

周度经济观察

——供应出清延续，头部房企受益

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年4月7日

内容提要

近期房地产行业供需两端均出现边际放松，房地产行业股价快速反弹。与以往不同的是，本轮房地产行业的需求端刺激政策相对克制，而供应端的出清在坚决推进，因此本次房地产行业层面上涨的时间和幅度或许难以直接参考过往经验。

在房地产行业供应出清的过程中，头部房企定价能力的提升与商业模式的转型并存，这也意味着其在估值层面将出现重构，这一影响对头部房企也许偏积极。

自上而下来看，中美关系、海外货币政策收紧、国内经济减速的不利因素可能仍然需要时间吸收，房地产以及稳增长政策的落地效果仍需观察。在此背景下，权益市场的趋势反转或许需要等待。

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、疫情扰动短期经济

3月中采制造业PMI为49.5，较上月回落0.7个百分点。考虑到3月PMI季节性表现多为环比上升，此次回落反映经济活动再次转弱。

分项来看，PMI下滑的主因是新订单和新出口订单环比均较上月大幅回落，在手订单和库存上升，生产小幅转弱。

与此同时，服务业PMI大幅下滑3.8个百分点，这一下滑幅度显著大于制造业PMI，显示疫情是导致需求收缩的主要原因。央行公布的一季度居民消费占比数据也出现大幅下滑，表明疫情通过影响居民消费倾向最终对消费活动形成冲击。

疫情对消费的影响也体现在清明节旅游数据上，今年清明节旅游人次和收入均创2020国庆节以来新低。由于疫情管控政策的收紧，清明旅游更多集中在城市周边游，这也导致旅游收入相比旅游人次出现更大幅度的下滑。

此前市场对今年消费恢复的预期建立在两个基础上，一个是疫情防控政策的放松；另一个是消费刺激政策。从当前的情况来看，考虑到上海疫情扩散的压力，今年上半年全国层面防控政策放松的概率似乎有限；此外，政策通过广泛的收入补贴、消费券等形式来刺激消费的可能性也不高，这意味着今年消费恢复的主要力量可能源自居民消费倾向的自发回升。参照过往经验，在病毒彻底消失之前，居民消费倾向的恢复将相对温和，相应的消费的回升空间或许有限。

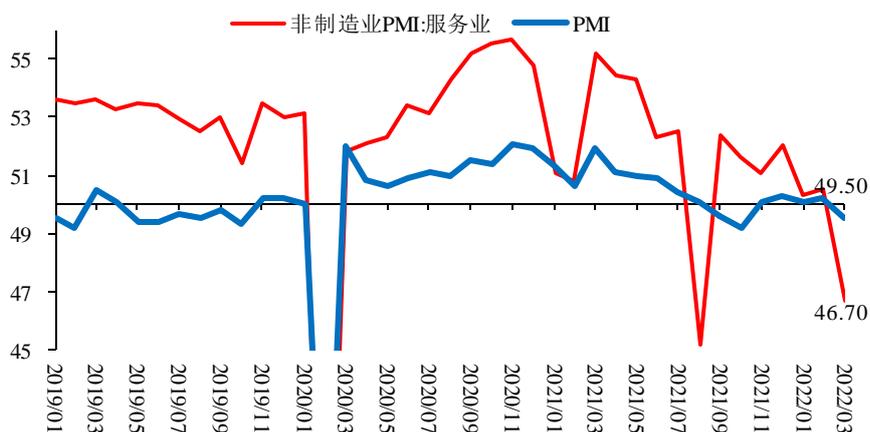
受疫情冲击、房地产减速的影响，一季度GDP增速无疑低于5.5%的全年经济增长目标，因此要实现这一目标，稳增长政策仍需加码。在疫情管控政策难以全面调整的前提下，房地产行业政策的纠偏看起来更为现实，而实际上这一领域的政策也在逐步落地，比如针对终端需求政策的放松、以及企业端允许部分民企

