

周度经济观察

——政策转向稳增长，地产度过至暗时刻

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021 年 12 月 7 日

内容提要

本次政治局会议对经济政策的定调转向了稳增长。同时对房地产行业的表态趋于积极，地产融资的放松已经开启，这意味着房地产行业的至暗时刻已经过去。

伴随经济政策的全面转向，明年的宏观场景将从经济持续下滑切换至刺激政策出台、经济最终企稳。而这一场景的切换，将推动权益市场风格从成长转向消费、周期板块。

稳增长预期的兑现短期或导致市场小幅承压，但站在中期来看，流动性的逐步宽松，经济的稳步改善，这些力量将推动明年指数震荡上行。

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，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、政策转向稳增长，地产度过至暗时刻

12月召开的中央政治局会议指出要“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”，并强调“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”。在具体的政策层面，沿用了此前“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”的表述，新增了“促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力”。在房地产层面，会议提出“要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。

我们认为本次政治局会议对经济政策的定调更多转向了稳增长。实际上今年三季度GDP增速已经大幅回落，而当时政策并未出现明显转向，这或许表明四季度以来房地产市场的全面恶化是触发本次政策调整的主要原因。

在具体的抓手层面，消费刺激政策未来有望出台，房地产的信贷政策趋于宽松，央行的主动信贷投放将维持积极，流动性环境预计进一步宽松。

在中央政治局会议之前，12月3日恒大集团发布了无法履行担保责任的公告，广东省政府表示将向该集团派出工作组，以帮助应对债务危机。同时中国央行、证监会、银保监会、住房和城乡建设部表示，“恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张”，恒大债务问题“不会对我国银行业保险业的正常运行造成任何负面影响”，并指出“境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态”，政策上要“重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款”。

恒大事件的落定意味着房地产行业市场化出清的进程已经启动，这将为后续房地产行业债务的处置提供参照。

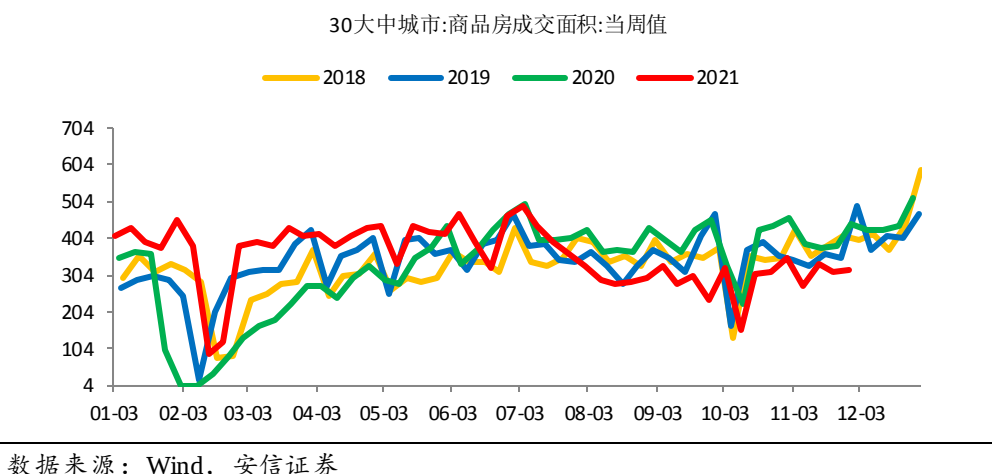
本次房地产行业流动性危机的催化剂来自于地方政府对预售资金监管的加强，而预售资金占房地产开发资金来源 50%左右，由于恒大出现违约风险，中央要求地方政府在保交楼层面承担主要责任，因此地方政府短时间内加强对预售资金的监管，进而导致房地产整个行业短时间内面临现金流大幅流出的压力，最终带来中资美元债、理财、信托等融资渠道的收缩甚至关闭。

当前开发贷、按揭贷、并购贷的放松边际上有助于改善房地产行业的融资环境。与此同时，政治局会议对房地产未提及房住不炒，更多强调“满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。这意味着尽管当前房地产行业的融资压力仍然较大，但是政策已经全面转向积极，房地产行业在融资层面的至暗时刻已经过去。

