

宏观点评 20220815

降息稳地产，能解经济困局吗？

2022年08月15日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

■ **央行意外降息 10bp**，这是中美政策分化以来，中国首次在美国的加息周期中进行降息操作。结合今天公布的7月数据，**地产成为经济走弱的重要症结**：撇开地产投资不说，地产不稳直接拖累了工业生产，削弱了居民对于收入和消费的信心。**稳地产无疑是下半年政策的主要方向之一**。MLF降息可能只是第一步，**往后看8月20日LPR利率（尤其是5年期）下调的幅度可能会高于10bp**。

■ 回顾2022年以来，在地产和消费基本缺位的情况下，单靠基建和出口的支撑，经济增速无疑是乏力的，而且还有进入恶性循环的风险。从历史上看，尤其是2017年之前**稳经济重要的手段是稳地产和稳信心**，一个典型的表现是**房贷利率水平相对更低、且在经济下行时降息幅度更大**。而自从2016年底中央经济工作会议提出房住不炒后，房贷利率长期高于社会平均融资成本，**我们预计下半年房贷利率水平会向后者收敛，甚至可能会更低**。除此之外，要稳定企业和居民部门的信心，防疫政策避免反复、强调更加高效和灵活也是不可缺少的一环。从具体数据来看：

■ **工业生产：终究还是地产拖累**。7月工业增加值环比增长0.38%，并不算弱，同比增速相较6月微幅回落，和出口一样保持韧性（6、7月的同比增速分别为17.9%和18%），**汽车制造业继续领跑**，这与疫情以来产需两端大力的政策扶持相关；而连日酷暑，在保供政策下**电力热力供应行业增加值同比增速由6月的3.2%大幅加速至7月的10.4%**。值得关注的是拖累项，**非金属制造和黑色冶炼垫底，直接或间接受到地产走弱的拖累**：建筑建材是非金属制造的主要组成部分，也是地产的上游；黑色冶炼萎缩则与钢厂限产密切相关，下游地产需求不足使得利润受挤压是重要导火索（图2）。

■ **制造业投资：继续享受出口和政策的红利**。制造业投资是第二季度经济能够维持正增长的重要支撑因素，不过7月增速有所放缓，同比由6月的9.9%下滑至7.6%。分结构来看，电气机械制造作为最主要驱动力，仍在加速，主要受益于出口和国内新能源、新基建的政策支持。不过作为制造业投资主要组成部分的计算机电子设备制造业投资出现了放缓，背后一定程度上折射了对出口前景的担忧，考虑到2021年下半年制造业投资的高基数，**我们预计此后制造业投资增速会逐步放缓，尤其是在第四季度，彼时美国衰退风险也会上升**（图3）。

■ **地产：销售二次触底，地产投资雪上加霜**。按照之前的市场预期，5月下调房贷利率，第三季度迎来销售的反弹，第四季度地产投资企稳。但是从7月看，商品房销售出现二次触底——累计同比-23.1%，当月同比下跌10个百分点至-28.9%。由于销售是当前房企资金的重要来源，直接影响到后续的拿地和开工，**销售再次走弱也意味着地产投资拖累经济的时间会更长、幅度会更大**，背后的两个重要原因：一方面是疫情（管控）反复、经济下行压力挥之不去，**居民对未来就业和收入都持有较大的不确定性**，而相对刚性的贷款买房成本明显偏高；另一方面，近期烂尾断供、中小银行风险等事件对市场，尤其是地产市场情绪和信心造成明显的冲击。

因此要稳地产、先稳销售，而要稳住销售最直接的方法就是降低购房成本，**稳定居民的收入和信心**。当前4.62%的住房贷款平均利率依旧偏高（无论是相对历史，还是相对其他类型的贷款），今天将MLF利率下调10bp，很可能意味着后续LPR的降息幅度会更大。

■ **居民消费信心低迷，社零增速不及市场预期**。7月社零同比升2.7%（彭博一致预期升4.9%），**各地财政刺激对于汽车消费的提振相对6月边际递减**，同比增速下滑至9.7%（6月13.9%），**拉动社零增速2.6个百分点（6月3.6%）**（图7）；商品方面，金银珠宝领涨，石油制品及办公类产品增速维持强劲态势，但地产链产品持续受房地产市场低迷的拖累（图8）；餐饮消费持续回暖，同比跌幅进一步收窄至1.5%（6月跌4.0%）。

