

2020 年 07 月 19 日

消失的“地产周期”

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

● **稳增长明确“重基建、轻地产”，地产对经济支持的持续性，可能不及基建**

伴随一二线城市地产快速升温，市场对地产回暖持续性、对经济拉动效应等关注较多。5月以来，地产市场加快回暖，尤其是部分热点城市明显升温。例如，南京、杭州等热点二线城市，金华、温州、绍兴等热点三线，5月以来日均商品房成交面积同比增长超过4成。地产回暖能否持续、对经济的支持等，引发关注。

传统周期阶段，一二线地产明显升温、带动三线及以下地产改善，是经济复苏的重要拉动。2016年前，不同能级城市间的地产市场表现存在明显轮动规律，表现为一二线城市率先回暖、带动三线及以下城市滞后改善，并带动广义地产链经济活动复苏。这一轮动规律，与传统周期阶段全国层面的地产周期性调控密切相关。与过往大不相同，近年来地产调控思路明显转变，不同能级城市间的传导已明显弱化。2016年底首次提出“房住不炒”以来，中央层面地产调控思路始终是“房住不炒”；地方在此基础上，“因城施策”甚至“一城一策”进行微调。这一背景下，一二线和三四线城市间、甚至三四线城市内部，地产政策明显分化，市场表现大为不同；城市间传导已经弱化，总量地产的周期特征、对经济拉动也在减弱。

中短期来看，广泛存在的三线及以下城市，地产压力或持续存在、将掣肘总量层面改善空间。三线及以下城市，占全国地产销售的8成左右、投资的6成左右，在较大程度上决定地产总体走势。疫情冲击下，这类城市低收入群体占比过半、就业受影响较为显著，对居民购房能力产生明显制约。与此同时，近年来伴随棚改规模缩减，普通三四线房价上涨预期也在弱化，非刚需购房意愿可能也在下降。

一二线及都市圈强三线，在稳增长外溢效应下、短期改善态势或将延续；但稳增长明确“重基建、轻地产”下，地产对经济支持的持续性可能不及基建。本轮稳增长着重在基建领域发力，而“房住不炒”并未实质性松动；近期杭州、深圳等热点城市，还进一步收紧调控。向后展望，地产对经济支持仍存一定不确定性；而下半年广义财政加快支出下，基建投资持续性、对经济支持等，值得继续关注。

● **高频数据：菜价下跌，猪肉价延续上行，人民币对美元升值，商品价格均上涨**

【通胀观察】蔬菜价格下跌，猪肉批发价上涨。28种蔬菜平均批发价环比下跌2.1%，至4.22元/公斤；猪肉平均批发价环比上涨1.1%，至48.53元/公斤。

【汇率表现】美元指数继续回落，人民币对美元升值。上周美元指数下跌0.68%，周五收于96.01。美元兑人民币汇率收于7.00，人民币对美元周环比升值0.1%。

● **中观行业：商品房成交面积减少，钢材、玻璃价格上涨，国际原油结算价走高**

【下游】商品房成交面积减少，土地市场量价齐跌。30城商品房成交面积降19%，一、二、三线城市商品房成交面积均回落；土地成交溢价率涨2.3个百分点。

【中游】水泥价格下跌，钢材、玻璃价格上涨。Myspic钢价综指周环比上涨0.5%，水泥价格下跌0.6%、玻璃价格上涨1.8%；橡胶价格7900元/吨，较前周下跌6%。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-进口数据与内需逻辑的印证》-2020.7.14

《宏观经济专题-信用修复，远未结束》-2020.7.14

《宏观经济点评-2020年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”》-2020.7.13

目 录

1、国内热点	4
1.1、消失的“地产周期”	4
2、高频数据跟踪	9
2.1、通胀观察：蔬菜价格下跌，猪肉平均批发价格延续上行趋势	9
2.2、汇率表现：美元指数继续回落，人民币对美元升值	10
2.3、大宗商品：商品期货价格均上涨，金属指数领涨	10
3、中观行业跟踪	11
3.1、下游：商品房成交面积减少，土地市场量价齐跌	11
3.2、中游：钢材、玻璃价格上涨，水泥价格继续下行	13
3.3、上游：原油结算价上涨，有色金属价格大幅走高多数下跌	15
4、风险提示	16

