

周度经济观察

——政策微调，地产压力犹存

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021年11月23日

内容提要

近期央行在货币政策操作和表态层面的调整更多是边际微调，意在缓解经济下行压力，而非政策转折。

央行政策的微调难以完全对冲房地产行业面临的流动性压力。而随着今年底明年初房地产行业债务的大量到期，这一流动性压力将显著增加，进而推升房地产行业的违约风险，加速宏观经济的下滑。

在房地产相关政策出现转折之前，经济增速的下沉、流动性的边际宽松以及资金从房地产行业的流出将推动利率中枢下行。

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，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

一、货币政策基调边际转松

11月19日，人民银行发布了2021年三季度货币政策执行报告，对三季度货币政策操作及下一阶段操作思路做了总结和展望。

在经济层面，报告新增了“国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，保持经济平稳运行的难度加大”，相比二季度的“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，对短期经济的表述更加谨慎。

在货币政策层面，报告删去了二季度“坚决不搞‘大水漫灌’”以及“管好货币总闸门”的表述，不过仍然强调“保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。货币政策的表态转向宽松。

关于房地产的表述仍然是“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。”

我们倾向于认为近期央行货币政策的调整更多是边际宽松，而非趋势转折。未来在操作层面，我们可能看到银行间流动性环境的宽松，广义信贷和社融增速的企稳反弹，甚至央行再次启动降准。

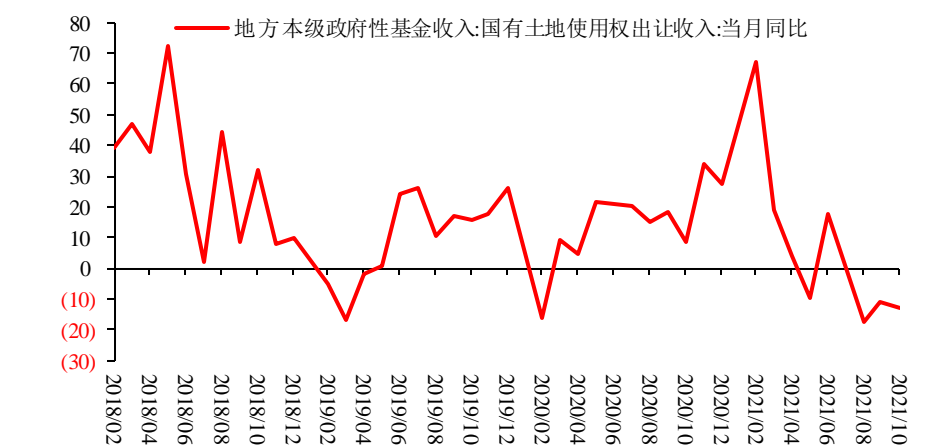
与三季度的宏观环境一致，当前经济增速的下行更多是一系列政策影响的结果，比如能耗双控政策大幅压低了高耗能行业的工业增速，同时高企的原材料价格抑制了中下游企业的需求；比如房地产政策的快速推进，导致房地产企业普遍面临巨大的流动性压力，这一压力最终在房地产实物量数据体现，对总需求形成

不小冲击；比如部分地区疫情防控政策的加码，延缓了消费和服务业的恢复，这一影响当前难以完全消退。

因此在房地产、能耗双控政策没有实质转向之前，货币政策的边际调整有助于缓解经济下行的压力、改善市场参与者预期，但难以改变经济下行的趋势。

从近期公布的商品房成交面积、土地出让金、高耗能行业物量和价格数据来看，房地产政策对实体经济的冲击在加剧，经济加速下行对上市公司盈利以及盈利预期的影响值得密切留意。

图1：地方政府土地出让收入当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、房地产政策的转折需等待

央行三季度货币政策执行报告发布后，权益市场小幅上涨，创业板指数涨幅明显；债券市场各期限利率均出现下行，市场对流动性边际宽松的预期升温。

从近期房地产行业信贷政策的放松、以及央行货币政策表述的变化来看，面对经济的下行，央行有意维持偏宽松的流动性环境，实际上这一表态在10月下旬以来央行的公开市场操作中已经有明确体现。不过对于房地产政策而言，央行延续了此前房住不炒，不以房地产作为短期刺激经济手段的基调。

