

## 后周期消费为什么比地产更好？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：马骏

### 相关报告

1 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？

2 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

3 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

4 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？

5 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

6 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

7 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

8 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

9 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

10 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

11 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

12 宏观专题 20220502：关于缩量，需要担心什么？

13 宏观专题 20220517：特别国债会如何安排？

### 投资要点

- **宏观交流与思考：后周期消费为什么比地产更好？**
- **地产销售“无视”房贷利率下行。**地产政策的放松已经由地方拓展到全国。通常来说，房贷利率是地产销售增速稳健的同步指标，甚至不时略有领先，而利率下调会带动地产销售的企稳回升，但这一规律在今年看似“失效”，地产销售“无视”了房贷利率年初以来的下行。
- **放款长周期、利差被拉大、疫情有拖累。**我们认为，原因可能主要有三：一是放款周期太长，降低了交易效率，在利率水平基本相当的情况下，去年平均放款周期比19年多了近半个月；二是二套和首套房贷利差迅速拉大，制约改善性需求；三是疫情也有拖累。随着局面转好，地产销售和房贷利率之间的关系有望恢复。
- **坚持房住不炒，推动结构升级。**需要特别重视的是，房住不炒定位依然坚持，房价上涨过快、过高、过于普遍可能引发关注，通过“资产收益-成本”判断地产走势难免南辕北辙。我们认为，本轮地产改善或以结构升级为主：一是区域间人口由低线级地区向高线级地区迁跃；二是区域内部改善性需求的释放。
- **量增重于提价，拉动后周期更甚。地产改善量增重于提价，对后周期消费行业收入的拉动，将比地产本身更显著。**对比本次疫情和武汉疫情的影响，我们发现，地产后周期的相关可选消费，受冲击程度相比武汉疫情时期已经有所改观。后续政策推动带来地产销售企稳回升，这些后周期消费行业营收表现或相对占优。我们认为，疫情后消费或将成为权益市场的主线。
- **一周扫描：**
- **疫情：全国疫情继续向好，美国仍在恶化。**截至5月20日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超1300例和50万例。除我国港澳台地区外，现存71个中高风险地区。当前，全国疫情仍主要以上海市的规模化疫情为主，但周新增也有明显回落。除北京、福建、河南、广东、安徽有新增确诊外，其余大部分省市基本实现清零。随着本周各省新增数大幅回落，全国疫情蔓延趋势得到有效遏制。美国疫情仍处高位。美国本周新增约72万，较上周大幅上行45.5%，疫情形势严峻。全球新冠肺炎一周新增死亡病例约1万人，较上周小幅下降8.59%。美国拟恢复口罩禁令。BA.4和BA.5可能成为欧盟主导毒株。欧洲疾控中心强调，各国必须制定计划，在最易感人群中迅速部署第二剂“加强针”。
- **海外：欧元区加息预期上升，美国制造业热度消退。**美联储官员梅斯特表示，支持美联储在未来两次政策会议上以每次50个基点的幅度加息，以遏制通胀急速上升。美联储埃文斯表示，到7月或9月，美联储将降低加息幅度至单次25个基点，但年底前还将出现单次加息50个基点的情况。美联储主席鲍威尔在接受采访时表示，FOMC广泛支持在接下来的两次会议上各加息50个基点。欧元区加息预期上升。欧洲央行管委雷恩表示可能在夏季加息，并强调了迅速脱离负利率的重要性。欧洲央行管委会的多

数委员支持今年至少两次加息，每次 25 个基点。纽约联储制造业指数跌为负值。英国 CPI 增速创 40 年来最高涨幅。

- **物价：农产品批发价格下行，国际油价回升。**本周农业部农产品批发价格指数环比下行；上周猪肉价格环比下行；本周羊肉和蔬菜平均价格环比下行，牛肉、鸡蛋和水果平均价格环比上行。本周布伦特原油和 WTI 原油均价环比回升，国内螺纹钢均价下行。
- **流动性：资金利率分化，美元指数回落。**本周短端资金利率分化，DR001 周度均值环比上行 2.6bp, DR007 周度均值环比下行 0.7bp; 3 个月 Shibor 利率下行，3 个月存单发行利率周度均值下行。本周票据利率分化，国股银票 1 个月转贴现利率周度均值下行，6 个月和 1 年转贴现利率周度均值上行。本周央行公开市场共进行了 500 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 操作，央行公开市场累计有 600 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期；下周央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期。本周美元指数均值回落，人民币升值。
- **大类资产表现：港股涨幅居前，国债收益率下行。**本周港股涨幅居前，A 股主要指数均上涨，全球其余指数多数上行，美股三大指数均有下跌。本周国内股票涨幅前三的行业分别为煤炭、电力设备和有色金属。本周 10 年期国债收益率周度均值下行 1.6bp, 10 年期国开债收益率周度均值下行 0.7bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 宏观交流思考：后周期消费为什么比地产更好？ .....	- 5 -
2. 疫情：全国疫情继续向好，美国仍在恶化.....	- 7 -
3. 海外：欧元区加息预期上升，美国制造业热度消退.....	- 10 -
4. 物价：农产品批发价格下行，国际油价回升 .....	- 12 -
5. 流动性：资金利率分化，美元指数回落 .....	- 14 -
6. 大类资产表现：港股涨幅居前，国债收益率下行.....	- 16 -

## 图表目录

图表 1: 地产销售增速与首套房贷利率水平 (%)	- 5 -
图表 2: 地产销售增速和 A 股上市公司营收增速 (%)	- 6 -
图表 3: 本轮疫情对地产后周期消费冲击程度减弱 (%)	- 7 -
图表 4: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 7 -
图表 5: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 6: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 7: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 8: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 9: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 10: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 11: 各经济体加强针接种率 (%)	- 10 -
图表 12: 美国各联储制造业指数	- 11 -
图表 13: 各经济体 CPI 同比增速 (%)	- 12 -
图表 14: 农产品批发价格 200 指数	- 12 -
图表 15: 食用农产品价格指数	- 12 -
图表 16: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 17: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 18: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 14 -
图表 19: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 14 -
图表 20: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 14 -
图表 21: R001 和 DR001 利率 (%)	- 15 -
图表 22: R007 和 DR007 利率 (%)	- 15 -
图表 23: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 15 -
图表 24: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 15 -
图表 25: 央行公开市场操作 (亿元)	- 16 -
图表 26: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 16 -
图表 27: 美元指数	- 16 -
图表 28: 全球主要股指表现 (%)	- 17 -
图表 29: 申万行业表现 (%)	- 17 -
图表 30: 国外主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 31: 国内主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 32: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 19 -
图表 33: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 19 -

## 1. 宏观交流思考：后周期消费为什么比地产更好？

**地产政策变化：由地方到全国。**今年以来多个城市对于地产政策开始陆续松绑，根据中原地产的统计，全年地产调控政策次数刷新历史同期记录。而在4月底政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”之后，在全国层面政策对于地产的态度也有了一些变化，如近期央行和银保监会联合发文下调首套按揭贷款利率下限20BP，加之央行将5年期LPR利率一次下调15BP，而从以往经验来看，这些全国性政策的出台往往意味着地产销售将真正地实现触底回升。

**地产销售为何“无视”房贷利率下行？**通常来说，房贷利率是地产销售增速稳健的同步指标，有时也能够体现出一定的领先性，房贷利率水平较低时，居民购房成本有所下降，进而就会促进部分被抑制需求的释放。不过，今年房贷利率的下行似乎并没有带动地产销售的企稳，两者过去的稳健关系有所“失效”。

图表 1：地产销售增速与首套房贷利率水平（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

究其原因，可能主要来自以下三个方面：

**放款周期太长，降低交易效率。**首先，前期伴随着房贷利率水平的提升，房贷的放款周期也有明显延长，降低了交易效率。根据贝壳研究院的数据，2019年二套房贷平均利率5.85%，要高于去年5.80%的水平，但是2019年平均放款周期只有44.4天左右，而去年平均周期达到56.4天，足足延长近半个月之久。虽然今年以来这一现象已有明显改观，但居民预期和行为的转变尚需时日。

**二套首套利差拉大，改善需求受制。**其次，二套和首套房贷利率的差距被迅速拉大，这也会对购房需求特别是改善性需求带来影响。贝壳研究院数据显示，央行降低首套按揭贷款利率下限政策立竿见影，但由于二套按揭利率下限未变，5月二套和首套房贷利率之差已走扩至0.41个百分点，创这一数据统计以来新高。

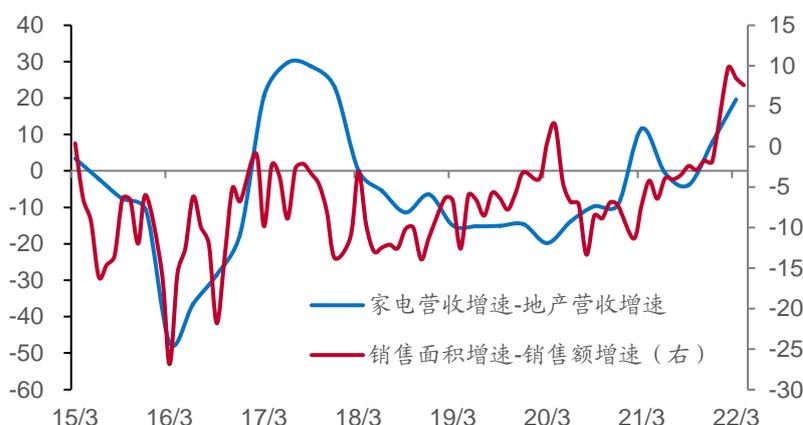
**疫情也是制约因素。**最后，疫情也是重要的制约因素之一。上次房贷利率和地产销售增速两者的短暂背离就在于武汉新冠疫情的爆发，而本轮上海等重要城市疫情趋严也对地产销售有所拖累。

**局面已有好转，联系有望恢复。**从上述所分析的原因来看，一方面，放款周期已经有了实质性改善，目前不到一个月的放款时间创下了有数据统计以来的新低；另一方面，疫情整体呈现向好态势，上海也已给出复工复产的时间表与路线图，6月将加快全面复工复产。而二套房和首套房贷利率之间的“割裂”，可能也只是政策集中释放所造成的短期现象，央行率先给出全国层面政策趋松的信号，一旦效果并不理想，我们预计，宽松举措很可能会继续加码。这都将有助于推升地产销售增速，使其恢复过去和房贷利率之间的稳健关系。

**保持房住不炒定位，地产推动结构升级。**但需要引起重视的是，政治局会议对于地产的定调仍然坚持房住不炒的定位，在央行和银保监会发布的文件中对此也有再次申明，因而房价上涨过快、过高、过于普遍很可能会引发政策关注。从居民资产负债表的角度来看，过去依赖房价快速上涨，进而推升居民资产增速大幅走高这一路径实现概率较小，通过“资产收益-成本”来判断地产走势很可能也是南辕北辙。我们认为，本轮地产改善或以推动结构升级为主：一是区域间人口由低线级地区向高线级地区迁徙；二是区域内部改善性需求的释放。

**量增重于提价，拉动后周期更甚。**在价格有所控制之下，如果地产改善更加地依赖于销量的增长，则这对后周期行业特别是部分可选消费收入的拉动作用，或将比地产行业本身要更为显著。比如地产销售面积与销售增速之间的差值，就和家电与地产行业A股上市公司营收增速的差值有着较高的相关性。

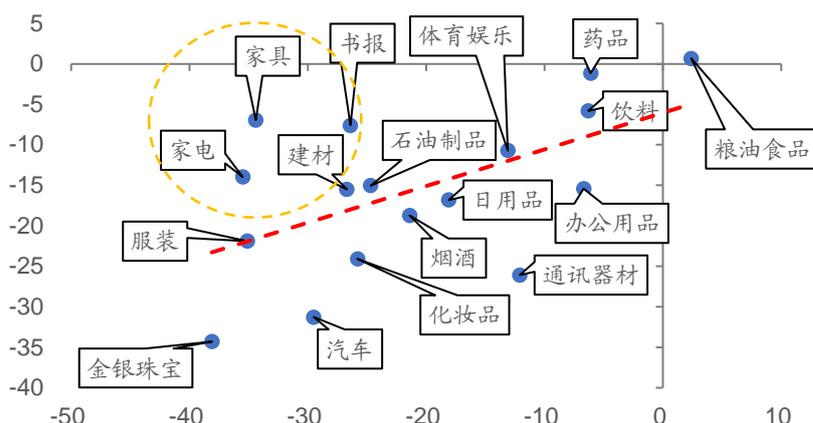
**图表 2：地产销售增速和 A 股上市公司营收增速 (%)**



来源：WIND，中泰证券研究所，上市公司数据为申万行业分类。

**冲击已有改观，营收相对占优。**对比本轮疫情和 2020 年时武汉疫情对于各类消费的影响，我们发现，地产后周期的相关可选消费，在本轮疫情之下，受冲击程度相比于武汉疫情时期已经有所改观。地产走势相比于疫情，对这类消费施加的影响更大。如果在后续政策推动之下，能够迎来地产销售增速的企稳回升，则这些后周期消费行业营收表现或相对占优。据此，我们认为，疫情后消费可能成为权益市场的主线。

