

东华期货

研发部

欢迎关注微信：



房地产退潮之后
当前市场面临的关键性问题

2016年10月17日

1、国庆期间的房地产调控规格很高，是最新的中央精神。

国庆期间各热点城市密集出台调控措施，主要是落实中央精神。我们预计这次热点城市房价能够稳住，如稳不住调控措施再加码，不然将被问责。因此，我们判断房地产小周期结束，这轮房价上涨接近尾声。

2、调控目标旨在稳住一二线热点城市房价而不是打压，三四线继续鼓励去库存，与 2011 年初严厉的“新国八条”不同。

经过 2009 年 4 万亿刺激，2010-2011 年经济过热和通胀严重，2011 年 1 季度 GDP 增长高达 10.2%，固定资产投资增长 25%，2011 年 3 月 CPI 高达 5.38%，这引发了 2010-2011 年的一轮宏观调控，房地产调控是宏观调控的一部分。2011 年初“新国八条”十分严厉，除了限购限贷，还有就是贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍，并且 2011 年三次加息，一年期贷款利率上升至 6.65%，整个货币金融环境收紧。

2016 年国庆前后新一轮房地产调控的宏观背景是经济 L 型触底和通缩隐忧，稳增长压力仍大，因此不会整个宏观政策收紧，目前货币金融环境维持中性，一年期贷款利率处在几十年来的低位 4.75%，而且 2017 年随着经济通胀回落还存在进一步降息降准空间。因此，这一轮房地产调控的目标是稳住一二线热点城市房价而不是打压，并且三四线继续鼓励去库存，因城施策，有保有压，国务院还要推动 1 亿非户籍人口在城市落户。

3、预计未来房价可能横盘消化，不太可能出现大起大落，只要不大幅提高利率以及不会由于汇率贬值引发大规模资本流出。

目前的调控政策主要是通过限购限贷控制需求，当前仍是低利率环境。全球历次房地产大泡沫表明，虽然时代和国别不同，历次房地产泡沫走向疯狂则无一例外受到流动性过剩和低利率的刺激，历次房地产泡沫崩溃都跟货币收紧和加息有关。

4、这轮房地产调控对经济的影响可能立竿见影，但也不必过度悲观，政策可能通过加码基建和 PPP 对冲，经济有望继续维持 L 型，增速换挡从快速下滑期步入缓慢探底期。

随着房地产退潮，四季度房地产销量和投资将会显著回落，但今年还好，1-2 季度 GDP 增速均是 6.7%，3 季度大致也在 6.7% 左右，4 季度即使回调，全年 6.5%-7% 的目标能够完成。房地产调控对经济下行压力的影响主要体现在明年，IMF 预测 2017 年 GDP 增速 6.2%，我们预测 6.3%，但是 2020 年翻番目标需要后面四年年均 6.52% 的增速。因此，预计 2017 年可能加码基建、发力 PPP、提高赤字率、发专项金融债等，来对冲房地产调控对经济的影响。

放眼长远，刺激房地产属于短多长空，及时调控房地产属于短空长多，这一轮房地产调控将为改革转型赢得时间窗口，未来国企混改、PPP、债转股、发展消费服务业、促进股权市场健康发展、简政放权、保护私人产权等有望受到重视并提速。

5、未来银行资产配置压力很大，明年资产更荒。

居民买房需求下降后，预计会回流银行体系买理财，理财收益率可能下降，银行资产配置压力增加。同时，2016 年新增人民币贷款中大头是房贷，每月 5000 亿左右，未来房贷收缩将进一步增加银行资产配置压力和委外诉求，资产荒加重。再加上债转股，银行可配资产大幅减少。

6、房地产调控对股市资金面利好，基本面利空，但房地产投资下滑有望被基建和 PPP 部分对冲，增量资金预期是变数，因此房地产调控对股市影响总体中性偏多。

我们维持股市震荡市判断，预计 4 季度板块、个股和主题活跃，关注国企混改、债转股、PPP、轨道交通和消费股。

7、房地产调控增加未来经济和通胀下行压力，利好利率债，但货币政策中性和人民币贬值压力制约债市空间。

按下葫芦浮起瓢，密切观察房地产调控之后的资金流向，债市、股市都有受益的可能，商品受需求收缩制约难以推升通胀。

8、房地产调控叠加美联储加息预期，预计近期汇率开启第四波贬值，其对国内金融市场的影响需要留意。

2015年8月、2016年1月和2016年5-8月的前3波贬值对金融市场影响差别很大，前两波贬值均对应了A股闪崩，但是第三波贬值债市是涨的、A股也走出一波吃饭行情，金融市场对前3波汇率贬值的反应模式完全不同，可能跟央行调控和资本流出难度增加有关。如果央行能够通过干预资本流出进而阻断汇率贬值对金融市场影响的渠道，第四波汇率贬值的冲击可能整体可控。

汇率和房价的勾稽关系及未来走势是什么？1990年日本和1997年东南亚为了保汇率而收紧国内金融环境导致房价崩盘，2014年俄罗斯贬值汇率保住了房价，中国会走哪种模式呢？保汇率的日本和东南亚都导致了房价崩盘，但是中国不像东南亚那样有大量对外负债，也不像当年日本那样被美国“广场协议”挟持，因此中国没必要在汇率上逆势硬抗。

未来汇率和房价可能的演化路径是，汇率逐步修正高估，但资本管制加强，资金留在国内，国内资产价格以人民币计价能够稳住。同时汇率修正高估，有助于缓解贸易部门的压力。当然，这是理想状况。需要说明的是，人民币贬值并不是竞争性贬值，而是对2014-2015年被动成为世界第二大强势货币的高估部分的修正，以及面对来自美联储加息、国内货币政策中性、房地产调控等市场压力下的合理反应。

9、总的判断，房地产及时调控有助于中国经济转型，预计政策将加码基建和PPP对冲房地产投资下滑影响。

密切留意房地产调控之后的大类资产轮动，股市、债市都有可能在资金面受益，国企混改、PPP、轨道交通、海绵城市、债转股、深港通、消费等有可能成为4季度重要的主题投资机会。潜在的风险来自美联储加息、人民币贬值、资本流出和房地产调控政策矫枉过正。

免责声明

本报告仅供江苏东华期货有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员个人于发布本报告当日的判断。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。客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为江苏东华期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。