

# 调控频出， 四季度百城房价涨幅或收窄，股市吸引力更大

以下内容节选自

易居季报 之

## 【大类资产价格报告】

### 核心观点

**四季度国债收益率或仍将上行，但空间相比二三季度减小。**从基本面来看，投资、消费和出口将继续修复，经济继续复苏，国债收益率或仍有一定上行的动力。从货币政策来看，最近的国常会、央行例会仍强调“保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌”，“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”。但从9月最新数据来看，一方面社融、M1、M2增速小幅扩大；另一方面CPI增速仅1.7%，明显回落，PPI增速也未进一步回升，通胀比较弱，经济复苏仍存在较大压力，这意味着货币政策远未到应该明显收紧的时候，而是将更倾向于宽松。从债券供给来看，三季度利率债大量供给，预计四季度供给将有所减少，利率上行的压力有所缓解。

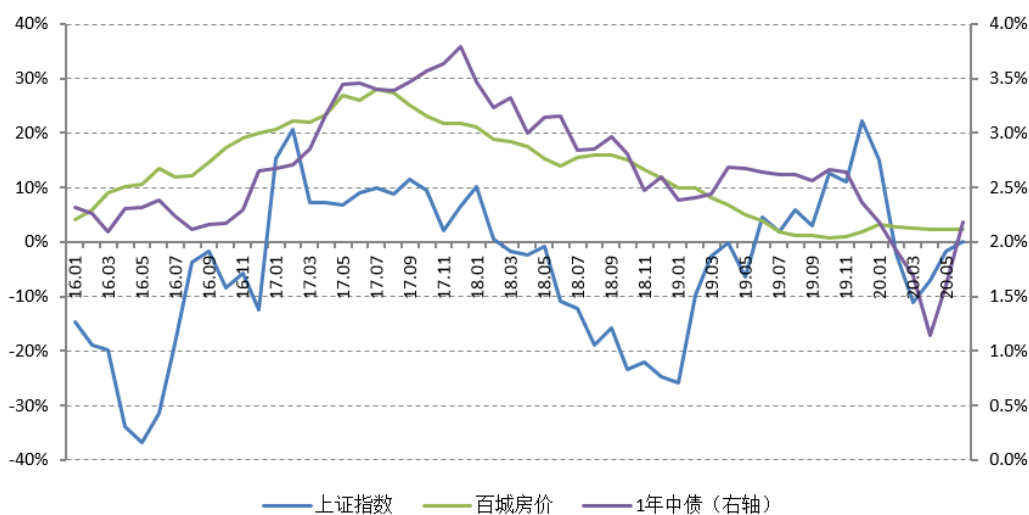
**四季度A股有震荡上行空间，有业绩支撑的股票表现更好。**从估值角度来看，流动性对估值将有一定提升作用，但或不会像6、7月份一样明显，目前看暂无可预见的明显提升风险偏好的事件。从业绩角度看，预计四季度上市公司盈利仍将继续修复，有利于A股，特别是有业绩支撑的股票上涨。总体来说，四季度A股更多受业绩驱动，在三季度消化短期快速提升的估值后，仍有震荡上行的空间，更多可能是结构性行情，除非有新的催化剂，如货币政策较明显的放松，否则全面上涨的动力不是很强。

**热点城市调控政策频出，房企融资、居民房贷收紧，四季度百城房价涨幅或收窄。**目前虽然整体环境处于货币宽松趋势中，但针对房地产市场的利率、信贷等政策都未有明显放松，同时调控政策层面上仍强调“房住不炒”。三季度，热点城市频频被约谈，进一步出台调控政策，“三条红线、四档管理”、控制银行房地产贷款占比等总体层面的政策收紧也不断出现。因此，房价不具备快速上行的条件。结构上来看，目前也主要是长三角等部分地区市场较热，全国大部分地区仍处于降温态势，而随着热点城市的调控，这些较热的城市也将逐步回到合理状态。

## 大类资产概览

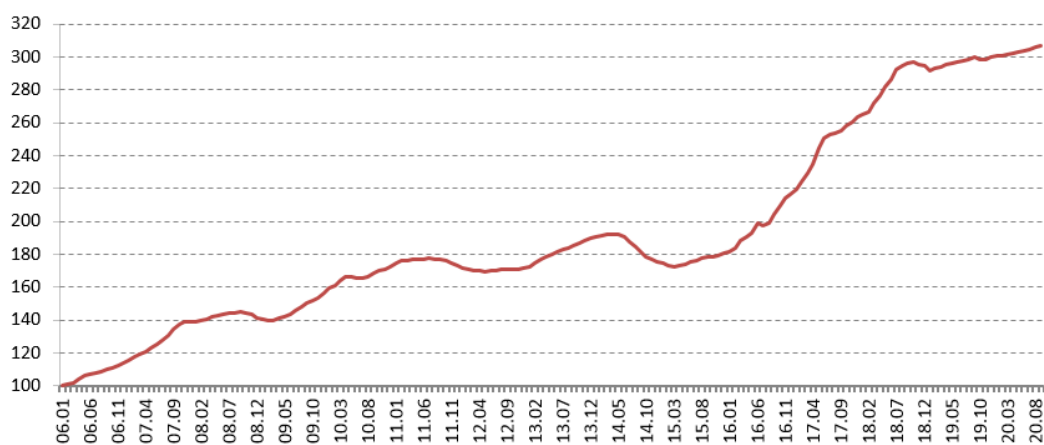
2020年三季度，中国1年期国债收益率和上证指数均明显上行，而百城房价同比涨幅则基本保持稳定，保持在0轴以上。

图1 一年期中债收益率、百城房价同比涨幅和上证指数同比涨幅



2020年9月，百城二手房价指数为306.7，相比2006年1月上漲超过两倍。

图2 百城二手房价格指数



## 国债与房产

### 1、中美一年期国债收益率对比

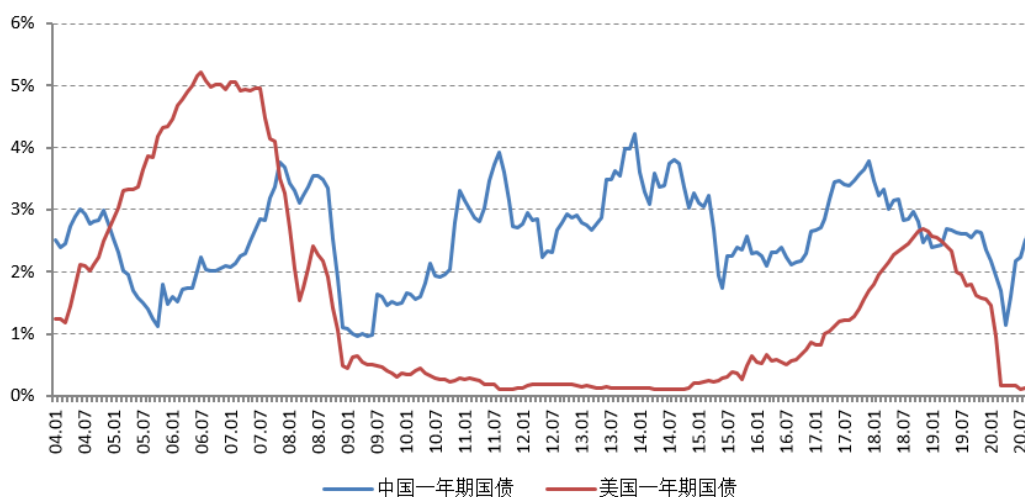
#### (1) 美国一年期国债收益率

2020年9月末，中美一年期国债收益率分别为2.65%和0.12%，二季度开始中债收益率快速反弹，远高于美国。为了应对新冠疫情带来的冲击，2020年一季度世界各国开启了降息潮，相比之下，中国的货币政策更有定力。二季度以来，美联储持续宽松的货币政策并未改变，美国一年期国债收益率一直维持在0.11%-0.17%的区间内。

#### (2) 中国一年期国债收益率

展望四季度，从经济基本面来看，疫情后，投资、消费和出口持续修复，经济继续复苏，国债收益率或仍有一定上行的动力。从货币政策来看，最近的国常会、央行例会仍强调“保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌”，“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”。但从9月最新数据来看，一方面社融、M1、M2增速小幅扩大；另一方面CPI增速仅1.7%，明显回落，PPI增速也未进一步回升，通胀比较弱，经济复苏仍存在较大压力，这意味着货币政策未到应该收紧的时候，而是将更倾向于宽松。从债券供给来看，三季度利率债大量供给，预计四季度供给将有所减少，利率上行的压力有所缓解。总体来看，四季度国债收益率仍有小幅上行空间，但空间有限。

图3 中国和美国一年期国债收益率

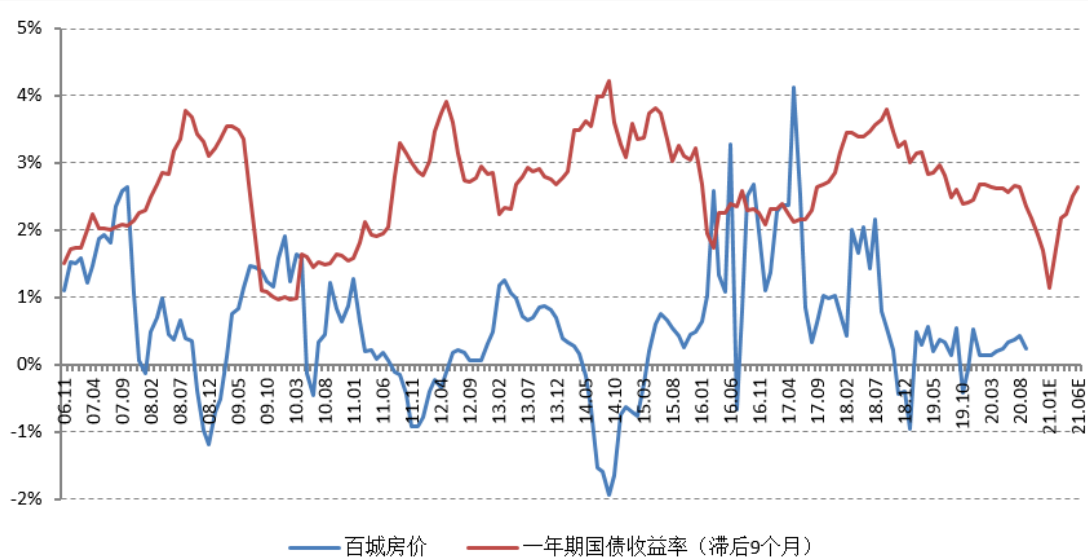


### 2、中国一年期国债收益率与房价变化

滞后的国债收益率目前处于快速下降的初期，按照历史规律，房价环比涨幅有扩大的可能，但与历史有所不同的是，房贷利率、信贷政策仍然较紧，并非同

步大幅放松，调控政策和货币政策的方向是相反的。我们可以看到 2018 年 9 月至 2019 年 11 月，滞后的收益率持续下行，但房价环比涨幅并非呈上行趋势。目前“房住不炒”的基调未变，下半年各类调控政策层出不穷，房价涨幅不会大幅上行。

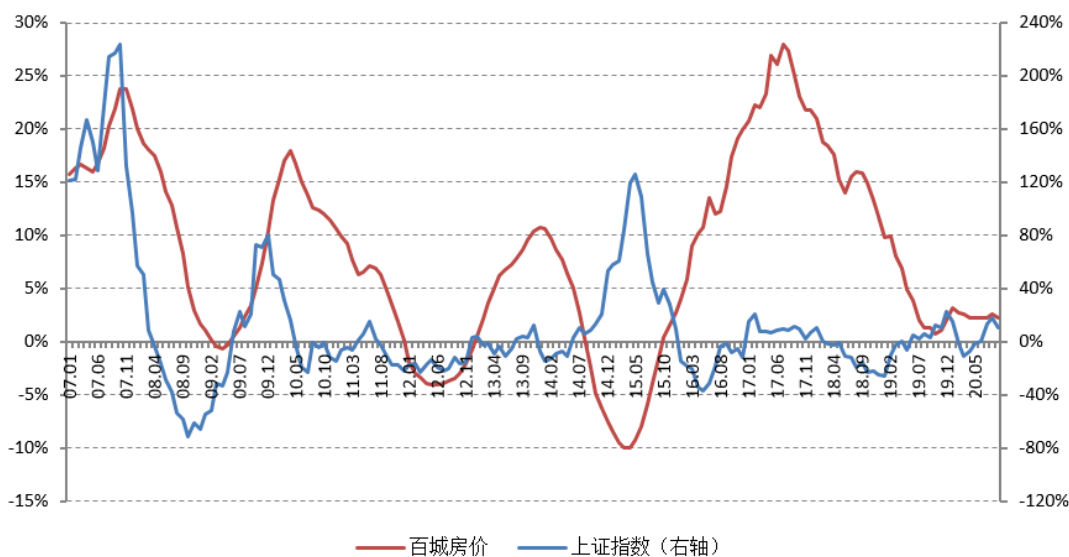
图 4 百城房价环比涨幅与中国一年期国债收益率（滞后 9 个月）



## 股票与房产

2020 年三季度，在 7 月份指数快速上涨后，由于货币层面边际收紧的影响开始显现，同时受中美磨擦加剧的不利影响，估值短时间没有继续提高的推动力，8、9 两月市场有所调整。上半年，股市和楼市都受益于宽松的货币政策，但目前房地产信贷和调控政策均未放松，三季度百城房价同比涨幅继续保持平稳。

图 5 上证指数同比涨幅与百城房价同比涨幅



进入四季度，从估值角度来看：（1）国债收益率或仍有一定上行空间，但应相比二三季度缓和，同时目前信用利差仍处于下降趋势中，有利于缓和无风险收益率上行的压力。（2）但从 9 月最新数据来看，一方面社融、M1、M2 增速小幅扩大；另一方面 CPI 增速仅 1.7%，明显回落，PPI 增速也未进一步回升，通胀比较弱，这意味着货币政策远未到应该明显收紧的时候，而是将更倾向于宽松。（3）风险偏好方面，四季度美国大选结果落地，目前拜登领先，拜登当选或在短期内利于中美关系稳定，但其呵护美国资本市场的意愿相对特朗普较弱；人民币 6 月份以来持续升值，10 月 12 日，央行下调远期售汇业务的外汇风险准备金率，四季度人民币或停止升值趋势。总体来说，四季度，流动性对估值将有一定提升作用，但或不会像 6、7 月份一样明显，目前看暂无可预见的明显提升风险偏好的事件。

从业绩角度看，社会融资规模增速体现信贷周期，通常领先于全部 A 股盈利周期 1 个季度左右，中美贸易战和新冠疫情只是延迟了盈利复苏的时间。2020 年一季度是经济增速也是盈利的最低点，一季度后上市公司盈利开始了持续性的修复。三季度以来，社融增速不断扩大；PMI 均大于 50 枯荣线并持续上升，体现生产信心不断恢复；社会消费品零售总额 8 月也已经单月同比转正，预计四季度上市公司盈利继续修复，有利于 A 股，特别是有业绩支撑的股票上涨。

总体来说，四季度 A 股更多受业绩驱动，在三季度消化短期快速提升的估值后，仍有震荡上行的空间，更多可能是结构性行情，除非有新的催化剂，如货币政策较明显的放松，否则全面上涨的动力不是很强。

## 结论与趋势

债券方面，四季度或仍将上行，但空间有限，货币政策以“稳”为主，但或更倾向于宽松。股票方面，在经历第三季度的估值消化后，四季度或有震荡上行的空间，有业绩支撑的股票将有更好的表现。

以债券、股票与房产的历史关系，按此前预测，本轮行情上证指数从 2019 年 1 月启动，房价同比涨幅已经在 2019 年 1 月份开始的 9 个月左右后，即 2019 年 10 月左右，在“0”轴附近企稳。目前虽然整体环境处于货币宽松趋势中，但针对房地产市场的利率、信贷等政策都未有明显放松，同时调控政策层面上仍强调“房住不炒”。进入三季度，热点城市频频被约谈，进一步出台调控政策，“三条红线、四档管理”、控制银行房地产贷款占比等总体层面的政策收紧也不断出现。因此，房价不具备快速上行的条件，结构上来看，目前也主要是长三角等少部分地区市场较热，全国大部分地区仍处于降温态势，而随着热点城市的调控，这些较热的城市也将逐步回到合理状态。