

# 一線城市房策放鬆步伐審慎



天風觀察 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

7月24日中央政治局會議關於房地產，提出了「適應我國房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢」的新論斷。自此，各地房地產政策開始逐步調整優化。據筆者梳理，其後共有30個會議和政策提及了房地產問題。從政策層級來看，中央部委和一線城市對地產政策調整優化偏向於表態和定調，而省級政府和二三四線城市偏向於出於具體方案。

從統計來看，未來可能繼續出臺的地產放鬆性政策主要包括降低首付比例、降低房貸利率、稅費減免、認房不認貸、信貸支持、放鬆落戶等。具體到城市層面：

**一線城市：以表態為主，對房地產政策的實際調整仍較為謹慎。**在7月28日住建部召開企業座談會以後，北上廣深先後表態支持或滿足剛性和改善性住房需求。但截至目前，四個一線城市中，僅深圳出臺了具體的方案，宣布提高住房公積金租房提取額度，政策力度相對較小。

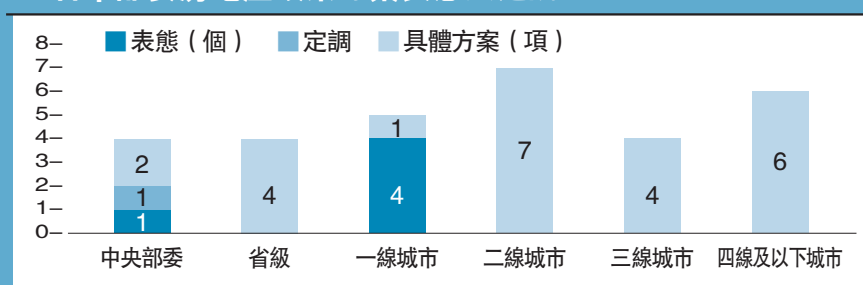
**二線城市：地產政策的調整較為積極。**政治局會議以來，共有6個城市出臺了7項房地產相關的政策，分別是重慶、鄭州（2項）、南京、合肥、瀋陽、西寧，且均涉及具體的方案。其中被提及次數較多的方案，主要是放鬆公積金使用條件（4次）、購房補貼（3次）。

**三線城市：政治局會議至今已出臺了放鬆性房地產政策，具體方案包括稅費減免、房票或貨幣安置、帶押過戶等，被提及次數較多。**

**四線城市：政治局會議至今已，共有6個四線城市出臺了房地產調整政策，其中提及放鬆公積金使用條件、稅費減免較多。**

目前市場關注度比較高的「認房不認貸」，主要是在江蘇、河南、重慶、鄭州、梧州的文件中被提及，其中重慶也僅僅是針對公積金貸款置換商業貸款放開了認貸的限制，整體來看「認房不認貸」的推進目前仍較為謹慎。而發放購房補貼、放鬆公積金使用條件是目前主要的調整方案。尤其是購房補貼，比如浙江金華對今年8至9月購房的居民根據面積不同發放合同成交金額0.8%至1.2%的補貼，浙江蘭溪對今年8至9月購買新房的居民發放合同成交金額1%的補貼。不過，其餘地區尚未明確購房補貼的具體金額，政策效果仍有待進一步觀察。

省市部委房地產政策方案表態與定調（7月政治局會議至今）



## 租務暢旺 港樓回升可期



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

美國接連加息，再加上恢復通關之後，香港經濟沒有出現預期的爆發力，至今仍處於緩步上升。很多生意仍未回復到疫情前的水平。香港樓市因而面對信心不足的問題，而大家對後市的預計，也相應地作出修訂，未必再如今年初時那麼進取。

現時很多香港市民都選擇按兵不動，就算有資金在手，都不敢在這個時候主動去投資，或者花大錢去消費。事實上兩地開關之後，現實與預期出現頗大落差，很多人都甚為失望，在房地產市場同樣出現這種情況，負面的情緒就更容易造成相互的影響，並加速擴散。

無可否認，接連加息加重了置業者的供樓負擔，如果是「持重貨」的投資者，壓力就更加大，因此「減磅」就是順理成章的事。傳媒亦喜歡以負面的角度，去報道投資者出貨的新聞，並且加以放大。但這種「加息就等同樓市下跌」的想法，其實是流於片面。須知道香港的業主超過六成以上已經供完按揭，亦有很多業主入市的樓價水平十分低，所以只有近幾年入市的買家才遭遇了樓價的下跌，再加上加息調升，因而感受到很大的壓力。加息壓力並非廣泛的問題，而且並非如所預期般帶來嚴重的影響。

總結來看，近期出臺的房地產政策有以下幾個特徵：

首先，從房地產政策調整進度來看，一線城市普遍較為謹慎，可能與一線城市財政壓力相對較小、房地產政策對其他城市的虹吸影響較大有關，二線城市則更加積極，三線、四線及以下城市則更積極。

其次，二線城市更傾向於通過放鬆公積金使用條件、發放購房補貼的方式來進行調整，三線城市以稅費減免、房票或貨幣安置、帶押過戶為主，四線及以下城市則提及公積金政策、稅費減免較多。

