

地产竣工何时修复？可持续吗？

主要结论：

- **四季度竣工修复可能性较大，建安投资将维持高位。**10月竣工面积累计同比-8.6%，较9月跌幅收窄，连续两个月边际改善，我们认为后续竣工仍将阶段性修复。主要逻辑有两点：**第一，前期期房销售带来的2019年交房压力仍将推动房企竣工进度，但目前房企竣工改善力度不大，意味着可能在后期修复。**2018年2月开始，期房销售力度加大，累计同比基本维持在10%以上，一直到2018年10月。这段时间新开工增速上升，但与建安投资下降背离，说明大量期房进入施工阶段后，房企并没有着急开始建筑与安装。现阶段，在竣工面积没有明显好转的情况下（2018年3月以来，竣工面积累计同比一直维持在-10%左右），交房压力加大将逼迫房企加快施工、及早竣工。**第二，竣工的先验指标平板玻璃以及电梯销量已经改善，意味着竣工面积改善可能性上升。**从施工周期看，玻璃和电梯在竣工之前安装，对判断竣工走势有一定指示作用。目前来看，平板玻璃价格2019年3月以来开始改善并维持高位，玻璃库存4月出现下降，电梯产量9月开始再次回升，这意味着施工力度加大，建安工程已接近竣工阶段，未来竣工同比回升可能性上升。
- **销售持续低迷意味着竣工修复可能只是昙花一现。**地产销售是决定地产投资周期能否开启的重要指标之一。当前需求下行、政策收紧，房地产销售难以根本性改善，因此建安投资最终将会下行。我们认为，2018-2020年与2010-2012年房企面临的外部环境与应对策略较为相似。现阶段的情况与2011年的情景类似，表现为：售出的期房面临交房压力且商品房库存偏低；销售低迷房企拿地积极性下降，土地购置费增速下行；房企新开工较多，建安投资保持高位。**借鉴2012年的经验，未来地产竣工面积将逐渐改善，建安投资阶段性保持高位，这一阶段可能持续1-2个季度左右；2Q2020之后随着销售下滑，竣工面积开始下行，建安投资回落，房地产下行压力逐渐增大。**
- **中观层面，10月生产依然偏弱。**从需求来看，10月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄；10月以来100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；10月乘用车零售同比跌幅扩大。从生产来看，10月以来六大发电集团日均煤耗同比涨幅扩大；全国高炉开工率均值下降。从价格来看，10月以来水泥价格均值上升，钢铁、有色、原油和煤炭价格均值下降，预计10月PPI环比为正，PPI同比跌幅扩大；10月以来猪肉价格均值高位上涨，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，预计CPI环比依然为正，CPI当月同比上升。
- **金融市场方面，资金价格分化，债券收益率上升，人民币兑美元升值，全球股市上涨，工业品价格上涨。**货币市场方面，上周央行净投放资金5600亿元，资金价格分化，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率上升，期限利差走扩，信用利差分化。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数上行，人民币即期交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格上涨。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

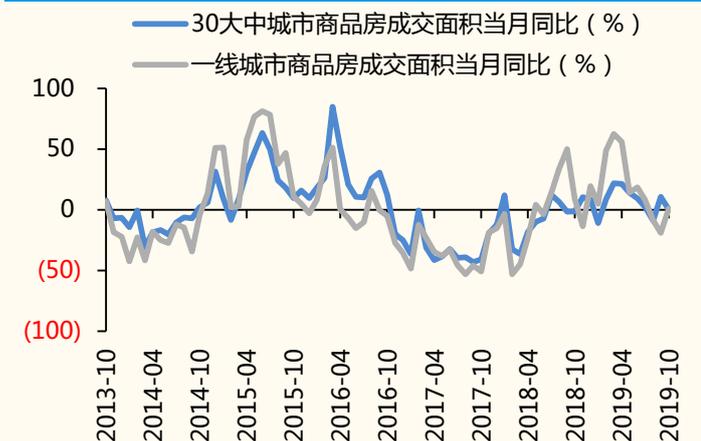
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，10月生产依然偏弱

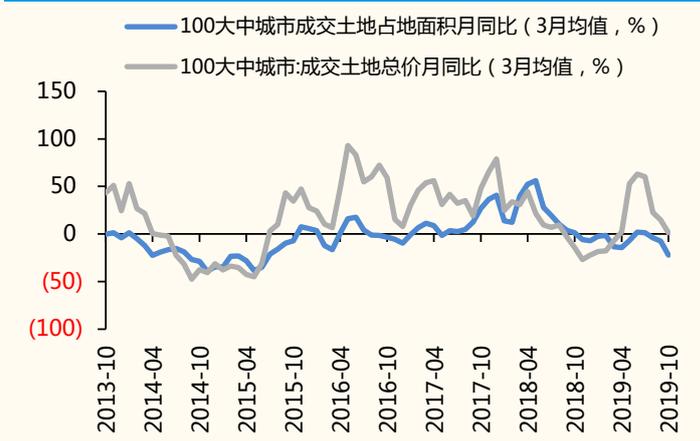
- 10月以来30大中城市商品房日均销售面积同比涨幅收窄。内部结构上，一线城市由负转正，二线城市涨幅收窄，三线城市同比均由涨转跌。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为0.2%（前值10.8%）。一线城市同比0.98%（前值-19.1%）、二线城市同比7.3%（前值17.1%），三线城市同比-10.1%（前值24.3%）。北京商品房销售面积同比跌幅收窄，上海跌幅扩大，广州、深圳同比上涨。
- 10月土地成交面积同比跌幅较大，土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比跌幅扩大，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-51.4%（前值-11.4%），土地成交总价同比为-36.4%（前值为30.4%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-45.5%（前值-2.4%），工业用地成交面积同比为-62.4%（前值为-14.4%）。
- 10月汽车零售同比跌幅扩大。具体来看，截止10月20日，乘联会汽车零售同比为-13.0%（前值-7.0%），乘联会汽车批发同比为-10.0%（前值-7.0%）。

图表1：10月以来商品房日均销售面积同比涨幅收窄



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：10月土地成交面积同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：10月商品房用地成交面积同比跌幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表4：10月汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

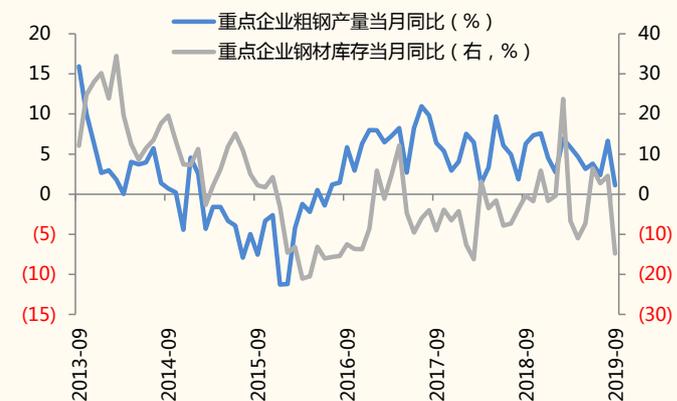
- 10月以来高炉开工率均值下降，钢铁社会库存涨幅收窄。具体来看，10月以来高炉开工率均值为61.9%（前值65.5%）。10月以来钢铁社会库存同比为0.6%（前值8.2%）。
- 10月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比涨幅扩大。具体来看，10月以来六大发电集团日均煤耗同比为19.9%（前值5.2%）。

图表5：10月以来高炉开工率同比跌幅扩大



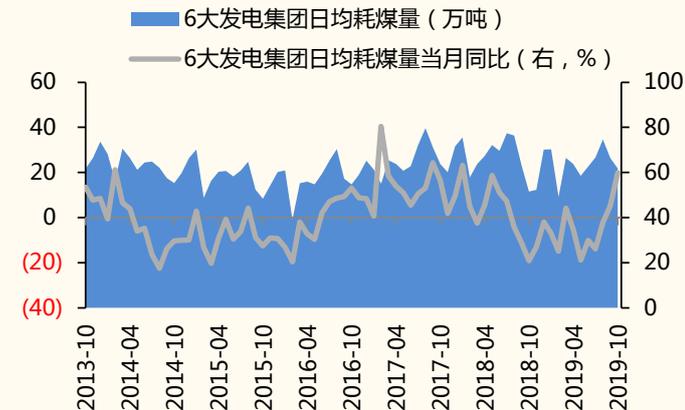
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：9月重点钢铁企业粗钢产量同比涨幅收窄



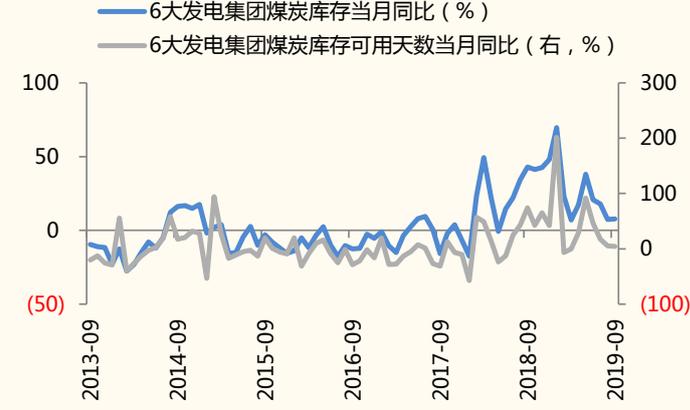
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：10月以来6大发电集团日均煤耗同比涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

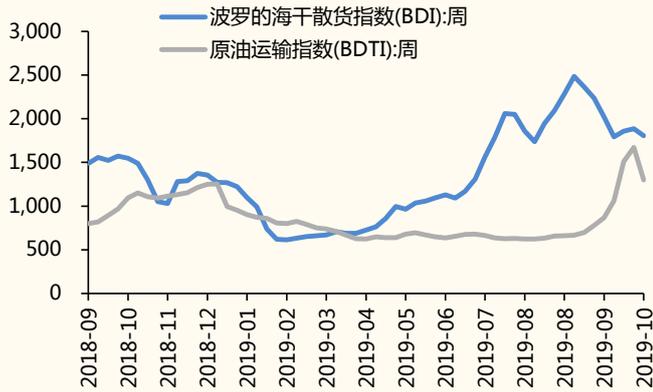
图表8：9月6大发电集团煤炭库存同比上行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

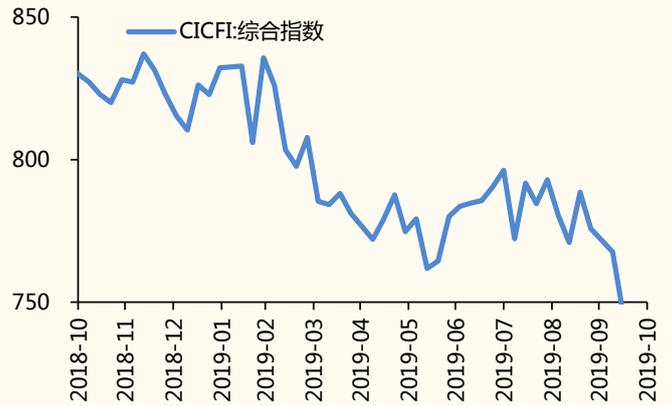
- 上周BDI、BDTI下降；CICFI下降、CCFI上升。
- 上周铁矿石日均疏港量下降，港口库存上升。上周焦炭港口库存下降，企业库存上升。

