投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1771号

东海期货 DONGHAI FUTURES

2023年7月26日

房地产定调出现新变化，国内期货市场影响几何？

——宏观专题报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758120
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

分析师：

刘慧峰
从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757223
邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

分析师：

杨磊
从业资格证号：F03099217
投资咨询证号：Z0018823
电话：021-68758820
邮箱：yangl@qh168.com.cn

联系人：

王亦路
从业资格证号：F3089928
电话：021-68757827
邮箱：wangyl@qh168.com.cn

投资要点：

- 7月21日，国常会上通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。7月24日，中央政治局召开会议，对于房地产政策的定调由4月28日的“房住不炒”转变为“要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。房地产支持政策力度加大，房地产定调有所转变。
- 此次城中村改造，根据民生证券预计，2023～2025年，每年城中村改造投资规模或在万亿元以上，对总投资和房地产投资的贡献分别为1.7%和7.5%，对投资和经济的拉动作用有限。整体而言，此次房地产政策，意在稳定和修复房地产市场，顶多起到修复托举的作用，正向拉动经济的可能性较小，短期也不太现实。
- 对于金融期货而言，此次会议中的关于删除“房住不炒”，改为“要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”的表述超出市场预期。国内经济增长预期有所抬升，短期有助于股市风险偏好的提升和人民币汇率的稳定；相反，利空债市。
- 由于房地产产业链涉及到上下游的钢铁、有色、建材等行业，因此房地产政策支持力度的进一步加大势必会对大宗商品市场造成一定的影响。黑色方面，预计下半年针对地产的托底政策可能进一步加码，地产相关数据降幅有望趋缓，对钢材需求的拖累将减弱。有色方面，对于铜，地产预期的提升将改善新开工领域悲观预期，进一步提高精铜杆开工及耗铜。而地产销售预计迎来一波刚需购置，有利于地产后周期的装修消费，提升卫浴乃至铜棒消费。消费端的传统领域耗铜将迎来拐点，对铜价提振明显。后续观察金九银十的现实兑现情况。对于铝，“超特大城市的城中村改造”的模式中，仅“对原有建筑进行改造”的模式或对建筑铝型材产生一定的需求拉动，“整体搬迁、土地所有权变更、重新建设”的模式偏向于土地出让、新开工施工的地产开发周期的前端，在短期内难以对地产竣工阶段的建筑铝型材需求形成有效拉动。建材方面，对于PVC，作为和地产连结程度较高的品种，短期来看，从商品供需上来看，PVC受到地产刺激政策影响或较小，过剩将难有太强的改变预期。对于玻璃，政策积极推动城中村改造，除全面改造外还涉及对房屋结构加固、房屋外围维护美化装饰等微改翻新、对玻璃需求亦有利好，由于城中村改造政策实施周期或较长，对玻璃远月价格影响或逐步体现。对于纯碱，在终端地产需求或有恢复的背景下，玻璃供应端或逐渐上行利多纯碱刚需，但长期来看纯碱供应端处大装置投产周期，基本面相对玻璃或较弱。

1. 政治局会议对于房地产市场定调发生转变

2023 年二季度，由于疫情期间积压需求基本释放完毕、国内房地产政策支持力度减弱以及居民购房意愿不足而提前还款去杠杆，国内房地产市场快速转冷，房地产销售和投资增速快速下降。房地产作为国民经济的支柱产业，稳地产的必要性逐步增强。进入 7 月以来，国内房地产支持政策频出，从金融十六条延期、存量房贷松动，到 7 月 21 日国常会上通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，再到 7 月 24 日，中央政治局召开会议，对于房地产政策的定调由 4 月 28 日的“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”转变为“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。房地产支持政策力度加大，房地产定调有所转变。

