

2020年08月16日

地产的“韧性”

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

张蓉蓉 (分析师)

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号: S0790520070006

段玉柱 (联系人)

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号: S0790120070013

● **存量项目赶工、东部新开工改善等支持下，地产“韧性”或延续至3季度前后** 4月以来，地产投资快速恢复、“韧性”十足，成为经济修复的重要拉动。2季度GDP增速回升至3.2%，其中资本形成贡献了5个百分点、为2015年以来最高水平。主要投资活动中，地产投资增速逐月抬升、呈现出较强“韧性”；截至7月，地产投资当月同比增速高达11.6%，前7月累计投资也已恢复增长至3.4%。地产投资“韧性”的来源及持续性等，或将是影响下半年宏观经济走势的重要变量。

存量项目赶工持续推升施工强度、新开工项目随销售和拿地等改善，是地产投资“韧性”的重要来源。 4月以来，房企持续加强施工强度、追赶进度，使得单位面积建安投资加快增长、7月同比增速已高达8%，创2016年以来的最高水平；施工强度提升的同时，前期停工项目也在加快复工，带动施工面积回升。新开工项目，5月以来也开始加快恢复，受前期积压项目推进、销售和拿地改善等提振。

不同区域“韧性”来源分化；西部地区赶工逻辑支持最为显著，东部地区新开工增长最为强劲、受热点省（市）提振明显。 西部地产投资，在3月即开始修复、当月同比16.3%，此后总体保持高位；其施工强度、净复工面积等存量施工相关指标，表现明显好于东、中部。相较之下，东部新开工增长强劲，尤其是上海、浙江、北京等热点地区，或与这类地区商品房销售和土地成交恢复较快等有关。

向后展望，竣工交付逻辑、新开工等对地产投资的支持，有望延续至3季度前后，随后可能会面临一定不确定性。 代表性上市公司，2020年竣工目标增速超过20%，年内竣工压力仍大。考虑到部分交付压力延期至3季度前后释放，赶工逻辑支持或继续存在；但4季度前后，赶工强度或将有所减弱。此外，伴随东部热点城市收紧调控，土地成交已在降温，对新开工影响可能在4季度前后体现。

此外，2020年棚改建设进度“后倾”，或将在一定程度上影响3、4季度地产节奏。 跟踪地方棚改进度可以发现，2020年上半年棚改开工进度明显慢于2019年同期，或与地方财政平衡压力较大等因素有关。8月以来，地方棚改专项债发行重启，或有助于下半年棚改加快推进。考虑到地方政府往往在10月前完成全年棚改开工目标，棚改“后倾”对地产投资的阶段性支持可能在3季度较为明显。

● **中观行业：商品房成交面积减少，玻璃价格继续上涨，国际原油结算价走高**
【下游】商品房成交面积减少，土地市场量价齐跌。 30大中城市商品房成交面积下降14.5%，一、二、三线城市均回落；土地成交溢价率下降3.0个百分点。

【中游】钢价、水泥价格下跌，玻璃价格上涨。 Myspic钢价周环比下跌0.3%，水泥价格下跌0.2%、玻璃价格上涨6.7%；橡胶价格持平前周。

【上游】国际原油结算价走高，有色金属价格有涨有跌。 布伦特原油和WTI原油结算价分别上涨0.9%、1.9%，LME3个月铜、铝期货价格上涨，铝、锌价格下跌。

● **风险提示：** 国内外宏观经济、政策思路等出现大幅调整。

相关研究报告

《投资策略专题-A股机构化的理想与现实——重构的博弈之二》-2020.8.11

《投资策略点评-周期第二波：一切还来得及》-2020.8.10

《投资策略周报-顺周期：风雨后的彩虹》-2020.8.9

目 录

1、 国内热点	4
1.1、 地产的“韧性”	4
1.2、 主要结论	10
2、 高频数据跟踪	11
2.1、 通胀观察：蔬菜价格上涨，猪肉平均批发价格回落	11
2.2、 汇率表现：美元指数继续回落，人民币对美元升值	11
2.3、 大宗商品：商品期货价格多数下跌，贵金属指数领跌	12
3、 中观行业跟踪	13
3.1、 下游：商品房成交面积减少，土地市场量价齐跌	13
3.2、 中游：钢价、水泥价格下跌，玻璃价格上涨	15
3.3、 上游：国际原油结算价走高，有色金属价格涨跌互现	17
4、 风险提示	18

图表目录

图 1： 资本形成是 2 季度经济增速回升的最主要拉动	4
图 2： 地产投资快速修复，呈现较强“韧性”	4
图 3： 4 月以来，建安投资即开始快速增长	5
图 4： 4 月以来，单位面积施工强度持续加强	5
图 5： 6 月以来，施工面积较 2019 年同期明显增加	5
图 6： 净复工面积增加，对施工面积增长起到一定拉动	5
图 7： 5 月以来，新开工面积也在加快增长	6
图 8： 新开工项目是施工面积增速上升的主要拉动项	6
图 9： 新开工面积高增，部分为前期积压项目推进	6
图 10： 商品房销售修复、房企拿地较多，提振开工意愿	6
图 11： 西部地区地产投资恢复较快	7
图 12： 西部地区的地产投资，3 月即出现明显修复	7
图 13： 西部地区施工强度显著高于东、中部	7
图 14： 西部地区，净复工面积增长最为明显	7
图 15： 东部地区新开工增速已超过疫情前	8
图 16： 东部沿海省份，新开工增长快于 2019 年底	8
图 17： 代表性上市房企，2020 年计划竣工增速仍高	8
图 18： 2020 年上半年，房屋竣工进度较慢	8
图 19： 7 月以来，部分热点城市收紧地产调控	9
图 20： 7 月以来，热点城市土地溢价率已在回落	9
图 21： 以宁波为例，6 月以来溢价率已在回落	9
图 22： 宁波土地供给的结构也在变化	9
图 23： 以安徽阜阳为例，上半年棚改开工进度明显偏慢	10
图 24： 山东济宁，2020 年上半年棚改推进也较为缓慢	10
图 25： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨	11
图 26： 农业部猪肉平均批发价回落	11
图 27： 人民币对美元升值，美元指数继续回落	12
图 28： 人民币对欧元和日元均升值	12

图 29: 美元兑人民币即期-中间日均价差为-34 基点	12
图 30: 离岸、在岸人民币日均价差为-20 基点	12
图 31: 30 大中城商品房成交面积环比减少	13
图 32: 30 大中城商品房一线城市成交面积减少	13
图 33: 30 大中城商品房二线城市成交面积减少	14
图 34: 30 大中城商品房三线城市成交面积减少	14
图 35: 100 城供应土地占地面积减少	14
图 36: 100 城供应土地挂牌均价下跌	14
图 37: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降	15
图 38: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降	15
图 39: 钢价、线材、长材价格指数下跌	15
图 40: 全国高炉开工率上涨	15
图 41: 水泥价格指数下跌	16
图 42: 玻璃价格指数上涨	16
图 43: 长江有色市场铜、铝平均价格下跌	16
图 44: 长江有色市场铅、锌平均价格下跌	16
图 45: 上期所铜库存下降、铝库存增加	17
图 46: 上期所铅库存增加、锌库存下降	17
图 47: 焦煤价格持平前周、动力煤价格下跌	17
图 48: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上涨	17
图 49: 国际原油期货结算价格走高	18
图 50: LME3 个月铜价格上涨、铝价格下跌	18
表 1: 房屋延期交付, 多集中在 3 季度前后	8
表 2: CPI 分项同比	11
表 3: 食品分项周度环比 (%)	11
表 4: 商品期货市场核心品种表现	12
表 5: 商品期货市场细分品种表现	13

1、国内热点

1.1、地产的“韧性”

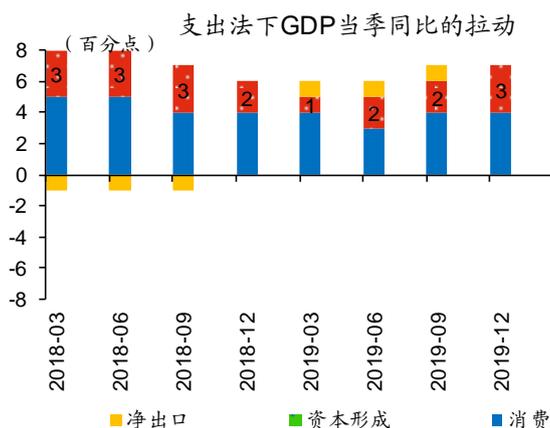
事件：2020年1—7月份，全国房地产开发投资75325亿元，同比增长3.4%，增速比1—6月份提高1.5个百分点。

（数据来源：国家统计局）

点评：

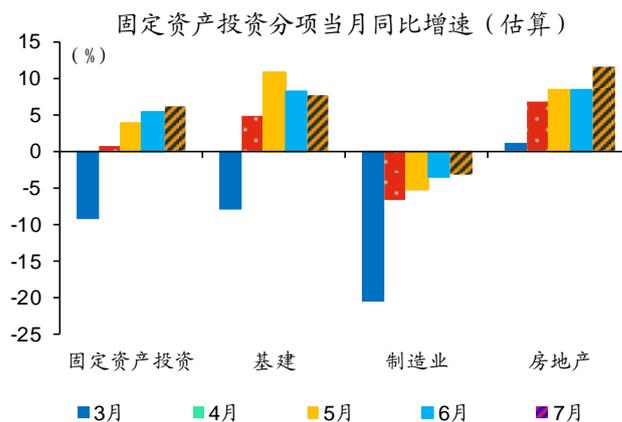
4月以来，地产投资快速恢复、“韧性”十足，成为经济修复的重要拉动。4月以来，经济活动加快修复，2季度GDP增速回升至3.2%；其中，资本形成贡献了5个百分点，是经济修复的重要拉动。主要投资分项中，地产投资增速逐月抬升，7月当月同比增速高达11.6%，前7月累计投资也已恢复增长、累计同比增速至3.4%，呈现出较强“韧性”。地产“韧性”来源、后续持续性和节奏等，或将是影响下半年经济走势的重要变量，市场对此关注较多。

图1：资本形成是2季度经济增速回升的最主要拉动



数据来源：Wind、开源证券研究所

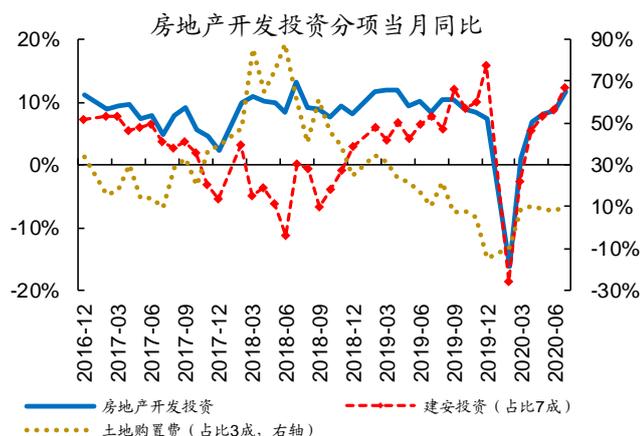
图2：地产投资快速修复，呈现较强“韧性”



数据来源：Wind、开源证券研究所

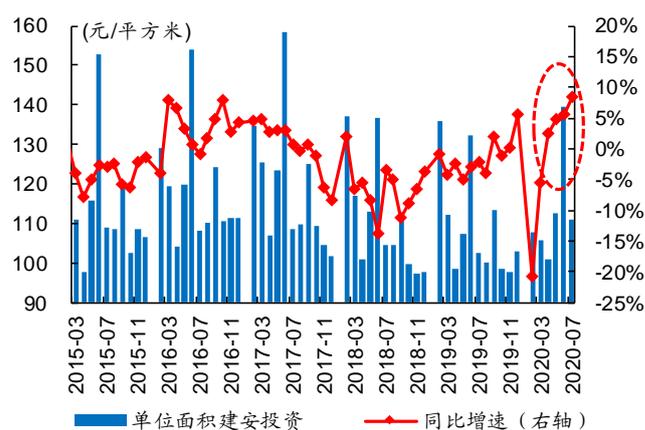
存量项目加速赶工，是地产投资“韧性”的重要来源；单位面积建安强度4月以来持续增强，当前已升至近年高位。从构成来看，房地产投资主要分为建安投资（占比7成左右）和土地购置费（占比3成左右）两大部分，前者受到单位面积施工强度、施工面积等共同影响。4月以来，房企持续加强施工强度、追赶进度，使得单位面积建安投资加快增长、7月同比增速已高达8%，为2016年以来的最高水平。施工强度增强的同时，部分前期停工项目也在加快复工，带动施工面积回升。

图3: 4月以来, 建安投资即开始快速增长



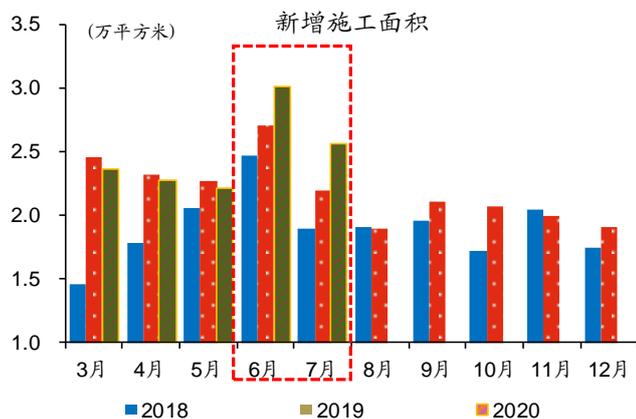
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 4月以来, 单位面积施工强度持续加强



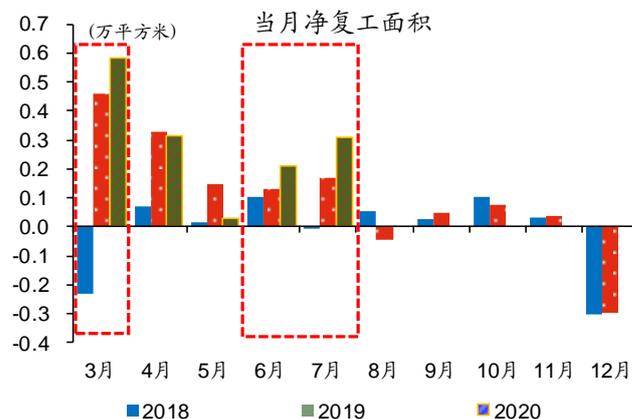
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 6月以来, 施工面积较2019年同期明显增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

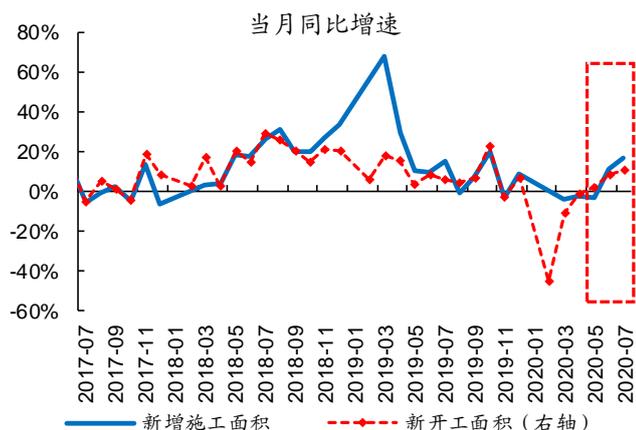
图6: 净复工面积增加, 对施工面积增长起到一定拉动



数据来源: Wind、开源证券研究所

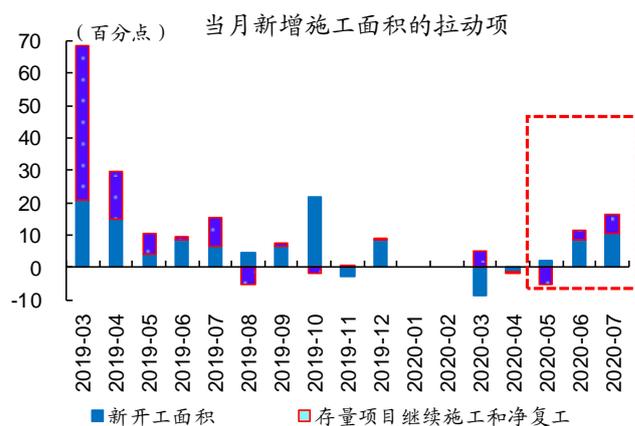
新开工项目, 5月以来也开始加快恢复, 受前期积压项目推进、销售和拿地改善等提振。疫情影响下, 2020年前4月的新开工面积较2019年同期大幅缩减逾1亿平方米。5月以来, 房企加快推进项目新开工, 新开工面积增速持续抬升至7月的11.3%, 拉动了施工面积单月增速的半数以上。除了填补疫情导致的开工进度之外, 近期商品房销售修复、房企前期拿地较多等, 也在一定程度上提振房企新开工意愿。

图7: 5月以来, 新开工面积也在加快增长



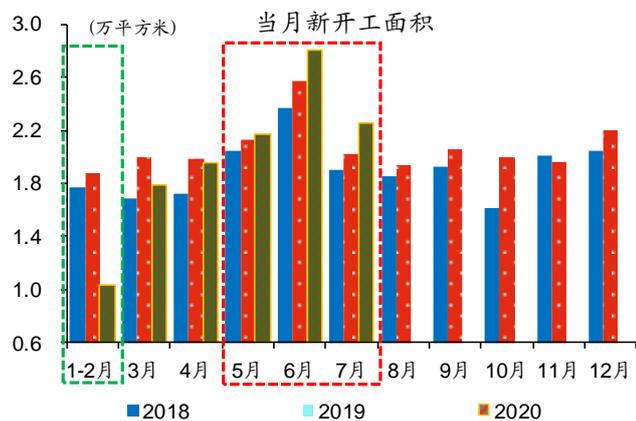
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 新开工项目是施工面积增速上升的主要拉动项



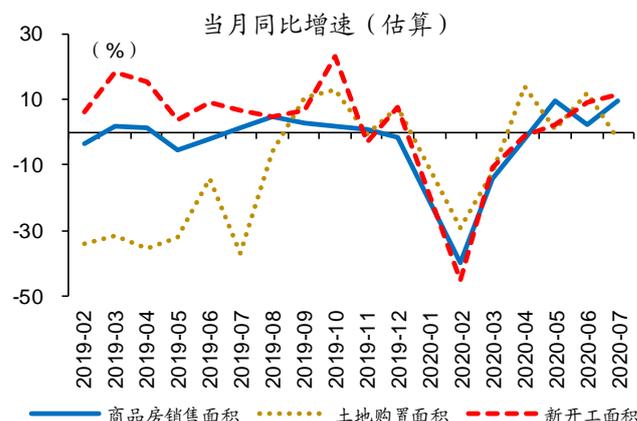
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 新开工面积高增, 部分为前期积压项目推进



数据来源: Wind、开源证券研究所

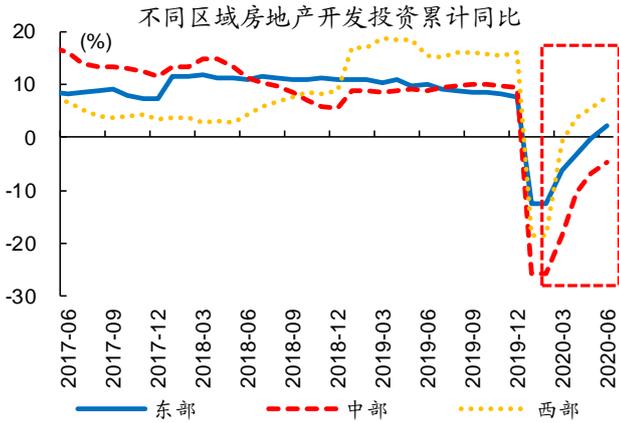
图10: 商品房销售修复、房企拿地较多, 提振开工意愿



数据来源: Wind、开源证券研究所

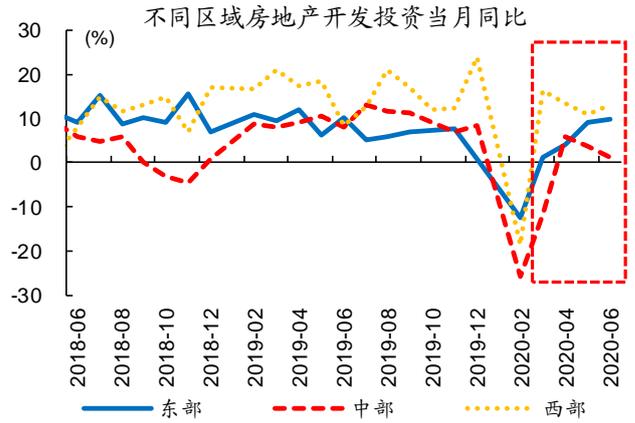
不同区域“韧性”来源略有分化; 西部地区地产投资恢复最早、最快, 赶工逻辑支持最为显著。西部地区的房地产投资, 早在3月即开始修复、当月同比增速16.3%, 此后总体保持高位; 2020年前7月, 西部地区地产投资累计同比7.6%, 但尚未恢复至2019年底水平(16.1%)。从地产投资修复的主要驱动逻辑来看, 西部地区投资恢复可能以赶工为主, 单位面积施工强度、净复工面积等存量施工相关指标, 表现明显好于东部和中部地区, 在西藏、新疆等表现得尤为明显。

图11: 西部地区地产投资恢复较快



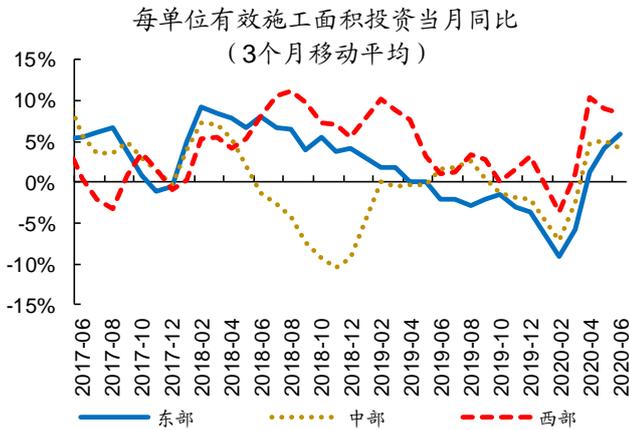
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 西部地区的地产投资, 3月即出现明显修复



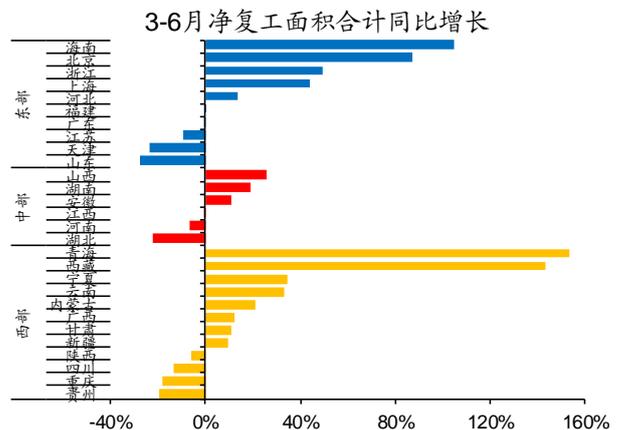
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 西部地区施工强度显著高于东、中部



数据来源: Wind、开源证券研究所

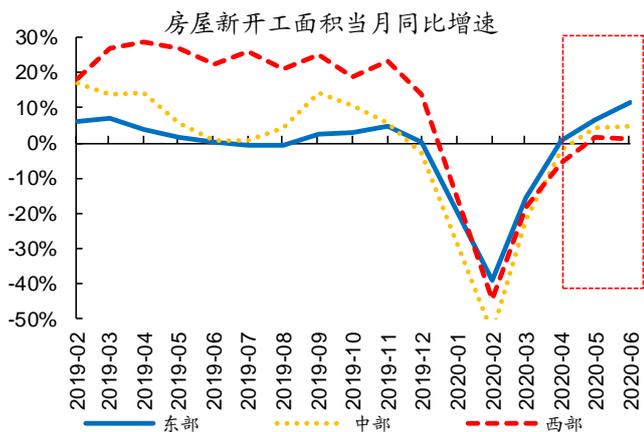
图14: 西部地区, 净复工面积增长最为明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

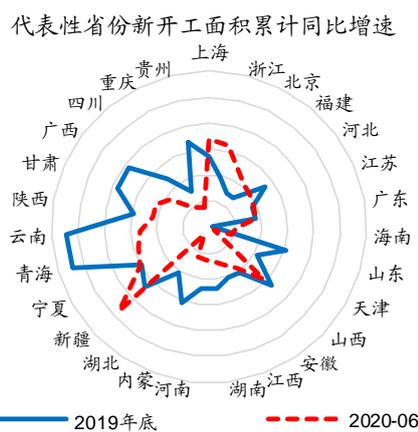
东部地区, 新开工项目增长最为强劲, 与部分省(市)商品房销售恢复较快、前期房企拿地较多有关。相较之下, 新开工对东部地区地产投资回升的支持强于中部和西部地区。截至7月, 东部地区新开工面积单月同比增速高达12%、明显超过中部和东部地区, 并且也好于东部地区2019年底的水平; 前6月, 东部地区新开工累计同比-4%, 中部和西部地区分别为-11%和-8%。其中, 上海、浙江、北京等东部省份新开工需求较为旺盛, 或与这类地区前期商品房销售和土地成交恢复较快等有关。

图15: 东部地区新开工增速已超过疫情前



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 东部沿海省份, 新开工增长快于 2019 年底



数据来源: Wind、开源证券研究所

向后展望, 交付压力尚未完全释放、部分延至 3 季度前后, 存量项目赶工逻辑支持或继续存在; 但 4 季度前后, 赶工强度可能将有所减弱。竣工逻辑对房地产投资的支持, 自 2019 年起逐步显现; 结合代表性上市房企 2020 年竣工目标来看, 年内房企交付压力依然存在。从节奏来看, 一般年中和年末是竣工交付高峰期, 但疫情影响施工进度下、已有较多房企延期交房, 调整后的交付时间多集中在 2020 年 3 季度前后、以 8 月底和 9 月底为主。这意味着, 存量项目赶工逻辑对地产投资的支持, 可能还将持续一段时间; 但 4 季度前后, 赶工强度可能将有所减弱。

图17: 代表性上市房企, 2020 年计划竣工增速仍高

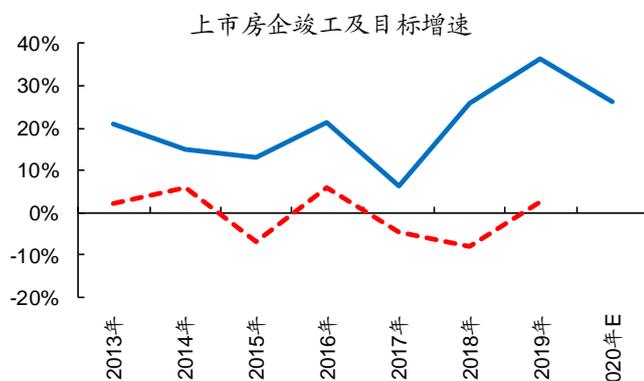
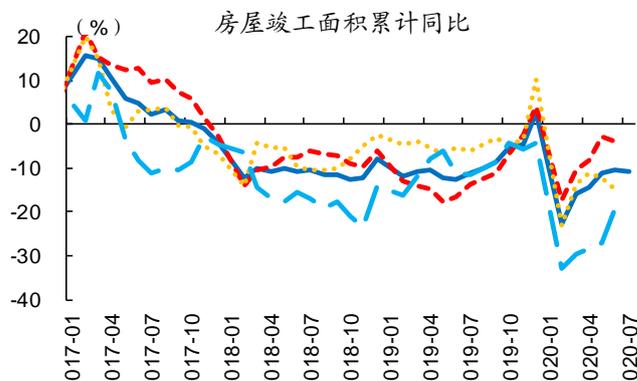


图18: 2020 年上半年, 房屋竣工进度较慢



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_3093

