行业

专题报告

日期

2022 年 2 月 28 日

建信期货 CCB Futures

宏观金融团队

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
18665641296
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

【专题报告】地产调控政策对债市的影响及后市展望

近期研究报告

20220216【建信宏观深度追踪】2022 年第 4 期：通胀压力进一步缓解，年内 CPI 或缓步上行——1 月通胀数据解读

20220211【建信宏观深度追踪】2022 年第 3 期：政策成效初现，信心比黄金更重要——1 月金融数据解读

20220117-央行公开市场操作利率调降 10bp 点评

20220117【建信宏观深度追踪】2022 年第 2 期：基建投资有所回暖但内需仍在磨底阶段——12 月经济数据解读

20220112【建信宏观深度追踪】2022 年第 1 期：通胀压力持续缓解——12 月通胀数据解读

观点摘要

- 最近一周信息较为密集，国内主要是楼市政策出现边际放松，海外主要是俄乌冲突进一步升级。从对债券市场的影响来看，国内债市充分展现“以我为主”的走势，国内基本面和政策走势仍是当前债市的重心与主导。因此，我们还是将焦点放在国内，本文对近期地产政策变动情况和可能造成的影响进行梳理和分析，以期为债市后市判断提供分析基础。
- 受 2 月 18 日以来全国多地房地产政策调整的影响，债市出现较大调整。为何债市如此担心楼市销售好转？主要是因为地产销售是拉动企业资金流好转和投资需求回暖的起点。但需要注意的是，并非在商品房销售和 M1 回升拐点一出现的时候债市就会步入顺畅的上行，资金供求情况发生转变的重点还是在于 M1 的回暖能否带来企业资本支出意愿的持续增长以及整体货币环境会否发生变化。其中企业贷款意愿的变化需要综合考虑出口和地产行业的修复情况，所以商品房销售和 M1 的回升并不一定带来企业整体贷款意愿的回升，因此不能单纯地将房地产销售和 M1 拐点视为债市的拐点。
- 目前来看，外需存在回落风险，后期或拖累制造业投资需求，而地产政策尚未全面放开，短期内能否看到商品房销售快速回暖尚且存疑，且地产企业在经历去年阵痛期后，资金链问题尚未得到全面解决，目前其购地和固定资产投资需求也可能较难实现快速反弹，因此我们认为宽信用进程可能并未顺畅开启，债市尚不具备正式步入上行拐点的基础，后期基本面方面还需要关注出口情况及地产政策的变动。从交易层面来看，在当前货币环境偏宽松而资产供给偏紧的情况下，越调整则债券配置的价值就越高，期货短期可以关注基差修复的机会。

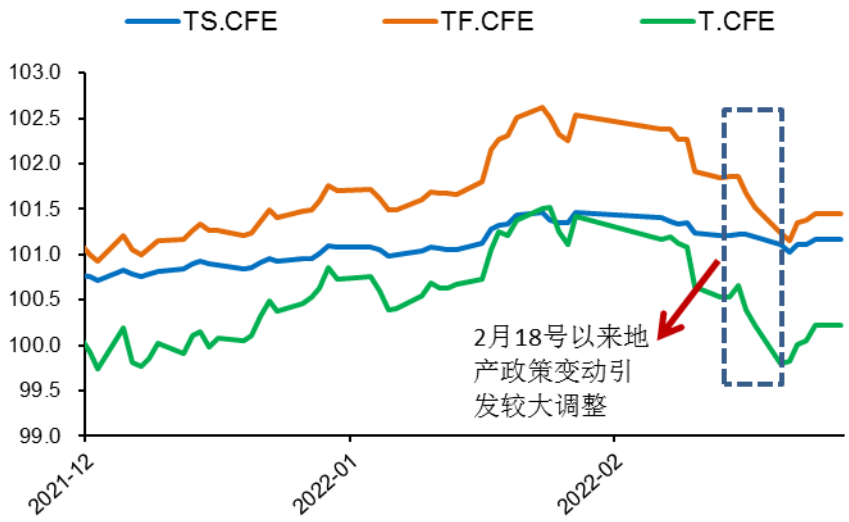
风险提示：出口超预期，地产政策超预期。

目录

一、近期楼市政策变动情况及力度 ..... - 4 -
二、楼市政策如何影响市场 ..... - 6 -
三、对债市后期走势的展望 ..... - 10 -

最近一周信息较为密集，国内主要是楼市政策出现边际放松，海外主要是俄乌冲突进一步升级。**从对债券市场的影响来看，国内债市充分展现“以我为主”的走势**，虽然俄乌冲突升级提振全球避险情绪并推升全球通胀压力，但对国内债市影响较小：2 月 24 日普京决定决定在顿巴斯地区进行特别军事行动，当天欧洲三大股指均大幅收跌近 4%，俄罗斯 MOEX 指数跌 33.28%，国内沪指一度跌超 2%，创业板指一度跌超 3%，国际避险资产大幅上涨，其中国际黄金盘中创下年内新高 1976.5 美元/盎司，美债收益率全面下行，十年美债从 2%位置盘中最低回落到 1.85%左右，但中债表现则较为淡定，当日各主要期限现券呈现窄幅震荡走势，十年国债收益率下行幅度不及 1bp，国债期货盘中小幅冲高后在午后涨幅逐渐收窄，至收盘十年主力仅收涨 0.04%，反而是在 2 月 18 日和 2 月 21 日，受菏泽、赣州、重庆、广州地区房贷利率下调消息的影响，十债期货分别收跌了 0.18%和 0.46%，幅度更大，**由此来看，国内基本面和政策走势仍是当前债市的重心与主导**。因此，我们还是将焦点放在国内，本文对近期地产政策变动情况和可能造成的影响进行梳理和分析，以期为债市后市判断提供分析基础。

图1：国内债市受国内消息影响更大



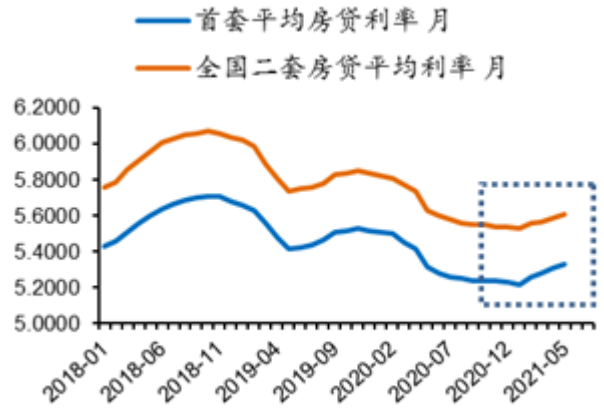
数据来源：Wind，建信期货研投中心

一、近期楼市政策变动情况及力度

21 年国内楼市调控加码对内需造成较大的冲击。21 年地产行业政策调控从居

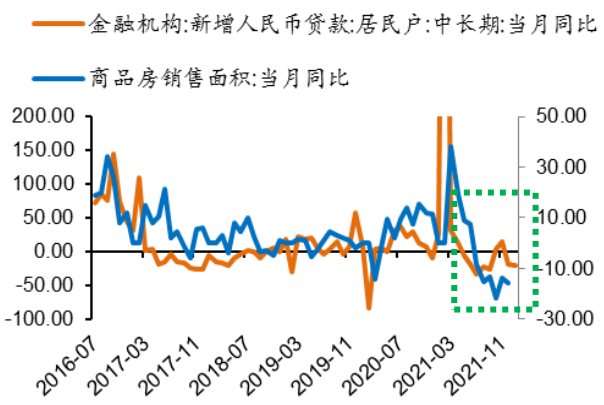
民、房企、银行三方角度，加码升级限购、限售、限贷政策，全国首套、二套房贷款利率持续走高，银行放贷周期放长，导致全国房屋销售增速走弱、居民房贷增速放缓：2021 年 4 月起商品房当月销售面积和居民当月新增中长贷增速持续下滑，并于 7 月起双双落入负增长区间。销售回款的放慢加剧了地企现金流的恶化，并由此影响其购地和固定资产投资增速走弱：2021 年 5 月起土地购置面积增速落入负增长区间且同比跌幅持续扩大，21 年全年累计同比少增 15.5%，房地产业固定资产投资增速也持续下滑，全年累计同比增长 4.4%低于固定资产整体 4.9%的增速。地产行业投资需求的下行对国内内需形成了较大拖累。

图2： 2021年房贷利率持续提升



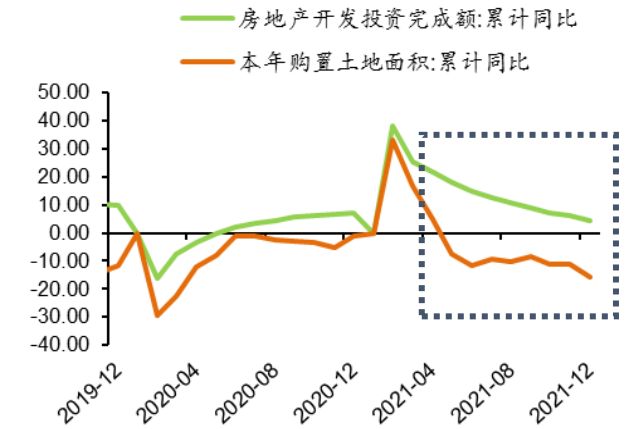
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图3：商品房销售和房贷增速表现同步，2021年二季度起持续走低并进入负增长区间



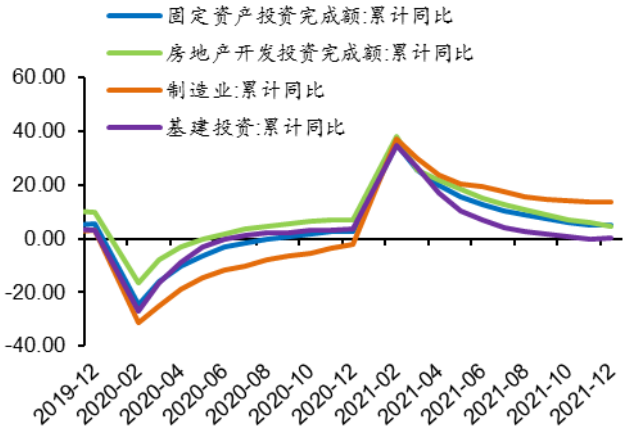
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4： 地企销售回款放缓导致2021年土地购置和固定资产投资增速也明显下滑



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图5： 房地产投资拖累了2021年固定资产增速下滑



数据来源：Wind，建信期货研投中心

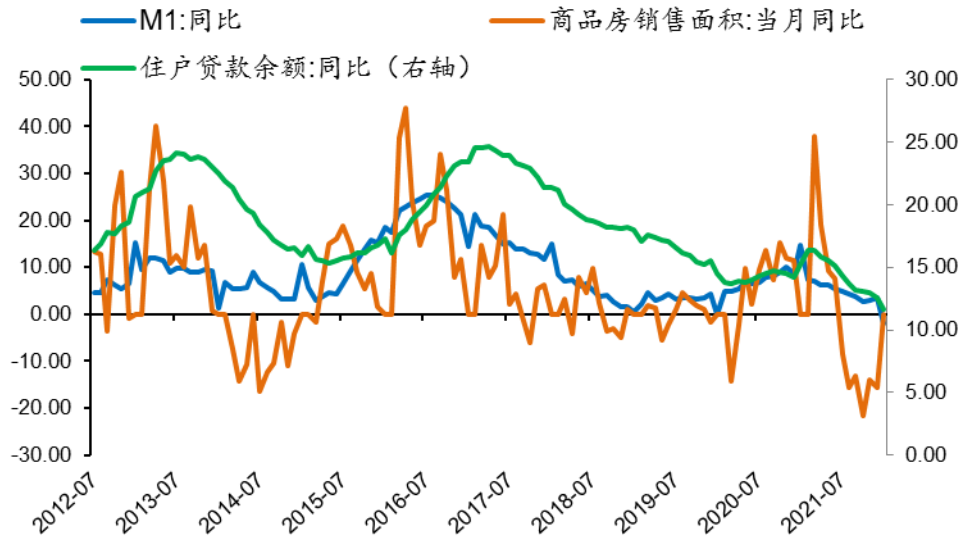
为了稳定走冷的房市，21 年三季度起楼市政策就开始出现松动，但主要针对地产企业融资，监管政策由紧转松，来推动房企资金链风险的释放。去年四季度之后的政策变化则开始着眼于需求端，而 2 月以来频出的政策则释放了更加明确的刺激信号，包括：**（1）加快银行房贷投放速度**：2021 年 11 月 23 日，成都市

住建局发文，强调要协调金融机构增加房地产信贷投放额度，加快发放速度，保障房地产企业和刚需购房人群的合理资金需求，这是 2021 年以来全国第一个明确加大房贷投放的城市，之后全国不少地区也开始加快房贷投放，与之对应的是 11 月居民中长贷大幅好转，同比增长 15.29%较前一个加快 11.3 个百分点；**（2）多地城市降低房贷利率：**21 年 12 月起全国多地城市房贷利率开始下调，其中深圳最快响应，今年 1 月媒体报道称招商银行、广发银行、中信银行等部分银行已经将深圳首套房贷利率由 LPR+45bp 下调至 LPR+30bp。2 月 21 日广州四大行同步下调房贷利率，首套和二套的加点均下调了 20bp，由于是一线城市且是四大行的行动，对房地产市场形成较大提振，债券市场也遭到了较大冲击。之后苏州、南京、杭州等多地城市的房贷利率也进行了下调。**（3）多地房贷首付比例迎来下调：**2 月 17 日菏泽地区的工、农、建行将首套房首付比例由 30%下调到了 20%，2 月 18 日重庆、赣州部分银行也将首套房首付比例下调至 20%，此前根据人民银行和和原银监会在 2016 年发布的《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》中指出，在不实施限购措施的城市，首次购房最低首付比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点，因此此次下调属于调整至政策允许的最低水平。之后驻马店、南通等非限购城市及佛山非限购趋于均将最低首付比例下调到了 20%。由于这些政策变动是 2021 年以来首次着力于购房需求端，市场担心地产销售可能迎来快速好转并推动地产及相关产业链复苏，或带动实体经济加速修复，从而导致货币政策进一步宽松的必要性下降，因此债券市场出现了较大的调整。

二、楼市政策如何影响市场

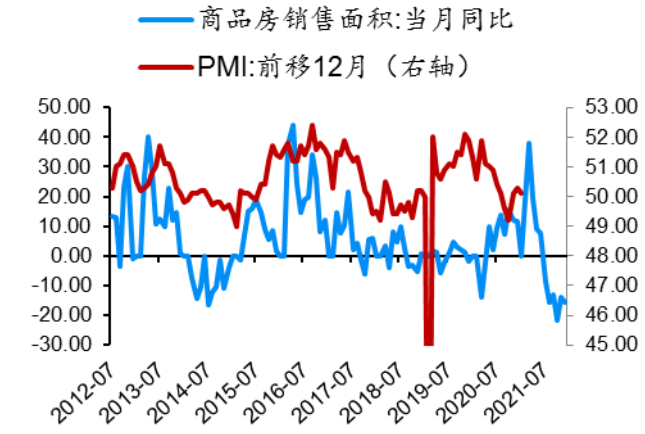
为何债市如此担心楼市销售好转？主要是因为地产销售是拉动企业资金流好转和投资需求回暖的起点。若实体的资金需求逐渐恢复则可能导致经济景气回暖、央行货币政策边际转紧，使得资金供求转为供给紧平衡，资金的价格即利率也将会走高。观察历史数据可以看到，商品房销售面积和居民贷款走势基本一致，而房屋销售走高带来居民房贷增长的同时，也会导致房贷资金回流到企业，可以看到企业活期存款或者说 M1 增速的走势也是与商品房销售增速基本一致。而由于房地产行业链条较长、对经济拉动力量较大，因此基本上每一次经济触底后都会通过放开楼市销售来进行拉动，近十年数据显示商品房销售增速领先 PMI 约 10~12 个月左右，PMI 回暖后一般将带来企业资本开支意愿的增加，可以看到制造业和地产业固定资产投资和土地购置（不计入房地产业固定资产投资）需求会呈现持续的回暖，而随着经济的进一步复苏和对地产政策的收紧，则企业活期增速下降、贷款需求上升，资金需求大于供给，引发利率的趋势性上行。

图6：商品房销售增速领先M1和住户贷款增速



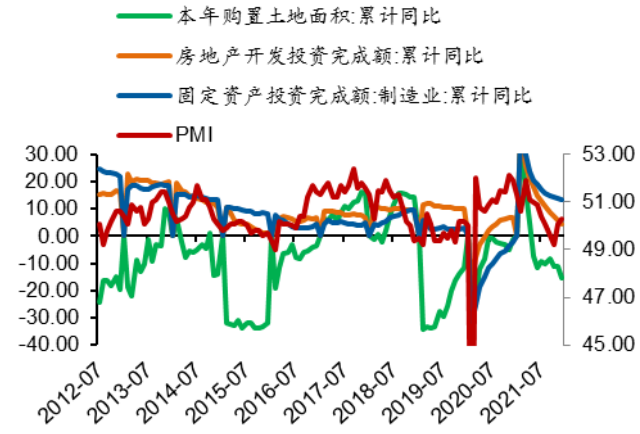
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图7：商品房销售对经济景气具有一定领先性



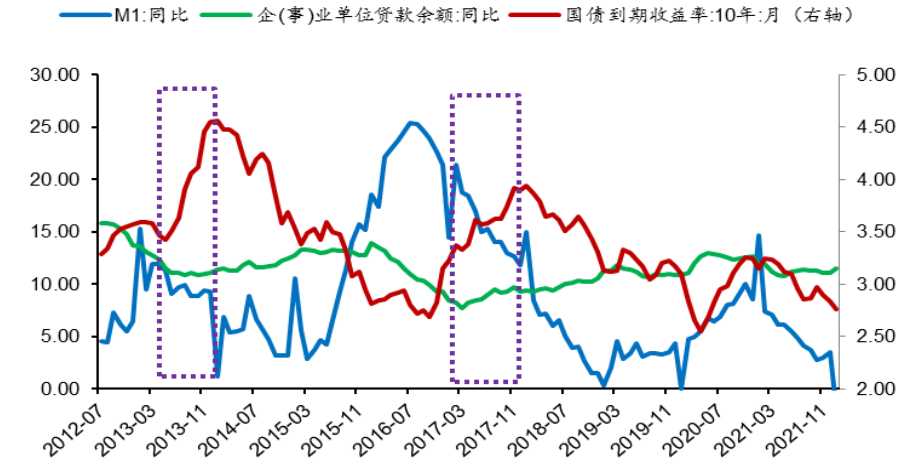
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8： PMI走势与投资、购地增速较为一致



数据来源：Wind，建信期货研投中心

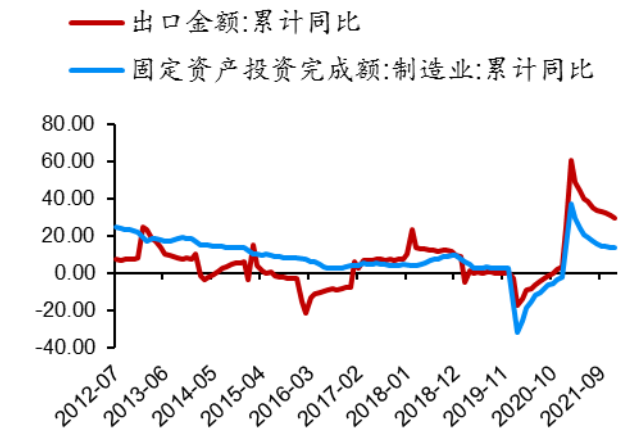
图9：经济复苏后期，M1下降和企业贷款增长推动利率持续上行



数据来源：Wind，建信期货研投中心

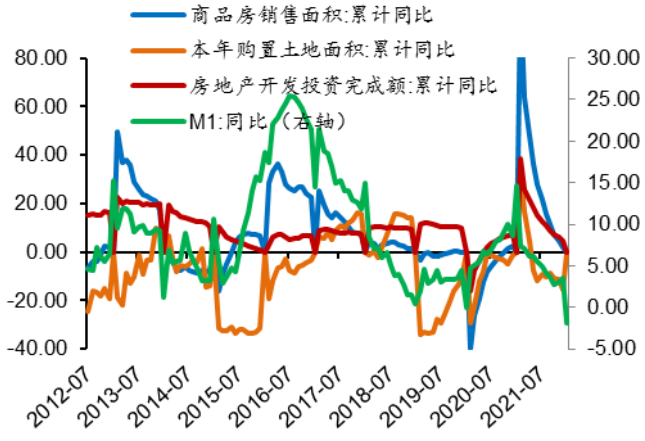
但需要注意的是，并非在商品房销售和 M1 回升拐点一出现的时候债市就会步入顺畅的上行，资金供求情况发生转变的重点还是在于 M1 的回暖能否带来企业资本支出意愿的持续增长以及整体货币环境会否发生变化。对于企业的资本支出意愿和融资需求，我们通过企业贷款的增长情况来进行观察，这是考虑到 2017 年来金融监管增强，非标融资渠道显著收紧，银行贷款已经成为企业获取资金的最主要来源。考虑企业贷款增长受其支出意愿驱动，而其支出意愿一般涉及三大需求中的投资，其中基建投资一般受政府逆周期调节意愿影响，制造业和房地产业的固定资产投资才是更多地反应企业自主的支出意愿。其中工业制造业中比重较大的重要行业如计算机业就主要依靠出口，因此制造业投资需求更多地受出口景气影响，而房地产投资则与商品房销售和 M1 关系更为紧密，因为地产销售的回升一般指向地产企业资金流好转，所以总的来说，企业贷款意愿的变化需要综合考虑出口和地产行业的修复情况。将这层逻辑捋清楚之后，我们可以很清晰地发现，商品房销售和 M1 的回升并不一定带来企业整体贷款意愿的回升，因此不能单纯地将房地产销售和 M1 拐点视为债市的拐点。举个例子来说，在 2019 年上半年时期，虽然楼市销售和 M1 出现持续的改善，并带动地产固定资产投资和土地购置的好转，但受外需萎靡的影响，制造业投资增速走低仍然影响了企业贷款增速的回落，因此国债收益率在冲高后出现了再度的回落。

图10： 制造业投资更多受到出口影响



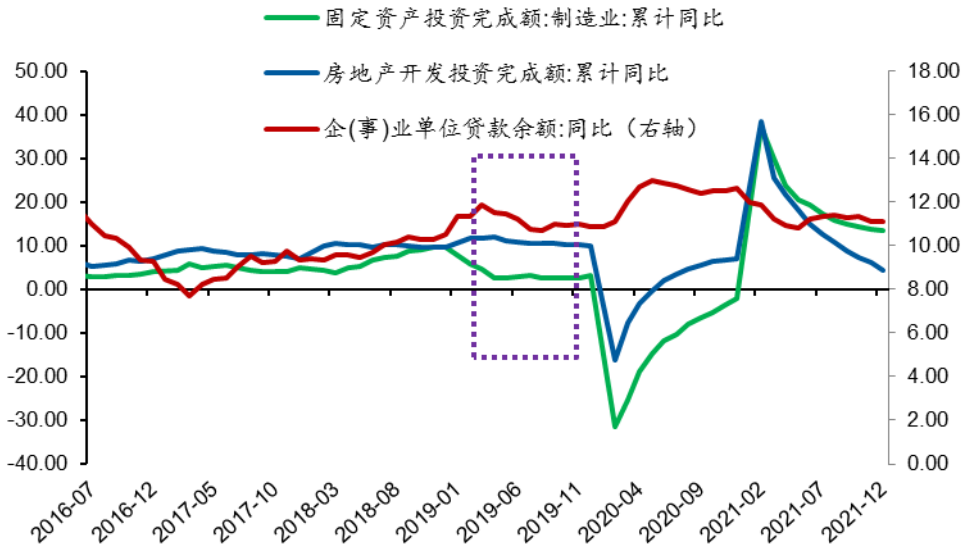
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图11： M1与商品房销售和地产业投资联系更为紧密



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：2019年上半年制造业投资需求萎靡拖累企业贷款增长

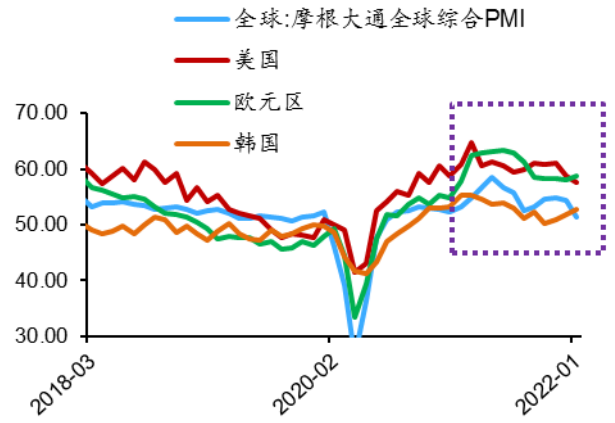


数据来源：Wind，建信期货研投中心

那么这次的情况如何呢，应该说言之拐点可能尚早。当前国内基本面处于外需强劲、制造业投资意愿持续增长的背景下，市场可能担心若地产销售能够受政策刺激回暖并带动地产相关投资也不断回升，则企业的整体贷款需求可能步入持续上行的通道，从而引发资金供求状态转变。但有两个问题，一是当前外需已经出现下滑迹象，美国、欧元区和全球摩根大通 PMI 均已在 2021 年一季度触顶开始回落，之后我国出口保持强劲很大程度上是受到全球疫情反复但国内供应链并未受到影响的支撑，但目前海外正在致力于放开疫情管控，或导致国内替代效应受到影响，而且海外央行为对抗通胀也在加速加息，或进一步加剧，外需收缩后续出口回落或导致企业制造业投资需求转为下滑；二是当前的地产刺激力度尚且克制，能否引发销售持续回暖尚且存疑，以及销售传导到投资的路径也不一定通畅。观察过去几轮地产刺激可以发现，销售的持续改善往往需要较大程度的全国范围房贷利率下行，如 14~16 年期间全国首套房贷利率由 7.02%下行了 2.58 个百分点到 4.44%，在提出房住不炒后房贷利率下行幅度有所缩小，18~19 年期间从 5.71%下行了 29bp 到 5.42%，2020 年期间从 5.53%到下行了 31bp 到 5.22%，但当前房贷利率调整尚未扩散到全国，一线城市中仅广州和深圳下调了 15~20bp，后期政策或还需要加码才能推动销售的持续改善。另外，销售回暖传导到土地投资和地产固定资产投资也需要一定时间，例如在 14~15 年期间，虽然房贷利率下调引发了销售改善，但由于商品房库存增速较高，地产购地和投资增速仍趋下滑，经济景气 PMI 持续回落，国债收益率也仍趋下行，只有在房屋销售、土地购置、地产固定投资增长共振的 2012~13 年和 2020 年才看到了利率的上行。而地产企业在 2021 年大规模出现资金链问题，即便销售出现持续回暖，其短期内进一步购置土地和固定资产投资的意愿可能也并不高，这意味着社会整体的资金需求可能很难在短

期出现明显的回暖。因此综合来看，宽信用加速传导推升全社会融资需求回暖可能言之过早。

图13：海外主要经济体景气已于去年初见顶

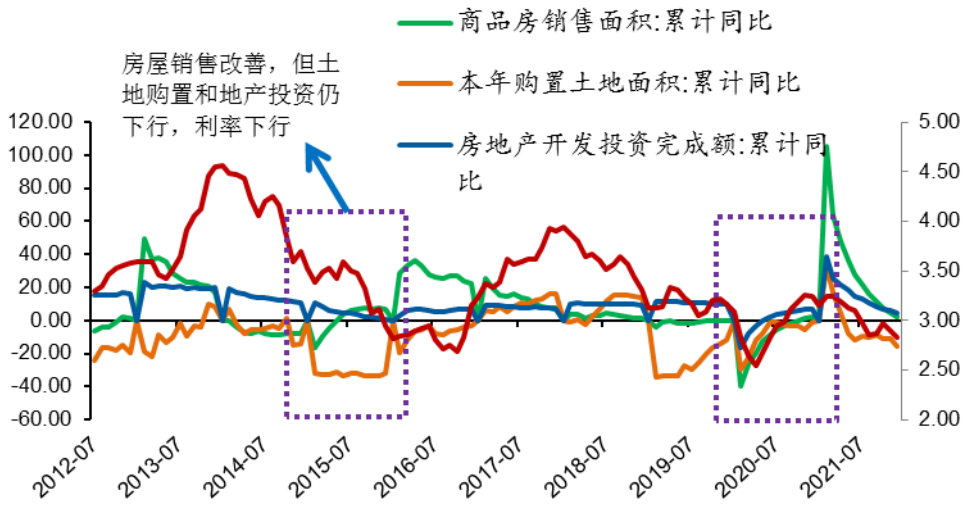


数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：房贷利率出现明显下调将带动商品房销售回升

数据来源：Wind，建信期货研投中心

图15：房屋销售、土地购置和地产投资与利率走势存在一定分化



数据来源：Wind，建信期货研投中心

三、对债市后期走势的展望

对于 2 月的债市调整，我们的理解有二，一是十年国债利率突破 2021 年低点接近 2020 年 5 月水平，在如此一个低位会存在一定的恐高心理，二是前期债市对宽信用的预期非常悲观，而在 1 月社融超预期后楼市宽信用也在加码，因此预期的修正也导致债市出现调整。

但目前来看，宽信用进程可能并未顺畅开启，债市尚不具备正式步入上行拐

点的基础，后期基本面方面还需要关注出口情况及地产政策的变动。从交易层面来看，在当前货币环境偏宽松而资产供给偏紧的情况下，越调整则债券配置的价值就越高，期货短期可以关注基差修复的机会。

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739　　**有色金属研究团队** 021-60635734　　**黑色金属研究团队** 021-60635736
石油化工研究团队 021-60635738　　**农业产品研究团队** 021-60635732　　**量化策略研究团队** 021-60635726

免责申明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖愿意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
电话：021-60635548　邮编：200120

深圳分公司
地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269　邮编：518038

山东分公司
地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761　邮编：250014

上海浦电路营业部
地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
电话：021-62528592　邮编：200122

北京营业部
地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360　邮编：100031

福清营业部
地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193　邮编：350300

郑州营业部
地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455　邮编：450008

宁波营业部
地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932　邮编：315000

总部专业机构投资者事业部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
电话：021-60636327　邮编：200120

西北分公司
地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275　邮编：710075

浙江分公司
地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081　邮编：310003

上海杨树浦路营业部
地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021- 63097527　邮编：200082

广州营业部
地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
电话：020-38909805　邮编：510620

泉州营业部
地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988　邮编：362000

厦门营业部
地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888　邮编：361000

成都营业部
地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号
电话：028-86199726　邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
邮编：200120　　全国客服电话：400-90-95533
邮箱：service@ccbfutures.com　　网址：http://www.ccbfutures.com