从 7 月 21 日国常会的政策和 7 月 24 日政治局会议对于房地产的描述来看，主要有三大变化。

一是，政治局会议删除了“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，改为“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。这一措辞的改变表明当前国内房地产的基本面情况相较于以前发生了根本性的变化，由以前的供不应求激发的炒作行为转变为目前的需求不足和风险并重；因此相对应的应对手段也要发生相应的变化，要要适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，满足合理的需求。这次定调的变化，意味着此前一直一二线城市需求的限购限贷限售等调控政策可能会逐步退出；相应的需求侧的支持政策可能会加大，首套房、二套房利率，以及普遍存在的房贷利率加点，很可能会出现下行调整。这次变化基本是超出市场预期的，短期对于市场情绪有一定的提振作用，中长期有助于促进房地产市场的修复和回暖。

二是，国常会通过的《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，以及政治局会议提出的在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。意味着这项工作的推进，将会在下半年进一步提速。我们认为，本轮城中村改造与 2015-2018 年的棚户区改造相比，规模增量和政策强度均要小。首先，从覆盖范围来看，本次城中村改造仅针对 21 个超大和特大城市，基本上是一二线城市；而棚改涉及到全国，主要是三四线城市及以下城市，覆盖面更广。其次，从拉动投资方面来看，兑整体投资的拉动力度也不特别明显。根据民生证券周君芝预计，2023～2025 年，21 个特大超大城市每年城中村改造投资规模或在万亿元以上。而来自国金证券研报数据也显示，2020 年至 2022 年，全国城中村改造市场规模分别为 1.24 万亿元、1.36 万亿元和 6559 亿元。因此，本次城中村改造并不意味着总量投资大规模扩张，当下时点政策强调大中城市城中村改造，政策尝试给房地产市场注入信心。第三，从政策实施节奏和时间来看，本次成城中村改造方式是“成熟一个，推进一个，实施一项，做成一项”，因此节奏更慢、时间更长，因此年均投资分摊相对较低，对投资的拉动作用就相应变小。第四，从资金来源看，棚改主要以货币化安置为主，激发了需求的增加，在不少地方引发了房价的新一轮上涨。本次城中村改造由于资金投

入大、盈利空间有限，过去多以功能性国有企业参与为主；未来通过创新专项金融产品、实施更大的税收优惠、允许更大的规划调整等手段，有望吸引更多的社会资本介入，加快城中村改造的步伐；但是无法像货币化安置那样激发新的需求增量，因此对于房价的推动作用可能远没有棚改货币化安置那么强。

三是，房地产政策实施逐步从增量转变为存量。当前由于房地产市场被过度炒作以及国内人口增长停滞，房地产需求潜力已经在快速放缓。目前房地产市场增量相对有限，解决存量问题已是重要问题之一，因此政治局会议提出要盘活改造各类闲置房产，增加房地产市场的活力。

2. 对金融期货的影响

2.1. 对宏观经济影响

国常会和政治局会议提出的关于房地产政策，对于国内宏观经济而言，根据民生证券周君芝预计，2023～2025 年，21 个特大超大城市每年城中村改造投资规模或在万亿元以上，相比 2022 年 6000 多亿的投资量有所增加，但对于全年总投资而言，占比较小，2022 年国内固定资产总投资 57.96 万亿元，其中地产投资 13.29 万亿元，因此，此次城中村改造投资对总投资和房地产投资的贡献分别为 1.7%和 7.5%，因此对投资和经济的拉动作用有限。但是，一方面，由于房地产上下游产业链非常长，涉及范围比较广，包含大宗商品、建材、建筑材料、家装、家电、家居等行业；政策端有利于房地产市场的修复，进而带动上下游产业链的回暖，进而拉动国民经济的复苏。另一方面，当前国内制造业整体处于被动去库存阶段，房地产支持政策有望拉动整体需求的回升，使制造业逐步进入到被动去库存以及主动补库存阶段。整体而言，此次房地产政策，意在稳定和修复房地产市场，顶多起到修复托举的作用，正向拉动经济的可能性较小，短期也不太现实。

2.2. 对金融期货的影响

对于金融市场而言，此次会议中的关于删除“房住不炒”，改为“要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”的表述超出市场预期。国内经济增长预期有所抬升，短期有助于股市风险偏好的提升和人民币汇率的稳定；相反，利空债市。

