



高频数据框架：系统评估地产和基建

2022年2月20日

稳增长主要有三个关键环节，扩张基建、稳地产和托消费，我们将称为稳增长三部曲。一季度看到稳增长线索将会在两个环节上演得异常明显，基建投资实质性放量，地产政策进一步放开。

民生宏观团队已经推出两篇深度报告，《四个维度看基建》和《全面评估地产链景气度》，论述如何构建系统性的高频数据框架，分别用以评估基建和地产链。本文旨在提炼高频数据框架构建的思路内核，并汇报当下地产、基建链条的景气度变化的高频跟踪结果。

► 高频数据跟踪的难点

中微观的高频数据受多重因素影响，中微观因素干扰下，高频指标与宏观状况时有背离。一旦深入了解行业结构变迁，过去几段经典的宏观指标背离，也就能够非常容易理解。

高频数据准确判断宏观经济状况，需要注意两点。第一，找到合适的指标。第二，剔除中微观干扰因素。

► 基建高频跟踪框架

基建投资高频跟踪框架的关键，在于三个环节和四个维度。

所谓三个环节，是指基建投资从资金拨付到项目落地，大致经历三个关键步骤，资金到位、项目订单、项目落地。

所谓四个维度，是因为基建的项目落地环节可以用两大类指标进行跟踪——工业品景气度和机械开工状况。这样一来，我们共有四个维度的数据评估基建链：融资端（反映资金到位情况）、建筑业订单（反映项目订单情况）、工业品数据（反映项目落地情况）、工程机械（反映项目落地情况）。

► 房地产高频跟踪框架

房地产行业主要涉及融资、拿地、销售、施工四个环节。我们构建地产高频数据框架，也从这4个环节入手。

房企销售端，我们主要跟踪销售回款和房企贷款。跟踪时注意两个逻辑链条，按揭利率领先销售回款，表内贷款与地产融资政策松紧相关。

房企拿地端，我们主要跟踪百城土地成交数据。

房地产销售端，可跟踪高频数据较多，我们主要用利率、工业品、30城房屋成交面积、房企销售等四方面数据捕捉不同维度的房地产销售状况。

房地产施工端，我们跟踪新开工方向和新开工实际落地。其中用房地产销售、土地成交等指标判断新开工方向，用工业品量价验证实际落地情况。

► 基建和地产最新动态

高频数据显示，去年12月以来的基建投资反弹，此后基建修复趋势延续，当前基建复工情况良好。当前房地产行业短期仍面临压力，但是地产政策放松节奏有所加快，力度有所加大。

高频数据验证我们对一季度稳增长主线的判断，基建投资实质性放量，地产政策进一步宽松。

风险提示：疫情发展超预期；经济增速下行压力超预期；政策超预期；数据口径可能变化。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谢文迪

执业证书：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

1. 高频数据跟踪（一）：四个维度看基建
2. 高频数据跟踪（二）：全面评估地产链景气度

目 录

引言	3
1 高频数据跟踪的难点	3
2 基建高频跟踪框架.....	3
3 房地产高频跟踪框架	5
4 基建和地产最新动态	7
5 风险提示	8
插图目录	9
表目录.....	9

引言

2022 年稳增长是非常明确的政策基调，也是宏观经济和资本市场定价重要的主线。我们还认为稳增长主要有三个关键环节，扩张基建、稳地产和托消费，我们将称为稳增长三部曲。

一季度地产投融资数据仍然处于低位区间，投资端可用基建做出相应抵补。正因如此，我们会在一季度看到稳增长线索将会在两个环节上演得异常明显，基建投资实质性放量，地产政策进一步放开。

过去一段时间，市场已经逐步定价基建和地产链景气度。现在市场面临两个困惑，一是 1 月投资数据缺失，较难准确评估基建落地情况；二是房地产链较长，不同维度高频指标只能反映地产链局部环节，目前还缺少一个全面评估地产的系统性高频数据框架。这些困惑也体现在市场定价之中。去年 12 月以来，地产和基建板块在上涨过程中表现出阶段性的反复和犹豫。

民生宏观团队已经推出两篇深度报告，论述如何构建系统性的高频数据框架，分别用以评估基建和地产链。本文旨在提炼高频数据框架构建的思路内核，并汇报当下地产、基建链条的景气度变化的高频跟踪结果。

1 高频数据跟踪的难点

中微观的高频数据受多重因素影响，中微观因素干扰下，高频指标与宏观状况时有背离。例如，2017 年高炉开工率同比明显走弱，但是经济景气度不弱，工业品价格高位运行；2018 年房地产景气度较差，债券利率不断下行，但是螺纹钢价格却持续超预期；2021 年国内投资和消费数据较弱，但是发电量却高速增长。

一旦深入了解行业结构变迁，过去几段经典的宏微观指标背离，也就能够非常容易理解。例如，虽然 2017 年高炉开工率同比走弱，但是 2016 年后钢铁行业产能大量置换，原有的高炉开工率已经无法表征当时的钢铁生产情况，自然也就无法用以验证当时的经济景气度；2018 年地产销售走弱，但是新开工却大幅走高，螺纹钢的需求与新开工关系更密切，且当时遭遇了严格的限产，螺价自然无法反映地产景气度的变化；此外，电力需求在以往范式中主要与国内需求相关，但是 2021 年出口高速增长，带动中下游制造业生产走扩，因此电力和内需出现劈叉。

高频数据准确判断宏观经济状况，需要注意两点。

第一，找到合适的指标。综合考虑中微观行业运行逻辑以及指标特性，建立宏微观指标的映射关系。在此过程中，需要对中观行业及微观指标有较深刻理解。

第二，剔除中微观干扰因素。充分考虑行业供给冲击，行业结构变迁等中微观因素，剥离这些因素之后，才能够用过中微观高频指标反映宏观经济状态。

2 基建高频跟踪框架

构建基建投资高频跟踪框架的关键，在于三个环节和四个维度。

所谓三个环节，是指基建投资从资金拨付到项目落地，大致经历三个关键步骤，资金到位、项目订单、项目落地。

所谓四个维度，是因为基建的项目落地环节可以用两大类指标进行跟踪——工业品景气度

和机械开工状况。这样一来，我们共有四个维度的数据评估基建链：融资端（反映资金到位情况）、建筑业订单（反映项目订单情况）、工业品数据（反映项目落地情况）、工程机械（反映项目落地情况）。

四个维度构建基建高频数据框架。

维度一，融资端。基建融资主要来自预算内资金、国内贷款、自筹资金等渠道。

融资角度高频数据，最重要的意义是用来反映基建投资方向。尤其预算内资金，能够有效判断政策对基建的态度。

总言之，融资端数据评估基建，带有强烈的方向和政策信号意义。

维度二，企业订单。企业订单主要跟踪上市建筑业企业的订单数据。

首先需要提示，经验上看，建筑央企订单增速不能用来准确反映基建投资。但是部分建筑企业订单明，可以对特定领域及细分板块的基建投资有所指向。

总言之，建筑业订单数据评估基建，更看重指标对基建局部板块的验证作用。

维度三，工业品量价。主要跟踪钢铁、有色、能化等细分行业量价数据。工业品高频指数反映基建主要有五个映射关系：

第一，可以通过螺线价差预判基建投资整体趋势。第二，跟踪铜杆开工判断电网工程投资方向。第三，跟踪沥青表观消费和炼制利润判断道路投资景气度变化。第四，螺纹、水泥的表观消费也能反映基建施工的高频特征。当然，螺纹、水泥还受地产影响，所以螺纹、水泥等建筑业指标反映基建，需要剔除地产影响。第五，中板、H型钢、锌、PE管等均能在一定程度上反映具体分项基建变化。

总言之，工业数据质量最好，包含信息量大，能够比较充分判断基建实际落地情况。

维度四，工程机械。基建投资落地必然用到挖机，可以参考挖机开工时长验证落地。

挖机开工时长能够映射建筑业施工强度，这一点可以与水泥产销相互印证。此外，市场往往通过挖机销售情况判断基建投资，但数据上两者相关性不强。

总言之，关注工程机械数据，重点关注挖机开工时长。

表 1：高频跟踪基建的四个维度

四个维度	领域	具体指标	映射情况及逻辑关系	频次	重要程度及意义
融资端	预算内资金	四项财政支出	预判政策意图	中等	☆☆☆ 表征项目的融资情况及具体投向
	银行贷款和非标	企业中长贷、信托贷款等	预判隐债调控力度	中等	
	专项债	新增专项债发行	反映项目投向和重大项目导向	高	
	一般信用债	行业信用债及城投债	预判基建放量节奏	高	
建筑企业订单	总订单	7大建筑央企订单增速	与基建投资关系较弱，与房建关系较大；领先建筑业新签订单增速	低	☆☆ 印证基建部分行业的投资情况，对基建无领先，部分订单同步
	细分订单	电建等细分行业龙头订单	电建订单反映电力投资；交建的道路桥梁订单映射道路投资	低	
工业品数据	钢铁	螺纹与线材价差	反映基建总投资；供给端变量被控制，需求有差异	高	☆☆☆☆☆ 跟踪基建投资的具体落地情况；能够分行业反映景气度
	有色	铜杆开工	反映电力投资；铜与电力互为主要上下游	中等	
	能化	沥青景气度	反映道路投资；沥青8成以上下游为道路	高	
	其他补充	中板、H型钢、锌、钢板桩、PE管等	下游应用侧重于基建相关的投资	高	
工程机械	开工时长	挖机等机械的开工小时	挖机等反映建筑业整体施工强度；压路机等开工市场能反映道路投资的施工情况	中等	☆☆☆☆☆ 反映建筑业施工强度
	销售数据	挖机等机械的销售增速	销售增速与房地产周期关联度较强，与基建关联度较弱	中等	

资料来源：民生证券研究院整理

3 房地产高频跟踪框架

中国房地产产业链较长，涉及环节较多，房地产高频数据也非常丰富。然而从另一个角度看，这也是房地产高频数据框架搭建的难度所在。如何在纷繁复杂的数据中找到合适指标，准确反映地产不同环节的真实状况，最终系统评估地产运行。

站在地产企业角度，房地产行业主要涉及融资、拿地、销售、施工四个环节。我们构建地产高频数据框架，也从这是个环节入手。

环节一，房企融资。

房地产企业可以主要有销售回款、贷款、自筹、各项应付款。其中销售回款和贷款这两项资金来源对房企而言最为重要。销售回款在历史上取决于前期的按揭利率，贷款变动在最近两年与政策导向有关。自筹、各项应付款则是销售数据的滞后指标。

总言之，房企销售端，我们主要跟踪销售回款和房企贷款。跟踪时注意两个逻辑链条，按揭利率领先销售回款，表内贷款与地产融资政策松紧相关。

环节二，房企拿地。

土地出让金数据质量最高，但数据公布相对滞后，从高频跟踪角度，土地出让金并非一个好指标。可以通过百城土地成交代替土地出让。百城土地成交数据有三点优势，对全国土地市场所

反映的信息维度较为全面、立体；其次是可周度跟踪，频次较高；最后可以观测不同能级城市间的差异分化。

总言之，房企拿地端，我们主要跟踪百城土地成交数据。

环节三，房地产销售。

一是通过按揭贷款利率预判商品房销售的未来方向；二是通过相关工业品的产销率对销售进行同步验证；三是跟踪高频房屋成交数据以观测不同能级城市的景气度差异；四是参考第三方机构的房企销售数据，提前半月得到全国房地产市场的大致图景。

总言之，房地产销售端可跟踪高频数据较多。我们主要用利率、工业品、30 城房屋成交面积、房企销售等四方面数据捕捉不同维度的房地产销售状况。

环节四，房企施工。

房企施工环节的重点在于新开工。施工和竣工数据由于数据质量问题，研究价值较弱。我们认为判断新开工的大致方向取决于前期商品房销售和土地成交情况，而落实到具体跟踪时，可通过螺纹等建材消费量增速对新开工进行验证。

总言之，我们分新开工方向判断和实际落地两个维度展开。其中用房地产销售、土地成交等指标判断新开工方向，用工业品量价验证实际落地情况。

表 2：四个环节跟踪房地产行业

四个环节	映射情况及逻辑关系	相关指标	频次	重要程度
融资端	销售回款决定资金整体走势	参考房地产销售数据	中等	☆☆☆☆
	贷款资金反映政策导向	信托贷款余额（季度）、上市银行财报（半年度）	低	☆☆
	自筹资金滞后销售数据	自筹资金来、信托贷款	低	☆☆
	各项应付款与地产景气度负相关	信托发行利率与经常同步	中等	☆☆☆
土地市场	土地成交情况反映开发商意愿	百城土地成交（周度）、土地出让金（月度）	高	☆☆☆☆
	土地成交价格反映开发商能力	百城土地溢价率（周度）、土地购置均价（月度）	高	☆☆☆☆
商品房销售	按揭贷款利率领先按揭贷款	央行公布的按揭贷款加权利率（季度） 咨询公司公布的首套房、二套房贷款利率（月度）	中等	☆☆☆☆
	工业品表需印证房地产销售	玻璃、电解铝产销率（周度）	高	☆☆☆☆☆
	高频房屋成交看景气度分化	30大中城市房屋成交面积（周度）	高	☆☆☆
	第三方机构发布的房企销售数据	五十强、一百强房企销售（月度）	中等	☆☆☆☆
房屋施工	销售拿地看新开工大致方向	房地产销售、土地成交（月度）	中等	☆☆☆☆
	建材消费量同步新开工	水泥磨机开工率、螺纹表观消费量（周度）	高	☆☆☆☆☆

资料来源：民生证券研究院整理

4 基建和地产最新动态

高频数据反馈近期基建投资运行状况如下：

第一，去年 12 月以来的基建投资反弹，此后基建修复趋势延续，当前基建复工情况良好。去年 11 月基建投资单月同比-7%，12 月修复至 4%，环比改善力度非常明显。高频数据印证今年 1 月以来基建投资仍在修复进程中。

第二，今年开年以来基建资金到位非常充裕。不仅预算内资金拨付力度较大，预算外资金同样匹配到位。穿透 1 月社融数据，1 月宽信用底层是基建融资需求扩张。尤其是 1 月份企业中长期贷款显著改善，意味着表内信贷正在积极投向基建。

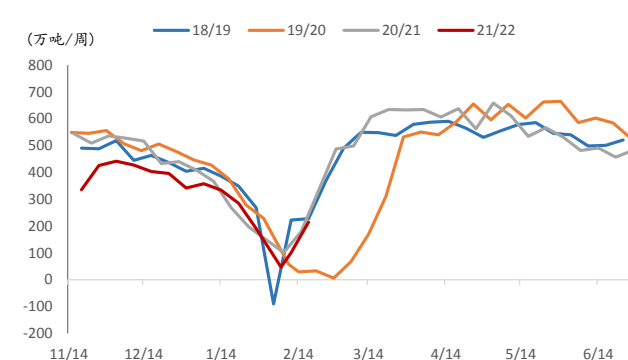
第三，工业量价表明开年基建项目也在积极落地。根据近期螺纹钢的表观消费情况，建筑业的复工可能好于季节性。在房地产数据未见起色的背景下，我们认为主要由基建需求带动。此外，铜价现货升贴水显著高于同期水平，意味着铜现货紧张，对一季度电力需求可以更乐观一些。

图 1：今年 1 月企业中长贷上升预示基建资金支持较好



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：螺纹钢表需验证基建复工情况较好（农历对齐）



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：以春节前后作为时间点作为横坐标，采用农历对齐，18/19 指时间跨越了 2018 年-2019 年，以此类推。

高频数据反馈近期地产链表现如下：

第一，当前房地产行业短期仍面临压力。主要有两点原因，一是百城土地成交面积今年以来并未改善，百城住宅用地成交年度增速从 2021 年 12 月份的-23%下滑至 2022 年 1 月的-30%；

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_37732

