

2024年01月18日

地产贷款继续改善

固定收益研究团队

——2023年12月经济数据点评

陈曦 (分析师)

chenxi2@kysec.cn

证书编号: S0790521100002

张鑫楠 (联系人)

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号: S0790122030068

2023年, GDP增速+5.2%, 最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口拉动分别为+4.3%、+1.5%、-0.6%。2023年12月, 工增当月同比+6.8% (前值+6.6%, 下同); 社零当月同比+7.4% (+10.1%); 固投当月同比+4.1% (+2.9%); 失业率5.0% (5.0%)。

● 消费拉动经济

从三驾马车来看2023年的全年经济, 出口对经济形成拖累, 上一次出口拉动为负时期是在2018年, 而近十年来出口拖累幅度超过2023年的也只有2016年。投资端中, 作为投资的三个主要分项, 基建增速保持了一个较高的增长, 增速超过8%, 基建投资在一定程度上可以体现政府逆周期调节的意愿, 在出口和地产低迷的情况下, 基建是作为对冲的主要抓手之一。制造业投资受到企业利润、出口、企业杠杆率等影响, 较2021年、2022年有所回落, 但仍高于GDP增速。而地产是主要拖累投资端的分项, 全年在低位震荡。

在出口和地产对经济形成拖累的情形下, 2023年GDP的很大一部分是消费支撑的, 消费的贡献率超过了80%。按照年度数据来看, 这是2015年以来首次。另外, 服务业增加值全年同比+5.8%, 也要高于GDP整体增速。消费大幅增长的原因来自于疫情影响之后服务型消费反弹、地产挤出效应减小等。

此外, 价格水平中, 2023年GDP平减指数为-0.54%, 因此, 名义GDP是小于实际GDP的, 同样也会影响以名义GDP定价的资本市场。

● 贷款支持地产

作为影响最大的出口和地产, 出口展望我们在前期的报告中已经提到。

地产端, 2023年12月, 房地产投资仍然是两位数的下降, 地产作为对经济影响较大的行业, 不仅体量较大, 而且上下游包含的产业链较长。因此, 地产的低迷影响了一些传统行业, 比如, 包含了地产的民间投资是负增长; 社零中的建筑装潢类消费仍然是同比下降; 社融中的信贷数据低迷, 也对应着资金端中的定金及预收款、个人按揭贷款数据下行。

但是, 有部分指标在持续改善, 像前期我们提到的资金端的银行贷款, 在2023年11月回正, 2023年12月由于基数原因再次转负, 但是两年同比在加快。这个现象表明, 银行对地产的支持力度在加大。在中央金融工作会议提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”之后, 11月17日, 央行等部门联合召开金融机构座谈会指出“对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷”。银行端对房企的支持力度在加强。

从最新的高频数据来看, 新房和二手房销售面积的分化还在持续, 二手房销售面积处在同期高位, 而新房销售面积仍然在同期低位。也就是说, 相对于长期的人口等问题, 短期影响地产的因素中, **居民对风险的担忧是重要的一环**。如果银行贷款等向房企注资的行为能在一定程度上缓解房企压力, 居民预期或许会好转。

● 债市需要关注资金面和基本面

一个是曲线形态, 由于前期资金面紧张, 再叠加债市对当前经济的定价已经比较充分, 收益率曲线比较平坦, 期限利差逐步收窄。另外, 资金分层, R007-DR007的差距在扩大, 同样会影响短端, 导致期限利差收窄。点位上, 十年国债收益率前期下探至2.5%以下, 在一定程度上体现了当下对经济的情绪。

后续需要观察资金面和基本面的情况。如果资金面能有所缓解, 比如流动性分层的情况不再加剧, 做陡曲线或许是占优策略。而基本面方面, 如果一季度之后, 在宽财政支持下的三大工程能够见效, 带动信用需求回升, 整体收益率或许将上行, 长端上行幅度可能会更大。

● **风险提示:** 政策变化超预期; 经济修复不及预期。

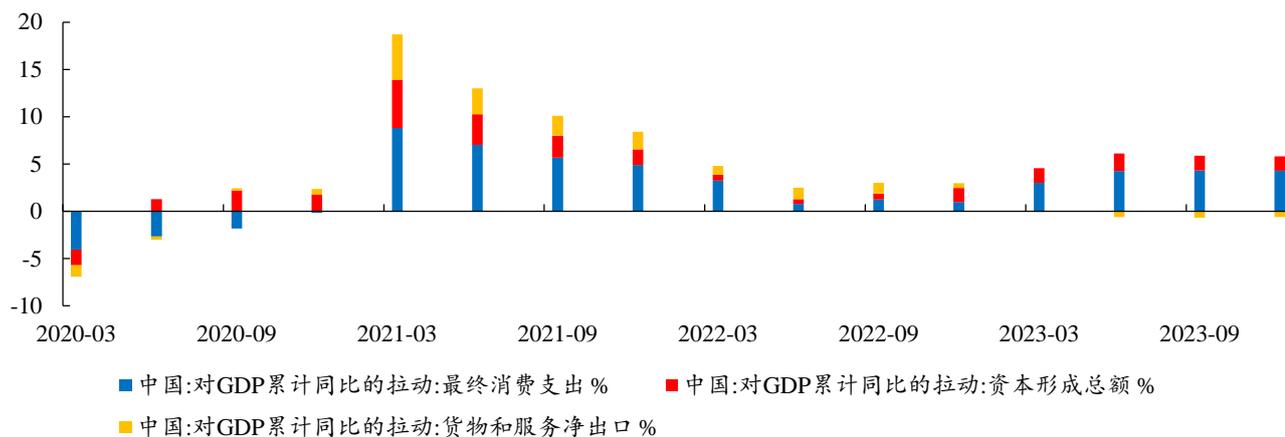
相关研究报告

《大盘低价风格延续—固收定期策略》-2024.1.14

《社融增速持续回升—2023年12月金融数据点评》-2024.1.14

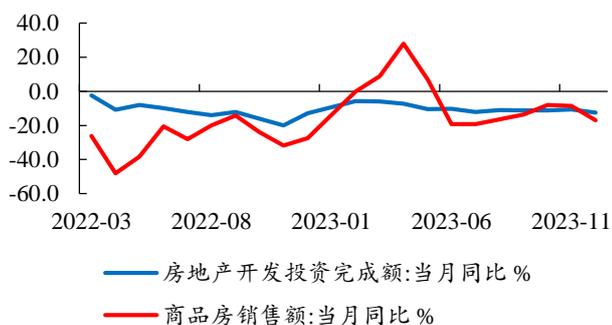
《韩国出口回升同步于我国的出口周期—2023年12月进出口数据点评》-2024.1.13

附图 1: 2023 年消费是 GDP 主要拉动项



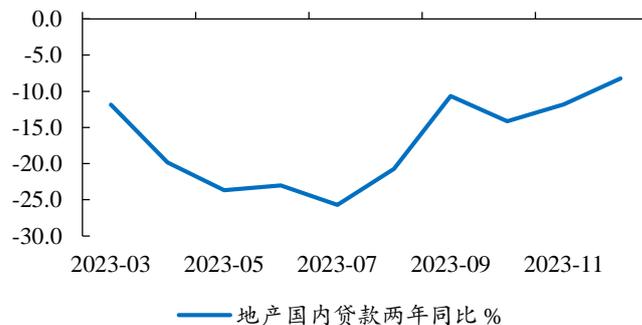
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 2023 年 12 月地产投资仍在低位



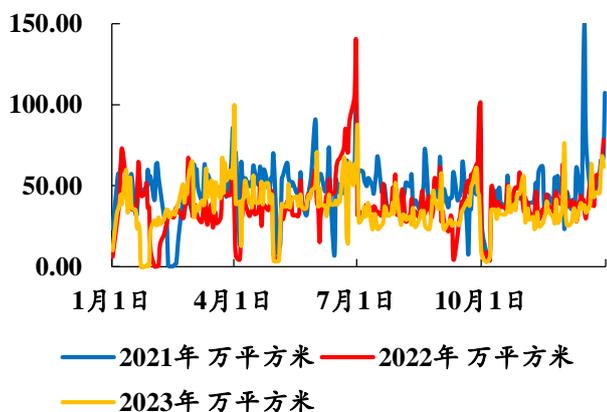
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 2023 年 12 月国内贷款两年同比在改善



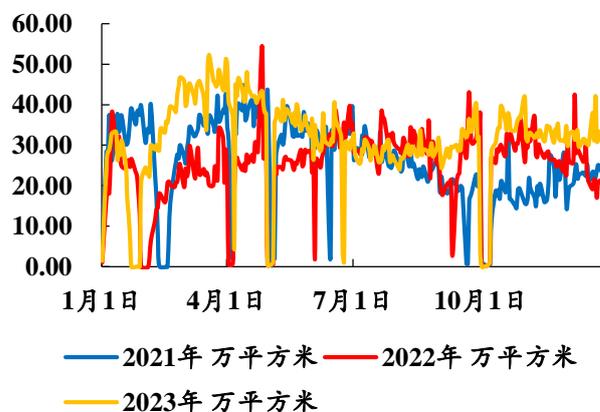
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 2023 年新房销售低迷



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 2023 年二手房销售处在同期高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn