

► 增量地产政策还要等多久？

新一轮政策密集期可能到来，尤其是地产领域：一是年初地产政策脉冲效应回落，出台增量政策存在紧迫性。7月政治局会议提出“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，而“稳地产”向来是稳经济的首要考量。二是新发按揭利率加速下行，存量利率有下调必要。

如果存量房贷降息，与去年有何不同？落地节奏可能更快、力度可能更大。今年，一是有了去年的实践经验，二是前期整治手工补息的铺垫下，我们有理由相信今年的存量房贷降息落地节奏可能更快，往后看，如果存量按揭利率降息及早出台，楼市与假期消费的“金九银十”有助于放大政策效力。

扭转“生产强、消费淡”可能需要更多政策发力。一方面，如果存量房贷降息落地，将有助于“促消费、稳信贷”。另一方面，地产收储也有望加快推进，包括扩大收购房源的范围，并加大对收储的资金支持。不过政策节奏可能依然是“渐进式”的，9月中旬经济数据公布前后可能是政策出台的一个观测期。

► 央行新工具背后有何“深意”？

本周五晚央行公告了历史上的首次公开市场国债买卖操作，新工具在结构和方式上有不少亮点，我们认为有以下三点值得关注：

首先，买短卖长，通过调节债市供需推动曲线陡峭化。处理上类似于“反向”的美联储“扭曲操作”。

其次，既有买也有卖，符合公开市场操作工具的中性定位，而非“量化宽松”。

最后，央行的操作或是一种信号，可能预示着后续货币扩张的模式发生变化。如果今后央行增加购债规模，货币扩张的模式也会由此前的对商业银行债权转为对政府债权，中央政府在信用扩张过程中的重要性也随之提高。

► 非农的期待：9月降息50bp的门槛是多少？

市场对于年内50bp的降息仍有执念，那会是9月吗？我们倾向的答案是“不是”。

预计8月新增非农就业较7月反弹，失业率可能略有回落。7月失业率从4.05%上行至4.25%。但这0.2%的上行幅度中，临时性失业贡献了约60%。受“贝里尔”飓风影响，7月新增非农就业暴跌至11.4万人，预计8月新增非农就业人数或有明显反弹。一是周频的初请失业金人数在8月趋向下行，二是企业裁员的意向仍在低位。

但劳动力市场放缓的方向不改，9月降息基本确定。降息25bp依旧是我们的基准情形，但如果新增非农就业大幅不及预期、低于10万人，失业率超预期上行，或将给一次性降息50BP打开大门。

► 风险提示：未来政策不及预期，国内经济形势变化超预期，地缘因素超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师 裴明楠

执业证书：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

相关研究

- 1.2024年8月PMI数据点评：8月PMI的不寻常-2024/08/31
- 2.人民币汇率点评：股债未动，汇率先行？-2024/08/30
- 3.2024年7月工业企业利润点评：利润答卷中的“新质”含量-2024/08/27
- 4.2024年7月财政数据点评：税收与非税收入的“跷跷板”效应-2024/08/26
- 5.宏观专题研究：债市的脆弱点在哪？-2024/08/25

目录

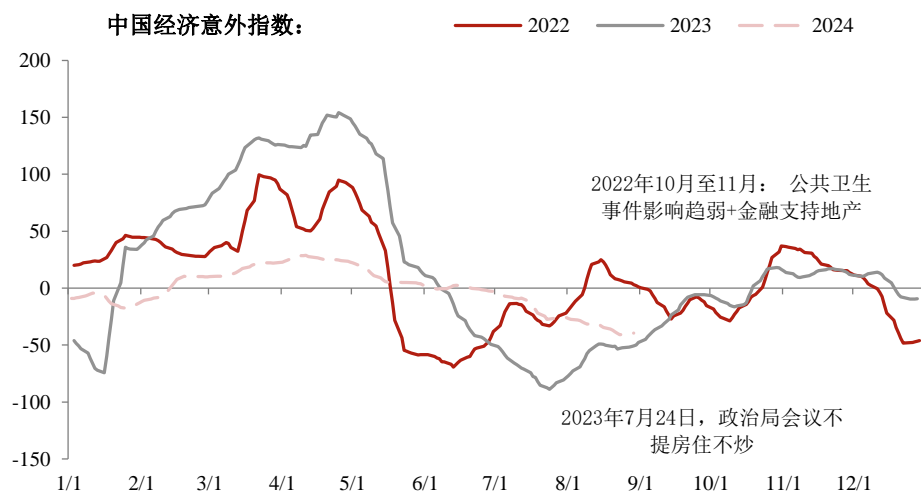
1 本周经济热点.....	3
2 增量地产政策还要等多久?	3
3 央行新工具背后的“深意”	6
4 非农的期待: 9月降息 50bp 的门槛是多少?	7
5 风险提示	9
插图目录	10