发行中票来融资，但考虑到房地产企业预期的转弱和政策效果的时滞，房地产投资的企稳预计短期难以出现。

与以往典型的稳增长周期相比，本次稳增长政策的出台和落地相对克制，这背后反映了经济转型过程中政策框架的调整。房地产债务去化、严控地方政府隐性债务、反对资本无序扩张、共同富裕等议题都成为稳增长政策的现实约束，因此本轮信用扩张的过程更为缓慢，货币政策宽松的周期更久，经济企稳也将需要更长时间。

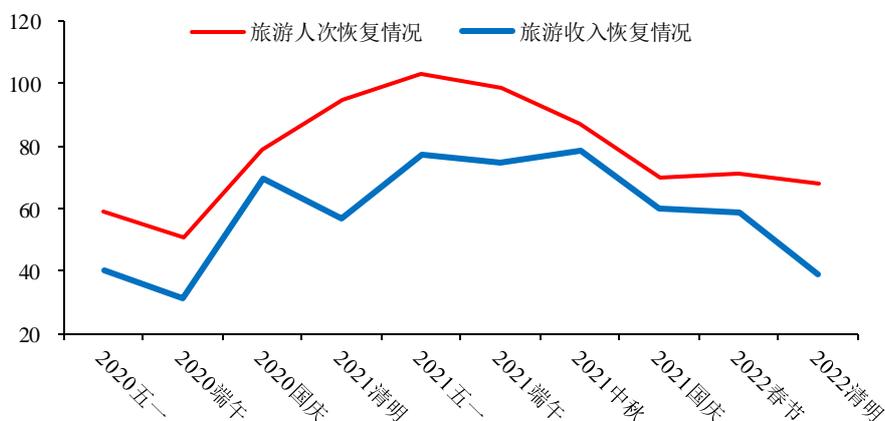
就二季度而言，支撑宏观经济的力量主要源自基建投资的高增长，同时消费、制造业投资可能在波折中恢复，而随着全球货物消费的收缩以及海外供应的恢复，国内出口可能面临下行的压力，宏观经济总体将呈现偏弱的表现，这将对上市公司盈利形成持续拖累。

图1: PMI: 制造业与服务业



数据来源: Wind, 安信证券

图2: 旅游恢复情况, %



数据来源: Wind, 安信证券
以 2019 年同期为基准

二、头部房企受益于供给侧出清

上周以来权益市场小幅反弹, 金融板块、尤其房地产行业表现最强。房地产行业的大幅上行主要与政策预期改善有关。需求侧, 近期衢州、东莞、哈尔滨等城市放松调控政策; 供给侧, 碧桂园、旭辉等民企获准发行中票, 市场对企业流动性压力的担忧得到缓解。

从结构上看, 资质偏弱的地产股涨幅更大, 招保万金为代表的优质地产股涨幅偏小。前者有短期博弈的成分, 后者则体现了行业出清后, 行业竞争格局显著改善, 企业长期盈利能力将显著提升。

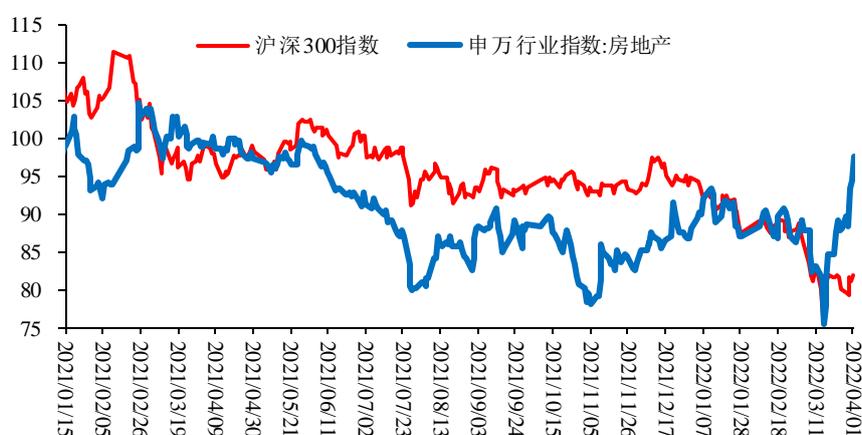
本轮房地产行业在经历一场供给侧出清, 在出清结束后行业的集中度进一步向头部房企集中, 全行业也同时经历去金融化的过程。对头部房企而言, 定价能力的提升与商业模式的转型并存, 这也意味着其在估值层面将出现重构, 这一影响对头部房企而言也许是积极的。