在此背景下，我们倾向于认为近期央行货币政策的调整更多是边际微调，而非转折。两者的区别在于政策的力度，比如前者可能包含了降准的预期，但更大力度的降息可能不在微调的范围内；比如前者可能包含开发贷、按揭贷的积极投放，但不包括对全行业流动性的注入，以及三条红线、贷款集中度的调整。

因此这一政策表态对房地产行业的积极影响有限，市场在期待更大力度的房地产政策的转折。而现实的政策难题是，这一转折如果出现得过早，那么房地产行业去杠杆的效果将大打折扣，全行业高速债务扩张的模式并没有彻底扭转，债务无序扩张的企业没有得到惩治；而一旦政策转折出现得过晚，行业内部分清偿力尚佳的企业也会被广泛的流动性压力波及，上下游企业乃至宏观经济将会受到明显拖累，政策的成本可能会大幅增加。

从当前的情况来看，房地产行业面临巨大的流动性压力，预售资金监管的收紧快速放大了全行业的流动性缺口，而信托、理财、中资美元债市场的收缩进一步强化了这一趋势。近期央行在政策层面的微调难以完全对冲全行业的流动性缺口，而随着今年底明年初房地产行业债务的集中到期，现金流的压力将把更多企业推向违约的边缘。

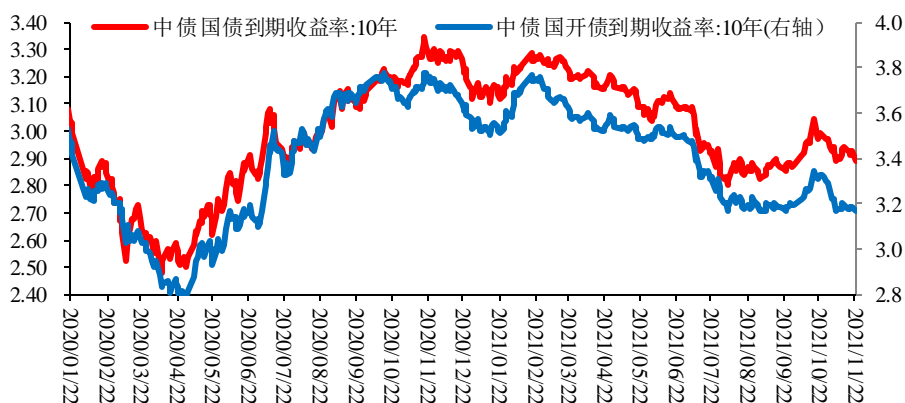
而更多企业债务的违约、房地产行业数据的恶化、以及宏观经济的减速，也将最终触发流动性政策的彻底转向，不过这一转向仍然需要等待。

在这一转向发生之前，房地产企业现金流的压力趋增，相应的房地产行业信用债偏弱的表现将延续，房地产权益市场指数上涨的持续性存疑。

不过在房地产行业债务得到限制的背景下，央行主动信贷的投放最终惠及广泛的其他实体企业及金融市场，推动企业资产负债表的修复以及投资活动的展开，并使得权益市场总体表现积极。

对利率市场而言，在最终的流动性政策转向之前，经济增速的下沉、流动性的边际宽松以及资金从房地产行业的流出将推动利率中枢小幅下行。

图2：10年期国债和国开债到期收益率，%

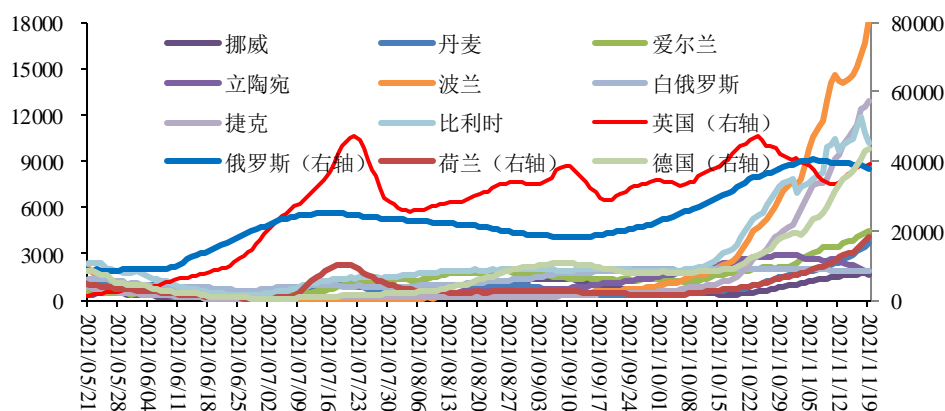


数据来源：Wind，安信证券

三、美国中期通胀预期升温

11月以来，随着天气转寒以及防疫措施的陆续解除，欧洲国家新增感染病例整体上升。尽管前期欧洲地区疫苗接种率较高，但考虑到疫苗有效性在接种半年后大幅降低等因素，部分国家进一步加大了防疫力度，如比利时、爱尔兰加强了社交隔离措施，而奥地利则成为了欧洲首个立法要求民众接种疫苗的国家。世界卫生组织也表示，如果不采取紧急行动，到明年3月，欧洲可能还会有50万人死于新冠病毒。

图3：部分高纬度国家新增感染病例，人



数据来源：Wind，安信证券

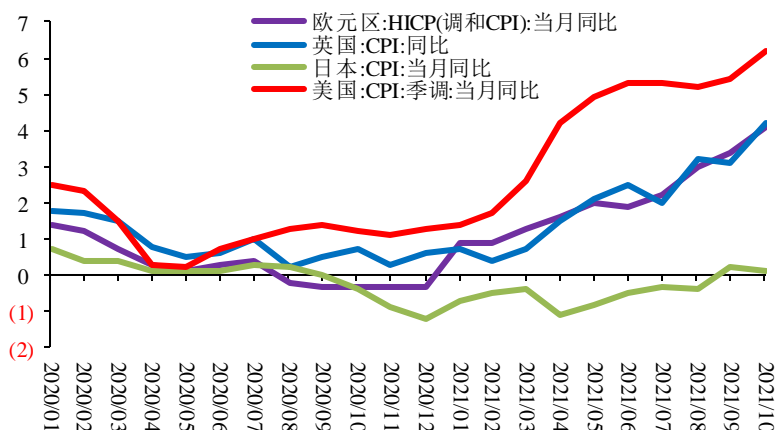
疫情的再度恶化以及封锁措施的加强，导致欧洲经济复苏的不确定性增加，进而使得欧元区货币政策正常化的节奏可能推迟。11月19日，欧央行行长拉加德称，考虑到能源的定价权偏全球化，欧央行的政策变化不足以应对供应链瓶颈等问题，因此面对通胀应更为耐心，在中期之内价格压力可能会回落，而过早收紧货币政策只会挤压居民部门收入。

同日，英国央行首席经济学家皮尔也表示对英央行将于12月议息会议开始加息的预期存疑，目前经济复苏遇到了障碍，而英央行并没有迅速解决通胀和供应链瓶颈的工具。英央行行长贝利则表示接下来将密切关注未来劳动力市场和薪资变化的情况。

尽管在能源价格、尤其是天然气价格大幅上升的背景下，欧元区和英国10月CPI双双突破4%的高点，但疫情的反复、防疫措施的加强，为经济复苏带来了更多的不确定性，这可能增加欧洲货币政策维持宽松的时间。

而在经济复苏偏慢、货币政策维持宽松的背景下，近期日本新任首相岸田文雄推出了新一轮政策刺激计划，财政支出高达 55.7 万亿日元(约合 4886 亿美元)，这可能也反映出日本的低通胀水平对政策空间的约束较弱。

图4: 欧元区、英国、日本和美国 CPI 当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

与欧洲、日本偏鸽派的政策基调不同，美联储官员近期的表态愈发鹰派。上周，美联储副主席克拉里达、理事沃勒、圣路易斯联储主席布拉德均表示可能将在 12 月中旬的议息会议上讨论加快 Taper 节奏。前两位拥有 FOMC 投票权，而后一位具有明年的投票权，显示出决策层提前收紧货币政策的聲音在增强。由于美联储 11 月的议息会议已经确定了 11-12 月的 Taper 节奏，即每月减少 150 亿美元

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_29916



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn