



靳毅：地产回暖，带来哪些 债市机会？



意见领袖 | 靳毅

“地产销售回暖”带来经济企稳预期、作用于长端利率，期限利差通常上升。从时间上来看，“销售底”次月（即数据公布月）期限利差开始上行，上行时间通常持续一至两个月。

尽管期限利差通常上行，历史上债市却并非一定走熊，因为利率绝对点位仍受货币政策的影响。不过就本轮来看，在美联储加息顶部仍不明朗，海外通胀形势加剧，中美潜在政策利差压缩到历史低位的当下，上半年央行对于降息显然会更加谨慎。在此种“不降息、只降准”的情况下，利率债的风险大于机会，即使降准后债市仍有一波博弈行情，参与的价值不大。

进一步研究“地产销售回暖”对于收益率曲线各处的冲击，我们发现：“销售底”出现后，受到利空冲击最明显的期限为 5Y 左右，而非长端的 10Y，表现为收益率曲线整体变凸（5Y-1Y 利差扩大、10Y-5Y 利差收敛）。因此落实到投资决策上，若“销售底”出现，同久期下利率债持仓应“长短搭配”、规避中期债券，减少“地产回暖”行情对于组合的利空冲击。

在信用债板块，地产销售回暖对地产债、城投债均属于利好。不过就本轮而言，在当前房地产企业资金到期压力较大、风险事件发生较多的背景下，地产债市场仍应谨慎参与。相比之下，我们更加推荐中短期限、中低评级城投，在“销售底”得到数据验证时，关注相应投资机会。



1、前言

在《2022“稳地产”专题》第一篇中，我们分析认为当前地产周期正处于从“政策底”到“销售底”的关键阶段。历史上，一旦地产回暖的第一个数据信号——销售复苏出现，债券市场通常都会出现一段时期的“地产回暖”交易行情。

那么对于债市的两大板块——利率债和信用债而言，“地产回暖”究竟会带来哪些冲击和相对应的投资机会？下面我们将进一步分析：

图 1: 2008 年以来, 共有 5 次“销售底”出现



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、利率债

2.1

期限利差如何变化?

地产销售回暖, 对利率债一个显而易见的冲击是: 由于市场开始预期地产周期全面复苏, 并助推经济基本面企稳, 与基本面最为相关的长端利率受到向上的冲击, 体现为利率债期限利差上升。

图 2：“销售底”出现后，期限利差通常上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：“销售底”出现后 10Y-1Y 国债期限利差变动



资料来源：Wind、国海证券研究所

具体表现为，在“销售底”出现的次月（经济数据公布当月），利率债期限利差开始上行，上行行情通常持续 1-2 个月。

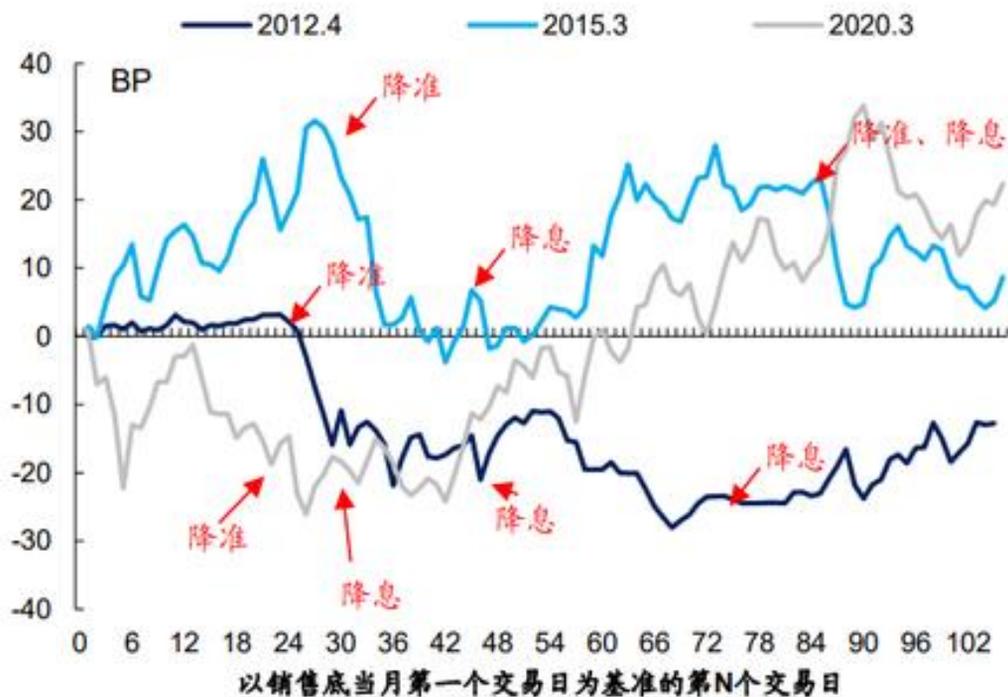
2.2

债市会走熊吗？

从历史上来看，尽管地产销售回暖初期利率债期限利差通常上行，债市却并非一定走熊，因为利率绝对点位仍受货币政策的影响。在地产销售回升的初期，经济基本面尚不稳固，不能排除货币政策继续宽松、债市仍有博弈机会的可能性。

例如 2012 年 4 月，地产销售全面回暖之后，2012 年 5 月央行降准，2012 年 6 月、7 月两次降息；再例如 2015 年 3 月地产销售全面回暖之后，央行又进行了多轮降准与降息。

图 4：10 年期国债利率累积涨跌幅

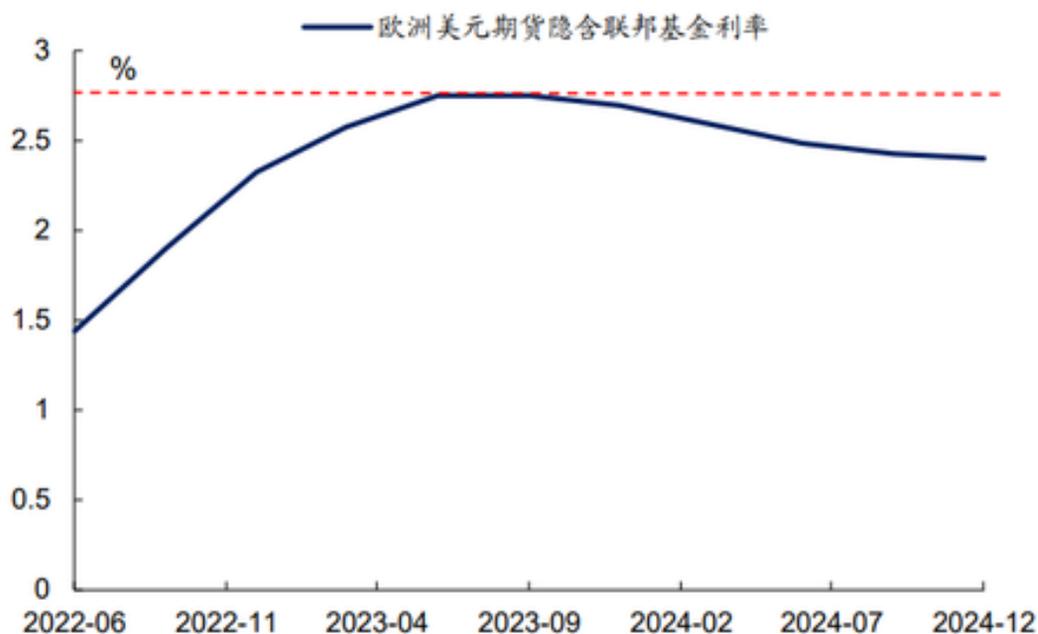


资料来源：Wind、国海证券研究所

不过就本轮而言，当前央行继续降息的概率较小，下一阶段利率债的博弈空间，显然小于过往几轮。

因为正如我们在前序报告《还会有下一次降息么？》、《海外通胀，涨到何时？》中得出的结论：在美联储加息顶部仍不明朗，海外通胀形势加剧，中美潜在政策利差压缩到历史低位的当下，上半年央行对于降息显然会更加谨慎。

图 5: 欧洲美元期货隐含 2023 年中期联邦基金利率升至 2.75%



资料来源: CME、国海证券研究所

与此同时,在美联储加息周期中,若中国经济稳增长压力较大,央行仍会通过降准操作托底经济。所以我们判断中期内央行降息概率较小,但仍有降准可能,货币政策中性偏宽。在此种“不降息、只降准”货币政策基调下,债市面临地产销售回升、宽信用得到验证的潜在利空冲击,风险将大于机会。降准后债市或仍有一波博弈行情,但参与的价值不大。

但在另一方面,也不必过度担忧地产销售趋势性回暖后,货币政策会根据房地产回暖进行收紧,从而引发债市利率大幅上行。因为从过去 5 轮“销售底”出现后、货币政策收紧的情况来看,货币政策根据房地产市场进行调控需要有两个条件:一是房价增速在 0%以上;二是住宅销售增速回升到 10%左右。

表 1：“销售底”出现后货币政策转向情况

地产销售企稳时间	货币政策收紧时间	收紧标志	跨度周期	收紧前一个月住宅销售同比增速	收紧前一个月70城新建住宅价格指数同比增速
2008年12月	2009年7月	上调正回购利率	7个月	54%	-0.60%
2010年8月	2010年10月	上调贷款利率	2个月	14.90%	12.90%
2012年4月	2013年2月	重启正回购	10个月	55%	0.70%
2015年3月	2016年8月	公开市场收短放长	17个月	16.70%	6.30%
2020年3月	2020年6月	MLF大额净回笼	3个月	9.30%	4.90%

资料来源：Wind、国海证券研究所

截止目前，1-2月份住宅销售增速为-13.8%，3月销售数据仍会有所恶化。即使出现回升，距离需要调控的水平仍较远。所以中期内我们可能处于“地产销售复苏、货币政策稳定”的大环境当中，债市利率上行有顶。

2.3

收益率曲线如何形变？

进一步地，研究“地产销售回暖”对于收益率曲线各处的冲击，我们

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_39827

