

## 关注疫情冲击由供给转向需求

### ——光大宏观十日谈 20200305

宏观动态

#### 要点

**随着疫情得到阶段性控制，复工有序推进：**城际和城市内的人员流动都有所恢复，但距离正常水平仍有一定距离。近期国外疫情发展较快，每日国外新增病例数已经连续多天超过了国内新增病例数，使得市场的担忧由国内转向国外，由供给侧的冲击转向未来可能发生的需求侧冲击。对于放松地产以应对可能的冲击的呼声不绝于耳。我们认为，在中国金融周期下行的背景下，宏观杠杆率仍高，**采取大幅放松的政策一方面边际效果不佳，另一方面还会大幅增加金融风险。**从政策取向来看，“房住不炒”屡次被提及，政策更可能在坚持“房住不炒”的大前提下，更多采取“因城施策”的方式进行局部微调。

近期境内地产债融资情况好转，房地产美元债发行利率也有所下降，但房地产信托仍未恢复。地产成交虽仍未摆脱疫情的影响，但是处于缓慢爬升状态中。房地产市场的结构性分化特征进一步显现：一线城市住宅类土地成交溢价率近期有所上升，而三线城市仍然处于低位。

高炉开工率有所上升，电厂耗煤量继续低于6年均值，但恢复有所加快，显示开工有所恢复。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebscn.com](mailto:zhangwenlang@ebscn.com)

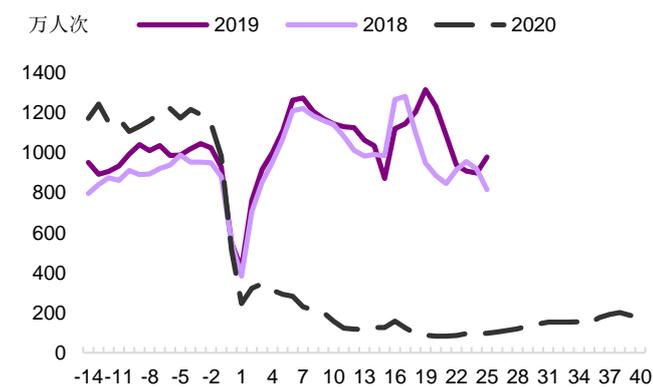
#### 联系人

郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebscn.com](mailto:zhengyc@ebscn.com)

## 1、关注疫情冲击由供给转向需求

**疫情得到阶段性控制，复工有序推进。**近期的全国铁路发送旅客数量从低位有所回升。3月4日为180.9万人次，较2月13日的最低点上升了98万人次（图1）。从安徽、河南、湖南、江西、四川五个人口流出大省的百度迁徙迁出规模指数的均值来看，较低位已经有了较大幅度的回升并保持平稳（图2）。从城市内部出行情况来看，样本内城市本周（3月2日起）地铁客运量都有了较大幅度的提升，但距离正常水平仍有一定距离（图3）。

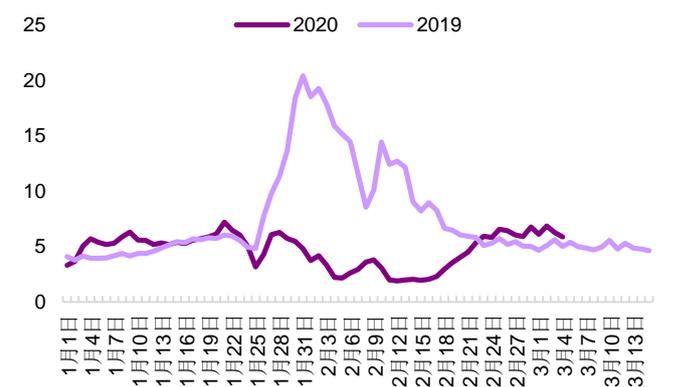
图1：全国铁路发送旅客数量



注：横轴表示相对于除夕的天数，例如1表示农历大年初一。数据截至2020年3月4日

资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所

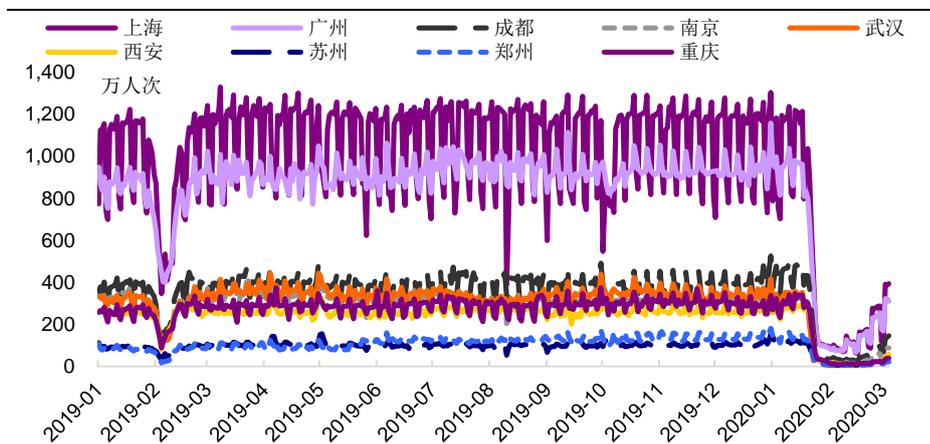
图2：人口流出大省百度迁徙迁出规模指数



注：采用安徽、河南、湖南、江西、四川五个人口流出大省的均值，数据截至2020年3月4日

资料来源：百度迁徙

图3：地铁客运量



注：数据截至2020年3月4日

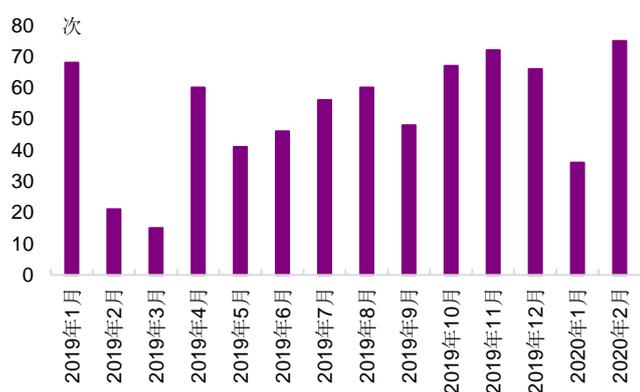
资料来源：Wind

**担忧由国内转向国外，由供给侧转向需求侧。**近期国外疫情发展较快，每日国外新增病例数已经连续多天超过了国内新增病例数，使得市场的担忧由国内转向国外，由供给侧的冲击转向未来可能发生的需求侧冲击。因此，对于放松地产以应对可能的的外需冲击的呼声不绝于耳。我们认为，在中国金融周期下行的背景下，宏观杠杆率仍高，采取大幅放松的政策一方面边际效果不佳，另一方面还会大幅增加金融风险。从政策取向来看，“房住不炒”

屡次被提及，政策更可能在坚持“房住不炒”的大前提下，更多采取“因城施策”的方式进行局部微调。

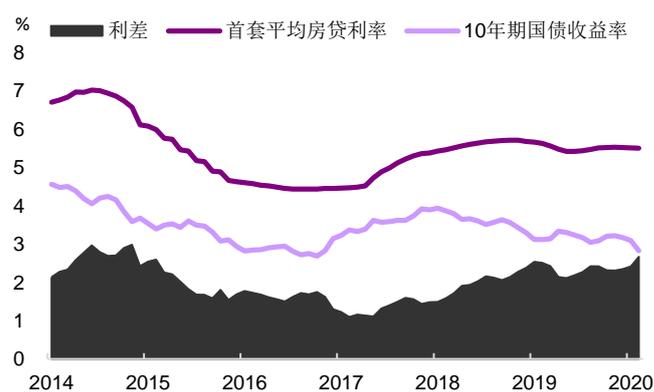
2月房地产调控政策数量创新高，达到了75次（图4）。从已经出台的政策来看，更多是为了对冲疫情影响而允许房地产企业延期缴纳出让金、办理开竣工延期等。颇受关注的驻马店下调公积金贷款首付比例、广州松绑商服类项目政策在出台后被撤回，显示了“房住不炒”仍然是大方向。虽然10年期国债收益率下行速度较快，但是首套平均房贷利率下降缓慢，使得两者利差不断升高（图5）。

图4：房地产调控政策出台数量



资料来源：中原地产

图5：房贷利率与10年期国债收益率

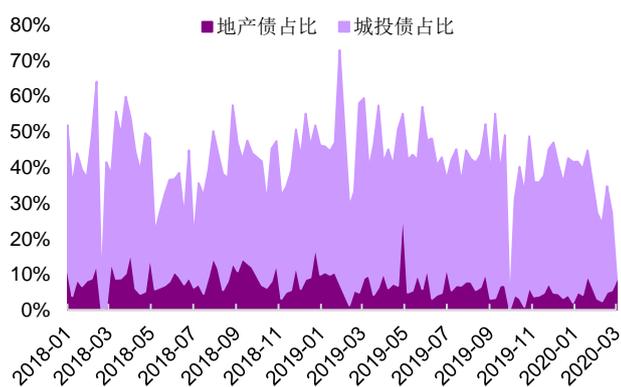


注：数据截至2020年2月

资料来源：Wind

**近期境内地产债融资情况好转。**从每周地产债发行量占总体非金融信用债发行量的比重来看，近期有所上升（图6），而地产债信用利差在节后先升后降，尤其是高等级地产债，利差降至2019年以来低位（图7）。

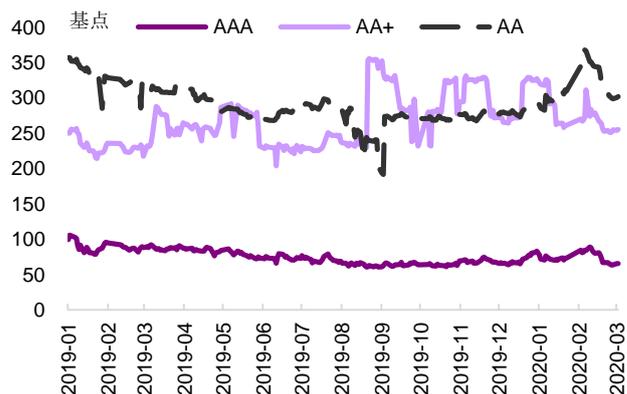
图6：地产债和城投债占非金融信用债发行量的比重



注：截至2020年3月4日

资料来源：Wind

图7：房地产债信用利差中位数



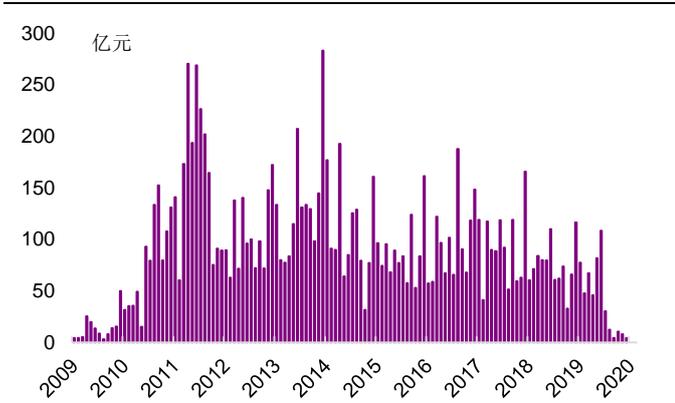
注：截至2020年3月3日

资料来源：Wind

房地产信托发行量仍未恢复，房地产美元债发行利率下降。房地产信托发行量因调控而从2019年8月以后陡然下降，至今仍未恢复（图8）。但随着美债收益率不断下降，房地产美元债发行利率也随之由1月的8.2%下

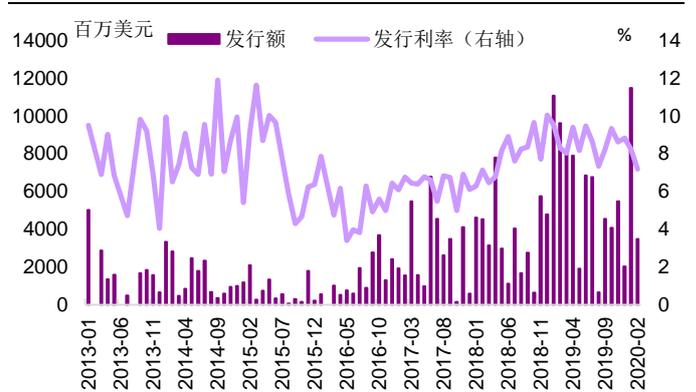
降至2月的7.2%，发行量在2020年1月创下了历史最大值115亿美元（图9）。

图8：房地产信托发行量



注：数据截至2020年2月  
资料来源：Wind

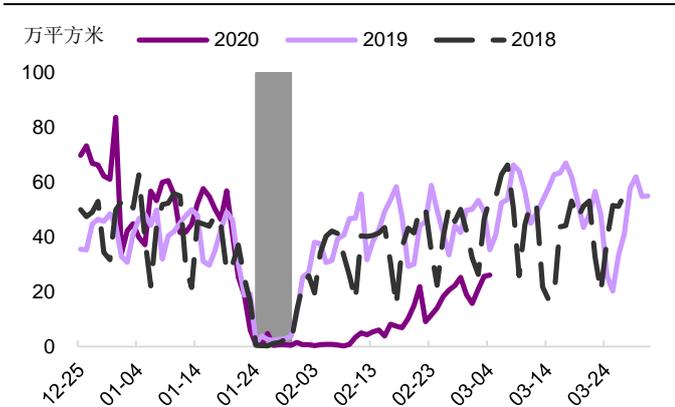
图9：房地产美元债发行量与平均发行利率



注：数据截至2020年2月  
资料来源：Reuters

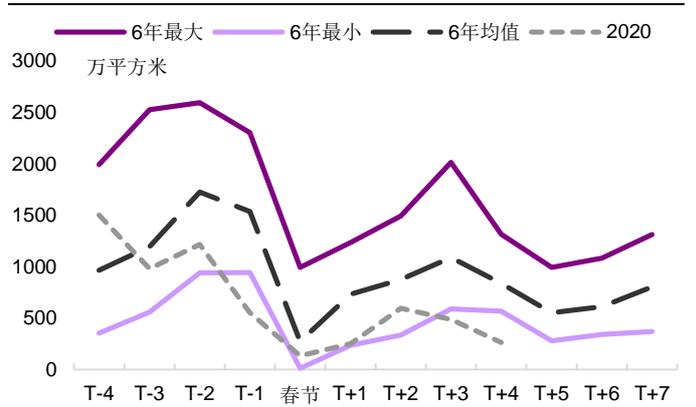
地产成交虽仍未摆脱疫情的影响，但是处于缓慢爬升状态中（图10）。房地产企业拿地仍低于历史最小值，但预计未来在疫情得到进一步控制、融资状况改善的情况下会有所改善（图11）。

