

我们到底还需不需要房子？

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 20220301: “两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻
- 2 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
- 3 宏观专题 20220308: 防疫放松需要满足什么条件？
- 4 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
- 5 宏观专题 20220329: 高油价一定会带来高通胀么？
- 6 宏观专题 20220407: 金融稳定保障基金如何运行？
- 7 宏观专题 20220419: 食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一
- 8 宏观专题 20220502: 关于缩表，需要担心什么？
- 9 宏观专题 20220517: 特别国债会如何安排？
- 10 宏观专题 20220526: 疫情后居民财富有何变化？
- 11 宏观专题 20220608: 加征关税取消，美国通胀能回落多少？
- 12 宏观专题 20220623: 居民拒绝债务，是插曲还是序幕？
- 13 宏观专题 20220705: 美国通胀会上升么？

投资要点

- **宏观交流与思考：我们到底还需不需要房子？**
- **以史为鉴，风险不具扩散条件。**上半年经济数据出炉，地产仍较疲弱，成为增长的主要拖累。市场对于地产的悲观预期也有发酵，特别是担心地产领域的风险扩散。从上世纪90年代日本和08年美国两次危机经验来看，房地产领域风险扩散需借由金融体系传染，如美国主要在于资产证券化及其衍生工具的规模过大，而日本则是央行收紧银根导致的信贷渠道萎缩。我国利率和信贷投放的供应均较宽松，并不具备风险传染的条件，对系统性风险的担忧大可不必。
- **挖掘改善需求，贡献地产增量。**不过，随着房地产突飞猛进时代逐渐落幕。未被满足的住房需求能够从何处挖掘，成为了判断未来地产趋势绕不开的话题。虽然全国来看，我国已经基本达到户均1套房的程度，但是分布还很很不均衡。我们认为，结构调整下的改善型需求，是未来房地产市场不可忽视的支撑力量。
- **城镇化进程未止，转移规模超七千万。**2021年末我国城镇化率64.7%，据拐点尚有5个百分点左右的差距，对应着向城市的人口转移规模有约7500万左右水平。考虑到户籍人口和常住人口之间的“割裂”，近20个百分点的空间对应的转移人口规模更为庞大。
- **人口集中程度，尚可继续提高。**随着城市化率水平的提升，人口集中度的提高几乎是必然结果。而相比于发达经济体，我国人口聚集程度还有上升空间，这也为后续经济发展提供动力来源。2021年末我国超过百万城市人口占比只有不到30%，日本这一比例接近60%，约是我们的两倍，美国也有45%左右。
- **城市住房更新，满足美好需要。**我国商品房建设只有二十多年的时间，现有住房情况尚未满足人们对于“美好生活的需要”。根据七普数据，我国只有不到30%的家庭居住在修建时间十年以内的住宅中，并且，仍有35%左右的家庭居住的还是上个世纪修建的住宅。从这一角度来看，城市内部住房更新的空间以及人们对于居住条件改善的意愿或许也都不算小。
- **一周扫描：**
- **疫情：国内防控形势严峻复杂，日韩疫情显著反弹。**截至7月14日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超400例和19万例。除我国港澳台地区外，现存853个中高风险地区。日韩疫情显著反弹。日本本周新增40万例，较上周大幅上升90.4%。韩国本周新增18万例，较上周大幅上升104.7%。多数经济体新增死亡上行。BA.5成为全球疫情的主要推手。目前，BA.5已在南非、葡萄牙、英国、美国、以色列等至少80多个国家流行。多国宣布放宽入境政策。欧美拟推进加强针接种。全球加强针已累计接种约21亿剂，较上周小幅上升1.2%。猴痘累计确诊已超万例。截至7月13日，全球猴痘病例累计报告总数超万例，较上周大幅上升46.8%。

