

一二线去库存能否拉动地产？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：王丰

研究助理：马骏

相关报告

- 1 宏观专题 20220220: 战火之下，大类资产有何表现？
- 2 宏观专题 20220301: “两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻
- 3 宏观专题 20220305: 5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点
- 4 宏观专题 20220308: 防疫放松需要满足什么条件？
- 5 宏观专题 20220315: 持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望
- 6 宏观专题 20220329: 高油价一定会带来高通胀么？
- 7 宏观专题 20220407: 金融稳定保障基金如何运行？
- 8 宏观专题 20220419: 食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一
- 9 宏观专题 20220502: 关于缩表，需要担心什么？
- 10 宏观专题 20220517: 特别国债会如何安排？
- 11 宏观专题 20220526: 疫情后居民财富有何变化？
- 12 宏观专题 20220608: 加征关税取消，美国通胀能回落多少？
- 13 宏观专题 20220623: 居民拒绝债务，是插曲还是序幕？

投资要点

- **宏观交流与思考：一二线去库存能否拉动地产？**
- **地产改善信号已现。**市场对于经济增长分歧较大，关键在于地产能否走出底部困境。近期积极的改善信号已经显现。一方面，集中供地的土地成交溢价率止跌企稳；另一方面，地产销售高频数据也有明显好转。
- **棚改时期的“镜像”：一二线去库存。**城市样本销售和房企数据难以对应，使得人们担心地产恢复是出于统计因素的“昙花一现”。但这背后其实是反映结构的显著变化。在棚改货币化时期，两者也有背离，只不过当时房企数据更好。因而，这一次地产回暖不言自明，一二线城市地产销售反弹，使得城市样本数据明显要好于房企数据。
- **足以拉动销售，投资作用更强。**一二线城市地产销售约占三成左右，因此，本轮可能并不会像棚改货币化时期一样，全国地产销售出现强有力的上升。但一方面，本轮地产反弹所需要的力量本就不强，把下半年的销售拉回到正增长难度不大；另一方面，一二线城市在地产投资中的占比近一半，高级城市销售增速改善对于地产投资，乃至对经济增长本身的带动更大，疫情后经济恢复的前景可以适度乐观。
- **宏观破局微观，减轻债务负担。**微观层面对于地产的担心，主要着眼于融资和债务问题，特别是对于民营企业而言。而我们认为，这一问题的解决要立足于宏观环境的改善，仅靠微观主体之间资源的腾挪帮助不大。鉴于房地产开发资金半数来自于销售回款，地产销售的回暖很大程度上能帮助行业减轻债务负担。这一轮地产复苏不应以微观约束宏观的角度来理解，而应当依赖宏观为微观破局。
- **一周扫描：**
- **疫情：国内新冠隔离期限缩短，全球疫情持续反弹。**截至6月30日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超30例和28万例。除我国港澳台地区外，现存4个中高风险地区。全球疫情持续反弹。全球新冠肺炎本周新增确诊病例录得约479万，相较前一周上升19.3%。部分国家新增死亡逆势上行。BA.4/5已占据主导地位。世界卫生组织在最新的全球新冠疫情周报中表示，BA.4/5变异株样本总和已占到全球送检样本的55%。首款冻干型新冠病毒奥密克戎株mRNA疫苗进入临床阶段。巴西单日加强针接种量激增。本周新增约211万剂，较上周大幅上升25.7%。猴痘疫情扩散。截至6月30日，全球猴痘病例累计报告总数5300余例，较上周大幅上升53.1%。
- **海外：美国核心PCE持续回落，欧央行将重新分配国债购买。**美联储主席鲍威尔称，软着陆是美联储的目标。这将是具有挑战性的。纽约联储储备银行的经济学家则表示硬着陆的可能性约为80%。欧央行将重新分配国债购买。将欧元区19个国家分为释出国、接受国和中立国三组，利用紧急疫情资产购买计划（PEPP）投资释出国国债所得收益，来购入接受国国债。G7宣布对俄追加制裁。包括对俄罗斯石油和天然气进口设

置价格上限、采取新措施应对俄罗斯攻击乌克兰、同意对俄罗斯产黄金实施进口禁令等。美国核心 PCE 同比增速持续回落。美国个人实际消费支出今年首次出现环比负增长。美国初请失业金人数呈上升趋势。

- **物价：农产品批发价格上行，国际油价小幅回升。**本周农业部农产品批发价格指数小幅上行，鸡蛋、羊肉、牛肉和水果平均价格环比均下行，蔬菜平均价格环比小幅回升。国际油价、国内螺纹钢均价均小幅回升。
- **流动性：票据利率回升，人民币小幅贬值。**本周 DR001 周度均值环比上行 8.0bp，R001 周度均值环比上行 30.5bp，DR007 周度均值环比上行 28.7bp，R007 周度均值环比上行 49.6bp；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比维持稳定，3 个月存单发行利率周度均值环比上行 17.1bp，票据利率持续回升。本周央行公开市场共进行了 4000 亿元逆回购，发行了 50 亿元 CBS，同时累计有 1000 亿元逆回购与 50 亿元 CBS 到期，因此本周央行公开市场操作净投放 3000 亿元。下周央行公开市场共有 4000 亿元逆回购到期。本周美元指数均值小幅回升，人民币小幅贬值。
- **大类资产表现：A 股涨幅靠前，债收益率继续回升。**本周国内股票涨幅前三的行业分别为煤炭、商业贸易和建筑材料。本周 10 年期国债收益率周度均值环比上行 26.4bp，10 年期国开债收益率周度均值环比上行 19.7bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：一二线去库存能否拉动地产？	- 6 -
2. 疫情：国内新冠隔离期限缩短，全球疫情持续反弹	- 7 -
3. 海外：美国核心 PCE 持续回落，欧央行将重新分配国债购买	- 11 -
4. 物价：农产品批发价格上行，国际油价小幅回升	- 13 -
5. 流动性：票据利率回升，人民币小幅贬值	- 15 -
6. 大类资产表现：A 股涨幅靠前，国债收益率继续回升	- 17 -

图表目录

图表 1: 百家房企和 35 城地产销售增速 (%)	- 6 -
图表 2: 各线级城市地产销售和投资分布 (%)	- 7 -
图表 3: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 4: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 5: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 6: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 7: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 8: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 10 -
图表 9: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 10: 各经济体每日新增确诊猴痘病例数量 (七日移动平均, 例)	- 11 -
图表 11: 美国 CPI 和 PCE 同比 (%)	- 12 -
图表 12: 通胀调整后美国 PCE 同比和环比 (%)	- 12 -
图表 13: 美国初次申请失业金与持续申请失业金人数 (万人)	- 13 -
图表 14: 农产品批发价格 200 指数	- 13 -
图表 15: 食用农产品价格指数	- 13 -
图表 16: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 14 -
图表 17: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 14 -
图表 18: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 14 -
图表 19: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 15 -
图表 20: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 15 -
图表 21: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 15 -
图表 22: R001 和 DR001 利率 (%)	- 16 -
图表 23: R007 和 DR007 利率 (%)	- 16 -
图表 24: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 16 -
图表 25: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 16 -
图表 26: 央行公开市场操作 (亿元)	- 17 -
图表 27: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 17 -
图表 28: 美元指数	- 17 -
图表 29: 全球主要股指表现 (%)	- 18 -
图表 30: 申万行业表现 (%)	- 18 -
图表 31: 国外主要商品期货表现 (%)	- 19 -
图表 32: 国内主要商品期货表现 (%)	- 19 -
图表 33: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 20 -

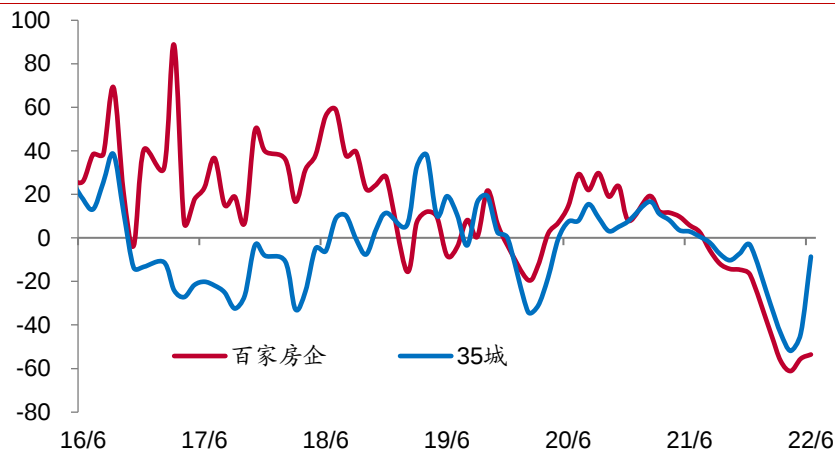
图表 34: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%) - 20 -

1. 宏观交流思考：一二线去库存能否拉动地产？

地产改善信号已现。近来交流下来，市场对于疫情转好之后的经济增长趋势分歧较大，关键矛盾在于地产到底能否走出底部困境。诚然，除了行业自身因素之外，疫情冲击无疑也使得行业需求雪上加霜。不过，如果从近期地产数据的变化上来看，积极的改善信号已经显现。一方面，土地成交溢价率止跌企稳。今年的第一批集中供地均已完成，虽然受供应量减少的影响，成交量相比于去年第三批有所下滑，但溢价率出现低位回升；另一方面，地产销售也有明显改善。据我们跟踪的城市样本地产销售情况来看，6月销量增速较5月降幅存在明显收窄。

棚改时期的“镜像”：一二线去库存。细心的研究者可能会注意到，城市样本统计的地产销售情况，和来自房企的数据似乎难以对应，不少投资者因而担心，地产恢复或许只是出于统计因素造就的“昙花一现”，而得不到微观企业层面数据的有效支撑。但其实，仅凭统计因素来概括两者之间的差异难免失之偏颇，这背后反映的是显著的结构变化。事实上，我们能够发现，城市样本数据和房企数据关于地产销售情况反映的不同，不只出现于当下，在2016年-2017年期间也有发生，而正如人们所熟知，棚改货币化带动三四线城市去库存，使得当时低线级城市地产销售火热，房企销售情况就明显好于跟踪样本多数集中在高线级地区的城市口径数据。因此，这一次地产回暖下两者间的差异不言自明，一二线城市明显反弹带动的地产改善，使得城市样本数据明显要好于房企数据。

图表1：百家房企和35城地产销售增速（%）

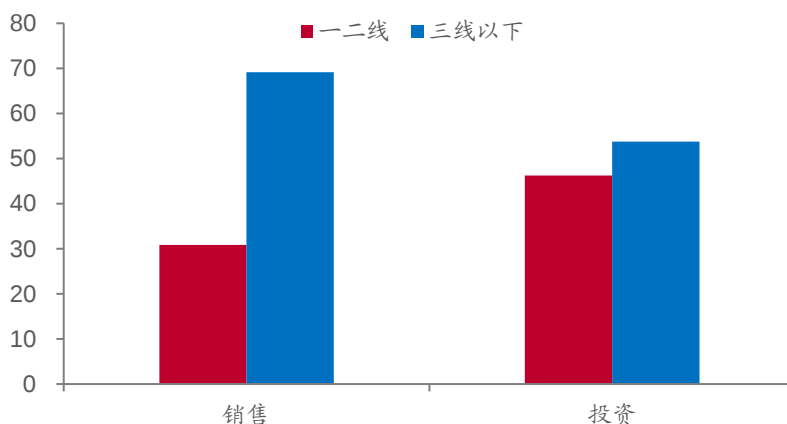


来源：WIND，中泰证券研究所

足以拉动销售，投资作用更强。当然，由于一二线城市数量毕竟有限，所以在地产销售中的占比并不算高，按照以往经验来看，全部一二线城市地产销售约占到总销售比重的三成左右，因此，其销售情况的改善，可能并不会像棚改货币化时期一样，带动全国地产销售增速强而有力的上升。但也需要注意到的是，一方面，本轮地产反弹所需要的力量本就不强，并不要求像17年一样，在16年销量增速超过20%的基数上，再实现7-8个百分点的增长，而只需要在去年2%左右的增速水平上，把下半年的销售拉回到正增长区间即可，实现这一水平难度不大；另一方面，虽然一二线城市销售占比仅有三成，但在地产投资中的比重接近一半。因此，高线级城市销售增速的改