图10：30城商品房成交面积



注：灰色阴影部分为春节，2019、2018年数据按照各年的除夕当天对应调整时间轴，数据截至2020年3月4日  
资料来源：Wind

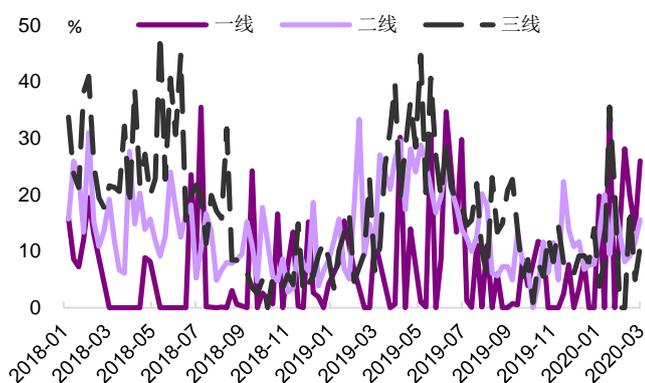
图11：100大中城市住宅类土地规划建筑面积



注：T-1代表春节前一周，数据截至2020年3月1日  
资料来源：Wind

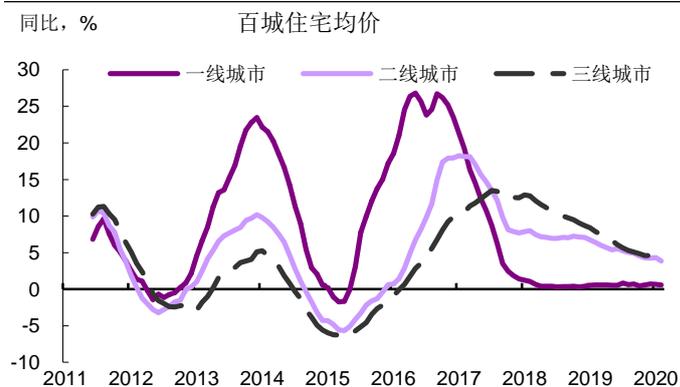
**房地产市场的结构性分化特征进一步显现。**一线城市住宅类土地成交溢价率近期有所上升，而三线城市仍然处于低位（图12）。房价也显示出同样的特征：百城住宅价格指数中一线城市2月环比为0.01%，二、三线城市2月环比分别为-0.4%、-0.2%；三者的2月同比分别为0.6%、3.9%、3.7%，涨幅继续下降（图13）。

图 12: 100 大中城市住宅类土地溢价率



注：数据截至 2020 年 3 月 1 日  
资料来源：Wind

图 13: 百城住宅价格指数



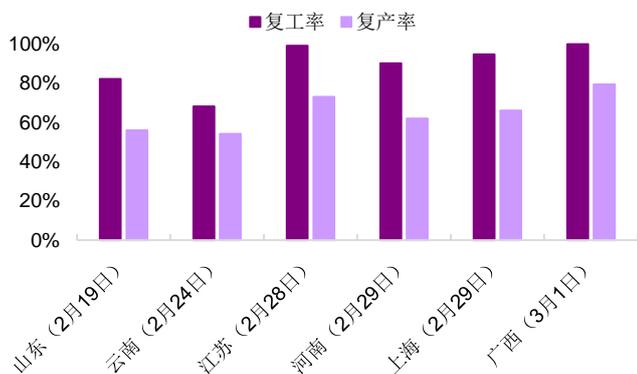
注：数据截至 2020 年 2 月  
资料来源：Wind

## 2、开工有所恢复

虽然各地规模以上工业企业复工率（按照企业数量计算）较高，但是复产率（按照人员数量计算）较低（图 14），说明即使企业名义上已经开工，但是并未能达到正常的产能利用率，这也持续影响了高频数据。

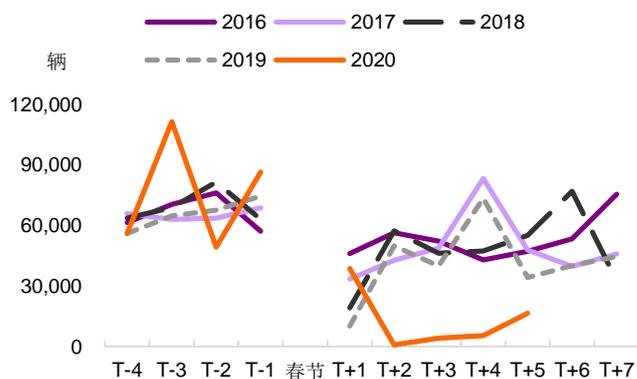
2020 年 2 月 29 日当周乘联会口径厂商日均零售为 1.65 万辆，较前一周的 5411 辆有所回升，但仍大幅低于往年水平（图 15）。

图 14: 各地复工率与复产率



资料来源：各地政府网站，光大证券研究所

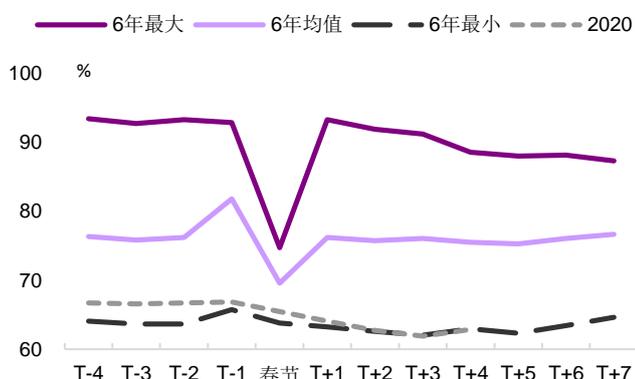
图 15: 乘联会口径厂商日均零售



注：T-1 代表春节前一周，数据截至 2020 年 2 月 29 日  
资料来源：Wind

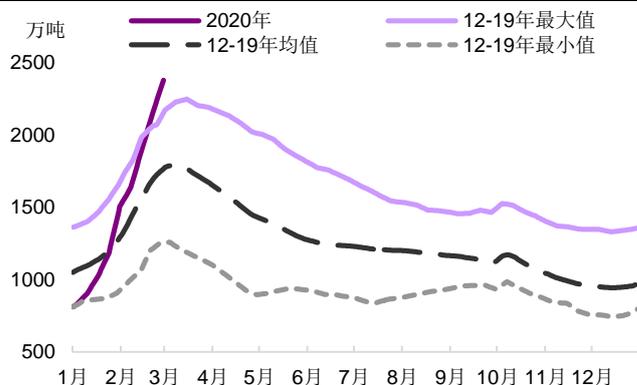
高炉开工率有所上升，2 月 28 日当周为 63%，在调整了春节后低于 6 年最小值（图 16）。钢材社会库存继续累积，持续高于历史最大值（图 17）。3 月 5 日，Myspic 综合钢价指数较十天前下跌 1.5%。

图 16: 高炉开工率平稳



注: 数据截至 2020 年 2 月 28 日  
资料来源: Wind

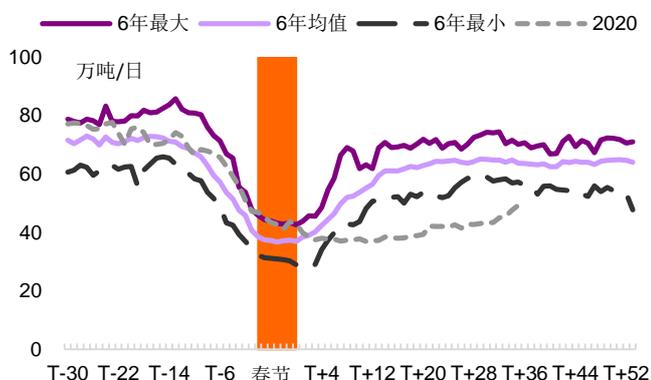
图 17: 钢材社会库存



注: 数据截至 2020 年 2 月 28 日  
资料来源: Wind

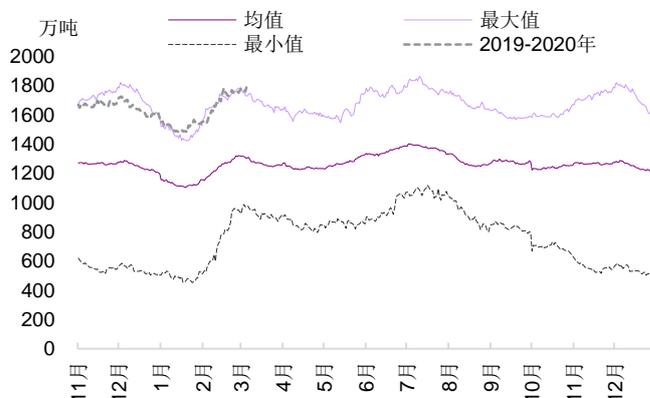
调整春节后, 电厂耗煤量继续低于 6 年均值, 但恢复有所加快, 2020 年 3 月 5 日为 49.3 万吨, 较十天前上升 7.8 万吨 (图 18)。电厂煤炭库存继续高于历史最大值, 3 月 5 日为 1790 万吨 (图 19), 3 月 5 日动力煤期货收盘价为 544.6 元/吨, 较十天前下跌 0.7%。

图 18: 六大发电集团日均耗煤量



注: 数据截至 2020 年 3 月 5 日  
资料来源: Wind

图 19: 六大发电集团煤炭库存



注: 数据截至 2020 年 3 月 5 日  
资料来源: Wind

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\\_6777](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6777)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>