

总量研究

房地产投资有哪些新变化？

——光大宏观周报（2022-07-03）

要点

核心观点：2021年10月以来，房地产建安投资对GDP形成的综合贡献持续下行，这一趋势自今年3月以来开始有所放缓。向前看，一方面，新增信托贷款和房地产业债等自筹资金收缩明显放缓，进而有望推动施工面积增速企稳回升；另一方面，国内疫情缓解后，中央和地方政府密集出台了大量刺激商品房市场需求端的政策，同时，考虑到2021年下半年，商品房销售增速陡峭下行带来的低基数，后续商品房销售增速有望持续回暖，进而推动施工强度增速修复。因而，房地产建安投资增速有望在三季度末呈现企稳回升态势，对固定资本形成的拖累作用也将逐渐减弱。

现状：房地产投资对于固投和GDP的拖累作用正在趋弱

在固定资产投资中，房地产开发投资的占比常年维持在20%-30%之间，因而，房地产开发投资的稳定，对于投资支撑“稳增长”具有重要作用。根据我们的测算，房地产建安投资对GDP形成的综合贡献（直接占比和间接拉动的增加值占比），已经由2021年9月的19.6%下行至2022年5月的13.5%，但是这一下行趋势自2022年3月以来已经呈现明显的放缓态势。

趋势：房地产建安投资增速有望在三季度末企稳回升

今年3月份以来，无论是新增信托贷款，还是新增房地产债，收缩幅度均明显收窄。如果这种融资收缩幅度的收窄，主要源于房地产企业的主动行为，可能蕴含着后续施工面积增速有望企稳回升，根据自筹资金增速对施工面积增速的领先关系，我们判断施工面积增速企稳的时点可能会出现在三季度末。

从施工强度来看，商品房销售面积增速的上行，一般会推动竣工增速的上行，而建安投资在施工后期（也就是竣工阶段）会加速上升，因而，施工强度增速与商品房销售面积增速具有较好的相关性。从目前的商品房销售数据来看，在国内疫情缓解后，商品房销售增速总体呈现边际改善态势，因而，后续施工强度增速呈现修复态势的确定性较高。

疫情观察：本周印度日均新增确诊约为1.53万例，美国日均新增确诊11.41万例，法国日均新增确诊9.93万例，全球其他地区日均新增确诊46.65万例，日均新增均略有回升。美国每百人新冠疫苗接种量为178.83剂，英国每百人新冠疫苗接种量为219.03剂，中国每百人新冠疫苗接种量为235.55剂，印度每百人新冠疫苗接种量为141.65剂，全球主要国家疫苗接种持续推进。

全球资产：本周全球股市普遍下跌，大宗商品跌多涨少。美国股指普遍下跌，标普500收跌2.21%，纳斯达克收跌4.13%；欧洲股市普遍下跌，德国DAX收跌2.33%，法国CAC40收跌2.34%；亚洲股市涨跌不一，上证综指收涨1.13%，恒生综指收涨0.65%，日经225收跌2.10%。大宗商品价格方面，工业品价格涨跌不一，贵金属普遍下跌，农产品普遍下跌。

国内观察：上游：7月以来原油价格环比下跌，6月动力煤、焦煤价格趋势分化，7月以来铜价、铝价环比下跌。**中游：**7月以来，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游：**6月商品房成交面积跌幅收窄，7月以来猪价、菜价、水果价格趋势分化。**流动性：**7月以来货币市场和债券市场利率走势分化。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsec.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsec.com

相关研报

LPR下行空间多少：投资回报率的视角 —— 流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 —— 流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？ —— 流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？ —— 流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、 房地产投资有哪些新变化？	4
1.1、 为什么稳住房地产投资至关重要？	4
1.2、 如何看待后续房地产投资的走势？	5
2、 海外观察	7
2.1、 海外疫情：美国新增确诊略有回升，疫苗接种推进	7
2.2、 金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期回落	8
2.3、 全球市场：全球股市普遍下跌，大宗商品跌多涨少	9
3、 国内观察	9
3.1、 上游：原油价格环比下跌，动力煤、焦煤价格趋势分化，铜价、铝价环比下跌	9
3.2、 中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	10
3.3、 下游：商品房成交面积跌幅缩窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化	11
3.4、 流动性：货币市场和债券市场利率走势分化	12
4、 下周财经日历	12
5、 风险提示	12

图目录

图 1: 房地产投资占 GDP 比例的下行态势已有所收敛	5
图 2: 房地产投资间接占 GDP 比例的下行态势已有所收敛	5
图 3: 房地产开发投资的构成	5
图 4: 自筹资金增速对施工面积增速具有一定的指示意义	6
图 5: 房地产行业的自筹资金途径均呈现出趋势性改善	6
图 6: 商品房销售是施工强度的重要驱动因素	7
图 7: 房地产建安投资增速有望在三季度末企稳回升	7
图 8: 美国新增确诊略有回升 (7 天移动平均)	7
图 9: 疫苗接种比例持续上升	7
图 10: 美国 10 年期国债收益率较上周下行	8
图 11: 法德 10 年期国债收益率较上周下行	8
图 12: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行	8
图 13: 美国投资级企业债利差走阔	8
图 14: 全球股市普遍下跌	9
图 15: 大宗商品价格跌多涨少	9
图 16: 原油价格环比下跌	10
图 17: 动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比下跌	10
图 18: 铜价环比下跌, 库存同比下降	10
图 19: 铝价环比下跌, 库存同比下降	10
图 20: 水泥价格指数环比下跌	11
图 21: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降	11
图 22: 商品房成交面积跌幅缩窄	11
图 23: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	11
图 24: 货币市场利率下行	12
图 25: 债券市场利率走势分化	12

表目录

表 1: 下周全球经济数据热点	12
-----------------------	----

1、房地产投资有哪些新变化？

1.1、为什么稳住房地产投资至关重要？

房地产建安投资对于固投和 GDP 的拖累作用正在趋弱。在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力之下，“稳增长”成为今年政策诉求和市场关注的主线，从支出法的视角来观察，外需主要取决于欧美等消费型经济体的经济表现，国内消费又在很大程度上受到疫情反复的扰动，投资也就成为了“稳增长”最重要的抓手。在固定资产投资中，房地产开发投资的占比常年维持在 20%-30% 之间，因而，房地产开发投资的稳定，对于投资支撑“稳增长”具有重要作用。

从支出法的视角来看，房地产开发投资对 GDP 的贡献，主要在于推动固定资本形成总额。但是由于固定资本形成总额一般是以年度为频率进行公布，不利于我们及时了解经济增长的最近趋势，因而，我们一般通过跟踪固定资产投资完成额，来间接判断固定资本形成总额的变动趋势。这里值得注意的是，虽然所有的房地产开发投资都会被计入固定资产投资完成额，但只有扣除土地购置费后的房地产建安投资才会被计入固定资本形成总额，形成 GDP 所表征的经济增长。因而，我们真正关心的，并不是房地产投资，而是扣除土地购置费后的房地产建安投资。