1 本周经济热点

又是熟悉的味道，最近两年每次临近第四季度，中美都会上演政策转向行情，那这一次谁的“惊喜”会更大些？ 2022 年，中国方面是公共卫生事件影响趋弱、金融支持地产，美国则是预期“惨烈”的加息进入尾声；2023 年，中国不再提及“房住不炒”，转向支持房地产和资本市场，而美国则开始畅想美联储即将开始降息。当前，似乎又要昨日重现：中国方面，对于存量房贷利率等地产政策的呼声越来越高，而美国方面 9 月降息几成定局，**今年的关键点在于政策的速度和力度。**

我们认为，作为影响短期需求的压轴政策，存量房贷、收储等地产工具的调整十分必要，**而且基于去年的经验和当前的内外环境，存量房贷降息的政策节奏可能更快、力度很可能会更大。** 不过，基于对于下周美国非农数据的判断，降息 25bp 依旧是我们的基准情形，而超预期降息 50bp 的门槛有点高。

图1：中国经济意外指数：最近两年，三季度末至第四季度多有政策反转



资料来源：iFind，民生证券研究院

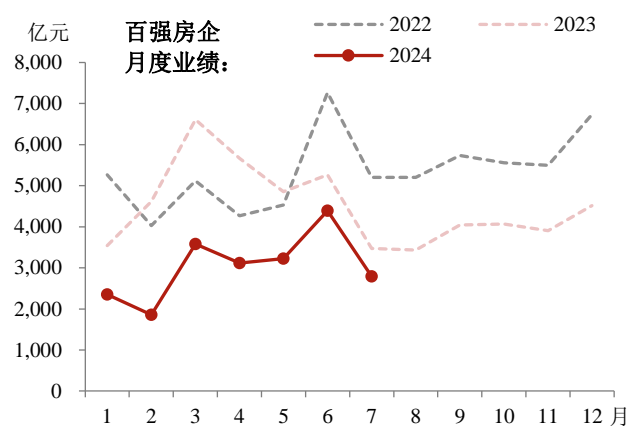
2 增量地产政策还要等多久？

新一轮政策密集期可能到来，尤其是地产领域：

一是年初地产政策脉冲效应回落，出台增量政策存在紧迫性。今年 4-5 月，以放开限购、收购存量住房为主一揽子宽松落地后，地产政策进入“空窗期”，加上近几个月居民信贷、地产销售数据有所波动，反映政策需要接续。同时，在面临下半年出口贸易与地缘政治不确定性的背景下，7 月政治局会议提出“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，而“稳地产”向来是稳经济的首要考量。

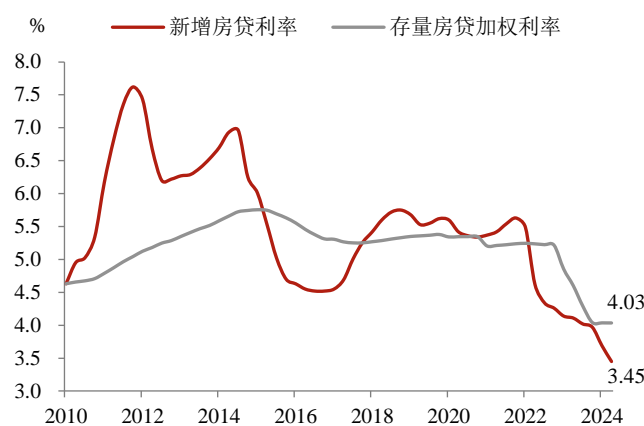
二是新发按揭利率加速下行，存量利率有下调必要。“517”地产新政央行取消全国个人住房贷款利率下限后，在市场性因素下多城市“因地制宜”下调首套住房按揭利率：央行公布今年二季度新增按揭贷款平均利率为 3.45%，与当前 5 年期 LPR 利率和 4.0%左右的存量按揭贷款利率差距均较大，显示前期购房群体的相对融资成本偏高。

图2：房企销售业绩仍不及去年同期



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图3：存量房贷利率与新发利率预计有 50bp 以上的利差



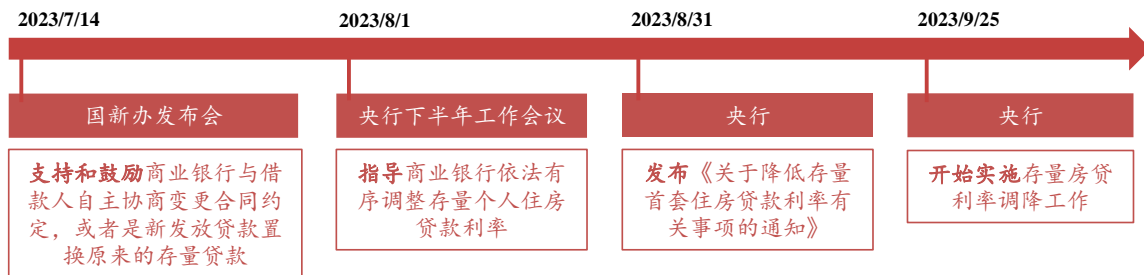
资料来源：wind，民生证券研究院

如果存量房贷降息，与去年有何不同？落地节奏可能更快、力度可能更大。

以史为鉴，2023 年的存量房贷降息，从央行支持到最终实施经历了两个多月。其中银行息差、政策协调、夏季暑休等因素可能影响了政策推进节奏。而对比来看今年，一是有了去年的实践经验，二是前期整治手工补息的铺垫下，我们有理由相信今年的存量房贷降息落地节奏可能更快，往后看，如果存量按揭利率降息及早出台，楼市与假期消费的“金九银十”有助于放大政策效力。

效果上，央行曾公布去年存量房贷利率首周下调规模涉及 21.7 万亿元，降幅 73bp。今年由于取消了全国层面的房贷利率下限，部分非核心城市的新发房贷利率水平更低，如果考虑将存量房贷利率降至新发水平，部分城市的下调幅度可能接近 100bp。且从规模来看，去年年末存量个人住房贷款余额约 38.2 万亿元，如果其中的大部分都可以申请降息，意味着今年存量房贷降息力度的空间可能更大。

图4：2023 年央行指导商业银行降息落地周期为约两个月



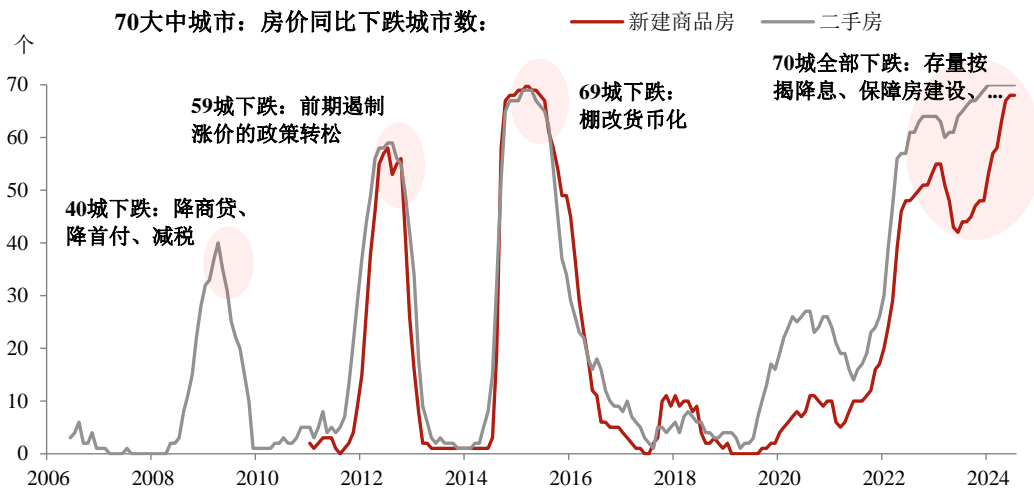
资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

扭转“生产强、消费淡”可能需要更多政策发力。

一方面，如果存量房贷降息落地，将有助于“促消费、稳信贷”。假设存量房贷降至 2024 年 6 月末的平均新房贷款利率水平，涉及规模 37.8 万亿元，降幅约 58bp, 居民年利息支出可总体减少约 2234 亿元, 相当于 2023 全年社零的 0.5%, 有助于居民释放消费动能。

此外，购房者间的融资成本差异将被拉平，理论上可一定程度上缓解按揭早偿压力。不过值得注意的是，今年以来房价波动可能被动推升居民杠杆率，影响居民预期，居民部门信贷的稳定可能需要更多地产宽松政策支持。而对于银行而言，利息收入料将减少。在维护银行息差与金融稳定的视角下，今年年内存款利率有进一步下调的诉求。