对全行业而言, 以往几乎每一轮房地产政策的放松都是针对需求端, 最终在政策的影响下整个房地产行业都出现快速反弹。与过去不同的是, 本轮房地产行

业的需求端刺激政策相对克制，而供应端的出清在坚决推进，因此本次房地产行业层面上涨的时间和幅度或许难以直接参考过往经验。

从自上而下的角度来看，中美关系、海外货币政策收紧、国内经济减速的不利因素可能仍然需要时间吸收，房地产以及稳增长政策的出台落地情况仍需观察。在此背景下，权益市场的趋势反转或许需要等待。

图3：房地产指数和沪深300指数



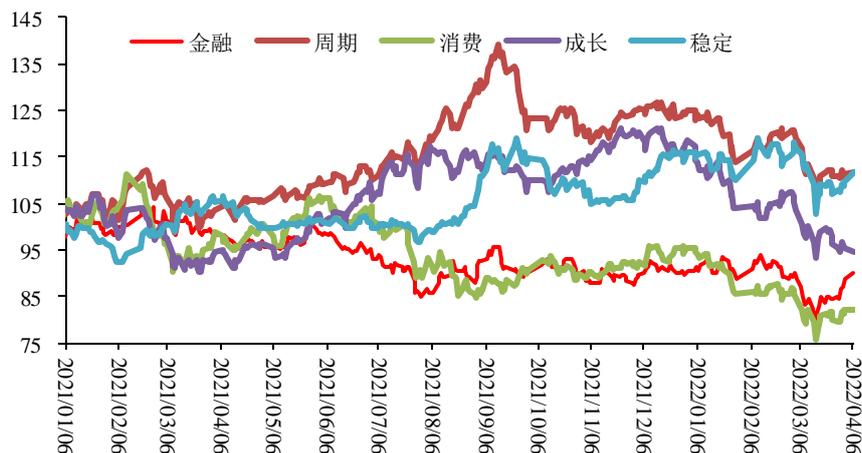
数据来源：Wind，安信证券
以2020年12月31日为100

在权益市场走弱、债券市场收益率震荡下行，市场对经济减速定价的情况下，大宗商品价格表现却持续偏强，无论国内定价品种如螺纹钢、焦炭，还是全球定价的原油，俄乌战争无疑在短期之内推升了大宗商品价格，但更为根本的或许是供应层面的问题，长期资本开支不足，叠加去碳政策和全球化的退潮，使得全球大宗商品价格中枢抬升，价格弹性明显放大。

尽管当前难以确切衡量单一品种的供需缺口情况，但值得注意的是，面对这一偏紧的供需格局，下半年一旦出现需求的恢复，大宗商品价格涨价的空间可能会进一步放大。相应的，权益市场对周期板块的担忧集中在涨价的持续性上，而

如果最终供应的压力持续反应在价格中枢层面，或许相应的周期板块将迎来趋势性机会，当然这一过程还需要更多时间和信号确认。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

三、境内企业境外上市监管政策迎来变化

4月2日，证监会公布了《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定（征求意见稿）》（以下简称《规定》）。此次修订是证监会会同国家有关部门对2009年版本的调整，其认为前述版本存在覆盖面不全、不适应上位法变化和跨境监管合作要求，因此有必要予以完善。

表1：证监会对《规定》的主要修订内容

主要内容	对于2009年版本的调整	2022年修订后表述（征求意见稿）
与上位法的衔接	修改“在境外发行证券与上市”	参考《国务院管理规定》的表述，统一修改为“境内企业境外发行证券和上市”。增加《会计法》《注册会计师法》等法律以及《国务院管理规定》为上位依据。
将适用范围扩大至境外间接上市企业	删除“关于境外上市公司的定义和境外中资控股上市公司的境内股权持有单位参照执行的规定”	将“境内企业”定义为包括在境外直接发行上市的境内股份有限公司和境外间接发行上市主体的境内运营实体。
修改有关境外检查的规定	删除“现场检查应以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果”	明确境外证券监督管理机构及有关主管部门提出就境内企业境外发行证券和上市相关活动对境内企业以及为该等企业提供服务证券公司

		司、证券服务机构进行调查取证或开展检查的，应当通过跨境监管合作机制进行，证监会或有关主管部门依据双多边合作机制提供必要的协助，为安全高效开展包括联合检查在内的跨境监管合作提供制度保障。
增加程序性要求，明确企业保密责任	-	要求境内企业境外发行上市过程中向证券公司、会计师事务所等证券服务机构以及境外监管机构提供、披露，或者通过其境外上市主体等提供、披露文件资料时，遵守保密相关法律法规。要求境内企业向有关证券公司、证券服务机构提供文件、资料时，就提供的涉密敏感信息具体情况提供书面说明。证券公司、证券服务机构应当妥善保存上述书面说明以备查。
明确会计档案管理要求	-	明确境内企业向有关证券公司、证券服务机构、境外监管机构等单位和个人提供对国家和社会具有重要保存价值的会计档案或会计档案复制件的，应当按照国家有关规定履行相应程序。

资料来源：证监会官网，安信证券

证监会有关部门负责人在就此次修订答记者问时提出，此举将“有助于相关监管部门与境外监管机构安全高效开展包括联合检查在内的跨境监管合作活动，共同维护全球投资者权益”。

同期美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, 简称 SEC)主席根斯勒表示，围绕审计问题，中美监管部门之间展开了深思熟虑、相互尊重的对话。

去年底，美国《外国公司问责法》(Holding Foreign Companies Accountable Act)开始生效，其规定如果美国上市公司会计监督委员会(U.S. Public Company Accounting Oversight Board, 简称 PCAOB)连续三年无法审计其要求的上市公司的会计报告，则 SEC 可要求相关公司退市。

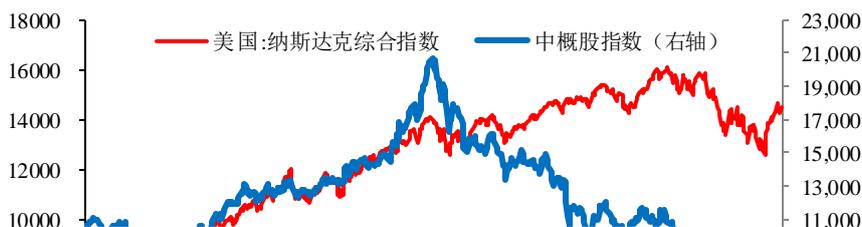
迄今为止，SEC 已将 11 家公司列入“预摘牌企业”名单，其中 5 家已转入“确定名单”。在进入“确定名单”后，上市公司需要在三年内提交 SEC 所需文件，否则可能在 2024 年面临立即退市的风险。

对此证监会回应称：“对于一些企业被 SEC 列入有退市风险的清单，经向美国 SEC 了解，这是美国监管部门执行《外国公司问责法》的一个正常程序，列入清单的公司是否在未来两年真正退市，最终取决于中美审计监管合作的进展与结果。”

目前我国赴美上市企业超过 270 家，总市值约 1 万亿美元。近期在金融委会议召开后，中概股指数出现明显反弹。但当前总市值距离去年 2 月的高点仍相差 1.4 万亿美元。

总体来看，《规定》的修订有助于缓解近期中概股市场的部分担忧，但是在具体的信息属性认定范围、联合检查方式等方面的细化要求，还有待于中美监管双方进一步的公开信息披露，对这一领域的变化应保持谨慎持续的关注。

图5：中概股和纳斯达克综合指数，点



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_40035