图表 9：上周 BDI、BDTI 下降



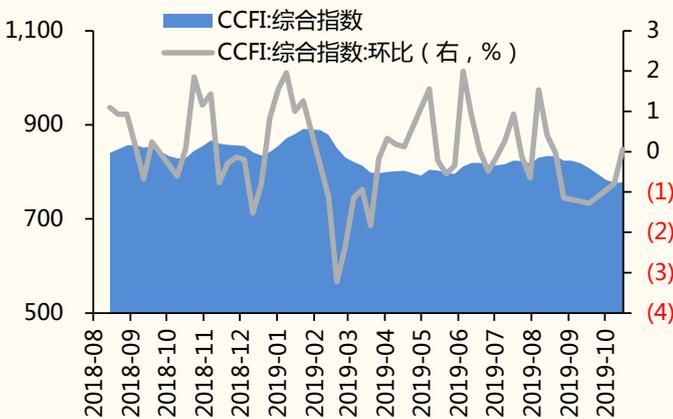
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周 CICFI 下降



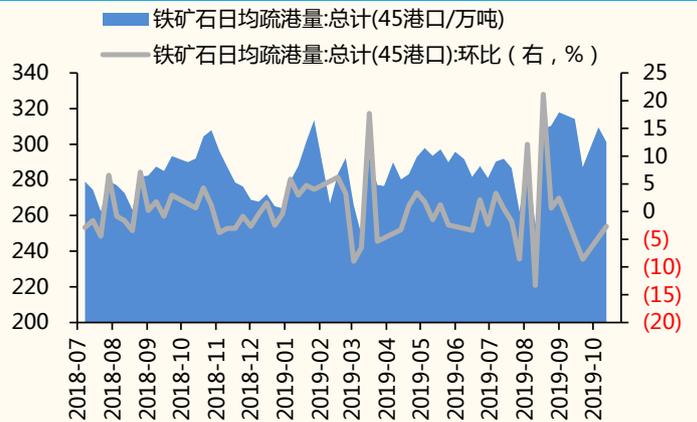
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周 CCFI 上升



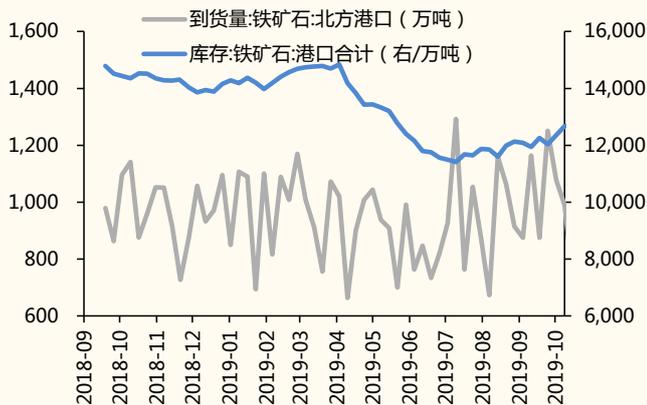
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量下降



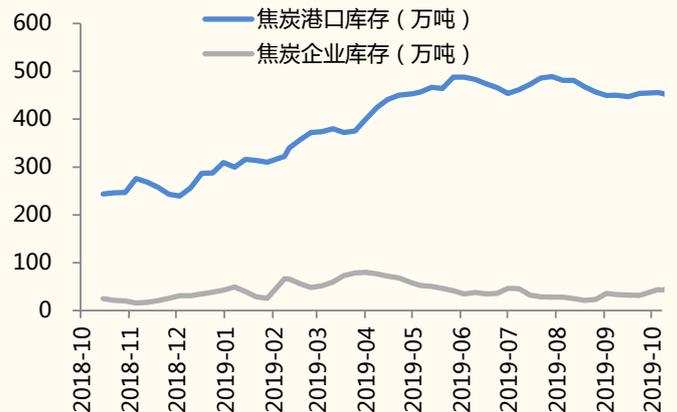
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存上升