图5：房价仍寻企稳，可能影响居民预期



资料来源：wind，民生证券研究院

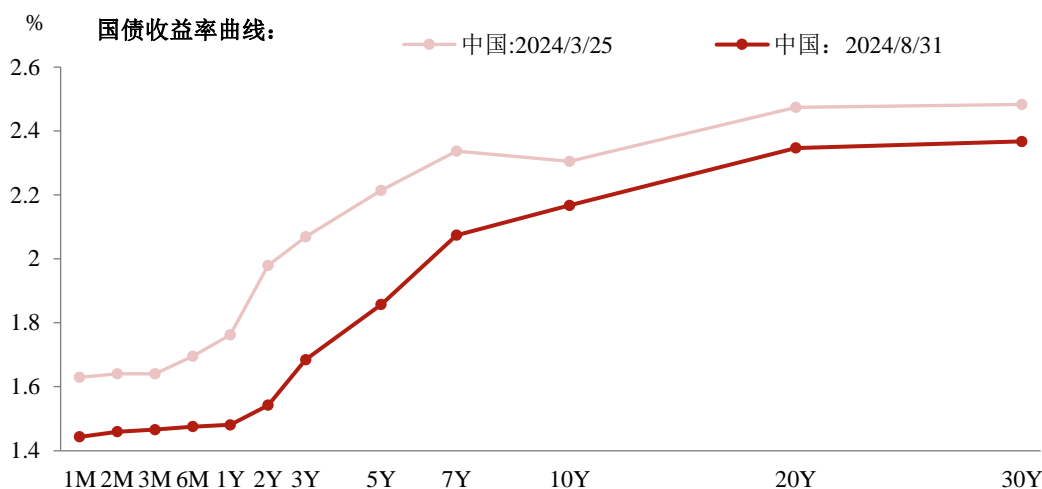
另一方面，地产收储也有望加快推进，包括扩大收购房源的范围，并加大对收储的资金支持。不过政策节奏可能依然是“渐进式”的，9月中旬经济数据公布前后可能是政策出台的一个观测期。

3 央行新工具背后的“深意”

本次周五晚央行公告了历史上的首次公开市场国债买卖操作，新工具在结构和方式上有不少亮点，我们认为有以下三点值得关注：

首先，买短卖长，通过调节债市供需推动曲线陡峭化。处理上类似于“反向”的美联储“扭曲操作”，1960年代以及2011-2012年美联储曾两次实现扭曲操作，通过卖短买长，在避免美联储大幅扩表的同时降低长期利率以刺激市场投资。而这次央行的操作则有助于及时校正和阻断债券市场风险的累积，保持正常向上倾斜的收益率曲线。

图6：央行目标是保持正常向上倾斜的收益率曲线



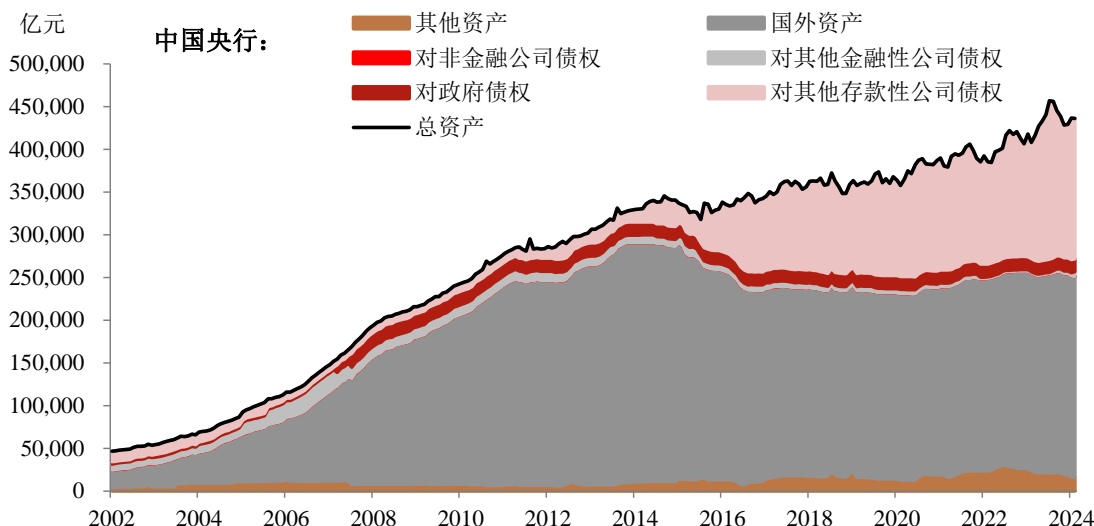
资料来源：CFETS，民生证券研究院

其次，既有买也有卖，符合公开市场操作工具的中性定位，而非“量化宽松”。同时，全月净买入债券面值为1000亿元，在总量上保持了净投放，符合央行“保持流动性合理充裕”和“支持性货币政策”的立场。

最后，央行的操作或是一种信号，可能预示着后续央行货币扩张的模式发生变化。央行在二级市场购债后，资产端增加对政府债权，同时负债端增加政府存款，如果今后央行增加购债规模，接近或超过OMO、MLF的操作数量，货币扩张的模式也会由此前的对商业银行债权转为对政府债权，中央政府在信用扩张过程中

的重要性也随之提高。

图7：当下央行货币投放的主要通过对其他存款性公司债权，而对政府债权规模相对较小



资料来源: wind, 民生证券研究院

此外，央行的操作还有几个细节值得关注。一是与 OMO、MLF 操作的日频公告不同，新工具是以月度数据公布，今后月末或是央行买卖国债操作的观察点。二是买卖债券的具体期限、规模与时点并未披露，可能反映央行考量避免债市投机，以防单边预期的形成。

4 非农的期待：9 月降息 50bp 的门槛是多少？

市场对于年内 50bp 的降息仍有执念。 尽管本周 9 月降息 25BP 的预期概率维持在 70% 附近波动。但是市场依旧执着于今年 100bp 的降息，这意味着仅剩 3 次的议息会议，需要其中一次降息 50bp，那会是 9 月吗？

我们倾向的答案是“不是”。 预计 8 月新增非农就业较 7 月反弹，失业率可能略有回落。7 月失业率从 4.05% 上行至 4.25%。但这 0.2% 的上行幅度中，临时性失业贡献了约 60%。预计失业率升势将在 8 月暂停。受“贝里尔”飓风影响，7 月新增非农就业暴跌至 11.4 万人，预计 8 月新增非农就业人数或有明显反弹。一是周频的初请失业金人数在 8 月趋向下行，二是企业裁员的意向仍在低位。例如，纽约联查调查中对未来裁员失业的预期、克利夫兰联储的 WARN Notice layoffs 在 7 月均下降。

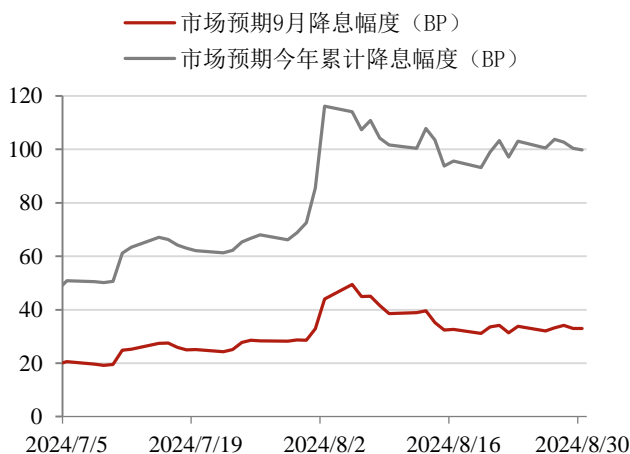
分行业看， 飓风结束利好制造业就业增长；8 月服务消费旺季，或支撑休闲和

酒店业就业；在 7 月表现较弱的信息业和金融业新增就业有望反弹；地产低迷或令建筑业新增就业下降。

但劳动力市场放缓的方向不改。裁员的上升通常滞后于招聘的意愿下降，而美国企业招聘意愿在 2023 年以来大幅降温，从劳动力市场供需缺口也趋于弥合。9 月降息基本确定。

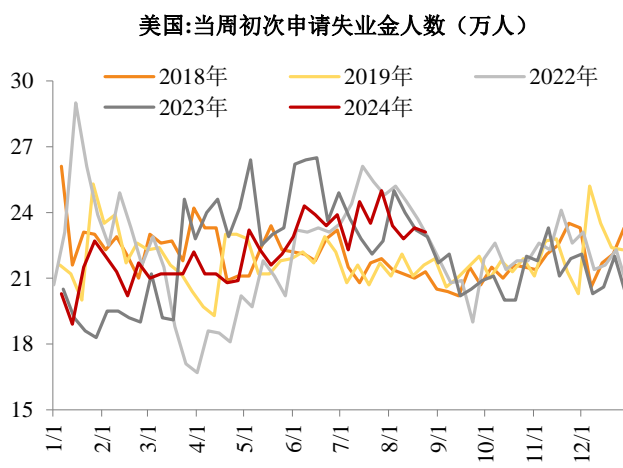
因此目前 9 月降息 25BP 仍是大概率，但如果新增非农就业大幅不及预期、低于 10 万人，失业率超预期上行，或将给一次性降息 50BP 打开大门。

图8：市场对降息幅度的预期变化



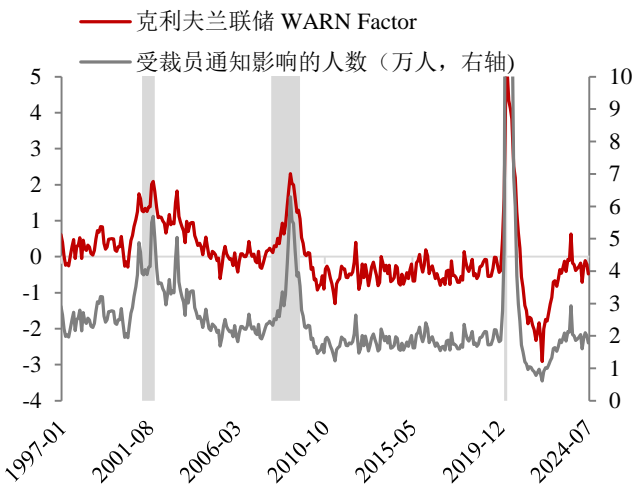
资料来源：彭博 WIRP，民生证券研究院

图9：美国初请失业金人数的变化



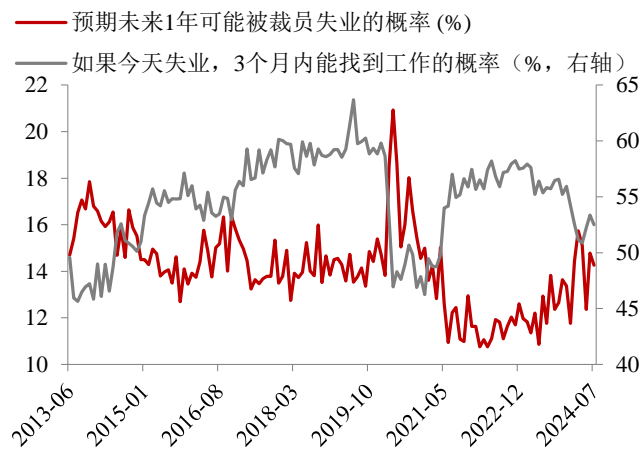
资料来源：wind，民生证券研究院（截至 2024 年 8 月 24 日）

图10：克利夫兰联储 WARN Notice Layoffs



资料来源：克利夫兰联储，民生证券研究院

图11：纽约联储对裁员以及找工作难易程度的预期



资料来源：纽约联储，民生证券研究院

5 风险提示

1) **未来政策不及预期。**在目前出口表现不弱的情况下，短期之内国内财政政策或许并不会大幅扩张；国内降息降准时点可能晚于预期。

2) **国内经济形势变化超预期。**在国内内需尚未完全企稳、宏观经济运行态势仍存不确定性的情况下，国内经济形势变化具有不确定性。

3) **地缘因素超预期。**美联储降息、地缘政治冲突带来的全球不稳定因素增加。

插图目录

图 1: 中国经济意外指数: 最近两年, 三季度末至第四季度多有政策反转	3
图 2: 房企销售业绩仍不及去年同期	4
图 3: 存量房贷利率与新发利率预计有 50bp 以上的利差	4
图 4: 2023 年央行指导商业银行降息落地周期为约两个月	5
图 5: 房价仍寻企稳, 可能影响居民预期	5
图 6: 央行目标是保持正常向上倾斜的收益率曲线	6
图 7: 当下央行货币投放的主要通过对其他存款性公司债权, 而对政府债权规模相对较小	7
图 8: 市场对降息幅度的预期变化	8
图 9: 美国初请失业金人数的变化	8
图 10: 克利夫兰联储 WARN Notice Layoffs	8
图 11: 纽约联储对裁员以及找工作难易程度的预期	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026