再次，降低首付比例、放鬆落戶、取消限售仍然較少，尤其是取消限售。政治局會議以後僅鄭州在推進，在居民預期偏弱的情况下，取消限售導致拋售加劇可能是地方政府最主要的擔憂。

從近期部委、地方所出臺的房地產政策來看，筆者對接下來房地產政策有三個推斷：

**第一，預計推進節奏相對平緩，大幅、快速放鬆的概率有限。**正如政治局會議所說，中國房地產市場的供求關係已經發生了重大變化。筆者認為，在潛在購房需求將呈L形回落的情况下，過去很多調控政策在新形勢下可能會呈現出與以往不同效果，新的經驗規律需要地方政府在實踐過程中逐漸摸索總結，因此漸進地推動可能更加合適。

**第二，預計推進方式仍以因城施策為主，出臺全國統一放鬆政策的概率有限。**房地產政策的效果關鍵在於對人口的吸引力。過去人口持續增長、城鎮化斜率持續提升，多數城市人口淨流入，政策調控的效果對多數城市來說基本趨同。當前人口已經開始負增長、城鎮化斜率也在放緩，不同城市吸引產業、人口的稟賦和能力各不相同，城市之間的差異性可能會進一步凸顯。

**第三，預計一線城市政策放鬆仍會較為謹慎。**在房地產市場從增量市場轉變為存量市場的過程中，由於一線城市對人口的吸引力仍然較大，在總的潛在需求趨於回落的情况下，筆者預計一線城市對其他城市的影響也將從之前的「帶動」轉變為「虹吸」。

一線城市房地產政策如果在當前的情况下快速、大幅放鬆，可能並不有利於全國房地產市場的企穩，預計仍會較為謹慎地推進。筆者預計一線城市可能會因區施策、由邊緣區域向核心區域逐漸調整；從手段上看，有序落實「認房不認貸」、支持真實改善需求的可能性相對更大，放鬆限購、限售的可能性較小。

▲美國地產和耐用消費品環節，在疫後受低利率和大量補貼而率先修復，但隨着利率不斷上升，從去年就開始走弱。



目前美國經濟存在時間上的明顯錯位，因此傳統的分析指標和簡單的經驗主義都「失效」了。因此，考慮到美國經濟各個環節均出現了「滾動或交替」下滑，筆者認為沒有必要過於糾結整體經濟是否「衰退」。這一特徵在庫存周期和美股主要指數盈利與表現上也有鮮明體現。

# 為何美經濟與股市背馳？

中金點睛 劉剛 楊菅庭

中金公司分析師

在高利率、高通脹、銀行危機和債務上限擔憂的環境中，美股在不斷創新高。同樣的，今年以來美國經濟衰退與否也成為不斷超出市場預期的「未解之謎」。其中一個主要原因，就是傳統的分析指標和簡單的經驗主義在本輪周期中都不奏效。例如3月份市場看到中國信貸脈衝改善後，就依據二者的歷史關係得出對未來走勢樂觀的判斷一樣，2022年初美國兩個季度GDP負增長、美債收益率曲線倒掛等在判斷本輪美國經濟和美股周期中也都適用。

或許多年後，從長周期復盤角度看近期的數據背離只是短暫的「插曲」，但身處其中才知道，看似「顛撲不破」的規律不管是從時間還是方向的實操角度，幾乎都是沒有價值的。那麼，現在的問題是，美國經濟為什麼沒衰退？之後還會不會衰退？

## 股市超前完成調整

要想更好的理解為什麼美國經濟遲遲沒有出現似乎早該出現的衰退，就需要理解本輪美國周期與此前不同的特點。

眾所周知，總量上美國財政大規模刺激保護了居民（對居民直接補貼規模8670億美元，相當於美國GDP的4%）、企業（對中小企業的薪資保護計劃，以及美聯儲疫後直接購買企業端信用債等）、銀行（美聯儲設立BTFP提供短期貸款和流動性支持）各部門的資產負債表不受損且還有餘力大幅支出與消費，使得本輪周期在絕對水平上就比此前周期更強。

但除此之外，本輪美國經濟還有一個與往常非常不同的特點，就是「時間上」的明顯錯位。與去年供需兩端「空間上」的錯位不同（需求強而供給受限，導致運價飆漲庫存不足），美國經濟走到當前位置呈現出各個環節之間明顯的「時間上」的錯位，體現在：1）疫後受益於低利率和大量補貼而先修復的美國地產和耐用消費品環節，隨着利率升高，從2022年就開始走弱；2）受整體需求和對利率變化更敏感的企業資本開支和科技行業，也在2022年大幅下行，科技企業大規模裁員也是一個直接體現；3）相反，受疫情阻斷的場景型的服務型消費，從2022年中開始才算得上是真正意義上開始修復，其韌性

一直延續至今。

美國經濟這一「滾動或交替」下滑的特徵，在美國庫存周期和美股主要指數盈利與表現上也可以得到鮮明體現。第一，庫存周期：疫情期間因為生產、渠道和消費的差異，美國這三個環節的庫存就出現明顯的錯位，與以往歷次周期都明顯不同。從實際庫存規模角度看，美國生產與渠道庫存已見頂回落，生產商並未回補至疫情前水平，但渠道商遠超疫情前。終端零售商結構性差異明顯，若剔除權重較高但仍在補庫的汽車及零部件行業，則終端零售業也已開始去庫。