- **海外：美国 CPI 续创 40 年新高，美联储或加息 75bp。美国经济衰退担忧升温。**本周发布的美联储褐皮书调查报告显示，全国各地的物价都出现了“大幅上涨”，一些地区需求放缓的迹象越来越多，人们对经济衰退的担忧加剧，普遍认为通胀飙升至少会持续至今年年底。**欧央行加息即将启动。**本周欧洲兑美元汇率跌破 1，为自 2000 年 10 月以来首次跌破平价。**多国央行继续加息。美国 CPI 续创 40 年新高。**根据美国劳工部发布的最新数据，6 月 CPI 同比录得 9.1%，续创 1981 年 11 月以来的新高。**美国通胀预期指数回落。密歇根消费者指数自历史新低反弹。6 月美国零售销售环比有所反弹。**
- **物价：农产品批发价格上行幅度扩大，国际油价继续回落。**本周农业部农产品批发价格指数上行幅度扩大，羊肉、牛肉、鸡蛋、水果和蔬菜平均价格环比均上行。国际油价、国内螺纹钢均价继续下调。
- **流动性：票据利率继续走低，人民币继续贬值。**本周 DR001 周度均值环比下行 6.9bp，R001 周度均值环比下行 6.9bp，DR007 周度均值环比下行 1.8bp，R007 周度均值环比下行 6.0bp；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比下行 1.4bp，3 个月存单发行利率周度均值环比下行 2.5bp，票据利率继续走低。本周央行公开市场共进行了 150 亿元逆回购、400 亿元国库现金定存与 1000 亿元 MLF，同时累计有 150 亿元逆回购与 1000 亿元 MLF 到期，因此本周央行公开市场操作净投放 400 亿元。下周央行公开市场共有 150 亿元逆回购到期。本周美元指数均值继续回升，人民币继续贬值。
- **大类资产表现：A 股普遍大跌，国债收益率转为下行。**本周国内股票跌幅前三的行业分别为银行、房地产和有色金属。本周 10 年期国债收益率周度均值环比下行 3.3bp，10 年期国开债收益率周度均值环比下行 2.0bp。
- **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：我们到底还需不需要房子？	- 6 -
2. 疫情：国内防控形势严峻，日韩疫情显著反弹	- 7 -
3. 海外：美国 CPI 续创 40 年新高，美联储或加息 75bp	- 11 -
4. 物价：农产品批发价格上行幅度扩大，国际油价继续回落	- 13 -
5. 流动性：票据利率继续走低，人民币继续贬值	- 15 -
6. 大类资产表现：A 股普遍大跌，国债收益率转为下行	- 17 -

图表目录

图表 1: 我国人口按住宅修建时间分布的住房结构 (%)	- 7 -
图表 2: 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 3: 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 4: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 5: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 6: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 7: 各经济体人口流动情况 (七日移动平均)	- 10 -
图表 8: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 9: 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 10: 美国 CPI、PCE 同比增速 (%)	- 12 -
图表 11: 密歇根消费者通胀预期 (%)	- 12 -
图表 12: 密歇根消费者指数	- 12 -
图表 13: 零售销售同比和环比 (%)	- 13 -
图表 14: 各行业零售销售环比 (%)	- 13 -
图表 15: 农产品批发价格 200 指数	- 13 -
图表 16: 食用农产品价格指数	- 13 -
图表 17: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 18: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 19: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 14 -
图表 20: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 14 -
图表 21: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 15 -
图表 22: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 15 -
图表 23: R001 和 DR001 利率 (%)	- 15 -
图表 24: R007 和 DR007 利率 (%)	- 15 -
图表 25: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 16 -
图表 26: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 16 -
图表 27: 央行公开市场操作 (亿元)	- 16 -
图表 28: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 17 -
图表 29: 美元指数	- 17 -
图表 30: 全球主要股指表现 (%)	- 17 -
图表 31: 申万行业表现 (%)	- 18 -
图表 32: 国外主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 33: 国内主要商品期货表现 (%)	- 19 -

图表 34: 10Y 国债和国开债收益率 (%) - 19 -

图表 35: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%) - 19 -

1. 宏观交流思考：我们到底还需不需要房子？

地产仍在拖累经济。上半年经济数据出炉，即便受到疫情冲击，二季度 GDP 增速仍勉力维持在正增长，而 6 月经济恢复明显提速，各项指标全面复苏，仅地产相关数据仍较疲弱，成为经济增长的最主要拖累。在疫情仍有反复的背景下，持续低迷的地产投资等数据使得市场对于地产的悲观预期发酵，特别是担心地产领域的风险最终扩散开来，进而对金融体系乃至经济增长造成更大体量的冲击。

以史为鉴，风险不具扩散条件。日本 20 世纪 90 年代以来的经济衰退和美国 08 年次贷危机引发的全球金融危机，是近来两次规模较大的由房地产泡沫破裂直接导致的经济风暴。从两次危机的经验教训来看，房地产领域风险的扩散主要借由金融体系传染，并需要满足一定的条件。如美国主要在于资产证券化及其衍生工具的规模过大，使得房地产风险在金融体系中被迅速放大，进而带来了远超其直接体量的危机影响。再比如日本在于央行猛然收紧“银根”，并“窗口指导”商业银行放贷，房价调整本身也加剧了商业银行“惜贷”行为，信贷渠道的萎缩最终导致了经济“硬着陆”。而我国无论是从利率水平变化还是信贷投放供应来看，当前均为较宽松的环境，并不具备风险传染的条件，因此对系统性风险的担忧大可不必。

挖掘改善需求，贡献地产增量。不过，由于我国人口总量增长的放缓，加上老龄化程度的提升，房地产突飞猛进时代逐渐落幕。未被满足的住房需求能够从何处挖掘，成为了判断未来地产趋势绕不开的话题。虽然全国来看，我国已经基本达到户均 1 套房的程度，但是分布还很不均衡，因而结构调整下的改善型需求，是未来房地产市场不可忽视的支撑力量。

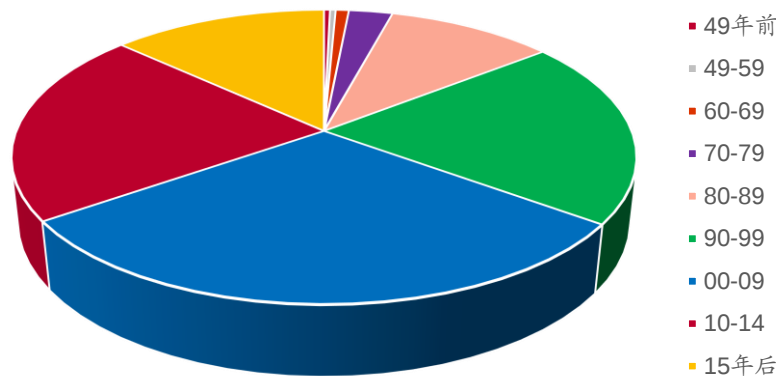
城镇化进程未止，转移规模超七千万。首先，我国城市化率水平仍有待提升。从国际经验来看，城市化率的 S 型曲线，增速放缓的拐点约在 70% 左右，而 2021 年末我国城镇化率水平 64.7%，据拐点尚有 5 个百分点左右的差距，按照每年 1 个百分点左右的提升幅度，我国城镇化率的提升还有五年左右的时间才面临显著放缓。而即便不考虑总人口的增长，向城市的人口转移规模也有约 7500 万左右水平。更不用说我国户籍人口和常住人口之间的“割裂”，使得户籍人口城镇化率水平远低于常住人口城镇化率，发改委在《“十四五”新型城镇化实施方案》中指出，到 2025 年户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距要有明显缩小，近 20 个百分点的空间对应的转移人口规模更为庞大。

人口集中程度，尚可继续提高。其次，大城市人口集中度尚可再提高。从国际经验来看，随着城市化率水平的提升，人口集中度的提高几乎是必然结果。而相比于发达经济体，我国人口聚集程度还有进一步上升的空间，这也为后续经济发展提供动力来源。2021 年末我国超过百万城市人口占比只有不到 30%，与之形成鲜明对比的是，我们的邻居日本这一比例接近 60%，约是我们的两倍，或多或少经历过“逆城市化”过程的美国，这一比值也有 45% 左右。在第一大城市人口占比上，我国更是远逊于美国和日本的水平。

城市住房更新，满足美好需要。最后，城市内部仍有住房更新的空间。我国的商品房建设只有二十多年的时间，虽然总量上的住房短缺当前已有所

缓解，但是很难说现有住房情况已经满足了人们对于“美好生活的需要”。根据七普数据，我国只有不到 30%的家庭居住在修建时间十年以内的住宅中，并且，仍有 35%左右的家庭居住的还是上个世纪修建的住宅。从这一角度来看，城市内部住房更新的空间以及人们对于居住条件改善的意愿或许都不算小。

