

固收半月谈|地产政策频出，后市如何展望？

主讲人介绍



周岳洋

上银基金固定收益部高级研究员

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，4月以来债券市场波动加大，先是4月中上旬由于资金面整体偏松、地方债发行偏慢、特别国债暂未落地，债券资产荒局面持续，各期限利率债继续下行；但随后央行引导长端和超长端利率债，债市出现快速调整，30Y国债收益率一度触及2.62%，而随着交易盘和配置盘力量介入，五一节前一天债市跌幅明显收窄。具体来看，4月截至5月8日收盘，(1)国债方面，1Y国债收益率下行2BP至1.71%；3Y国债下行5BP至1.98%；5Y国债收益率下行9BP，收于2.11%；7Y国债收益率下行6BP，收于2.26%；10Y国债收益率上行1BP，收于2.30%。(2)政金债方面，1Y政金债收益率上行0-1BP不等；3Y政金债收益率下行5-9BP不等；5Y政金债收益率下行9-11BP；7Y政金债收益率下行8-10BP；10Y口行和农发债收益率下行7-8BP，10Y国开债收益率下行6BP，收于2.35%。

信用债市场方面，4月以来表现强于利率债，绝对收益率和信用利差全面大幅下行，收益率普遍下行超过20bp；品种上，低等级优于中高等级。

权益市场方面，4月以来，在北向资金带动下权益市场上涨，情绪明显回暖，其中万得全A上涨1.8%，创业板指上涨2.6%，上证指数上涨2.87%，转债表现好于正股，转债估值扩张，中证转债指数上涨2.96%。从行业来看，表现较好的板块主要来自基础化工、医药、家电和银行，整体上涨5%-8%，表现较弱的板块主要为房地产、商贸零售、计算机和传媒，整体下跌5%-8%。

海外市场方面，美国部分数据走弱，市场对美联储降息预期有所修复；欧央行基本确定6月降息，市场已充分定价，欧洲市场整体波动不大。具体来看，4月初截至5月8日收盘，法国CAC40下跌0.91%，德国DAX指数上涨0.03%，英国富时100上涨5.05%，标普500下跌1.27%；亚洲股市方面，恒生指数表现抢眼，上涨10.72%，韩国综合指数下跌0.06%，日经225下跌5.37%。债券市场方面，德国10Y国债收益率上行12BP至2.45%；法国的10Y国债收益率上行16BP，收于2.96%；美国10Y国债收益率上行28BP，收于4.48%；英国10Y国债收益率上行30BP至4.25%。

市场展望

债市5月面临的主要压力：一是政治局会议后，特别国债和专项债发行进度可能加快，债市将迎来供给考验；二是最新的PMI和五一假期消费数据表现不错，经济稳步修复；三是市场一直关注的地产政策可能出现进一步调整。不过即便债市面临一定压力，预计调整幅度也有限。一方面，随着近期债券收益率快速上行，债市积累的风险得到一定释放；另一方面，央行也仍有可能通过降准配合政府债券的发行。此外，地产行业疲软现状很难因为某项政策快速发生逆转。对债市而言，央行表态前的利率低点和本轮调整的利率高点基本可以确立为近期利率波动区间的上下沿。

信用债市场方面，虽然信用债等级利差、期限利差已经很低，但机构缺资产下信用债仍有压缩空间，且即使债市反弹，信用债（尤其是弱资质信用债）调整幅度预计不大，因此信用债仍有配置价值，配置建议：（1）向3年期左右的信用债要收益，票息视角适当挖掘；（2）短端等级利差过低，可以考虑止盈短端+性价比低+弱资质信用债；（3）担保债策略增厚收益。

权益市场方面，海外美国经济就业数据有走软趋势，人民币汇率有所回升，中国资产性价比凸显，外资持续进行大额买入，A股、港股上涨趋势明显，从经济总量上来看，顺周期建议关注确定性较强的板块。结构上来看，年报披露后，红利板块有一定回撤，5-7月数据真空期预计成长标的阶段性强于价值标的，建议关注有题材属性的TMT、锂电等板块；上游资源方面，金、铜、油等海外定价商品假期内出现显著回撤，预计短期内震荡偏弱，总体建议谨慎。转债上两周表现弱于正股，红利板块表现偏弱，建议关注：一是正股高成长性及基本面较好、估值相对合理的优质转债；二是在基本面研究的基础上挖掘转债两端标的的投资价值；三是关注红利回撤的机会。

热点关注：房地产行业近况分析及展望

政策层面，根据政府工作报告，2024年房地产市场将继续优化政策、化解风险，并促进平稳健康发展。具体来看，全国房地产开发投资在2024年初呈现下降趋势，1-3月份投资额达到22082亿元，同比下降9.5%，其中住宅投资下降10.5%。新开工面积下降27.8%，反映出市场在新一年开始时的谨慎态度。

销售方面，新建商品房销售面积和销售额同比分别下降19.4%和27.6%，表明市场销售动力减弱。同时，现房销售表现优于期房，现房销售面积占总销售面积的比重有所提升，这一变化可能与购房者对即买即住的需求增加有关。

