

地产和实体经济的脱钩

证券研究报告

2022 年 08 月 22 日

作者

7 月的经济和金融数据下滑，主要是受房地产的拖累。地产销售的再度探底对固定资产投资、居民住房类消费、上下游工业生产、政府财政收入等形成了拖累。

但现在到了需要重新审视地产和经济关系的时候。

在过去，房地产虽然不是经济周期的驱动力，但其债务驱动的发展模式是经济周期的放大器。随着人口、城镇化、工业化大周期的见顶，地产大周期自然回落。这也意味着债务驱动、预支未来的发展模式在快速退潮。在这种情况下，无论是经济对地产的依赖程度、还是地产对经济的贡献率都将下滑。地产加速“去金融化”的同时，经济周期也在加速和房地产脱钩。

这一迹象，在目前也已经略显端倪。可以看到在地产下行背景下，国内经济增长的新动能不断发展壮大。比如汽车消费与地产的关系逐渐减弱，汽车消费在地产下行的时候表现出强韧性；再比如国内的低成本优势与产业链韧性共同推动中国出口份额提高，而出口的强韧性又逐渐与国内制造业升级形成正向循环。

风险提示：国内疫情再度出现明显反弹；房地产资金压力迟迟未得到好转；海外经济下行超预期带动对国内出口形成拖累。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

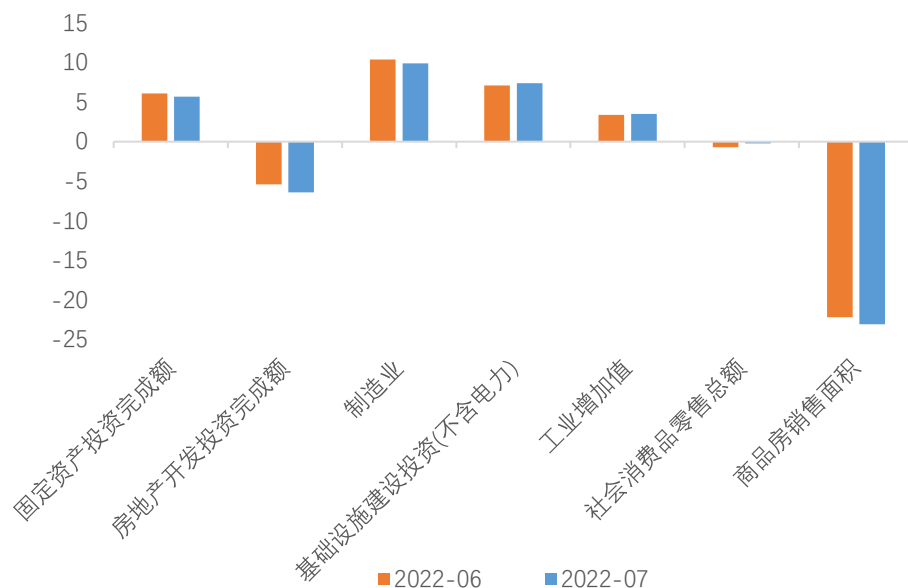
相关报告

1 《信贷还有领先性吗？》

2022-08-14

7 月的经济和金融数据下滑，主要是受房地产的拖累。

图 1：1-7 月各项经济指标累计同比增速（%）

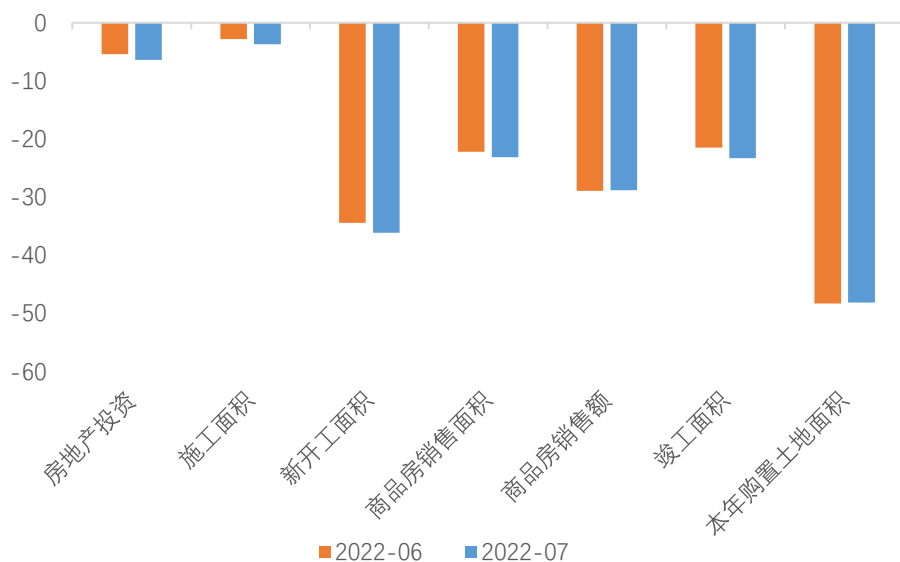


资料来源：WIND，天风证券研究所

首先，房地产销售二次下滑，投资继续下行，对经济构成直接拖累。

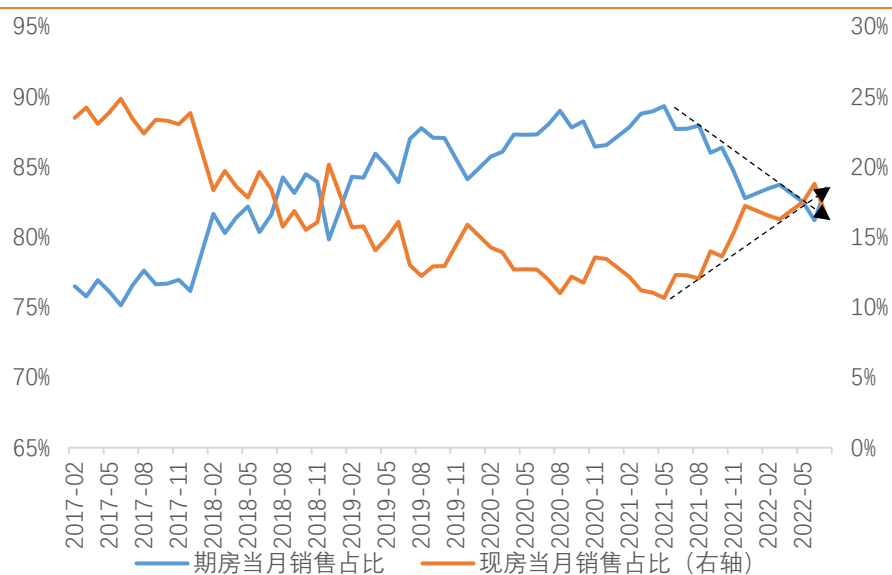
7 月房地产销售面积再度下滑，当月同比 -28.9%，6 月为 -18.3%；累计同比 -23.1%，6 月为 -22.2%。而且从高频数据上看，8 月上旬 30 大中城市商品房成交面积继续下行，前 20 日日均成交面积为 37.4 万平方米，7 月日均成交为 42.2 万平方米，去年 8 月为 48.8 万平方米，地产销售企稳困难。

图 2：房地产分项累计同比增速（%）



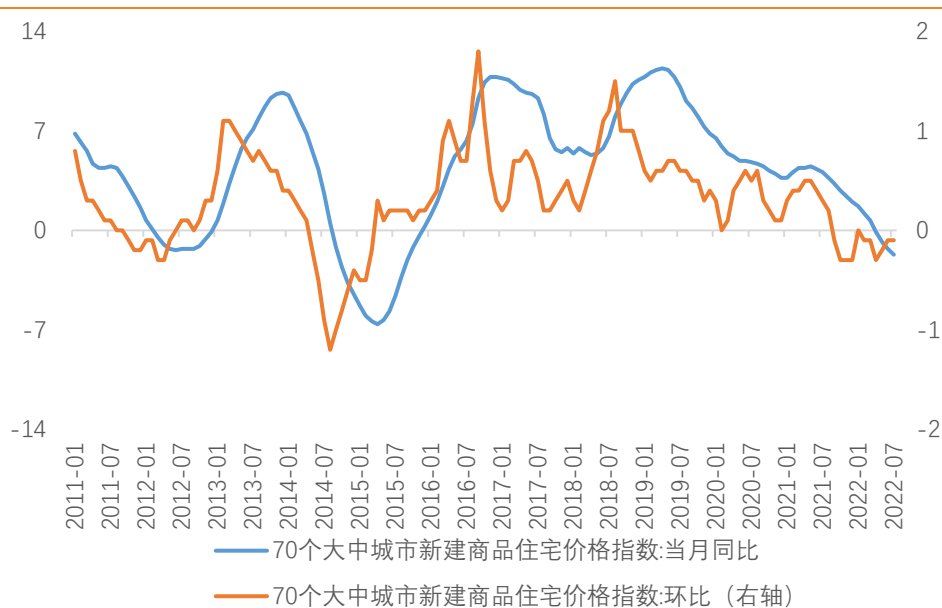
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：期房交付占比震荡回落



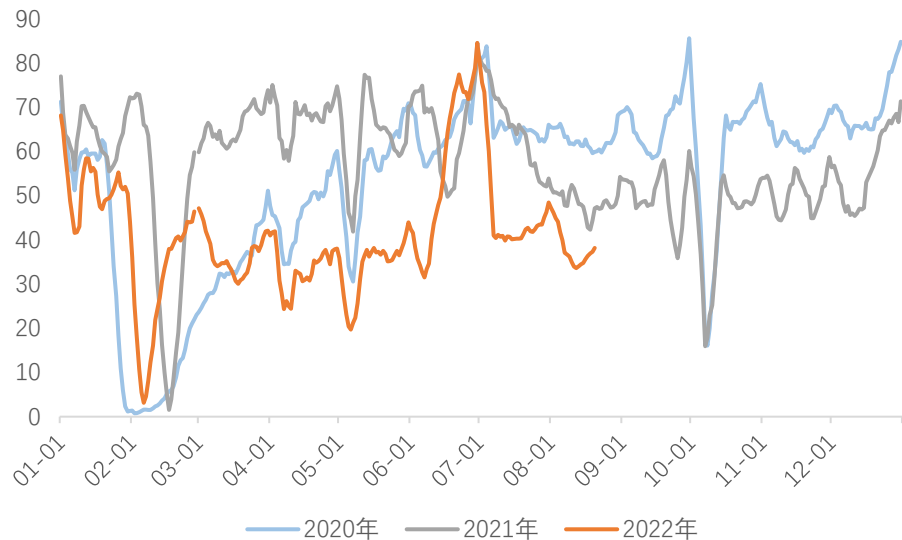
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：房价处于负增长区间（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：30 大中城市商品房成交面积 7 日移动平均



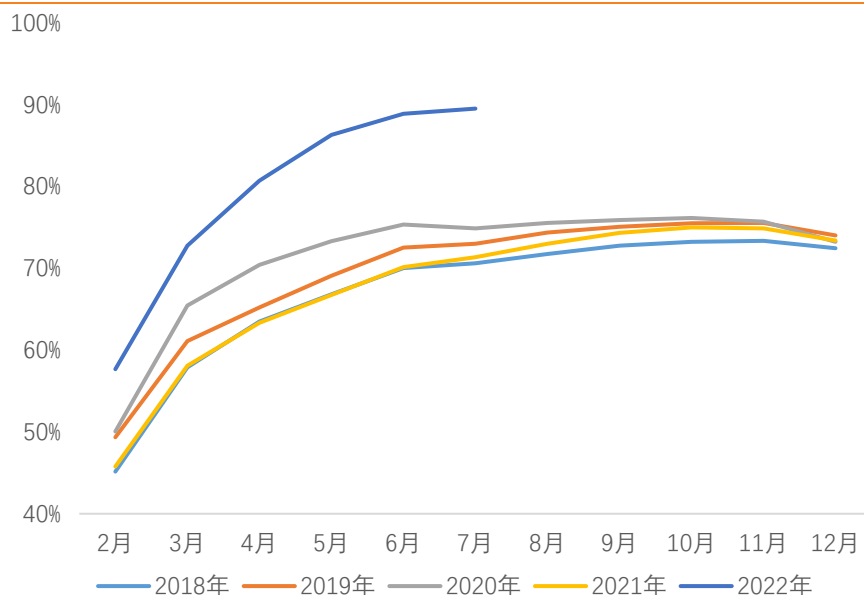
资料来源：WIND，天风证券研究所

销售疲软继续拖累地产投资，1-7 月房地产开发投资同比-6.4%（前值-5.4%）。目前，房地产销售回落加重了房企面临的资金压力，结果是 7 月房企到位资金同比-25.4%，其中国内贷款、定金及预收款和个人按揭贷款同比分别为-28.4%、-37.1%和-25.2%。

资金流紧张，房企只能力保施工端，对于拿地和新开工尚无能为力：1-7 月施工面积同比增速-3.7%，高于新开工面积增速 32.4 个百分点，高于土地购置面积增速 44.4 个百分点。同时，1-7 月房地产开发投资完成额占开发资金来源的比重已经达到 90%，大幅高于过去 3 年同期均值 16 个百分点。后续如果融资端压力继续，房企维持施工端的压力也会增加。

所以，后续稳地产的核心在于融资：一是在需求端稳销售，比如央行降息引导 LPR 下调，地方继续放松“五限”政策等；二是在供给端控风险，比如地方国资联合地方 AMC 针对交付困难的项目成立市场化纾困基金、AMC 针对出险房企出台定向纾困方案等。

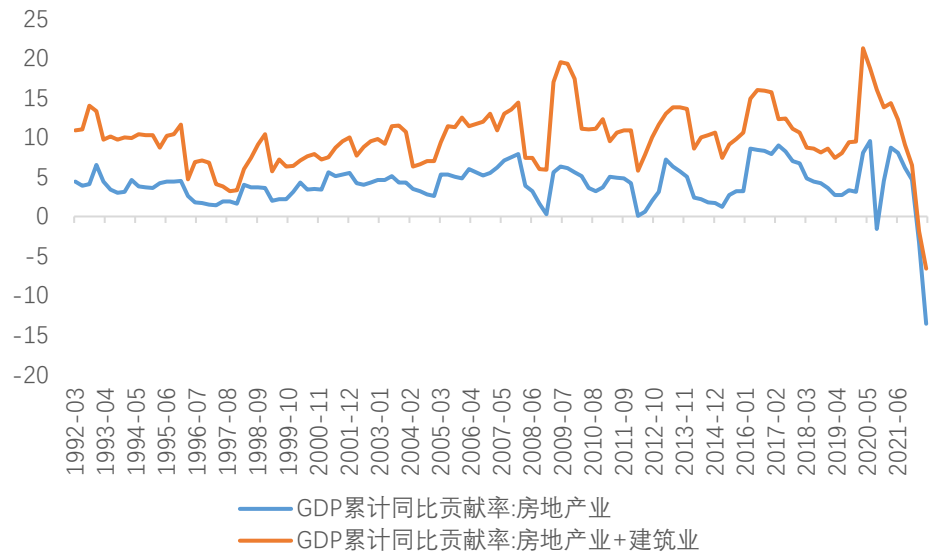
图 6：房地产开发投资完成额占开发资金的比重



资料来源：WIND，天风证券研究所

总的来说，地产上半年对经济形成了明显拖累，上半年房地产业和建筑业对 GDP 同比的合计贡献率为-6.59%，其中房地产业贡献率为-13.6%，创历史新低。从支出法角度看，二季度房地产开发投资完成额对 GDP 的贡献率为-37%（房地产投资完成额增量与 GDP 现价投资增量的比值）。

图 7：房地产+建筑业对 GDP 的同比贡献率下滑（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

其次，房地产对其他经济分项造成了明显拖累。

第一，地产对社会零售消费品的拖累，体现为部分地产类商品消费继续负增。7 月建筑及装潢材料类消费同比-7.8%，家具类消费同比-6.3%。不过因为今年夏季偏热，家用电器和音像器材类（主要是空调等消费）消费走高，当月同比从 6 月的 3.2%上行至 7 月的 7.1%，并带动地产类消费逆向走高。

第二，地产对工业生产的拖累，主要体现为和施工有关的黑色金属冶炼和压延加工业增加值当月同比从 6 月的 0.6%下滑至 7 月的-4.3%，和竣工有关的平板玻璃产量当月同比从 6 月的-0.1%下滑至 7 月的-0.9%。

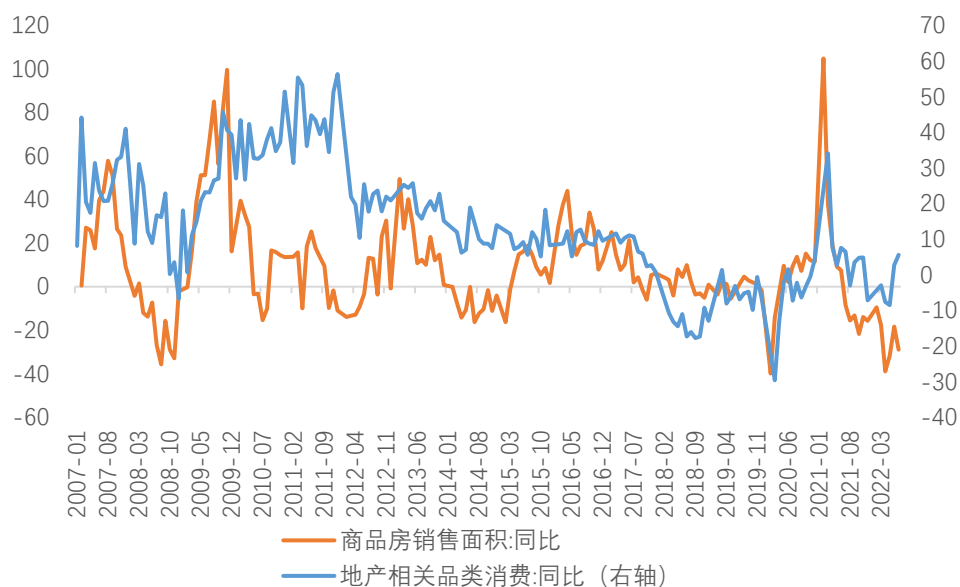
同时，地产相关制造业的投资增速也维持低位，7 月黑色金属冶炼和压延加工业投资完成额累计同比为 1.7%，大幅低于制造业投资 9.9%的增速。

第三，房地产也是服务业的重要组成部分。2022 年二季度，房地产业占第三产业的比重为 12.3%，房地产市场疲软也使得 7 月服务业生产指数同比从 6 月的 1.3%下滑至 0.6%。

地产对财政的拖累主要体现在土地出让收入和地产相关税收上。1-7 月国有土地使用权出让收入同比-31.7%，与土地和房地产相关的 5 类税收收入累计同比-8.6%，其中契税-28.3%，土地增值税-9.2%，是主要拖累。

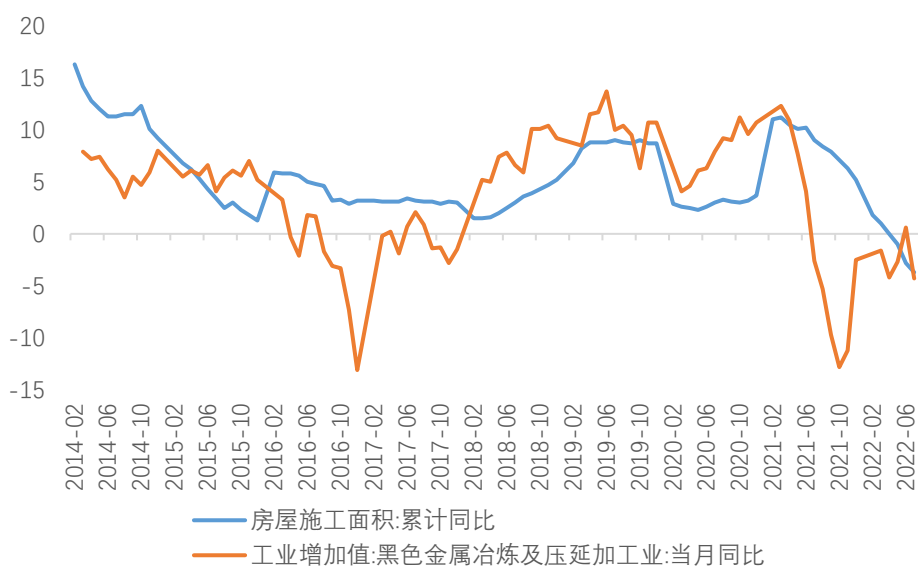
另外，地产是阻碍“宽信用”的最直接原因。2022 年上半年人民币房地产贷款增加 6685 亿元，仅占同期各项贷款增量的 4.9%，大幅低于去年同期的 2.4 万亿。其中，新增个人购房贷款仅 5400 亿元。7 月拖累仍在延续，居民中长期贷款仅新增 1486 亿元，同比减少 2488 亿元；房地产开发资金来源中的国内贷款 7 月仅增加 1224.3 亿元，同比减少 713 亿元。

图 8：地产销售与地产类消费同比增速（%）



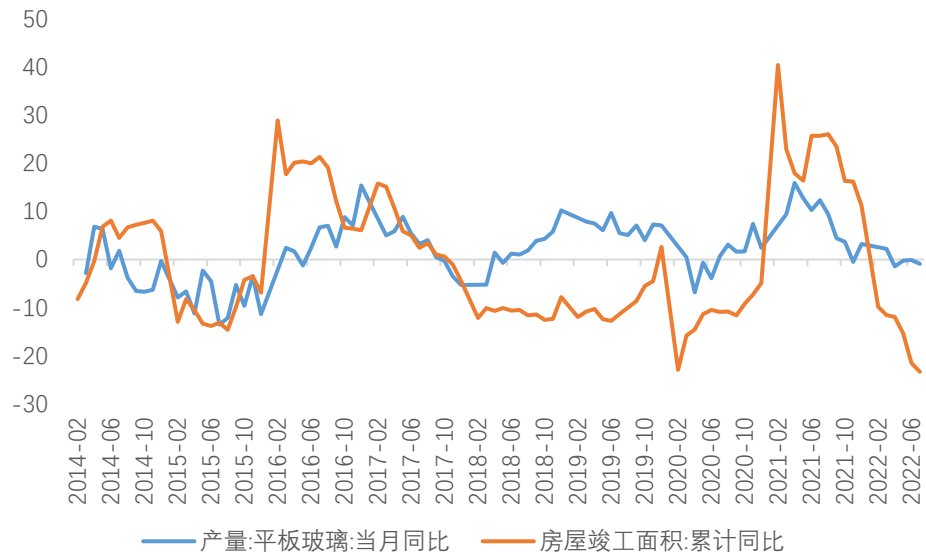
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 9: 房屋施工面积同比与黑色金属冶炼及压延加工业 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 10：竣工面积同比与平板玻璃（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

但是，现在也到了需要重新审视地产和经济关系的时候。

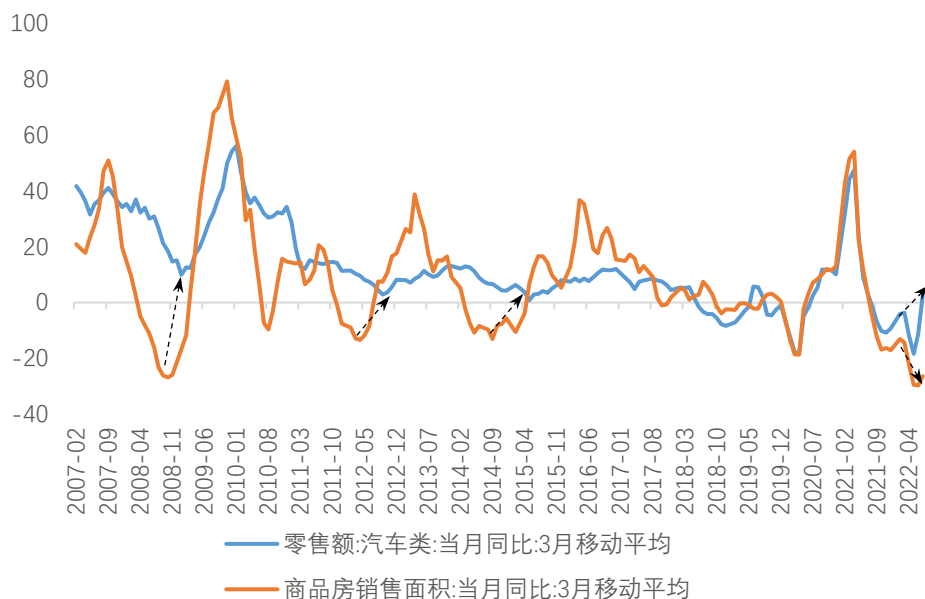
在过去，房地产虽然不是经济周期的驱动力，但其债务驱动的发展模式是经济周期的放大器。随着人口、城镇化、工业化大周期的见顶，地产大周期自然回落。这也意味着债务驱动、预支未来的发展模式在快速退潮。在这种情况下，无论是经济对地产的依赖程度、还是地产对经济的贡献率都将下滑。地产在加速“去金融化”的同时，经济周期也在加速和房地产脱钩。

虽然地产表现差，拖累了部分经济数据的表现，但不受地产影响的经济结构越变越大，并且表现出趋势。

第一是消费和服务，以前受地产影响大，现在影响正在减弱。

商品消费中汽车消费表现亮眼，7月汽车消费同比增长9.7%，显著高于商品零售3.2%的同比增速。8月国内汽车消费继续高增，8月第一、二周乘用车厂家零售同比增速分别为21%和25%，高于7月第一、二周的水平。且从数据上看，地产与汽车的关系也出现变化，此前汽车消费受房价上涨带来的财富影响明显，所以地产销售领先于汽车消费。但是近年来随着财富效应逐渐减弱，这一领先关系也在逐步减弱，且今年汽车消费与地产销售出现了一定的背离。

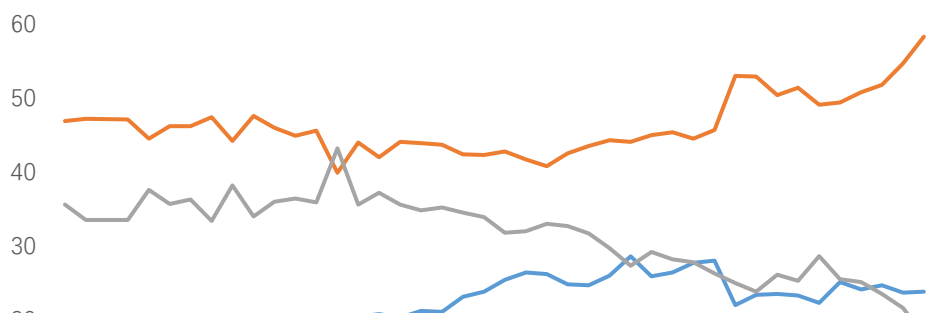
图 11：地产销售与汽车零售同比走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

央行调查问卷数据也显示，去年以来居民的消费意愿（更多消费占比）并无明显变化，发生下降的主要是居民的投资意愿（更多储蓄占比），这则是受房地产的拖累，对应于金融数据的不缺钱（M2 高）、不借钱（信贷低）。

图 12：居民储蓄意愿上升、投资意愿下降、消费意愿不变



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_45487

