



执笔人：张斌 张佳佳 钟益

房地产的宏观经济学

■ 运行环境：外部经济下行，美联储降息；广义信贷增速下行，广义政府支出增速下行；人民币破 7，外汇市场运行相对平稳

- 本轮全球经济景气周期自 2018 年 2 季度以后开始高位回落，目前仍在途中。2019 年 3 季度摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业 PMI 均值分别为 51.4 和 49.5，分别较 2 季度均值降低 0.1 和 0.4 个百分点，全球贸易也随之减速。美联储采取预防性降息。
- 广义信贷规模存量 3 季度末（社会融资规模-股权融资+国债+地方政府一般债）同比增速为 10.9%，较 2 季度末下降 0.6 个百分点。其中，非金融企业（包括地方融资平台）广义信贷存量同比增速为 8.3%，较 2 季度末上升 0.3 个百分点；政府和居民广义信贷存量同比增速为 14.7%、16.0%，分别较 2 季度末下降了 4.8 和 1.1 个百分点。
- 定义“广义政府支出=公共财政支出+全国政府性基金支出-财政预算内与民间投资的基建支出”。8 月末，广义政府支出累计同比增速为 11.5%，较 2 季度末下降 0.9 个百分点。
- 人民币破 7，人民币汇率弹性上升，银行代客结售汇小幅逆差，外汇市场运行相对平稳。

■ 运行特点：主要矛盾是需求不足，经济运行低于潜在增速

- 猪肉为代表的肉类价格上升带动 CPI 上行，核心 CPI 和 PPI 下行。与过去几轮的 CPI 上行不同，此轮 CPI 上行的原因并非需求旺盛，而是供给冲击。
- 结合核心 CPI、PPI、PMI、劳动力市场、企业盈利等组合指标来看，当前经济运行的主要矛盾是需求不足，低于潜在增速。

■ 展望与应对：经济内生增长动力孱弱，扩大总需求需要落实在信贷增长

- 外部经济仍在探底过程，出口仍将低迷。广义信贷增长面临众多掣肘，内部需求孱弱。
- 扩大总需求需要激发信贷需求，需要落实在以下几个方面：及时调整利率、正常化房地产调控、理顺基建项目融资来源、加快都市圈建设、流动人口落户相关政策支持。

■ 专题：房地产的宏观经济学

- 住房市场化改革以来新增住房供应持续大幅提高，新增住房越来越向京广和京九线沿线城市集中，西部个别中心城市新增住房也保持了大幅提高。
- 经过价格水平调整后的真实房价上涨过快，超过了大多数其他发达国家工业化高峰期的平均真实房价涨幅。中低收入购房者面临的房价收入比过高，一线城市尤甚。
- 住房供给弹性成为刻画城市特征的关键因素。一线城市住房供给缺乏弹性，生产率/收入提高导致了房价和城市生活成本更加剧烈的上升，人口流入和城市扩张放缓，成为瓶颈



城市；部分二线城市在城市竞争中处于有利地位，生产率进步较快，住房供给相对富有弹性缓解了生产率提高带来的房价上涨压力，人口流入加速，成为扩张城市；众多中小城市在城市竞争中处于不利地位，生产率进步受阻，住房供给虽具有弹性且房价不高，还是难以留住产业和吸引人口，成为空巢城市。

- 房地产市场的需求端，主导力量是生产率引力，人口流向城市当中生产率更高的工业和服务业部门；对服务类需求提升引致的居住消费升级、住房抵押贷款的普及和家庭小型化对住房需求增长的影响日渐扩大。债务主导型的金融体系和缺少个人养老金账户强化了房地产的金融资产属性和投资需求。对房地产市场需求端的各种政策管制在特定时间内限制了房地产需求。
- 房地产市场的供给端，主导力量是住宅土地供给，特大城市都市圈的基础设施和公共服务配套不到位制约了特大城市的住房供给改善。保障房建设增加了整体房地产市场的供给，分布与人口流向不一致。
- 开发商对市场预期更加谨慎，在房地产市场集中度提升的共同作用下，囤地囤房不再流行，加快周转成为主流，这有助于压平房地产投资和价格波动幅度。
- 房住不炒，立足点是发展权益类资本市场和个人养老金，降低房地产的金融资产投资属性。囤地囤房不再流行的环境下，对开发商贷款的过度限制不仅没有必要，而且会遏制供给和抬高房价。
- 遏制高房价，立足点是（1）增加特大城市和一线城市住宅用地供给；（2）提高大都市圈的公共基础设施和公共服务，实现郊区对中心城区的替代；（3）对特大城市低收入群体的住房基本保障措施。
- 房价上涨改变了企业面临的要素相对价格，对企业经营带来了较大的调整压力，然而考虑到企业的各种应对措施以后，房价上涨对真实产出的负面影响有限，影响程度取决于要素市场流动性。房价上涨带动住房供应上升，推动城市化进程并带来规模经济效应，对企业发展带来了新的机遇。综合来看，房价上涨与企业经营之间的关系因城市而异。
- 房价上涨改变了居民生活中各种支出的相对价格，对住房和其他消费品替代弹性较低的家庭将不得不因为高房价减少其他消费开支。房价上涨带动住房供应上升，推动城市化进程并带来规模经济效应，对收入和消费有促进作用。综合考虑，房价上涨与消费之间的关系因城市而异。
- 住房供给弹性是房价上涨对企业经营和居民生活影响的关键。给定生产率进步，住房供给富有弹性意味着房价上涨得到缓解的同时企业和居民得到更多发展机遇，缺乏弹性则意味着高房价得不到遏制且难以收获规模经济收益。



外部环境：全球经济继续回落，美联储降息

全球经济景气度继续回落。本轮全球经济景气周期自 2018 年 2 季度以后开始高位回落。2019 年 3 季度，摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业 PMI 均值分别为 51.4 和 49.5，分别较 2 季度均值降低 0.1 和 0.4 个百分点。除巴西外，各主要经济体制造业表现不佳：美国、日本、欧元区、印度以及俄罗斯等主要经济体制造业 PMI 均显著下行。



图1 摩根大通全球制造业 PMI

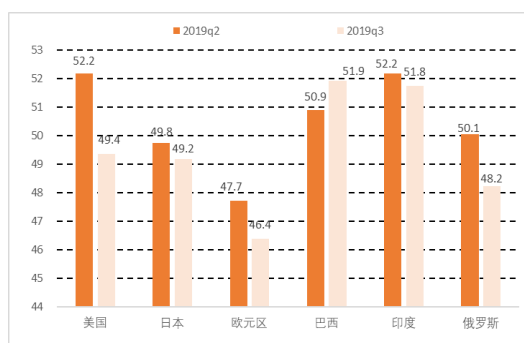


图2 全球主要经济体制造业 PMI

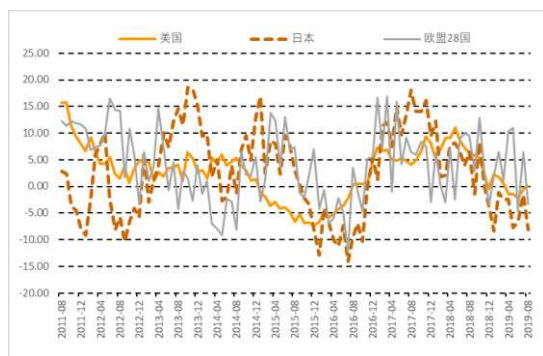


图3 主要发达经济体出口同比增速

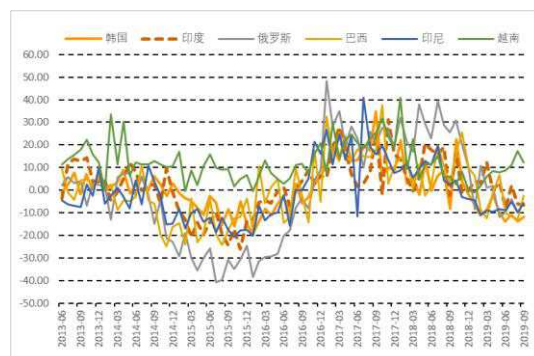


图4 主要新兴市场出口同比增速

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

全球贸易增速回落。主要发达经济体中，美国 7、8 月出口同比增速均值为 -0.3%，比今年 2 季度均值少降了 1.4 个百分点；日本 7、8 月出口同比增速均值为 -4.9%，比 2 季度均值少降了 0.7 个百分点；欧盟 7、8 月出口同比增速为 1.6%，较 2 季度均值降低了 4.0 个百分点。主要新兴经济体中，印尼和越南 3 季度出口同比增速好于 2 季度，韩国、印度、俄罗斯和巴西 3 季度出口同比增速较 2 季度明显回落。

大宗商品价格下跌。CRB 大宗商品价格综合指数从今年 2 季度末的 412 下降至 3 季度末的 386。3 季度原油价格波动加剧：7-8 月，OPEC 执行减产提振油价，



但全球经济放缓以及全球原油需求减弱抑制油价上涨，最终体现为原油价格小幅震荡下跌。9月，沙特关键原油生产设施遭到袭击，一度大幅推高了国际油价。随着沙特产能恢复，石油价格也逐步回落。截至2019年3季度末，布伦特原油现货价格为61.1美元/桶，期货价格为60.8美元/桶，分别比2季度末下跌了8.0%和8.7%。3季度，随着供应企稳以及需求趋缓，铁矿石价格回落。有色金属价格持续下跌，其中LME铜下跌3.7%，LME铝下跌4.0%，LME锌下跌6.9%；国际农产品价格回落，其中CBOT大豆价格下跌1.8%，CBOT玉米价格下跌10.1%，CBOT小麦价格下跌6.0%。全球经济复苏存在的不确定性仍然使大宗商品价格面临压力。

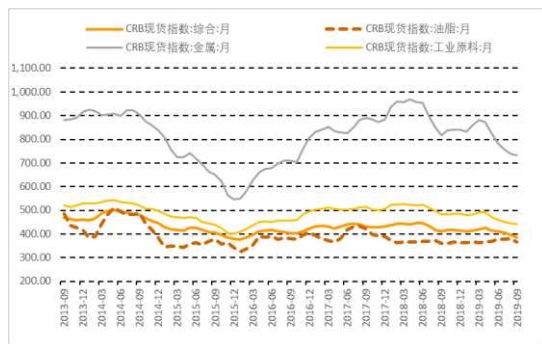


图5 CRB大宗商品价格指数

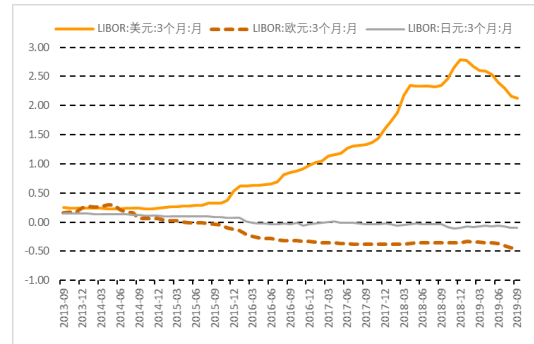


图6 主要货币的银行间市场利率

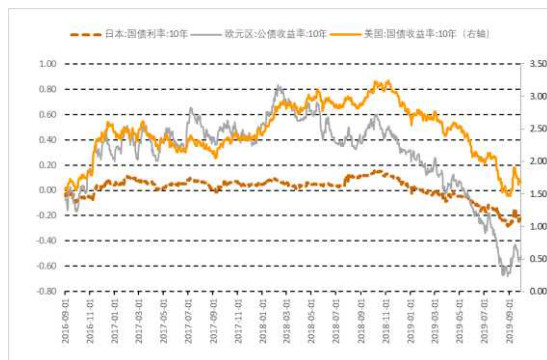


图7 主要经济体十年期国债利率



图8 美元指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

中美贸易争端跌宕起伏。7月9日、18日，中国国务院总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就落实两国元首大阪会晤共识及下一步磋商交换意见。7月30-31日，国务院总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在上海举行第十二轮中美经贸高级别磋商，中美经贸关系短期缓和。然而8月1日，美国总统特朗普发表推特称拟将于9月1日起对3000亿美元中



国输美商品加征 10%关税。8 月 6 日，美国财政部宣布将中国列为“汇率操纵国”，贸易争端有进一步升级态势。8 月 24 日，美国总统宣布将之前对 2500 亿美元中国商品加征关税的税率从 25%提高到 30%，对另外 3000 亿美元中国商品加征关税的税率从 10%提高至 15%，中美经贸关系再陷低谷。随后，10 月 10 日-11 日，中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，市场普遍认为会议取得了预期成果，中美贸易争端缓和。

美联储降息。北京时间 8 月 1 日，美联储公布议息会议最新利率决议，宣布下调联邦基准利率 25 个基点，这是美联储自 2008 年以来的首次降息。美联储提前决定结束缩表，从 8 月 1 日起停止减持所持 3.6 万亿美元债券，较原计划提前了两个月。9 月 18 日，美联储宣布了年内的第二次降息，通胀压力减弱、贸易政策不确定性和全球经济增长疲弱是了美联储降息的主要原因，但在公布的 9 月议息会议纪要暴露了内部政治分歧较大。多位与会官员表示，投资支出、制造业生产和出口方面长期疲软的情况已经更加明显，企业可能会因此减少招聘，这将削弱美国经济增长的主要引擎消费者支出，最近几个月的模型显示中期内衰退的可能性正在上升。波士顿联储主席罗森格伦等少数官员则认为，美国经济前景并未给降息提供依据，失业率处于近 50 年低位，目前的不确定性不会使美国经济扩张脱轨，没有必要进一步放宽政策。美联储主席鲍威尔当地时间 10 月 9 日表示，美联储将很快恢复购买国债，以扩大其资产负债表，希望借此防范最近短期借贷市场的混乱局面重演。他强调，这一行动并不意味着美联储重启“量化宽松”。鲍威尔的讲话强化了市场对美联储“降息+扩表”的预期。2019 年 9 月，美国 CPI 同比 1.7%，核心 CPI 同比 2.4%；失业率保持在低位，3 季度末季调后失业率为 3.5%。

美元指数上涨，发达经济体长期国债收益率显著下降。美元指数从今年 2 季度末的 96.2 震荡上行至 3 季度末的 99.4。美元 LIBOR 继续回落，2019 年 9 月均值为 2.13%，比 2019 年 6 月低 27 个基点，日元和欧元 LIBOR 较为稳定。全球主要经济体长债市场收益率显著下降：3 季度末，10 年期美国国债收益率相对今年 2 季度末下降 32 个基点至 1.68%；10 年期日本国债收益率和 10 年期欧元区公债收益率分别下降 5 和 26 个基点至-0.21%和-0.52%。



全球金融市场震荡。2019年第3季度全球金融市场风险在8月份剧烈增加，随后回暖。VIX指数从今年2季度末的15.1上升至8月初的24.6，随后回调至3季度末的16.2。反映大型机构信用风险的TED利差在3月份波动加剧，在14-30个基点之间震荡，截止3季度末为21个基点。3季度，发达经济体股市均震荡上行，美国、德国、日本和法国股市季内最大向上波幅分别为6.5%、10.7%、9.1%和8.7%。新兴经济体股市继续震荡下行：上证综指、韩国综指和印度孟买SENSEX30季内最大向下波幅分别为10.0%、11.5%和10.6%。



图9 美国通胀和失业率



图10 美国标准普尔500指数



图11 法、德、日证券交易所指数



图12 中、印、韩证券交易所指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

内部环境：广义信贷下行，广义政府支出下行

银行间市场利率、国债收益率和信用利差基本稳定。银行间市场利率保持在低位，存款类金融机构7天银行间质押式回购加权利率(DR007)9月均值2.63%，较6月均值上升22个基点。2季度，1年期、5年期、10年期国债到期收益率回升，分别从今年2季度末的2.68%、3.07%和3.24%下降至3季度末的2.59%、2.98%和3.09%。信用利差回落，AA级和AAA级企业债券利差从今年2季度末0.92%下降至3季度末0.81%。低信用等级(AA-)地方融资平台债券利率继续回



落，从今年 2 季度末的 6.6% 下降至 3 季度末的 6.4%。



图 13 R007

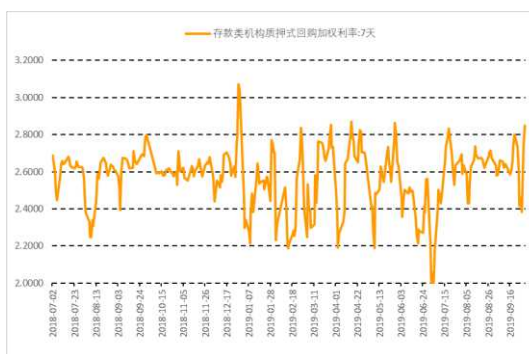


图 14 DR007

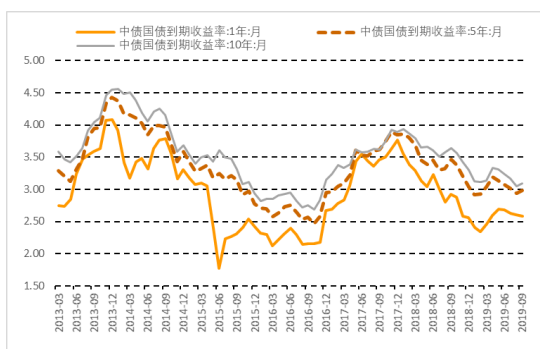


图 15 国债收益率

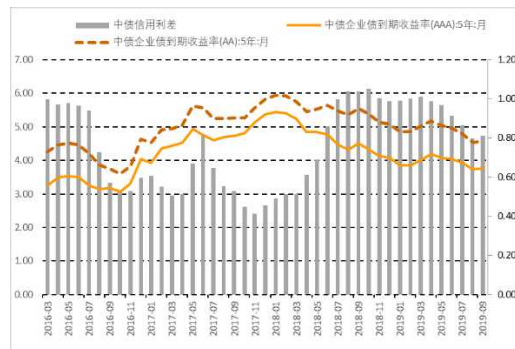


图 16 中债信用利差

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

广义信贷下行。截至 3 季度末，广义信贷规模存量（社会融资规模-股权融资+国债+地方政府一般债）同比增速为 10.9%，较 2 季度末减少 0.6 个百分点。其中，非金融企业广义信贷存量同比增速为 8.3%，较 2 季度末上升 0.3 个百分点；政府和居民广义信贷存量同比增速为 14.7%、16.0%，分别较 2 季度末下降了 4.8 和 1.1 个百分点。社会融资总额存量同比增速 10.8%，较 2 季度末下降 0.2 个百分点。广义货币 M2 同比增速 8.4%，较 2 季度末下降 0.1 个百分点。广义信贷规模 3 季度新增 6.8 万亿，较去年同期减少 0.57 万亿。8 和 9 月对企业的新增人民币中长期贷款较去年同期分别上升了 25%和 48%，这可能与企业担心未来中长期贷款利率下降有关，或者与专项债配套资金贷款有关。



图 17 广义信贷增速

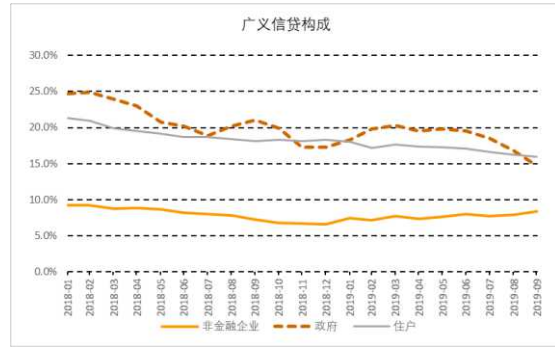
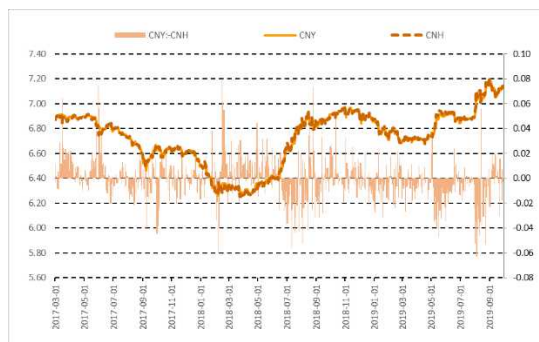


图 18 广义信贷构成

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

人民币贬值，银行结售汇小幅逆差。7月，G20 闭幕后中美重启经贸磋商，市场避险情绪回落，7月以来人民币兑美元稳定在 6.8 附近。美国总统特朗普 8月 1 日发表推特称拟将于 9 月 1 日起对 3000 亿美元中国输美商品加征 10% 关税，中美关系再起波折，受此影响人民币离岸和在岸汇率双双“破 7”。截止 2019 年 3 季度末，人民币/美元汇率贬值至 7.14，较 2 季度末贬值 4.3%。人民币篮子汇率指数 (CFETS) 从今年 2 季度末的 92.66 回落至 3 季度末的 91.53。8 月，银行结售汇出现 53.8 亿美元的逆差。3 季度末外汇储备为 30924 亿美元，较今年 2 季度减少 268 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_9375



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>