

宏观周报 20220416

金融条件越紧，地产股越涨？

2022年04月16日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《4月两期限 LPR 报价对称下降？》

2022-04-15

《MLF 点评：等得来的降准等不来的降息》

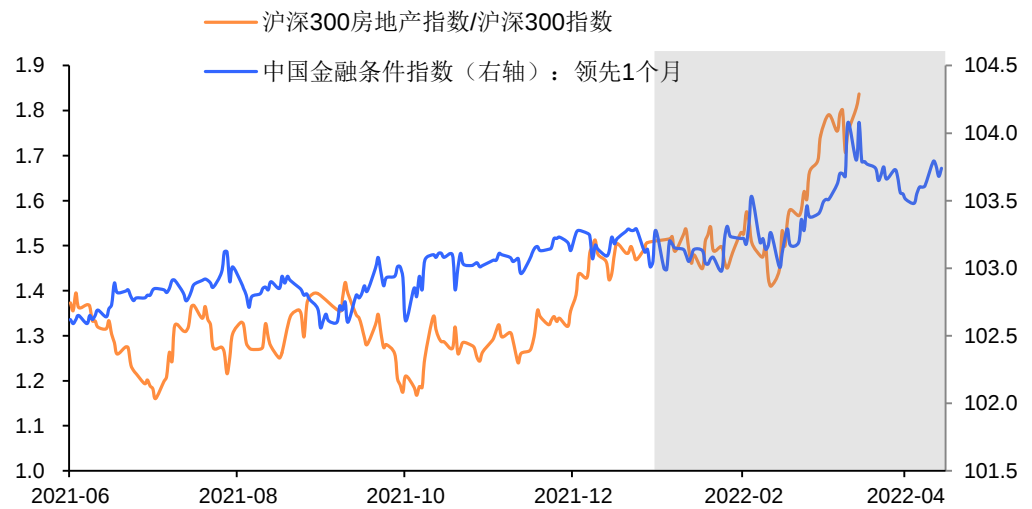
2022-04-15

《3月进出口数据为何冰火两重天？》

2022-04-13

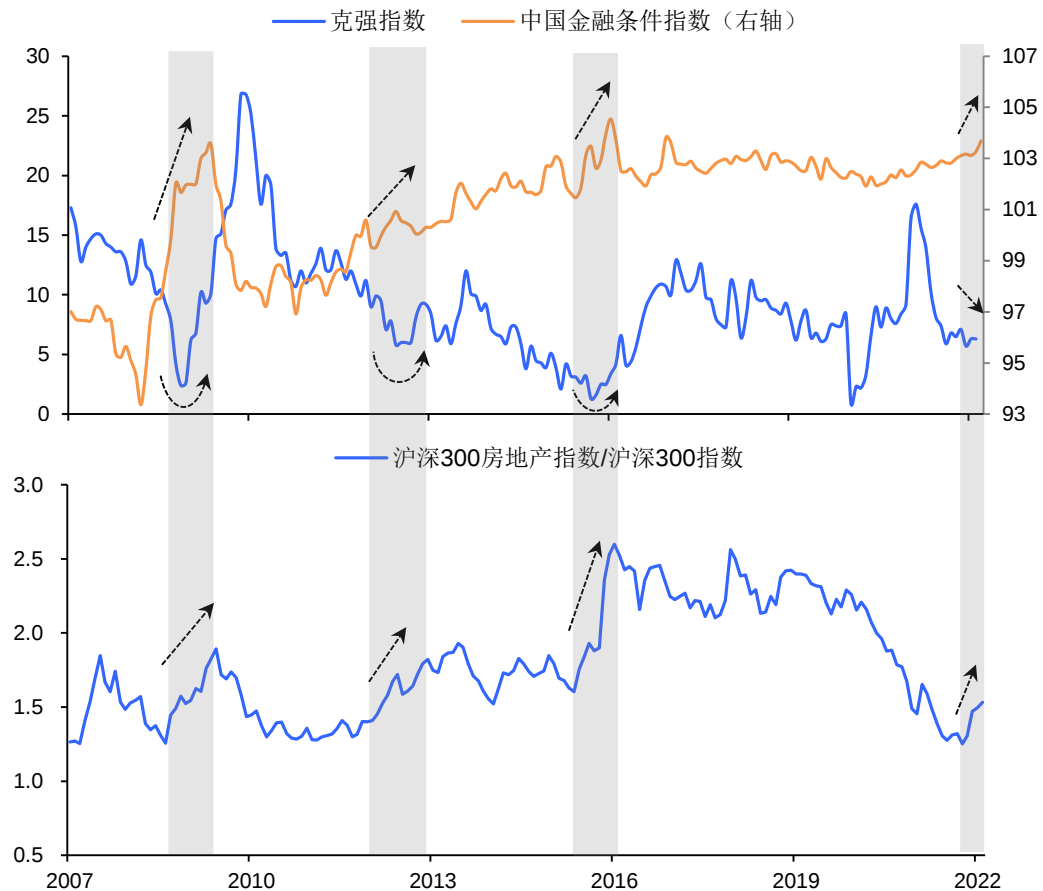
- **中国的金融条件越收紧，地产股越涨？**是的，这就是2022年以来的一个看似奇怪的现象（图1）。年初以来由于经济下行压力的陡然加大、尚未在政策端有效对冲，中国的金融条件持续收紧，其背后亦反映出政策不确定性的加大，尤其是又叠加了美联储货币政策的激进转向。然而，地产股在这段时间内持续跑赢大盘，尽管同期地产商拿地和销售的数据并未改善。
- **地产股在金融条件收紧时跑赢大盘的情形并非罕见。**如图2所示，历史上在2008年8月至2009年6月、2015年5月至2016年1月、2011年12月至2012年10月这三段时期，地产股相对大盘取得了明显的超额收益。当时也是经济处在下行后期一个不断寻底的过程中，但金融条件的持续收紧表明市场对于前期政策发力的效果仍存质疑，直至经济企稳的信号出现，地产股的超额行情才结束。
- **由此可见，经济越下行、稳增长的不确定性越大，就越利好地产股的相对表现。**其背后的逻辑也很简单：金融条件的收紧会向实体经济二次传导，因此政策不确定性越大——金融条件越收紧——经济下行压力越大，这种情景越是演绎，就越让市场憧憬会倒逼更大力度的稳增长，而刺激房地产的重要性首当其冲。从上述三段历史来看，确实是稳增长预期的发酵均以刺激兑现了。
- **那么应如何看待本轮地产股行情的演绎呢？**我们认为取决于本轮稳增长的目标，众所周知，今年两会政府工作报告给全年 GDP 设定了 5.5% 的增速目标，但制定这一目标时并没有预料到新一轮奥密克戎疫情的爆发。鉴于这一轮疫情爆发至今对经济的影响可能不亚于2020年初的武汉疫情，我们认为政策在这轮疫情爆发后的稳增长存在如下两种情景。
