

地产和实体经济的脱钩

证券研究报告

2022年08月22日

作者

7月的经济和金融数据下滑，主要是受房地产的拖累。地产销售的再度探底对固定资产投资、居民住房类消费、上下游工业生产、政府财政收入等形成了拖累。

但现在到了需要重新审视地产和经济关系的时候。

在过去，房地产虽然不是经济周期的驱动力，但其债务驱动的发展模式是经济周期的放大器。随着人口、城镇化、工业化大周期的见顶，地产大周期自然回落。这也意味着债务驱动、预支未来的发展模式在快速退潮。在这种情况下，无论是经济对地产的依赖程度、还是地产对经济的贡献率都将下滑。地产加速“去金融化”的同时，经济周期也在加速和房地产脱钩。

这一迹象，在目前也已经略显端倪。可以看到在地产下行背景下，国内经济增长的新动能不断发展壮大。比如汽车消费与地产的关系逐渐减弱，汽车消费在地产下行的时候表现出强韧性；再比如国内的低成本优势与产业链韧性共同推动中国出口份额提高，而出口的强韧性又逐渐与国内制造业升级形成正向循环。

风险提示：国内疫情再度出现明显反弹；房地产资金压力迟迟未得到好转；海外经济下行超预期带动对国内出口形成拖累。

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

分析师

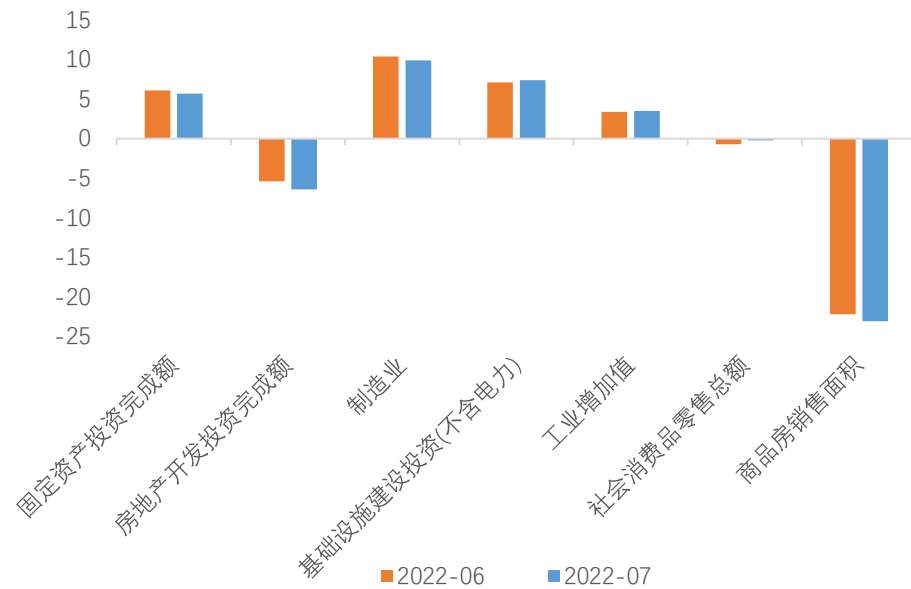
相关报告

1 《信贷还有领先性吗？》

2022-08-14

7月的经济和金融数据下滑，主要是受房地产的拖累。

图 1: 1-7 月各项经济指标累计同比增速 (%)

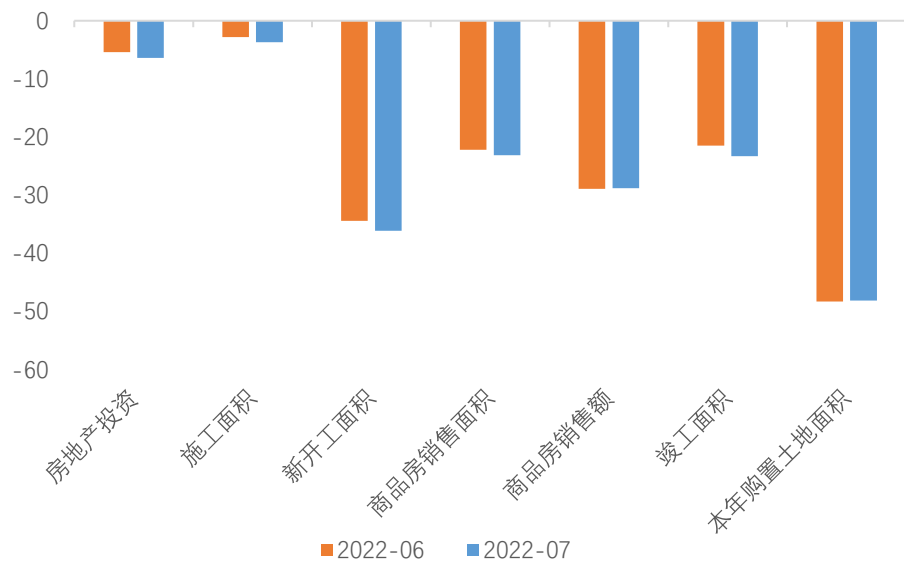


资料来源: WIND, 天风证券研究所

首先，房地产销售二次下滑，投资继续下行，对经济构成直接拖累。

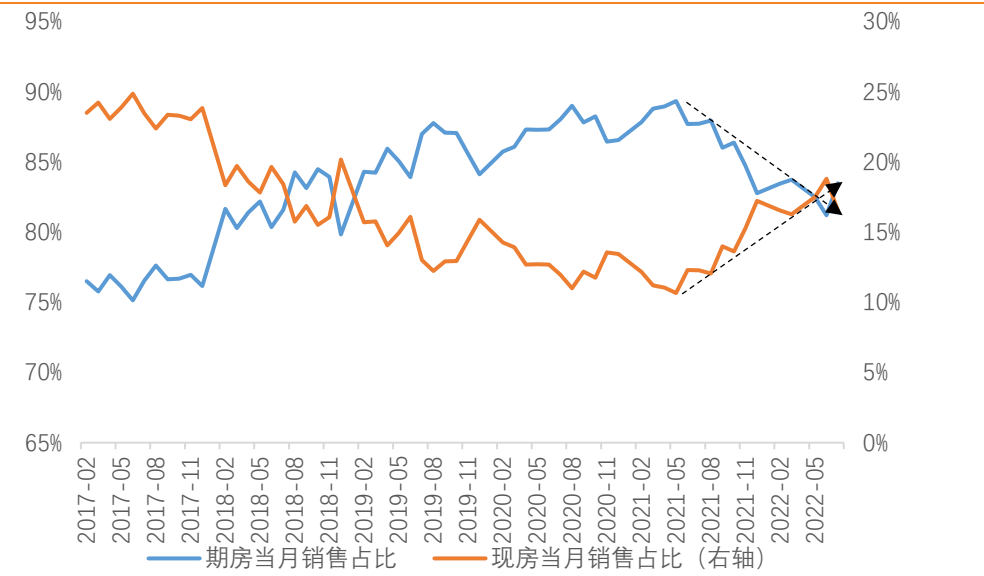
7月房地产销售面积再度下滑，当月同比-28.9%，6月为-18.3%；累计同比-23.1%，6月为-22.2%。而且从高频数据上看，8月上旬30大中城市商品房成交面积继续下行，前20日日均成交面积为37.4万平方米，7月日均成交为42.2万平方米，去年8月为48.8万平方米，地产销售企稳困难。

图 2: 房地产分项累计同比增速 (%)



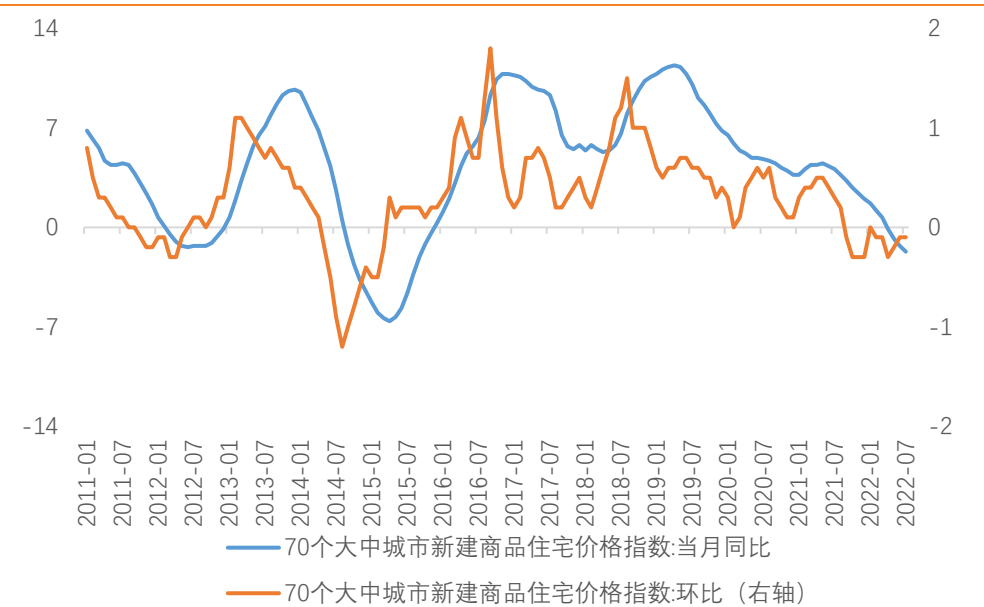
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 3：期房交付占比震荡回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：房价处于负增长区间（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：30 大中城市商品房成交面积 7 日移动平均



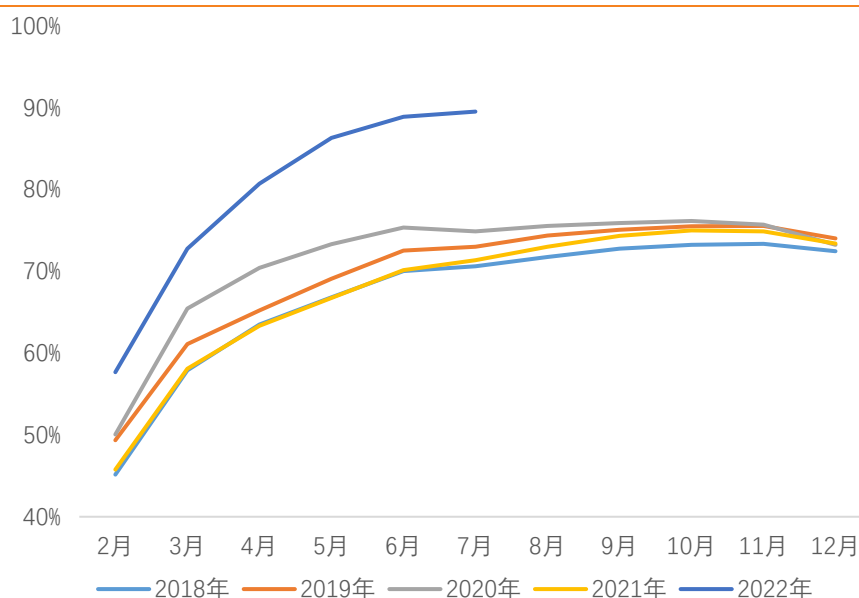
资料来源：WIND，天风证券研究所

销售疲软继续拖累地产投资，1-7月房地产开发投资同比-6.4%（前值-5.4%）。目前，房地产销售回落加重了房企面临的资金压力，结果是7月房企到位资金同比-25.4%，其中国内贷款、定金及预收款和个人按揭贷款同比分别为-28.4%、-37.1%和-25.2%。

资金流紧张，房企只能力保施工端，对于拿地和新开工尚无能为力：1-7月施工面积同比增速-3.7%，高于新开工面积增速32.4个百分点，高于土地购置面积增速44.4个百分点。同时，1-7月房地产开发投资完成额占开发资金来源的比重已经达到90%，大幅高于过去3年同期均值16个百分点。后续如果融资端压力继续，房企维持施工端的压力也会增加。

所以，后续稳地产的核心在于融资：一是在需求端稳销售，比如央行降息引导LPR下调，地方继续放松“五限”政策等；二是在供给端控风险，比如地方国资联合地方AMC针对交付困难的项目成立市场化纾困基金、AMC针对出险房企出台定向纾困方案等。

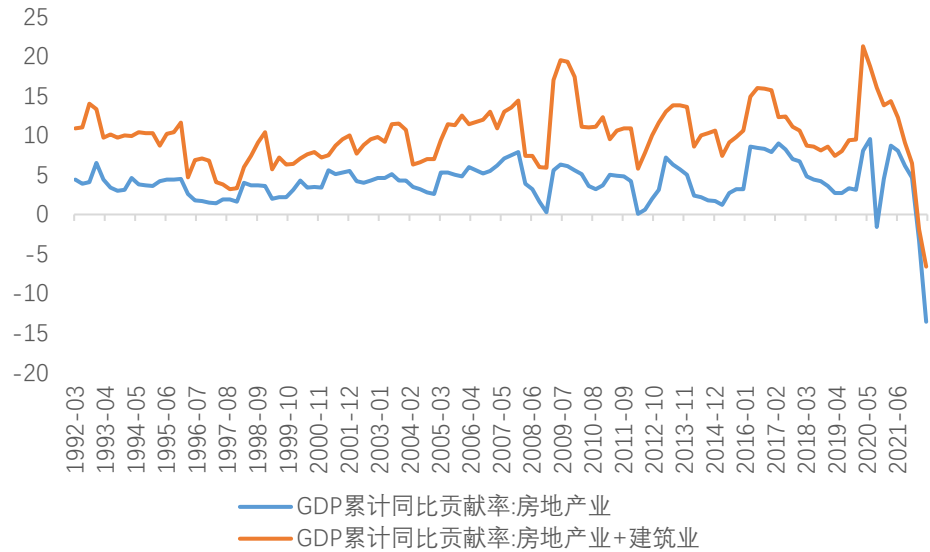
图6：房地产开发投资完成额占开发资金的比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

总的来说，地产上半年对经济形成了明显拖累，上半年房地产业和建筑业对GDP同比的合计贡献率为-6.59%，其中房地产业贡献率为-13.6%，创历史新低。从支出法角度看，二季度房地产开发投资完成额对GDP的贡献率为-37%（房地产投资完成额增量与GDP现价投资增量的比值）。

图 7：房地产+建筑业对 GDP 的同比贡献率下滑（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

其次，房地产对其他经济分项造成了明显拖累。

第一，地产对社会零售消费品的拖累，体现为部分地产类商品消费继续负增。7 月建筑及装潢材料类消费同比-7.8%，家具类消费同比-6.3%。不过因为今年夏季偏热，家用电器和音像器材类（主要是空调等消费）消费走高，当月同比从 6 月的 3.2%上行至 7 月的 7.1%，并带动地产类消费逆向走高。

第二，地产对工业生产的拖累，主要体现为和施工有关的黑色金属冶炼和压延加工业增加值当月同比从 6 月的 0.6%下滑至 7 月的-4.3%，和竣工有关的平板玻璃产量当月同比从 6 月的-0.1%下滑至 7 月的-0.9%。

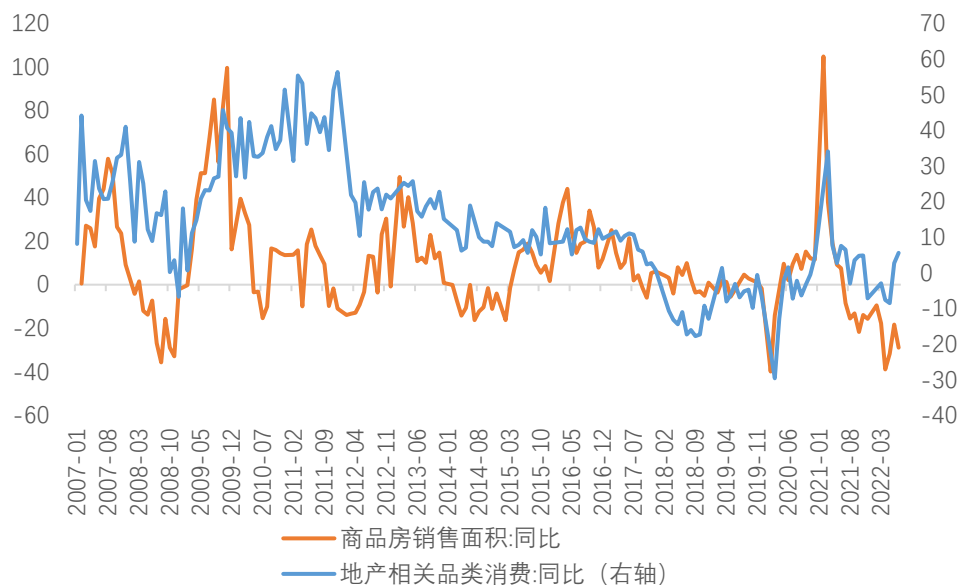
同时，地产相关制造业的投资增速也维持低位，7 月黑色金属冶炼和压延加工业投资完成额累计同比为 1.7%，大幅低于制造业投资 9.9%的增速。

第三，房地产也是服务业的重要组成部分。2022 年二季度，房地产业占第三产业的比重为 12.3%，房地产市场疲软也使得 7 月服务业生产指数同比从 6 月的 1.3%下滑至 0.6%。

地产对财政的拖累主要体现在土地出让收入和地产相关税收上。1-7 月国有土地使用权出让收入同比-31.7%，与土地和房地产相关的 5 类税收收入累计同比-8.6%，其中契税-28.3%，土地增值税-9.2%，是主要拖累。

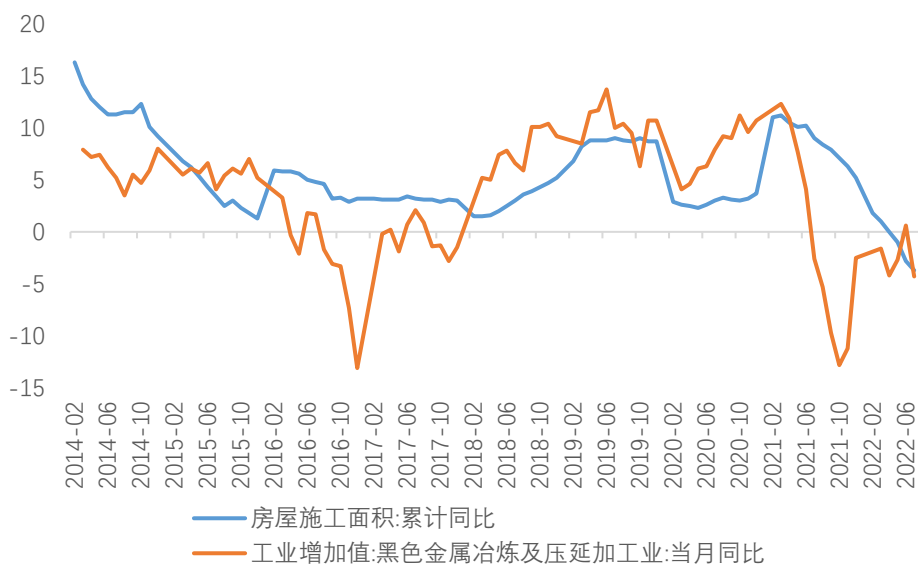
另外，地产是阻碍“宽信用”的最直接原因。2022 年上半年人民币房地产贷款增加 6685 亿元，仅占同期各项贷款增量的 4.9%，大幅低于去年同期的 2.4 万亿。其中，新增个人购房贷款仅 5400 亿元。7 月拖累仍在延续，居民中长期贷款仅新增 1486 亿元，同比减少 2488 亿元；房地产开发资金来源中的国内贷款 7 月仅增加 1224.3 亿元，同比减少 713 亿元。

图 8：地产销售与地产类消费同比增速（%）



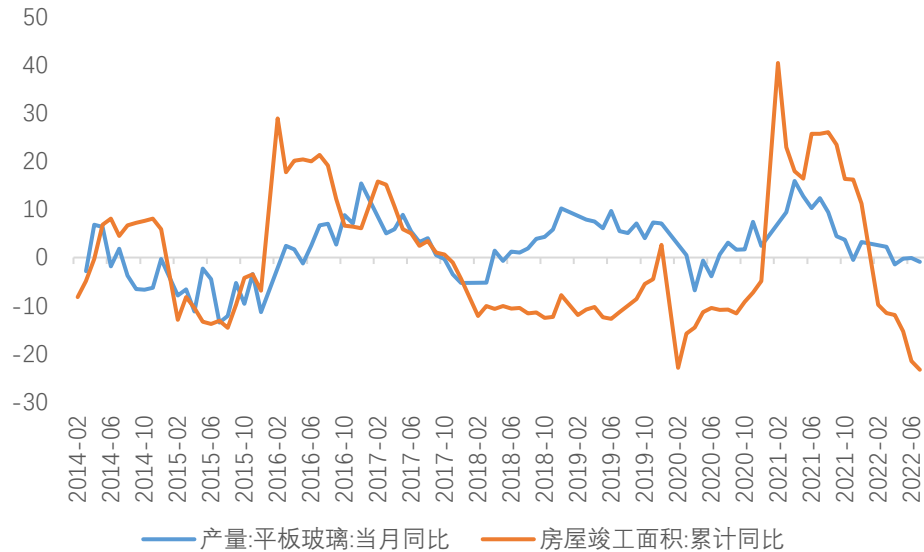
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 9: 房屋施工面积同比与黑色金属冶炼及压延加工业 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 10：竣工面积同比与平板玻璃（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

但是，现在也到了需要重新审视地产和经济关系的时候。

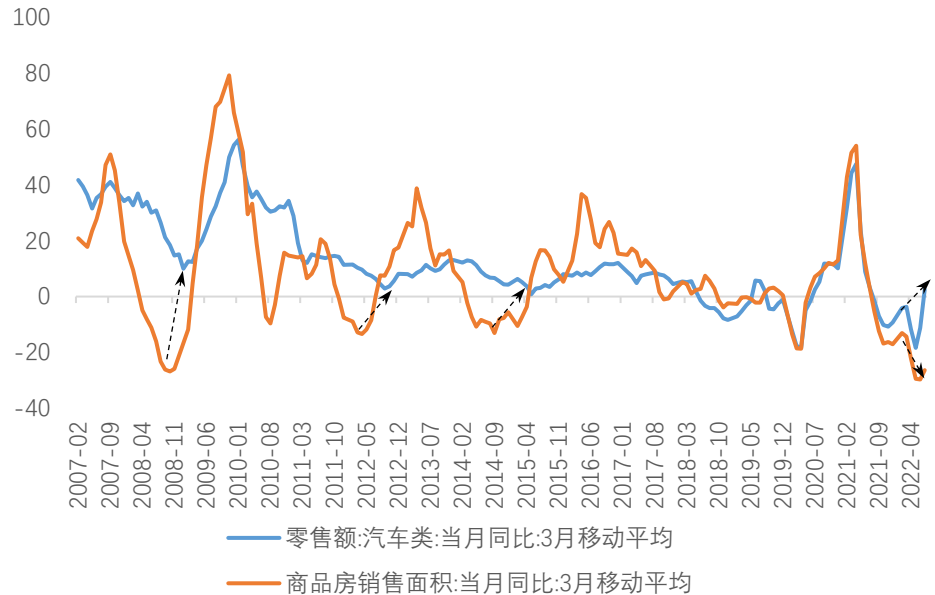
在过去，房地产虽然不是经济周期的驱动力，但其债务驱动的发展模式是经济周期的放大器。随着人口、城镇化、工业化大周期的见顶，地产大周期自然回落。这也意味着债务驱动、预支未来的发展模式在快速退潮。在这种情况下，无论是经济对地产的依赖程度、还是地产对经济的贡献率都将下滑。地产在加速“去金融化”的同时，经济周期也在加速和房地产脱钩。

虽然地产表现差，拖累了部分经济数据的表现，但不受地产影响的经济结构越变越大，并且表现出趋势。

第一是消费和服务，以前受地产影响大，现在影响正在减弱。

商品消费中汽车消费表现亮眼，7月汽车消费同比增长9.7%，显著高于商品零售3.2%的同比增速。8月国内汽车消费继续高增，8月第一、二周乘联会乘用车厂家零售同比增速分别为21%和25%，高于7月第一、二周的水平。且从数据上看，地产与汽车的关系也出现变化，此前汽车消费受房价上涨带来的财富影响明显，所以地产销售领先于汽车消费。但是近年来随着财富效应逐渐减弱，这一领先关系也在逐步减弱，且今年汽车消费与地产销售出现了一定的背离。

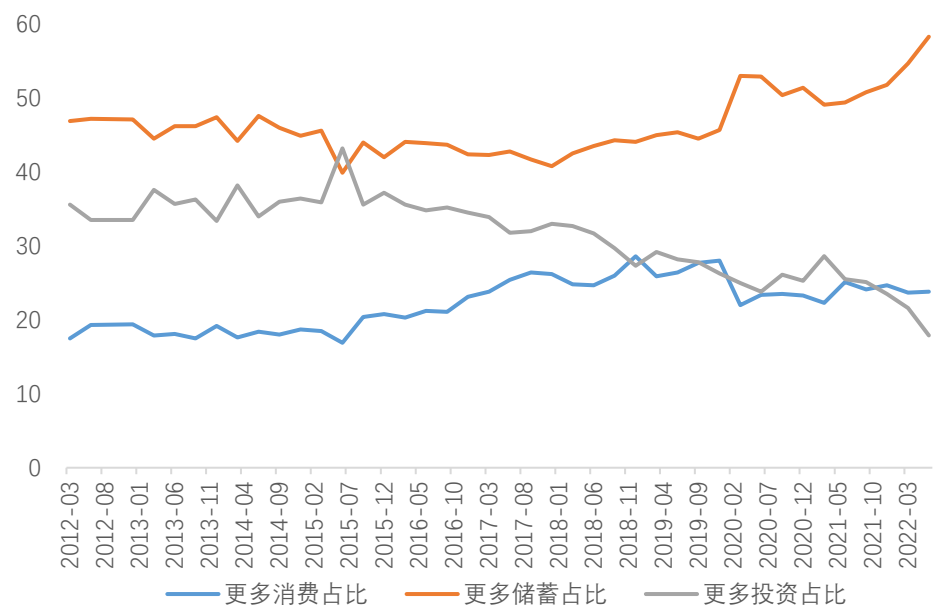
图 11：地产销售与汽车零售同比走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

央行调查问卷数据也显示，去年以来居民的消费意愿（更多消费占比）并无明显变化，发生下降的主要是居民的投资意愿（更多储蓄占比），这则是受房地产的拖累，对应于金融数据的不缺钱（M2 高）、不借钱（信贷低）。

图 12：居民储蓄意愿上升、投资意愿下降、消费意愿不变

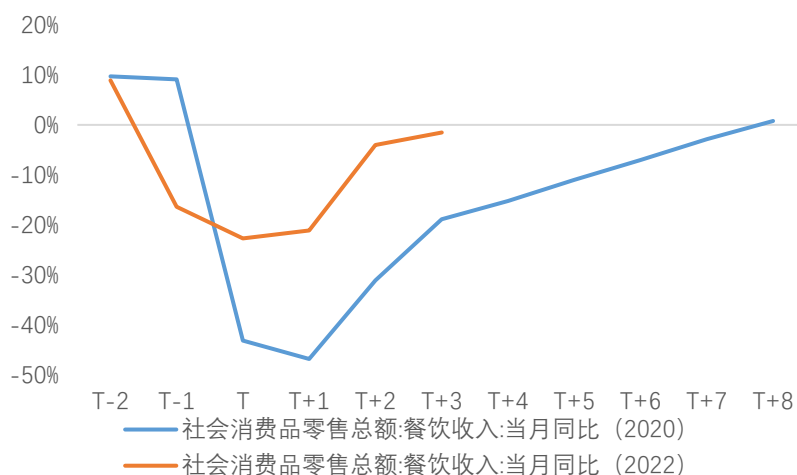


资料来源：WIND，天风证券研究所

此外，服务消费的主要约束是疫情，随着常态化精准防控体系的运转基本稳定，疫情对居民服务消费的影响明显减弱。从高频数据上看，7 月以来虽然国内疫情有所反复，但国内航班执飞率保持高位，地铁出行人数也未受到明显影响。同时，居民线下服务消费稳步修复，比如 7 月电影观影人次达到了 8914 万人。7 月社零餐饮收入同比从 6 月 -4% 回升至 -1.5%，

而商品零售同比则从 6 月 3.9% 下滑至 3.2%。

图 13: 餐饮消费还在继续修复



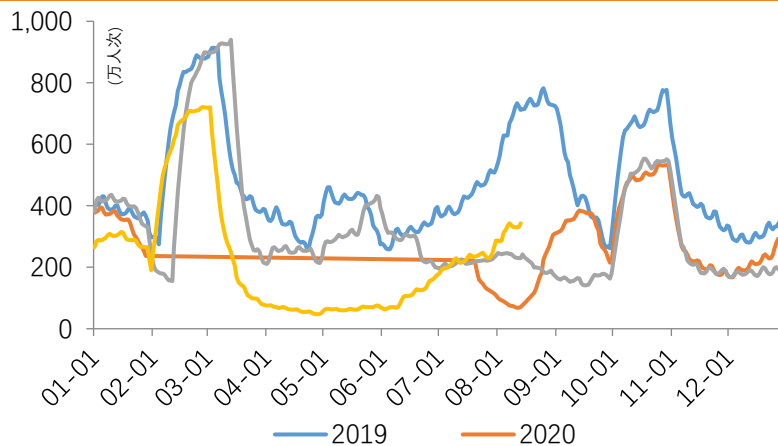
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 14: 国内执飞航班维持高位



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 15: 全国当日观影人数 (30 日移动平均)

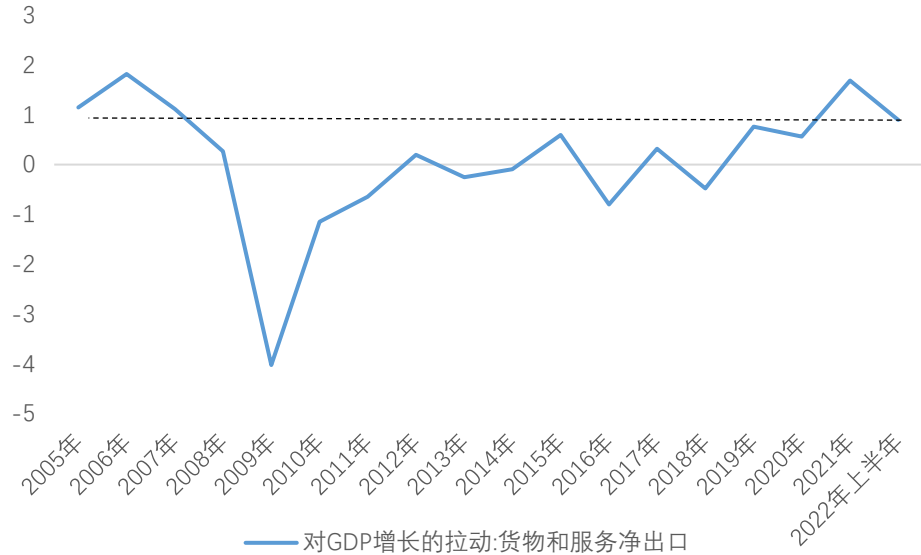


资料来源: WIND, 天风证券研究所

第二是出口和制造业，独立于地产，表现出强趋势。

自 2020 年以来，中国出口一直维持高景气度，2022 年 1-7 月出口同比增速达到了 14.6%，上半年货物和服务净出口对 GDP 的拉动率达到了 0.9%，依旧处于近年来的高位。

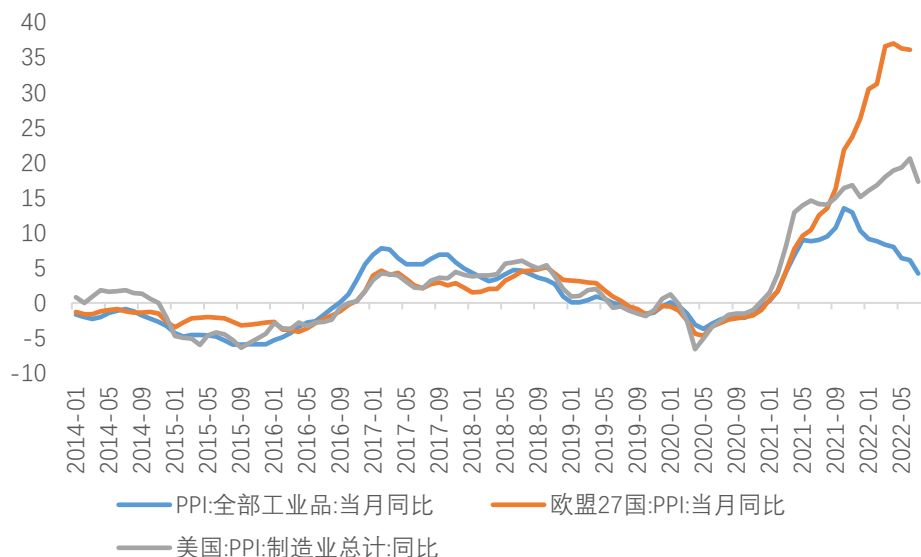
图 16: 货物和服务净出口对 GDP 的拉动 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

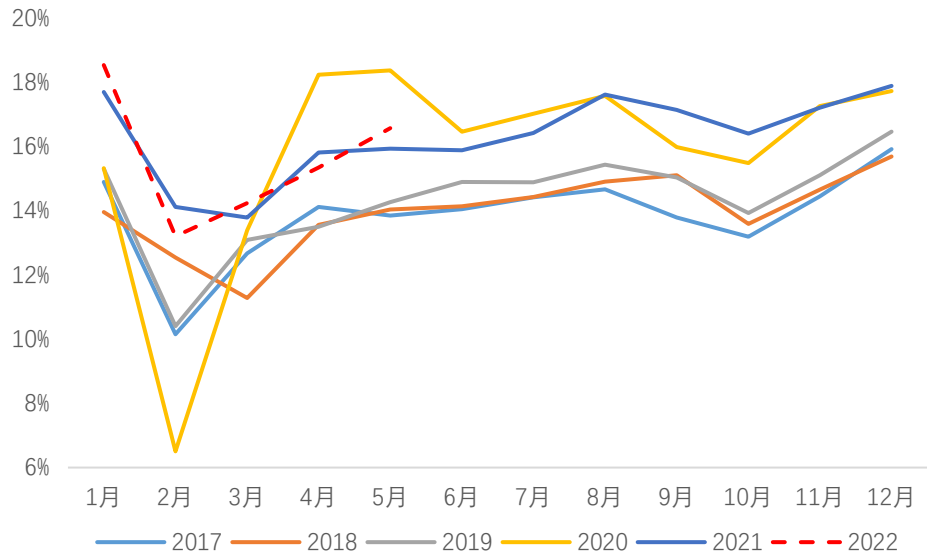
今年出口高景气度的背后除海外旺盛的需求外，是中国出口份额的持续走高，2022 年 5 月中国出口占全球出口的比重为 17%，高于过去几年同期（仅次于 2020 年，当时因疫情，海外生产不畅，中国份额高增）。中国出口份额走高一是疫情冲击下中国产业链的强韧性；二是俄乌战争导致全球原油体系分化，欧洲高耗能制造业成本大幅增加（6 月欧盟 27 国 PPI 同比 36.1%），中国制造业的成本优势和供应链稳定性优势不断强化。

图 17: 中国与欧美等国家的 PPI 走势分化 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 18: 中国出口份额维持高位



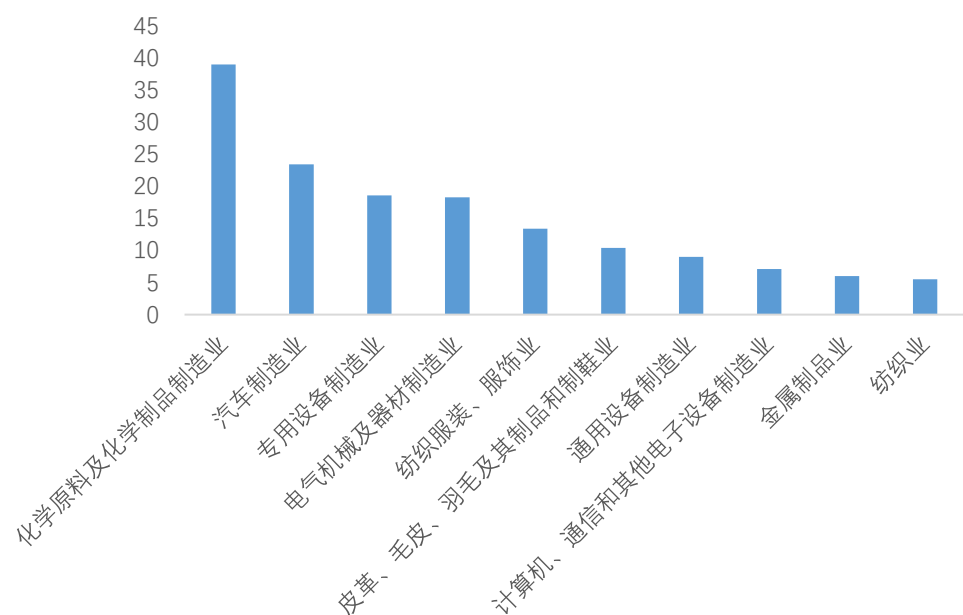
资料来源: WTO,WIND, 天风证券研究所

从出口结构上看, 2022 年出口表现最好的: 一是化工, 1-7 月化学原料及化学制品制造业出口交货值累计同比 39%; 二是汽车, 1-7 月汽车制造业出口交货值累计同比 23.4%; 三是专用设备, 1-7 月出口交货值累计同比增长 18.6%; 四是电气机械及器材, 1-7 月出口交货值累计同比 18.3%。

在出口带动下, 相关行业固定资产投资维持高增长, 其中电气机械及器材制造业累计同比增速达到 37.2%, 明显高于制造业投资增速 9.9%。高增速也推动相关行业占制造业投资的比重稳步上行, 化学原料及化学制品制造业、汽车制造业、专用设备制造业和电气机械及器材制造业固定资产投资合计占制造业固定资产投资的比重从 2020 年的 25.7%上行到 2022 年 7 月的 28.8%。

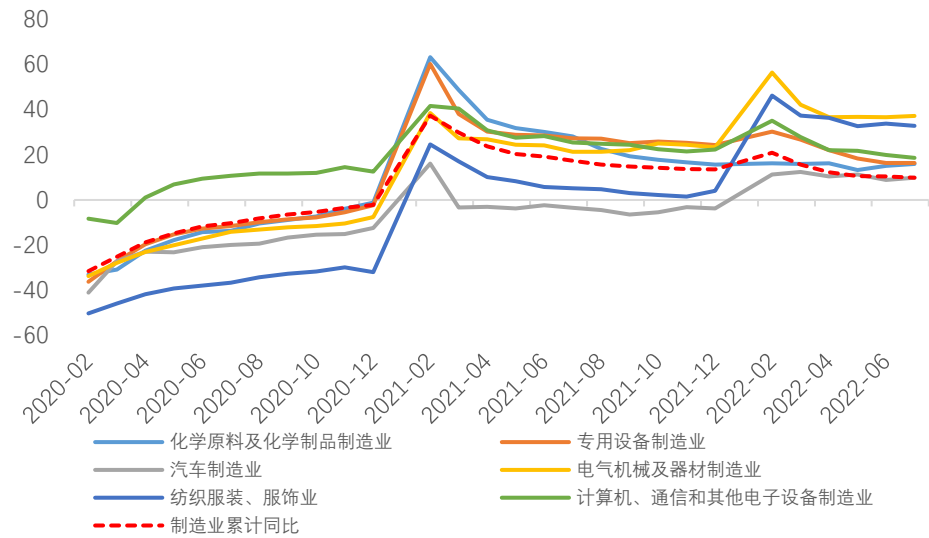
同时, 相关行业对制造业投资的高增也形成明显支撑, 2022 年前 7 个月其对制造业固定资产投资的贡献率达到 53.5%。制造业的高增在很大程度上对冲了房地产投资下行带来的压力, 1-7 月制造业投资同比增长 9.9%, 对固定资产投资的贡献率达到 70%。

图 19: 1-7 月出口交货值同比增速 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所 (1-7 月累计出口交货值规模在 1500 亿元以上, 累计同比增速前 10 的行业)

图 20：制造业分行业固定资产投资累计同比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 21：出口带动相关行业固定资产投资大幅走高



资料来源：WIND，天风证券研究所（化学原料及化学制品制造业、汽车制造业、专用设备制造业和电气机械及器材制造业）

第三是基建。

一方面近年来基建投资中与地产相关的项目投资规模占比下滑。

2017 年之前，随着城镇化、工业化的快速推进，公共设施管理业（主要是城市道路、排水、园林等各类市政设施，与地产相关性较高）投资规模逐步上行，其占基建投资的比重一度超过 40%。但 2018 年之后，公共设施管理业投资占比开始持续回落。与之对应的是电力、热力的生产和供应业、信息传输、软件和信息技术服务业以及水利管理业等与民生或者产业发展相关的基建投资增速高于整体水平，占比也持续回升。

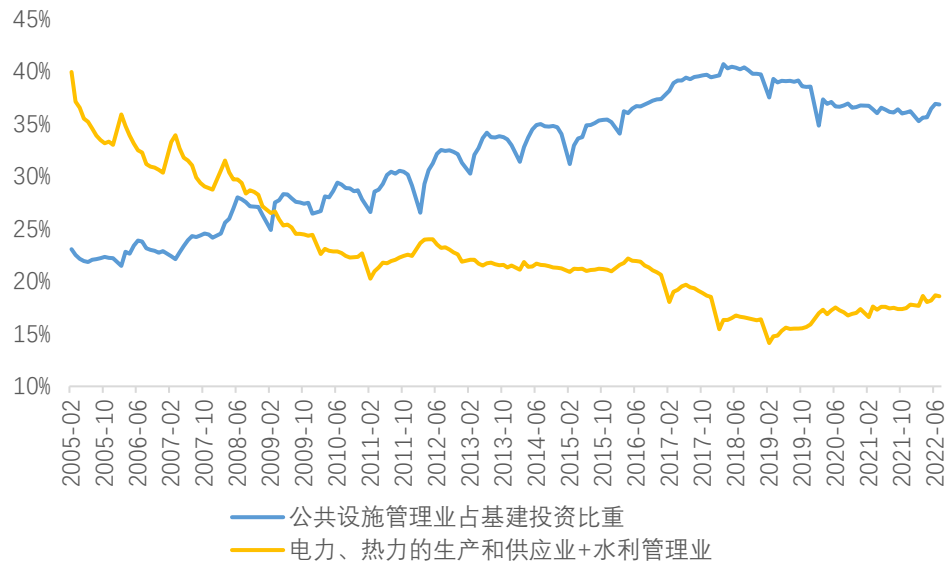
另外，近年来政策也一直在引导专项债的投向，2019 年 9 月国常会明确表示专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域¹。此后这一限制延续，比如 2022 年专项债申报²也明确

¹ 李克强主持召开国务院常务会议 部署精准施策加大力度做好“六稳”工作等 总理 中国政府网 (www.gov.cn)

² 关于申报 2022 年地方政府新增专项债券项目和资金需求的通知 (yczf.gov.cn)

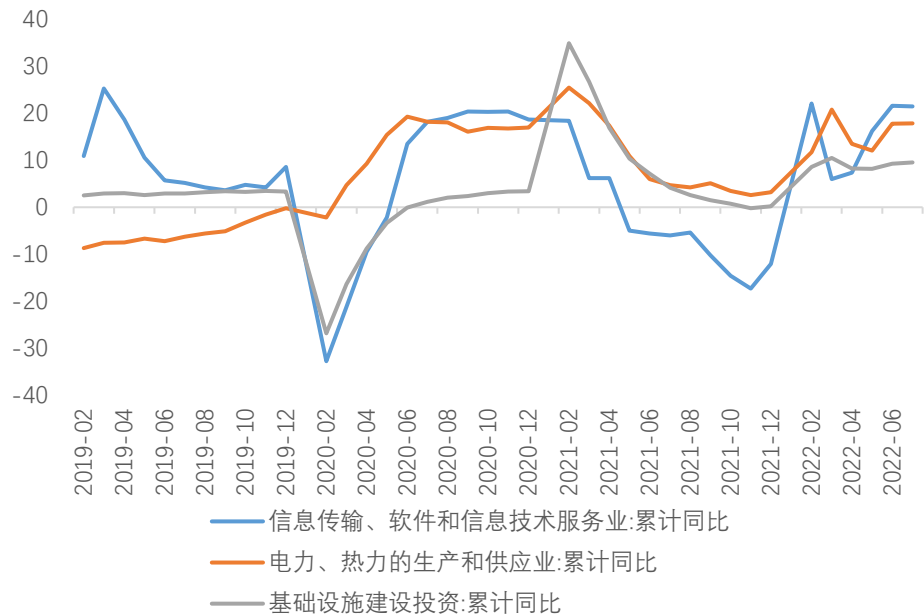
禁止专项债资金用于房地产项目。从数据上看，2019 年土地储备专项债和棚户区改造专项债净融资规模为 1.3 万亿，到 2022 年上半年净融资规模就仅有 2917 亿元。

图 22：公共设施管理业占基建投资的比重持续下滑



资料来源：WIND，天风证券研究所（公共设施管理业主要是各类市政设施，比如广场、道路、排水、公园等）

图 23：新基建相关行业基建同比增速 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所（与新基建相关的主要是电力生产与供应业包括特高压、新能源充电桩等；信息传输、软件和信息技术服务业则主要与 5G、工业互联网、大数据中心相关）

另一方面，房地产对基建资金来源的影响减弱。一来在税收收入中，与土地和房地产相关的税收收入占比从 2020 年的 12.8% 回落至 2021 年的 12%。2022 年受增值税税收返还等因素影响，占比略有回升，但预计可持续性不强。二来土地出让收入中能够用于基建的资金比例在 15% 左右。据此推算，2020-2021 年，土地出让金收入中能够用于基建的规模在 1.2 万亿左右，占基建投资资金来源的比重在 7.8% 左右，占比较小。这意味着即使 2022 年土地出让金受房地产市场影响，下行 25%，产生的资金缺口也不到 4000 亿元，财政弥补的措施比较充裕。

2022 年在财政收支缺口拉大、土地出让收入持续下滑的时候，政府通过新增“准财政”资

金等为基建提供资金支持。比如 8 月农发行已经完成 900 亿基础设施资金投放工作，支持项目超 500 个，可拉动项目总投资超万亿。

总的来说，我们可以得出以下几点结论：

第一，受房地产市场拖累，7 月金融、经济数据双双走弱。同时在房地产销售二次探底之后，今年房地产投资面临更大的下行压力。

第二，随着国内大地产周期迎来下行拐点，地产在加速“去金融化”的同时，经济周期也在加速和房地产脱钩。比如汽车消费与地产的关系逐渐减弱；低成本优势与产业链韧性有利于中国出口份额提高，制造业升级和出口份额提升正在形成正向循环等等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com