

疫情之外，地产是另一个关键

- 调控经济需要抓住主要矛盾。当下中国经济的主要矛盾在疫情和地产。在疫情冲击之下，2022年4月我国宏观经济数据全面下滑。但从高频数据来看，疫情对我国经济活动的冲击程度可能已到峰值，最坏的时候很可能正在过去。
- 地产是当前我国经济的又一个关键。目前，地产行业的恶性循环仍未被打破，整体处在极为反常的状态。在过去十几年中，地产行业的融资对利率高度敏感。但延续了十几年的按揭贷款增速与国债收益率降幅之间的正相关性现在已被打破，二者当下的背离程度前所未见。2022年4月，土地购置面积增速下滑至10年新低，土地购置价格增速却上升至10年新高，二者的背离程度之大，也前所未见。
- 在地产行业陷入自身难以摆脱的恶性循环之中，地产开发商信用风险居高不下之时，由政府信用背书的行业性“困难资产救助计划”可以有效重塑行业信心，从而让地产开发商尽快回到正常状态。在地产供给恢复之前，如果对地产需求刺激得过快或过猛，很可能让房价大幅上涨，令宏观政策陷入两难。为了更好控制地价房价上涨，也有必要调整对地价有明显推升作用的集中供地政策。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

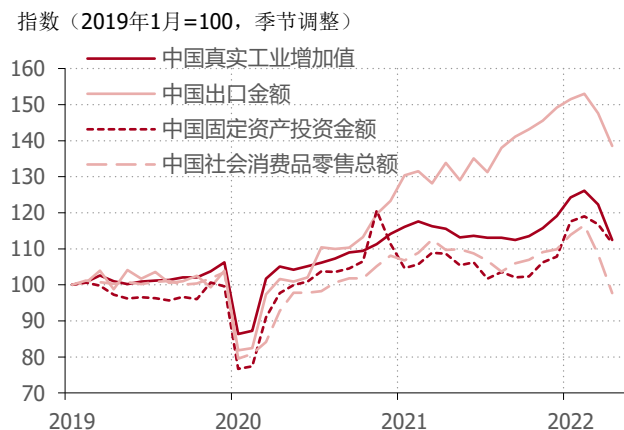
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

受疫情冲击，2022年4月我国宏观经济数据全面下滑。季节调整之后，4月我国工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资金额和出口的绝对水平均显著下滑。注意，这代表着经济活动绝对规模的收缩，而不仅仅是增速的放缓。由于疫情的影响在3月经济数据中就已浮现，4月数据走弱不算意外（参见笔者2022年4月20日发布的报告《警惕经济的二次探底风险》^[1]）。（图表1）

图表 1. 2022年4月，国内各项经济数据季调后的绝对水平均明显下滑



资料来源：万得，中银证券

尽管疫情对经济的影响不小，但从高频数据来看，疫情的冲击程度可能已到峰值。进入5月之后，公路整车货运指数已经从4月的低位回升，10大城市地铁客运量也有企稳之势。再考虑到近几周国内新增新冠确诊病例数明显走低趋势，最坏的时候很可能正在过去。（图表2）

图表 2. 从公路整车货运指数和地铁客流量这些高频数据来看，疫情对经济活动的冲击可能已到峰值



注：10大城市包括北京、上海、广州、成都、南京、武汉、重庆、西安、郑州、苏州。

资料来源：万得，中银证券

尽管疫情影响到了经济的方方面面，但有必要分辨经济不同方面受到疫情影响的程度。那些受疫情影响比较大的经济活动，在疫情消退后反弹的动能也会比较大。而那些走弱的原因主要在疫情之外的经济指标，则很难因为疫情的消退而明显改观。

在4月主要的经济数据中，工业生产（工业增加值）和消费（社会消费品零售总额）的走低应该主要缘于疫情影响。疫情带来的供给冲击之影响在3月工业增加值数据中就已显现，并在4月数据中进一步显化。餐饮消费断崖式滑坡也凸显了疫情对消费的影响。不过，4月我国出口金额的走低倒应该主要是外需走弱所致。一个证据是，在最近的两个月，我国出口集装箱运价指数跟随出口金额走低而下滑。但同期，疫情冲击程度小于我国的东南亚国家，其出口集装箱运价指数也明显下降。（图表3）

图表3. 近期我国和东南亚的出口集装箱运价指数均下降，我国4月出口下降应更多是外需走弱所致



资料来源：万得，中银证券

在4月主要经济指标中，固定资产投资金额下滑幅度最小。但在投资整体稳健的图景背后，是制造业投资、基建投资和地产投资的分化，以及地产行业持续的弱势。事实上，当前中国经济的主要矛盾就在于疫情和地产两方面。在疫情之外，地产是当前经济的又一个关键。

在2022年4月20日发表的《警惕经济的二次探底风险》一文中，笔者曾说：“地产行业的预期已经转为悲观，悲观预期自我实现的恶性循环已经形成。在这循环中，地产开发商信用风险的上升与外界对地产行业信心的下降相互加强。”目前，地产行业的恶性循环仍未被打破，且情况又因疫情而进一步恶化。季节调整之后，地产投资资金来源的绝对规模在4月显著下滑，创下近5年的新低。（图表4）

图表 4. 季调之后，地产投资资金来源绝对规模在 2022 年 4 月显著下滑，创 5 年新低



资料来源：万得，中银证券

比融资下滑更让人担心的是，目前地产行业的融资处在极为反常的状态。从历史经验来看，地产行业融资对利率高度敏感。在过去十几年，地产按揭贷款的同比增速与 10 年期国债收益的同比降幅之间高度正相关——利率下降通常伴随着按揭贷款增长的加速。但在今年前 4 个月，10 年期国债收益率低于去年同期，且同比降幅还逐步走扩，但同期按揭贷款同比增速却在负值区间越陷越深，并在今年 2 月、3 月和 4 月连创新低。按揭贷款增速与国债收益率降幅之间的相关性已被打破，二者当下的背离程度前所未见。（图表 5）

图表 5. 地产按揭贷款走势与利率走势显著背离，表明地产市场融资处在极度不正常的状态

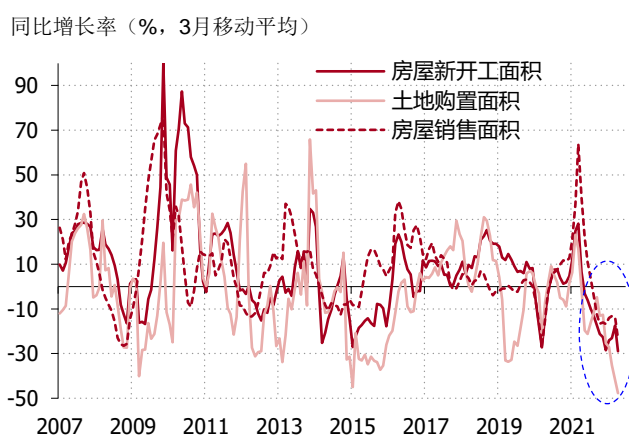


资料来源：万得，中银证券

利率下降之所以未能带动按揭贷款增长，正是因为地产行业已陷入恶性循环。在地产开发商信用风险居于高位之时，购房者会担心自己购买的期房能否顺利交付。在面对房屋交付不了的风险时，购房者的购房意愿很难因为利率降低而明显提高。如果不能化解地产开发商的系统性信用风险，金融机构和购房者对开发商的信心不能重建，地产行业就很难回归正常状态，反倒可能在恶性循环中越陷越深。

面对地产行业的弱势，从今年4月以来，各地的地方政府已纷纷开始放松地产政策，通过降低首付比例、提供购房补贴、取消限售等政策来提振地产销售。2022年5月15日，人民银行和银保监会还联合发通知下调房贷利率^[2]。过去，这些刺激地产需求的政策往往能明显提振地产销售，带动地产投资回暖，进而让地产行业走出低谷。但当下地产行业的情况与过去大不一样。在持续的融资挤压中，开发商拿地建房的意愿已经大大降低，令地产供给大为收紧。从2021年2季度开始，房屋新开工面积和土地购置面积就进入负增长状况。在最近3个月，房屋新开工面积同比负增长29%，土地购置面积同比负增长48%，均创出了近15年的最低增速。在地产供给瓶颈收得如此之紧时，刺激地产需求很可能让房价大幅反弹。（图表6）

图表 6. 当前地产销售、新开工及土地购置面积均处在深度负增长的状态

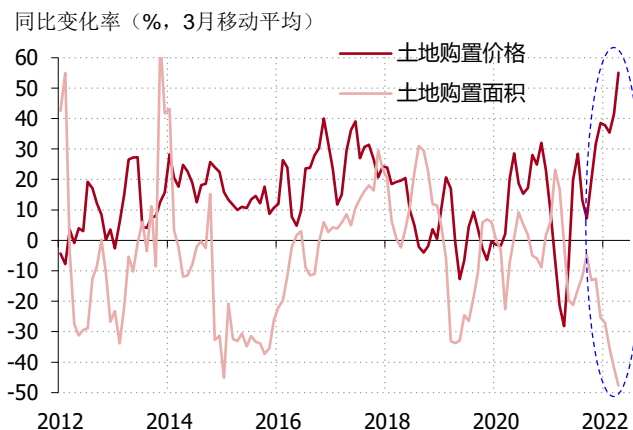


资料来源：万得，中银证券

事实上，房价上涨的种子在2021年“集中供地”政策开始推行时就已埋下。在2018年8月6日发表的《房价的虚实二象性》一文中，笔者曾论述过，土地垄断供应带来的土地和房屋的供给不足，是我国房价持续上涨的根本原因^[3]。2021年开始推行的“集中供地”政策，初衷可能是平抑房价，但实际效果却是进一步加大了土地供应的垄断程度，从而给地价和房价上涨带来了更强动力。

目前，集中供地政策推升地价的效果已经充分显现。在过去，我国土地购置面积增速与土地购置价格增速之间有一定正相关性。但从2021年开始，二者走势显著背离：土地购置面积增速一路走低，土地购置价格增速则一路走高。2022年4月，土地购置面积同比增速下滑至-48%，创10年新低；同期，土地购置价格同比增速上升至55%，创10年新高。当下土地购置面积和土地价格两个数据的背离程度之大，前所未见。（图表7）

图表 7. 当前土地购置面积增速处在 10 年来最低水平，而土地购置价格涨幅却创出 10 年新高——集中供地策推高地价的效果已充分显现



注：土地购置价格等于土地成交价款除以土地购置面积。

资料来源：万得，中银证券

在地价涨幅创 10 年新高，地产新开工增速创 10 年新低，货币政策又比较宽松的时候，放松地产需求面的调控政策很可能让房价明显上升。而如果房价大幅反弹，宏观政策的回旋余地将会明显收缩，给今年 5.5%GDP 增速目标的达成带来更多困难。

调控经济需要抓住主要矛盾。当下中国经济的主要矛盾在疫情和地产。面对疫情，一方面需要采取有力防疫措施来控制病毒蔓延，降低疫情对经济的冲击。另一方面则需要通过宽松的扶助性政策来保住经济主体，防止大面积破产和失业的发生。而对地产行业当前的困局，宏观政策则需高度重视、妥善应对。在地产行业陷入自身难以摆脱的恶性循环之中、地产开发商信用风险居高不下之时，由政府信用背书的行业性“困难资产救助计划”可以有效重塑行业信心，从而让地产开发商尽快回到正常状态。只有开发商的融资和经营恢复正常，地产的供给才能恢复。在地产供给恢复之前，如果对地产需求刺激得过快或过猛，极可能让房价大幅上涨，令宏观政策陷入两难。为了更好控制地价房价上涨，也有必要调整对地价有推升作用的集中供地政策。（完）

【1】徐高，2022 年 4 月 20 日，《警惕经济的二次探底风险》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9007。

【2】人民银行和银保监会联合下发的通知标题为《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于调整差异化住房信贷政策有关问题的通知》，全文见于
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4554415/index.html>。

【3】徐高，2018 年 8 月 6 日，《房价的虚实二象性》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/5034。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场的基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610) 8326 2000
传真:(8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420) 3651 8888
传真:(4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1) 212 259 0888
传真:(1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65) 6692 6829 / 6534 5587
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371