

宏观

证券研究报告

2024年07月03日

市场的两个恐惧症

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-改革的逻辑》
2024-07-02
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年7月第1周》
2024-07-01
- 《宏观报告：宏观-并购的四个新趋势》
2024-07-01

市场对当前经济存在两大“恐惧症”，第一个是担心地产的量价下行引发金融系统风险，第二个是担心出口在贸易摩擦的影响下大幅下行。之所以叫“恐惧症”，原因是叙事和现实之间存在差异。

风险提示：地产下跌超预期，经济下行压力超预期，贸易摩擦加剧

市场对当前经济存在两个“恐惧症”，第一个是担心地产的量价下行引发金融系统风险，第二个是担心出口在贸易摩擦的影响下大幅下行。之所以叫“恐惧症”，原因是叙事和现实之间存在差异。

市场对地产下行的恐惧挥之不去。一是恐惧于房价下跌—房地产变为负资产—居民断贷—金融风险爆发；二是恐惧于财富缩水—消费下滑—经济通缩—债务问题加剧—财富进一步缩水。

事实上，房地产的风险越跌越小。

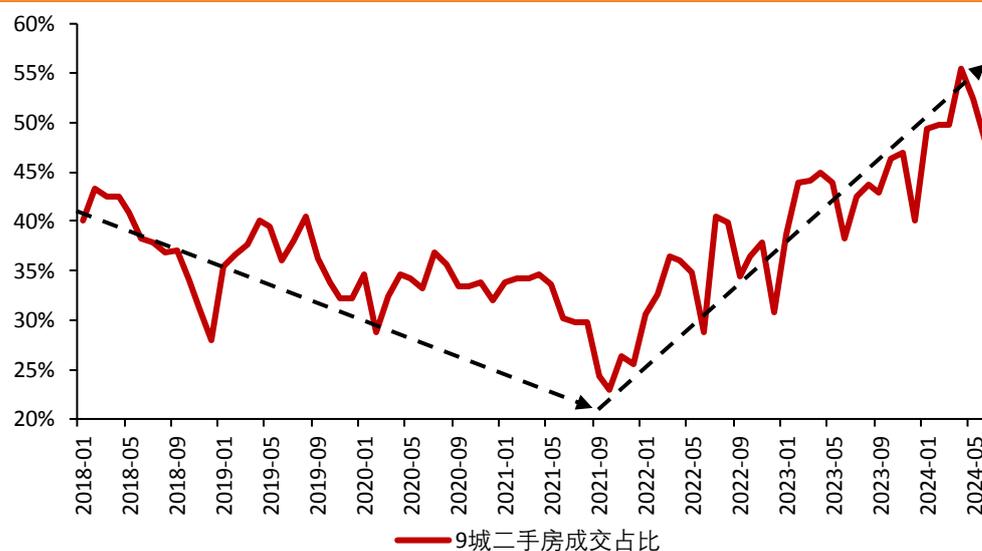
第一，站在房地产行业的角度，既能看到库存去化、价格回归价值的过程，也有成熟市场作为参照。

我们认为成熟的房地产市场有两个特征。

一是以二手房交易为主，中国香港地区的二手房交易占比 75%，美英法等发达国家的二手房交易占比接近 90%。今年 1-5 月中国有数据样本城市的二手房交易占 52%，相比 2021 年占比 30%以及快速提升，而且二手房仍在降价放量提高占比，等到新房价格调整到位，二手房交易量占比或也将接近成熟市场的水平。

二是租售比高于 30 年期国债利率，购房出租和购买国债理论上都是安全投资，所以租售比扣除房地产税费和养护成本后应该基本持平长期国债利率。2024 年 1-5 月中国商品房平均租售比在 2%左右，低于 2.5%左右的 30 年期国债利率。未来租售比高于 30 年期国债利率水平时，房地产消化估值的过程基本完成。

图 1：二手房成交占比（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

第二，站在金融风险的角度，地产向金融的传导阻隔较多。

中国居民购房的平均杠杆并不高。央行 2018 年《中国金融稳定报告》中曾提到中国居民购房的平均首付比例在 34%以上，因此即便是在房价最高点购房，房价也需要平均下跌三分之一以上才会使房产成为负资产。

即使房子成为了负资产，断供后被银行收走法拍，没有个人破产制度，银行依然可以向个人追偿剩余贷款，使得地产风险很难向全局转化，减慢了风险的传导速度。

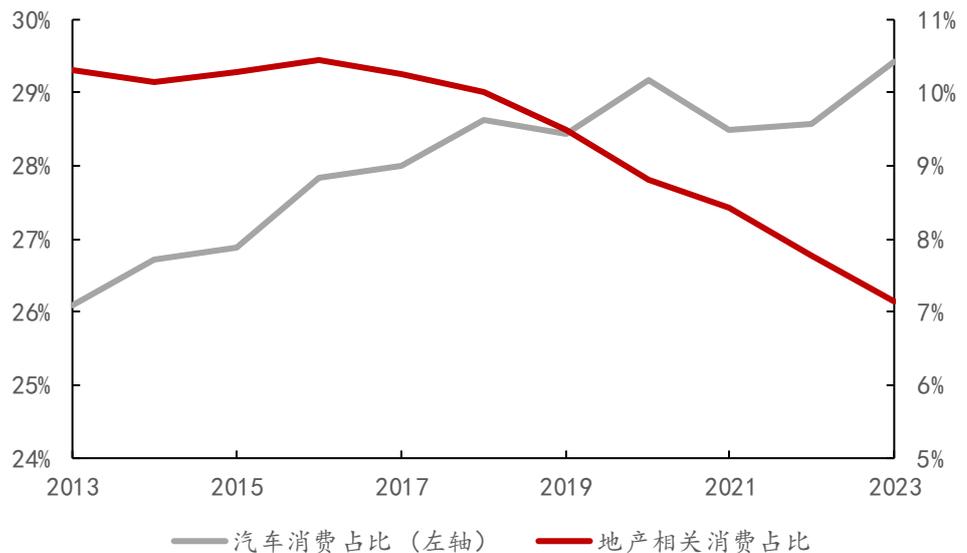
同时，中国房地产衍生品市场规模较小。2023 年末商业银行个人住房抵押贷款资产支持证

券（RMBS）存量余额为 4500 亿元¹，占个人住房贷款比重的 1.2%。而在次贷危机前，美国住房抵押贷款支持证券（MBS）的规模从 2000 年的 3.6 万亿美元上升至 2006 年的 6.5 万亿美元，次贷支持债券则增长了 8 倍²。这也使得房地产本身的下行风险较难向更广泛的金融市场扩散。

第三，站在经济的角度，地产下滑对经济的影响逐渐被转型抵消。

国内经济正在稳步“去地产化”。虽然近两年房地产投资同比降幅在-10%左右，但依靠着出口、制造业投资等，GDP 同比增速能够企稳在 5%左右，地产下行并未造成经济失速。同时，随着地产下行，地产占比也在稳步回落，其对经济的影响逐渐降低。如今年 1-5 月房地产占固投的比重比 2020 年减少了 5.6 个百分点，房地产相关消费占社零的比重下滑了 2 个百分点。

图 2：消费去地产化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

市场的第二个恐惧是贸易摩擦。

经济越依赖出口的韧性，市场就越担心出口的持续性。5 月出口同比增长 7.6%，其中电动载人汽车同比增长 17%。但市场担心后续中美贸易摩擦可能加剧以及欧盟对中国新能源产品³加征关税，认为中国的出口优势难以为继，因此希望出台地产刺激政策。叠加对地产风险越跌越大的预期，加重了经济下行和政策不足的焦虑。

拜登政府就任以来不仅没有取消特朗普时期加征的关税，还有所提高⁴，但是中国出口份额依然保持了逆势提升。2017 年中美贸易摩擦开始前，中国占全球商品出口份额为 12.8%，2019 年上升到 13.1%，2022 年上升至 14.2%，2023 年稳定在 14.2%，2024 年一季度中国在样本国家的出口份额为 15.1%，略高于 2023 年同期的 14.8%。

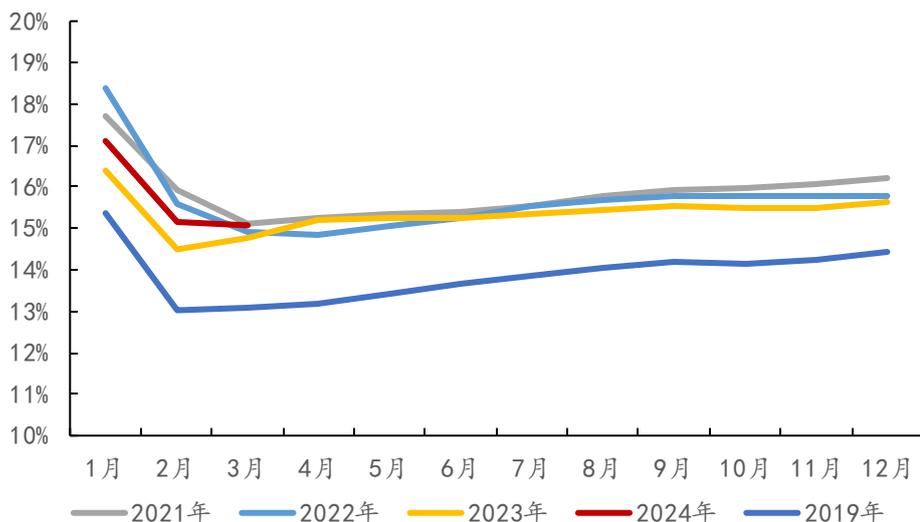
图 3：出口商品份额维持韧性（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/KZJDXFjotQcOv7ZSBzh1QA>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/xKq90ll2LMAf-fceVUmJg>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/g8N-6ZICHdSBL2Cvtz2URA>

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/HWROu11onuRiG8RzpzVPiQ>



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们在《无力的脱钩》中(2023-12-26),用投入产出表计算了美国对中国出口的依赖程度(完全消耗系数),结果显示美国对中国商品的依赖程度在加征关税后不降反升,2020年美国对中国出口商品的完全消耗系数高于2017年,其中35个行业对中国的依赖度上升,仅有9个行业对中国的依赖度下降。

图 4: 美国对中国的间接依赖度上行 (完全消耗系数-直接消耗系数) (单位: %)

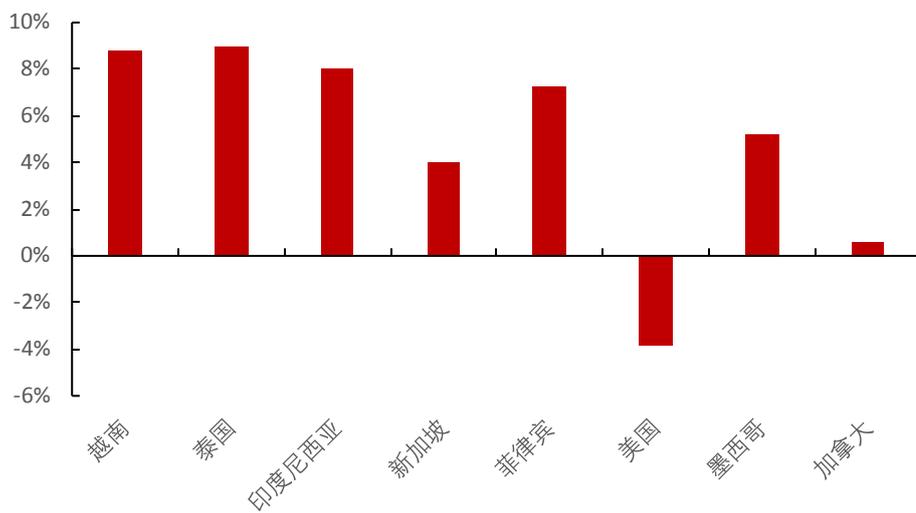


资料来源: wind, 天风证券研究所

外部环境的变化逼着中国企业走出去,但企业走出去也是重新认识自我竞争优势的过程,学会配置全球资源,利用当地的法规、文化、劳动、制度,把中国制造的成本、效率、技术、管理优势复制出去,获得新的成长性。

出海潮加速放大了中国企业的优势,也拉动了国内资本品和中间品的出口。今年一季度,中国占墨西哥、印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾等国的进口份额比2017年分别提高了5.2、8.1、8.8、4、7.2个百分点。

图 5: 中国占主要国家份额的变化 (单位: %)



■ 2024年一季度相比于2017年中国占各国进口份额的变化

资料来源: wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |