



固定收益点评

证券分析师

徐亮

资格编号: S0120521060004

邮箱: xuliang3@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《买入机会还是债熊开端》，2021.10.17
- 2.《猪周期尚未见底，关注收储政策影响——9月通胀数据点评》，2021.10.14
- 3.《地方债或助力社融四季度回升——9月金融数据点评》，2021.10.14
- 4.《量价拆分下的出口表现如何？——9月进出口数据点评》，2021.10.13
- 5.《转债估值仍小幅上涨，四季度注重防守》，2021.10.12

地产政策或见底，基建已现回暖迹象—— 9月投资数据点评

投资要点：

- **事件：**2021年10月18日，国家统计局公布9月经济数据，1—9月份，全国固定资产投资（不含农户）397827亿元，同比增长7.3%；比2019年1—9月份增长7.7%，两年平均增长3.8%。其中，民间固定资产投资227473亿元，同比增长9.8%。从环比看，9月份固定资产投资（不含农户）增长0.17%。
- **制造业投资两年增速较上月持平。**1-9月制造业投资两年增速较上月持平，继续维持增长势头。其中，高技术制造业两年增速高位企稳，继续维持高景气。
- **基建（不含电力）两年增速回升。**1-9月广义基建投资增速继续回落，但剔除电力后的狭义基建两年增速呈现触底回升态势。地方债发行方面，9月新增地方政府专项债发行再度提速，对基建投资形成支撑。
- **房地产销售与开工两年增速均落入负区间。**1-9月房地产开发投资两年平均增速继续回落，销售与开工仍在走低。具体来看，9月商品房当月销售额两年增速由正转负，当月新开工面积两年平均增速继续位于负区间。
- **基建投资已现回暖迹象，关注地产政策是否会边际放宽。**“三道红线”下房企融资明显受限，从走势来看，两年增速高点出现在去年7月，而后呈现逐月下行趋势，至今年8月首次转负。从比重来看，2021年以来房企国内贷款占全部资金来源比重明显低于历史同期，总体来看，信贷端呈现收缩态势，房企当前融资明显承压。同时土地供应“两集中”政策下土地供应量整体低迷，但并未提高房企拿地的积极性，叠加三季度居民购房意愿明显降低，楼市趋弱，或进一步加剧房企融资难问题。近期地产放松迹象频出，央行表态要保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展，后续需继续关注楼市及房企相关政策是否会阶段性放松。基建方面，广义基建两年增速仍在回落，但统计局口径下的狭义基建（不含电力）两年增速已呈现触底回升态势，主要系煤电生产企业景气度较差，投资意愿降低所致，后续在政策+专项债双重刺激下，预计基建增速将边际回暖。
- **债市观点方面，**固定资产投资本月继续走弱，经济存在下行压力，因此我们认为债券利率短期虽有上行可能，但在经济下行压力下，利率上行幅度不会太大。另外，四季度资金利率有略微收敛的可能性，但整体资金利率会保持在政策利率附近波动。10年国债利率有望上行至3.2%左右。但本次利率上行很难成为债熊周期的开端，因为明年通胀压力将逐级回落，经济下行压力仍将持续，宽货币政策继续推出的概率较大，债券利率在明年会存在阶段性下行机会。

风险提示：国内外疫情反复，宏观政策超预期

内容目录

1. 9月固定资产投资数据梳理.....	4
1.1. 制造业投资两年增速较上月持平.....	4
1.2. 基建（不含电力）两年增速回升.....	5
1.3. 房地产销售与开工两年增速均落入负区间.....	5
2. 总结与展望.....	6
3. 风险提示	9
信息披露.....	10

图表目录

图 1: 制造业及高技术制造业两年平均增速 (单位: %)	5
图 2: 制造业企业利润总额当年累计 (单位: 亿元)	5
图 3: 广义基建投资两年平均增速 (单位: %)	5
图 4: 专项债发行进度 (截至 2021 年 9 月)	5
图 5: 房地产开发投资两年增速 (单位: %)	6
图 6: 商品房销售额及房屋开工面积走势 (单位: %)	6
图 7: 房地产开发企业国内贷款两年同比及占总体比重 (单位: %)	6
图 8: 100 大中城市土地供应面积当月同比及成交土地溢价率 (单位: %)	7
图 9: 商品房销售面积及金额两年同比 (单位: %)	7
图 10: 房企开发资金: 定金预付款、个人按揭 (单位: %)	7
图 11: 居民户中长期贷款当月新增 (单位: 亿元)	8
图 12: 70 个大中城市住宅价格指数同比 (单位: %)	8
图 13: 狭义基建 (不含电力) 投资两年平均增速 (单位: %)	8
图 14: 电力热力生产和供应业利润总额累计同比 (单位: %)	8
表 1: 9 月固定资产投资主要指标梳理 (%)	4

1. 9月固定资产投资数据梳理

据统计局公布，1—9月份，全国固定资产投资（不含农户）397827亿元，同比增长7.3%；比2019年1—9月份增长7.7%，两年平均增长3.8%。其中，民间固定资产投资227473亿元，同比增长9.8%。从环比看，9月份固定资产投资（不含农户）增长0.17%。

分板块来看，三大板块制造业、广义基建与房地产开发投资同比增速均低于前值。制造业、广义基建与房地产开发投资累计同比分别较上月回落0.9、1.1与2.1个百分点；两年增速方面，制造业投资两年平均增速较上月持平，广义基建投资、房地产开发投资两年平均增速分别较上月回落0.3与0.5个百分点。

表 1：9月固定资产投资主要指标梳理（%）

指标类型	1-9月同比	1-8月同比	增速变化	1-9月同比 (两年增速)	1-8月同比 (两年增速)
固定资产投资完成额	7.3	8.9	-1.6	3.8	4.0
建筑安装工程	11.5	12.9	-1.4	6.1	6.0
设备工器具购置	-3.8	-1.4	-2.4	-7.0	-6.4
其他费用	1.9	3.8	-1.9	5.0	6.0
制造业	14.8	15.7	-0.9	3.3	3.3
基础设施建设（广义）	1.5	2.6	-1.1	2.0	2.3
房地产开发投资	8.8	10.9	-2.1	7.2	7.7
农、林、牧、渔业	12.9	16.4	-3.5	14.1	14.5
采矿业	6.2	6.7	-0.5	-2.0	-1.7
教育	10.4	12.2	-1.8	11.5	12.0
卫生和社会工作	24.5	26.5	-2.0	21.7	21.4
文化、体育和娱乐业	3.5	4.2	-0.7	0.9	1.1
高技术产业	18.7	18.9	-0.2	13.8	13.4
高技术制造业	25.4	25.8	-0.4	17.1	17.0
高技术服务业	6.6	6.3	0.3	7.6	6.7

资料来源：国家统计局，德邦研究所

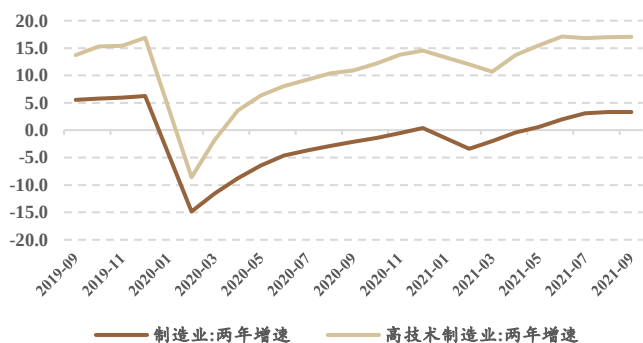
注：两年平均增速为测算值，与实际可能存在微小误差

1.1. 制造业投资两年增速较上月持平

1-9月制造业投资同比增长14.8%，较上月小幅回落0.9个百分点，两年平均增速3.3%，较上月持平，继续维持增长势头。其中，高技术制造业两年增速高位企稳，累计同比涨幅较上月收窄0.4个百分点至25.4%，两年平均增速小幅提升0.1个百分点至17.1%，继续维持高景气。

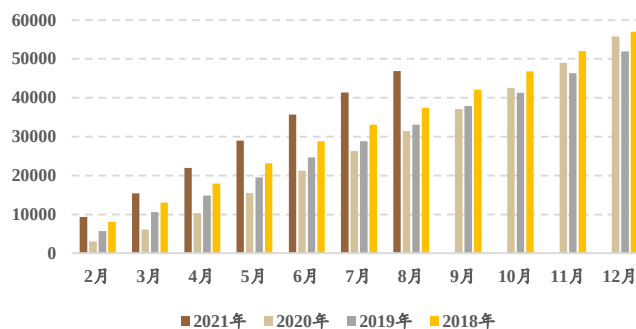
从企业效益来看，制造业当前景气度仍在持续。一方面，1-8月制造业企业利润总额约4.68万亿元，同比高增48.2%，两年平均增速21.1%，显著高于历史同期，大大提振制造业企业信心，另一方面，三季度公布的产能利用率数据显示，2021年7-9月制造业产能利用率录得77.3%，较二季度下行但仍高于历史同期（2019年76.9%，2020年77.2%），制造业景气度仍相对较高。

图 1：制造业及高技术制造业两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 2：制造业企业利润总额当年累计（单位：亿元）



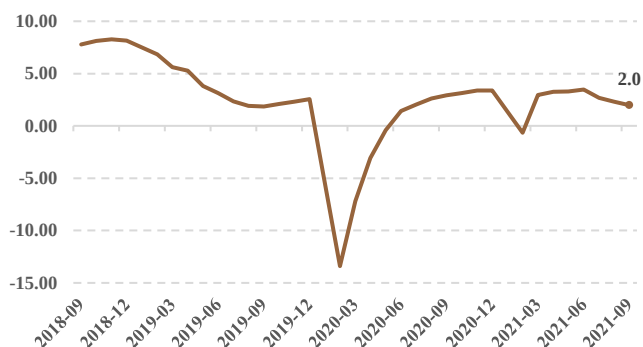
资料来源：国家统计局，德邦研究所

1.2. 基建（不含电力）两年增速回升

1-9 月广义基建投资同比增长 1.5%，增速回落 1.1 个百分点，两年平均增速 2.0%，较上月回落 0.3 个百分点。狭义基建（不含电力）本月同比增长 1.5%，两年平均增速 0.4%，较上月提升 0.2 个百分点。

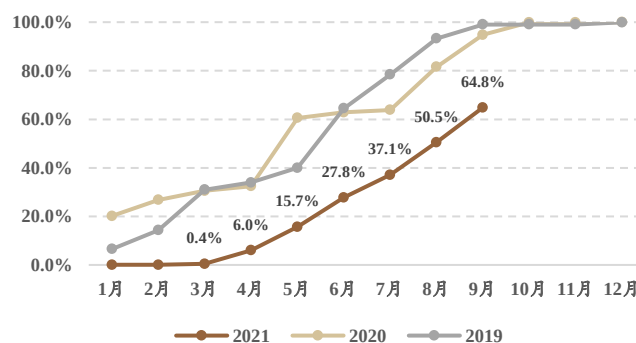
本月广义基建投资增速依旧处于低位，但剔除电力后的狭义基建两年增速呈现触底回升态势。地方债发行方面，据财政部统计数据，9 月新增地方政府专项债发行合计 5231 亿元，年内累计发行 23661 亿元，发行进度为 64.8%，较 8 月再度提速，对基建投资形成支撑。

图 3：广义基建投资两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 4：专项债发行进度（截至 2021 年 9 月）



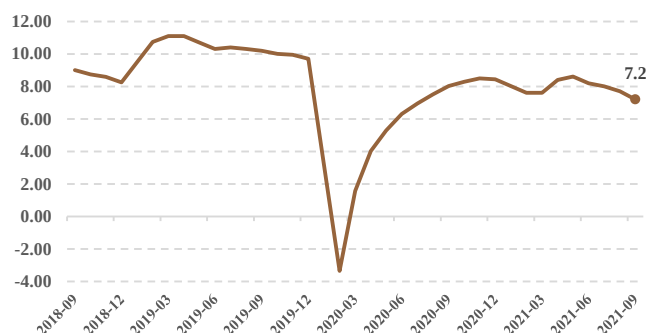
资料来源：财政部，德邦研究所

1.3. 房地产销售与开工两年增速均落入负区间

1-9 月房地产开发投资同比增长 8.8%，增速回落 2.1 个百分点，两年平均增速继续回落，增速较上月下行 0.5 个百分点至 7.2%。

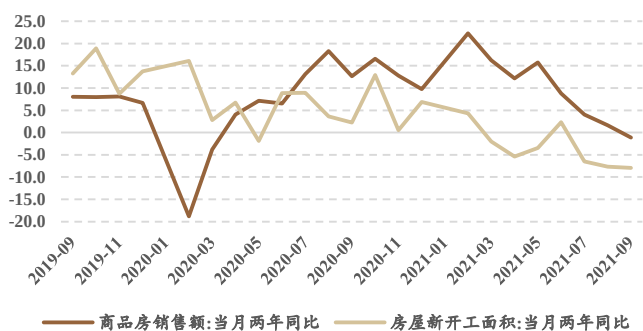
本月房地产开发投资再度回落，销售与开工仍在走低。具体来看，9 月商品房销售额当月同比下降 15.8%，两年增速跌至负区间，两年平均增长-1.2%；新开工方面，9 月当月新开工面积同比下降 13.5%，两年平均增速下行至-7.9%，继续处于负区间，表明当前楼市降温、地产景气度下行仍在持续。

图 5：房地产开发投资两年增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 6：商品房销售额及房屋开工面积走势（单位：%）



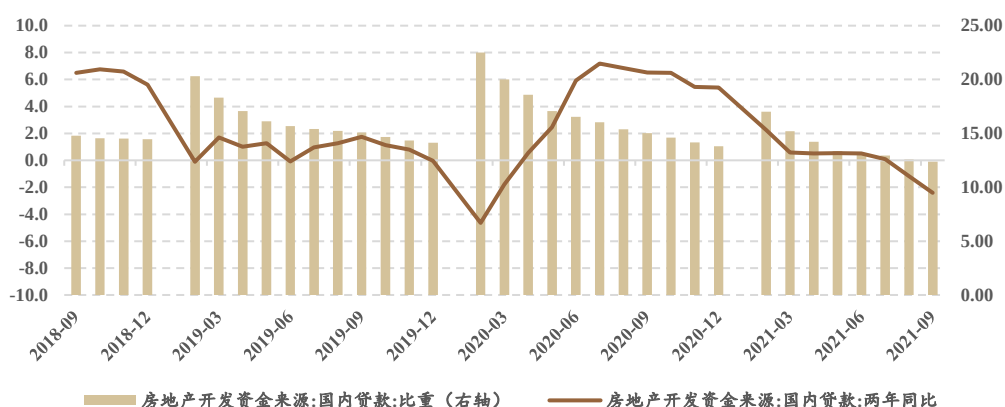
资料来源：国家统计局，德邦研究所

2. 总结与展望

关注地产政策是否会边际放宽。近两年“房住不炒”概念被频频提及，对地产的监管政策逐步收紧，2020年8月住建部与央行联合约谈重点房企，提出建立重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即所谓的“三道红线”。今年7月，据财联社报道，监管部门将对重点房企在“三道红线”的基础上再度施加限制，要求其购地金额不得超年度销售额40%。

受此影响，房企融资大幅受限，1-9月房企国内贷款累计同比减少8.4%，两年平均增速为-2.4%，从走势来看，两年增速高点出现在去年7月，而后呈现逐月下行趋势，至今年8月首次转负。从比重来看，2021年以来房企国内贷款占全部资金来源比重明显低于历史同期，1-9月国内贷款累计占比12.39%，低于2019年（15.08%）与2020年（15.02%）同期。总体来看，信贷端呈现收缩态势，房企当前融资明显承压。

图 7：房地产开发企业国内贷款两年同比及占总体比重（单位：%）

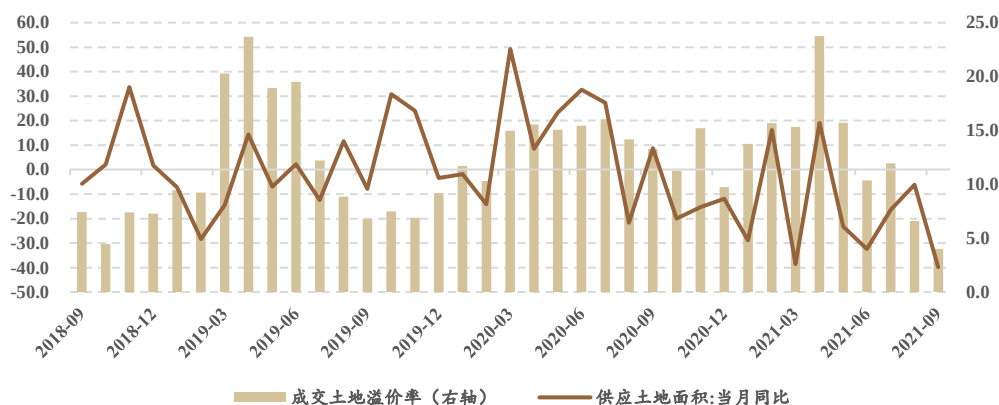


资料来源：Wind，德邦研究所

融资受限下，房企拿地热情不高。“三道红线”下房企融资受到限制，一定程度上将抑制房企拿地意愿。具体来看，今年年初自然资源部宣布在22个重点城市实施土地供应“两集中”政策，试点城市住宅土地供应窗口全年不得超过3次，首批窗口集中在4月下旬至6月下旬，第二批窗口于近日接近尾声。

政策影响下，今年土地供应量整体低迷，仅在4月与8月发布土地出让高峰期边际回暖。但供地的减少并未提高房企拿地的积极性，截至9月，100大中城市供应土地占地面积同比降低39.88%，溢价率4.03%，同比增速与溢价率均为近三年的最低点，反映出房企当前拿地的积极性极低。

图 8：100 大中城市土地供应面积当月同比及成交土地溢价率（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

居民购房意愿降低，加剧房企融资难问题。今年以来，房企商品房销售增速持续走低，截至9月，商品房销售面积累计同比11.3%，两年平均增速4.5%，较年初高点下行约6.5个百分点，房企资金来源随之受影响，年内定金预付款与个人按揭贷款两年平均增速均呈现不同程度回落。

从居民信贷的角度来看，住户部门中长期贷款新增额自5月以来连续同比少增，三季度以来更是不及2019年同期水平，另一方面，据统计局公布数据，70个大中城市新建商品住宅与二手住宅价格指数环比增速自三季度以来呈现明显回落，其中8月二手房价格环比持平，结束了连续16个月的上涨。总体来看，三季度居民购房意愿明显降低，楼市趋弱，或进一步加剧房企融资难问题。

图 9：商品房销售面积及金额两年同比（单位：%）

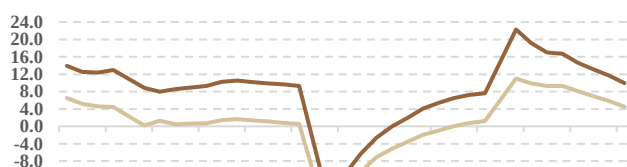
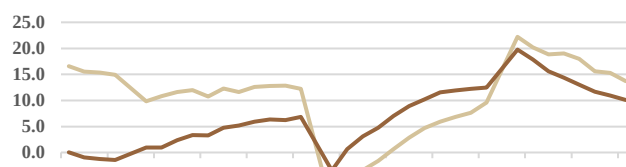


图 10：房企开发资金：定金预付款、个人按揭（单位：%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27969