第二，美股市場：美股不同指數的表現和盈利趨勢也是如此。代表科技行業的納斯達克指數盈利從2022年初就開始持續下調，也解釋了「戴維斯雙殺」下2022年的疲弱表現。相反，代表金融與周期的道瓊斯指數盈利2022年一直還在上調，一定程度支撐了其去年的跑贏，直到2022年6月才開始下調，與納指至少間隔半年到一年（歷史經驗顯示，主要指數的盈利走勢基本沒有太多時滯，動態盈利增速拐點基本一致）。但到今年以來，在已經下調充分的盈利（本輪高點累計下調25%；2008年金融危機期間下調50%）和人工智能等新的產業趨勢助力下，納斯達克指數能持續反彈並創新高也並非是沒有基本面支撐的無本之木。

## 經濟下行趨勢難扭轉

理解了美國經濟這樣一個時間上錯位和「滾動或交替」下滑的特徵，就不難解釋美股市場今年以來的分化表現，也就可以更好地對後續經濟與市場走向作出判斷。展望後市，筆者認為，方向上仍是放緩。第一，當前仍有韌性的服務型消費獨木難支，主要是因為中小銀行緊信用開啟、超額儲蓄明年二季度逐步消耗完畢、就業市場供給增加、低收入居民支付能力下降等；第二，庫存周期見底還需時日，筆者測算本輪美國整體去庫周期或持續至明年二季末；第三，新的增長點也難以實現無縫連接的接棒，不論是近期市場和期待的地產周期和美國半導體等新產業投資驅動的再工業化都難以完全抵銷下行壓力；第四，大選年和財政擴張約束，2024年美國將再度迎來總統大選，市場的不確定性或因大選進程和最終結果帶來的潛在政策變化而增加，提示關注臨近選舉日時的潛在波動，另一方面，債務上限的解決對應中長期財政支出

的削減，反會對增長產生壓力。

經濟前周期環節的修復至少需要等到寬貨幣中期甚至到寬信用初期，而現在還處於緊貨幣末期和緊信用初期。退一步講，如果地產周期和投資周期較預想的更為強勁，完全抵銷服務消費放緩推動增長上行，那就意味着通脹回落和美聯儲加息停止還遠未結束，進而會反作用於增長，因此邏輯上也不自治。

程度上不到衰退。緊信用力度有限、緊貨幣接近尾聲、各個部門資產負債表健康，以及「滾動或交替式放緩」恰恰降低了程度較深衰退的可能性。舉例而言，2008年金融危機時，GDP佔比40%的服務型消費同比增速都未跌破零，因此筆者預期本輪周期會大幅下滑也是不現實的。

明年壓力增加。從時間節奏上，三季度依然具有相當韌性，亞特蘭大聯儲GDP Now模型預計三季度美國GDP可能會環比加速。不過筆者預計明年壓力或初步增加，主要是考慮到庫存周期明年二季度或逐步見底，今年三季度信用收縮可能增加，超額儲蓄明年二季度左右基本消耗完畢。

## 對資產選擇的四點啟示

美國經濟這樣一個「滾動或交替式放緩」對於美股、不同行業風格以及資產又有什麼啟示呢？筆者認為有以下幾點：

**第一，深度調整概率相對較小。**筆者曾撰文指出，三季度來自流動性對美股的支撐會減弱（財政部發債與美聯儲減少投放貸款），可能呈現震盪和波動格局，但是盈利的支撐使得出現「戴維斯雙殺」的深度調整可能性較小。換言之，如果調整幅度較大，可以再選擇介入。

**第二，成長依然優先，價值周期仍待時日。**當前從經濟環節周期和貨幣信用周期看，都仍是成長風格主導，更何況納斯達克指數盈利已經提前下調充分。即便估值和預期偏大會帶來調整，但相比盈利仍在下調的周期和價值板塊，依然佔據優勢。降息和利率下行初期（意味着增長或其他壓力變化）可能給各個板塊帶來普遍的壓力，但是依然是成長優先，直到降息中期和寬信用初期，周期價值再重新跑贏。

**第三，利率和黃金都需要等待時間。**筆者預計美債息短期中樞3.8厘附近，當前已經超調。加息概率下降會約束利率上行空間，但增長短期會有韌性降息預期難以打開，形成「下有底上有頂」的局面，四季度可能有更快下行空間；黃金更大漲幅階段同樣在四季度，三季度經濟韌性或不支持黃金進一步上漲，我們按1厘左右實際利率和100至105區間的美匯判斷，黃金中樞價格四季度可能在1900美元左右。

**第四，美元難降，趨勢拐點要待中國增長修復。**基準情形下雖無大漲空間，但可能維持高位一段時間。根據我們美匯指數預測模型測算，美元支撐位100，阻力位105，趨勢性拐點或要待中國增長修復。

疫情以來美國財政刺激實際發放統計