相关研究

《多地静默，疫情防控又要大幅收紧了吗？》

2022-08-14

《井喷后的塌方，宽信用还有戏吗？》

2022-08-12

《靠前发力后，信用还能稳住吗？》

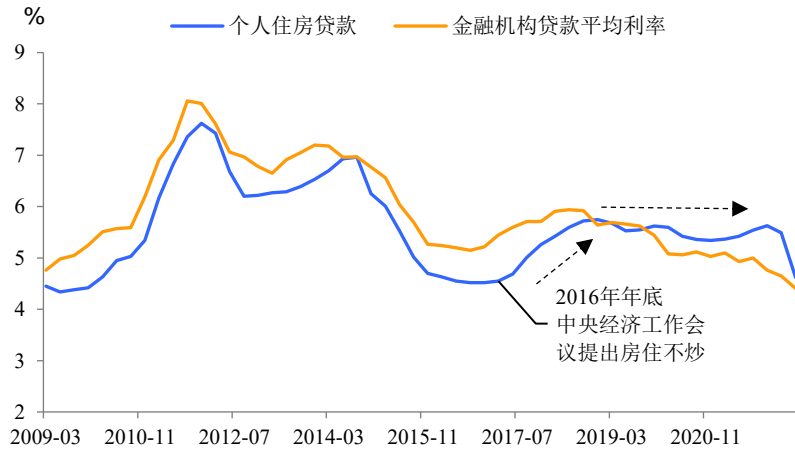
2022-08-12

居民预期的悲观压制消费倾向，我们对于下半年消费维持谨慎态度。7月疫情多点反弹，一方面限制跨区域旅游，另一方面，防疫风险对居民信心有负面影响，防疫不确定性增加了企业运营的困难，居民对未来就业和收入的预期下滑，这使得储蓄意愿上升、消费信心下降（图9至图11）。

■ 专项债支撑力度减弱后，7月基础设施投资有所回落，但在低基数效应作用下，本月基础设施投资累计增速继续上升至**9.58%**。7月当月基础设施建设投资增速同比增长11.48%，不含电力为9.10%，两口径增速出现分化。受专项债提前发力影响，7月新增专项债大幅回落至613亿元，基础设施资金来源大幅减少，影响7月基础设施投资规模较6月大幅缩减，环比增速为-38.3%。具体来看，**水利、公共设施建设依然是资金的主要投向**，同比增速依然维持在18.4%的高位；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资规模和增速出现大幅回落；交运、仓储业投资出现边际好转，但从主要分项来看，铁路与道路运输业投资继续同比少增，仍是基建投资的主要拖累因素。

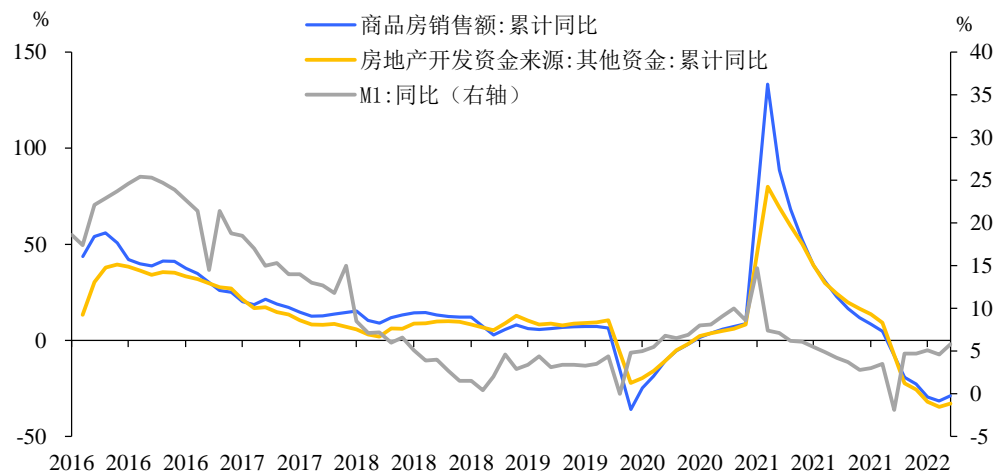
■ **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外衰退提前到来。中国疫情出现超市场预期反复，防疫继续收紧。

图1: 2018年之后房贷利率长期高于社会融资平均利率水平



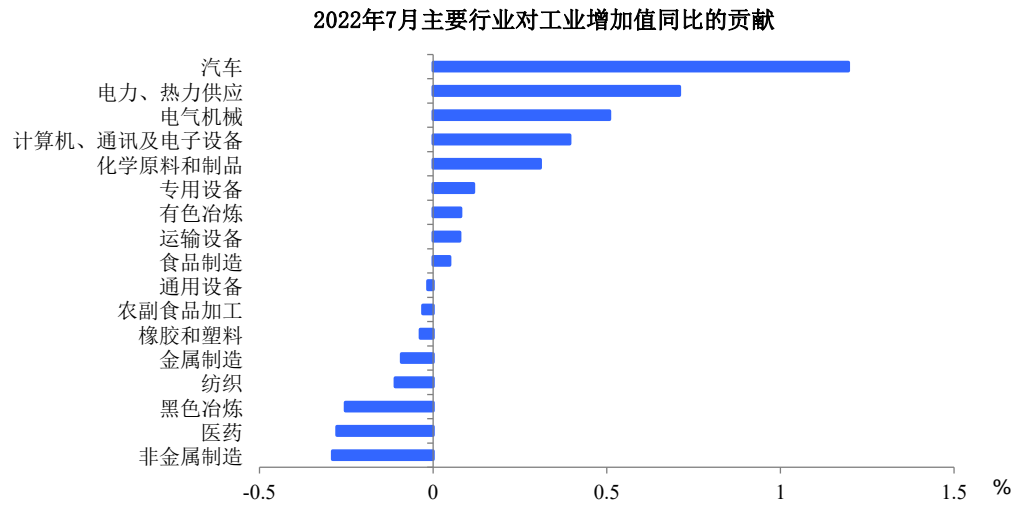
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: M1 增速与房地产开发、商品房销售累计增速分化



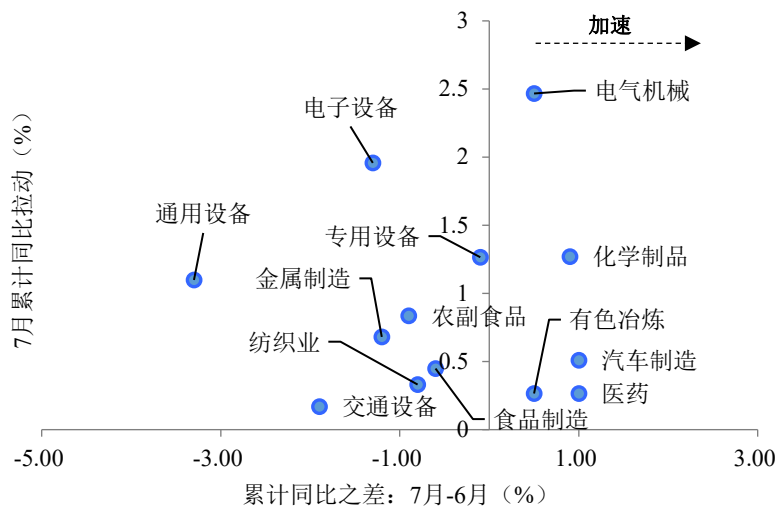
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年7月主要行业对工业增加值的贡献



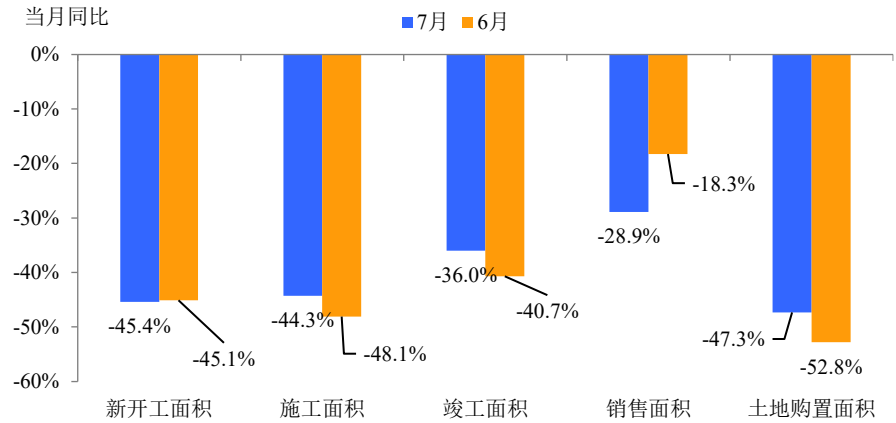
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年7月部分行业制造业投资表现



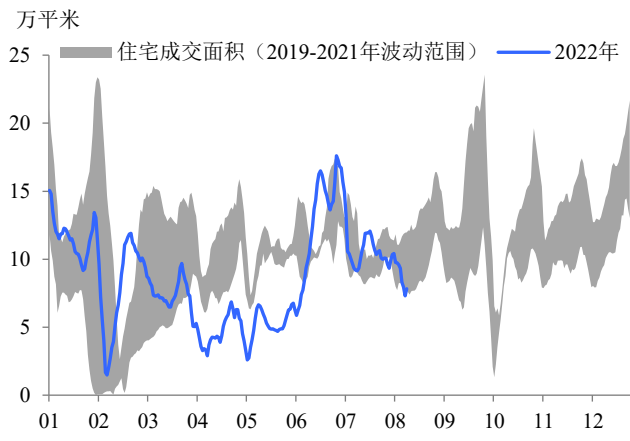
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年6月和7月地产相关面积数据



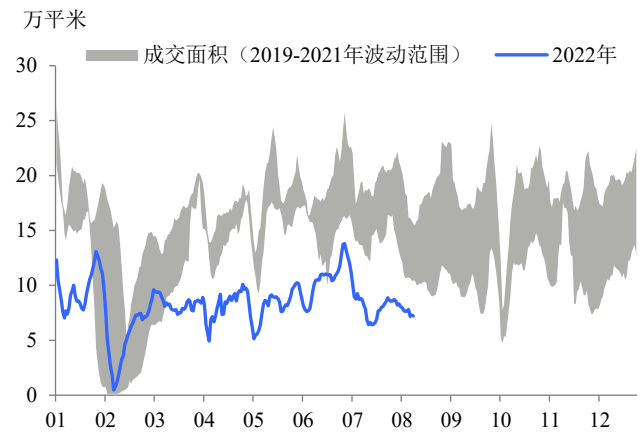
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 7、8月一线城市地产成交面积明显回落



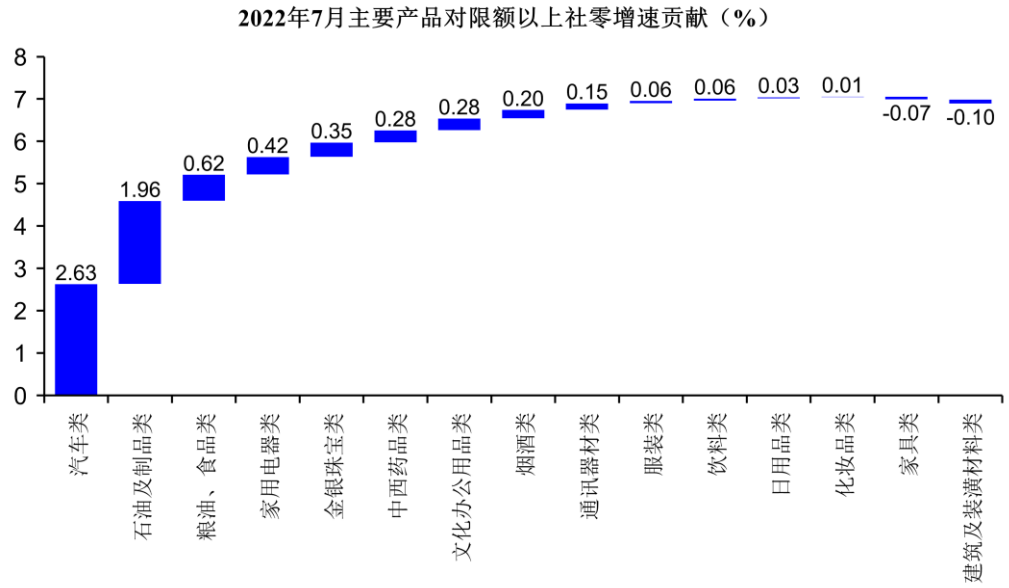
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 7、8月三线城市商品房成交面积继续疲弱



