿上升，则住宅出清周期能够更快得到下降。那么政府收储的实际规模可能小于测算值。

## 风险因素

---

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。