因此对房地产市场而言，拿地、投资、新开工数据可能从前期急剧回落的状态转入缓坡下行，其对宏观经济的影响仍然偏拖累。

往后看，伴随宏观政策转向稳增长，未来消费、房地产、流动性层面偏积极的政策将陆续出台，这意味着明年的宏观经济场景从经济持续下滑切换至经济最终企稳，甚至小幅回升。从节奏上来看，考虑到具体政策的出台、落地以及产生效果在时间上的滞后，预计经济增速的见底出现在明年年中。

图1: 30大中城市当周商品房成交面积, 万平方米



二、风格切换进行中

12月3日国务院总理李克强视频会见IMF总裁格奥尔基耶娃,提出“运用多种货币工具,适时降准,加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”。随后12月6日,中国人民银行宣布全面降准0.5个百分点,释放长期资金约1.2万亿元。

面对宏观经济的减速,本次降准有助于缓解实体经济融资压力,改善市场主体的预期,市场对其吸收已经相当充分。实际上,未来一段时间对市场影响最大的因素在于稳增长政策的进一步出台以及效果的显现。

从过往经验来看,政策的方向性变化对资产价格的影响巨大。2017年年底制定的去杠杆政策主导了2018年全年的股市走向,2018年年底去杠杆政策的纠偏对2019年股市形成主要支撑。

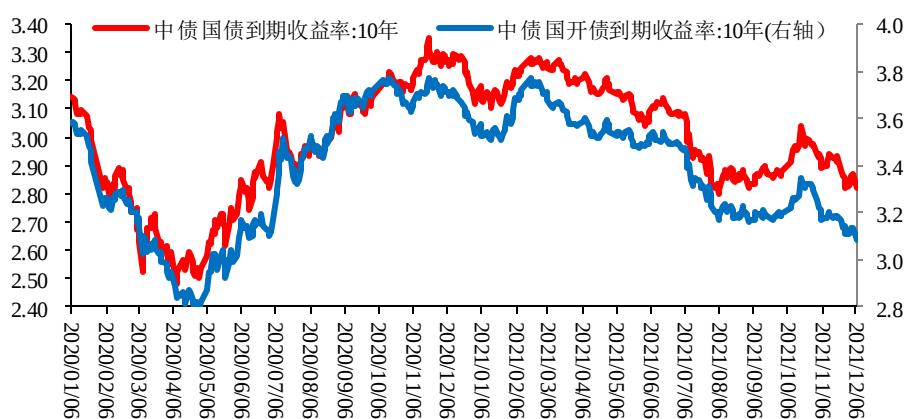
伴随明年的宏观场景从经济持续回落,切换至刺激政策出台、经济最终企稳。这意味着在盈利层面,消费、周期板块的相对优势将逐步提升,成长板块尽管景气度仍然较高,但其盈利的优势相比今年将逐步弱化,成长板块此前被市场赋予

的盈利确定性溢价或将下降。在宏观经济见底之前，刺激政策的持续出台，经济预期的逐步改善，将使得权益市场风格从成长更多转向消费、周期板块，这一过程已经启动。

对指数而言，稳增长预期的兑现或短期导致市场小幅承压，但站在中期来看，流动性的逐步宽松，经济的稳步改善，这些力量将推动明年指数震荡上行。

对债券市场而言，流动性环境的宽松无疑对市场形成支撑，但考虑到房地产融资政策的放松、经济预期的改善，债券市场收益率或将逐步转入震荡。

图2：10年期国债和国开债到期收益率，%



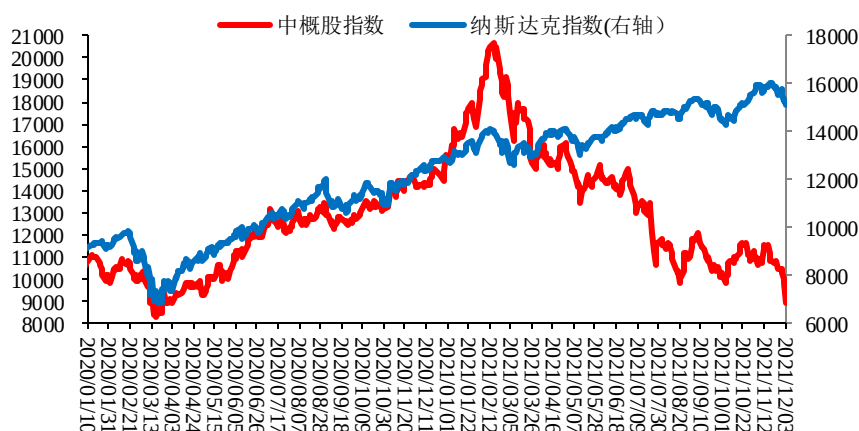
数据来源：Wind，安信证券

三、美国加息或提速

滴滴于上周四宣布，计划从美股退市并转赴香港上市。此举超出了市场对中美监管政策的预期。中概股指数于上周五应声下跌 9.1%，创 2008 年以来最大跌幅。而自年初以来，中概股指数成分股公司的总市值已跌去约 11000 亿美元。

考虑到监管主权、数据安全等方面的问题，未来中概股企业面对的不确定性或将持续上升。

图3：中概股和纳斯达克指数



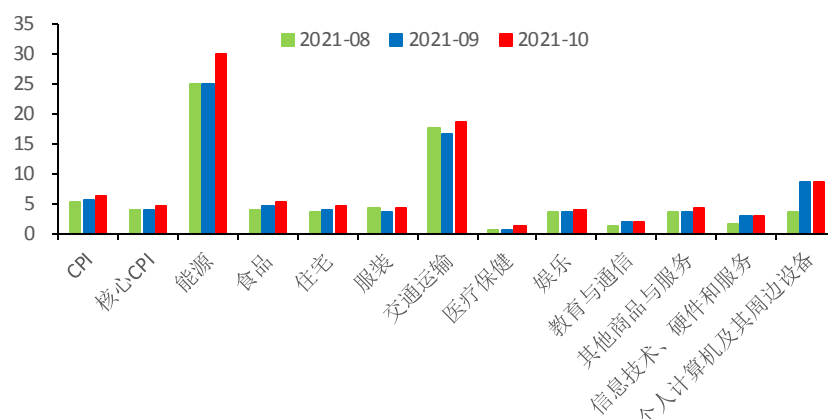
数据来源：Bloomberg，安信证券

美联储主席鲍威尔上周称，是时候放弃“暂时性通胀”的表述，先前未能完全考虑供应链瓶颈和劳动力短缺对通胀持续性的影响，预计将在12月15日的议息会议上讨论加快Taper相关事宜。

鲍威尔的偏鹰派表态，一方面可能与其最终连任美联储主席有关，另一方面也受到10月美国通胀数据超预期的影响。近期多名美联储官员、以及海外机构表达了对通胀的担忧，相应地，鲍威尔也在政策层面释放了加快收紧货币政策的信号。

考虑到拜登政府当前的支持率偏低与高通胀密切相关，面对明年年末的中期选举，拜登政府或将重点致力于推动通胀在明年下半年回落，而这要求占CPI比重较高的价格分项，例如住房、能源、交通的价格表现保持稳定。当前美国已采取联合其他国家投放原油储备等稳价措施，而在稳定通胀预期方面则更需要货币政策的调整。

