

制造业正在对冲地产下滑

研究员

朱一凡
乔永远

制造业正在对冲地产投资下滑，受益于外需旺盛和产业升级，近7成细分行业投资增速高于2015年以来水平10个百分点以上；同时，加速吸引信贷离开地产，受益于一般贷款利率首次低于房贷，制造业贷款余额增速超地产10个百分点。

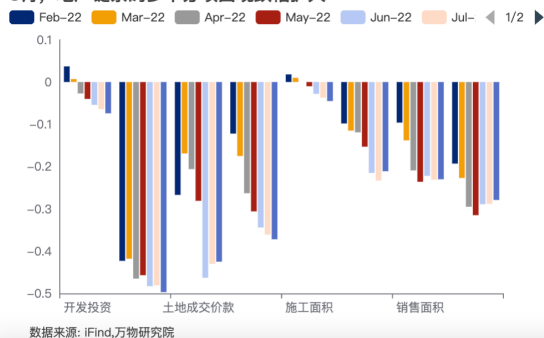
一、地产走向新时代，对经济贡献创历史最低

后地产时代渐行渐近，地产复苏动力弱于以往。8月，从建设端看，拿地、新建、施工、竣工的整条产业链，大部分细分项目的跌幅都继续扩大，如全国房地产累计开发投资环比下降1个百分点。其中，购置土地面积下降1.6个百分点，为-49.7%，再次刷新有数据以来新低。从销售端看，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别环比增加10个和5个，各线城市商品住宅销售价格涨幅回落或降幅扩大。分房企看，我们在《销售快速反弹或难再现》中提到，根据克尔瑞数据，8月百强房企单月操盘销售金额环比下降0.79%，略有企稳；同比下降32.99%，仍远低于同期的水平。

房企购置土地面积不断刷新历史最低

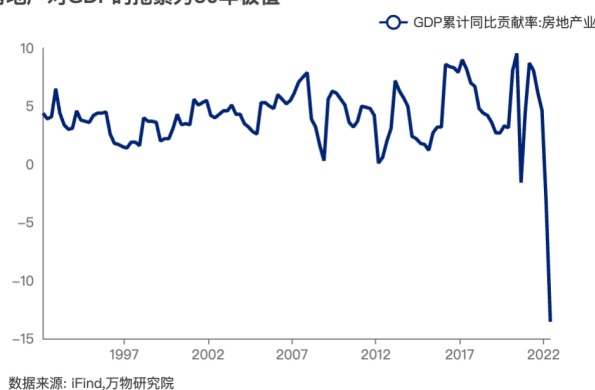


8月，地产链条的多个分项出现跌幅扩大



地产拖累广泛行业转弱，倒逼经济加速转换增长模式。以 8 月为例，消费上，建筑及装潢材料类消费同比增长-9.1%，家具类消费同比增长-8.1%，不但显著低于社零 5.4%的增速，而且跌幅均较 7 月有所扩大。生产上，黑色金属冶炼和压延加工业增加值当月同比-1.3%，平板玻璃产量当月同比-0.9%，低于规上工业生产 4.2%的增速。投资上，黑色金属冶炼和压延加工业投资完成额累计同比为 0.9%，大幅低于制造业投资 10%的增速。财政上，国有土地使用权出让收入累计同比-28.5%，契税累计同比增速为-28.7%，是有数据以来最低水平。信贷上，居民户贷款总量同比少增 1175 亿元，以个人住房贷款为主的中长期部分同比少增 1601 亿元，再次低于同期水平。

房地产对GDP的拖累为30年极值



地方出让土地收入累计增速几乎追平2015年的低点

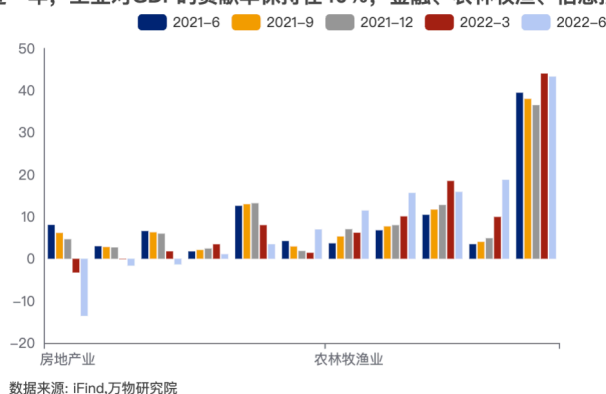


二、制造业动能逐渐显现

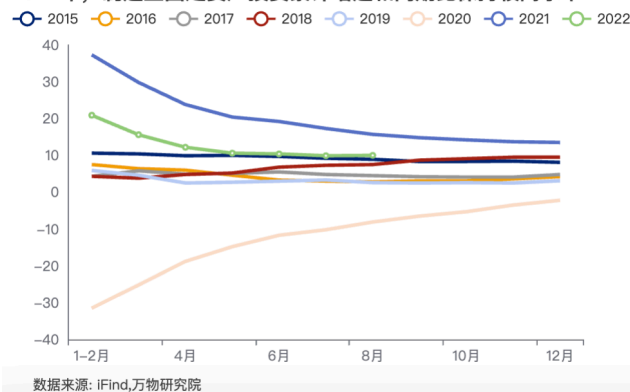
经济已有主动“去地产”迹象，制造业的投资逐渐走强。在疫情再起、地产对经济

已经做贡献的基础上，今年上半年经济增长依然为正。我们在《三季度 GDP 跟踪和预估》中预测，三季度的 GDP 增速约为 4.5%，仍然接近 2020—2021 年复合增速 5.1%。我们认为，制造业的动力正在加强，替代房地产的支柱性作用，托举增长没有骤然失速。从 GDP 贡献率看，过去一年，随着房地产的贡献率由正转负，工业的贡献率保持在 40% 左右的较高水平。如果将工业进一步细分到制造业，我们看到，制造业投资累计同比增速保持在 10% 以上，高于 2015-2021 年同期水平约 6 个百分点。其中，以出口为核心的纺织、制鞋等行业投资增速跃升明显，大多超过 20 个百分点以上，以产业升级为核心的电气机械、仪器仪表、汽车等多个行业投资增速也走高约 10 个百分点。此外，政策也积极推动制造业投资，对冲地产开发投资的下滑。人民银行设立设备更新改造专项再贷款，以不高于 3.2% 的利率投放中长期贷款。制造业技改投资已经在 8 月实现累计增长 12.1%，高于制造业整体投资 2.1 个百分点，并有望在四季度进一步走高。因此，制造业的投资已经逐步加快，并有望对冲一定的地产投资下滑空间。

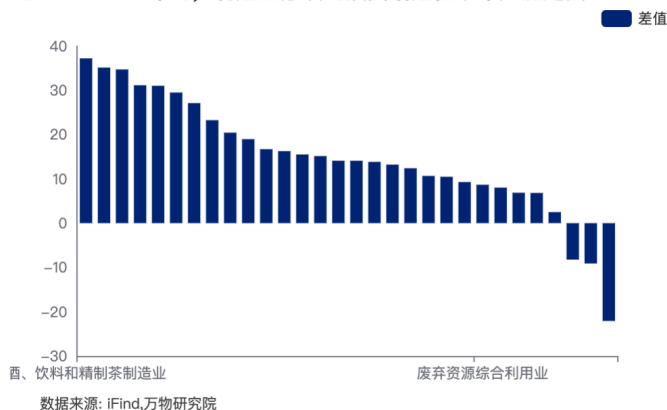
近一年，工业对GDP的贡献率保持在40%，金融、农林牧渔、信息技:



2022年，制造业固定资产投资累计增速和同期比保持较高水平

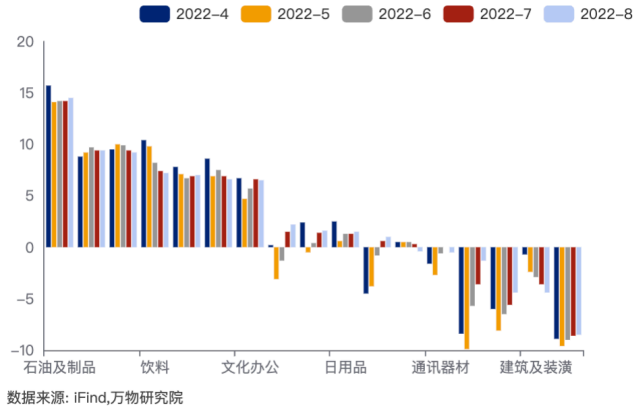


与2015-2021年比，制造业分项的投资增速在今年广泛走强

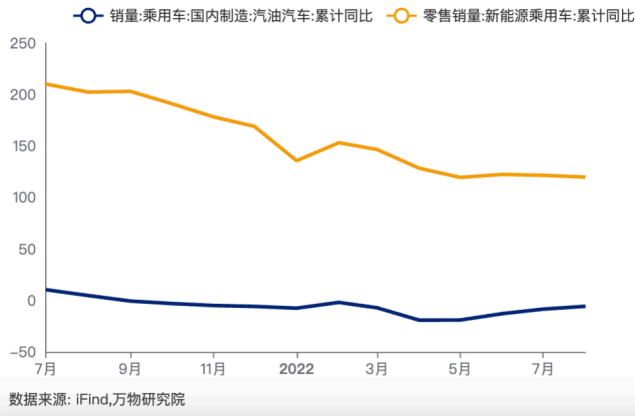


以影响经济较大的汽车制造业为例，汽车销售减弱了和地产的关联，并得到国内外消费者广泛认可。从国内消费看，汽车消费不再需要地产的带动。8月，汽车消费累计增长-1.3%，从5月低点快速反弹8个百分点。同时，2021年来，新能源车销量增速均值为192%，大幅高于2016年以来月增速平均63%的水平，可能意味着消费者新能源车的认可正在加强。从贸易顺差看，我们在《贸易顺差来自商品价差》中提到，今年前8月，机电、汽车等商品是贸易顺差的第一大来源，按HS口径，车辆及其零部件贸易顺差累计同比增速高达163%，远高过2015-2021年18%的月均增速，证明我国汽车产业同样具有全球竞争力。其中，中国品牌的新能源车受益于完整的供应链，和原材料的内外价差，7月出口累计同比增长超过90%。随着消费者更加认可中国制造，我国制造业有望获取更大的市场份额，一定程度上对冲地产消费的下滑。

二季度以来，地产相关消费累计同比负增长，汽车类增速快速回正



新能源汽车销量累计同比增速显著高于燃油车



三、制造业背离地产周期

制造业受益于地产的转弱，在地产低谷时加速吸引资源。从行业贡献率看，工业开始显著背离房地产的走势。根据国资委数据，2007-2021年，国有房地产企业的销售利润率一直大幅高于工业企业，并两度相差7个百分点以上，自然更能吸引资金流入。然而，疫情后，工业对GDP贡献率震荡攀升，至今回升约17个百分点，而房地产的贡献率则下降超过16个百分点，可能意味着工业的吸引力已经显著超过了房地产。从融资成本看，工业获取信贷的成本多年来首次低于房地产。2008年有数据以来，金融机构个人住房贷款加权平均利率一直低于一般贷款，而差值最大的两个年份刚好是2009年和2016年，分别达到1.36个百分点和1.13个百分点，即房地产存在一定非理性繁荣的时期。疫情以来，一般贷款利率首次

低于个人房贷利率，新设的经营贷利率更是大幅降低企业融资成本，一度低于房贷利率超过 1.1 个百分点。从信贷资源看，工业正在加速吸引资金流入。2016 年起，工业中长期贷款余额开始触底反弹，至今走高近 20 个百分点。与此同时，房地产业贷款余额增速却震荡下行，至今降低超 22 个百分点，并在疫情后持续低于工业贷款余额增长水平。

疫情以来，工业对GDP的贡献率震荡攀升，走势与地产相背



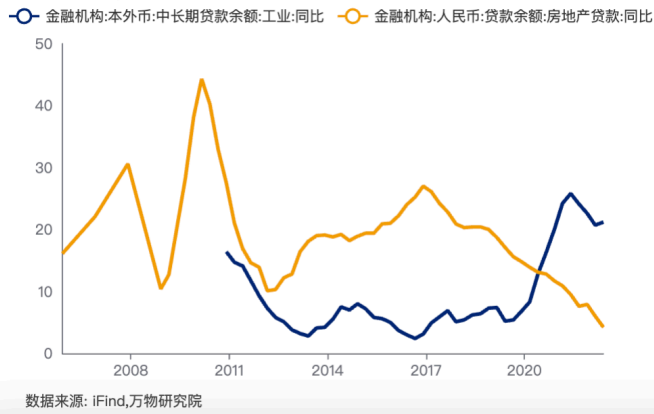
以国企为例，房地产与工业的利润率差值曾两度走高，如今再次逼近



2020年前，住房贷款利率长期低于一般贷款和企业贷款



2015年以来，房地产和工业吸纳的信贷增长趋势相反



摘要

免责声明

本报告仅供上海万研物智信息咨询有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告中的信息是基于我们认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不对该等信息的准确性或完整性负责。本报告所载的评估、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，相关市场的价格、价值和收益可能会发生变动。该等评估、意见及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的评估、意见及预测不一致的报告。

本公司的销售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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

若本公司以外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。