

## 固收半月谈|地产迎复苏，成色如何看？

热点事件怎么看？固收行家来解读

主讲人介绍：



周岳洋 上银基金固定收益部研究员

周期行业研究经验丰富，负责煤炭、钢铁、地产等行业的信用挖掘工作。

### 【市场回顾】

国内利率债市场方面，3月以来，债市对政府强刺激恢复经济的担忧缓解，叠加海外风险事件冲击以及央行降准释放宽松态度，债市情绪整体回暖，各期限利率债收益率下行，短端品种下行幅度更大。具体来看，截至4月4日收盘：

(1) 国债方面，1Y国债收益率自3月以来下行10BP，收于2.23%；3Y国债收益率下行6BP，收于2.51%；5Y-10Y国债收益率下行3-4BP，10Y国债收于2.86%。

(2) 政金债方面，1Y国开债收益率下行7BP至2.40%，1Y口行和农发债收益率下行9BP和7BP，分别收于2.42%和2.44%；3Y政金债收益率下行11-12BP；5Y国开债收益率下行9BP至2.84%，5Y农发和口行债收益率下行4-5BP；7Y国开债收益率下行6BP，7Y口行债收益率下行7BP，7Y农发债收益率下行5BP；10Y口行和农发债收益率下行6-7BP左右，10Y国开债收益率下行5BP，收于3.03%。

**信用债方面**，3月以来信用债表现强势，市场尤其青睐短端下沉，1年AA-下行幅度最大，3月以来累计下行55.9bp；随着短端信用债下行至较低分位数，基金公司逐步拉长久期，中高等级品种2-3年期表现最好。

**权益和转债市场方面**，3月权益市场整体收跌，其中wind全A下跌0.8%，沪深300下跌0.5%，上证指数下跌0.21%，创业板指下跌1.2%，中证转债上涨0.41%。分行业看，TMT和建筑相关板块表现较好，通信、传媒、计算机和建筑等行业表现较好，电力设备、基础化工、建材和房地产等行业表现较差，明显跑输全市场，整体下跌5%-6%。

**海外市场方面**，3月SVB和瑞信风险事件后，欧美央行快速出手平息投资者担忧情绪，股票市场先跌后涨，叠加美国职位空缺数据超预期下降，市场对后续美联储加息预期也进一步减弱。总体来看，欧美市场呈现股债齐涨情况。截至4月4日收盘，德国DAX指数当月上涨1.55%，法国CAC40上涨1.06%，标普500上涨3.29%，韩国综指和日经225也分别上涨2.8%和3.07%，恒生指数当月上涨2.47%，仅英国富时100下跌3.07%。债券市场方面，英国10Y国债收益率当月下行44BP，收于3.42%；德国和法国的10Y国债收益率下行37BP，分别收于2.28%和2.75%；美国10Y国债收益率下行57BP，收于3.35%。

#### 【市场展望】

**经济基本面方面**，从3月的PMI和工业企业利润、库存等数据来看，在消费需求恢复较慢的背景下，工业生产尤其是制造业的动能整体偏弱，上中下游各行业大都呈现营收下滑、被动去库或补库的情况。目前唯一超预期的亮点是地产行业的回暖，无论是从二手房价格走高，还是从30大中城市商品房销售走高的数据来看，地产行业的复苏值得进一步关注，特别是可以持续关注后续能否传导到房企拿地和投资上。短期来看，结合已经公布的月度数据以及高频数据，之前债市担心的春节后经济超预期修复的情形暂未出现，经济仍然呈现弱修复状态，4、5月经济同比高增将压制债市做多情绪，长端利率下行空间有限。但央行降准叠加季末投放已经表明对资金面的呵护态度，4月如果信贷节奏放缓，债市资金紧张的情况或将有所缓解，因此短端利率品种仍值得关注。

**信用债市场方面**，在实体融资需求真正恢复前，债市的配置资金仍在，叠加信用债供给持续偏弱，信用债行情仍将继续。择券思路如下：

一是短久期城投债和产业债收益挖掘，钢铁/房地产信用利差历史分位数较高，且近期修复速度较快，关注地产链景气度改善带来的介入机会，尤其是国资房企资产负债表或将率先得到修复；

二是 2 年期中高等级信用债，上周 1 年期国开大幅下行，信用利差被动走阔，1-2 年期信用利差走阔 6-8bp 左右，相对于存单和利率债，信用债性价比显现，2 年期 AAA、AA+信用利差在 65%左右，可重点关注。

**权益市场方面**，3 月美联储如期加息 25 个基点，对近期硅谷银行破产、瑞信流动性危机等事件，美联储表现出对金融风险的谨慎态度，加息放缓从流动性上一定程度利好 A 股，人民币升值，近期外资流入明显。当前 A 股估值仍不高，还有上涨基础，国内处于复苏初期，在降准呵护下流动性较宽松，随着市场风险偏好提升有望带动 A 股震荡上行。业绩披露季节来临，行业上应更关注基本面，可关注三条主线：

一是经济复苏验证主线，业绩恢复估值合理的方向。消费类如美容护理、医疗服务、餐饮旅游、药店等，生产类如建筑建材、家居、化工等；

二是建设现代化产业体系是产业政策重点方向，计算机、通信、传媒和半导体等行业重点关注市场情绪和热点走向；

三是国企价值重估，提质增效的高分红企业的估值有望得到修复。

### **热点关注：当前地产行业复苏情况分析**

从 2021 年二季度开始，房地产市场销售步入下行周期，并一直筑底到去年底。外部拖累的因素消失导致积压的需求释放，加之各地购房政策效果逐渐显现，今年 2 月，房地产销售数据开始有所恢复，累计同比增速为-3.6%，较去年 12 月的-24.3%，降幅明显收窄，市场活跃度回升，销售端出现回暖迹象。楼市回暖

不仅表现在二手房的成交面积上，也逐步从需求端传导到供给端。土地购置费 2 月累计同比开始转正且位于历史高位。随着外部影响的逐步消退，居民预期开始好转，房地产商拿地的积极性也说明楼市在加速回暖，但土拍市场是否能稳企，还需销售端的持续支撑。

民营企业拿地金额占比提高。相较去年民营企业拿地金额占比 16%，2023 年（截至到 3 月 23 日）民营企业的占比已经达到 30%。在房地产市场预期转好的趋势下，民营企业拿地积极性提高，也折射出房企对后市的看好。

从融资环境来看，2022 年以来融资环境持续向好。“三箭齐发”政策助力房企再融资，国内融资渠道逐步宽松，行业融资环境得到改善，政策效果逐步显现。总体来看，房地产开发资金来源累计同比降幅开始回落，但自筹资金的累计同比仍处于历史低位。具体从房地产企业债券融资情况来看：一季度融资总额相较于去年的紧缩状况有所好转，但改善幅度并不显著，房地产债券市场延续低温。总的来说，房企端债市仍处于缓慢修复过程中。分结构来看，当前融资端的多项政策仍然集中在国企，国企延续了以往的融资优势。而对大部分民企来说，融资状况并未得到改善，一季度净融资额仍是负数，资金压力维持在较高水平。

从开工未售库存来看，当前库存正处于历史低位。而去化周期为 24.92 个月，历史分位为 63%，去化周期走高主要还是前期销售数据较差导致。伴随后期销售数据的好转，房地产库存的持续下降，去化周期将进一步下调。库存处于历史相对低位也为地产行业的企稳回升创造了条件。特别是对于部分库存特别低的城市，一旦需求回升，其价格上涨压力也会较快体现。

随着保交楼政策的带动，竣工面积由去年 12 月的-15%回升至 2023 年 2 月的 8%。但房地产投资增速的增长主要由土地购置费增长所带动，建安工程投资增速反而下行。地产行业对经济的拉动关键在于真正的开工、施工环节，而不是土地购置相关的交易环节。房地产投资未能得到有效恢复，未来销售恢复程度将会制约新开工以及房地产投资的恢复程度。

当前供需两端的政策都在确保房地产市场的平稳发展，房地产业出现了回暖迹象。销售端的回暖带动新开工逐步恢复。房地产政策效果逐步显现，资金端有

所缓解。房地产市场供给端逐步恢复，企业拿地积极性提高，房企的信心有所增加，房地产库存处于 2016 年以来的历史相对低位。

一季度房地产市场的回暖，部分源于国内放开、各地购房优惠政策。这种反弹或是由于前期需求的集中释放，并未意味着长期改善，未来仍需观察房地产销售数据的走向，房地产需求端的整体改善可能还需要伴随消费端的回升。从房地产供给端看，房地产投资未能得到有效恢复。从债券市场融资状况来看，房企端债市仍处于缓慢修复过程中，资金主要集中在国企，民营企业仍面临资金短缺。

总的来看，房地产市场目前只是出现了回暖趋势，当前的积极因素仍将助力地产回暖，除竣工端外，其余的回暖更多表现在地产行业的前端指标，**房地产市场得到真正有效恢复可能还需要等到二、三季度。**

### **债券知识小课堂：如何解读房地产开发投资数据？**

房地产开发投资数据很重要，是固定资产投资的三大分项之一。即使不考虑房地产投资对钢铁、建筑建材、有色、煤炭等产业链的直接或间接的带动，2020 年底房地产投资的绝对金额高达 14.1 万亿，占整体固定资产投资的 28%左右。

在房企拿地的过程中，房企的资金开始向政府部门转移，当政府有了资金后，就可以扩大基建投资。土地是政府开展基建投资的抵押品，政府通过设立地方城投，用土地做抵押换取融资，撬动基建增长。当土地价格上涨时，可以显著化解地方融资约束，抵押品值钱，对项目本身现金流的要求就下来了，贷款更容易放出来，基建投资增速也就更高了。基建投资增速高了，经济就会更加繁荣，抵押品价值（土地）就更高，也就促进了经济增长的正反馈。这就是金融加速器原理，它作为中国经济周期最主要的驱动力量之一，重要性不言而喻。因此，通过对房地产开发投资数据的深度分析，把握好房地产周期性波动，是非常重要的。

如何分析这一数据呢？

首先，我们要明确房地产开发投资的构成。房地产开发投资指登记注册类型的房地产开发法人单位统一开发的包括统代建、拆迁还建的住宅、厂房、仓库、商场、写字楼、办公楼等房屋建筑物，配套的服务设施，土地开发工程和土地购置的投资。其中有几个重点：

(1) 登记注册类型的房地产开发法人单位统一开发，关键信息是房地产开发法人单位，这意味着非房地产开发企业进行的房地产投资活动，不会计入房地产开发投资口径。

(2) 房地产开发投资不只是针对住宅，还有厂房、仓库、商场、写字楼、办公楼等。其中住宅完成的投资额是绝对主角，占 90%左右。所以要想分析好房地产开发投资的趋势，最重要的是分析好住宅市场。

(3) 房地产开发投资活动包括开发房屋建筑物、配套的服务设施，以及土地开发工程和土地购置的投资，分为建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资和其他费用投资四个部分。建筑工程投资占比接近 60%，是房地产开发投资的主导项。其他费用也需要关注，这块金额不小，占房地产投资的 20-30%左右。其他费用中占比最大的是土地购置费，占比 70-80%。土地购置与土地成交价款之间有本质区别。土地成交价款是按合同上的数字来统计的，比如开发商去某地方买地，如果合同上注明的土地成交金额是 1 亿，计入到土地成交价款里就是 1 亿。但是，土地购置费是可以分期计入，统计的是实际发生额，只有在未来一年实际支付时，才会计入到土地购置费。因此，土地成交价款与土地购置费不是正相关关系，滞后 1 年的土地成交价款和土地购置费才是正相关关系。土地购置费反映的不是当下拿地的状况，而是过去拿地的状况。

其次，要分析房地产资金的来源。从房地产开发资金来源的定义来看，房地产开发到位资金是指房地产开发企业实际拨入的、用于房地产开发的各种货币资金。换句话说，用于开发投资部分的资金会被计入房地产开发资金来源，但这并不是房地产全部资金来源的概念。从房地产开发资金来源和房地产开发投资的相关性来看，房地产资金来源在一定程度上要领先于房地产开发投资。

房地产开发资金来源主要包括了国内贷款、自筹资金、其他资金、利用外资以及各项应付款合计。从数据来看，除了利用外资的数值偏低、占比小以外，其他几个分项对房地产开发资金来源均有举足轻重的作用。

先来看国内贷款。国内贷款不仅是银行贷款，还包括了非银贷款，不过绝对金额占比大的还是银行贷款。银行贷款具体包括了银行给房企的开发贷款和并购贷款，非银贷款主要指的是信托、券商资管、基金等机构给房企的非标融资。房地产开发资金来源的自筹资金分项也包括非标融资。从定义上来看，自筹资金是指在报告期内筹集的用于项目建设和购置的资金，包括自有资金、股东投入资金和借入资金。这里的关键是股东投入资金和借入资金。随着 2016 年中央政府提出“房住不炒”，2017-2018 年金融去杠杆和 2019-2020 年房企融资强监管等一系列措施出台，自筹资金占整个房地产资金来源的比重出现了快速下滑。

自筹资金除了房企自有资金以外，也考虑到了房企自己筹集的、借入的资金，因此，通过信用债、资产证券化等方式获得的资金计入到自筹资金。如果是房企自己在股票市场上获得的 IPO、定增融资，或者是房企自己的未分配利润用于房地产开发投资活动，也会体现在自筹资金项上。

房企贷款被约束，房企非标融资也被限制，因此，房企对销售环节的依赖度越来越高，房地产销售环节的资金主要体现在房地产资金来源中的其他资金项上，但考虑自筹资金里有未分配利润，也有部分会体现在自筹资金项上。

其他资金主要包括定金及预收款、个人按揭贷款和其他到位资金。从数据来看，定金及预收款加上个人按揭贷款的金额为 9.6 万亿，而其他资金的总额为 10.2 万亿，很明显，这个其他资金项主要由房地产销售构成的，靠的是买房人的定金和个人按揭。

最近这几年，房企融资的限制较多，所以房地产销售、房企内生性增长成为了各个房企的生命线。从数据来看，其他资金占房地产资金来源比重已经接近 60%。

最后一项是各项应付款。各项应付款是本年项目建设和购置中应付未付的投资款，主要指的是应付工程款。从定义来看，各项应付款主要是房企占用上下游的款项，或者是有些工地还未验收，部分款项尚未付给施工单位。值得一提的是房地产供应链金融 ABS，它指的是房企供应商的应收账款（比如供应商给房企盖了房子但房企还未付钱），保理公司通过受让供应商的应收账款，把应收账款作为基础资产，打包为资产支持专项计划，让投资者购买，这样就盘活了应收账款。当应收账款到期，由房企向资产支持专项计划付款，兑付投资者的本金收益。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。