



Research and
Development Center

固定资产投资全面解析（下篇）

——信达宏观方法论之七

2022年9月28日

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话：+86 15502128053

邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

固定资产投资全面解析（下篇）

2022年9月28日

摘要：

本文为固定资产投资分析框架的下篇，详细梳理了基建投资、制造业投资、房地产投资的宏观脉络，并为三大类投资搭建了“意愿-能力-观察指标”分析框架。

➤ 固定资产投资预测方法论：“意愿-能力-观察指标”分析框架

基建投资：基建投资的意愿由政府决定，其本身是政府托底经济的手段之一，因此具有明显的逆周期性。政府部门的重大会议，以及工作文件是把握财政政策基调的重要信息来源。资金来源层面，近两年城投融资、非标资金监管力度较大的背景下，一般公共预算、土地使用权出让金收入、地方政府专项债券成为了分析基建投资资金来源的重要变量。建筑业 PMI 和基建上市公司订单是基建投资的同步指标。

制造业投资：与基建投资由政府投资主导不同，民间投资在制造业投资中占到近 9 成。制造业利润、利润率以及产能利用率是判断制造业投资意愿的核心因素。利润和产能利用率领先制造业投资的时长基本相同，都为一年左右。资金来源上，企业留存利润和银行贷款在制造业投资的资金来源中占到了较为重要的位置。出口是预判制造业投资的有效指标，领先制造业投资约一年。

房地产投资：销售是影响房地产投资意愿的核心因素，其好坏反映房地产需求的强弱，如果销售状况好，房企盈利预期提高，后续拿地、施工的积极性会更高。近年来，随着调控政策收紧和银行风控趋严，开发商的资金来源更多依赖于销售回款，因此房地产销售在影响房企投资意愿的同时，也决定了房企拿地、施工的能力。观测指标方面，房地产土地成交总价大约领先土地购置费 3 至 4 个季度，施工面积是判断建安投资的同步指标。

➤ **案例分析。**基建作为今年“稳增长”的抓手，1-8 月实现了两位数的增长。1-8 月地方政府新增专项债发行进度达到了全年的 96.4%，显著快于前两年同期，其中有约 65% 投向了基建领域。年中以来，开发性政策性金融工具相继落地，也从资金端对基建投资形成助力。制造业投资表现也较为亮眼。意愿方面，去年下半年制造业利润增速较快，产能利用率处于较高区间，企业有扩大资本开支的动力。能力方面，制造业企业留底退税，叠加外部融资环境优化，政府对制造业支持力度较大。房地产投资方面，7 月中旬多地出现烂尾楼“断供潮”，居民对于期房的信心被再次击碎，并引起房地产销售二次探底。地产销售景气的回落进一步从资金端抑制了地产企业拿地、开工的能力。8 月以来房地产调控政策积极出台或优化。但一方面政策从落地到见效存在时滞，另一方面，居民对于收入、以及房价的预期还未发生明显的好转，房地产市场真正企稳可能还需等到年末。

➤ **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

一、基建投资分析框架.....	5
1.1 基建投资的意愿	5
1.2 基建投资的能力	6
1.3 基建投资的观察指标.....	10
1.4 基建投资分析框架小结.....	12
二、制造业投资分析框架.....	12
2.1 制造业投资的意愿	13
2.2 制造业投资的能力	14
2.3 制造业投资的观察指标.....	16
2.4 制造业投资分析框架小结.....	16
三、房地产投资分析框架.....	17
3.1 房地产投资的意愿	18
3.2 房地产投资的能力	19
3.3 房地产投资的观察指标.....	20
3.4 房地产投资分析框架小结.....	21
四、三大类投资的互相作用机制.....	22
五、案例分析	23
附录 1：图表	28
附录 2：信达宏观方法论系列报告.....	31
风险因素	32

表 目 录

表 1: 与基建投资相关重大会议, 以及工作文件整理.....	6
---------------------------------	---

图 目 录

图 1: 基建投资上升周期的开启领先于 GDP 增速见底	5
图 2: 2007 年至 2017 年基建投资资金来源中, 国内贷款的占比下降, 自筹资金上升	7
图 3: 基建投资资金来源汇总	7
图 4: 公共财政收入和工业企业利润走势较为一致	8
图 5: 土地使用权出让收入的变化和政府性基金收入基本一致	9
图 6: 专项债投向领域整理	10
图 7: 专项债用途汇总	10
图 8: 建筑业 PMI 和基建投资的走势关联度较强	11
图 9: 基建上市公司订单与基建投资走势正相关	11
图 10: 基建投资分析框架总结	12
图 11: 制造业投资与滞后一年的工业企业利润关联性较强	13
图 12: 企业家宏观经济热度指数领先制造业投资一年	14
图 13: 自筹资金在制造业投资的资金来源中占据了主导地位	15
图 14: 工业企业的中长期贷款同比领先制造业投资约一个季度	15
图 15: 制造业投资同比和滞后一年的出口交货值同比有较强的关联性	16
图 16: 制造业投资分析框架总结	17
图 17: 建安投资和土地购置费是房地产开发投资的主要组成部分	17
图 18: 地产销售领先投资 6 个月左右	18
图 19: 2016 年-2017 年, 商品房销售维持在较高的增速	18
图 20: 房地产投资资金来源中, 其他资金占比自 2015 年开始连续六年占比上升	19
图 21: 三道红线	20
图 22: 房地产土地成交总价大约领先土地购置费 3 至 4 个季度	20
图 23: 房屋施工面积整体与建安投资走势重合度较高	21
图 24: 房地产投资分析框架总结	22
图 25: 三大类投资的互相作用机制	22
图 26: 1-8 月三大类投资走势	23
图 27: 2022 地方债发行节奏前置	24
图 28: 2021 年制造业利润总额的两年平均增速达到了 19.1%	25
图 29: 2021 年 1-8 月制造业各行业投资情况	26
图 30: 地产销售同比持续回落	27
图 31: 自 2008 年以来, 基建投资经历完整的三轮周期	28
图 32: 政府性基金收入和支出金额大致相等	28
图 33: 专项债发行变化领先基建投资 3-5 个月	29
图 34: 制造业投资与滞后 15 个月的工业企业利润率一致性较强	29
图 35: 产能利用率领先制造业投资 1 年	30
图 36: 2020 年制造业投资结构	30

为了更深层次地理解基建投资、制造业投资、房地产投资，我们搭建了“意愿-能力-观察指标”分析框架。意愿和能力均为投资主体扩大或缩减投资的驱动因素，再加上有效的中高频指标（包括前瞻指标、同步指标）帮助观测各大类投资的情况。由于三种投资的主体不同，导致投资的目的以及资金的来源等因素也完全不同，因此我们需要依次对三种投资进行解析。

一、基建投资分析框架

1.1 基建投资的意愿

先看基建投资的意愿，基建投资主要由政府主导，是政府托底经济的手段之一，因此具有明显的逆周期性。自 2008 年全球金融危机以来，基建投资经历完整的三轮周期，分别为 2008Q2-2012Q1、2012Q2-2015Q4、2016Q1-2020Q1。前两轮周期分别持续 16 个季度（4 年）、14 个季度（3 年半）。第三轮基建投资周期开始于 2016Q1，在 2017Q1 达到高点，随后进入下降阶段，但是由于新冠疫情的扰动，此轮周期的下降阶段直至 2020 年 Q1 才结束。基建投资的增速和 GDP 的增速相关性较强，具体表现在，基建投资上升周期的开启领先于 GDP 增速见底，在前三轮周期中，分别领先约 3 个季度，2 个季度和 1 个季度。基建投资的意愿主要来自于政府“稳增长”的政策基调。

图 1：基建投资上升周期的开启领先于 GDP 增速见底



资料来源：万得，信达证券研发中心

政府部门的重大会议，以及工作文件是把握财政政策基调的重要信息来源。把握政府基建投资意愿的有效途径包括政府部门举办的各种会议，如两会、政治局会议、中央经济工作会议、国常会等，还有政府发布的政府工作报告等相关文件。2020 年疫情冲击之下，财政政策转向“更加积极有为”，增发赤字和特别国债，扩大专项债，对经济发挥了托底的作用；2021 年末经济面临“三重压力”，政策强调“适度超前开展基础设施建设”。

表 1：与基建投资相关重大会议，以及工作文件整理

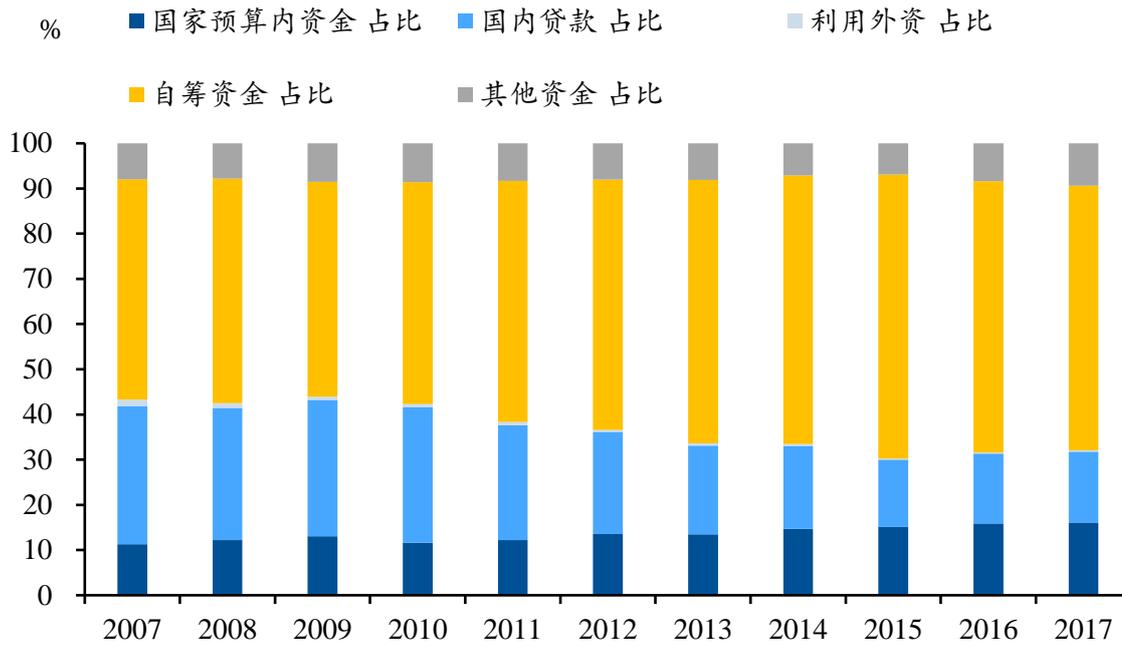
日期	会议/文件	政策内容
2021年4月30日	政治局会议	积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。
2021年7月30日	政治局会议	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线， 合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。
2021年12月6日	政治局会议	2022年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。
2021年12月16日	中央经济工作会议	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度， 适度超前开展基础设施投资 。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。 坚决遏制新增地方政府隐性债务。
2022年1月10日	国常会	按照资金跟着项目走的要求，尽快将去年四季度发行的1.2万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目。 抓紧发行今年已下达的专项债，用好中央预算内投资，重点安排在建和能够尽快开工的项目，撬动更多社会投资， 力争在一季度形成更多实物工作量。
2022年3月5日	政府工作报告	提升积极的财政政策效能。 今年赤字率拟按2.8%左右安排、比去年有所下调，有利于增强财政可持续性。 要用好政府投资资金，带动扩大有效投资。 今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。 强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。民间投资在投资中占大头，要发挥重大项目牵引和政府投资撬动作用，完善相关支持政策，充分调动民间投资积极性。
2022年5月24日	国常会	要求今年专项债8月底前基本使用到位 ，支持范围扩大到新型基础设施等。新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款。启动新一轮农村公路建设改造。支持发行3000亿元铁路建设债券。
2022年7月26日	政治局会议	财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。
2022年9月7日	国常会	基础设施等事关发展和民生，要继续用好专项债补短板。 依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，10月底前发行完毕，优先支持在建项目。

资料来源：信达证券研发中心整理

1.2 基建投资的能力

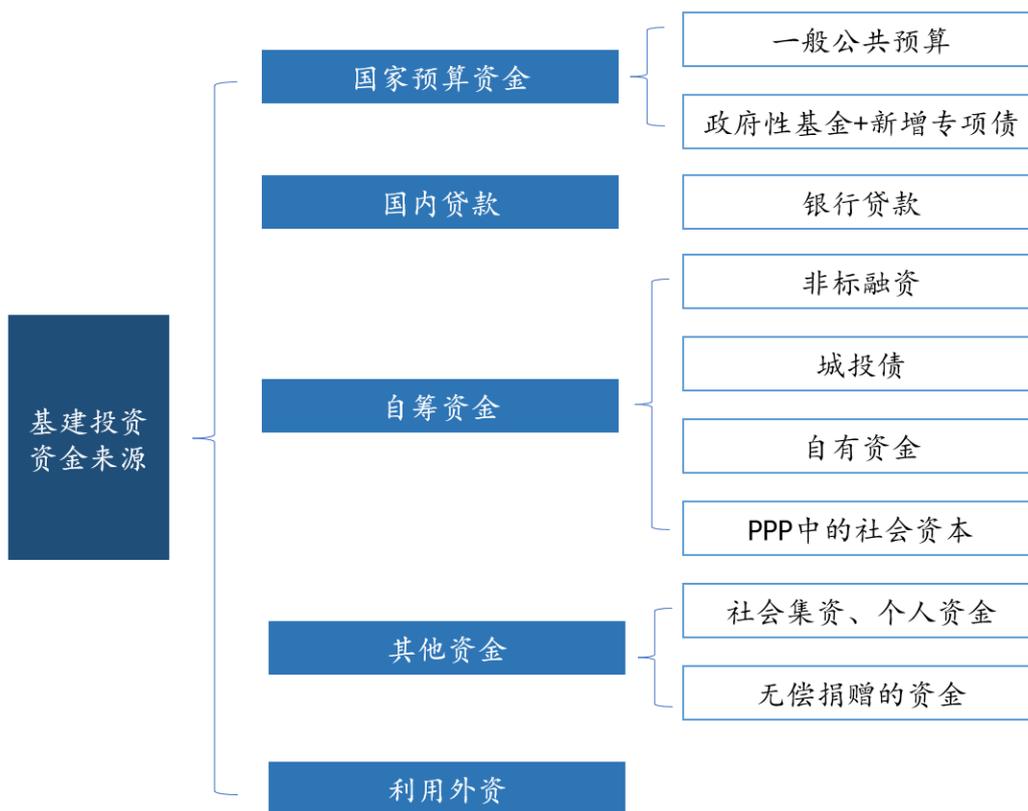
基建投资资金来源分为五大部分：国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金。2017年五项占比分别为16.1%、15.7%、58.6%、0.3%和9.4%。从2007年至2017年资金来源的结构变化来看，国内贷款的占比不断下降，取而代之的是城投债、非标以及BT、PPP等商业模式的兴起，体现在自筹资金的占比持续上升。但同一时段，伴随着上述资金来源的急剧扩张，地方政府的显性、隐性债务迅速膨胀，引起了监管的重视。2017年财政部等六部委联合发布的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，提出加强平台融资管理，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，以及规范政府和社会资本合作（PPP）。对于非标，2017年资管新规征求意见稿发布后，信托贷款和委托贷款也出现大幅下跌。

图 2：2007 年至 2017 年基建投资资金来源中，国内贷款的占比下降，自筹资金上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：基建投资资金来源汇总



资料来源：统计局，信达证券研发中心

近两年城投融资、非标资金监管力度较大的背景下，一般公共预算、土地使用权出让金收入、地方政府专项债券成为了分析基建投资资金来源的重要变量。

首先是一般财政预算。根据支出功能，一般公共财政支出中与基建支出相关的主要支出为交通运输支出、节能环保支出、城乡社区支出、农林水支出这四大项，2021年四项在一般公共财政支出中占比为24.5%。需要说明的是，这四大项中并非所有支出都与基建投资相关。通过进一步筛选，可以计算得出一般公共财政支出中与基建相关的占比在10%左右。

一般公共财政支出由一般公共预算收入和实际赤字决定。税收是全国公共财政收入中占比最大的部分，占比在80%以上，其中来自企业的税收占公共财政收入的50%以上，因此公共财政收入和工业企业利润走势较为一致。赤字方面则由政府决策，2022年《政府工作报告》中，赤字率拟按2.8%左右安排，对比2021年有所下降，有利于财政的可持续性，考虑到还有特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润提供财力，整体来看财政政策定调较为积极。此外，一般情况下，基建投资需要先筹集一定比例的非债务的项目资本金，大多项目要求在20%以上。公共财政可以用作项目资本金，撬动债务融资，进而推动基建投资。

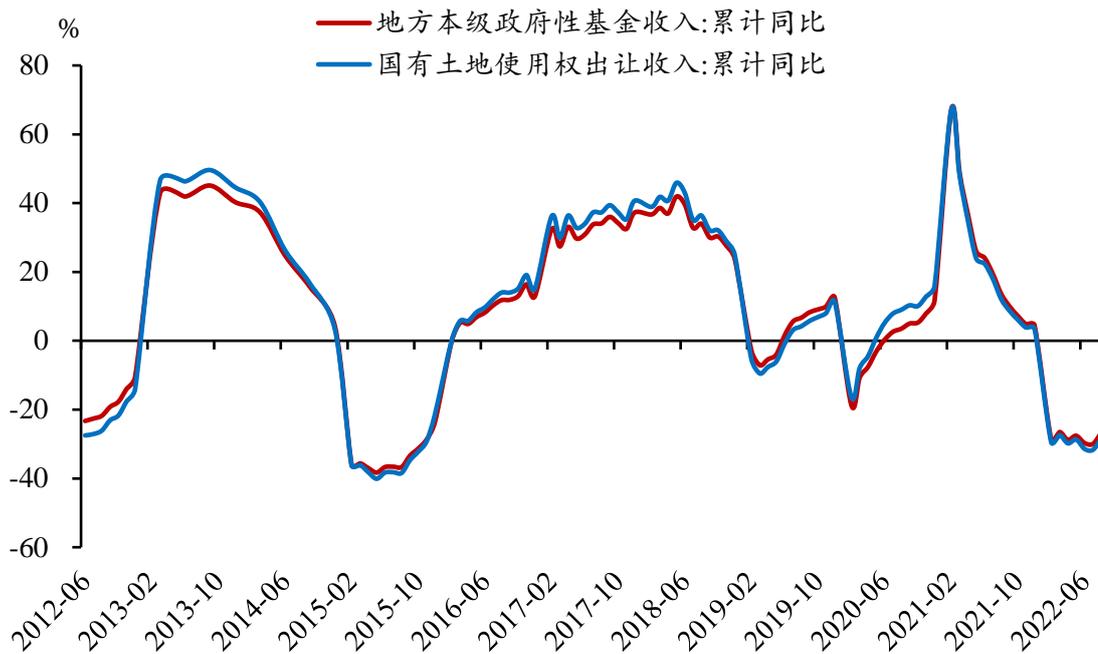
图 4：公共财政收入和工业企业利润走势较为一致



资料来源：万得，信达证券研发中心

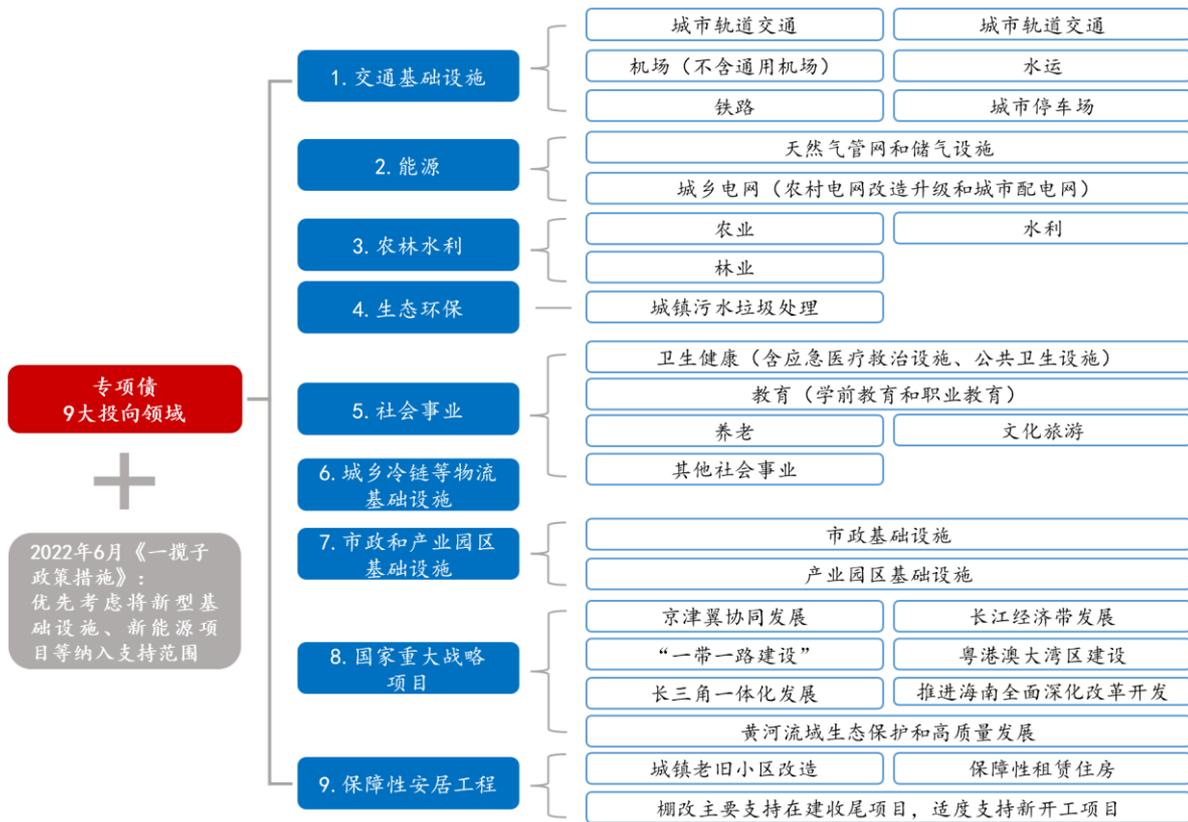
土地出让收入是地方政府性基金预算中的大头，一般占到八到九成。从历史上看，土地使用权出让收入的变化和政府性基金收入基本一致，再加上政府性基金收入和支出金额大致相等，意味着土地出让收入基本上决定了政府性基金对于基建投资的支持力度。根据财政部发布的《2015年全国土地出让收支情况》，土地出让收入中直接用于基建的占比在20%左右。2021年5月以来，土地市场逐渐降温，国有土地出让金规模处于萎缩状态，一定程度上影响了政府性基金的收入。

图 5：土地使用权出让收入的变化和政府性基金收入基本一致

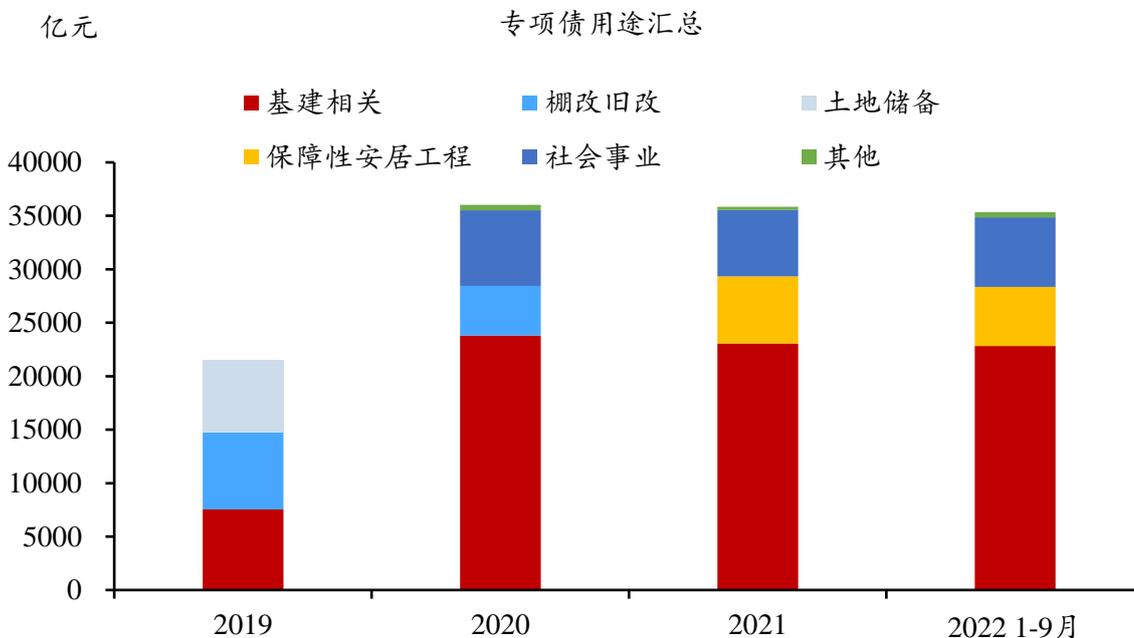


资料来源：万得，信达证券研发中心

专项债自从疫情以来成为了分析基建投资新抓手。自 2015 年创设了专项债以来，新增专项债额度逐年递增，分别为 1000 亿、4000 亿、8000 亿、1.35 万亿、2.15 万亿、3.75 万亿、3.65 万亿、3.65 万亿。2019 年 9 月 4 日国常会规定“专项债不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”，致使 2020 年的专项债中流向基建的资金大幅上升，从 2019 年的约 30% 上升至 2020 年的 60% 以上，规模超过 2 万亿。2020 年以来，专项债发行与基建投资走势一致性较强，专项债发行变化领先基建投资 3-5 个月，这与地方债发行到形成投资之间存在一定时滞的现实情况相吻合。另一方面，2019 年 6 月之后，专项债被允许作为符合条件的重大项目资本金，可以和一般公共财政支出一样撬动更多基建投资。

图 6：专项债投向领域整理


资料来源：财政部，信达证券研发中心

图 7：专项债用途汇总


资料来源：财政部，信达证券研发中心

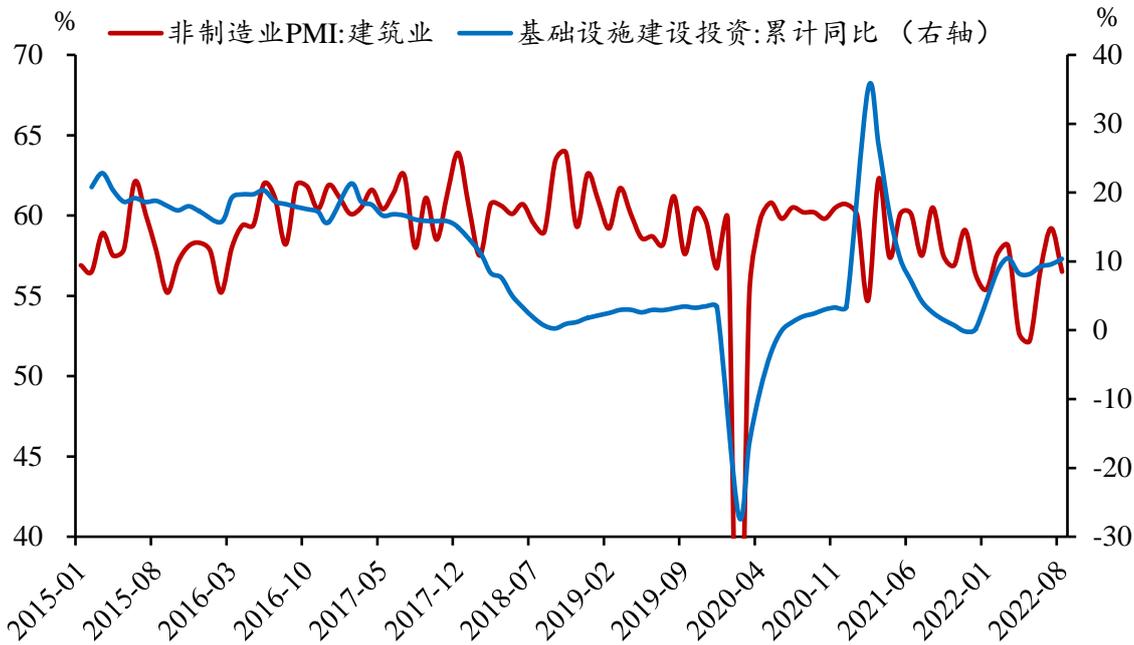
1.3 基建投资的观察指标

建筑业 PMI 是基建投资的同步指标，其原理在于基建投资上升会带动建筑业的景气程度。但需要注意的是，建筑

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

业 PMI 反映基建和地产两个部分，因此在房地产投资大起大落的情况下，建筑业 PMI 对基建投资的同步性会降低。从历史数据来观测两者的关系，可以发现建筑业 PMI 和基建投资的走势关联度较强，说明建筑业 PMI 能够在刻画基建投资的走势上起一定作用。

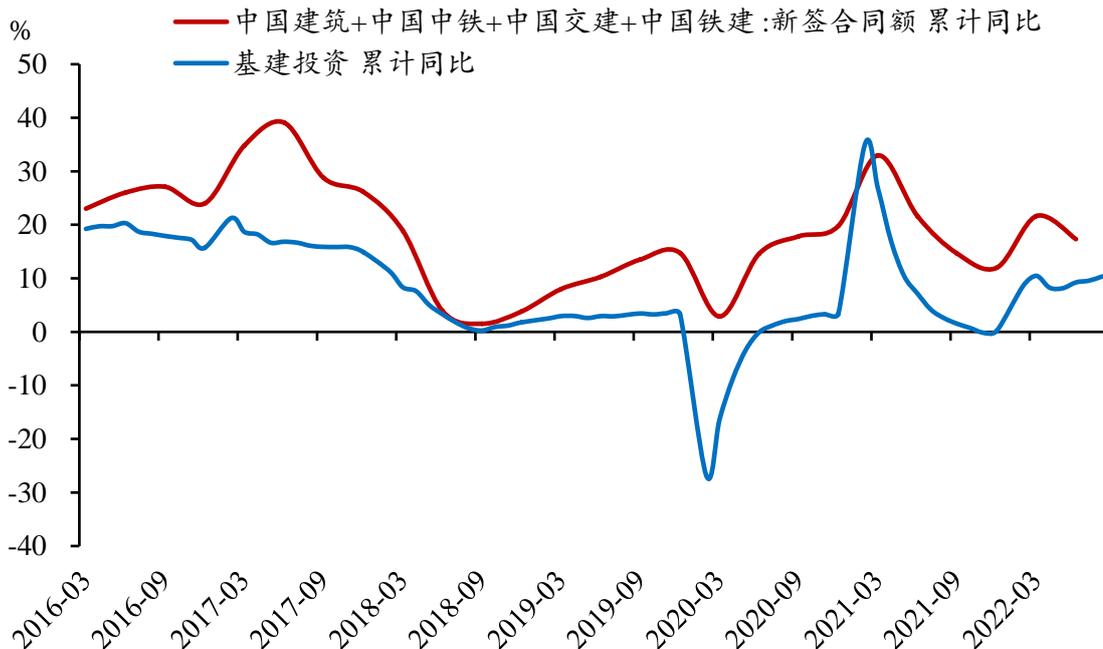
图 8：建筑业 PMI 和基建投资的走势关联度较强



资料来源：万得，信达证券研发中心

基建领域的市场集中度较高，头部的建筑央企、国企是基建施工的主力军。部分“中字头”的建筑业上市公司定期披露新签订单金额，可以辅助我们判断基建投资的动向。比如中国建筑每月在经营情况简报中公布新签合同额，中国中铁、中国交建等公司在季报中公布新签合同额。历史数据显示，这些建筑企业订单与基建投资的走势呈现正相关。

图 9：基建上市公司订单与基建投资走势正相关



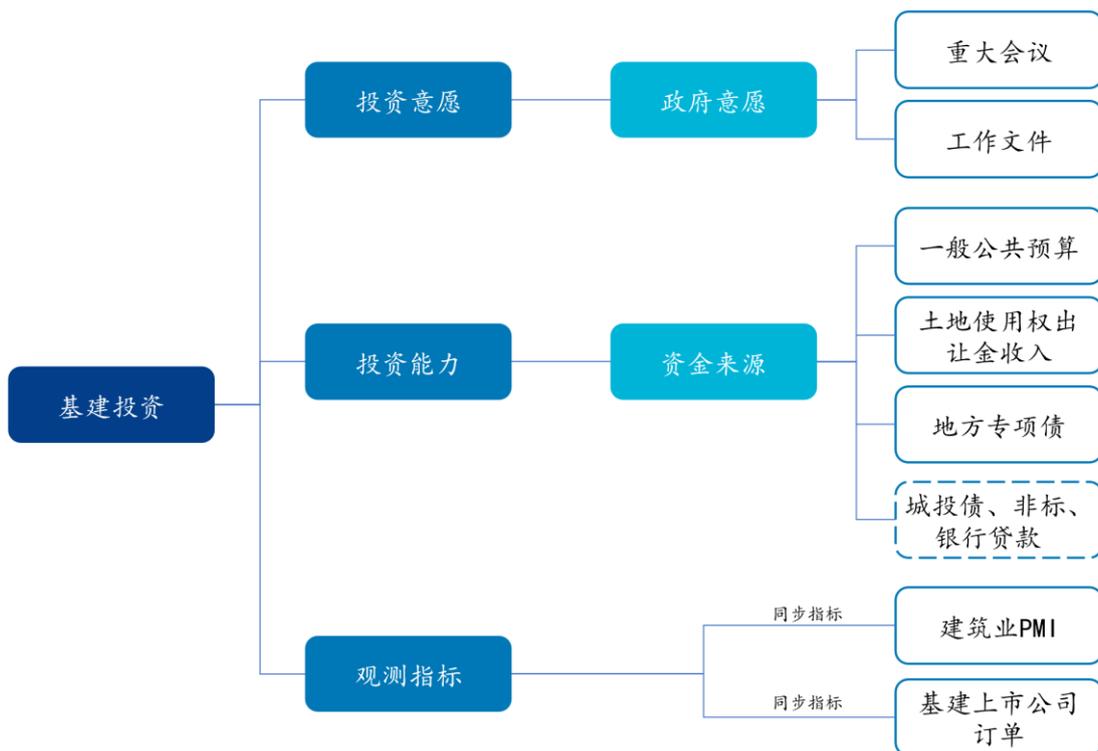
资料来源：万得，信达证券研发中心

此外，我们在前期报告《高频观测体系的构建方法与投资启示 ——信达宏观方法论之三》中详细介绍了跟踪各个经济数据高频指标。水泥发运率（周）和沥青开工率（周）作为基建施工的原材料，能够有效的反映基建投资的边际变化。

1.4 基建投资分析框架小结

基建投资分析框架：基建投资的意愿由政府决定，其本身是政府托底经济的手段之一，因此具有明显的逆周期性。政府部门的重大会议，以及工作文件是把握财政政策基调的重要信息来源。基建投资的资金来源层面，近两年城投融资、非标资金监管力度较大的背景下，一般公共预算、土地使用权出让金收入、地方政府专项债券成为了分析基建投资资金来源的关键变量。建筑业 PMI 和基建上市公司订单是基建投资的同步指标；水泥发运率（周）和沥青开工率（周）是有效的高频观测数据。

图 10：基建投资分析框架总结



资料来源：信达证券研发中心

二、制造业投资分析框架

一般而言，制造业投资有 4 个核心驱动因素：

(1) 企业利润。一方面，当企业利润提升时，企业为了获取更多利润，投资意愿提升。另一方面，制造业企业利润直接影响企业的再投资能力。2017 年制造业企业自筹资金占全部投资资金的比重接近 9 成。

(2) 对未来经济及盈利的预期。如果企业对未来的经济以及盈利情况较为乐观，投资意愿可能会增强。

(3) 产能利用率。当产能利用率偏低时，企业可以提高现有设备的利用率直至产能无法满足需求。

(4) 企业融资能力。强大的融资能力可以保证投资资金的来源。此外，外部的融资环境也直接影响企业的融资能力。

对这四个驱动因素进行整理，未来预期、产能利用率对应制造业企业的投资意愿，企业融资能力对应投资能力，而企业利润同时影响意愿和能力两个驱动因素。

2.1 制造业投资的意愿

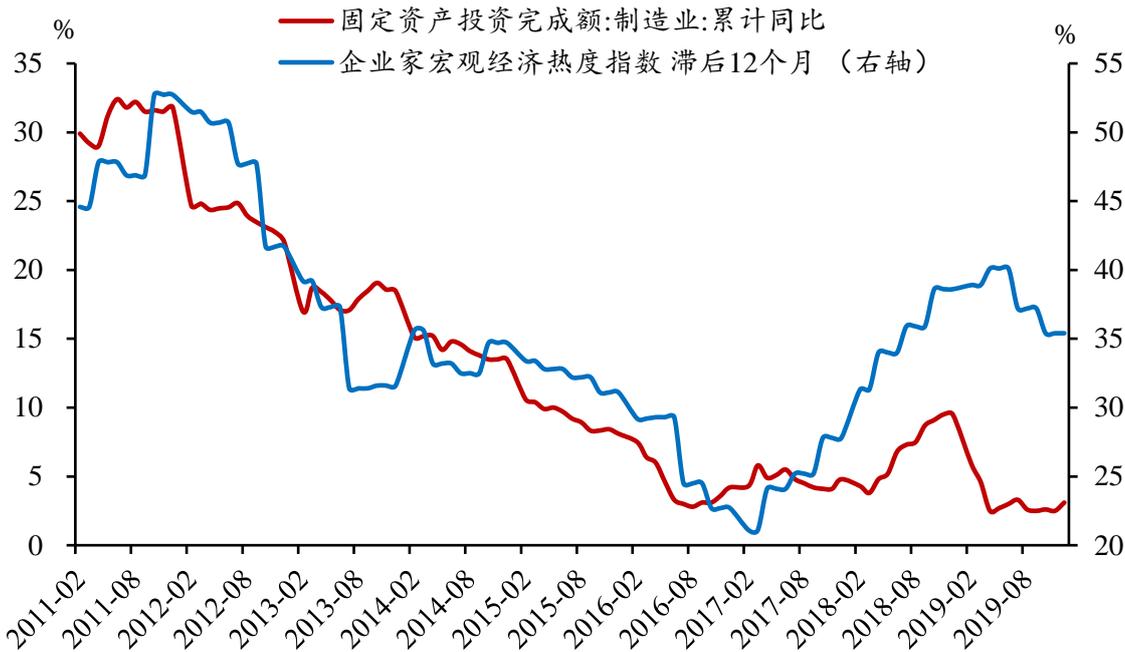
制造业投资的主体是制造业企业。与基建投资由政府投资主导不同，民间投资在制造业投资中占到近9成。利润和利润率的改善意味着投资回报的增加，企业有更强的意愿增加资本开支用以扩大生产，因此制造业利润和利润率是判断制造业投资意愿的核心因素。但由于制造业利润数据从2014年开始编制，时长较短，我们使用工业企业利润数据作为代替，观察盈利和制造业投资的一致性。工业企业利润总额中，制造业利润总额占80%以上，且占比较为稳定，故工业企业利润可以作为替代指标使用。历史数据显示，制造业投资累计同比与滞后一年的工业企业利润累计同比的关联性较强，与滞后15个月的工业企业利润率累计同比的一致性也较强。

图 11：制造业投资与滞后一年的工业企业利润关联性较强



资料来源：万得，信达证券研发中心

企业对未来经济及盈利的预期可以通过企业家宏观经济热度指数观测。企业家宏观经济热度指数由人民银行按季度公布。该指数是反映企业家对本季宏观经济形势判断的扩散指数。在全部调查的企业中，先分别计算认为本季经济形势“偏热”与“正常”的占比，再分别赋予权重1和0.5后求和得出。指数取值范围在0~100%之间。指数在50%以上，反映该项指标处于向好或扩张状态；低于50%，反映该项指标处于变差或收缩状态；等于50%，表示该指标与上季持平。企业家宏观经济热度指数领先制造业投资一年。

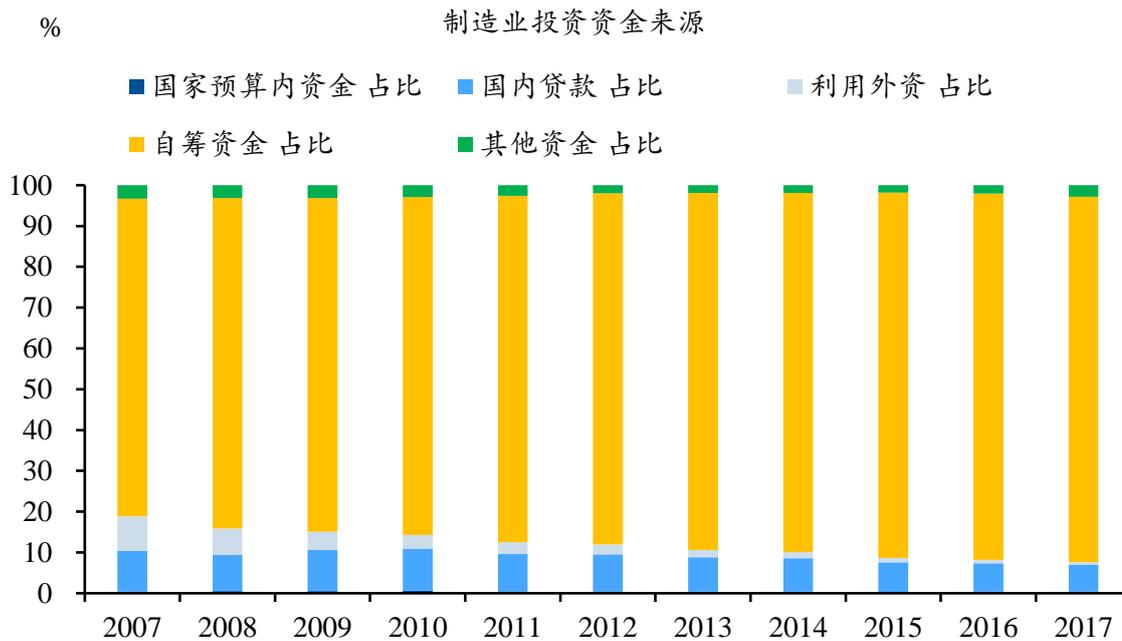
图 12：企业家宏观经济热度指数领先制造业投资一年


资料来源：万得，信达证券研发中心

工业产能利用率领先制造业投资一年左右。当需求上升时，企业会优先选择提高产能利用率；而产能无法满足高涨的需求时，企业就需要增加投资扩充产能。需求的上升一般也会反映在利润的变化上，因此利润和产能利用率领先于制造业投资的时长基本相同，都为一年左右。

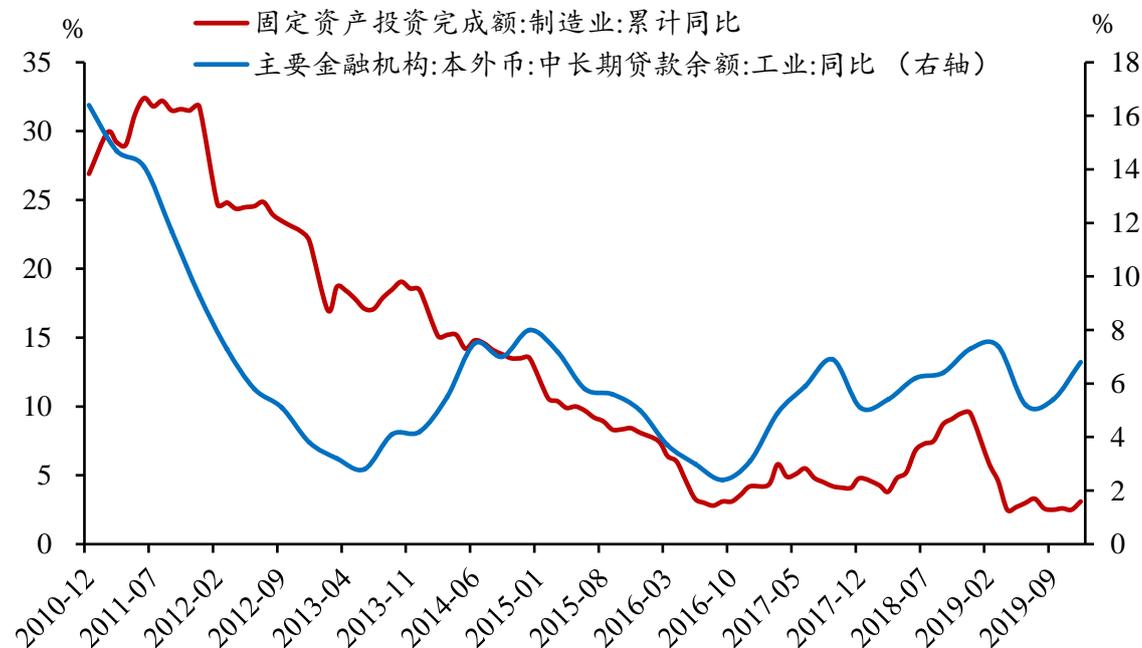
2.2 制造业投资的能力

资金来源上，自筹资金在制造业投资的资金来源中占据了主导地位。2017年，国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金占比分别为0.4%、6.6%、0.6%、89.5%、2.8%。自筹资金中，企业的利润留存占到了较为重要的位置。利润上升不仅增加了企业投资的动力，还意味着企业能够进行投资的可用资金增多。这也是为什么说企业利润既影响制造业投资的意愿，也影响投资的能力。

图 13：自筹资金在制造业投资的资金来源中占据了主导地位


资料来源：万得，信达证券研发中心

除了利润留存以外，银行贷款也是较为重要的资金渠道。利用社融数据观察制造业投资相关的贷款时，需要注意到，企业贷款分为短期贷款、票据融资和中长期贷款，其中短期贷款和票据融资主要用于日常运营。而中长期贷款用于企业扩大产能等投资的情况较多，因此制造业中长期贷款与制造业投资关系更为密切。历史数据来看，工业企业的中长期贷款同比领先制造业投资约一个季度。制造业贷款规模则与外部的融资环境有关。

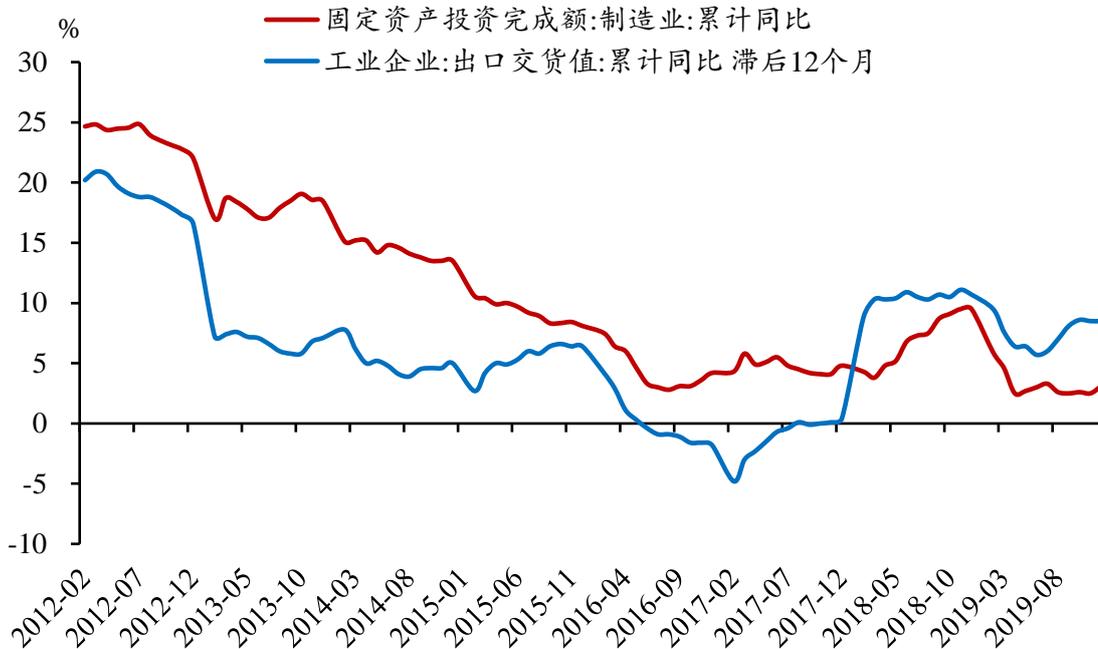
图 14：工业企业的中长期贷款同比领先制造业投资约一个季度


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 制造业投资的观察指标

出口是跟踪制造业投资的有效指标，领先制造业投资约一年。从制造业投资的结构来看，2020年装备制造类行业投资占比较大，计算机通信业、专用设备制造业、通用设备制造业、电器机械投资分别占总体的9.3%、7.1%、6.4%、6.1%。再加上这些装备制造类行业的出口依赖度较高，理论上出口规模的变化对制造业投资有着较为深远的影响。历史经验也表明制造业投资同比和滞后一年的出口交货值同比有较强的关联性。

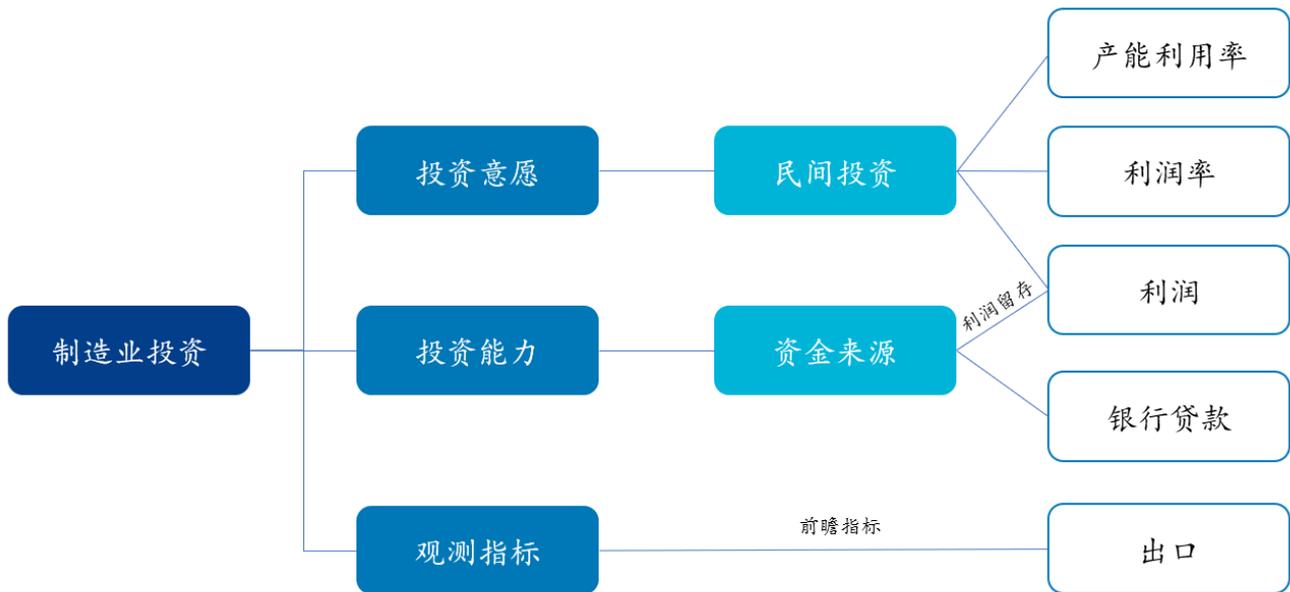
图 15：制造业投资同比和滞后一年的出口交货值同比有较强的关联性



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4 制造业投资分析框架小结

制造业投资分析框架：与基建投资由政府投资主导不同，民间投资在制造业投资中占到近9成。制造业利润、利润率以及产能利用率是判断制造业投资意愿的核心因素。利润和产能利用率领先制造业投资的时长基本相同，都为一年左右。资金来源上，企业留存利润和银行贷款在制造业投资的资金来源中占到了较为重要的位置。出口是预判制造业投资的有效指标，领先制造业投资约一年。

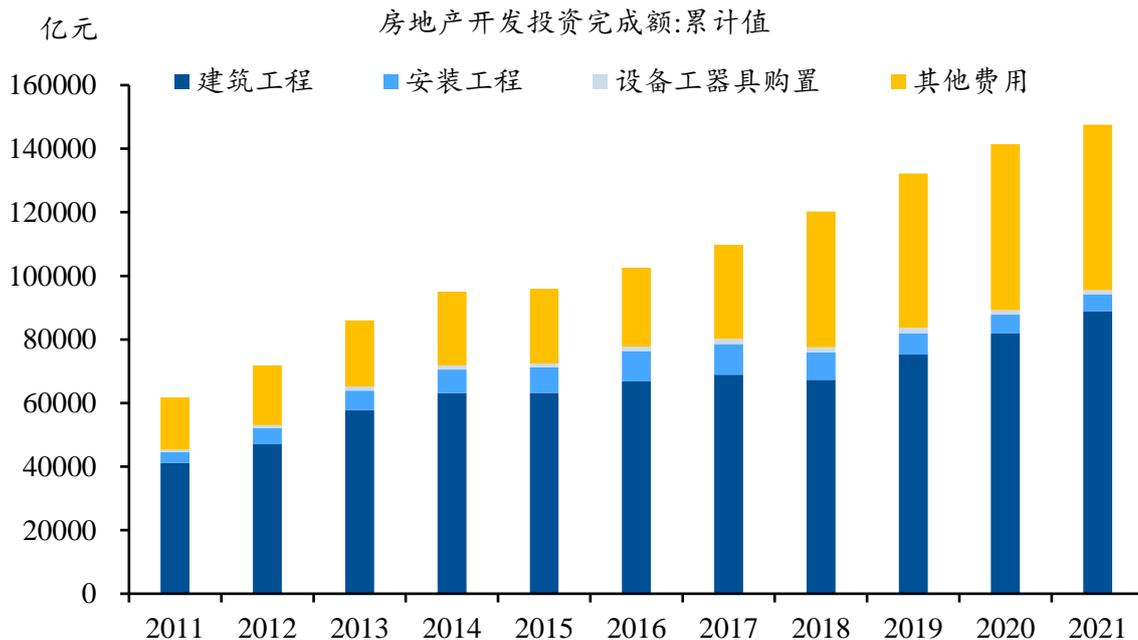
图 16：制造业投资分析框架总结


资料来源：信达证券研发中心

三、房地产投资分析框架

根据国家统计局公布的数据，房地产投资包括四个部分：分别为建筑工程、安装工程、设备工具购置、以及其他费用。2021年占房地产投资的比重分别为60.2%、3.6%、0.9%、35.3%。建筑工程投资和安装工程投资一般合并称为建安投资。2018年起，其他费用中土地购置费历年占比超过八成，其他费用基本等同于土地购置费。因此建安投资和土地购置费是房地产开发投资的主要组成部分，两者共同决定了房地产投资的走势。

房地产开发流程包括“拿地-新开工-销售-施工-竣工”这几个环节。拿地对应房地产投资中的土地购置费，新开工到竣工则是对应建安投资。

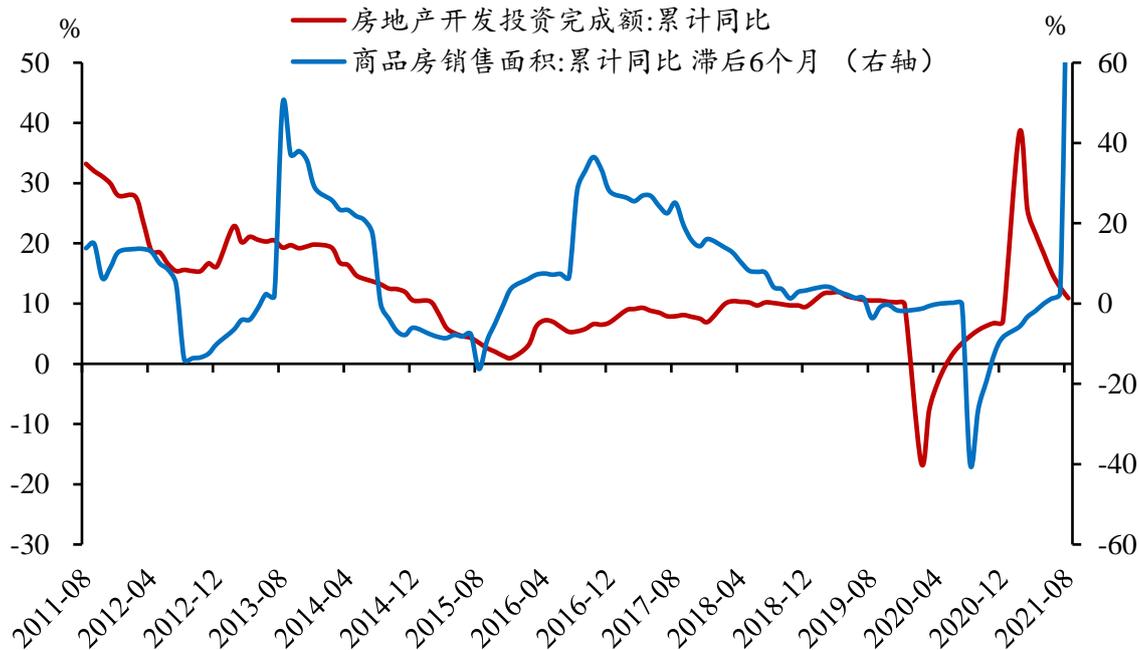
图 17：建安投资和土地购置费是房地产开发投资的主要组成部分


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.1 房地产投资的意愿

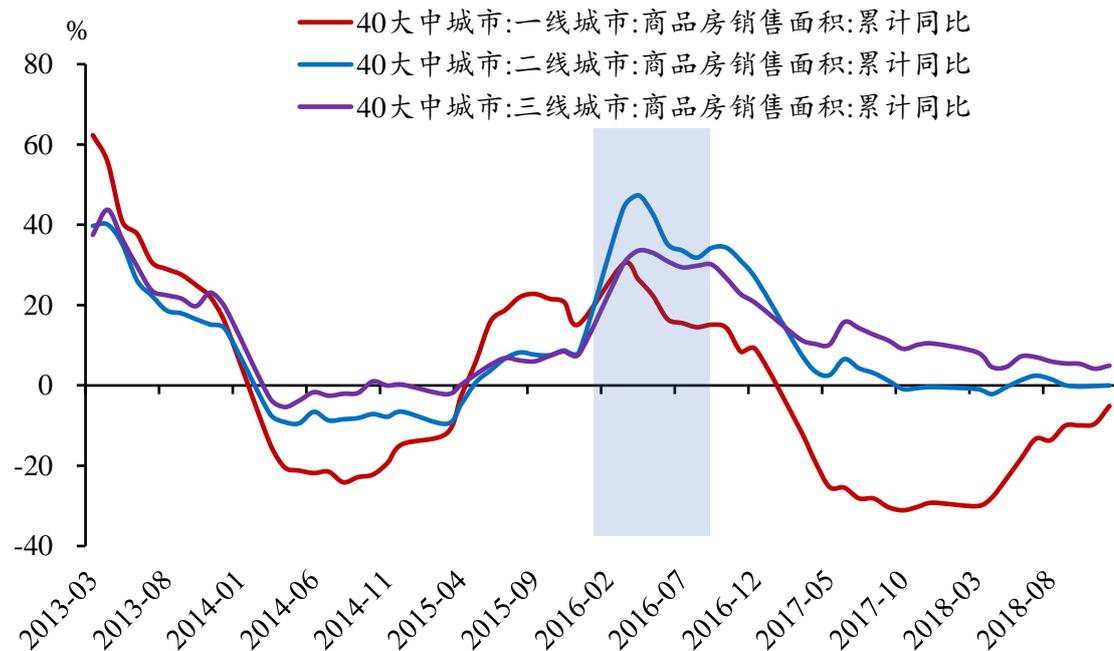
商品房销售是影响房地产投资意愿的核心因素。销售好坏反映房地产需求的强弱，如果销售状况好，房企盈利预期提高，后续拿地、施工的积极性会更高，反之如果销售状况不理想，房企会优先考虑出售商品房库存。从历史数据上看，地产销售领先投资 6 个月左右。但两者的关系在 2016 年-2017 年出现了较为明显的背离，其原因在于棚户货币化在短期大幅地推动了商品房的销售，2016 年-2017 年，商品房销售维持在较高的增速，尤其是在二三四线城市，带动库存去化，地产投资在随后的 2018 年才迎来高增长。

图 18：地产销售领先投资 6 个月左右



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：2016 年-2017 年，商品房销售维持在较高的增速

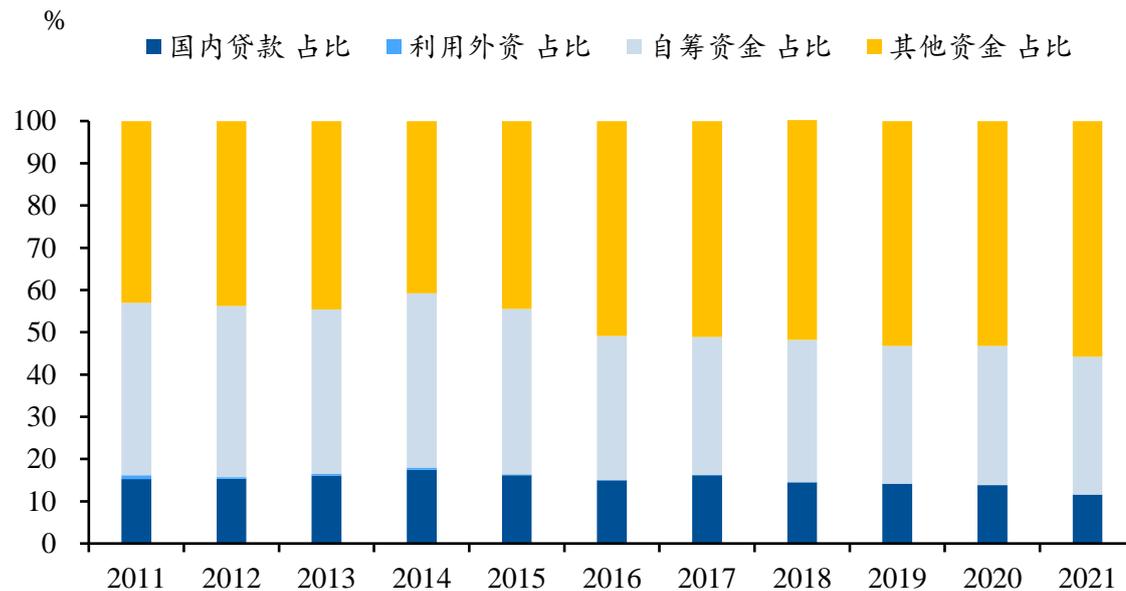


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 房地产投资的能力

房地产开发资金主要有四个来源：国内贷款（银行贷款和非银行贷款）、自筹资金（自有资金、债券融资和非标融资）、利用外资、其他资金（个人按揭贷款、定金及预收款、其他到位资金）。近年来，随着调控政策收紧和银行风控趋严，房地产在自筹资金和国内贷款的渠道受限，占比都有不同程度的下滑，尤其是自筹资金；相对的，其他资金占比自 2015 年开始连续六年占比上升，2021 年，其他资金的占比达到了 55.8%。2016 年起，其他资金中个人按揭贷款、定金及预收款金额这两项占到了九成以上，是其他资金的主要组成。而收到个人按揭贷款和定金及预收款的先决条件是房子能够销售出去，房子销售得越多，房企的资金越充沛。因此房地产销售在影响房企投资意愿的同时，也决定了房企拿地、施工的能力，这一点和制造业投资中利润的角色有些类似。

图 20：房地产投资资金来源中，其他资金占比自 2015 年开始连续六年占比上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

5

2019 年以前，监管更多地从房子的需求端或是金融机构的角度对房地产进行调控。但 2020 年以来，面向房企的调控政策频出。“三道红线”加强对房企的资产规模限制，约束了房企的拿地强度。贷款集中管理制度在金融领域约束了银行对于房地产开发与按揭贷款的额度。土地集中供应从供给端，通过影响土地供给节奏施行调控。可见房地产调控的松紧对房企投资的能力有着极为重要的影响。

施工面积是判断建安投资的同步指标。施工面积指房地产开发企业本年施工的全部房屋建筑面积，包括本年新开工的房屋建筑面积、上年跨入本年继续施工的房屋建筑面积、上年停缓建在本年恢复施工的房屋建筑面积、本年竣工的房屋建筑面积以及本年施工后又停缓建的房屋建筑面积。历史上房屋施工面积整体与建安投资走势重合度较高。

图 23：房屋施工面积整体与建安投资走势重合度较高



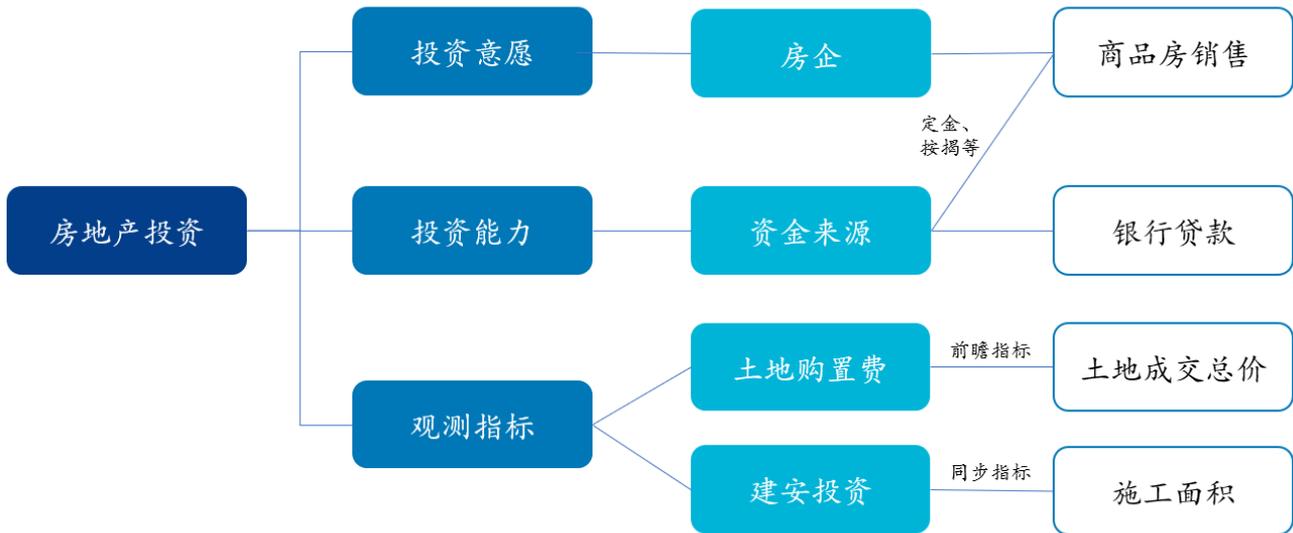
资料来源：万得，信达证券研发中心

高频指标方面，房地产的销售阶段可以使用 30 大中城市商品房成交面积（日）来观察。成交土地溢价率（周）与成交土地占地面积（周）分别对应房企拿地的价和量。竣工阶段安装窗户则会带动玻璃的需求，并传导至浮法平板玻璃市场价（日）。在方法论之三的高频观测体系中我们提供了详细介绍，此处不再赘述。

3.4 房地产投资分析框架小结

房地产投资分析框架：建安投资和土地购置费是房地产开发投资的主要组成部分，两者共同决定了房地产投资的走势。房地产开发流程中的拿地对应房地产投资中的土地购置费，新开工到竣工则是对应建安投资。销售是影响房地产投资意愿的核心因素。销售好坏反映房地产需求的强弱，如果销售状况好，房企盈利预期提高，后续拿地、施工的积极性会更高。近年来，随着调控政策收紧和银行风控趋严，开发商的资金来源更多依赖于销售回款，因此房地产销售在影响房企投资意愿的同时，也决定了房企拿地、施工的能力。观测指标方面，房地产土地成交总价大约领先土地购置费 3 至 4 个季度，施工面积是判断建安投资的同步指标；30 大中城市商品房成交面积（日）、成交土地溢价率（周）、成交土地占地面积（周）、浮法平板玻璃市场价（日）能够高频地映射地产开发的各个阶段。

图 24：房地产投资分析框架总结



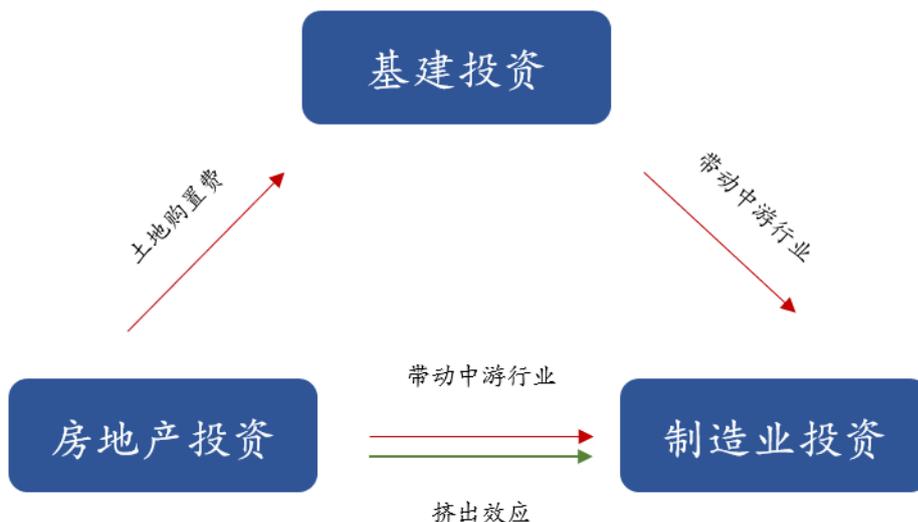
资料来源：信达证券研发中心

四、三大类投资的互相作用机制

除了能够单独对经济产生影响以外，基建投资、制造业投资、房地产投资还存在互相作用的机制。

- 第一，基建投资、房地产投资对制造业中游原材料行业，如钢铁、水泥、有色、煤炭等产业链有较强的带动作用。
- 第二，房地产开发企业为取得土地使用权而支付的土地购置费，会转变为地方政府性基金预算中的土地出让收入，进而提高地方政府基建投资的能力。
- 第三，从长期来看，房地产的过度繁荣会使得房地产行业拥有较高的回报率和较低的风险，社会上的闲置资金、以及银行贷款的资金更倾向于流入房地产行业。中高端制造业、创新型制造业等新兴产业则由于回报期较长、回报不稳定等原因陷入缺乏资金的困境，最终形成房地产对制造业投资的“挤出效应”。

图 25：三大类投资的互相作用机制

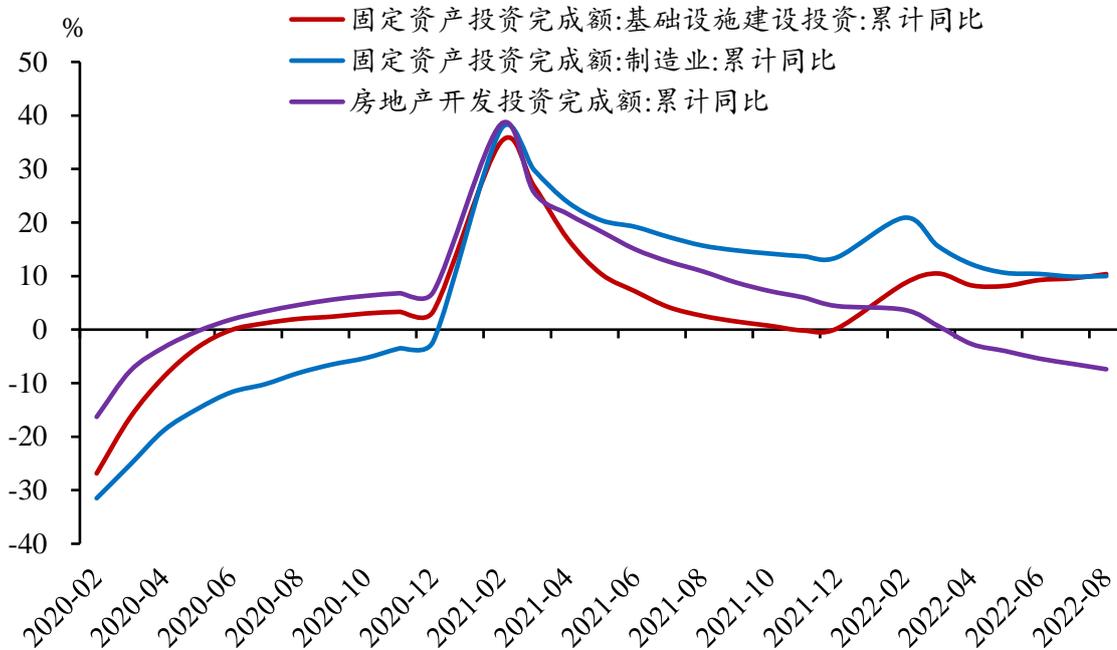


资料来源：信达证券研发中心

五、案例分析

回顾今年 1-8 月，基建、制造业投资表现亮眼，房地产投资同比大幅下滑。基建投资同比增长 10.4%，制造业投资同比增长 10.0%，两项对固定资产投资整体形成拉动。而房地产投资自今年 2 月以来同比增速持续下滑，8 月同比降幅扩大至 7.4%，仍处于探底阶段。

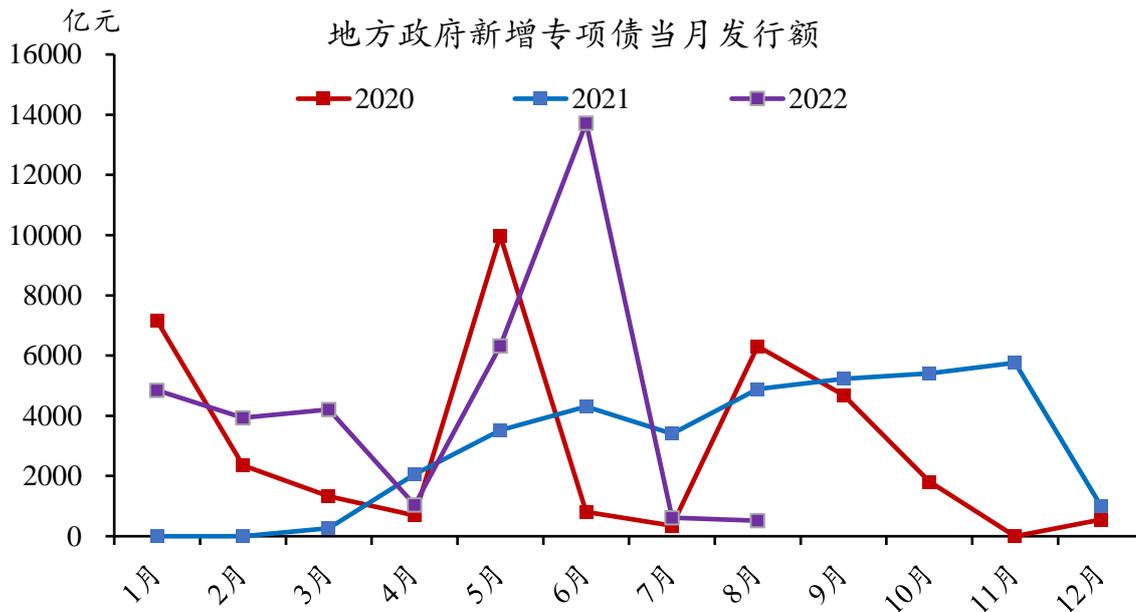
图 26：1-8 月三大类投资走势



资料来源：万得，统计局，信达证券研发中心

首先，基建作为今年“稳增长”的抓手，1-8 月实现了两位数的增长。从基建投资的意愿来看，2021 末中央工作会议中明确提出要“适度超前开展基础设施投资”，以应对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力；2022 年 4 月中央财经委员会把“全面加强基础设施建设、构建现代化基础设施体系”上升到国家安全高度，突显基建在经济中的重要性。整体来看，2022 年政府对于基建的定调较为积极。

资金方面，1-8 月地方政府新增专项债发行 3.52 万亿，发行进度达到了全年的 96.4%，显著快于前两年同期。其中，6 月发行金额达到了 1.37 万亿，创造了单月新高。专项债发行节奏较快与 5 月稳住经济大盘电视电话会议中，财政部表示要确保地方政府专项债券于 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用到位有关。1-8 月发行的专项债中，有约 65%投向了基建领域。

图 27：2022 地方债发行节奏前置


资料来源：万得，信达证券研发中心

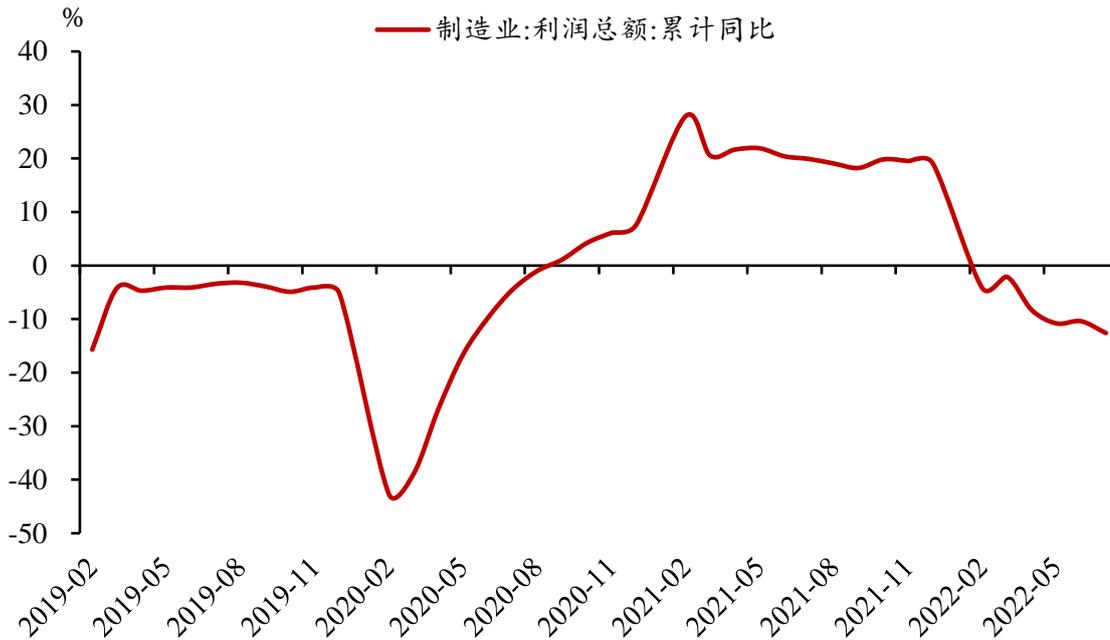
年中以来，开发性政策性金融工具相继落地，也从资金端对基建投资形成助力。6月国常会调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，提出政策性金融发行金融债券筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金。目前来看，政策性金融工具的落地速度较快，且撬动能力较强。据农发行和国开行公告，今年首批可用于资本金的 3000 亿政策性金融工具自 7 月下旬至 8 月底已完成投放；农发行称已投放的 900 亿元基础设施基金可拉动相关项目总投资超万亿元，由此计算其撬动效应可达 10 倍。

往后看，受益于 8 月国常会新增 3000 亿政策性金融工具，以及 5000 亿专项债限额空间予以接力，四季度基建投资的资金将继续保持充裕。9 月疫情与高温天气对基建施工的拖累逐步减弱，高频数据显示，9 月第二周沥青开工率大幅走高，水泥发运率也在 9 月展现出上行趋势，基建投资有望继续保持两位数高速增长。

我们利用框架分析 2021 年前三季度制造业投资的情况。

意愿方面，去年下半年制造业利润增速较快，产能利用率处于较高区间。2021 年全年，制造业利润总额同比两年平均增速达到了 19.1%，远高于疫情前。产能利用率层面，2021 年制造业产能利用率为 77.8%，2017 年至 2019 年该指标的均值为 77.2%。产能利用率处于历史较高区间，企业有扩大资本开支的动力。

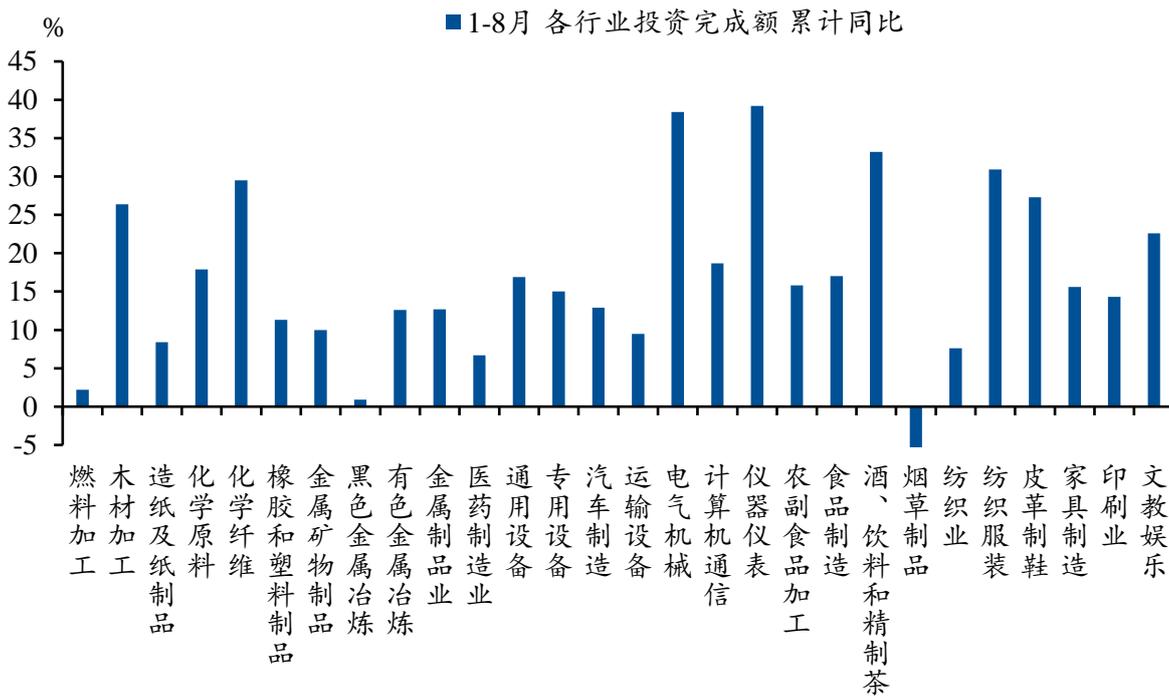
图 28：2021 年制造业利润总额的两年平均增速达到了 19.1%



资料来源：万得，信达证券研发中心
 注释：2021 年使用两年平均增速

能力方面，制造业企业留底退税，叠加外部融资环境优化，政府对制造业支持力度较大。上半年大规模的留底退税政策缓解了企业的资金压力，优化了企业的现金流。融资环境上，4 月以来银保监会和央行多次要求银行机构要增加制造业信贷资源配置，提高制造业贷款比重；要增加制造业中长期贷款和信用贷款。央行发文称，2022 年 8 月末，企业贷款平均利率 4.05%，为有统计以来最低值。

在制造业投资同比增速较高的同时，其结构也不乏亮点。(1) 在产业升级发展和技改需求下，各方面加大了对制造业强链补链的投资，相关行业增长较快。高技术制造业投资 1-8 月同比增长了 23%。(2) 绿色低碳转型加快，我国光伏、新能源汽车等相关行业的投资维持高增速。1-8 月电气机械和器材制造业投资 1-8 月同比增长 38.4%，汽车制造业同比增长 12.9%。

图 29：2021 年 1-8 月制造业各行业投资情况


资料来源：万得，信达证券研发中心

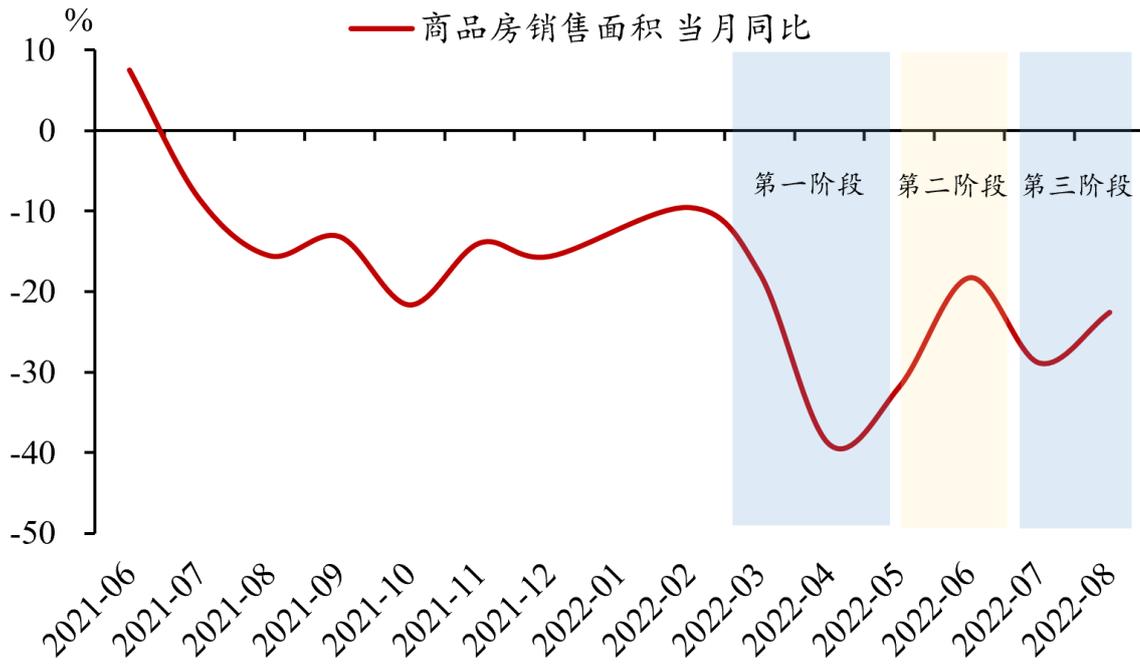
9月14日国常会明确，针对今年四季度制造业等设备更新改造投资，央行提供2000亿元以上再贷款，按贷款本金100%提供流动性支持，中央财政为贷款主体贴息2.5%，使得贷款主体实际贷款成本不高于0.7%。在政策的大力支持下，我们预计制造业投资将继续保持韧性。

最后是房地产投资。先看销售端，今年以来，房地产销售经历了三个阶段。第一阶段是3-5月，在市场信心尚未恢复的情况下，上海、深圳、哈尔滨等多地疫情防控静态管理导致居民看房、购房受到限制，居民的购房需求疲弱，3-5月地产销售同比下降28.5%。第二阶段是6月，全国疫情形势得到控制，防控措施放松，购房需求集中释放，6月地产销售同比降幅缩窄至18.3%。第三阶段是7月至今，7月中旬河南、湖北和湖南等多地出现烂尾楼“断供潮”，烂尾楼业主提出项目未全面复工前停止还贷。随着越来越多问题楼盘的业主加入停贷声明行列，居民对于房地产市场，尤其是对于期房的信心被再次击碎，并引起房地产销售二次探底，7-8月地产销售降幅再次扩大至25.8%。

地产销售景气的回落进一步从资金端抑制了地产企业拿地、开工的能力。资金来源数据显示，今年年初以来定金及预收款和居民个人按揭贷款增速进入下降区间。1-8月房地产开发资金来源下降25.0%，其中，定金及预收款下降35.8%，个人按揭贷款下降24.4%。在房地产市场景气度低迷的环境下，地产企业选择优先回笼资金，降低杠杆，而非拿地与开工。1-8月新开工面积累计同比下降37.2%。

8月以来房地产调控政策积极出台或优化，包括下调5年期LPR、2000亿政策性银行专项借款支持“保交楼”。但一方面政策从落地到见效存在时滞，另一方面，居民对于收入、以及房价的预期还未发生明显的好转，房地产市场真正企稳可能还需等到年末。我们预计未来会有更多的稳地产政策跟进，比如再次下调LPR利率、进一步松绑一二线城市限购限贷政策等。

图 30：地产销售同比持续回落



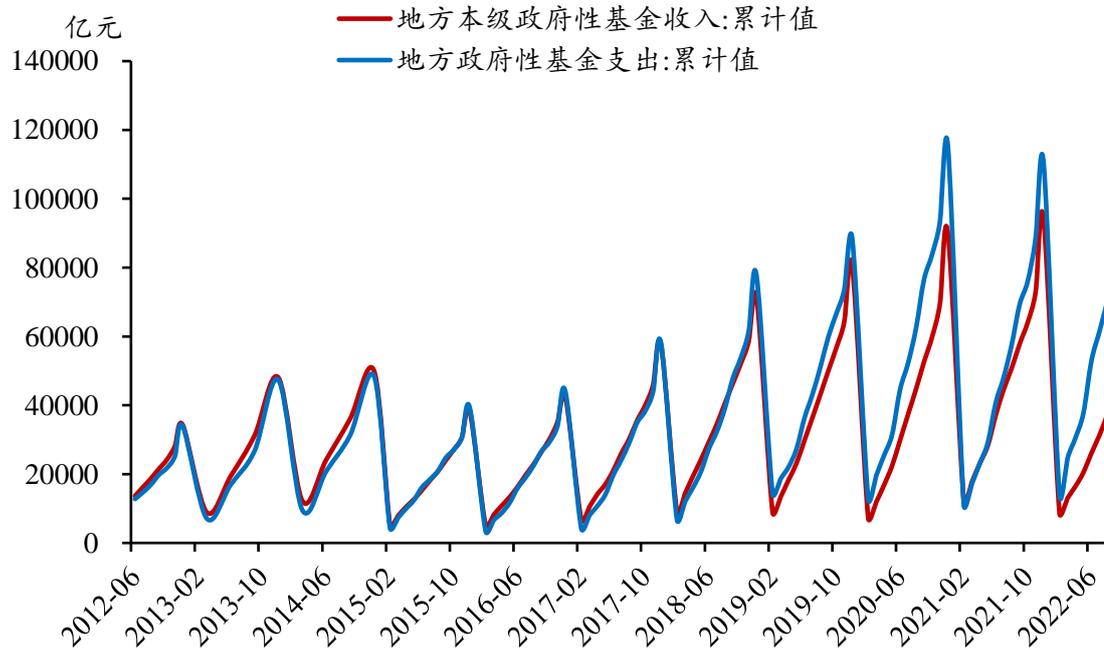
附录 1：图表

图 31：自 2008 年以来，基建投资经历完整的三轮周期

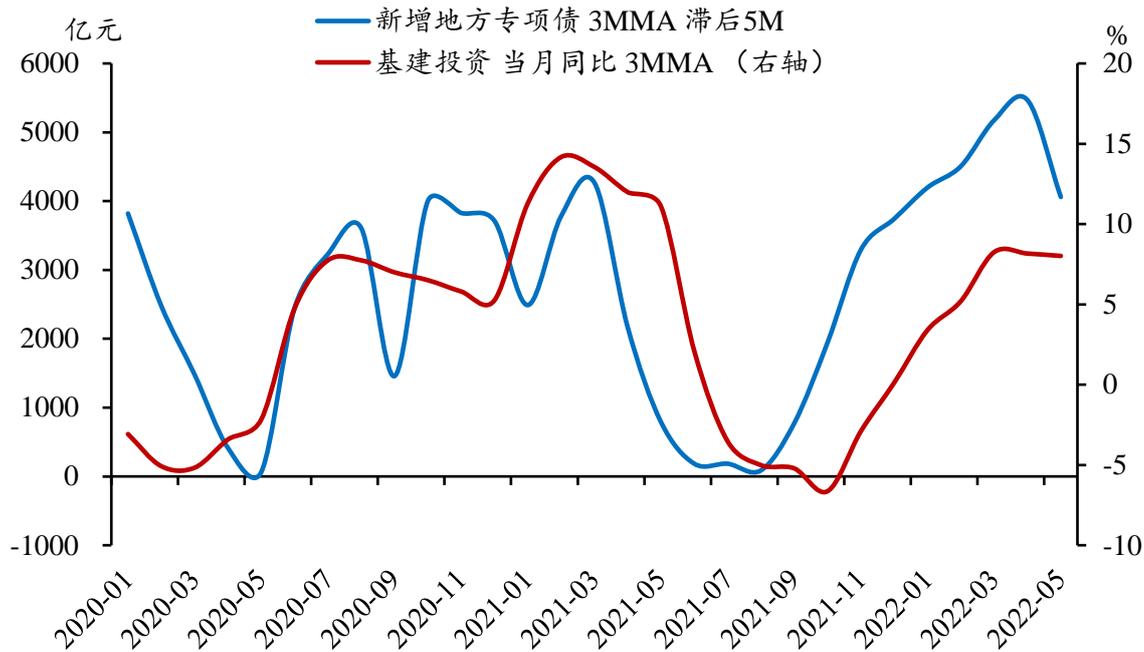


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：政府性基金收入和支出金额大致相等



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 33：专项债发行变化领先基建投资 3-5 个月


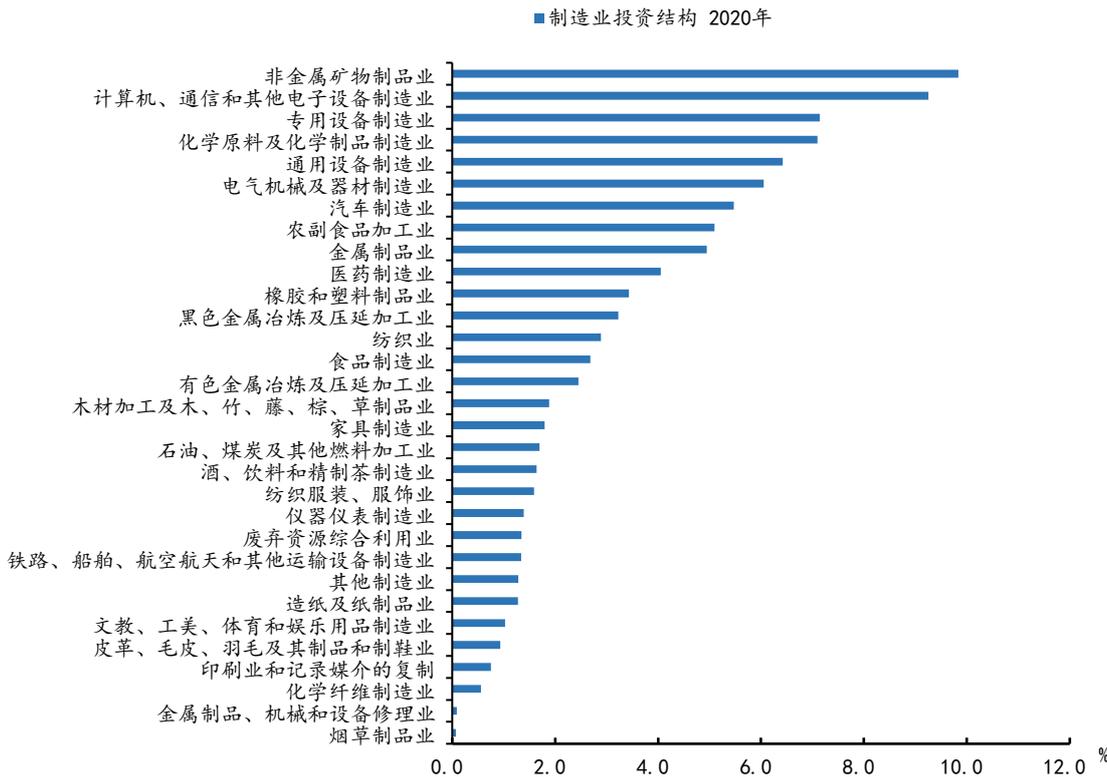
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：制造业投资与滞后 15 个月的工业企业利润率一致性较强


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35: 产能利用率领先制造业投资 1 年


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 36: 2020 年制造业投资结构


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

附录 2：信达宏观方法论系列报告

1. 宏观数据测算方法和高频数据体系 ——信达宏观方法论之一
2. 月度 GDP 指数的构建与应用 ——信达宏观方法论之二
3. 高频观测体系的构建方法与投资启示 ——信达宏观方法论之三
4. 公开市场操作解读指南 ——信达宏观方法论之四
5. PMI 分析方法与资产配置含义 —— 信达宏观方法论之五
6. 固定资产投资全面解析（上） ——信达宏观方法论之六

风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。