

疫情之外，地产是另一个关键

- 调控经济需要抓住主要矛盾。当下中国经济的主要矛盾在疫情和地产。在疫情冲击之下，2022年4月我国宏观经济数据全面下滑。但从高频数据来看，疫情对我国经济活动的冲击程度可能已到峰值，最坏的时候很可能正在过去。
- 地产是当前我国经济的又一个关键。目前，地产行业的恶性循环仍未被打破，整体处在极为反常的状态。在过去十几年中，地产行业的融资对利率高度敏感。但延续了十几年的按揭贷款增速与国债收益率降幅之间的正相关性现在已被打破，二者当下的背离程度前所未见。2022年4月，土地购置面积增速下滑至10年新低，土地购置价格增速却上升至10年新高，二者的背离程度之大，也前所未见。
- 在地产行业陷入自身难以摆脱的恶性循环之中，地产开发商信用风险居高不下之时，由政府信用背书的行业性“困难资产救助计划”可以有效重塑行业信心，从而让地产开发商尽快回到正常状态。在地产供给恢复之前，如果对地产需求刺激得过快或过猛，很可能让房价大幅上涨，令宏观政策陷入两难。为了更好控制地价房价上涨，也有必要调整对地价有明显推升作用的集中供地政策。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

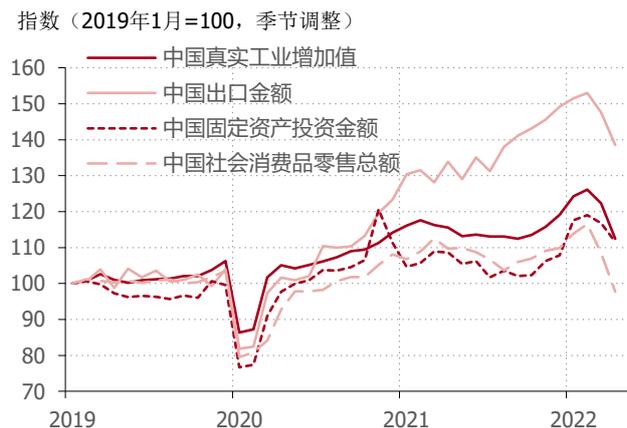
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

受疫情冲击，2022年4月我国宏观经济数据全面下滑。季节调整之后，4月我国工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资金额和出口的绝对水平均显著下滑。注意，这代表着经济活动绝对规模的收缩，而不仅仅是增速的放缓。由于疫情的影响在3月经济数据中就已浮现，4月数据走弱不算意外（参见笔者2022年4月20日发布的报告《警惕经济的二次探底风险》^[1]）。（图表1）

图表 1. 2022年4月，国内各项经济数据季调后的绝对水平均明显下滑



资料来源：万得，中银证券

尽管疫情对经济的影响不小，但从高频数据来看，疫情的冲击程度可能已到峰值。进入5月之后，公路整车货运指数已经从4月的低位回升，10大城市地铁客运量也有企稳之势。再考虑到近几周国内新增新冠确诊病例数明显走低趋势，最坏的时候很可能正在过去。（图表2）

图表 2. 从公路整车货运指数和地铁客流量这些高频数据来看，疫情对经济活动的冲击可能已到峰值



注：10大城市包括北京、上海、广州、成都、南京、武汉、重庆、西安、郑州、苏州。

资料来源：万得，中银证券

尽管疫情影响到了经济的方方面面，但有必要分辨经济不同方面受到疫情影响的程度。那些受疫情影响比较大的经济活动，在疫情消退后反弹的动能也会比较大。而那些走弱的原因主要在疫情之外的经济指标，则很难因为疫情的消退而明显改观。

在4月主要的经济数据中，工业生产（工业增加值）和消费（社会消费品零售总额）的走低应该主要缘于疫情影响。疫情带来的供给冲击之影响在3月工业增加值数据中就已显现，并在4月数据中进一步显化。餐饮消费断崖式滑坡也凸显了疫情对消费的影响。不过，4月我国出口金额的走低倒应该主要是外需走弱所致。一个证据是，在最近的两个月，我国出口集装箱运价指数跟随出口金额走低而下滑。但同期，疫情冲击程度小于我国的东南亚国家，其出口集装箱运价指数也明显下降。（图表3）