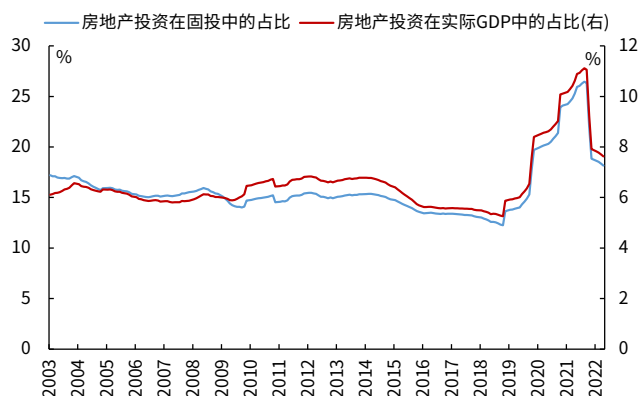
在上述思路下，我们通过扣除土地购置费对固定资产投资和房地产开发投资进行了调整，进而测算出了房地产建安投资占固定资产投资的比例，以及房地产建安投资占实际 GDP 的比例，可以看到，2021 年 10 月以来，房地产建安投资占固定资产投资和实际 GDP 的比例逐月下行，意味着房地产建安投资由原本 GDP 的拉动项，转变为了 GDP 形成的拖累项，但同时，我们会发现，房地产建安投资占固定资产投资和实际 GDP 比例下行的斜率，自 2022 年 3 月以来开始呈现放缓态势，表明房地产建安投资对 GDP 形成的拖累正在边际收缩。

我们都知道，房地产行业涉及的上下游行业众多，根据 2020 年国家投入产出表的行业分类及投入产出关系来看，房地产行业全产业链一共涉及上、下游 144 个行业。因而，房地产建安投资的变化，不仅仅会直接影响固定资本形成，还会通过上下游产业链对经济增长中的其他部分形成涟漪效应。

为了方便测算房地产建安投资对 GDP 的间接贡献，我们将视角转换为与投入产出表一致的生产法 GDP。在生产法 GDP 中，房地产建安投资与基建投资一同被计入建筑业产值之中，并通过拉动上、下游产业链产值增长间接推动 GDP 形成。根据我们的测算，房地产建安投资对 GDP 形成的综合贡献（直接占比和间接拉动的增加值占比），已经由 2021 年 9 月的 19.6% 下行至 2022 年 5 月的 13.5%，但是这一下行趋势自 2022 年 3 月以来已经呈现明显的放缓态势。

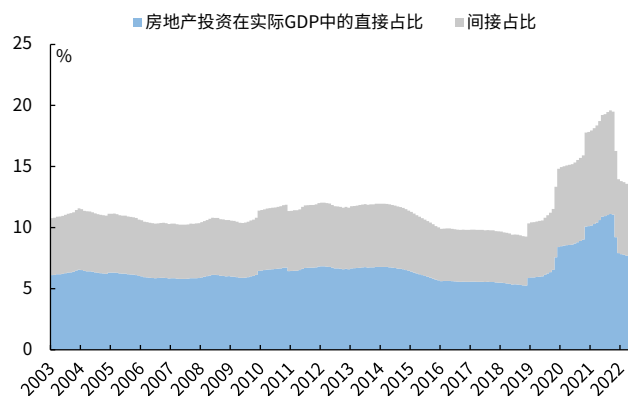
（详见我们于 2022 年 5 月 22 日发布的报告《房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七》）

图 1：房地产投资占 GDP 比例的下行态势已有所收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所
数据截至 2022 年 5 月
数据说明：房地产投资均为剔除土地购置费后的房地产建安投资，固投同样剔除了土地购置费，图 2 同。

图 2：房地产投资间接占 GDP 比例的下行态势已有所收敛

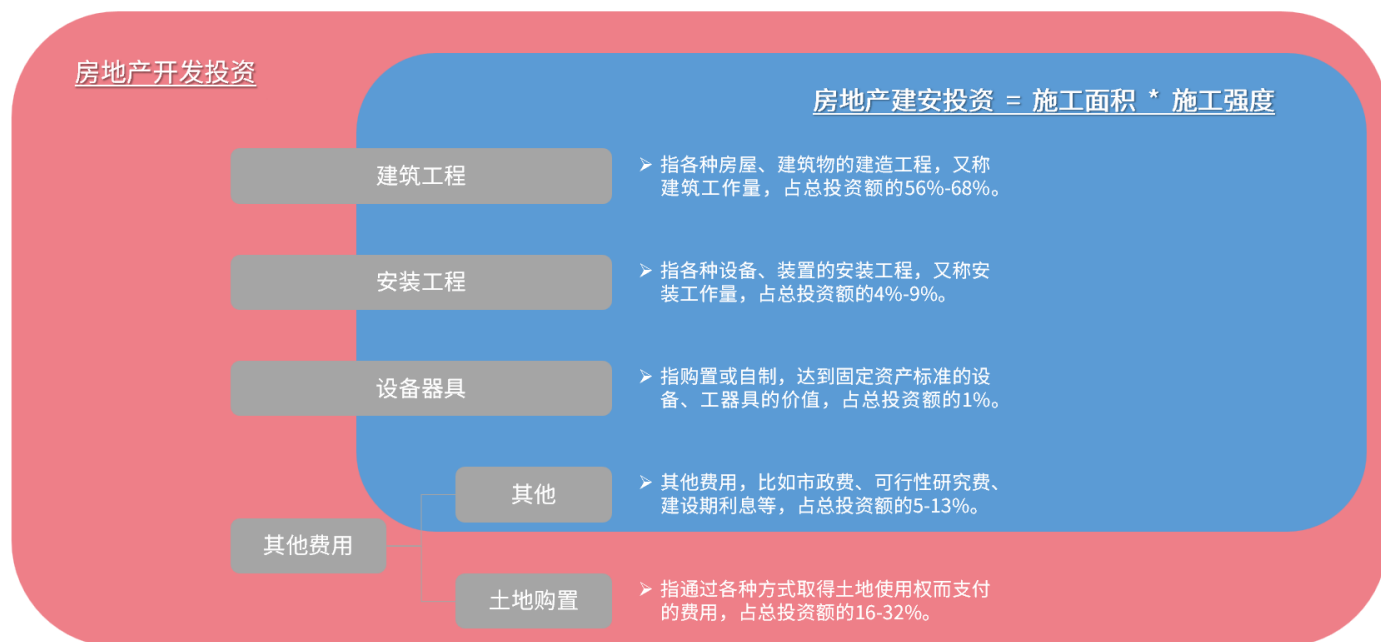


资料来源：Wind，光大证券研究所
数据截至 2022 年 5 月
数据说明：房地产投资在实际 GDP 中的间接占比，表示房地产投资通过对上下游产业链的拉动所形成的增加值，在实际 GDP 中的占比。

1.2、如何看待后续房地产投资的走势？

房地产开发投资主要包含四个部分，分别是建筑工程、安装工程、设备器具和其他费用，其中，其他费用又可以拆分为其他和土地购置费两部分。前面我们提到，无论是支出法，还是生产法，土地购置费都是不纳入 GDP 核算的，因而，我们主要关注剔除土地购置费后的房地产开发投资，不妨将其定义为房地产建安投资，而房地产建安投资主要产生于房地产施工环节，可以进一步拆分为施工面积和施工强度之积。

图 3：房地产开发投资的构成



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

数据说明：各部分的占比为 2002 年至 2021 年的占比分布，数据截至 2021 年

房地产建安投资增速有望在三季度末企稳回升。从施工面积增速来看，新增施工面积之前，往往需要先行融资覆盖施工期间的现金流消耗，而在房地产企业的融资来源中，自筹资金往往是房地产企业掌控自由度最大的来源渠道，房地产企业可以根据自己的施工计划提前调配自筹资金。因而，自筹资金增速往往对施工面积增速具有一定的指示意义，并且在 2017 年之后呈现出一定的领先性。

在自筹资金来源中，剔除企业自有资金后，主要的来源为委托贷款、信托贷款和债券融资。近年来，在融资监管趋严和行业金融风险上升的背景下，房地产企业的主要自筹资金来源均呈现出明显的收缩态势，但今年 3 月份以来，无论是新增信托贷款，还是新增房地产债，收缩幅度均明显收窄。如果这种融资收缩的收窄，主要源于房地产企业的主动行为，可能蕴含着后续施工面积增速有望企稳回升，根据自筹资金增速对施工面积增速的领先关系，我们判断施工面积增速企稳的时点，可能会出现在三季度末。

图 4：自筹资金增速对施工面积增速具有一定的指示意义

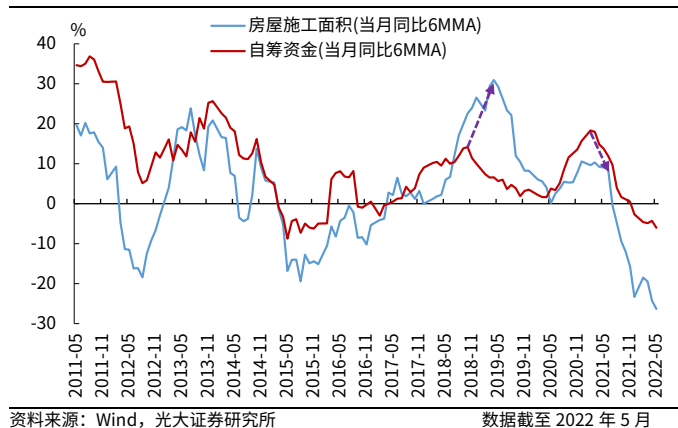
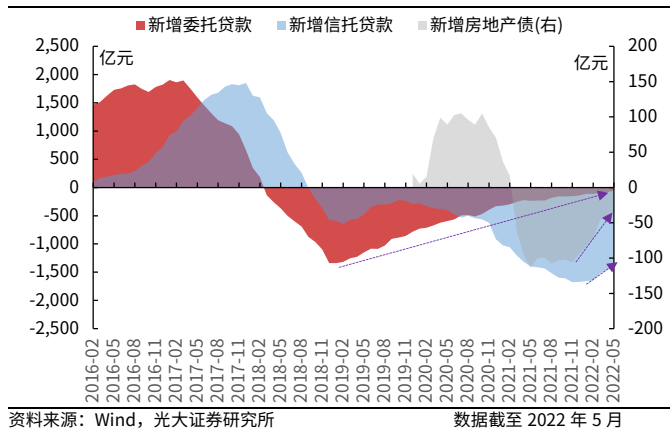


图 5：房地产行业的自筹资金途径均呈现出趋势性改善

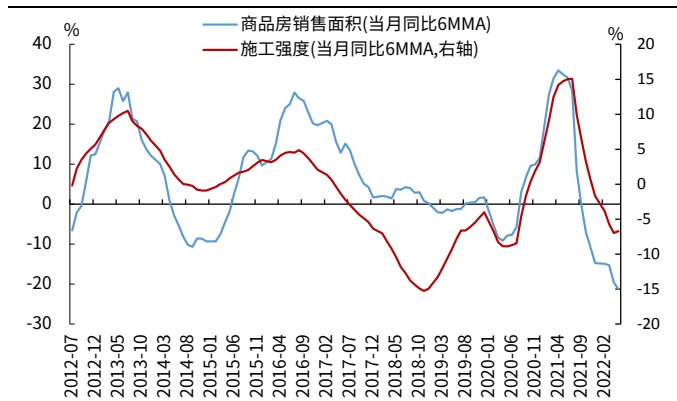


从施工强度来看，商品房销售面积增速的上行，一般会推动竣工增速的上行，而建安投资在施工后期(也就是竣工阶段)会加速上升，因而，商品房销售面积增速是施工强度的重要驱动因素，数据上，施工强度增速与商品房销售面积增速具有较强的相关性。

从目前的商品房销售来看，在国内疫情趋缓后，5-6 月中央和地方政府密集出台了大量刺激商品房市场需求端的政策，比如，5 年期以上 LPR 利率下调 15BP，首套房贷利率相对 5 年期以上 LPR 利率下行 20BP，放松限购限贷政策等。相关政策的密集出台确实对市场预期的转好起到了一定的积极作用，6 月商品房市场持续回暖，供需两热。同时，考虑到 2021 年下半年商品房销售增速陡峭下行带来的低基数，预计后续商品房销售增速有望持续回暖。因而，后续施工强度增速呈现修复态势的确定性较高。

综合房屋施工面积增速和施工强度增速来看，房地产建安投资增速有望在三季度末呈现企稳回升态势，房地产建安投资对固定资本形成的拖累作用也将触底回升。

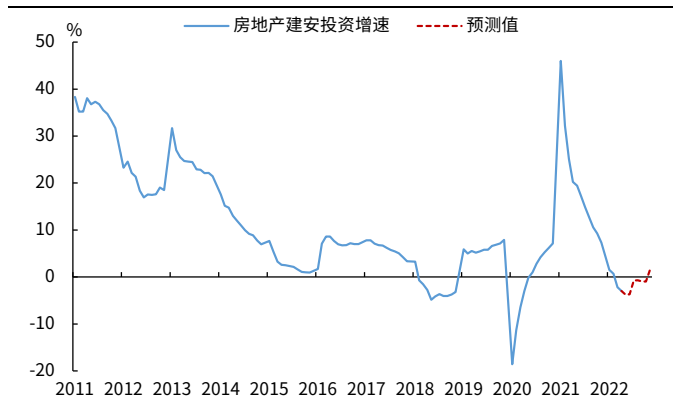
图 6：商品房销售是施工强度的重要驱动因素



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 5 月

图 7：房地产建安投资增速有望在三季度末企稳回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；

数据截至 2022 年 5 月，6 月后为光大宏观预测数据

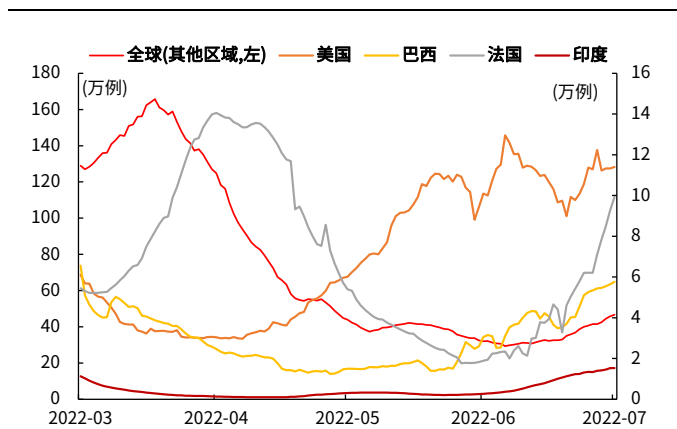
2、海外观察

2.1、海外疫情：美国新增确诊略有回升，疫苗接种推进

美国新增确诊略有回升。本周印度日均新增确诊约为 1.53 万例，日均新增略有回升；本周美国日均新增确诊 11.41 万例，日均新增略有回升；本周法国日均新增确诊 9.93 万例，日均新增略有回升；本周全球其他地区日均新增确诊 46.65 万例，日均新增略有回升。

全球主要国家疫苗接种持续推进。截至 6 月 29 日，中国每百人新冠疫苗接种量为 235.55 剂，印度每百人新冠疫苗接种量为 141.65 剂；截至 6 月 22 日，美国每百人新冠疫苗接种量为 178.83 剂，英国每百人新冠疫苗接种量为 219.03 剂。

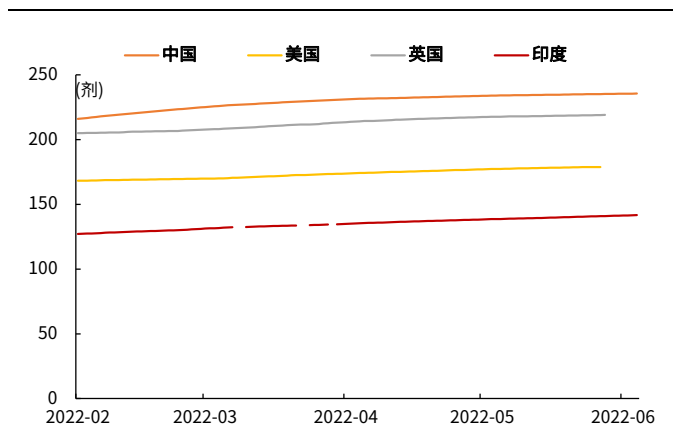
图 8：美国新增确诊略有回升（7 天移动平均）



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为 7 日移动平均新增确诊，数据截至 2022 年 7 月 1 日

图 9：疫苗接种比例持续上升



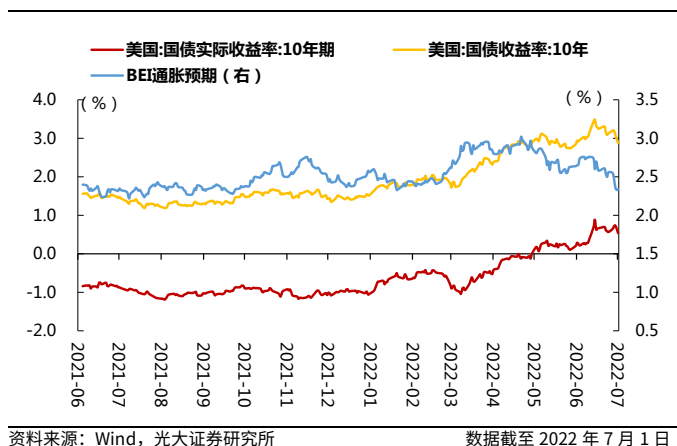
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为每百人新冠疫苗接种量，中、印数据截至 6 月 29 日，美、英数据截至 6 月 22 日。

2.2、金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期回落

美国 10 年期国债收益率下行，通胀预期有所下行。7 月 1 日，美国 10 年期国债收益率收于 2.88%，较上周下行；法国 10 年期国债收益率下行 17 个 bp 至 1.80%；德国 10 年期国债下行 6 个 bp 至 1.41%。美国 10 年期国债隐含的通胀预期较上周下行 22 个 bp，实际收益率低于上周。

图 10：美国 10 年期国债收益率较上周下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月 1 日

图 11：法德 10 年期国债收益率较上周下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月 1 日

美国 10 年期和 2 年期国债利率期限利差震荡下行。本周美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行，最终收于 0.04%，较上周下行 5 个 bp。美国 AAA 级企业期权调整利差较上周上行 4 个 bp，为 0.71%，美国高收益债期权调整利差上行 69 个 bp 至 5.87%。

图 12：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行

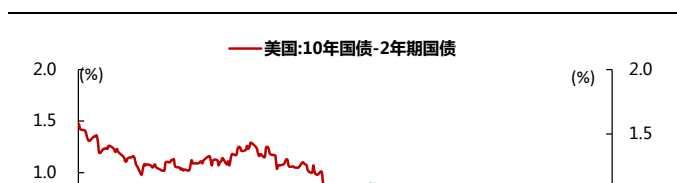
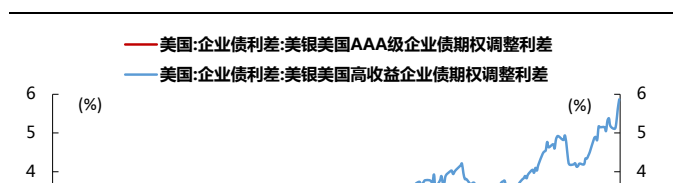


图 13：美国投资级企业债利差走阔



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_43510