土地市场也呈现结构性变化。全国300城住宅用地成交面积虽同比下降，但土地出让金和楼面均价却有所上升，表明市场正在向更高质量方向发展。此外，保障房建设和入市将成为今年市场的一个亮点，特别是在上海、深圳等城市，保障房的大规模建设和供给将对市场产生积极影响。

住房需求和供给方面，政府工作报告提出要完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。一些城市已经开始调整限购政策，预计更多城市将结合自身情况优化调整相关政策，以进一步释放市场活力。

城市更新和新型城镇化方面，城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设将成为今年的重点。央行的PSL为城中村改造提供了资金支持，预计将加速城中村改造项目的推进。

随着政策的持续优化和市场机制的逐步完善，预计房地产市场将逐步回暖。一线城市有望继续优化限购政策，二线城市或将全面取消限制性政策，从而促进市场需求的逐步释放。同时，城市房地产融资协调机制的加快落地和“三大工程”配套政策的跟进，将为市场提供更加稳定的金融支持。

在市场供求关系上，尽管当前市场情绪偏弱，但春节后市场活跃度有所回升，特别是二手房市场表现更为活跃。这一现象可能与二手房的“以价换量”策略和较短的入住周期有关。预计在政策的推动下，市场将逐步回归稳定，实现供求平衡。最后，值得注意的是，房地产开发企业到位资金同比出现下降，这可能会对后续的开发投资和市场供应产生一定影响。因此，企业的资金状况和市场融资环境将是未来市场关注的重点。

根据对当前房地产市场的政策调整和基本面情况的分析，我们对**未来房地产行业的展望如下**：

首先，在政策预期方面，政府工作报告强调了优化房地产政策的重要性，我们预计政府将继续实施差别化调控措施，以支持合理的居住需求并遏制投机性购房。特别是对于一线和热点二线城市，政策可能会更加注重市场的精细化管理，通过微调限购、限贷等政策，来平衡市场供需。

其次，**房地产市场有望边际改善的预期正在形成**。随着经济的逐步复苏和城镇化进程的持续推进，保障房建设和供给的加大将为中低收入群体提供更多的住房选择，这将有助于稳定房地产市场，促进市场的长期健康发展。

在基本面预判上，2024年一季度新房市场虽然呈现调整态势，但春节后市场活跃度有所回升，表明市场正在逐步适应新的政策环境。我们预计，**随着政策效果的进一步显现，市场需求将逐步回暖，尤其是在金融支持和住房保障体系更加完善的背景下**。

土地市场方面，300城住宅用地供求面积虽呈现缩量态势，但重点城市优质地块的加快拍地节奏，将带动市场的结构性上升。这表明开发商对核心城市的核心区域仍持乐观态度，预计这些区域的市场将保持一定的热度。

从**涨跌城市个数看**，百城新建住宅价格环比下跌城市数量保持平稳，而二手住宅价格下跌城市数量维持高位。这可能反映出市场对于**新房和二手房的不同预期**，预计二手房市场的调整将继续，直到市场供需达到新的平衡点。

重点城市二手房市场相比新房更稳定，春节后活跃度持续好转，这一趋势可能会持续，特别是考虑到二手房的即买即住特性和教育资源等优势。

综上所述，我们对 2024 年房地产市场的整体展望是审慎乐观的。市场预计将在政策的保驾护航下逐步回暖，同时，市场的结构性变化和区域差异将成为影响未来市场走势的关键因素。

债券知识小课堂：抵押补充贷款

PSL，即抵押补充贷款，是中国人民银行创设的一种结构性货币政策工具。PSL 的主要目的是通过政策性银行以质押方式向央行申请贷款，支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业的发展。PSL 工具的特点在于它提供的资金具有期限长、成本低的特点，能够为特定银行提供长期限、低成本资金，引导金融机构支持实体经济薄弱环节、重点领域和社会事业发展。PSL 的操作模式要求政策性银行提供高等级债券资产和优质信贷资产作为抵押品。央行通过 PSL 操作可以投放基础货币，同时对贷款用途做出规定，要求银行定向投放给地方政府或平台的特定项目，央行按贷款本金的 100% 予以资金支持。PSL 在 2014 年 4 月政治局会议后创设，2014 年 12 月共投放 3831 亿元。其设立初衷主要是为棚改货币化安置提供长期稳定的资金来源，其余服务领域也包括地下管廊建设、重大水利工程等。PSL 工具的启用，有望引导金融机构加大实体经济薄弱环节、重点领域融资支持，充分发挥逆周期调节作用，助力稳定经济大盘。此外，PSL 还具有类财政及货币投放双属性，可以通过 PSL 投放基础货币，定向增加某些行业的流动性；并且通过疏通政策传导机制，带动微观主体信用扩张，降低社会融资成本。在央行的货币政策工具箱中，PSL 是一个重要的工具，可以优化资金结构和提高使用效率，对稳增长产生积极作用。

根据央行公告，2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增 PSL 3500 亿元，期末 PSL 余额为 32522 亿元。市场普遍认为，此轮 PSL 投放主要用于托举房地产市场，特别是支持“三大工程”的建设，以此来弥补商品房市场出清带来的投资缺口。重启 PSL 释放了稳增长的重要信号，表明在财政行为之后，稳增长层面增量政策有了更积极的行动。

投资人购买基金时应详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，也不构成基金业绩表现的保证。