**图表 3: 本轮疫情对地产后周期消费冲击程度减弱 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所, 横轴为武汉疫情时消费增速变化, 纵轴为本轮疫情消费增速变化。

## 2. 疫情: 全国疫情继续向好, 美国仍在恶化

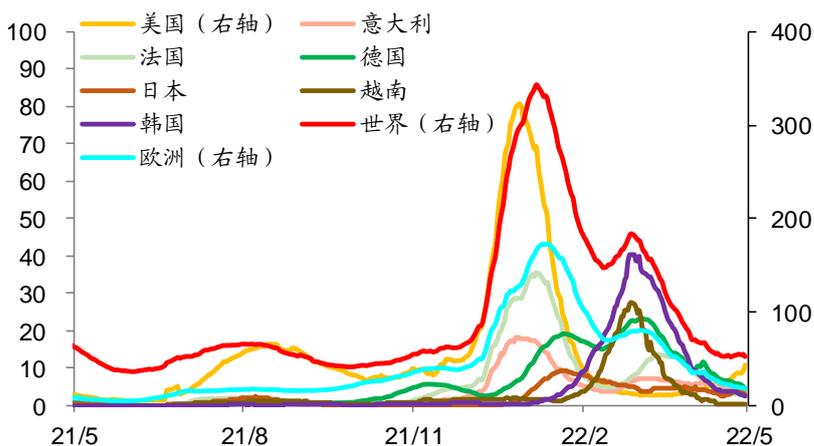
**全国疫情继续向好。**截至 5 月 20 日, 我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 1300 例和 50 万例。除我国港澳台地区外, 现存 71 个中高风险地区。当前, 全国疫情仍以上海市的规模化疫情为主, 但周新增也有明显回落。除北京、福建、河南、广东、安徽有新增确诊外, 其余大部分省市基本实现清零。随着本周各省新增数大幅回落, 全国疫情蔓延趋势得到有效遏制。基于此, 本周上海市青浦区副区长张彦表示, 将坚持科学精准、抓细抓实做好疫情防控工作, 尽快实现动态清零。中国台湾地区新冠疫情仍然严峻, 确诊人数在不断攀升, 5 月 19 日当地新增确诊 8.9 万人。

**图表 4: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊(七日移动平均, 例)**



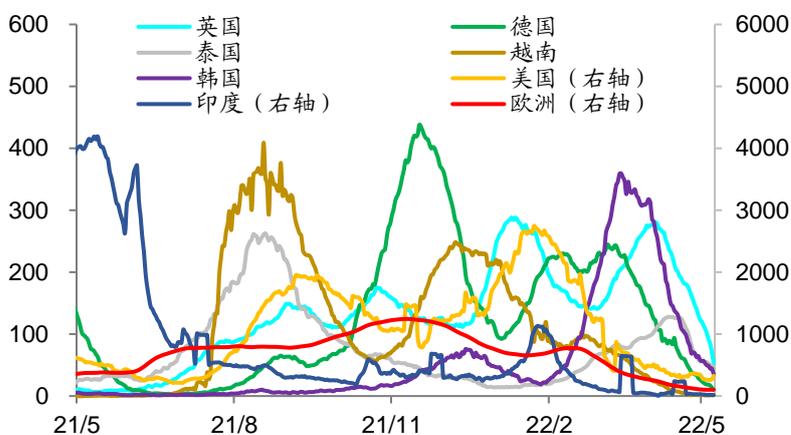
来源: WIND, 中泰证券研究所

**美国疫情持续恶化。**截至 5 月 20 日, 全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 364 万, 相较前一周小幅下降 0.3%。欧洲本周新增 147 万, 较上周下降 15.7%。美国本周新增约 72 万, 较上周大幅上行 45.5%, 疫情继续恶化。亚洲疫情有所好转, 日本本周新增 21 万, 较上周小幅下降 0.1%。韩国本周新增 16 万, 较上周大幅下降 34.9%。

**图表 5: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)**


来源: CEIC, 中泰证券研究所

**欧洲新增死亡持续回落。**截至 5 月 20 日, 全球新冠肺炎一周新增死亡病例约 1 万人, 较上周小幅下降 8.6%。欧洲一周新增死亡超 4000 人, 较上周下降 15.6%。本周, 各主要经济体新增死亡有所回落, 但美国本周新增死亡 2300 余例, 相较上周小幅上升 6.2%。**英国本周新增死亡 375 例, 相较上周大幅回落 55%, 德国、韩国本周持续回落,**德国本周新增死亡约 75 例, 相较上周下降 55.1%, 韩国本周新增死亡约 248 例, 相较上周下降 37.3%。同时, 泰国本周新增死亡 326 余例, 相较上周下降 17.9%, **形势持续好转。**

**图表 6: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)**


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\\_42146](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42146)