图表3. 近期我国和东南亚的出口集装箱运价指数均下降，我国4月出口下降应更多是外需走弱所致



资料来源：万得，中银证券

在4月主要经济指标中，固定资产投资金额下滑幅度最小。但在投资整体稳健的图景背后，是制造业投资、基建投资和地产投资的分化，以及地产行业持续的弱势。事实上，当前中国经济的主要矛盾就在于疫情和地产两方面。在疫情之外，地产是当前经济的又一个关键。

在2022年4月20日发表的《警惕经济的二次探底风险》一文中，笔者曾说：“地产行业的预期已经转为悲观，悲观预期自我实现的恶性循环已经形成。在这循环中，地产开发商信用风险的上升与外界对地产行业信心的下降相互加强。”目前，地产行业的恶性循环仍未被打破，且情况又因疫情而进一步恶化。季节调整之后，地产投资资金来源的绝对规模在4月显著下滑，创下近5年的新低。（图表4）

图表 4. 季调之后，地产投资资金来源绝对规模在 2022 年 4 月显著下滑，创 5 年新低



资料来源：万得，中银证券

比融资下滑更让人担心的是，目前地产行业的融资处在极为反常的状态。从历史经验来看，地产行业融资对利率高度敏感。在过去十几年，地产按揭贷款的同比增速与 10 年期国债收益的同比降幅之间高度正相关——利率下降通常伴随着按揭贷款增长的加速。但在今年前 4 个月，10 年期国债收益率低于去年同期，且同比降幅还逐步走扩，但同期按揭贷款同比增速却在负值区间越陷越深，并在今年 2 月、3 月和 4 月连创新低。按揭贷款增速与国债收益率降幅之间的相关性已被打破，二者当下的背离程度前所未见。（图表 5）

图表 5. 地产按揭贷款走势与利率走势显著背离，表明地产市场融资处在极度不正常的状态



资料来源：万得，中银证券

利率下降之所以未能带动按揭贷款增长，正是因为地产行业已陷入恶性循环。在地产开发商信用风险居于高位之时，购房者会担心自己购买的期房能否顺利交付。在面对房屋交付不了的风险时，购房者的购房意愿很难因为利率降低而明显提高。如果不能化解地产开发商的系统性信用风险，金融机构和购房者对开发商的信心不能重建，地产行业就很难回归正常状态，反倒可能在恶性循环中越陷越深。

面对地产行业的弱势，从今年4月以来，各地的地方政府已纷纷开始放松地产政策，通过降低首付比例、提供购房补贴、取消限售等政策来提振地产销售。2022年5月15日，人民银行和银保监会还联合发通知下调房贷利率^[2]。过去，这些刺激地产需求的政策往往能明显提振地产销售，带动地产投资回暖，进而让地产行业走出低谷。但当下地产行业的情况与过去大不一样。在持续的融资挤压中，开发商拿地建房的意愿已经大大降低，令地产供给大为收紧。从2021年2季度开始，房屋新开工面积和土地购置面积就进入负增长状况。在最近3个月，房屋新开工面积同比负增长29%，土地购置面积同比负增长48%，均创出了近15年的最低增速。在地产供给瓶颈收得如此之紧时，刺激地产需求很可能让房价大幅反弹。（图表6）

图表 6. 当前地产销售、新开工及土地购置面积均处在深度负增长的状态



资料来源：万得，中银证券

事实上，房价上涨的种子在2021年“集中供地”政策开始推行时就已埋下。在2018年8月6日发表的《房价的虚实二象性》一文中，笔者曾论述过，土地垄断供应带来的土地和房屋的供给不足，是我国房价持续上涨的根本原因^[3]。2021年开始推行的“集中供地”政策，初衷可能是平抑房价，但实际效果却是进一步加大了土地供应的垄断程度，从而给地价和房价上涨带来了更强动力。

目前，集中供地政策推升地价的效果已经充分显现。在过去，我国土地购置面积增速与土地购置价格增速之间有一定正相关性。但从2021年开始，二者走势显著背离：土地购置面积增速一路走低，土地购置价格增速则一路走高。2022年4月，土地购置面积同比增速下滑至-48%，创10年新低；

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_42062

