周度经济观察

——政策微调，趋势不改

袁方[1] 束加沛（联系人）[2] 章森（联系人）[3]

2021 年 10 月 26 日

内容提要

在经济加速下行的背景下，近期房地产以及碳中和政策出现微调，这一微调是跨周期调节的体现，而政策的趋势转折尚未出现。

未来房地产行业实物量数据的走弱在四季度或将延续，能耗双控对工业活动的抑制可能维持，疫情扩散导致的消费活动减速正在发生，经济下行的底部或许仍需等待。

在这一宏观环境下，流动性环境有望保持中性偏松，权益市场将维持中枢震荡。在震荡结束后，上市公司盈利的改善、广义流动性环境的宽松将推动指数重新上行。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043
3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、政策边际放松，但趋势不改

过去一周，围绕房地产以及碳中和的政策密集出台，部分政策出现边际放松。

在房地产方面，10 月 23 日，全国人大常委会决定授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，试点期限为五年。试点城市、税率以及相关细则尚未正式公布。

房地产税是房地产长效机制的重要组成部分，有助于短期抑制商品房市场投机活动，也对地方政府减少土地财政的依赖具有积极作用。未来房产税试点工作的政策实施情况值得留意。

房地产税政策之外，上周相关官员也对房地产行业密集表态。

在 10 月 20 号的金融街论坛上，央行副行长潘功胜表态“近期我国的房地产市场及相关的金融市场出现一点波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。……下一步，金融部门将积极配合住房城乡建设部和地方政府坚定的维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。”

国务院副总理刘鹤也在论坛上表态“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。”

10 月 21 日的银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会上，发言人表示“在贷款首付比例和利率上支持首套房购房者，目前，银行个人住房贷款中有 90%以上都是首套房贷款。”

在监管当局密集发声的同时，房地产政策短期出现边际放松。广州、深圳、无锡、洛阳等城市十月份按揭利率环比下降 5-20 个 BP 不等，部分城市的按揭贷款以及开发贷也出现小幅放松，中资美元债价格出现反弹。

不过总体而言，近期操作层面的放松，更多是房地产信贷集中度管理制度之下的微调，而非政策的趋势转折。这是政策“跨周期”调节的体现，当经济下行压力较大时，政策的适度微调有助于减缓经济下行的速度，但不改变走弱的趋势。这与过去的逆周期调节有显著区别。

我们倾向于认为房地产行业政策的趋势转折，可能发生在恒大以及少数房地产公司的债务出清落定后，届时行业债务出清，市场融资纪律得到整顿，金融风险显著降低，房地产行业的融资政策有望迎来实质放松。而当前我们仍处于这一时点的左侧。

尽管地产政策出现边际放松，但其对宏观经济的冲击预计难以快速消退。除了房地产新开工、销售和投资数据走弱以外，土地市场也受到明显冲击。从第二轮集中供地的效果来看，土地市场总体惨淡，供地越晚的城市表现越差。

鉴于第二轮供地较为惨淡，地方政府稳定地价的动机强烈，大概率会出台诸如降低配建等措施来降低实际地价，进而保持名义地价不变，避免冲击居民购房预期。如果在这种情况下，土地市场仍然热度偏低、土拍金额减少，或将影响地方政府下一年基金性支出的预算安排，对明年的基建投资以及地方政府相关主体的债务偿还产生不利影响。房地产政策收紧对地方政府收支的连锁反应会在后续逐步显现，第三轮集中供地的情况需要密切观察。

上周出台的另外一项政策是《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，即为碳达峰碳中和“1+N”政策体系中的“1”，是顶层设

计。文件提出了五大基本原则：全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险。

文件还提出了目标达成的时间表：到 2025 年，单位国内生产总值能耗比 2020 年下降 13.5%，；单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%；非化石能源消费比重达到 20%左右；森林覆盖率达到 24.1%。到 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上（目前约 5.6 亿千瓦）。到 2060 年，非化石能源消费比重达到 80%以上。前两步与此前十四五规划以及气候雄心峰会的表述一致。

我们认为，我国碳中和政策的制定和执行，是中国作为负责任大国参与国际事务的一部分，是世界能源结构调整的重要一环，也对促进中美合作沟通具有重要意义。

近期政策主导煤炭供应快速释放，并依法对煤炭价格实施干预。受此影响，煤炭价格大幅下跌，电力企业的成本压力逐步缓解。而钢铁、有色、化工等行业的开工率维持低位，能耗双控政策在这些行业的执行仍然相当坚决，政策并未出现实质性转向。

合并而言，尽管近期房地产以及碳中和政策出现边际微调，但总体的趋势尚未改变。在此背景下，房地产行业实物量数据的走弱在四季度或将延续，能耗双控对工业活动的抑制可能维持，疫情扩散导致的消费活动减速正在发生，经济下行的底部或许仍需等待。

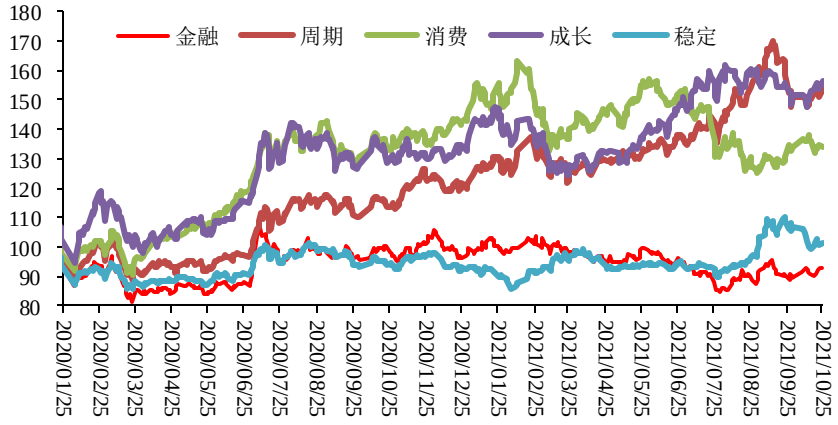
二、权益市场维持箱体震荡

尽管今年 3 月以来消费、成长和周期板块均出现过大幅波动，但是沪深 300 指数始终在接近 5000 点的中枢震荡。一方面头部公司的盈利对经济下行相对钝化，盈利表现尚可；另一方面，由于经济下行压力较大，央行流动性环境总体维持中性偏松，对指数的估值形成支撑。

对四季度而言，经济延续下行趋势的概率较高，但下行的斜率相比三季度可能会放缓，上市公司的盈利表现与之类似。与此同时，尽管由于美联储 taper 以及通胀预期升温，我国央行四季度进一步降准的可能性偏低，但在经济增速破“4”的情况下，央行至少维持流动性环境中性的意愿较高。而居民储蓄率的上升，房地产市场资金的流出都对权益市场形成增量资金。

因此我们倾向于认为权益市场短期之内仍将维持中枢震荡的走势。在震荡结束后，上市公司盈利的改善、广义流动性环境的宽松将推动指数重新上行。未来触发指数上行的因素可能包括房地产行业债务出清、经济增速触底、美联储 taper 落定等。

图1：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

注：2020 年 1 月 4 日为 100

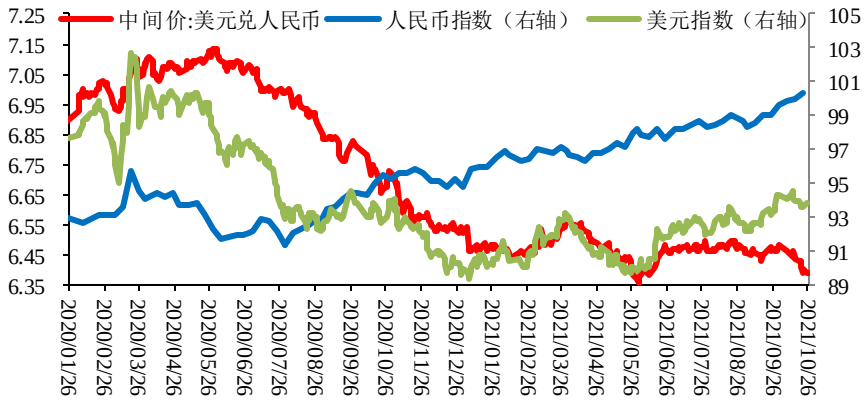
10 月以来，美元指数上行至年内高点，同时人民币汇率持续升值，人民币兑一篮子汇率指数突破 100，美元兑人民币汇率突破 6.4。

近期人民币汇率的明显升值，似乎与国内宏观经济以及货币政策的关系较弱。一方面国内需求的走弱延续，疫情冲击下高频数据显示经济的下行似乎在加速；另一方面，尽管降准的预期落空，但国内央行的政策并未转向收紧，实际上最近一周央行公开市场操作的净投放量总体高于市场预期，银行间流动性相对充裕。此外，房地产美元债一、二级市场表现较差，境外融资并不顺利，房地产企业境外融资汇回的资金量也比较有限。

我们怀疑人民币汇率的升值，与我国较强的出口活动有关。实际上，今年下半年以来美元指数开始持续上行，美元兑人民币却始终维持在 6.45 附近，同期中国出口超预期上行，贸易盈余扩张，大量的贸易结汇活动支撑了人民币汇率。

从这个角度来看，考虑到中国供应链更为完善，海外疫情又出现扩散的迹象，四季度中国出口的表现可能相对平稳，这使得人民币汇率有望在当前水平维持。

图 2：美元兑人民币汇率、人民币和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

注：2020 年 1 月 4 日为 100

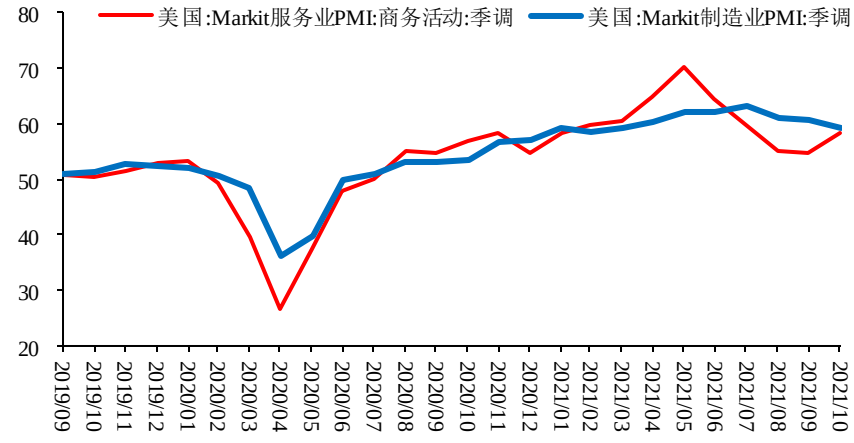
三、海外通胀预期上行

美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 59.2（前值 60.7），延续了自今年 7 月以来的下滑态势，体现出美国制造业扩张的持续放缓；10 月 Markit 服务业 PMI 初值为 58.2（前值 54.9），显示出受疫情影响相对较大的服务业在疫情缓解后的再次复苏。

随着冬季的到来、以及美国可能将于 11 月放宽入境限制，未来服务业 PMI 仍有可能受到疫情反复的影响。而经济复苏的放缓、原材料价格的高涨、以及劳动力招聘困难等因素，预计将使得制造业 PMI 持续回落。

随着美国服务业的逐渐恢复，货物消费对服务消费的替代作用不断减弱，服务业的物价水平可能面临向上压力。而美国 PCE 指数中的耐用品消费增速仍将下滑，这可能对我国的货物出口形成压力。但考虑到近期中美经贸关系的缓和，未来美国有可能降低部分中国产品的进口关税，进而增强中国产品在美国市场的竞争力，这有利于缓和中国出口增速的回落。

图3：美国 Markit 制造业和服务业 PMI



数据来源：Wind，安信证券

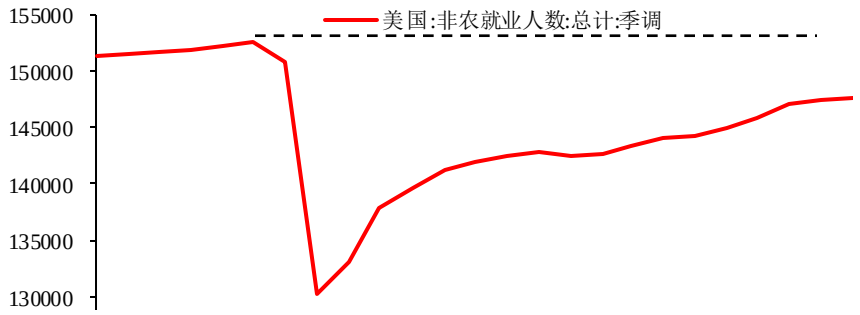
美联储主席鲍威尔上周五表示，应尽快缩减购债，但提高利率还不到时候；供应限制、薪资压力、以及通胀上升的状况，将可能会持续至明年、且比预期持

续的时间更长；当前美联储需要忽略高通胀，以便给经济和劳动力市场充分的时间来解决供应端的问题。

鲍威尔称，美国劳动力市场距离疫情前水平仍有约 500 万人的就业缺口，如果加上趋势值约 700 万人。此前美联储 9 月 FOMC 会议点阵图显示，委员们预期 2022 年底至 2023 年初开始加息。若劳动力市场在明年底完全恢复、即达到加息条件，则大致需要非农新增就业自今年 11 月起每月平均新增约 50 万人，而这一增速接近今年上半年美国经济加速复苏时的非农增速。

考虑到当前美国经济已经处在不断放缓之中，未来非农新增就业的恢复可能更多来自于劳动力市场供应端紧张状况的好转，而这与疫情形势较为相关，进而增加了就业恢复的不确定性。但这也可能使得美联储为达到就业目标而提高对通胀的容忍程度，从而放缓货币政策收紧的节奏。

图4：美国非农就业人数总计，千人



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28296