善对于地产投资，乃至对经济增长本身的带动作用都会更大，疫情后经济恢复的前景可以适度乐观。

图表 2：各线城市地产销售和投资分布（%）



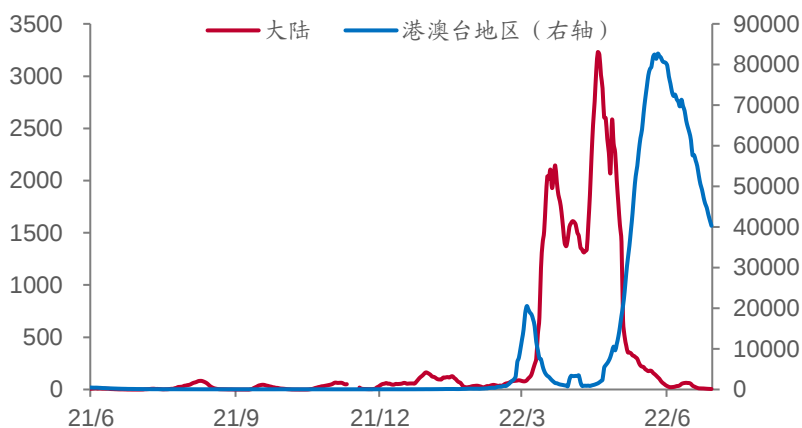
来源：WIND，中泰证券研究所

宏观破局微观，减轻债务负担。微观层面对于地产的担心，主要着眼于房地产企业的融资和债务问题，在当前风险仍未完全消散的情况下，融资环境虽有转好，但也相对有限，特别是对于民营企业而言。而我们认为，这一问题的解决其实要立足于宏观环境的改善，仅靠微观主体之间资源的腾挪对于债务问题的缓解或许帮助不大。鉴于房地产开发资金有半数来自于销售回款，因此，地产销售的回暖能够很大程度上帮助行业债务负担的减轻。事实上，对这一轮地产复苏不应以微观约束宏观的角度来理解，而应当依赖于宏观为微观破局。

2. 疫情：国内新冠隔离期限缩短，全球疫情持续反弹

国内新冠隔离期限缩短。截至 6 月 30 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 30 例和 28 万例。除我国港澳台地区外，现存 4 个中高风险地区。安徽省宿州市泗县疫情快速发展，五天累计报告本土新增新冠感染者超过 130 例，同时江苏徐州、无锡和南京三市均出现关联疫情。除此之外，山东省和江苏省有少量新增确诊，其余大部分省市基本实现动态清零。国务院联防联控机制综合组发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离医学观察+3 天居家健康监测”，将两类风险区域划定标准和防控措施进行衔接对应，统一使用中高风险区的概念，加密风险职业人群核酸检测频次并优化区域核酸检测策略。

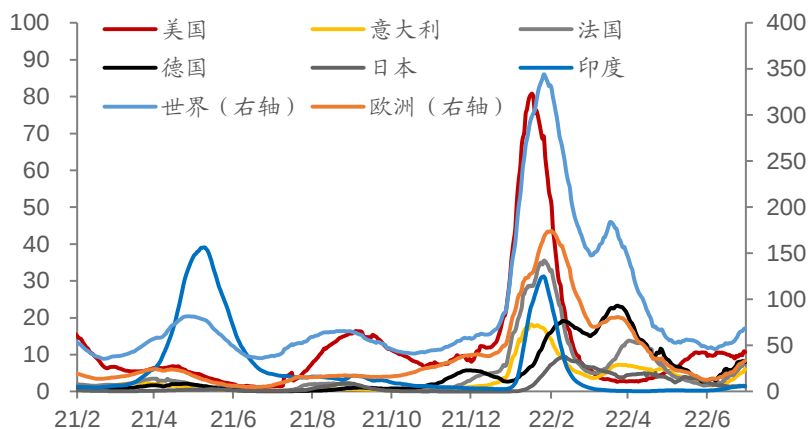
图表3：中国大陆及港澳台地区每日新增确诊（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

全球疫情持续反弹。截至6月30日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约479万，相较前一周上升**19.3%**。欧洲本周新增232万，较上周大幅上升**32.1%**，其中，意大利新增确诊数持续上行，本周新增超42万例，较上周大幅上升**53.0%**。美国本周新增约74万，较上周上升**10.8%**，再现回升趋势。亚洲新增确诊趋势出现差异，日本本周新增9万，较上周小幅下降**6.6%**，而韩国本周新增5万，较上周上升**8.6%**。

图表4：各经济体每日新增确诊病例数量（七日移动平均，万例）



来源：CEIC，中泰证券研究所

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_43512

