

2021 年 09 月 15 日

经济下行压力进一步加剧

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

穆仁文（联系人）

murenwen@kysec.cn

证书编号：S0790121060023

地产全线降温下，经济下行压力进一步加剧，短期降幅较大或还受疫情冲击。

● 地产链下行压力进一步加剧

地产销售持续降温。贷款集中度考核下，8 月，居民中长期贷款同比减少 1312 亿，连续四个月同比负增长；按揭供给受限下，地产销售从年中开始持续降温；商品房销售额及销售面积，8 月两年复合增速分别为 1.6%、-2%，较上月分别回落 2.4、2.1 个百分点。结构上看，二三线城市的销售压力较大，8 月商品房销售面积两年复合增速分别为-9.8%、-15.7%，较上月增速大幅下降 17、9.8 个百分点。

销售降温下，地产投资增速持续回落。地产投资，两年复合增速，连续 4 个月回落；其中，施工面积和新开工面积，两年复合增速-2.2%、-7.7%，持续负增长。展望后市，房企投资态度转谨慎下，四季度地产投资下行压力或加剧。从 2021 年重点上市房企半年报数据来看，房企地销比，从 2020 年的 27.1%，大幅回落 4.2 个百分点至 22.9%；房企投资谨慎下，8 月土地购置面积两年复合增长-10.8%。

长效机制管理思路下，地产调控政策定力或被市场低估。2020 年下半年以来，中央层面调控政策，进一步完善地产长效机制，重点收紧房企融资，以三条红线、贷款集中度、资金信托新规为调控核心，从非标、银行开发贷款、供应链金融等多方面，全面收紧房企融资渠道。对于需求端的调控，政策思路仍延续“因城施策”；2021 年以来，热点城市已出台限购、限贷、建立房价指导等调控措施。

重申观点：经济下行趋势已经非常明确，需要留意地产和出口两大动能走弱下，四季度经济加速回落的风险，或是年内市场低估的潜在风险；疫情反复扰动下，居民收入修复缓慢，拖累消费修复进度低于预期；“缺芯”、政策退潮影响下，汽车生产、销售趋弱；财政后置可能一定程度对冲经济下行，但较难改变经济趋势。

● 常规数据解析

8 月，工业生产进一步回落。8 月，工业增加值同比增速 5.3%，低于市场预期值 5.8%，两年复合增速 5.5%，较上个月回落 0.1 个百分点。其中，电力热力生产回落明显，两年复合增速 6.3%，较上月大幅增速回落 6.9 个百分点；制造业生产中，计算机通信、汽车生产增速回落，两年复合增速分别为 10.9%、0.2%，分别较上月回落 1.4、5.3 个百分点，或受到东南亚疫情影响下芯片供应短缺的影响。

8 月，制造业、基建投资增速回升。8 月，固定资产投资两年复合增速 4.3%、较上月回升 1.5 个百分点；其中，制造业、基建投资分别为 6.1%、0%，较上月分别回升 3.3、1.6 个百分点。制造业中，除有色冶炼、化学原料、汽车制造、食品制造外，多数行业投资增速均回升；纺织、运输设备、专用设备、计算机电子等行业投资增速改善明显，两年复合增速分别提高 11.4、7.2、5.6、5.5 个百分点。

8 月，社会消费品零售总额同比增长 2.5%，两年复合增速 1.5%，较上月大幅回落 2.1 个百分点。其中，餐饮消费两年复合增速为-5.8%，较上月大幅回落 6.6 个百分点；限额商品消费中，除办公用品、医药、化妆品、建筑装饰外，其余商品消费增速均回落。消费增速回落，或主要受 7 月下旬开始，全国疫情反复影响。

● **风险提示：**政策调整超预期，疫情超预期反弹。

相关研究报告

《宏观经济专题-德国大选观战指南》
-2021.9.12

《宏观经济点评-实体需求走弱的影响加速显现》-2021.9.11

《宏观经济点评-涨价传导延续》-
2021.9.10

目 录

1、 地产链下行压力进一步加剧，但调控政策定力不可低估	3
2、 常规数据解析	5
3、 风险提示	7

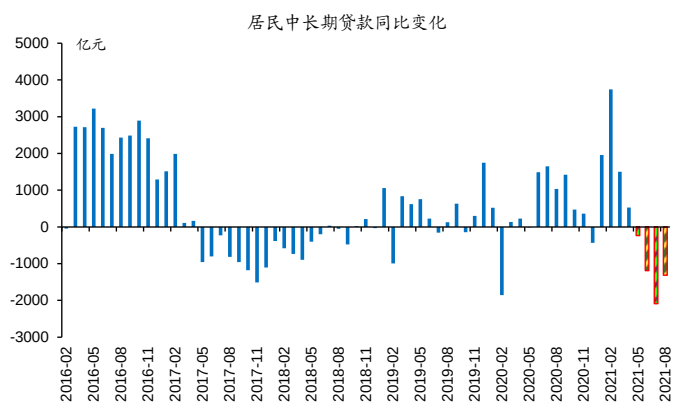
图表目录

图 1: 8 月，居民中长期贷款延续同比减少	3
图 2: 8 月，二三线城市地产销售面积同比下滑明显	3
图 3: 8 月，地产销售延续降温	3
图 4: 8 月，二三线城市地产库存去化周期恶化	3
图 5: 8 月，地产投资延续下滑	4
图 6: 8 月，新开工和施工面积维持负增长	4
图 7: 2021 年以来，上市房企拿地销售比明显下降	4
图 8: 土地成交面积持续下滑	4
图 9: 8 月，电力燃气供水生产增速下滑明显	5
图 10: 8 月，汽车、计算机通信生产回落	5
图 11: 8 月，制造业、基建投资回升，地产走弱	6
图 12: 8 月，多数制造业投资回升	6
图 13: 8 月，全国多地疫情有所反复	6
图 14: 8 月，餐饮消费增速明显下滑	6
图 15: 8 月，多数商品消费增速走弱	7
图 16: 2020 年，低收入家庭收入受冲击明显	7
表 1: 2020 年以来，地产融资监管政策持续收紧	4

1、地产链下行压力进一步加剧，但调控政策定力不可低估

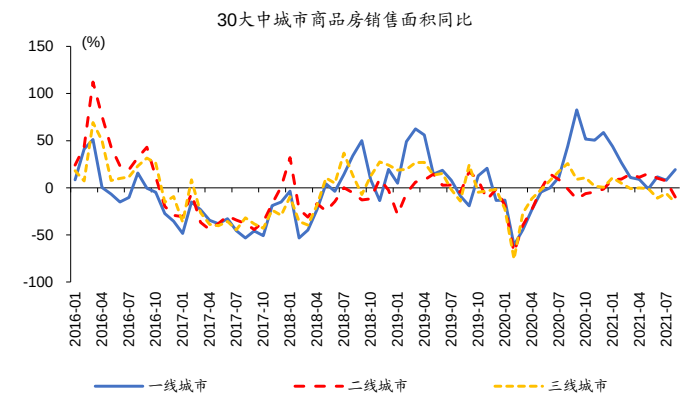
地产销售持续降温。贷款集中度考核下，8月，居民中长期贷款同比减少1312亿，连续四个月同比负增长；按揭供给受限下，地产销售从年中开始持续降温；商品房销售额及销售面积，8月两年复合增速分别为1.6%、-2%，较上月分别回落2.4、2.1个百分点。从结构上来看，二三线城市的销售压力较大，8月商品房销售面积两年复合增速分别为-9.8%、-15.7%，较上月增速大幅下降17、9.8个百分点；销售下滑背景下，二三线城市库存去化周期已开始由降转升。

图1：8月，居民中长期贷款延续同比减少



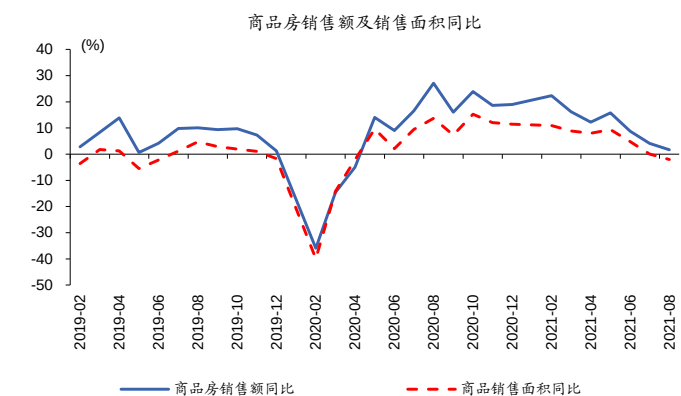
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-8月采用两年复合）

图2：8月，二三线城市地产销售面积同比下滑明显



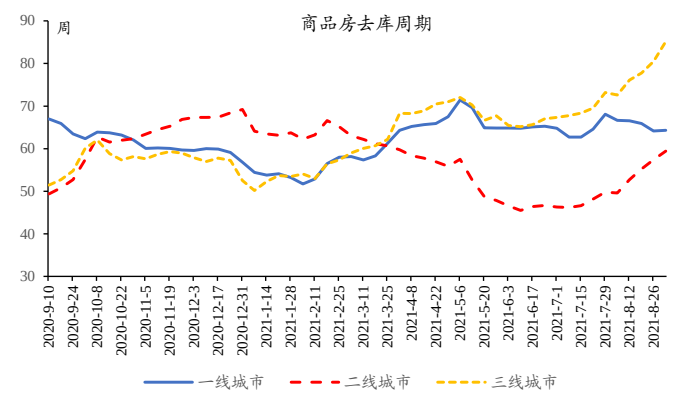
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-8月采用两年复合）

图3：8月，地产销售延续降温



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-8月采用两年复合）

图4：8月，二三线城市地产库存去化周期恶化

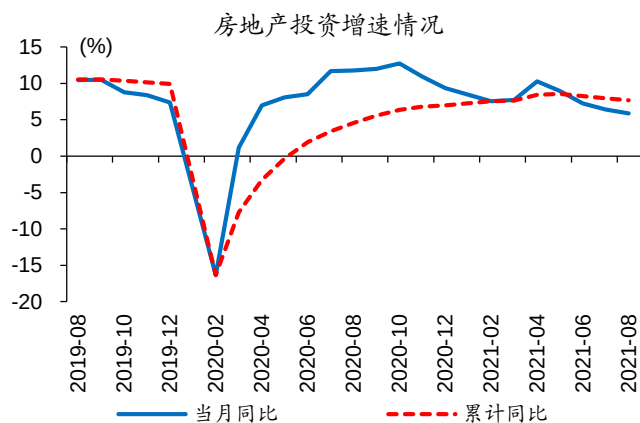


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售降温、融资趋紧下，地产投资增速持续回落。8月，房地产开发投资，两年复合增速5.9%，较上月回落0.5个百分点，连续4个月回落；其中，房屋施工面积和新开工面积维持负增长，两年复合增速分别为-2.2%、-7.7%；竣工面积两年复合增速7.6%，较上月回升3.6个百分点。展望后市，房企投资态度转谨慎下，投资

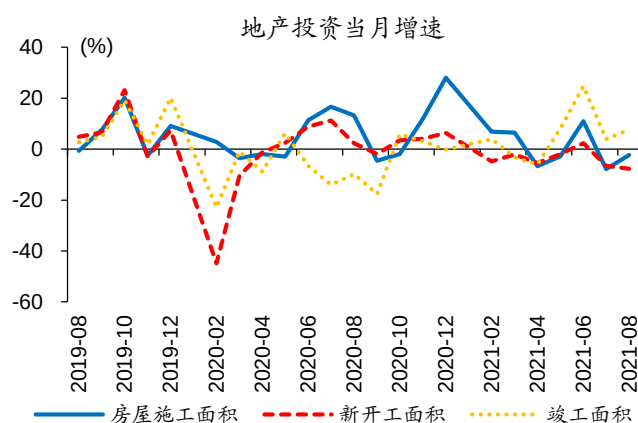
领先指标土地购置已有明显回落，四季度地产投资下行压力或加剧。从 2021 年重点房企半年报数据来看，购地面积与销售面积比值，从 2020 年的 27.1%，大幅回落 4.2 个百分点至 22.9%；房企投资谨慎下，8 月土地购置面积两年复合增长-10.8%。

图5：8 月，地产投资延续下滑



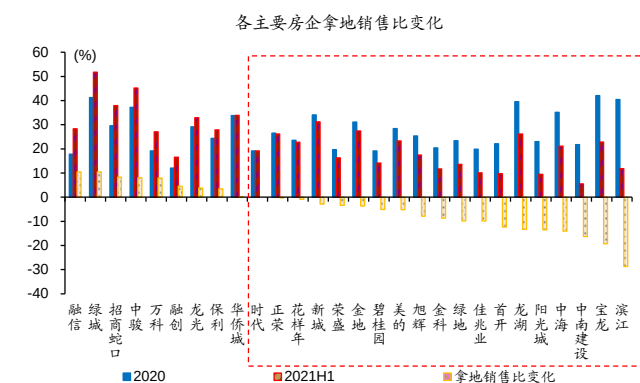
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-8 月采用两年复合）

图6：8 月，新开工和施工面积维持负增长



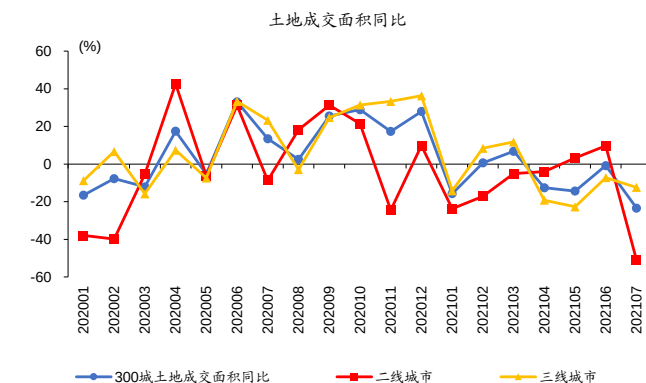
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-8 月采用两年复合）

图7：2021 年以来，上市房企拿地销售比明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：土地成交面积持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-8 月采用两年复合）

长效机制管理思路下，地产调控政策定力或被市场低估。2020 年下半年以来，中央层面调控政策，进一步完善长效调控机制，重点收紧地产融资，以三条红线、贷款集中度、资金信托新规为调控核心，从非标、银行开发贷款、供应链金融等多方面，全面收紧房企融资渠道。对于需求端调控，政策思路仍延续“因城施策”；2021 年以来，热点城市已出台限购、限贷等调控措施。

表1：2020 年以来，地产融资监管政策持续收紧

时间	部门	政策	政策内容
2020 年 5 月 9 日	银保监会	资金信托新规	信托非标单一集中度不超过信托公司净资产的 30%；集合资金信托非标投资总计不超过总的集合信托计划规模的 50%。

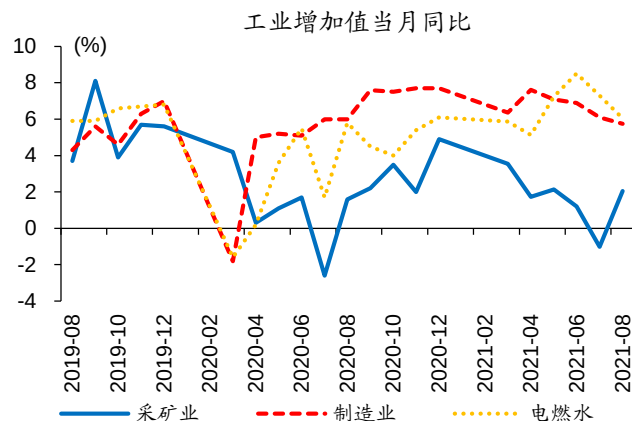
时间	部门	政策	政策内容
2020年8月20日	住建部、人民银行	房地产融资三条红线	明确重点房企资金监测和融资管理规则，根据企业剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比，将重点企业划分为红橙黄绿四档，每档有息负债增速作出规定。
2020年9月16日	银保监会	关于加强小额贷款公司监管的通知	小额贷款公司贷款不得用于房地产市场违规融资
2020年11月26日	银保监会	信托公司窗口指导	据证券时报报道，多家信托公司要求压降融资类信托规模，以2019年为基础平均压降20%，压降不达标的被要求全面暂停融资类业务
2020年12月31日	央行、银保监会	关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知	对银行建立房地产贷款集中度管理制度
2021年3月12日	人民银行	2021年上海信贷政策指引	要求金融机构合理控制房地产贷款增速和占比，切实防范消费贷款、经营性贷款违规流入房地产市场
2021年3月26日	银保监会、住建部、央行	关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知	联合开展经营贷违规流入房地产问题专项排查，对经营贷需求进行穿透式、实质性审核，发现贷款被挪用于房地产的将立刻收回，压降授信额度，并追究法律责任。
2021年5月21日	基金业协会	供应链ABS发行窗口指导	据21世纪经济报道，近期基金业协会对基金子公司房地产供应链类产品的备案叫停
2021年7月23日	住建部	关于持续整治规范房地产市场秩序的通知	整治套取或协助套取经营贷、消费贷等非个人住房贷款用于购房

资料来源：人民银行、银保监会、住建部、基金业协会、开源证券研究所

2、常规数据解析

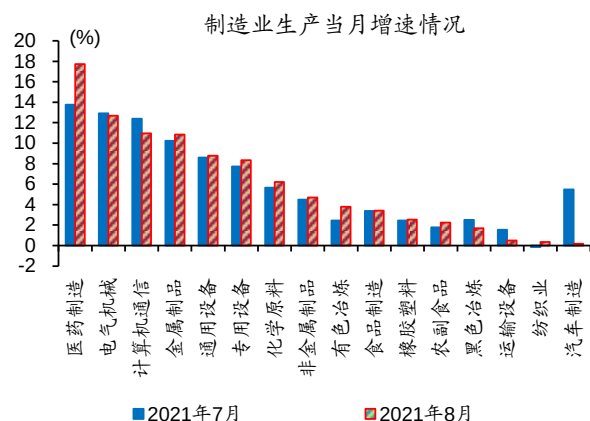
8月，工业生产进一步回落。8月，工业增加值同比增速5.3%，低于市场预期值5.8%，两年复合增速5.5%，较上个月回落0.1个百分点。其中，电力热力生产回落明显，两年复合增速6.3%，较上月大幅增速回落6.9个百分点；制造业生产中，计算机通信、汽车生产增速回落，两年复合增速分别为10.9%、0.2%，分别较上月回落1.4、5.3个百分点，或受到东南亚疫情影响下芯片供应短缺的影响。

图9：8月，电力燃气供水生产增速下滑明显



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-8月采用两年复合）

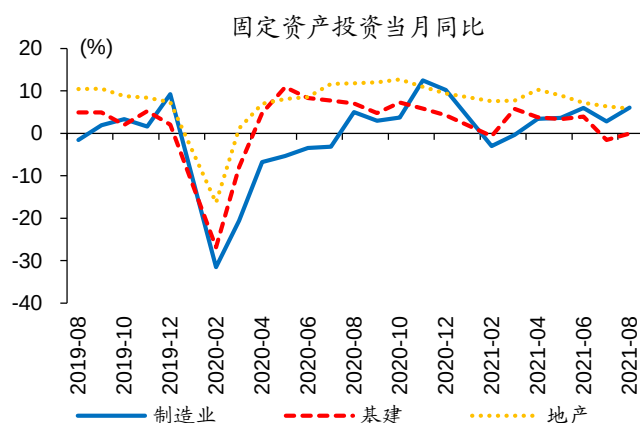
图10：8月，汽车、计算机通信生产回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-8月采用两年复合）

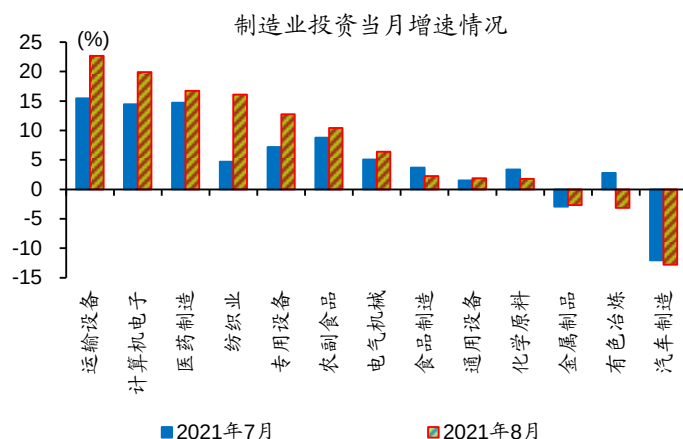
8月，制造业、基建投资增速回升，地产走弱。8月，固定资产投资两年复合增速4.3%，较上月回升1.5个百分点；其中，制造业、基建投资分别为6.1%、0%，较上月分别回升3.3、1.6个百分点。制造业中，除有色冶炼、化学原料、汽车制造、食品制造外，多数行业投资增速均回升；纺织、运输设备、专用设备、计算机电子等行业投资增速改善明显，两年复合增速分别提高11.4、7.2、5.6、5.5个百分点。基建投资中，交运仓储、水利环境投资两年复合增速分别为6.3%、-5.9%，较上月分别改善4.3、0.3个百分点。

图11：8月，制造业、基建投资回升，地产走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-8月采用两年复合）

图12：8月，多数制造业投资回升



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-8月采用两年复合）

消费修复进度缓慢，短期受到疫情反复扰动；中长期来看，消费修复进程，受居民收入分配差距扩大、高杠杆等因素拖累。7月下旬开始，全国多达16个省份出现疫情反复；疫情冲击下，线下消费活动受到抑制；8月，社会消费品零售总额同比增长2.5%，两年复合增速1.5%，较上月大幅回落2.1个百分点；其中，线下餐饮消费两年复合增速为-5.8%，较上月大幅回落6.6个百分点；限额商品消费中，除办公用品、医药、化妆品、建筑装饰外，其余商品消费增速均回落。中长期来看，疫情后，居民的收入分配差距问题趋严重，或持续拖累消费修复。

图13：8月，全国社会消费品零售总额

图14：8月，限额以上消费品零售总额

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_26648