- **一是往后不再追求 5.5% 的增速目标，而是转向底线思维。**这个底线并不会很快确定，而是取决于上海何时复产复工。鉴于2022年第二季度疫情对于经济的影响已经难以挽回，如果参考2020年武汉疫情的经验，政府可能在疫情得到控制后释放下调全年 GDP 增速目标的信号，转而确保下半年的经济增速恢复到潜在水平。
- **二是继续咬定 5.5% 的增速目标，并且在 2022 年一季度经济数据公布后继续强化预期引导。**这也就意味着无论疫情是否得到控制，都亟需更大力度的刺激政策的出台。然后，正如我们此前的报告所述，由于二季度在疫情之外还面临着 17 个省级行政区的地方换届，因此稳增长从中央到地方的协同发力很可能要等到三季度。
- **我们认为上述第一种情景更有可能发生，这就意味一旦出现下调全年增速目标的信号，包括地产股在内的稳增长板块的超额行情将就此结束。**如图3所示，参考2020年的经验，稳增长板块仅在疫情爆发至一季度数据公布前跑赢大盘，因为一季度 GDP 增速-6.8% 的公布等于宣告了政府不再追求特定的增长目标。
- **至于第二种情景，虽然我们认为概率不大，但如果出现，**鉴于经济很可能在2022年第二季度二次探底，稳增长板块的超额行情有望在二季度延续。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

图1：2022年以来地产股在金融条件收紧的背景下持续跑赢大盘



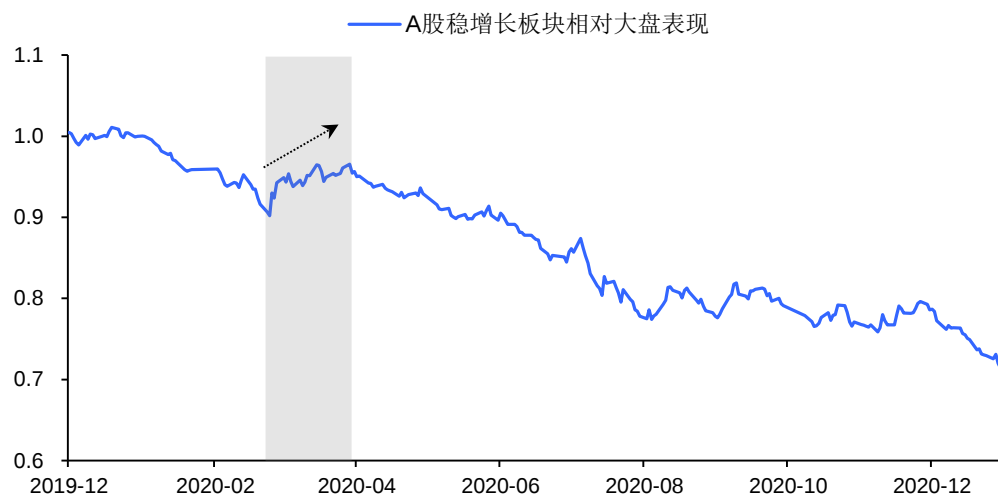
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：地产股跑赢大盘往往发生在金融条件收紧和经济从下行到企稳的过程中



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 2020 年 A 股稳增长板块仅在疫情爆发到一季度数据公布前跑赢大盘



备注: 稳增长板块选取了沪深 300 指数中的房地产、基建、银行指数

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

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_40449