对于股市，当前国内经济复苏力度放缓，国内股市呈现业绩和估值双杀的境地；但是货币政策持续加码宽松，短期提振风险偏好和估值，对于股市有一定的支撑。本次政治局会议对于房地产市场的表述基本上是超预期的，因此可以预期，房地产支持政策力度可能进一步加大，房地产市场修复速度可能加快、修复力度可能更大。一方面有助于房地产市场减轻对国内经济的拖累，助力恢复和稳定经济。另一方面，有助于国内逐步进入被动去库和主动补库阶段，企业业绩有望逐步修复和好转。此外，中长期在国内宏观环境整体好转以及业绩回暖预期的情况下，国内股市估值也有望得到抬升，进而推动股市中长期上涨。

对于债市，虽然政治局会议的结果确实在一定程度上超出预期，但总体来看仍在债市前期交易的框架之内。7 月以来，在稳增长政策出台的背景下，债市依旧小幅走强，一是博弈政策加码的力度有限，二是交易经济走弱环境下以降准为代表的宽货币预期的升温。政治局会议在宽货币、稳财政、扩内需方面的表述在预期之内，而关于房地产和地方债务的措辞超预期变化，尤其是房地产方面拿掉了“房住不炒”的表述，确实能够提振市场对于政策发力的信心。短期内，债市空头情绪占据主导，期债将面临高位调整压力。

不过，从中长期角度来看，我们认为债牛的拐点还没有确认。在地产销售端数据实际回暖之前，在缺乏对地产政策力度想象空间的条件下，市场对政治局会议信号的理解只是有限乐观。对地产的托举和对债务的化解，也不能脱离防风险的范畴。 在高质量发展的大原则之下，政治局会议措辞的变化尚不足以证明房地产政策就此转向。三季度，为托举经济、扩大内需，宽货币的基调仍将持续，降准期待仍在。因此债市在短期的回调之后应该还是会恢复到震荡态势，继续等待下一阶段经济数据和基本面弱现实的博弈。

3. 对大宗商品市场的影响

由于房地产产业链涉及到上下游的钢铁、有色、建筑材料等行业，因此房地产政策支持力度的进一步加大势必会对大宗商品市场造成一定的影响。

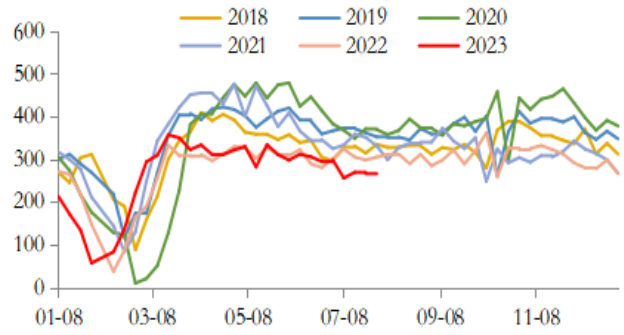
3.1. 黑色方面

7 月 24 日中央政治局会议内容略超预期，对黑色系的影响主要体现在以下几个方面：

针对房地产市场提出了“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，这与 7 月月初央行记者会相呼应。预计下半年针对地产的托底政策可能进一步加码，重点城市的限购、限贷等政策或进一步松动，地产相关数据降幅有望趋缓，对钢材需求的拖累左右将减弱。针对基建投资提出“要更好发挥政府投资的带动作用，加快地方政府专项债券的发行和使用”，上半年地方政府专项债发行进程慢于去年同期，考虑当下经济下行压力依然较大，基建投资稳增长的作用继续凸显，政策也存在进一步加码可能。

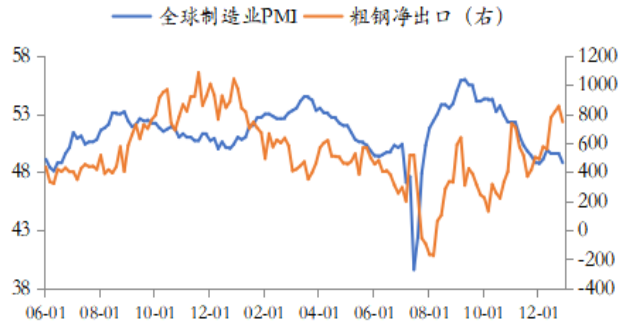
另外本次政治局会议提出要积极扩大国内需求，提振汽车、电子产品、家居等大宗消费。前期国家已经出台了一些汽车、家电消费刺激政策，但一些重点城市的限制政策仍有放松空间，预计政治局会议后政策或进一步加码，特别是针对新能源汽车的鼓励政策。一些促进家电消费的具体措施也将落地见效。这对于板材需求会形成利好。不过，上半年钢材出口对需求形成了不小的带动作用，本次政治局会议提出保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，预计人民币汇率贬值的趋势将告一段落，这对于钢材出口将会形成一定抑制作用。

图1 螺纹钢表观消费季节性走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图2 全球制造业 PMI 与国内粗钢净出口



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 有色方面

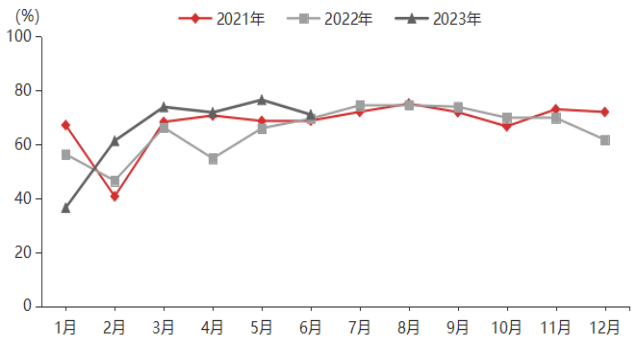
对于铜，房地产对铜需求的拉动主要是房地产建设所需的电缆、变电设备，以及房地产后周期的家电，其中房地产建设耗铜占铜总需求约 10%，家电耗铜占铜总需求约 13%。

精铜杆是铜消费的最主要领域，2023 上半年精铜杆开工较过去两年有所回升，但铜线缆及漆包线实际订单弱于预期；后期地产需求预期有望提振金九银十的消费，在新能源领域的动力汽车、光伏以及配套电网需求仍保持高增速的背景下，地产端线缆订单的回升将进一步提振精铜杆开工。

2023 上半年房地产复苏较缓，铜棒主要应用领域的五金卫浴等销售不佳；后期地产需求预期有望提振五金卫浴等销售，从而提振铜棒开工。

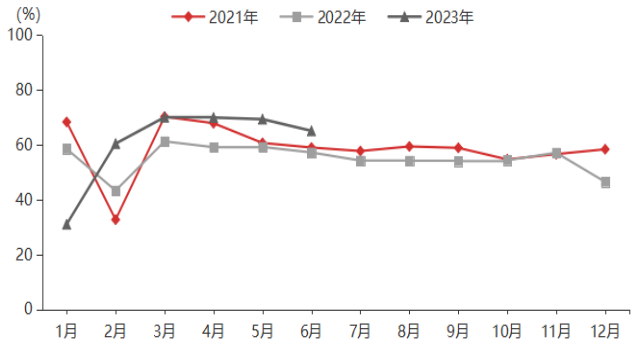
今年新能源领域如动力汽车、光伏、风电贡献耗铜增量，空调也因高温预期而高排产，地产竣工较好但新开工、施工持续偏弱。地产预期的提升将改善新开工领域悲观预期，进一步提高精铜杆开工及耗铜。而地产销售预计迎来一波刚需购置，有利于地产后周期的装修消费，提升卫浴乃至铜棒消费。消费端的传统领域耗铜将迎来拐点，对铜价提振明显。后续观察金九银十的现实兑现情况。

图3 精铜杆制杆开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 铜棒开工率

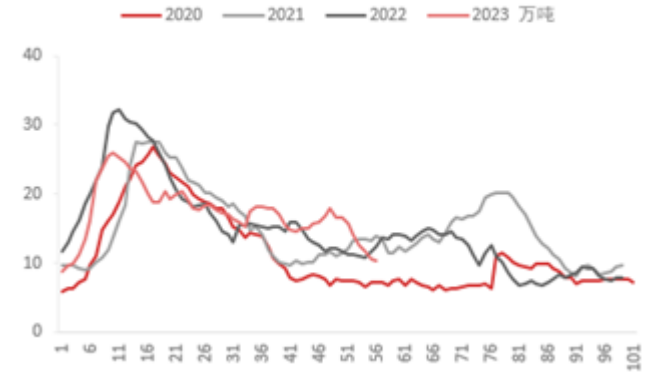


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

对电解铝，电解铝的下游消费中，与房地产关系最为密切的是建筑铝型材。通常情况下，电解铝厂向铝棒厂提供铝水作为原铝，铝棒厂在向电解铝水中添加硅、镁等元素生产出 6063 型铝棒，6063 型铝棒作为铝型材的原料，在经过高温加热、切割、熔铸等工艺环节，生产出各类建筑铝型材，建筑铝型材在房地产竣工时用作门框、窗框以及其他空间结构的承重边框。建筑铝型材的使用偏向于地产开发周期的后端，即与地产竣工周期保持高度正相关。从今年上半年的铝棒库存、建筑型材开工率的情况来看，地产在“保交楼”等政策的加持下，带动铝棒库存不断去化、建筑型材开工率也较 2022 年出现明显抬升；而地产从新开工到竣工存在 1-2 年的建设周期，2021 年后，地产新开工情况便不断下滑，预计今年下半年地产竣工面积也将难有好的表现。

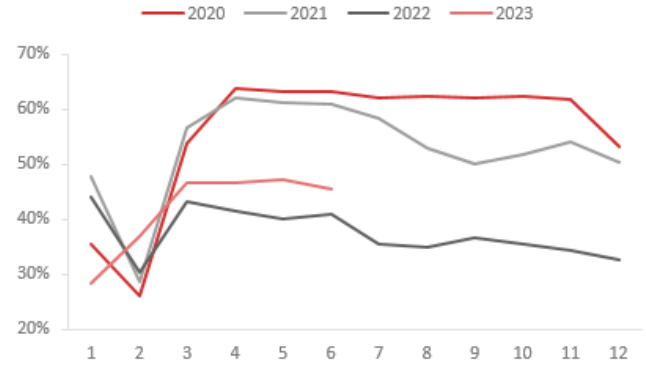
超大特大城市的城中村改造将是未来地产发展的重要方向。从城中村改造的方式来看，多数涉及整体搬迁、土地所有权变更、重新建设，主要带动土地出让面积和地产新开工施工面积；另外也有仅对原有建筑进行改造的情况。因此，“超特大城市的城中村改造”的模式中，仅“对原有建筑进行改造”的模式或对建筑铝型材产生一定的需求拉动，“整体搬迁、土地所有权变更、重新建设”的模式偏向于土地出让、新开工施工的地产开发周期的前端，在短期内难以对地产竣工阶段的建筑铝型材需求形成有效拉动。

图5　6063 铝棒社会库存周度变化



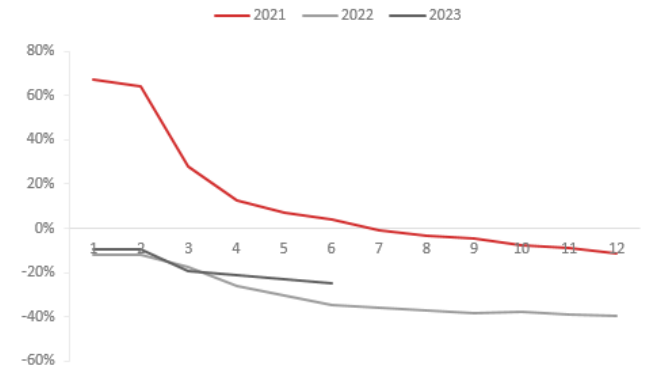
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6　建筑型材开工率变化



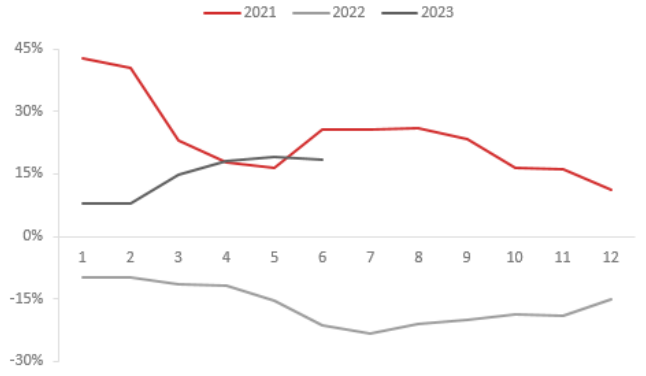
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图7　地产新开工施工面积累计同比



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图8　地产竣工面积累计同比

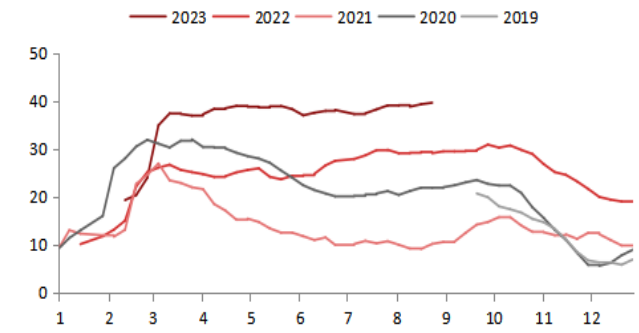


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 建材方面

对于 PVC，作为化工品中位数不多和地产连结程度较高的品种，在竣工端的管型材方面应用量较大。但目前为止，PVC 总体过剩量巨大，华东库存今年的出库量持续保持在低位，库存水平则保持在历年高位水平，其中枢纽奔牛库仅仅在 5 月由于 PVC 装置检修小幅去库半月左右，其余时间库存水平均持续累库在极高位水平。而管型材的开工也一直在低位，订单数量也持续保持今年历史低位水平，也印证了地产下游对 PVC 的需求持续低迷。近期 PVC 的出口增加才让国内库存累库量减少，而后期汇率稳定后，出口可能的减少会继续增加国内压力。另外 PVC 仍有部分装置检修，以及装置新投产，后期回归后也将会继续增加供应压力。所以地产可能出现的转强带来的需求需要先消化掉出口后期向国内的转量，以及供应的回归增量，才能维持库存的勉强平衡，而这部分量可能会在月供需中或达到 8-10 万吨的量级，这对于地产需求拉动的幅度要求是比较高的，实现的难度相对较大。所以短期来看，从商品供需上来看，PVC 收到地产刺激政策影响或较小，过剩将难有太强的改变预期。

图9　华东库存



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图10　PVC 出口待交付量

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

对于玻璃，政治局会议地产部分定调较积极，对玻璃远月合约影响偏多，12 月后合约价格均涨超 1%。近期玻璃产量相对前几年仍较低，下游深加工订单情况一般，库存水平中性，终端地产下行趋势下，市场对远月玻璃价格较悲观，期价估值贴水现货程度较大、在成本区间波动。此番政策托底预期兑现，预计中短期市场情绪偏暖，后市继续关注商品房成交面积、地产前端数据以及地产开发实际到位资金是否出现拐点，需注意市场预期与现实切换节奏。此外，政策积极推动城中村改造，除全面改造外还涉及对房屋结构加固、房屋外围维护美化装饰等微改翻新、对玻璃等建材需求亦有利好，由于城中村改造政策实施周期或较长，对玻璃远月价格影响或逐步体现。总的来看，中短期玻璃远月合约价格重心或进一步抬升，操作策略上可以考虑单边逢低试多或跨期反套。

对于纯碱，在终端地产需求或有恢复的背景下，玻璃供应端或逐渐上行利多纯碱刚需，但长期来看纯碱供应端处大装置投产周期，基本面相对玻璃或较弱，且过往经验来看地产需求增长主导期间玻璃往往强于纯碱，故在跨品种套利方面也可以考虑多玻璃空纯碱远月合约的操作。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告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所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所
地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼
联系人：贾利军
电话：021-68757181
网址：www.qh168.com.cn
E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn