

周度经济观察

——如何理解地产政策的变化

袁方¹束加沛²

2024 年 05 月 21 日

内容提要

4 月数据表明供应扩张主导经济的恢复，而内需维持偏弱状态。这也使得经济的名义增长持续低于实际增长，企业盈利承压。这一格局在二季度或将延续。

近期政府开始尝试收购商品房和土地，这一举措在方向上有助于为房企提供流动性、改善房企融资环境、避免进一步挤提的发生。不过考虑到房地产行业下行的惯性以及政策操作细节有待明确，房地产行业的企稳需要较长时间观察。

面对房地产政策的调整，债券市场反应较权益市场更为钝化。这一差异源于权益市场更多基于预期定价，而债券市场更多关注现实的可能性和效果。在政策推进的过程中，预期与现实的落差变化或将放大权益市场的波动。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策出台超预期

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、地产政策密集出台，企业流动性问题受关注

4 月工业增加值当月同比 6.7%，较 3 月上升 2.2 个百分点；即使剔除基数效应观察环比，季调后环比为 0.97%，工业生产活动加速。

三大门类均出现回升。制造业 4 月同比为 7.5%，较上月上升 2.6 个百分点；采矿业为 2%，较上月上升 1.8 个百分点；公共事业为 5.8%，较上月上升 0.9 个百分点。

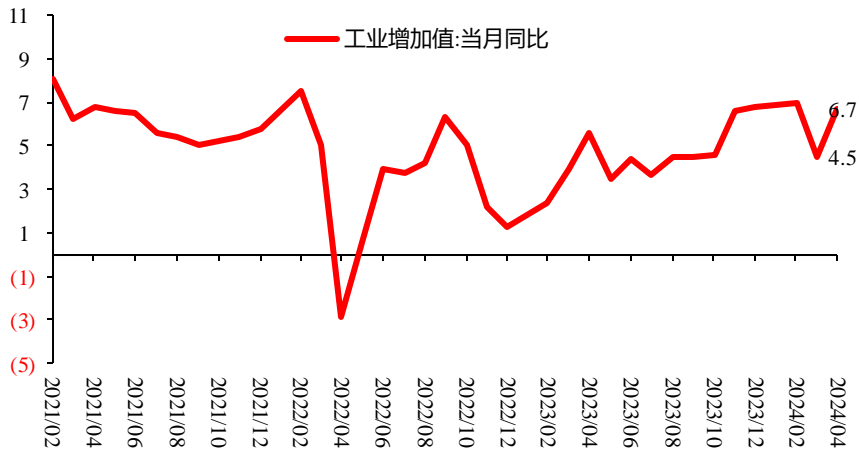
从已公布的行业数据，汽车制造业、橡胶和塑料制品业、计算机、通信和其他电子设备制造业等下游行业同比边际改善，石油、黑色等上游行业边际回落。

4 月服务业生产指数当月同比 3.5%，较上月回落 1.5 个百分点，与偏弱的社零数据指向一致。

价格层面，4 月 PPI 环比为-0.2%，较上月小幅回落，国内定价的品种价格表现更弱。

这一量升价跌的组合表明，4 月经济活动的改善主要来自于供应的增长，而需求的表现总体偏弱，这也推动同期的贸易盈余扩张。考虑到企业结汇意愿的下降、以及地缘政治环境的不确定性增加，经济的增长难以完全依赖出口活动的改善。同时企业盈利的增长更多取决于需求的变化。从这个角度来看，地产行业的走向对总需求和企业盈利的影响至关重要。由于政策出台到落地见效需要时间，因此未来一个季度经济或将延续当前的状态。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同比

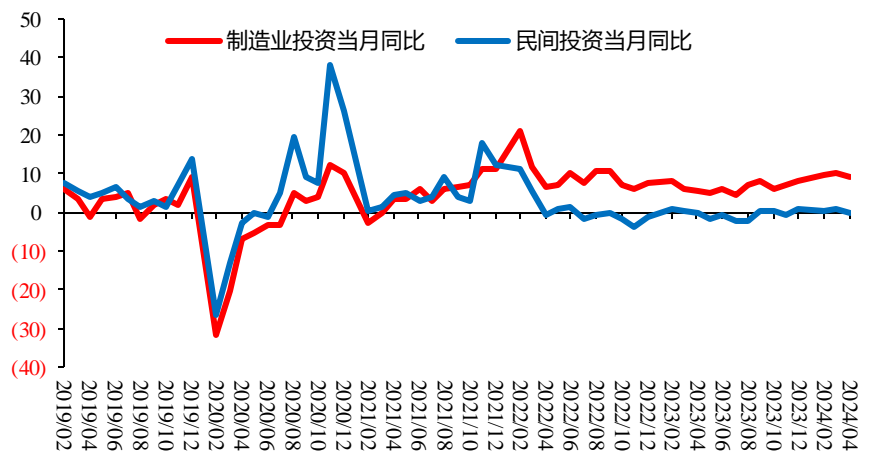
4月固定资产投资当月同比增速3.5%，较上月回落1.3个百分点；季调后环比为-0.03%，投资在三大领域都出现边际回落。

4月基建投资（含电力）当月同比为5.9%，较上月回落2.7个百分点。基建投资的回落可能受到专项债发行偏慢和部分省份化债的影响。5月以来专项债和超长期特别国债加速发行，后续的使用落地可能会对基建投资形成支撑。不过值得注意的是，土地出让收入的持续大幅下滑拖累地方政府收入，因此债务偿付压力和维持基层政策运转的资金缺口在增加，这或许会影响基建投资上行的空间。

4月制造业投资当月同比为9.3%，较上月回落1个百分点。民间投资当月同比为-0.2%，较上月回落0.8个百分点，民间投资的回落主要受到房地产的影响。

随着越来越多行业产能利用率的下降，在建工程大概率还会继续，但新增项目是否会维持高增长存疑。未来中长期贷款的情况和制造业投资能否延续偏强，有待进一步追踪。

图2：制造业投资和民间投资月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同步

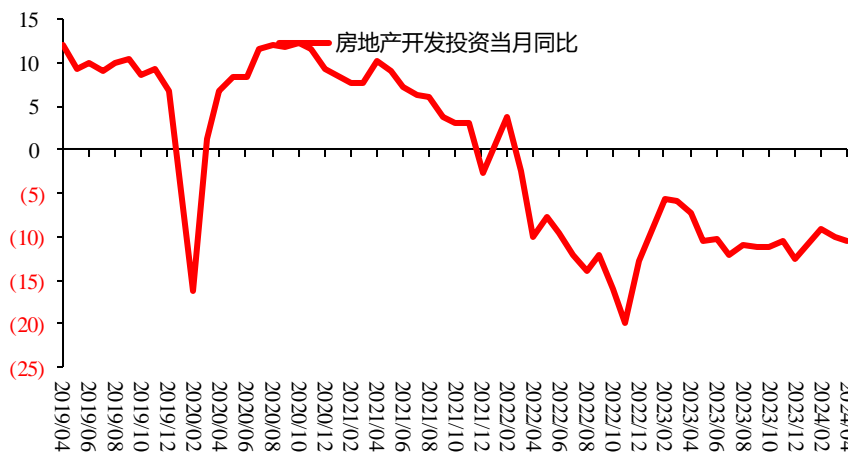
4月房地产投资当月同比-10.5%，较上月回落0.4个百分点，维持历史低位。

4月地产销售面积同比-22.8%，较上月回落4.5个百分点。与此同时，新开工面积增速-14%，较上月大幅回落回升11.4个百分点，房地产行业仍然承压。

往后看，如果政策能够有力改善房地产企业的违约风险，缓解房地产企业的流动压力，这将有助于居民担忧的缓和以及新房销售的企稳。

但是回顾2021年以来的进程，房企承压时，债券价格（金融机构行为）反应最为灵敏，供货商可能其次，购房人的反应最为滞后。在事情反转的过程可能也是类似的，领先指标可能是金融机构的反应，销售的好转可能是个更靠右侧的指标。

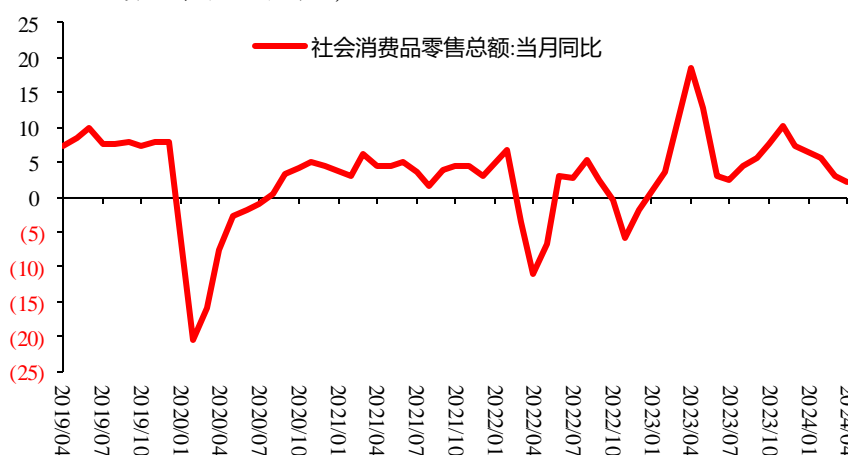
图3：房地产投资当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

4月社会消费品零售名义同比增速2.3%，较上月下降0.8个百分点，季调后环比为0.03%。消费维持在弱于疫情前的水平，体现了疤痕效应仍然存在，居民消费倾向偏低。分品类看，多数必选品相对较好，包括药品、日用品和饮料；而可选消费品相对偏弱，化妆品、体育娱乐用品以及金银珠宝总体偏弱。地产后周期总体表现偏低。

图4：社会消费品零售当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同步

总体而言，4月数据表明经济供应端增长强劲、需求持续偏弱。5月以来的高频数据显示这一格局可能还在延续。这也使得经济的名义增长持续低于实际增长，企业盈利承压。而改变这一局面的核心在于房地产行业的走向，这与近期出台的政策密切相关。

上周以来，一系列地产政策密集出台。这些政策总体可以分为两类，一类是需求侧放松，包括降低全国层面个人住房贷款最低首付比例、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限、下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。另一类被很多市场参与者理解为“去库存”，同时另一个视角是政府主导，为房企提供流动性。包括设立 3000 亿元保障性住房再贷款支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，地方政府酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以合理价格收购部分商品房用作保障性住房，以帮助资金困难房企解困。

2021 年年中以来，我国房地产行业在经历疫情冲击下需求减速的同时，更剧烈的变化在于房地产主体遭遇了流动性层面的持续冲击，这一冲击导致较多房企出现违约的问题，而且波及范围逐步扩大。流动性压力的扩散也导致居民对预售制度的信仰动摇，进而加快了期房销售收缩的进程。而近期政府开始尝试收购商品房和土地，这一举措在方向上有助于为房企提供流动性，改善房企融资环境，避免进一步挤提的发生。

从过往的经验来看，政策的调整最终对应到效果的显现和基本面的企稳往往需要时间，尤其是房地产行业经历了三年时间的下滑，向下的惯性力量较大。同时，政策落地过程中也有诸多难题需要克服，比如需要多大体量的资金才能达到预期效果，如何协调政府和房企的利益，怎样为地方政府建立起有效的激励约束

机制，这些问题的回答会影响房地产行业的运行方向和企稳节奏，需要密切留意。不过从政策方向来看，我国房地产行业在中期之内企稳的曙光隐约显现，进程存在波折。

二、政策预期交易延续

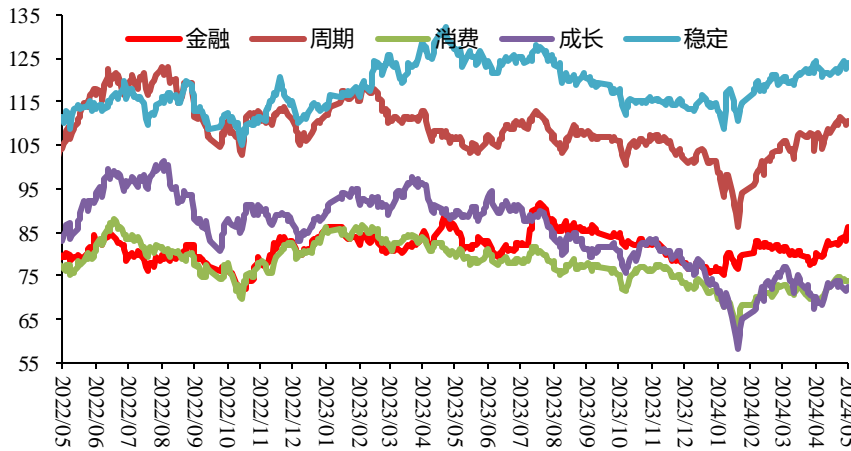
上周权益市场总体震荡，地产政策带动相关板块股价上涨，出海和高股息链条出现调整。

A 股市场可能主要在交易政策的乐观预期，港股和中概股市场的反弹可能也在基于此定价。

在经历了过去三年的下行后，市场参与者普遍对房地产行业的前景看法谨慎，日本化的叙事受众广泛。一些流行的看法认为中国房地产行业正在经历泡沫破灭的过程，进一步认为面对需求的透支和泡沫破灭，政策的影响相当有限，市场出清的过程会漫长而痛苦。而中国与典型的地产泡沫破裂的案例相比，我国供应过剩的情况很不明显，二手房市场成交量下滑的幅度也相对有限，暗示需求的透支并不严重。因此政策如果最终能彻底阻断房企的流动性风险，引导一手房市场价格充分下修调整，房地产市场的企稳是值得期待。而当前政策正在沿着这一方向推进，推进过程中预期与现实的落差变化或将放大权益市场的波动。

权益市场能否单边上涨高度依赖于房地产政策的效果，而这一效果的显现需要时间评估，同时也将伴随着预期与现实的博弈，这意味着市场仍然处于平衡市的环境中。

图5：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2022年12月31日为100

上周以来，资金环境偏宽松，短端利率小幅下行，长端利率总体稳定。

面对房地产政策的调整，债券市场反应较权益市场更为钝化。这一差异源于，权益市场更多基于预期定价，而债券市场更多关注现实的可能性和效果。

考虑到地产政策的操作细节尚不完全清晰、以及落地见效需要时间，在总需求持续偏弱的背景下，债券市场总体处于有利的环境中。

图6：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、降息预期小幅升温，市场波澜不惊

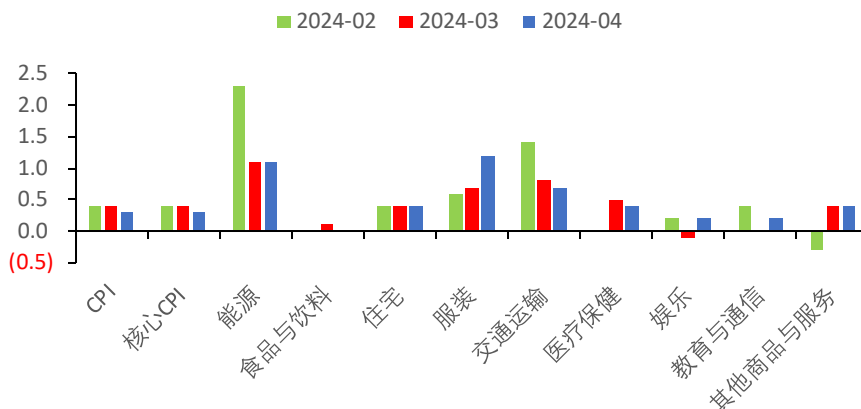
最新公布的美国 4 月 CPI 同比为 3.4%，核心 CPI 同比为 3.6%，分别较上月小幅回落 0.1 和 0.2 个百分点；CPI 季调环比为 0.3%，核心 CPI 环比为 0.3%，均较前值小幅下降 0.1 个百分点。在经历连续三个月的超预期上涨之后，通胀数据迎来首次放缓，整体符合市场预期。

具体来看，核心商品通胀的持续减速是 CPI 数据小幅降温的主导因素。其中新车与二手车价格均加速下跌，且二手车价格跌幅明显扩大。考虑到近期美国汽车促销力度偏强，叠加汽车库存持续回升，二手车价格或将延续下行趋势。核心商品通胀的减速与近期零售数据的回落指向一致，显示美国居民消费需求小幅放缓。

核心服务通胀虽小幅降温，但处于相对高位。分项来看，交通及医疗护理服务价格均小幅回落，为核心服务降温的推动因素；前期增速较高的房租价格仅小幅下降，表明房租降温速度缓慢，对 CPI 数据的进一步回落形成制约。往后看，新租约价格、Zillow 房租指数等领先指标均延续下降趋势，且房地产新开工数据处于历史高位，供给的释放也有助于缓解房租压力，房租价格或将持续回落。

往后看，由于房租价格、能源价格等分项数据绝对值仍然偏高，且回落速度偏慢，美国的通胀下行或难言顺利。本月通胀数据的小幅走弱或对美联储政策的影响有限。

图7：美国 CPI 季调环比，%

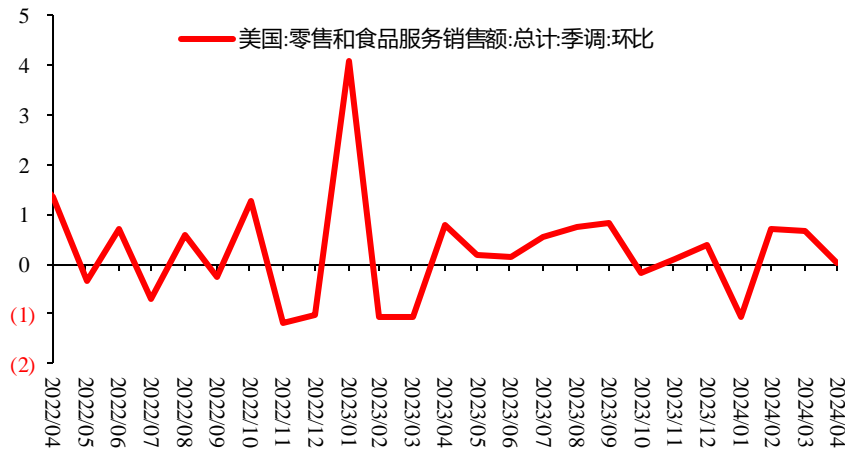


数据来源：Wind，国投证券研究中心

美国4月PPI同比增速为2.2%，较上月回升0.4个百分点；核心PPI同比增速为2.4%，较上月回升0.3个百分点。PPI与核心PPI环比增速均为0.5%，均较上月大幅回升0.6个百分点。4月PPI数据的回升主要受到前值向下修正的影响。分项来看，服务价格的上涨与CPI数据相符，显示服务消费韧性犹存；而商品价格的小幅上涨主要受能源价格上涨支撑，也与CPI数据中能源通胀持续上涨的指向一致。考虑到地缘政治因素趋于缓和，国际油价开始回落，能源通胀后续有望小幅降温。

美国4月零售和食品服务销售额同比增速为3.0%，较上月回落0.8个百分点；季调环比为0%，较上月回落0.6个百分点，整体不及市场预期。具体来看，非耐用品中日用品、杂货店和无店铺零售业分项回落明显，加油站则大幅回升；耐用品中汽车分项小幅回落，或受加油站收入及能源价格上涨影响。

图8：美国零售和食品服务销售统计额季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

总体来说，近期公布的通胀、零售及非农数据均显示美国经济已出现边际降温迹象。考虑到服务通胀仍相对较高，商品通胀与居民消费倾向下行趋势尚不明确，美国经济短期内或维持韧性，美联储不会基于边际数据的降温提前开启降息。

美联储官员整体对通胀数据的降温持谨慎和观望态度。联储主席鲍威尔和多数官员认为美国经济韧性仍然偏强，需要更多的证据来确认通胀的回落，并强调在当前的高通胀环境下，维持高利率是必要的，不急于考虑降息。

由于通胀数据的小幅放缓与近期一系列数据指向一致，市场维持 9 月首次降息预期不变，但降息概率小幅上升；年内预期降息次数维持在 2 次左右，全年降息幅度为 50BP。

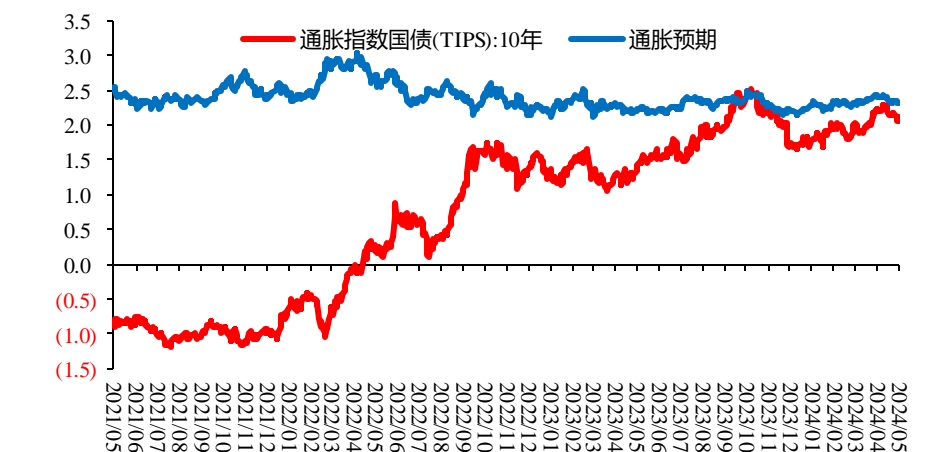
近期欧央行官员发言整体偏鸽派，保持 6 月降息指引，但对下半年降息路径的表述并不明确。欧央行管委 Villeroy 表示，欧央行很可能在 6 月开始降息，6 月之后的降息安排将逐次会议决定，希望能够在明年将通胀率从目前的 2.4% 降至 2% 的目标。欧央行管委会成员 Isabel Schnabel 认为 6 月降息或许是合适的，但 7 月降息似乎没有必要，强调需要仔细观察数据。市场维持欧央行 6 月首次降息预期

不变，年内最多降息三次，但降息幅度小幅下降至 67BP。

受通胀数据回落影响，市场降息预期小幅升温。在此背景下，10 年美债利率小幅下降 8BP 至 4.42% 左右；美元指数小幅下跌至 104.5；黄金价格小幅上涨；美股小幅走强，纳斯达克表现优于道琼斯。

年初至今，市场对美联储降息预期不断摇摆，这种预期的变化导致权益市场经历大幅调整。考虑到美国居民部门资产负债表总体健康、美联储应对风险的能力较强，美国经济不着陆的概率仍然较高，美国股票市场有望维持偏强的格局。

图9：美国 10 年期 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：CEIC，国投证券研究中心

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入国投证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入国投证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034