图表 1：我国人口按住宅修建时间分布的住房结构（%）

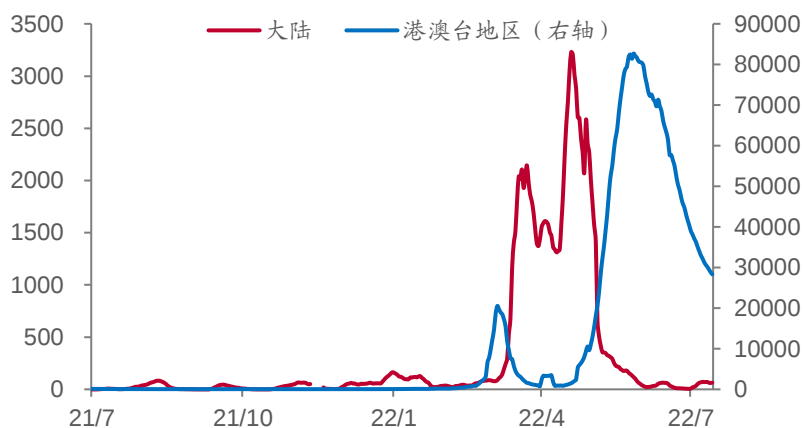


来源：WIND，中泰证券研究所

2. 疫情：国内防控形势严峻，日韩疫情显著反弹

国内防控形势严峻复杂。截至 7 月 14 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 400 例和 19 万例。除我国港澳台地区外，现存 **853 个中高风险地区**。7 月 8 日甘肃省兰州市七里河区发现 1 名阳性感染者，经复核诊断为新冠肺炎确诊病例，之后在 **9 个市州的 21 个县市区**先后发现新冠肺炎确诊病例和无症状感染者，基因测序结果显示本次疫情确诊病例所感染的病毒为奥密克戎变异株 **BA.2.38**。**安徽泗县**时隔 18 天“零新增”，已解除全域静态管理管控，有序恢复生产生活秩序。自此轮疫情爆发以来，全国已有江苏、山东、河南、海南等十多个省份出现本土疫情，**各地陆续调整应对措施**，防患于未然。兰州、海口等地实施 7 天临时管控措施，南昌、合肥等地重启全员核酸检测，杭州调整常态化核酸检测频次等。

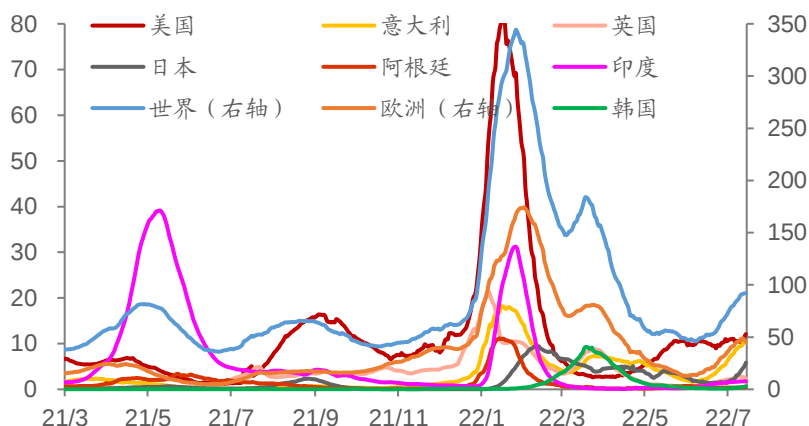
图表2：中国大陆及港澳台地区每日新增确诊（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

日韩疫情显著反弹。截至7月14日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约643万，相较前一周上升8.9%。欧洲本周新增约318万，较上周上升1.7%，其中，意大利新增确诊数仍在上行，本周新增超73万例，较上周上升19.7%。美国出现反弹，本周新增约84万，较上周上升14.3%。亚洲部分国家新增确诊急剧上升，日本本周新增40万例，较上周大幅上升90.4%。韩国本周新增18万例，较上周大幅上升104.7%。

图表3：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_44142

