

增长短期触底，地产困局未解

- 2023年8月我国经济内需改善，各主要经济指标环比增速拐头向上。内需改善很大程度上来自专项债的支撑，体现了稳增长政策对经济的托底作用。在8月专项债高增的同时，实体经济自发融资需求仍相对低迷。8月通胀数字也有所上升，但这更多来自上游而非下游，上游供给收紧的影响大于下游需求改善的影响。
- 8月国内投资分化程度进一步加大，地产对内需的拖累作用仍然明显。地产行业仍然是当前宏观经济的主要矛盾和主要风险所在。“认房不认贷”政策并未触及当前地产行业主要矛盾，因而难以让地产行业跳出恶性循环。而在地产供给瓶颈大幅收紧，且2021年启动的“集中供地”政策已推高大城市地价的时候，地产需求面的放松政策越来越会让房价成为一个问题。
- 如果政策继续沿当前轨道运行，经济增长的下行压力将难以消除，而房价上涨压力也会越发严重。因此，8月宏观经济环比增速虽触底，但宏观政策还远未到可以松口气的时候，未来挑战仍然艰巨。

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

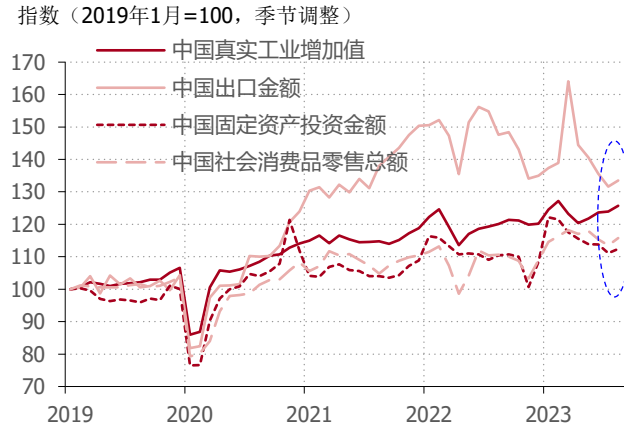
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

近期发布的 2023 年 8 月经济数据显示，我国经济增长势头改善，环比增速拐头向上。季节调整之后，需求面的出口金额、固定资产投资金额、社会消费品零售金额，以及供给面的实际工业增加值，他们的绝对水平均回升（环比正增长），扭转了过去几个月绝对水平持续下滑的趋势。（图表 1）

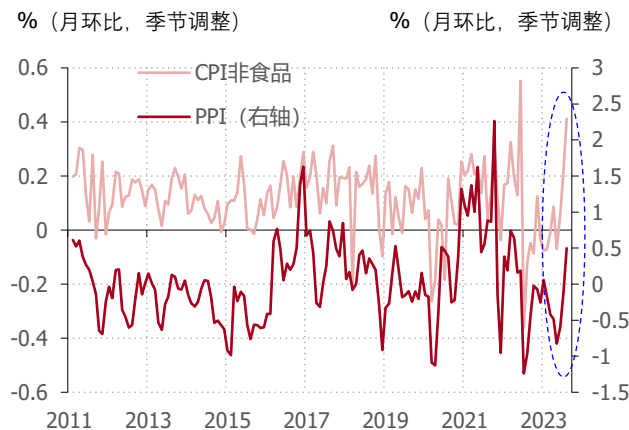
图表 1. 2023 年 8 月，我国各主要经济指标季节调整后环比均上升



资料来源：万得，中银证券

经济增长势头的改善似乎还表现在通胀数字上。8 月 CPI 同比增长率从上月的-0.3%回升至 0.1%，同期 PPI 同比增长率也从上月-4.4%回升至-3.0%。相比反应滞后的同比数字而言，季节调整之后的月环比数字更值得关注。8 月，季调之后的 CPI 非食品价格和 PPI 价格的月环比均明显走高，一改前几个月低迷的状况，表明通缩压力明显减轻。（图表 2）

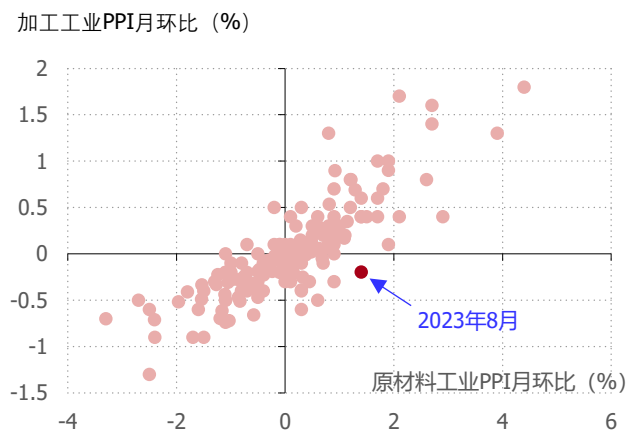
图表 2. 通胀环比数字在 8 月明显走高



资料来源：万得，中银证券

通胀回升很大程度上来自上游供给瓶颈收紧带来的上游价格上涨。8 月 CPI 环比上涨的三个主要贡献项是猪肉、蛋类，以及车用燃料（石油）。而在 PPI 分项中，8 月上游原材料工业月环比涨幅从上月的-0.4%上升至 1.4%，而下游的加工工业 PPI 月环比涨幅则只有-0.2%，仅比上月涨幅高了 0.2 个百分点。相比历史规律，当前下游价格改善的程度明显弱于上游。这说明，通胀改善更多来自上游而非下游，上游供给收紧的影响大于下游需求改善的影响。（图表 3）

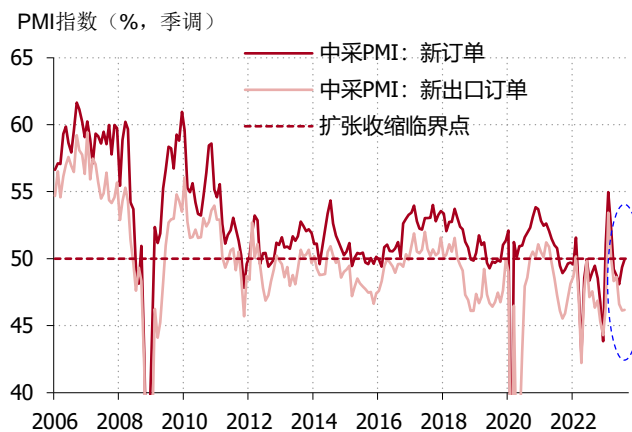
图表 3. 8月原材料工业 PPI 环比涨幅不低,但同时加工工业 PPI 却仍在负增长



资料来源：万得，中银证券

当然，下游需求也并非全无改善。8月制造业 PMI 中“新订单”指数继续回升，已上升至 50% 这一扩张收缩临界点附近。但同时，PMI 中的“新出口订单”指数仍然处于收缩区间里的低位。在出口订单疲弱的时候总订单却在改善，表明内需是总需求上扬的主要原因。（图表 4）

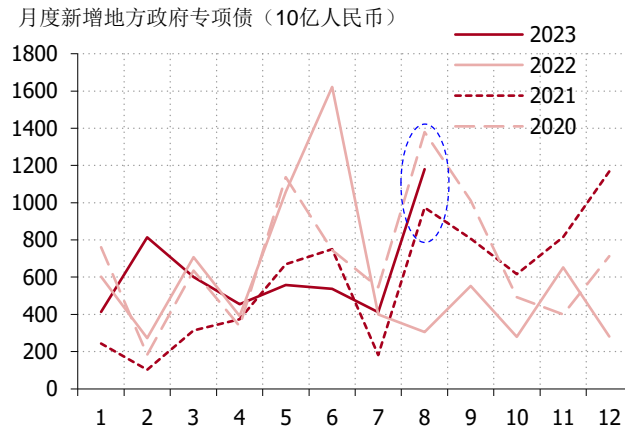
图表 4. 从 PMI“新订单”和“新出口订单”的分化来看，内需应该是经济短期向好的主因



资料来源：万得，中银证券

内需改善很大程度上来自专项债的支撑，体现了稳增长政策对经济的托底作用。8月社会融资的增量中，规模接近 1.2 万亿元的地方政府专项债是个亮点。8月专项债的这一增幅不仅比 7月高出了约 8 千亿元，而且还创出了 2022 年 7 月以来的专项债月度增幅的新纪录。在 8 月专项债高增的同时，实体经济自发融资需求相对低迷。一个证据是 8 月新增贷款中的“票据融资”增量处在接近 3500 亿元的高位。商业银行（因为缺乏贷款投向项目）用短期票据冲量的倾向比较明显。（图表 5）

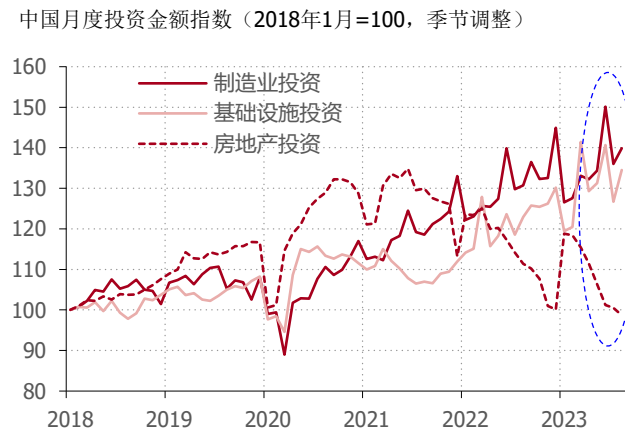
图表 5. 8月地方政府专项债显著高增，社融改善主要靠政府融资支撑



资料来源：万得，中银证券

8月国内投资分化程度进一步加大，地产对内需的拖累作用仍然明显。在组成我国总投资的制造业投资、基础设施投资和房地产投资这3大块中，前两者季节调整之后的绝对水平在8月小幅走高，继续延续着上升的趋势。但地产投资绝对水平却继续趋势向下。地产行业仍然是当前宏观经济的主要矛盾和主要风险所在。（图表 6）

图表 6. 国内投资仍然分化严重，地产投资继续拖内需后腿



资料来源：万得，中银证券

当前地产行业的真正风险在地产开发商的信用风险。自从2021年针对地产融资的“三条红线”政策推出以来，地产行业融资就显著收缩。目前地产行业融资绝对水平大概只有“三条红线”政策推出之前的一半。可以说，地产开发商作为一个整体，普遍面临资金链紧绷，信用风险高企的状况。地产开发商群体爆发系统性危机的可能性不低。（图表 7）

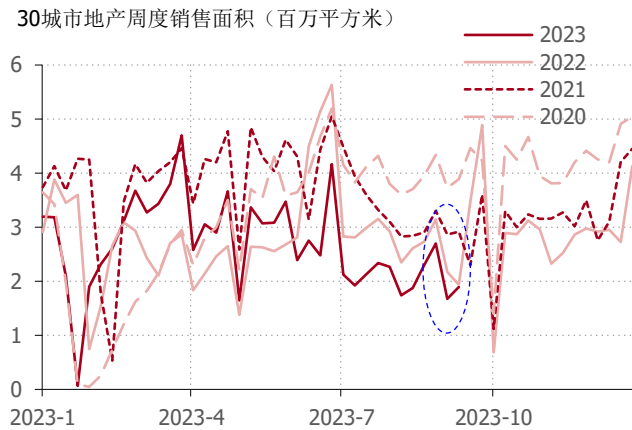
图表 7. 地产融资规模继续处在极低水平，地产开发商信用风险继续高企



资料来源：万得，中银证券

“认房不认贷”政策全面铺开之后，地产销售还未明显改善，但二手房房价却有上涨的迹象。9月上旬，放松地产需求面控制的“认房不认贷”政策已在全国铺开。所谓“认房不认贷”，指购房者只要名下无房，就算以前借过按揭贷款，在购房时仍然享受首次购房的优惠政策。这是刺激地产需求的宽松政策。但在政策推出之后，直到上周（9月中旬），国内30个大城市的地产销售面积并未明显改善。但同期，部分大城市（如北京）的二手房房价却开始明显上升。（图表8）

图表 8. “认房不认贷”政策铺开之后，地产销售数据尚未明显改善



资料来源：万得，中银证券

“认房不认贷”政策并未触及当前地产行业主要矛盾，因而难以让地产行业跳出当前的恶性循环。2021年“三条红线”政策推出之后，我国地产行业进入了前所未有的恶性循环。在过去，地产行业对利率相当敏感。在2005至2020年间的6轮地产周期中，每当国内10年期国债收益率同比下降3个季度之后，个人房屋按揭贷款增速就会显著上升。但从2021年到现在，国内10年期国债利率明显下降，个人按揭贷款增速却不增反降，与过去规律形成了明显反差。（图表9）

图表 9. 地产市场仍然陷在前所未有的恶性循环中，销售对利率不敏感



资料来源：万得，中银证券

造成个人按揭贷款增速与国债利率走势背离的关键原因，是地产开发商高企的信用风险。当地产开发商资金链紧张，信用风险高企的时候，银行会有“惜贷”情绪，因为担心坏账风险也不愿给地产开发商放贷款。同时，购房者也有“惜购”情绪，担心房子烂尾没法交付而不敢买期房。自 2021 年“三条红线”政策推出以来，国内商品房期房销售面积增速持续显著低于现房销售面积增速，充分表现了老百姓对期房能否交付的担忧。而银行“惜贷”和老百姓“惜购”，反过来又会让地产开发商资金链更紧张，信用风险更高，进而助长“惜贷”和“惜购”的情绪。这是一个已经成型的自我强化的恶性循环。放松地产限购的“认房不认贷”政策并未触及这个恶性循环形成的核心原因——开发商的信用风险——因而也就难以打破这个恶性循环。（图表 10）

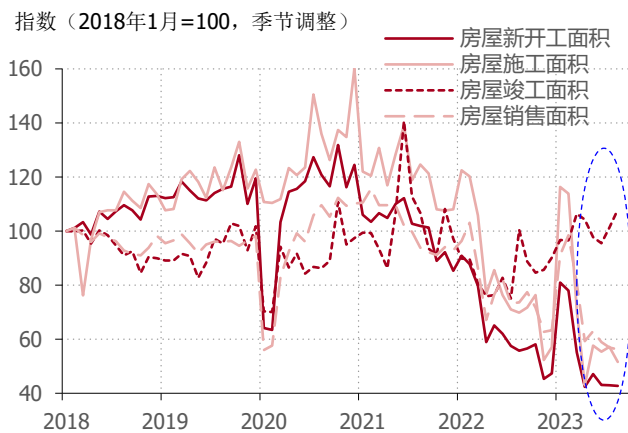
图表 10. “三条红线”政策推出之后，商品房期房销售增速远低于现房，开发商的信用风险是抑制地产销售的主要原因



资料来源：万得，中银证券

由于未能抓住开发商信用风险高企这个主要矛盾，地产需求面的放松政策难以修复地产行业，倒越来越会让房价成为一个问题。相比 2020 年末“三条红线”政策尚未推出之时，当前我国房屋新开工面积和施工面积已经下降了约 2/3，房屋销售面积下降了约 1/2。只有房屋竣工面积，当前甚至还略高于 2020 年末的水平。这主要是因为在过去两年，地产开发商加速推盘，以加快回笼销售款。但这样的加速推盘是在挖在建面积的存量，势难持续。考虑到地产项目建设周期大概也就是两年，在未来几个季度，当前低迷的房屋新开工和施工面积将向竣工面积传导，在竣工端的地产供给将显著收紧。因此，虽然当前地产现房市场上主要还是供大于需（销售面积相比 2020 年末跌了约 1/2，同时竣工面积没怎么降），但考虑到需求端的刺激政策，以及供给端竣工面积即将到来的大幅缩水，地产供需形势会很快逆转为供不应求的状况，从而给房价带来巨大上涨压力。（图表 11）

图表 11. 地产新开工的大幅缩水还未传导至竣工端，地产供给瓶颈将在未来几个季度显著收紧



资料来源：万得，中银证券

2021 年启动的“集中供地”政策也早已为房价上涨埋下了种子。2021 年，我国在 22 个重点城市（主要是一二线大城市）推出了“集中供地”政策，要求这些城市每年只集中供地 3 次，其他时间不得供地。这个政策的初衷应该是要试图控制地价和房价，但由于它加强了土地供应的垄断程度，势必反而推高地价房价。2021 年集中供地政策推出之后，涉及到的 22 个城市的住宅类用地成交单价显著上涨，与其他城市地价走势明显背离。2023 年 8 月，22 个集中供地城市的住宅类用地成交单价，相比 2021 年 6 月末水平上涨了约 50%，而同期其他城市住宅类用地成交单价却下降了 30%——集中供地政策推升地价的效果可见一斑。2022 年以来，部分城市集中供地政策虽有所放松，但集中供地政策的整体调子仍然延续。在集中供地政策已显著推升大城市地价的时候，房价更容易在地产需求刺激政策作用下显著上升。（图表 12）

图表 12. 2021 年启动的集中供地政策已经显著推高了大城市地价，为未来房价反弹埋下了种子

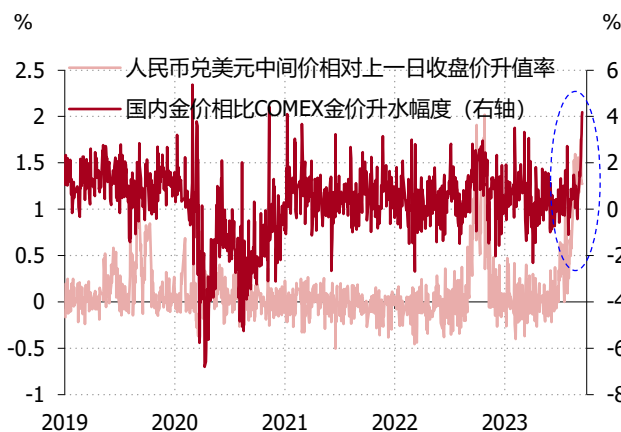


资料来源：万得，中银证券

在解读 8 月份宏观经济数据呈现出来的图景时，当前的人民币汇率是个贴切的隐喻。当前，人民币面临着不小的贬值压力。但从人民币每日中间价与上一日收盘价之间显著的偏离来看，央行已在全力动用逆周期调节因子稳定汇率。因此，8 月中旬以来，人民币即期汇率（每日收盘价）大致稳定在 7.3 上下。但在政策力量所没法直接作用的地方——金价——人民币的贬值压力还是明显浮现。

黄金作为价值密度高，易于携带的物品，其国内外价格一般相差不大。过去 3 年，用人民币即期汇率计算，我国国内黄金期货价格相比纽约商品交易所（COMEX）的黄金期货价格平均升水 0.4%——国内金价比纽约金价平均高 0.4%。但在 2023 年 9 月 15 日，国内金价相比纽约金价的升水幅度已经上升至 4.2%，创出两年新高。这表明，虽然在外汇市场上因为央行的调控，人民币没法对美元贬值到位，但在相对黄金时，人民币却贬出了更多的幅度，反映了市场中人民币的潜在贬值压力。从当前金价升水幅度与过去 3 年平均升水幅度的对比来估算，如果央行不动用逆周期调节因子，人民币兑美元汇率恐怕要在现在水平上再贬值 3.8%。（图表 13）

图表 13. 当前国内金价相对国际金价的升水幅度明显偏高



资料来源：万得，中银证券

在人民币汇率上，因为政策的调控，潜在贬值压力并未完全表现出来，人民币汇率在过去一个月进入了震荡状态。国内宏观经济也是一样的：一方面，受稳增长政策带动，经济环比增速在8月触底；但另一方面，政策尚未化解经济当前的主要矛盾——地产开发商的信用风险——因此而未能消除经济内生性的下滑压力。接下来，宏观政策还需更有针对性，更加有力，给地产开发商提供更有力的融资支持。这一点，笔者已在2023年8月6日的《房地产的真正“大招”在供给侧，可以分三步走》访谈中详细论及，此处不再赘述【1】。

如果政策继续沿当前轨道运行，经济增长的下行压力将难以消除，而房价会越发成为一个严重问题。因此，8月宏观经济环比增速虽触底，但宏观政策还远未到可以松口气的时候，未来挑战仍然艰巨。（完）

【1】徐高，2023年8月6日，《房地产的真正“大招”在供给侧，可以分三步走》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/10267。

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。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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