图表目录

图 1：5 月以来，热点城市地产销售快速回暖	4
图 2：部分热点二三线城市，地产市场景气明显升温	4
图 3：传统周期下，一二线地产回暖、带动低线城市改善	5
图 4：传统周期下，地产销售对经济复苏有一定领先作用	5
图 5：“因城施策”下，一二线向低能级城市的传导弱化	6
图 6：不同能级城市之间房价，轮动规律也不复存在	6
图 7：疫情影响下，居民就业和收入明显承压	6
图 8：疫情影响下，居民购房预算也发生变化	6
图 9：三线及以下城市，半数以上为低收入群体	7
图 10：三线及以下城市的低收入群体，就业受影响最大	7
图 11：低线城市地产销售占比约 6 成、投资约 8 成	7
图 12：主要省份 2020 年棚改规模进一步收缩	7
图 13：近期，主要城市首套房贷平均利率有所回落	8
图 14：2020 年上半年，房企拿地倾向长三角热点城市倾斜	8
图 15：2020 年 7 月，部分热点城市开始收紧调控	8
图 16：本轮稳增长，着重在基建领域发力	8
图 17：4 月以来，基建投资修复进度领先	9
图 18：下半年广义财政支出增速或明显抬升	9
图 19：农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价	10
图 20：农业部猪肉平均批发价	10
图 21：美元指数回落	10
图 22：人民币对欧元贬值	10
图 23：30 大中城市商品房成交面积环比下降	11
图 24：30 大中城市商品房一线城市成交面积回落	11
图 25：30 大中城市商品房二线城市成交面积回落	12
图 26：30 大中城市商品房三线城市成交面积回落	12
图 27：100 城供应土地占地面积当周值下降	12
图 28：100 城供应土地挂牌均价当周值下降	12

图 29: 100 城住宅类用地成交土地溢价率上涨	13
图 30: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降	13
图 31: 钢价、线材、长材价格指数上涨	13
图 32: 全国高炉开工率回落	13
图 33: 水泥价格指数下跌	14
图 34: 玻璃价格指数上涨	14
图 35: 长江有色市场铜价格上涨、铝价格下降	14
图 36: 长江有色市场铅价格下降、锌价格上涨	14
图 37: 上期所铜库存上升	15
图 38: 上期所铅库存上升	15
图 39: 动力煤价格下跌	15
图 40: 全国焦炉生产率上涨	15
图 41: 原油期货结算价格上涨	16
图 42: LME3 个月铜价格上涨	16
表 1: 2016 年以来, 中央层面地产调控的思路始终是“房住不炒”	错误!未定义书签。
表 2: CPI 食品分项同比涨幅普遍扩大	10
表 3: 商品期货核心品种多数上涨	11
表 4: 玻璃、铁矿石、白银指数领涨	11

1、国内热点

1.1、消失的“地产周期”

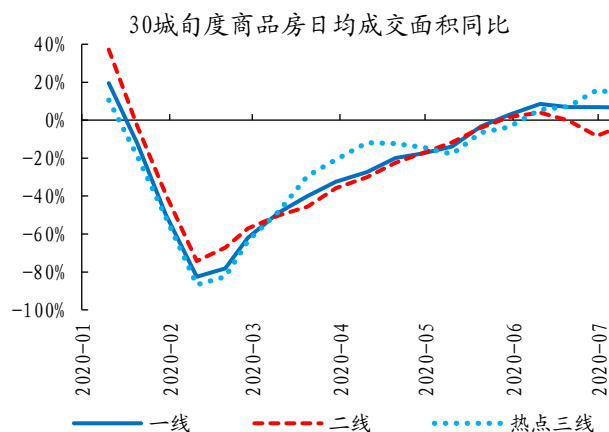
事件：1—6 月份，商品房销售面积 69404 万平方米，同比下降 8.4%。

（资料来源：国家统计局）

点评：

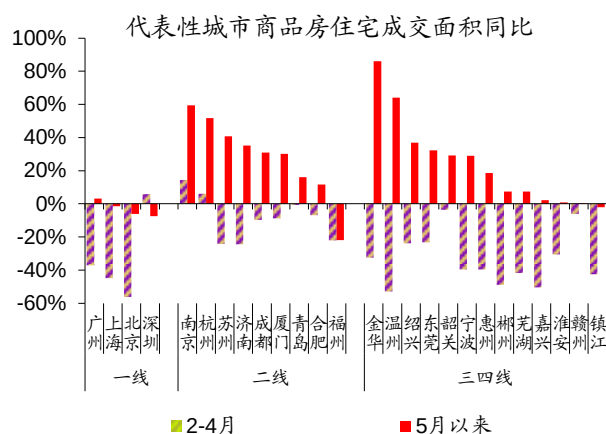
5 月以来，部分热点一二线城市地产销售快速回暖，市场对其持续性、经济拉动效应等，关注较多。5 月以来地产市场加快好转，全国商品房销售面积 5 月恢复增长、同比增速 9.7%，6 月同比增长 2.1%。其中，一二线和部分热点三线城市，疫后回暖尤为显著；例如，南京、杭州等热点二线，5 月以来日均成交面积同比增速超过 40%，金华、温州、绍兴等热点三线，5 月以来日均成交面积同比增速超过 30%。热点城市地产快速升温，市场对此关注度明显上升。

图1：5 月以来，热点城市地产销售快速回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

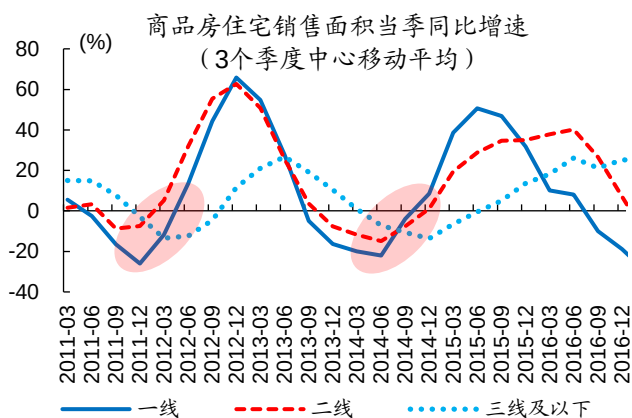
图2：部分热点二三线城市，地产市场景气明显升温



数据来源：Wind、开源证券研究所

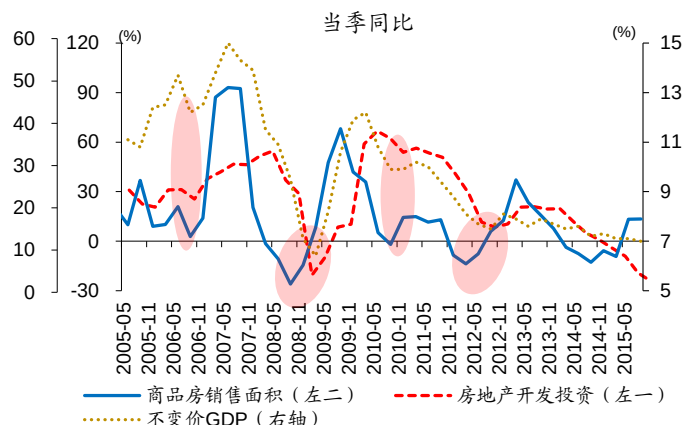
传统周期下，一二线地产明显回暖、带动三线及以下城市地产景气改善，是经济复苏的重要拉动。2016 年前，不同能级城市之间的房地产市场表现存在明显的轮动规律，表现为一二线城市率先回暖、带动三线及以下城市滞后改善，在量、价层面都有体现。不同能级城市轮动下，全国层面地产景气出现回升，由销售端向投资端传导，并带动家电、建材、机械等地产链相关需求，成为经济复苏的重要拉动。

图3：传统周期下，一二线地产回暖、带动低线城市改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：传统周期下，地产销售对经济复苏有一定领先作用



数据来源：Wind、开源证券研究所

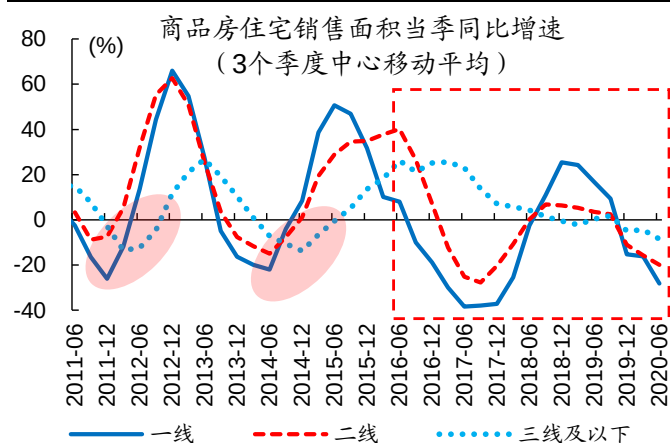
不同于传统阶段，近年来地产调控思路转向“因城施策”，一二线向三线及以下城市的传导已经明显减弱。传统周期下，不同能级城市的轮动规律、总量地产的周期特征，与地产政策的全局性、周期性调整密切相关。2016年底中央首次提出“房住不炒”以来，地产政策思路明显变化；中央层面的地产调控思路始终是“房住不炒”，地方“因城施策”、“一城一策”进行调整，助力“稳房价、稳地价、稳预期”。

“因城施策”背景下，一二线和三线及以下城市，市场表现明显分化，轮动规律也在明显弱化。

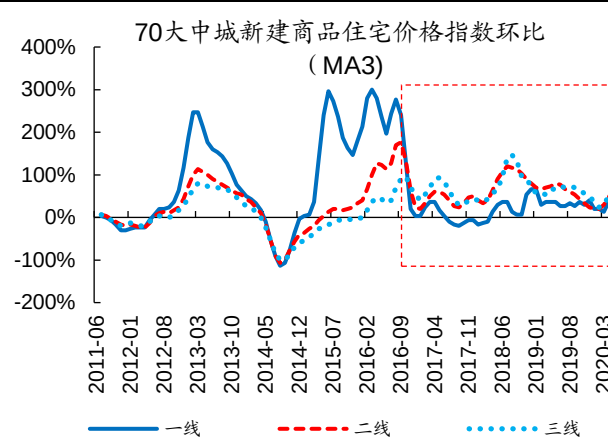
表1：2016年以来，中央层面地产调控的思路始终是“房住不炒”

南华综合指数		南华工业品指数
2016.12	中央经济工作会议	首次提及，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的长效机制。
...		
2020.2	2019年四季度货币政策执行报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
	金融市场工作电视电话会议	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。
2020.3	金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020.4	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020.5	政府工作报告	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