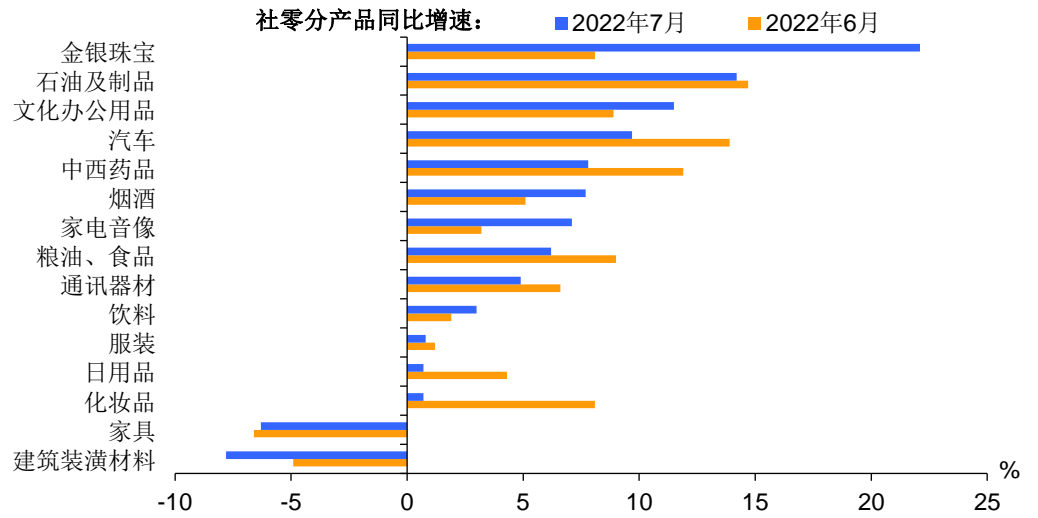
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022年7月, 主要产品对限额以上社零增速的贡献



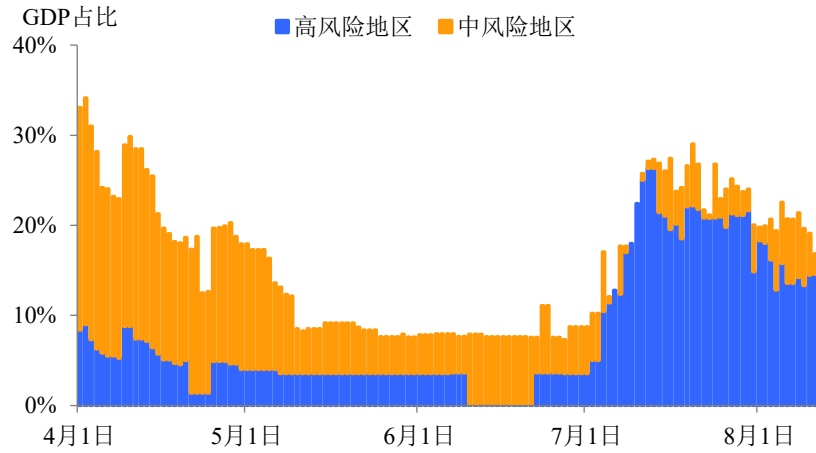
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022年7月, 各产品零售中金银珠宝类产品领涨



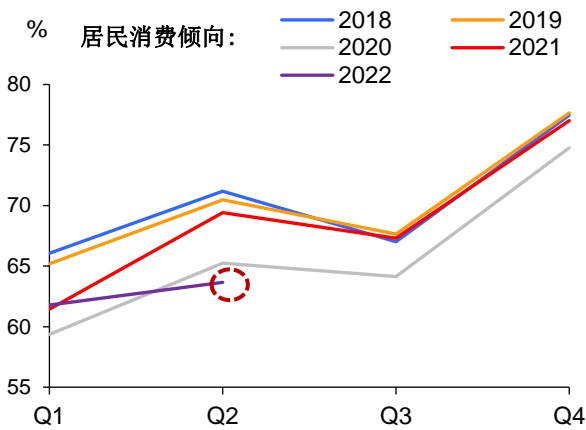
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 中高风险地区涉及地级市 GDP 占比



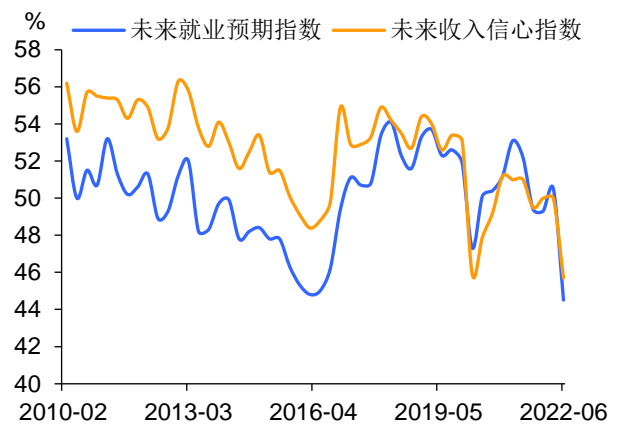
数据来源: 各地本地宝网站, Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022年二季度,居民消费倾向相对往年同期下滑



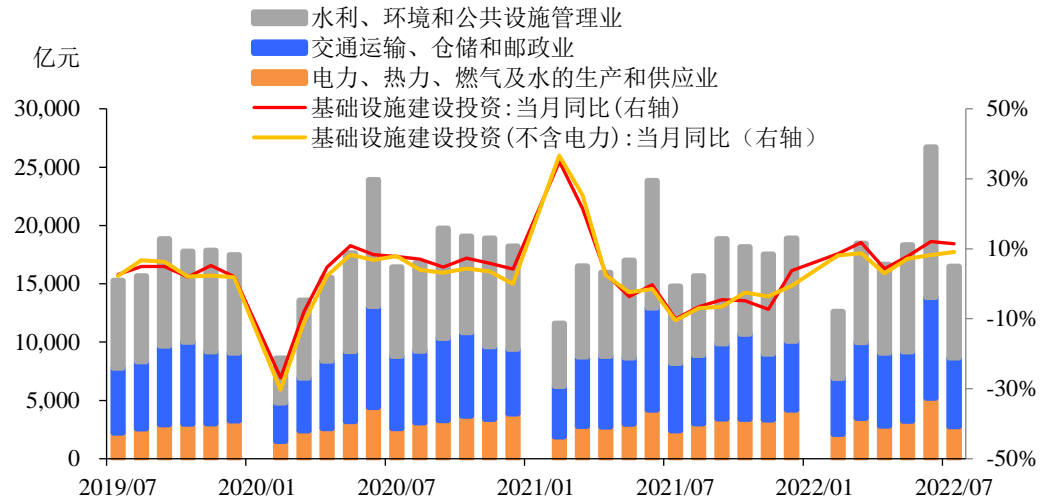
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 居民对于未来就业和收入的预期偏悲观



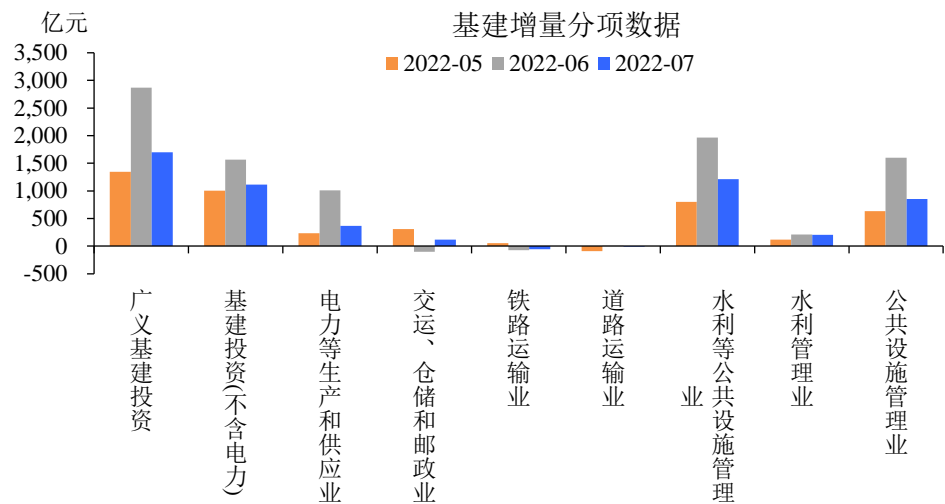
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图13: 7月基础设施投资规模有所回落, 在低基数效应影响下, 同比增速依然较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 水利、公共设施建设依然是主要拉动因素



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