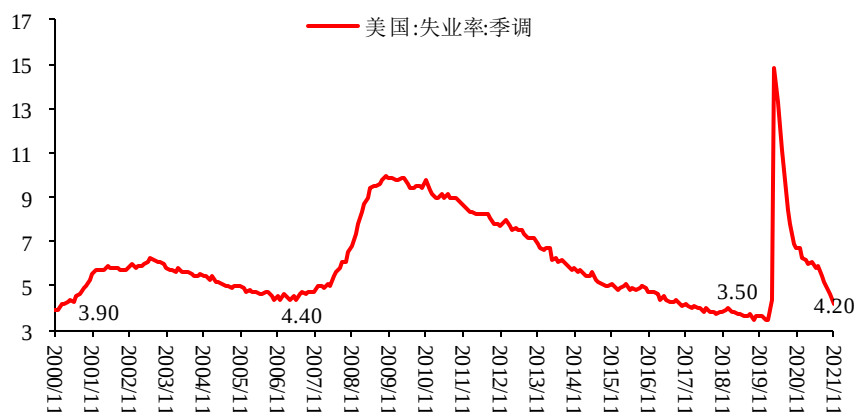
图4: 美国 CPI 分项当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

尽管美国 11 月非农就业新增人数低于市场预期, 仅录得 21 万人, 零售业、休闲和酒店业表现不佳, 但失业率 (4.2%)、劳动参与率 (61.8%) 的回升意味着就业市场的恢复仍在进行。

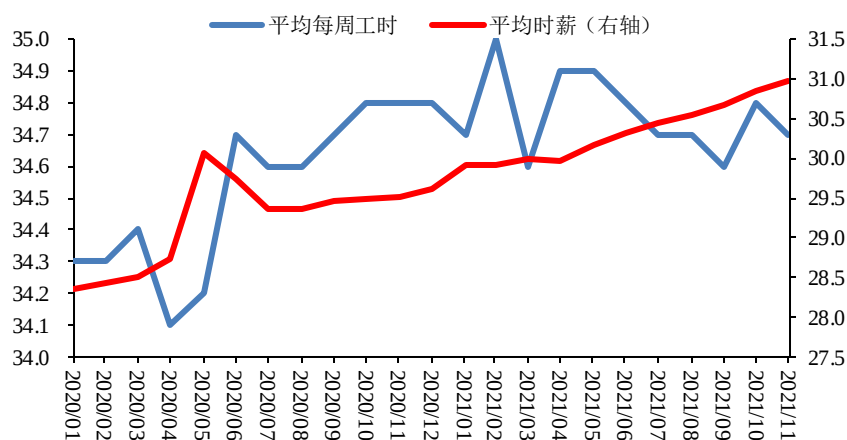
图5: 美国失业率, %



数据来源: Wind, 安信证券

居于高位的职位空缺率 (6.6%) 以及时薪增长的持续性 (环比 0.4%), 显示出劳动力供需仍然维持偏紧的局面, 不利于供应链瓶颈的缓解。而正如鲍威尔所言, 供应问题并非宽松的货币政策所能够应对和解决, 因此非农就业偏弱的表现难以改变市场对美联储加快 Taper 节奏的预期。

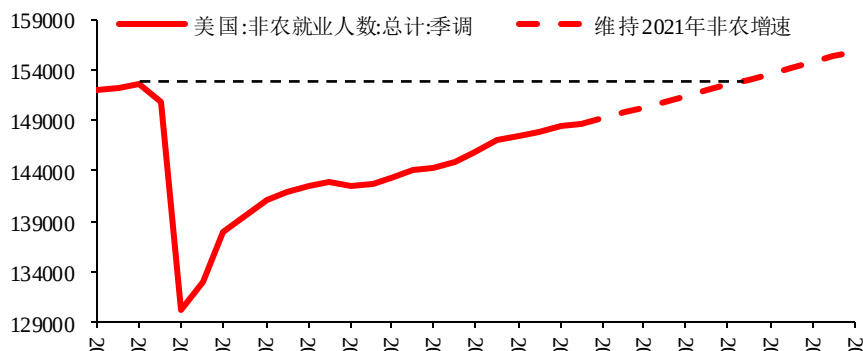
图6：美国非农就业平均每周工时和平均时薪，美元，小时



数据来源：Wind，安信证券

考虑到疫情对就业市场的冲击可能存在永久性的影响，例如提前退休、偏好非接触型或线上办公岗位等，衡量充分就业的基准或许被调低，满足政策退出的就业市场恢复时点或许进一步提前至年中。

图7：美国非农就业总人数与预测值，千人



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_30765