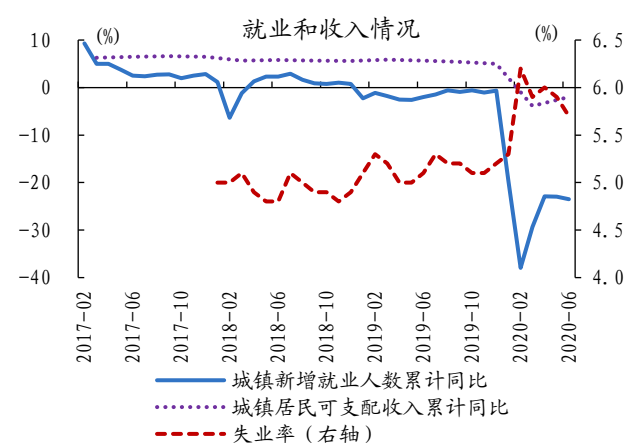
图5：“因城施策”下，一二线向低能级城市的传导弱化


数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

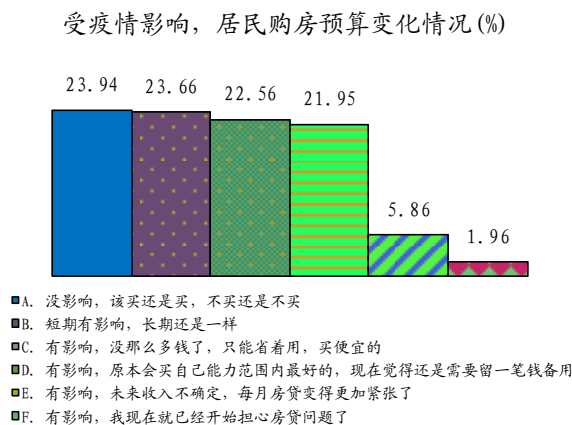
图6：不同能级城市之间房价，轮动规律也不复存在


数据来源：Wind、开源证券研究所

疫情冲击下，不同能级城市居民收入受到的影响不尽相同，普通三四线居民收入压力更大、制约购房能力。年初以来新冠肺炎的爆发，对居民就业和收入影响显著，并对7成左右居民的购房预算产生影响。不同能级城市，居民收入受疫情影响并不相同，购房能力可能受影响也有差异。一二线城市，居民收入相对较高、就业需求相对较快，而普通三四线城市居民绝大多数为低收入群体、就业和收入等受疫情影响较为显著，或将对居民加杠杆的意愿和能力产生明显制约。

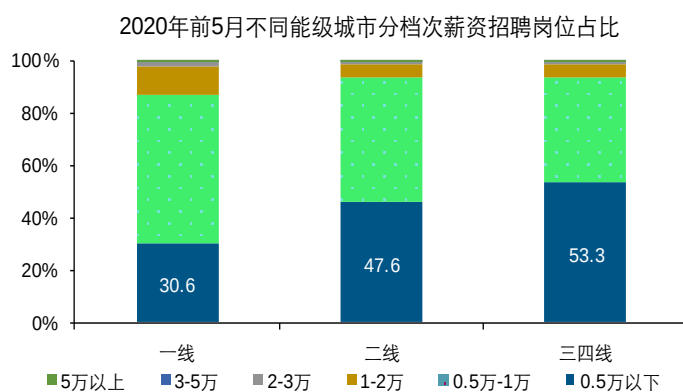
图7：疫情影响下，居民就业和收入明显承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：疫情影响下，居民购房预算也发生变化


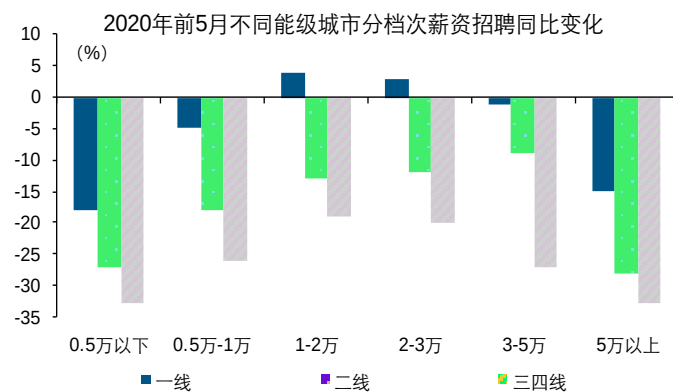
数据来源：易居、开源证券研究所

图9：三线及以下城市，半数以上为低收入群体



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

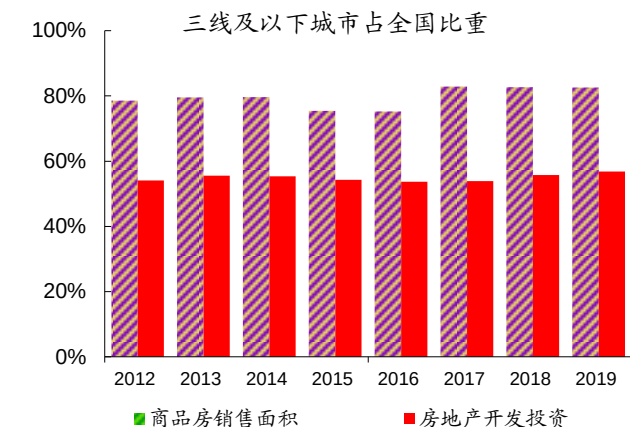
图10：三线及以下城市的低收入群体，就业受影响最大



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

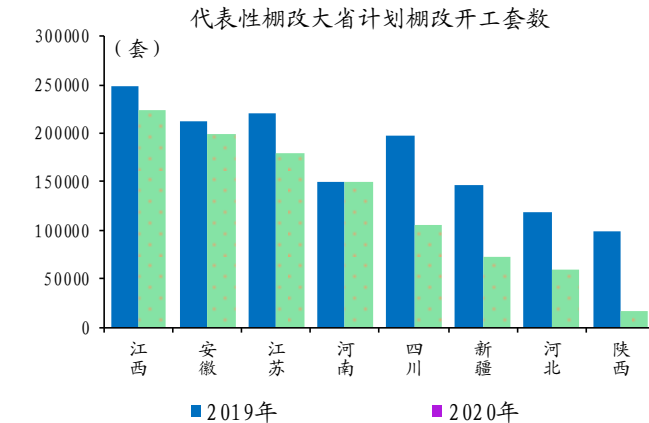
中短期来看，占比过半的低能级城市，地产压力可能还将持续存在，对总量层面的地产修复空间形成掣肘。三线及以下城市，占全国房地产销售的8成左右、投资的6成左右，在较大程度上决定地产总体走势。2016-2018年中，普通三四线城市地产量价表现较好，在较大程度上得益于棚改及货币化安置等的提振。2018年中起，棚改货币化安置方式逐步退出，2019年起棚改开工规模逐年减少，普通三四线城市的需求和涨价预期有所减弱。疫情制约居民购房预算、房价预期减弱等背景下，三线及以下城市地产销售或将持续承压，并对全国层面的地产修复空间形成掣肘。

图11：低线城市地产销售占比约6成、投资约8成



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

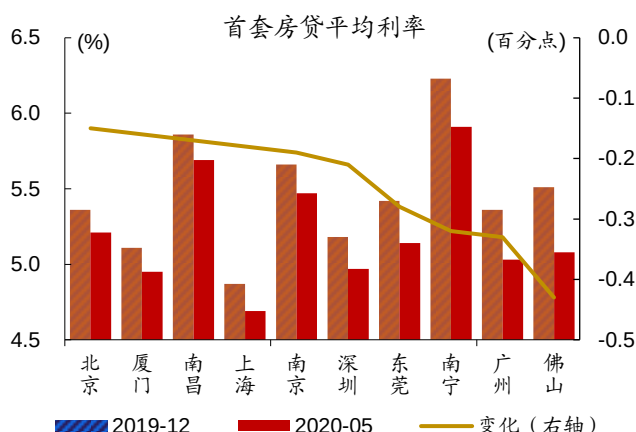
图12：主要省份2020年棚改规模进一步收缩



数据来源：地方政府网、开源证券研究所

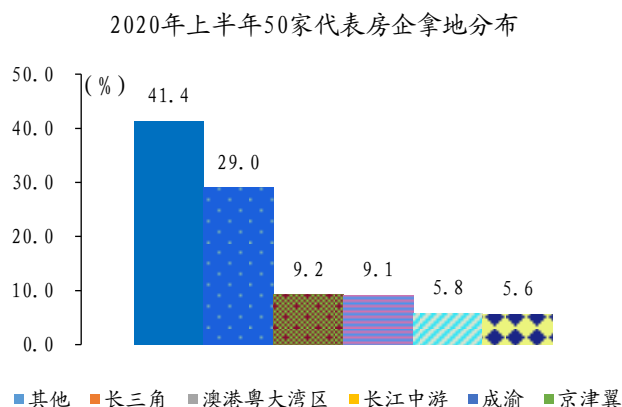
一二线及都市圈强三线城市，在稳增长外溢效应下，地产改善态势或还将延续、对经济形成结构提振。一二线和都市圈三线城市，人口和产业基础较好，住房需求旺盛，本身地产修复的基础较为坚实。与此同时，一二线城市房价较高、房价上涨预期持续存在、对利率变化等较为敏感。稳增长加码背景下，部分热点城市在稳增长外溢效应下，房贷利率出现一定回落，对地产修复形成一定提振。地产销售分化背景下，房企拿地重心已在持续向一二线及都市圈热点三线城市倾斜，后续投资等或对区域经济形成结构提振。

图13: 近期, 主要城市首套房贷平均利率有所回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2020年上半年, 房企拿地倾向长三角热点城市倾斜



数据来源: 中国指数研究院、开源证券研究所

本轮稳增长“重基建、轻地产”，在“房住不炒”的大背景下，地产对经济的支持可能不及传统周期阶段。3月以来，政策重心从疫情防控转向扩大内需，并呈现明显结构特征，着重在基建领域发力，而在房地产领域，“房住不炒”并未实质性放松。7月以来，杭州、东莞、宁波和深圳等前期土地市场和商品房销售升温过快的热点城市，已通过限购、限价等方式，大力收紧地产调控、平抑房地产市场波动。重基建、轻地产的稳增长背景下，地产投资对经济支持的持续性，可能不及传统周期阶段。

图15: 2020年7月, 部分热点城市开始收紧调控

日期	城市及政策	具体内容
7月2日	杭州《关于进一步明确商品住房公证摇号有关要求》	高层次人才家庭在杭州只能享受一次优先购房资格，并且自房屋网签之日起，5年内不得上市交易；进一步加大了新建商品住房公证摇号公开销售对“无房家庭”的倾斜力度。
	东莞《关于进一步加强商品住房预售管理的通知》	加强商品住房销售价格指导，明确同地区新房房价3个月涨幅不得超过10%，且同幢新房每套均价差不宜超过20%等。
7月6日	宁波《关于进一步保持和促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	从严格管控房价、地价，保持土地市场平稳；扩大限购区域范围；强化金融政策监管，要求严格执行差异化个人信贷政策、严格执行工程竣工后发放住房按揭贷款政策等。调整户籍居民购房条件，在本市落

图16: 本轮稳增长, 着重在基建领域发力

日期	会议/部委	政策措施
2月12日	政治局常委会	要聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目。
2月21日	政治局常委会	加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。
2月23日	县团级以上干部会议	要扩大地方政府专项债券发行规模，优化预算内投资结构。要积极主动扩大国内有效需求，加快在建和新开工项目建设进度。
3月4日	政治局常委会	要选好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。
3月17日	国务院常务会议	把推进重大投资项目开工作为稳投资、扩内需重要内容，抓紧帮助解决各类重大项目建设问题，加快施工进度。
3月27日	政治局会议	加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设。加大脱贫攻坚项目开工复工进度。

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_3778