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存上升，港口库存下降

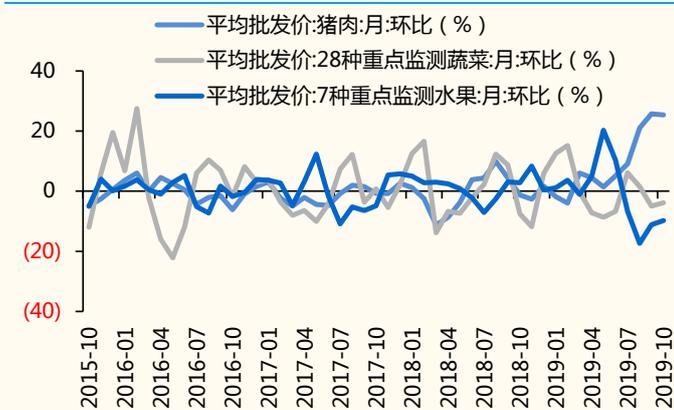


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 10 月以来猪肉价格均值高位上涨，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，水泥价格均值上升，煤炭、钢铁、有色金属、原油价格均值下降。农产品方面，10 月以来猪肉价格均值高位上涨（25.4%，前值 25.7%），蔬菜价格均值下跌（-3.8%，前值-5.0%），水果价格均值下降（-9.7%，前值-11.2%）；工业品方

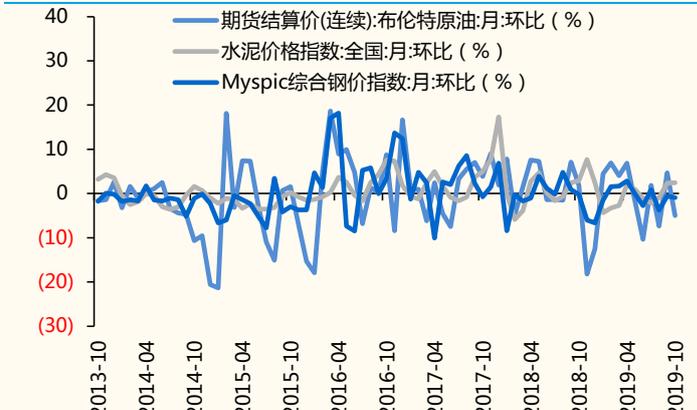
面，煤炭价格均值下降（-0.6%，前值-0.4%），原油价格均值下跌（-5.0%，前值 4.7%），水泥价格均值上涨（2.5%，前值 2.4%），钢铁价格均值下跌（-1.0%，前值-0.6%），有色金属价格均值下跌（-1.6%，前值 3.3%）。

图表 15：10 月以来猪肉价格均值高位上涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：10 月以来钢铁下降，水泥价格均值上升

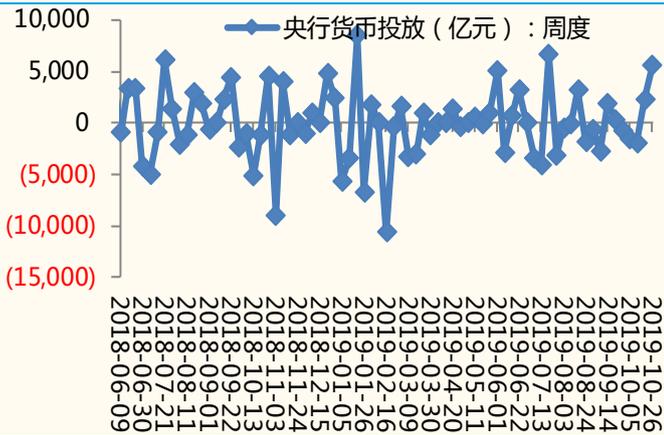


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格分化，债券收益率上升，人民币兑美元升值，全球股市上涨，工业品价格上涨

- 货币市场方面，上周央行净投放资金 5600 亿元，资金价格分化，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行净投放资金 5600 亿元，其中 7 天逆回购 5900 亿元，7 天逆回购到期 300 亿元。资金价格分化，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 12bp，R007 上行 11bp；DR001 下行 12bp，DR007 下行 4bp。R001-DR001 持平前值，R007-DR007 上行 15bp，表明银行资金融出意愿下降，非银金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率上行，期限利差走扩，信用利差分化。具体来看，1Y 国债到期收益率上行 5bp，1Y 国开债到期收益率上行 2bp；10Y 国债到期收益率上行 5bp，10Y 国开债到期收益率上行 6bp；1YAAA 企业债到期收益率上行 4bp、1YAA 企业债到期收益率持平前值、10YAAA 企业债到期收益率上行 7bp、10YAA 到期收益率上行 7bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数上行，人民币即期交易量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数上行，美元兑日元、欧元、英镑升值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金价格上涨，原油价格上涨，国内工业品价格上涨。国内股市方面，上证综指上涨 0.6%；创业板指上涨 1.6%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 0.7%，纳斯达克指数上涨 1.9%，德国 DAX 上涨 2.1%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 1.0%，铁矿石价格上涨 3.0%，焦炭价格上涨 0.8%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨；ICE 布油价格上涨 4.4%，LME 铜上涨 1.5%。

图表 17: 上周央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 18: 10 月以来央行净投放资金



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 19: 10/21-10/25 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率: 1天(R001)	2.55	(12)	(20)	2
银行间质押式回购加权利率: 7天(R007)	2.91	11	4	(22)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.50	(12)	(16)	3
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.66	(4)	(19)	(38)
R001-DR001(bp)	5	(0)	(4)	(0)
R007-DR007 (bp)	25	15	23	15
SHIBOR:隔夜	2.51	(11)	(13)	(5)
SHIBOR:1周	2.67	(2)	(17)	(23)
7日年化收益率:余额宝	2.27	(1)	3	(35)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.97	(2)	(2)	(42)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.92	(7)	(7)	(80)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.51	(36)	(18)	36

来源: 中国货币网, 全国银行间同业拆借中心, Wind 资讯, 天弘基金管理有限公司, 温州市金融办, 国金证券研究所

图表 20: 10/21-10/25 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	3.24	2.58	2.62	5	6	2
中债国债到期收益率:10年	3.24	3.21	3.24	5	10	1
中债国开债到期收益率:1年	2.78	2.73	2.75	2	2	(0)
中债国开债到期收益率:10年	3.63	3.61	3.63	6	10	(1)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.17	3.14	3.17	4	5	(42)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.31	4.26	4.31	7	14	(2)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.41	3.38	3.39	(0)	(5)	(74)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.37	5.32	5.37	7	14	(5)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	64	58	62	(0)	4	(1)
中债国开债期限利差	88	84	88	4	8	(1)
中债企业债期限利差(AAA)	114	112	114	3	9	40
中债企业债期限利差率(AA)	198	192	198	7	19	69
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	57	52	55	(1)	(1)	(44)
中债企业债信用利差(AAA):10年	107	104	107	2	4	(3)
中债企业债信用利差(AA):1年	83	74	77	(5)	(11)	(76)
中债企业债信用利差(AA):10年	213	210	213	2	4	(6)
国债期货(元)						
CFETS 5年期国债期货	99.59	99.52	99.52	-0.1%	-0.3%	0.1%
CFETS 10年期国债期货	97.88	97.69	97.69	-0.4%	-0.6%	-0.1%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 10/21-10/25 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.09	7.06	7.07	-0.2%	-0.9%	3.0%
美元兑离岸人民币	7.09	7.05	7.05	-0.3%	-1.3%	2.6%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	25	-205	-205	-106	-235	-249
即期询价成交量: 美元兑人民币			320.8	3.3	54.0	40.5
USDCNY: NDF 1年			7.14	-0.3%	-1.0%	3.5%
CFETS人民币汇率指数			91.06	0.0%	-0.5%	-2.4%
巨潮人民币实际有效汇率指数	117.15	116.74	117.05	0.1%	-0.8%	-1.5%

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_9428



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn