

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

关于本轮地产政策的思考

报告日期：

2024年5月20日

报告内容摘要：

◆**国外：**近期美国经济数据确实有所走弱，CPI数据也显示下行窗口还未关闭，但未来达到2%通胀目标的可能性还是较低。根据鲍威尔的三条路径，如果言行一致，从目前的数据来看年内可能降息的概率比较低，但若在大选年有其他考量，那么当前的降息预期交易可能空间不大。尽管近期美国经济边际走弱，但这种趋势大概率无法长久，美元并没有大幅走弱的基础，整体可能还是震荡态势。

◆**国内：**尽管市场情绪受到地产政策提振，但我们从需求端以及去库存两个方面来看，本次一系列政策只是放慢需求收缩的节奏，一定程度上缓解供给端矛盾，要想达到2014年-2015年那样的效果，政策端还需加码。

◆自央行喊话以来，长端收益率确实不再上升，整体呈现震荡态势。但是短端收益率其实还在下行，而信用利差也呈现压缩态势。说明资产荒格局下，当资金无法“卷久期”，则开始“卷短端、卷信用”，因为资金必然需要有个去处。当其他固定收益资产的性价比走低，那么长久期资产的性价比则会提升，“趋利”状态下，长债收益率仍有望走低。

风险提示：美国经济超预期走弱 国内政策超预期

目录

一、	关于本轮地产政策的思考.....	3
二、	美国 CPI 仍处下行通道，但下行空间依然不大.....	7
三、	总结.....	8

表目录

表 1: 本周重磅地产政策.....	3
表 2: 美国 4 月 CPI 及分项.....	8

图目录

图 1: 住房贷款利率继续下探 (%).....	4
图 2: 居民部门杠杆率较高 (%).....	5
图 3: 人均住宅面积明显抬升 (平方米).....	5
图 4: 未来预期较差 (%).....	5
图 5: 地产待售面积接近 2014-2015 年水平 (万平方米).....	6
图 6: 库销比抬升 (%).....	6
图 7: 上一轮 PSL 规模较大 (%).....	6

一、关于本轮地产政策的思考

本周地产端迎来大量利好，政策从供需两端双向发力。供给端主要是保交楼、去库存、为房地产企业融资，需求端则从降首付、降贷款利率两个方向展开。

表 1: 本周重磅地产政策

日期	部门	主要内容	作用
5月17日	中国人民银行	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，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次。	供给端 央行出资帮助企业降杠杆
5月17日	中国人民银行、国家金融监督管理总局	首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。 各地按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。	需求端 提振需求，让居民加杠杆
5月17日	中国人民银行	自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。	需求端 提振需求，让居民加杠杆
5月17日	中国人民银行	取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。	需求端 提振需求，让居民加杠杆
5月17日	住房和城乡建设部	一是打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险。按照市场化、法治化原则，分类处置在建已售未交付的商品住房项目，推动项目建设交付，切实保障购房人合法权益。 二是进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。 三是推动消化存量商品住房。城市政府坚持“以需定购”，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。 四是妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场	供给端 保交楼 去库存 政府加杠杆，企业去杠杆

		流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。	
--	--	---	--

资料来源：中国人民银行，信达期货研究所

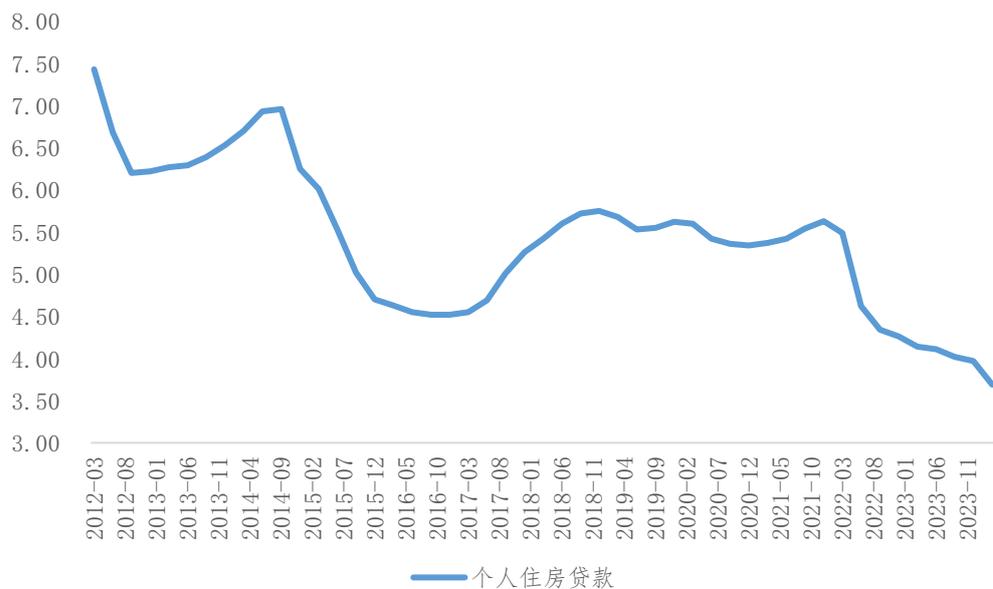
考虑未来作用如何，我们必然要将此次情况与 2014-2015 年进行比较。

需求端政策，第一看利率，自 2014 年以来，我国广谱利率整体呈现下降态势。截至 2014 年第一季度，个人住房贷款利率已降至 3.69%。此次公积金贷款利率的调降以及商贷利率下限放开，意味着住房贷款利率还将继续下探。

第二，看首付比例。从历史来看，当前首付 15%，已是历史最低水平，二套 25%也接近历史最低水平。

因此，需求端政策基本是历史上极致水平。

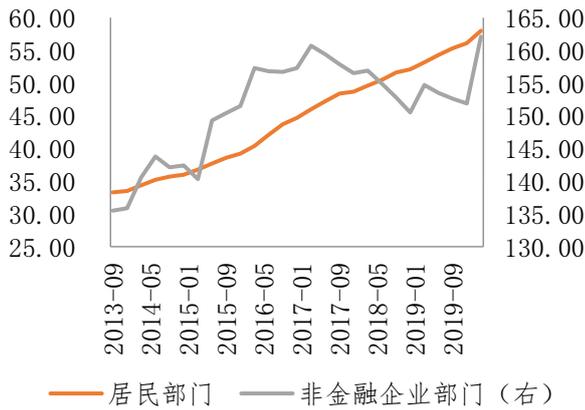
图 1：住房贷款利率继续下探（%）



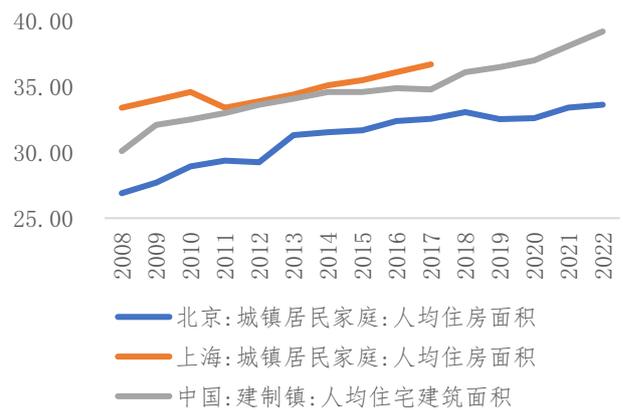
资料来源：Wind，信达期货研究所

但是居民端有自身的限制。第一，居民部门本身杠杆率较高。2014 年居民杠杆率 36%，2024 年一季度杠杆率 64%，10 年间抬升了 28%。第二，人均住宅面积显著抬升。2014 年中国建制镇人均住宅面积为 34.6 平方米，2022 年则已抬升至 39.2 平方米。前者说明了加杠杆的能力减弱，后者则说明买房的需求也在减弱。

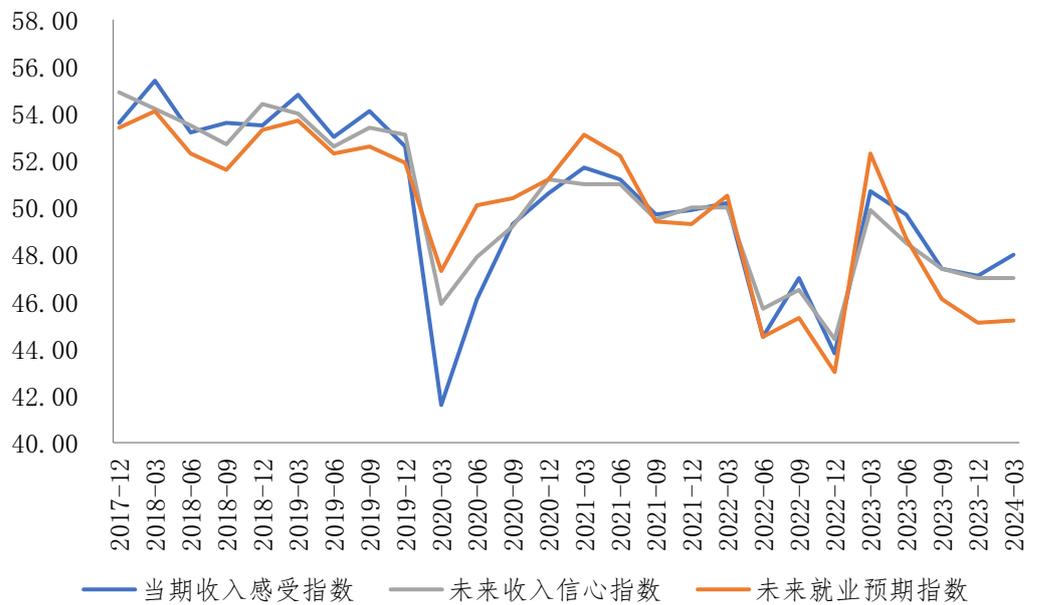
经济学上对于需求的定义是人们有能力购买并且愿意购买某个具体商品的欲望。在当前环境下，除了刺激人们购买商品的欲望，是否更应该提升购买能力上做文章？目前宏观经济承压，居民收入预期下滑，对未来就业和收入均信心不足，在此环境下加杠杆的能力和意愿怕是均有限。

图 2: 居民部门杠杆率较高 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

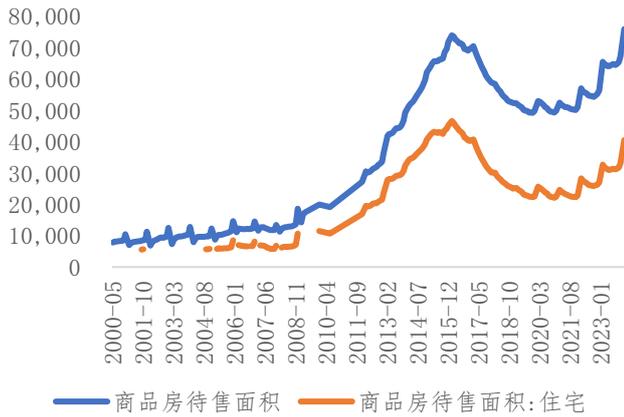
图 3: 人均住宅面积明显抬升 (平方米)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

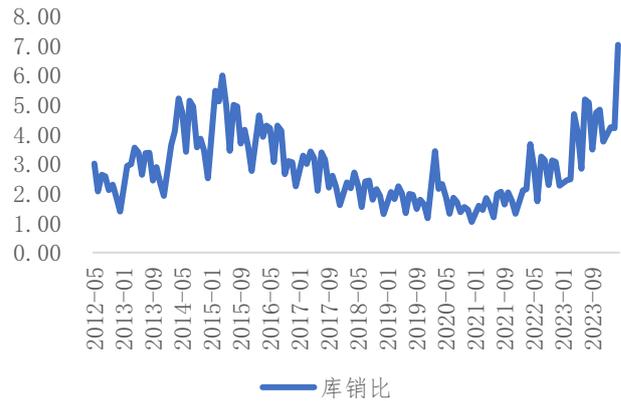
图 4: 未来预期较差 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

此次政策出台的另一个目标是去库存。确实当前库存压力较大，待售面积已接近 2014-2015 年水平，由于销量急剧下滑，库销比上升很快。

图 5: 地产待售面积接近 2014-2015 年水平 (万平方米)


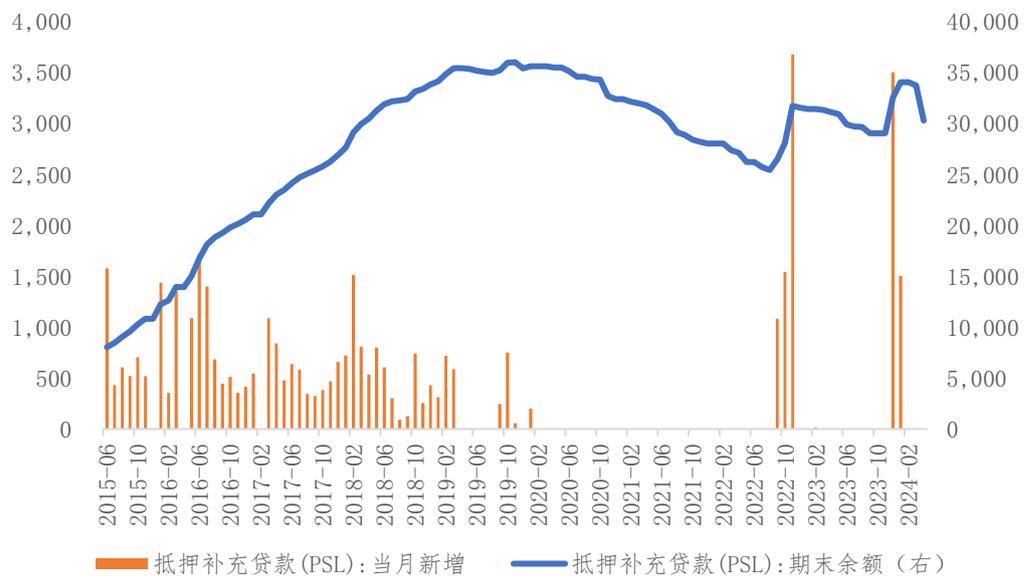
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 6: 库销比抬升 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

当前政策里重要的一条逻辑是通过保障性住房等租金收益去覆盖贷款成本,从而实现在不增加地方政府债务的情况下盘活资产。关键在于租金收益要高于贷款成本。关于当前大部分城市租金收益比到底是多少可能各方有不同的说法,但大多应该是在 2% 以下。但是一季度企业贷款加权平均利率为 3.73%,也就是说正常的利率是完全行不通的,那就需要有主体站出来承担贴息的角色。

这个角色可以是政府,可以是央行,但是现在地方政府压力都比较大,那么央行承受的压力会更大。现在央行说了愿意拿出 3000 亿 (利率 1.75%),总共可以翘起 5000 亿规模。这个规模够吗?上一轮从 2014 年起,十三五期间 PSL 共投放 2.6 万亿元,远高于现在水平。

图 7: 上一轮 PSL 规模较大 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

因此,假如要发挥作用的话,央行的表可能还要大幅扩。

此外,2014-2015 年棚改中有个重头戏是货币化安置。货币化安置是对存量房产形成增量需求,而改建保障房则只是存量房产的形式转化。假如改建成保障房,短期有可能导致供应进一步增加,从而导致价格进一步下探。

基于以上分析，我们认为此轮政策更多还是在于托。况且从整个政策例行吹风会，用词更多都是保交楼。假如从保交楼出发去看的话，那么“托”的意味会更浓。

本周周一超长期国债发行节奏较为缓慢，集中供给压力明显减少，债市整体回升，但之后地产政策方面小道消息密集发布，债市情绪受到压制，周五以央行为代表的监管部门超预期发布重磅政策，国债期货曾明显跳水，之后有所回升。现券市场则在期货盘后逐步翻红。说明债市交易者并不相信这些政策就真的可以促使地产回升，从而导致债市走熊。我们的观点类似，本次一系列政策只是放慢需求收缩的节奏，一定程度上缓解供给端矛盾，要想达到2014年-2015年那样的效果，政策端还需加码。

自央行喊话以来，长端收益率确实不再上升，整体呈现震荡态势。但是短端收益率其实还在下行，而信用利差也呈现压缩态势。说明资产荒格局下，当资金无法“卷久期”，则开始“卷短端、卷信用”，因为资金必然需要有个去处。当其他固定收益资产的性价比走低，那么长久期资产的性价比则会提升，“趋利”状态下，长债收益率仍有望走低。

二、美国 CPI 仍处下行通道，但下行空间依然不大

本周美国方面最受关注的是CPI数据。从数据本身来看，4月美国CPI环比上涨0.3%，同比上涨3.4%，基本符合市场预期。剔除波动较大的食品和能源价格后，4月核心CPI环比上涨0.3%，同比上涨3.6%，是2021年4月以来的最小涨幅。能源价格继续拉涨，抬升CPI，但核心部分下降相对较大，形成对冲。

核心部分来看，商品端降幅较大，主要还是二手车同比增速下滑力度超预期，但未来二手车能否持续大幅下滑，我们还是持怀疑态度。房租方面，按照领先指标，去通胀进程仍在持续，只是整体进度依然较慢。扣除住房租金的服务业通胀，即鲍威尔口中的超级核心CPI同比增速有所下滑，但整体依然远高于疫情前。

如同我们此前所说，市场上关注二次通胀风险，但在我们看来，通胀只是下行的比较慢，二次通胀风险暂未看到。此次数据证实了这个观点。但是即使下行窗口还未关闭，未来达到2%通胀目标的可能性还是较低。

数据公布后，美债利率和美元指数整体走低。市场重新交易年内降息概率。根据鲍威尔的三条路径，如果言行一致，从目前的数据来看年内可能降息的概率比较低，但若在大选年有其他考量，那么当前的降息预期交易可能空间不大。尽管近期美国经济边际走弱，但这种趋势大概率无法长久，美元并没有大幅走弱的基础，整体可能还是震荡态势。

表 2: 美国 4 月 CPI 及分项

单位: %	相对权重 (2024年3月)	环比增速				同比增速			
		2024年4月	2024年3月	上月环比变化	本月环比变化	2024年4月	2024年3月	上月同比变化	本月同比变化
CPI	100.000	0.3	0.4	0.0	-0.1	3.4	3.5	0.3	-0.1
食品	13.421	0.0	0.1	0.1	-0.1	2.2	2.2	0.0	0.0
家庭食品	8.085	-0.2	0.0	0.0	-0.2	1.1	1.2	0.2	-0.1
肉禽鱼蛋	1.705	-0.7	0.9	0.8	-1.6	1.1	1.4	1.8	-0.3
水果蔬菜	1.395	-0.8	0.1	0.3	-0.9	1.7	2.0	1.2	-0.3
非家庭食品	5.336	0.3	0.3	0.2	0.0	4.1	4.2	-0.3	-0.1
能源	6.915	1.1	1.1	-1.2	0.0	2.5	2.1	3.8	0.4
能源商品	3.775	2.7	1.5	-2.1	1.2	1.1	0.9	5.0	0.2
能源服务	3.139	-0.7	0.7	-0.1	-1.2	3.5	3.1	2.4	0.4
核心CPI (除食品和能源外)	79.664	0.3	0.4	0.0	-0.1	3.6	3.8	0.0	-0.2
商品 (除食品和能源外)	18.698	-0.1	-0.2	-0.3	0.1	-1.2	-0.7	-0.4	-0.5
服装	2.621	1.2	0.7	0.1	0.5	1.4	0.4	0.4	1.0
新车	3.618	-0.4	-0.2	-0.1	-0.2	-0.4	-0.1	-0.5	-0.3
二手车	1.918	-1.4	-1.1	-1.6	-0.3	-6.3	-1.9	-0.5	-4.4
医疗保健商品	1.457	0.4	0.2	0.1	0.2	2.5	2.5	-0.4	0.0
酒精饮料	0.843	0.1	0.1	0.1	0.0	2.0	2.4	0.0	-0.4
烟草	0.540	0.0	0.4	-0.4	-0.4	6.7	6.8	-0.3	-0.1
服务 (除食品和能源外)	60.967	0.4	0.5	0.0	-0.1	5.3	5.4	0.2	-0.1
住房	36.159	0.4	0.5	0.1	-0.1	5.6	5.7	-0.1	-0.1
主要住所租金	7.618	0.4	0.4	-0.1	0.0	5.4	5.7	-0.1	-0.3
业主房等价租金	26.640	0.4	0.4	0.0	0.0	5.8	5.9	-0.1	-0.1
医疗服务	6.496	0.1	0.1	0.3	0.0	0.9	0.7	0.3	0.2
运输服务	6.481	0.9	1.5	0.1	-0.6	11.1	10.7	0.7	0.4
特殊统计类别		0.3	0.4	-0.1		2.2	2.3	0.5	
除居所外	63.841	0.3	0.4	-0.2	-0.1	2.2	2.4	0.7	-0.2
除食品、居所外	50.421	0.3	0.4	0.1	-0.1	2.6	2.6	0.2	0.0
除食品、居所、能源、二手车和卡车外	41.588	0.2	0.1	-0.3	0.1	0.3	0.6	0.3	-0.3
商品	35.894	0.4	0.5	0.0	-0.1	5.2	5.3	0.3	-0.1
服务	64.106	-0.5	-0.2	-0.1	-0.3	-3.2	-2.1	-0.5	-1.1
耐用品	10.080	0.6	0.1	-0.4	0.5	1.8	1.7	0.6	0.1
非耐用品	25.814	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: Wind, 信达期货研究所

三、总结

综合来看, 尽管市场情绪受到地产政策提振, 但从需求端以及去库存两个方面来看, 本次一系列政策只是放慢需求收缩的节奏, 一定程度上缓解供给端矛盾, 要想达到 2014 年-2015 年那样的效果, 政策端还需加码。

自央行喊话以来, 长端收益率确实不再上升, 整体呈现震荡态势。但是短端收益率其实还在下行, 而信用利差也呈现压缩态势。说明资产荒格局下, 当资金无法“卷久期”, 则开始“卷短端、卷信用”, 因为资金必然需要有个去处。当其他固定收益资产的性价比走低, 那么长久期资产的性价比则会提升, “趋利”状态下, 长债收益率仍有望走低。

国外, 近期美国经济数据确实有所走弱, CPI 数据也显示下行窗口还未关闭, 但未来达到 2% 通胀目标的可能性还是较低。根据鲍威尔的三条路径, 如果言行一致, 从目前的数据来看年内可能降息的概率比较低, 但若在大选年有其他考量, 那么当前的降息预期交易可能空间不大。尽管近期美国经济边际走弱, 但这种趋势大概率无法长久, 美元并没有大幅走弱的基础, 整体可能还是震荡态势。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 7家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
 大连营业部、石家庄营业部
 乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App