



11 月经济数据的喜与忧



【财新网】(专栏作家 李奇霖 特约作者 孙永乐) 从央行降准到政治局会议, 从中央经济工作会议到专项债额度提前下达, 12月以来, 市场信号繁多, 政策已经开始积极布局明年年初的各项经济工作事项了。

偏积极的政策表态让市场在确认目前经济有下行压力的同时, 对后续政策发力也抱有很大的期望, 提前下达的专项债能否推动基建增速上行; “因城施策”背景下, 部分地区监管政策放松力度如何, 房地产投资增速能否企稳等都成为了市场目前十分关注的重点。

在这样的情况下, 分析当下各项经济指标的走势, 对于我们判断后续经济方向有很大的作用。

从目前公布的11月经济数据上来看, 11月经济数据喜忧参半。

乐观的是目前随着政策发力, 房地产销售有所回暖, 并带动房企加快竣工。同时, 在出口的拉动下, 制造业投资、工业生产等的表现都不错。

但我们也要注意, 目前房企的拿地还在进一步下行。另外, 在疫情影响下, 居民消费迟迟没有修复, 而因为缺少合格项目等, 基建也尚未发力。

第一, 我们先来看一下固定资产投资。

1-11月全国固定资产投资(不含农户)同比增长5.2%, 比1-10月份回落0.9个百分点; 两年平均增长3.9%, 比1-10月份加快0.1个百分点。

房地产投资方面，11月房地产投资延续了下行趋势。1-11月份，全国房地产开发投资同比增长6.0%（前值7.2%），两年平均增长6.4%（前值6.8%）。

随着监管政策边际放松，房地产的销售端在11月是有所回暖的。销售数据显示11月房地产销售面积1.5亿平方米，两年平均同比下滑1.8%（前值为-5.0%），降幅相比于10月略有收窄。央行数据也显示，11月个人住房贷款增加4013亿元，较10月多增532亿元。

但是对于销售端我们还是要谨慎判断，11月销售的回暖一部分原因是季节性回暖，还有一部分原因是按揭贷放松之后，前期被压制的需求一次性释放，从而推动销量回升。

但是我们更应该认识到，现在制约居民购房意愿的有这么几点：一是房地产税即将试点落地，居民观望情绪较重；二是个别房企出现交付难，居民谨慎购买期房；三是房价上涨预期逐渐改变，远期预期的改变对居民购房特别是购买期房的影响是更加长远的。

考虑到目前中国以期房交付为主，房地产销售市场走弱的趋势是否已经改善，短期还是需要进一步观察。

这一点从12月上旬的30大中城市商品房成交面积上也能够看出来。截至12月13日，30大中城市商品房日均成交面积仅有40.1万平方米，明显弱于季节性，也低于11月的水平。其中，三线城市的表现又会明显弱

于一线、二线城市。

在房地产销售依旧偏弱的时候，个别房企可能会尝试通过降价出售来回笼资金，但是出于民生等方面的考虑，这样的行为往往会被制止，这就加剧房企特别是三四线城市房企的回款难度。

在销售偏弱的时候，房企对后续行业整体走势的预期自然也会比较谨慎。体现在房地产投资数据上就是房企加快竣工，减少拿地。

现在，监管对房地产企业的融资约束在边际上的确有所放松，比如开发贷加快投放，再比如近期证监会就表示会支持优质房地产企业发行债券，资金可用于出险企业项目的兼并收购。

在政策底出现之后，房地产行业率先修复的是什么呢？是竣工端。

无论是保民生的政策导向，还是自身出于回笼资金的需求，房企的优先选择就是竣工，所以我们能够看到 11 月竣工同比大幅回升，两年平均同比增长 9.1%，前值为-8.3%。

与之对应的是，施工和新开工虽然略有回升，但是依旧处于负区间。11 月当月新开工两年平均同比增速为-9.3%（前值为-16.8%），施工面积两年平均同比增速为-8.2%（前值为-15.4%）。

但是目前行业底并没有出现，现在房地产行业特别是其中的低资质企业，整体资金压力依旧很大。根据 wind 数据显示，11 月就有三只房地产债发生违约。

在这样的情况下，市场的情绪依旧很弱，比如上周末有小道消息在市场间流传，然后周一某房地产企业的债券应声大幅下跌。

这也就意味着房企特别是低资质的房企从市场上获取资金的难度是很高的，资金压力依旧不小，而且明年一季度还是房企美元债的到期高峰，企业的再融资压力也很大。

在这样的情况下，房企与其拿地扩大规模，不如留着为数不多的资金度过接下来的寒冬，特别是临近年底，工程款结算、工资发放的压力可能都不小。

对房企而言，这时候只要有资金，比其他房企能熬，那么后期随着行业逐渐出清，政策边际好转，剩余房企自然就会迎来新的机遇期。

这也就解释了为什么现在房企，特别是民企一般都不拿地、扩大规模了。

从数据上看，11月房地产开发企业土地购置面积累计同比下降11.2%（前值-11%），当月两年平均同比下滑14.1%（前值-15.4%）。

拿地的主力是谁呢？是国企、央企。在第三批土地集中出让的过程中，国企和央企成为了拿地主力。比如广州成交的13宗地有12宗是由国企拿下的，深圳成交11宗地，民企仅获得2宗地。

相比于民企，国企、央企在行业寒冬里，因为自身信用资质好，从市场上获取资金的难度往往更低。比如根据wind数据显示在10月-12月14

号里，民企发债规模仅占总发债规模的 4.7%，国企、央企占比则达到了 88.7%，是发债的主力。

另外，一般国企自身的资产负债情况也会好一些，那么在这时候，它们往往能够把握住机会，通过并购，通过适度拿地增加项目储备等方式在这一轮房地产行业供给侧改革中占据先机。

后续值得关注的是什么呢？

重点在于“因城施策”。现在政策转型的方向肯定不会变，“房住不炒”战略被多次提及。但是因为三、四线城市等经济下行压力较大，所以中央经济工作会议重提了“因城施策”。后续可以关注部分地区出台的激励政策。

基建投资方面，11 月基建投资表现依旧明显低于预期。1-11 月份基础设施投资同比增长 0.5%，前值为 1%，略有下滑。

现在基建迟迟没有发力的原因是什么呢？

肯定不会是缺钱，近几个月政府债是在加快发行的，截至 12 月 15 号，根据 wind 数据显示，专项债的发行进度已经达到了 98%，可以说已经完成发行计划了。

为什么专项债没能拉动基建呢？主要原因肯定还是缺少合格的项目。这一点就比较好理解了，缺项目是近两三年来制约基建发力的核心点。这并不会因为到了年末就突然改善了。

至于专项债资金用途更改，按照《地方政府专项债券用途调整操作指引》的规定，原则上省级财政部门会在每年9月底前可集中组织实施1到2次项目调整工作，这也就意味着今年是没有时间去调用途了。

在这样的情况下，基建要发力需要什么条件呢？

需要监管力度适度放松，但是这又触碰到了地方政府隐性债务监管的核心，政府一般不会放松的专项债项目的考核要求。比如，中央经济工作会议在强调财政积极的同时，也强调了要严肃财经纪律，坚决遏制新增地方政府隐性债务。

这也就意味着今年年末的基建本质上就是“螺蛳壳里做道场”了，空间不大。

那可以期待的是什么呢？是明年的基建。

一来财政表态更加积极，12月中央经济工作会议表示明年财政政策要保证财政支出强度，加快支出进度。在这样的情况下，政府已经提前下达了专项债额度，预计在明年一季度就会开始发行，从而对基建形成支撑。

二来明年的项目储备会更加充分，一方面是专项债项目从今年7月就开始准备了，项目前期准备的会更加充分；另一方面政策表态要适度超前开展基础设施投资，这也就意味着明年个别领域的项目审核会更加积极。

三来今年募集的专项债资金在明年加快下放。今年专项债的发行进度明显滞后，在10月-12月15号期间，专项债的发行规模达到了1.2万亿，

占总发行规模的 35%。预计有不少资金会到 2022 年年初才开始下发，为基建投资带来不少的增量。

四来因为今年一季度没有提前批，加上财政发力诉求不高，今年 1-2 月基建投资两年平均同比下滑 1.6%，这对明年会形成一个低基数的作用。

最后来看一下制造业投资。可以看到制造业投资依旧维持着韧性，1-11 月制造业投资增长 13.7%（前值 14.2%）。原因可能有这么几点：

一是上游的成本压力持续回落，随着“保供稳价”等政策的持续推进，上游原材料价格已经迎来了下行期。11 月 PPI 回落 0.6 个百分点，为 12.9%；采掘工业同比回落 6 个百分点，为 60.5%，预计后续还会继续回落。在这样的情况下，企业的成本压力有所减小，投资动力也会有所提高。

二是出口对制造业投资形成支撑。因为海外疫情再次反复（全球每日新增人数超过 60 万），海外供应链迟迟难以修复，全球对中国的生产力依赖程度较高，从而推动出口维持韧性，11 月出口同比上涨 22%，两年平均上涨 21%。

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_31287

