

## 新动能能否对冲房地产？

——热点与高频 20230924

### 核心内容：

**一、国内经济：面对一个持续下行的行业，政策效果与内生的上升力量能否完全对冲？中长期来看，新兴行业占GDP比重已经接近房地产加建筑行业，但信贷派生与产业链辐射的能力相对较低。短期来看，今年1-8月的高技术制造业增速降至1.8%历史低位，其中电子、医药是主要原因。高技术服务业也正在初步恢复。尽快让高技术行业回归高速增长，可能与房地产同等重要。**

**1. 房地产行业过快下行，会影响经济增长、财政收入、信贷扩张、居民消费、社会预期。**2022年，房地产占GDP比重降至6.1%（2019年7.1%、2016年6.7%）。已有文献显示，房地产对中国经济的广义贡献率可能达25%至30%。

**2. 新兴行业比重持续上升。**截至2022年，高技术制造业增加值占工业增加值的比重已经达到15.5%（2019年为14.4%、2016年为12.4%），而2022年工业占GDP比重约为1/3（现价占比为33.2%，不变价值为31.2%），意味着高技术制造业占GDP的比重已经超过5%。此外，高技术服务业中信息传输、计算机服务和软件占GDP比重已升至4%，租赁和商务服务则为3.2%。总体来看，高技术制造业和高技术服务业合计占比已经达到GDP的12.2%，已经较为接近房地产加建筑业的占比（分别为6.1%、6.9%）的总和。

**3. 今年以来高技术制造业增速降至历史低位，电子、医药两个行业是主因。**数据显示，今年1-8月高技术制造业增加值增速仅1.8%，创历史新低，而且也是首次低于工业整体增速（1-8月工业增加值累计同比3.9%）。拆分来看，主要是计算机、通信和电子设备制造业，医药制造业两个行业增速显著下行所致，除了自身周期，这两个行业还分别经历了贸易摩擦、调控政策的影响。

**4. 中国经济正在经历新动能对冲房地产的过程。**2017年至2019年中国经济已经经历了房地产增速下行与新兴产业上行的对冲。经历2020年房地产的短暂反弹之后，2021年房地产重归下行，进入负增长状态；但同期信息技术行业也先后因为疫情、行业调控、中美经贸关系、美联储收缩等因素经历了下行，2023年新兴行业正在经历冲击后的初步恢复。总之，今年的经济下行压力不单纯来自于房地产，除了房地产之外，更应该关注新兴产业的恢复。

### 二、全球环境：美元、布油价格维持强势。

**1. 美元指数继续维持强势，**本周升至105.60，美国10年期国债收益率升至4.44%高位，本周最高到达4.49%；人民币汇率继续承压，USDCNY再次突破7.3，9月22日升值7.30；金价维持1900以上，本周五为1927.35美元/盎司；布伦特原油价格略微回落0.88%至94.32美元/桶。

**2. 重要事件预览：9月27日公布中国8月工业企业利润，9月28日美国二季度GDP、核心PCE**

### 分析师

高明

☎：18510969619

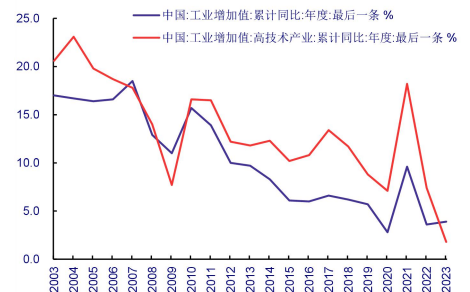
✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

### 风险提示：

1. 政策时滞的风险
2. 海外衰退的风险

图：高技术制造业增速降至历史低位



## 宏观日历

日期	事件或数据
9月25日(周一)	-
9月26日(周二)	-
9月27日(周三)	1. 中国8月工业企业利润
9月28日(周四)	1. 美国二季度GDP、核心PCE 2. 欧元区9月消费者信心指数、工业景气指数、经济景气指数 3. 德国9月CPI
9月29日(周五)	1. 欧元区9月CPI 2. 美国9月芝加哥PMI 3. 美国9月消费者信心指数
9月30日(周六)	1. 中国9月官方PMI
10月1日(周日)	1. 中国9月财新PMI
10月2日(周一)	-
10月3日(周二)	-
10月4日(周三)	1. 美国9月ADP就业人数 2. 美国9月Markit PMI、ISM非制造业PMI 3. 欧洲9月服务业PMI
10月5日(周四)	-
10月6日(周五)	1. 美国9月失业率、非农就业人口
10月7日(周六)	
10月8日(周日)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

## 一、市场热点：新动能可否对冲房地产？

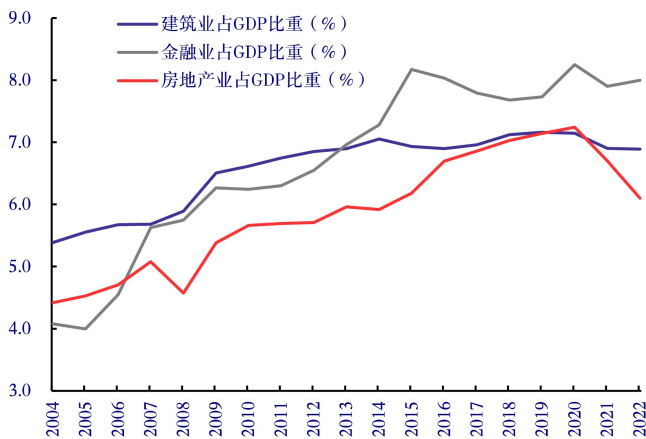
当前宏观经济的核心问题之一是，面对房地产这样一个持续下行的力量，各路正在生长的、还存在不确定性的上升力量能否完全对冲，包括国内政策组合的效果释放、美联储确定停止加息之后的出口回升，以及不断成长的新兴产业。2022年，房地产行业占GDP的比重已经降至6.1%（2019年为7.1%、2016年为6.7%）。从已有研究来看，由于房地产行业具有显著的产业链辐射能力、信贷派生能力，同时能通过财政收入影响财政政策空间，因此对中国经济增长的广义贡献率可能达到25%（Rogoff，2022年10月）至30%（许宪春等，2015年1月）。

房地产行业过快下行，会影响经济增长、财政收入、信贷扩张、居民消费、社会预期。从数据来看，全国住宅销售面积增速在2022年下降26.8%的基础上，2023年1-8月又同比下降5.5%。房地产投资增速在2022年同比下降10.0%的基础上，2023年1-8月又同比下降8.8%；新开工面积增速领先房地产投资增速大约2.5年左右，但在2022年下降39.4%的基础上，2023年1-8月又同比下降24.2%，预示房地产投资将持续下行。房地产行业持续低迷，首先会直接影响固定资产投资增速：截止2023年8月房地产开发投资要占固定资产投资总额的23.5%；其次会加重地方政府财政收入压力，限制财政政策空间：全国土地出让收入在2022年下降23.3%的基础上，2023年1-8月又下降19.6%。房地产行业持续低迷，还会通过信贷扩张机制影响货币政策效果，通过财富效应影响居民消费的能力与意愿，进而影响民营企业的信心与投资意愿，这些在当前数据中都已经显示。

为止住房地产市场的下行循环，8月下旬房地产政策已开始密集调整。8月25日住建部、人民银行、金融监管总局联合发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，之后重点城市也陆续发布“认房不认贷”的通知。8月31日人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》两个文件，不再区分“限购”和“不限购”城市，将首套和二套住房贷款的最低首付比例下限统一为不低于20%和30%；二套住房利率政策下限调整为LPR+20BP，首套住房利率政策下限仍为LPR-20BP。

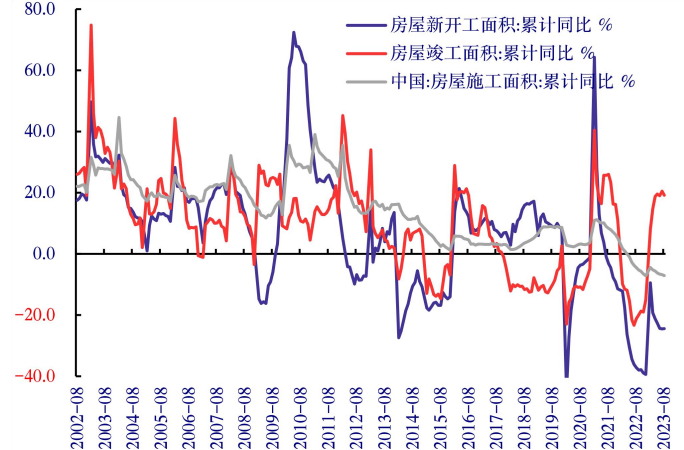
但我们提示，解决房地产问题的更重要措施是在房地产行业之外，亦即找到一些能够对冲房地产行业下行趋势的新动能。当前主要是国内政策组合的效果，美联储停止加息之后中国出口的回升，新兴行业的高速增长，以及消费和民营企业的内生修复等。相比较而言，房地产行业的下行是集中、持续、大力度的，而上行力量的形成是分散、陆续、存在不确定性的。但只有不断形成新的力量，并凝聚合力，才能最终克服困难、解决问题。

图1. 房地产业与建筑业占现价GDP比重自2020年之后开始下降，而金融业占GDP比重仍维持相对高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2. 当前房地产新开工面积和施工面积仍在下行，预示未来房地产开发投资增速可能持续下行

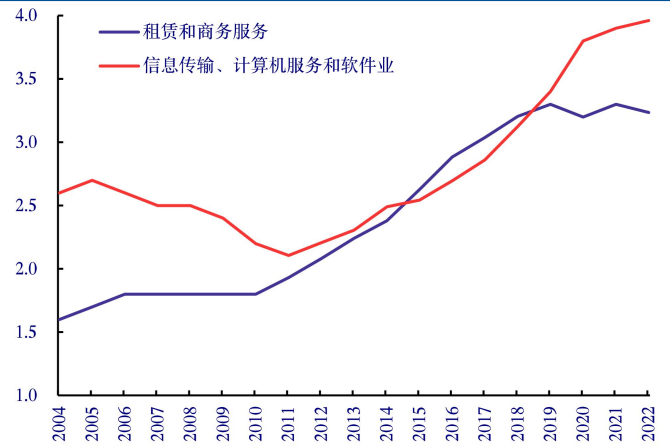
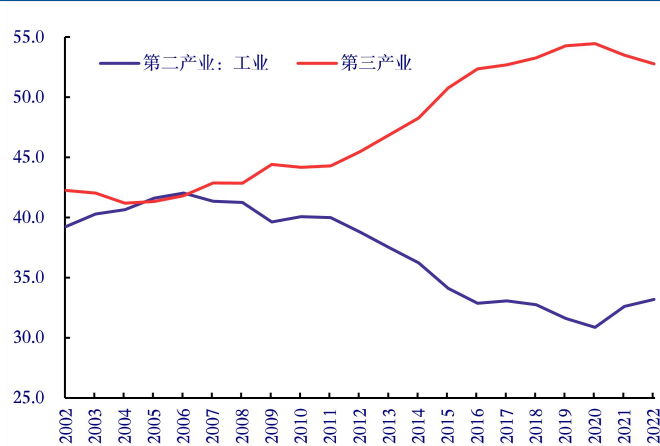


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从直接占 GDP 的比重来看，高技术产业与房地产加建筑的差距在过去几年持续缩小。数据显示，截至 2022 年，高技术制造业<sup>①</sup>增加值占工业增加值的比重已经达到 15.5%（2019 年为 14.4%、2016 年为 12.4%）。而 2022 年工业占 GDP 比重约为 1/3（现价占比为 33.2%，不变价值为 31.2%），这意味着工业高技术产业增加值占 GDP 比重已经超过 5%。此外，高技术服务业中，信息传输、软件和信息技术服务业占比已经升至 4.0%（2019 年为 3.4%、2016 年为 2.7%），租赁和商务服务业则为 3.2%（2019 年为 3.3%、2016 年为 2.9%）。高技术制造业加高技术服务业的占比已经达到 12.2%，已经较为接近房地产加建筑业的占比（分别为 6.1%、6.9%）的总和。

图 3. 工业占现价 GDP 比重在 2020 年降至 30.9%，2022 年回到 33.2%

图 4. 信息技术行业占 GDP 比重已升至 4%，而商务服务维持在 3.3%



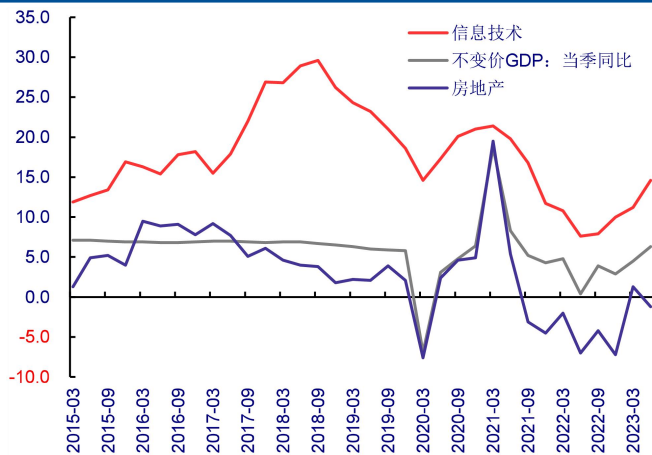
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中国经济正在经历新动能对冲房地产的过程。从对宏观经济的带动能力来看，图 5 显示 2017 年至 2019 年中国经济已经经历了房地产增速下行与新兴产业上行的对冲。经历 2020 年房地产的短暂反弹之后，2021 年房地产重归下行，进入负增长状态，而同期信息技术行业也先后因疫情冲击、行业性调控、中美经贸关系变化、美联储收缩等因素经历了下行。目前来看，房地产行业过快下行，会影响经济增长、财政收入、信贷扩张、居民消费、社会预期，而新兴行业也正在经历冲击后的初步恢复。所以今年的经济下行压力不单纯来自于房地产，除了房地产之外，更应该关注新兴产业的恢复。

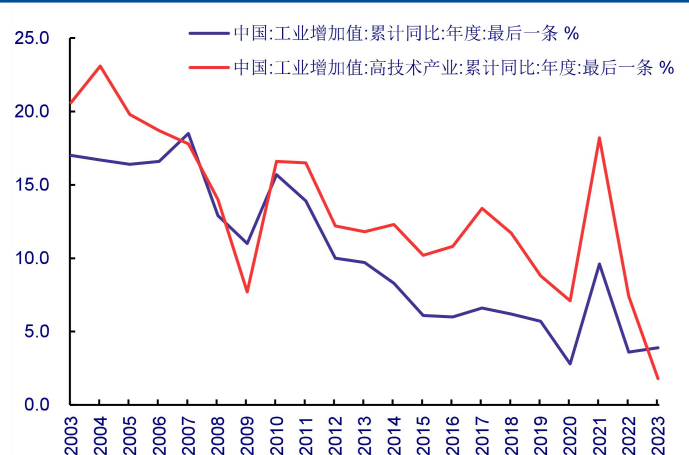
① 工业高技术产业也称为高技术制造业，是国家统计局以《国民经济行业分类》为基础，参照 OECD 关于高技术产业的划分标准，利用我国制造业行业研发经费投入强度测算结果，将高技术行业进行归集整理并按产业类别进行重新组合的一个统计分类。最新修订版本是 2017 年《高技术产业统计分类目录》，主要包括医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等 6 大类。

图 5. 信息传输、软件和信息技术服务业与房地产行业的相对增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

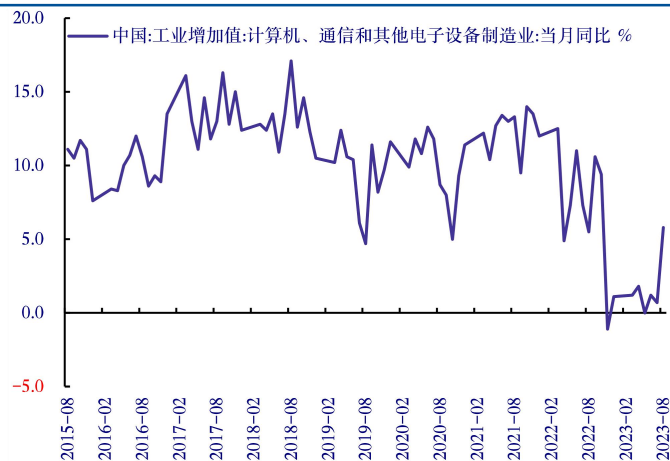
图 6. 今年工业高技术行业增加值增速首次低于工业整体



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

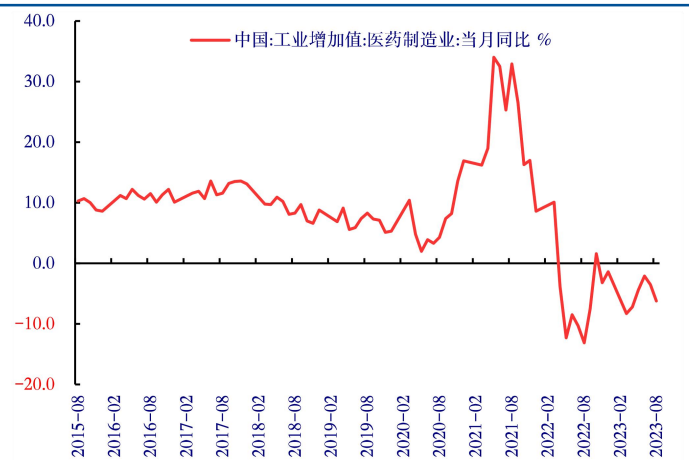
今年 1-8 月工业高技术产业增加值增速仅为 1.8%，创历史新低，而且也是首次低于工业整体增速（1-8 月工业增加值累计同比 3.9%）。其中，计算机、通信和电子设备制造业在 2022 年 10 月之后突然降速，从此前 10% 以上的高速增长状态下降至 1% 左右的低速增长状态，直至 2023 年 8 月才首次反弹至 5.8%，未来需要进一步观察。究其原因，可能与中美经贸关系变化、美联储加息之后全球需求收缩等有关。医药制造业在疫情前平均能达到 10% 左右的增速，2021 年进一步加速至 20% 以上，但进入 2022 年之后增速降至负值并持续至今，除了疫情形成的高基数之外，也可能与医药行业的调控政策有关。

图 7. 2022 年 11 月以来计算机、通信和电子设备制造业增速显著降速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 2022 年 4 月以来医药制造业增加值增速陷入负增长区间



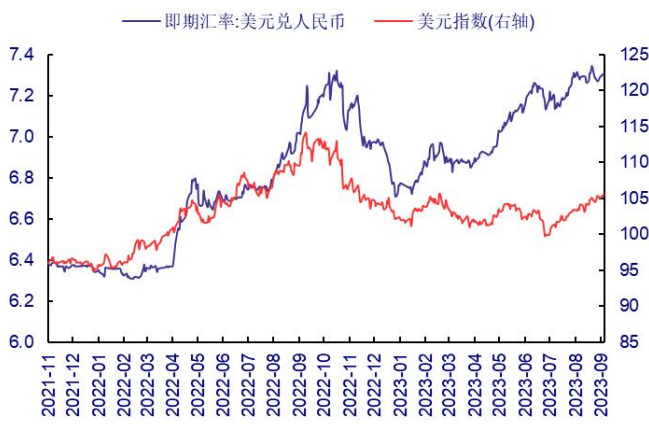
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、高频数据

### (一) 海外资产

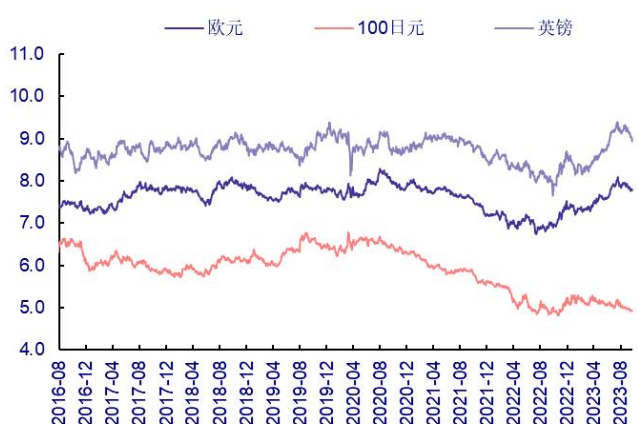
美元指数继续维持强势，本周升至 105.60，美国 10 年期国债收益率升至 4.44% 高位，本周最高到达 4.49%；人民币汇率继续承压，USDCNY 再次突破 7.3，9 月 22 日升值 7.30；金价维持 1900 以上，本周五为 1927.35 美元/盎司；布伦特原油价格略微回落 0.88% 至 94.32 美元/桶。

图 9：美元指数与 USDCNY



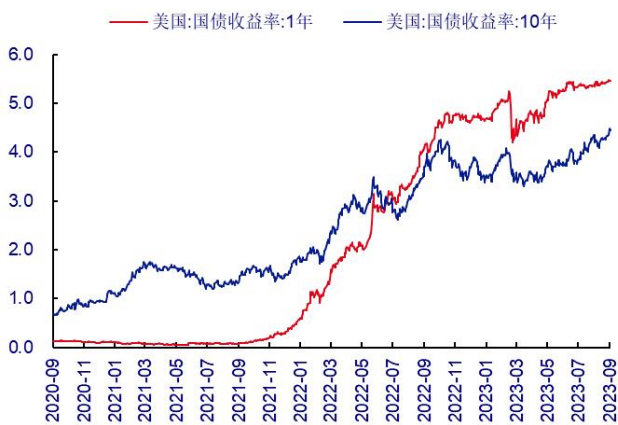
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：欧元、100 日元、英镑兑人民币



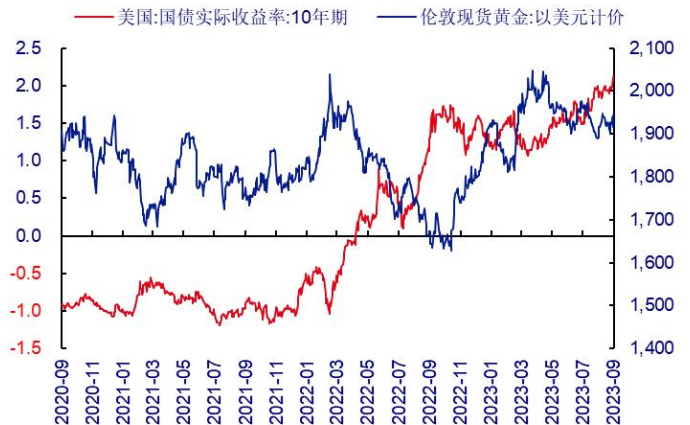
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：美国 10 年期、1 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格 (%，美元/盎司)



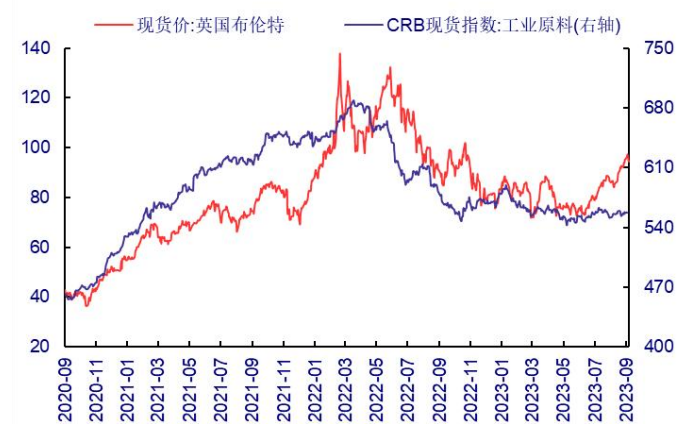
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13: LME 铜价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数 (点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 价格

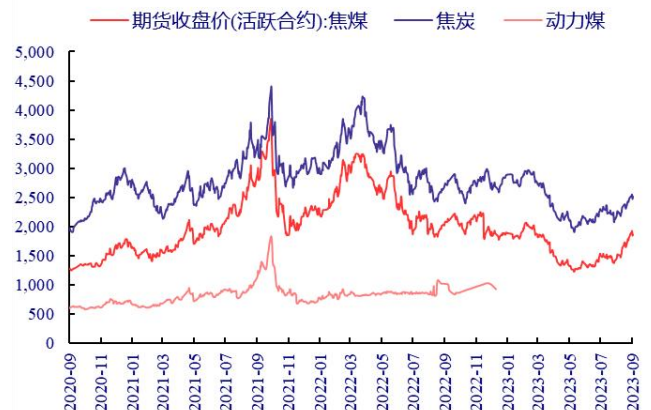
价格方面, 玻璃价格同比上周小幅上涨 2.05%; 焦煤焦炭价格上行态势边际减弱, 本周分别上涨 2.1%和 1.2%至 1861 和 2512 元/吨。水泥价格指数回升至 105 左右。

图 15: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)



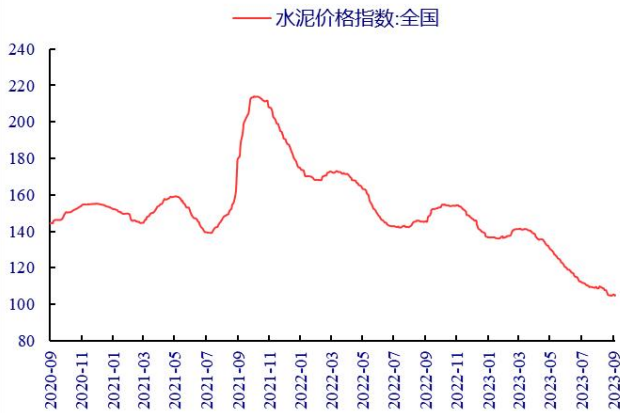
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



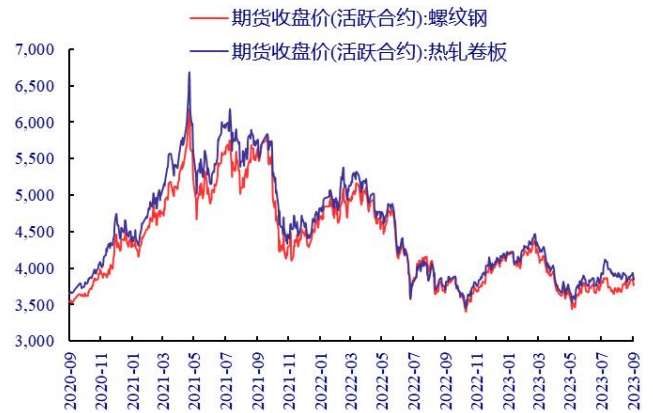
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 全国水泥价格指数 (点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 螺纹钢、热轧卷板和铁矿石价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 不锈钢, 硅铁和线材价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 阴极铜和铝价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

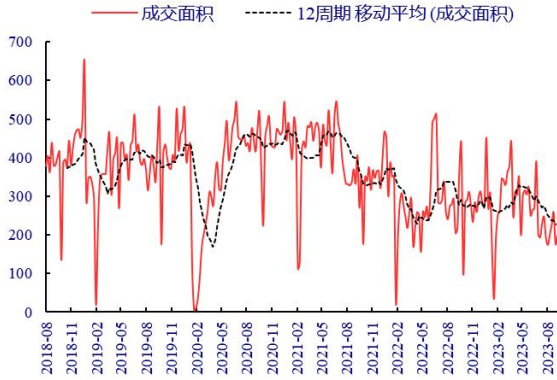
### (三) 消费与生产

消费方面, 房地产销售略有回升但仍不及预期, 9月17日30大中城市商品房成交面积录得198.82万平方米, 上升11.88%; 全国二手房挂牌之维持在182.25, 需求端政策还需观察。

生产方面, 上周唐山高炉开工率小幅回升4.17%录得92.75%, PTA和PVC开工率同样分别回升5.55%和2.15%至83.7%和77.3%。石油沥青开工率、纯碱、电炉以及全钢胎和半钢胎都有所回落, 分别为41.6%、82.32%、62.82%、64.6%和72.14%。

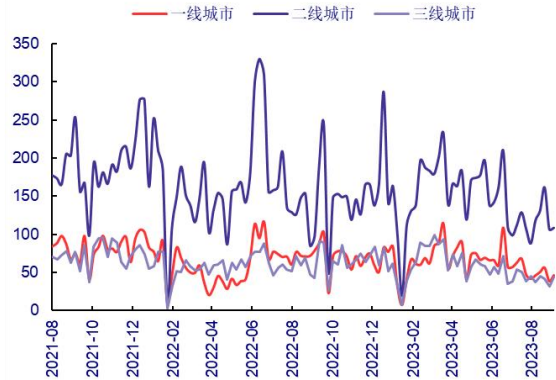


图 21: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



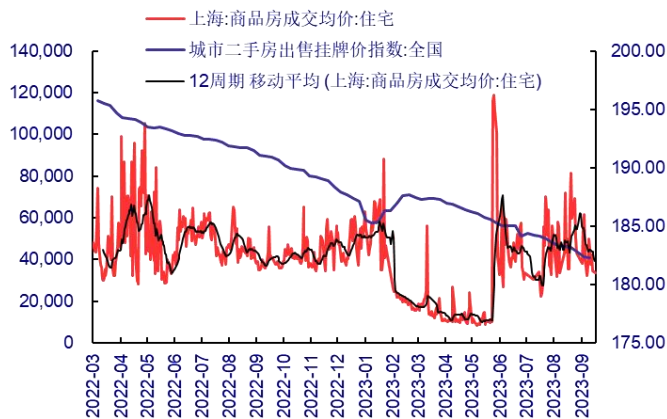
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 30 大中城市商品房成交面积:分城市 (万平方米)



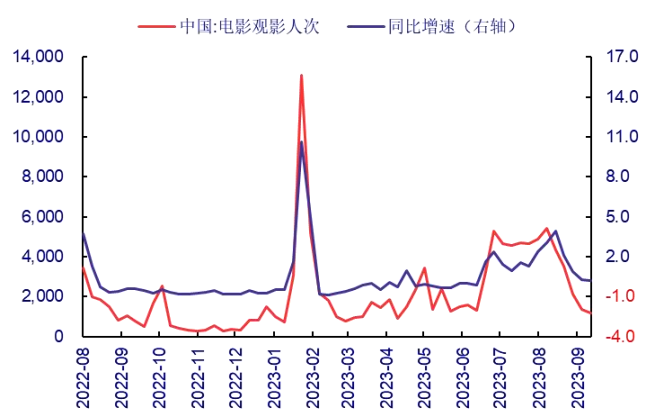
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 上海商品房成交价、全国二手房挂牌指数 (元/平米, 点)



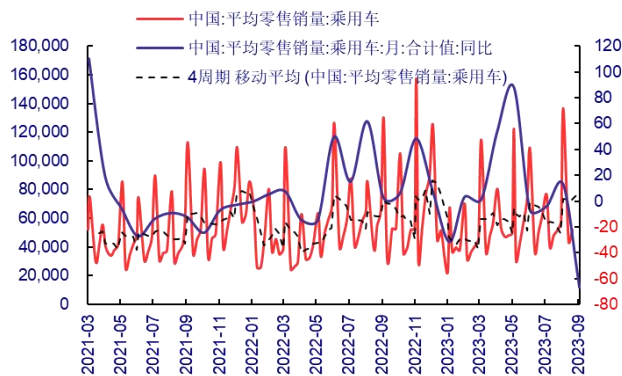
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 24: 电影观影人次



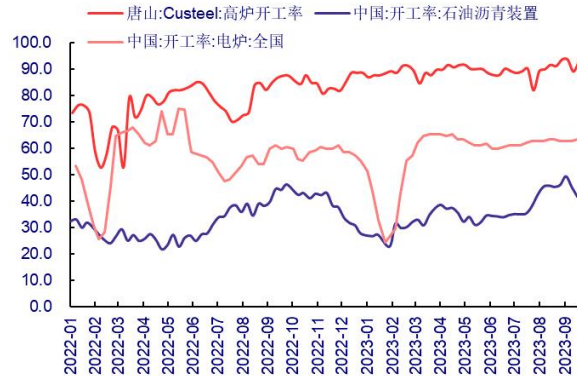
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 乘用车销售 (辆, %)



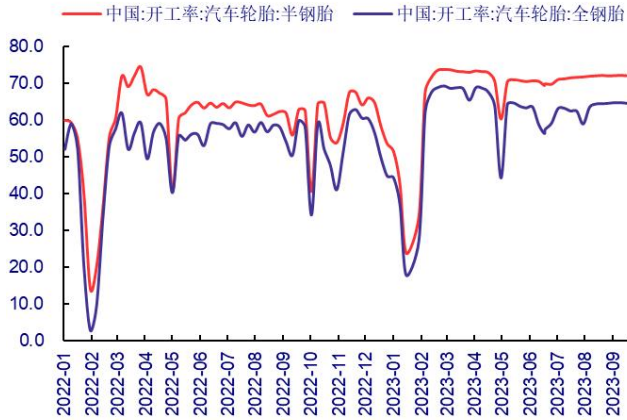
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 唐山高炉开工率、石油沥青开工率、电炉开工率 (%)



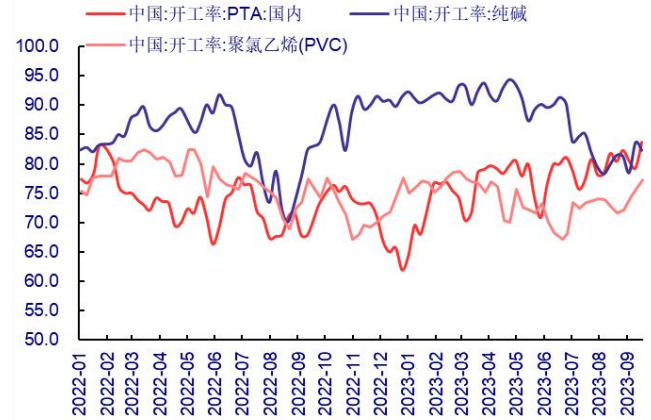
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 半钢胎、全钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: PTA、纯碱、PVC 开工率 (%)

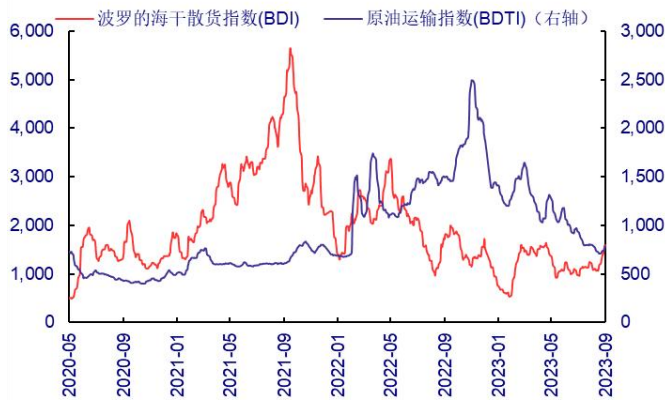


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (四) 交通运输

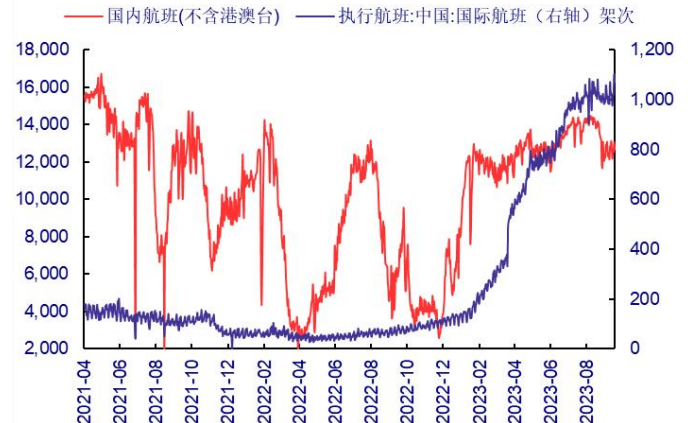
航运方面, BDI 指数进入 9 月后大幅上涨, 本周上涨 15.35% 至 1594 点, 原油运输指数 (BDTI) 上涨 6.76% 至 790 点。出口集装箱运价指数 (CCFI) 录得 871.80。

图 29: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

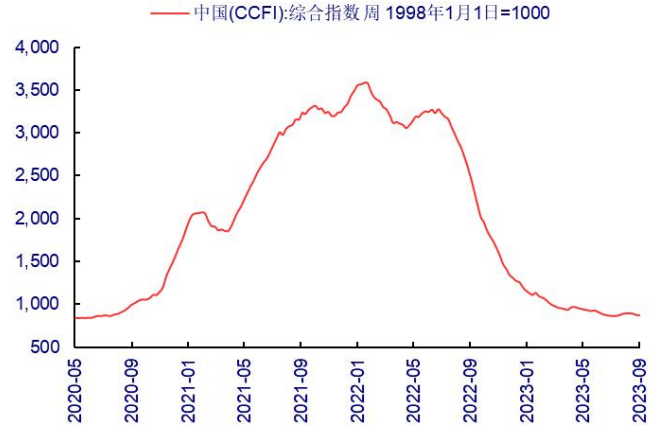
图 30: 执行国内航班数与国际航班数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31: 整车货运流量指数

图 32: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

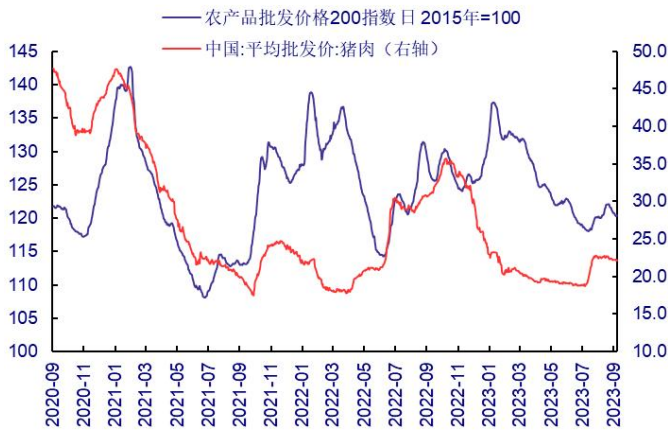
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (五) 通胀

通胀方面, 稳中下降。农产品批发价格 200 指数维持 120 左右, 截止 9 月 24 日为 120.39。猪肉价格保持平稳, 稳定在 22 元每公斤区间, 9 月 15 日录得 22.29 元/公斤。蔬菜跌破 5 元/公斤, 9 月 22 日录得 4.99 元/公斤, 7 种水果录得 6.65 元/公斤。

图 33: 农产品价格 200 指数与猪肉批发价 (元/kg)

图 34: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1. 房地产业与建筑业占现价 GDP 比重自 2020 年之后开始下降, 而金融业占 GDP 比重仍维持相对高位 .....	3
图 2. 当前房地产新开工面积和施工面积仍在下行, 预示未来房地产开发投资增速可能持续下行 .....	3
图 3. 工业占现价 GDP 比重在 2020 年降至 30.9%, 2022 年回到 33.2% .....	4
图 4. 信息技术行业占 GDP 比重已升至 4%, 而商务服务维持在 3.3% .....	4
图 5. 信息传输、软件和信息技术服务业与房地产行业的相对增速 .....	5
图 6. 今年工业高技术行业增加值增速首次低于工业整体 .....	5
图 7. 2022 年 11 月以来计算机、通信和电子设备制造业增速显著降速 .....	5
图 8. 2022 年 4 月以来医药制造业增加值增速陷入负增长区间 .....	5
图 9 : 美元指数与 USDCNY .....	6
图 10 : 欧元、100 日元、英镑兑人民币 .....	6
图 11 : 美国 10 年期、1 年期国债收益率 (%) .....	6
图 12 : 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格 (% , 美元/盎司) .....	6
图 13 : LME 铜价 (美元/吨) .....	7
图 14 : 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数 (点) .....	7
图 15 : 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨) .....	7
图 16 : 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨) .....	7
图 17 : 全国水泥价格指数 (点) .....	8
图 18 : 螺纹钢、热轧卷板和铁矿石价格 (元/吨) .....	8
图 19 : 不锈钢, 硅铁和线材价格 (元/吨) .....	8
图 20 : 阴极铜和铝价 .....	8
图 21 : 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	9
图 22 : 30 大中城市商品房成交面积:分城市 (万平方米) .....	9
图 23 : 上海商品房成交价、全国二手房挂牌指数 (元/平米, 点) .....	9
图 24 : 电影观影人次 .....	9
图 25 : 乘用车销售 (辆, %) .....	9
图 26 : 唐山高炉开工率、石油沥青开工率、电炉开工率 (%) .....	9
图 27 : 半钢胎、全钢胎开工率 (%) .....	10
图 28 : PTA、纯碱、PVC 开工率 (%) .....	10
图 29 : 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI) .....	10
图 30 : 执行国内航班数与国际航班数 .....	10
图 31 : 整车货运流量指数 .....	10
图 32 : 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) .....	10
图 33 : 农产品价格 200 指数与猪肉批发价 (元/kg) .....	11
图 34 : 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg) .....	11

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐曼玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)