

周度经济观察

——地产主导经济走向，货币宽松尚在途中

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年8月16日

内容提要

7月疫情反复、高温天气可能对经济活动形成扰动，但房地产行业的进一步走弱，可能是导致经济数据出现普遍下滑的主要因素。

随着房地产行业流动性问题的发酵，住户部门和相关企业部门出现了资产负债表收缩的迹象，这在同期金融数据和资产价格上也形成了映射。预计未来房地产行业的演化，将在很大程度上影响下半年经济恢复的进程。

考虑到房地产行业面临的巨大压力，以及其对宏观经济和信用扩张机制层面的广泛影响，我们倾向于认为国内流动性环境的宽松将在较长时间内维持，基准利率仍然存在下行的空间。

在经济承压、宽松加码、信用扩张不畅的背景下，债券市场收益率仍然存在下行空间，股票市场或将延续震荡。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险；（3）地产政策不及预期

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、地产进一步走弱对经济形成主要拖累

7月工业增加值同比3.8%，较上月小幅回落0.1个百分点，处于年内偏低水平。

三大门类涨跌不一。受高温天气影响，社会用电量大幅增长，显著推升公用事业增速。而采矿业和制造业均出现明显下行，拖累工业生产的整体表现。

从已公布的行业数据来看，电力、热力的生产和供应业，汽车制造业，酒、饮料和精制茶制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业出现不同程度的回升，而黑色、有色、橡胶、金属制品等上游行业出现明显回落。

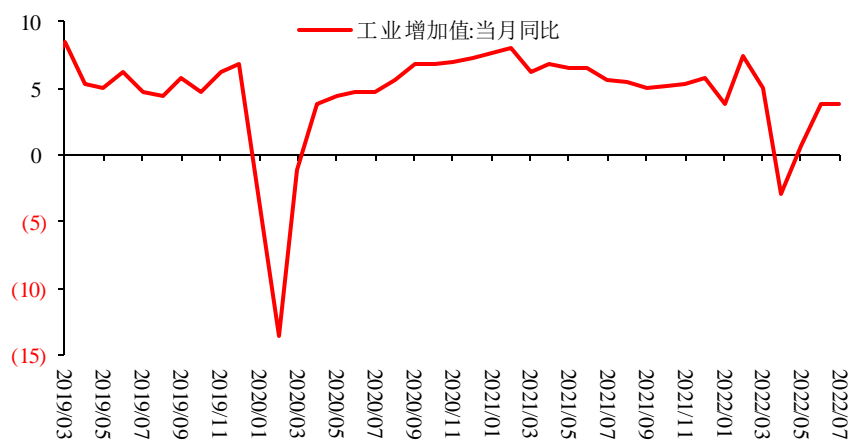
物量数据的表现类似，焦炭、钢材和粗钢产量大幅下行，水泥产量低位回升，但绝对增速偏低。

价格层面，7月PPI环比为-1.3%，较上月剧烈下滑1.3个百分点。PPI环比的回落集中在石油、黑色、有色、化学纤维等上游品种，其余下游行业的价格也表现较弱。

结合量价齐跌的数据来看，7月国内需求出现明显减速，而房地产行业的进一步走弱是拖累内需的主要力量。随着房地产行业流动性问题的发酵，住户部门和相关企业部门出现了资产负债表收缩的迹象，这在同期金融数据和资产价格上也形成了映射。

往后看，如果房地产行业流动性问题进一步发酵，形成广泛的行业性清偿力问题，这将对居民、金融机构和上下游企业产生显著拖累。不过当前房地产相关政策也在出台，政策的效果值得密切留意。在疫情反复和房地产承压的背景下，下半年国内经济的恢复存在较大不确定性。

图1: 工业增加值当月同比, %



数据来源: Wind, 安信证券; 2021年使用两年复合同比

7月固定资产投资当月同比增速3.5%，较6月回落2.3个百分点。基建、制造业和房地产投资均出现回落。

7月基建投资（含电力）当月同比增速为11.5%，较6月小幅回落0.5个百分点，但仍然处于年内高位，显示财政支出在加速。这一进程有望在三季度延续，成为对冲经济下行的重要抓手。

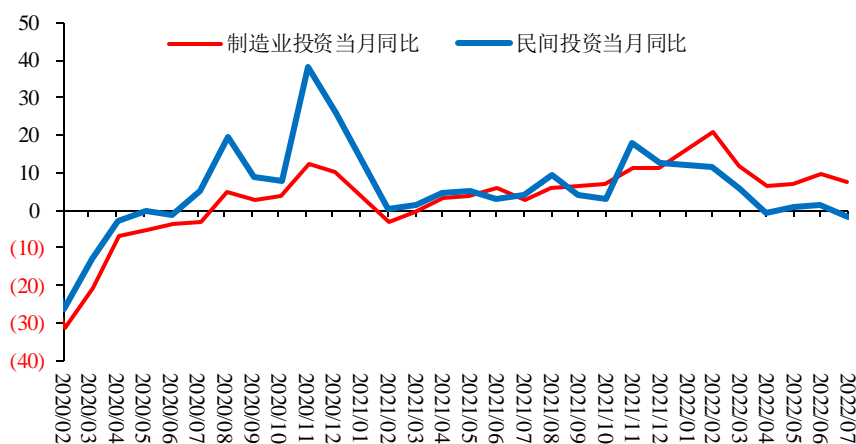
7月制造业投资当月同比增速为7.5%，较上月回落2.4个百分点；民间投资的增速为-1.9%，较上月回落3.5个百分点。

根据已经公布的数据，汽车、医药和有色等行业投资较6月显著增长，而通用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的投资大幅回落。

制造业投资的减速与同期企业中长期贷款的低迷互相印证，显示企业对未来的预期在弱化，投资意愿偏弱。

往后看，尽管当前央行致力于降低企业融资成本，但在国内疫情反复、房地产下行、海外主要经济体需求收缩的背景下，制造业部门投资活动或将受到拖累，存在进一步下行的可能。

图2：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

7月房地产投资当月同比增速-12.1%，较上月回落2.4个百分点，低于今年4月的低点。

7月地产销售当月同比增速-29.2%，较6月大幅回落11.2个百分点，与同期走弱的居民中长期贷款指向一致。新开工当月同比-45.8%，较上月小幅回落0.9个百分点。房地产企业仍处于流动性困境当中，新开工还将处于低位较长时间。

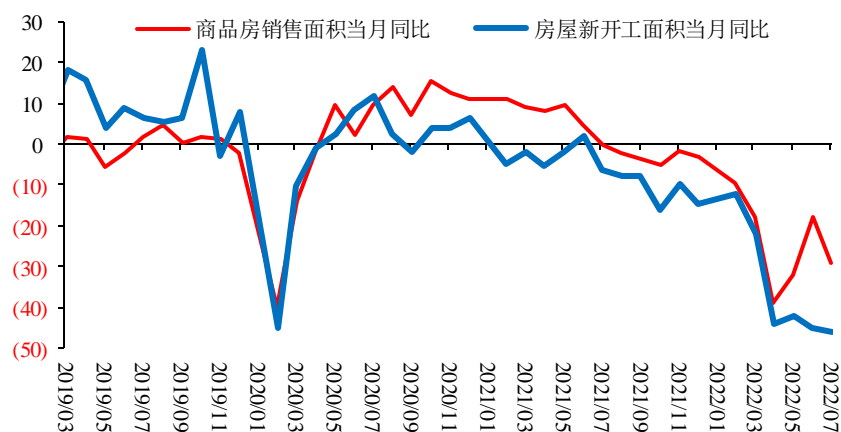
从8月以来的高频数据看，新房销售出现显著回落，略超季节性特征。二手房销售也出现边际回落，这或许与居民预期调整有关。

实际上从7月以来，银行、地产行业的股票指数显著跑输大盘，头部房企股价相对其他房企股价加速下跌，债券市场上的表现类似，与7月之前的价格表现形成镜像，这或许表明房地产行业的流动性问题在进一步发酵，行业性风险进一步上升。

当前房地产相关政策在密集出台，针对居民和企业端政策在持续落地，同时居民、企业和金融机构的预期也在进一步走弱，房地产行业的流动性问题仍在快速蔓延，这一过程一旦没有得到有效阻断，可能会对金融体系和宏观经济形成广

泛冲击，未来政策应对的方法、节奏值得密切留意。房地产行业的演化将是影响今年下半年宏观经济走向的重要变量。

图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



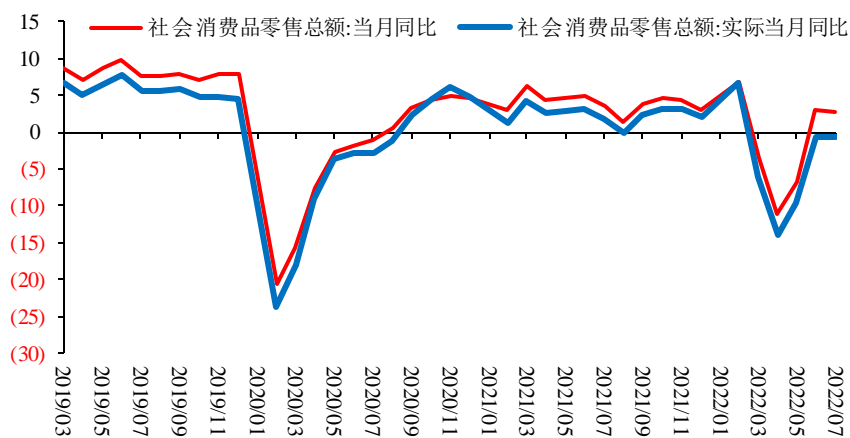
数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

7月社会消费品零售当月名义同比2.7%，较上月小幅回落0.4个百分点。这一回落与服务业生产指数的下滑一致，主要反映了疫情反复的影响。

分品类看，汽车、石油、建筑装潢等主要品类均出现下行，金银珠宝、家电、饮料、烟酒等少数品种出现回升，高温天气对相关产品需求形成支撑。

8月以来国内疫情形势再度反复，考虑到当前的疫情防控形势，以及居民预期的走弱，未来消费活动的恢复或将面临波折。

图4：社会消费品零售当月名义和实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

总体而言，7月疫情反复、高温天气可能对经济活动形成扰动，但房地产行业的进一步走弱，可能是导致经济数据出现普遍下滑的主要因素。考虑到房地产行业对我国金融体系和宏观经济的影响巨大，如何阻断房地产行业流动性问题的蔓延，如何改善居民、金融机构和相关产业链企业的预期，将很大程度上影响下半年房地产行业乃至宏观经济的走向，这一领域的政策出台和落地情况值得密切留意。

往后看，财政的发力有助于维持基建投资高增长，居民部门储蓄率的高位回落或将推动消费活动缓慢恢复，地产政策的落地传导到地产投资的回升尚需时间，外需的收缩将冲击我国出口表现，预计下半年我国经济将在波折中弱势恢复。

二、经济承压、宽松加码

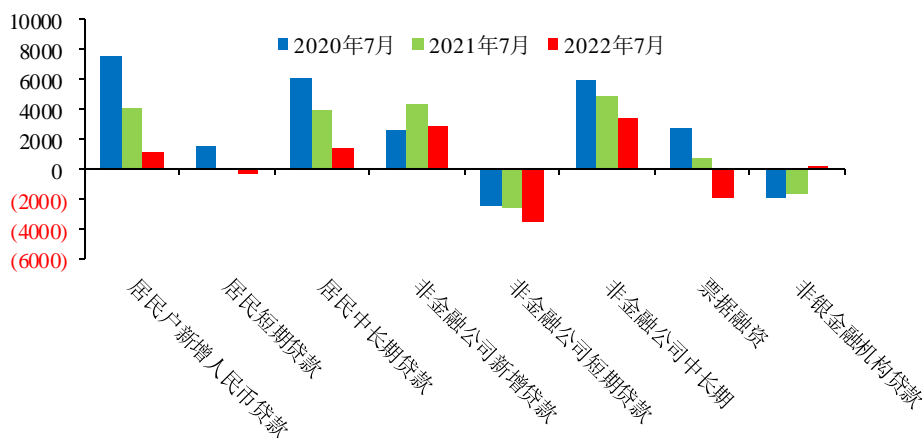
本周一央行进行20亿7天逆回购和4000亿MLF操作，政策利率均下调10BP，年内再度降息，大幅超出市场预期。

在量方面，7月社融再度回落，人民币贷款和企业债对社融形成主要拖累。而信贷分项中，居民和企业部门的中长期贷款相比去年同期均出现明显收缩，显示房地产市场的进一步走弱在对居民部门和相关产业链企业形成冲击。居民和企业部门调整资产负债表，增加存款，减少贷款，甚至加速还款，推动M2与贷款的增速裂口走阔，金融体系流动性充裕。

本次央行降息可能意在对冲经济下行，缓解实体经济融资成本，在信用扩张不畅的背景下，基准利率的下行在理论上有助于信贷需求的边际修复。与此同时，国内温和的通胀，以及海外美元指数和美债收益率的下行为我国降息提供了有利环境。

考虑到房地产行业面临的巨大压力，以及其对宏观经济和信用扩张机制层面的广泛影响，我们倾向于认为国内流动性环境的宽松将在较长时间内维持，基准利率仍然存在下行的空间。

图5：新增信贷细项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

在经济承压、宽松加码的背景下，股票市场总体震荡，成长板块表现较强。这一方面与成长板块景气度较高有关，另一方面成长板块对流动性环境的宽松更

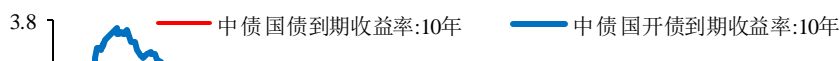
为敏感。而银行、地产行业 7 月以来股价的持续下行，以及地产行业头部房企股价的大幅回落，反映出市场对房地产行业违约风险的担忧在升温，这一担忧的缓解依赖于政策的强有力干预，仍需密切留意。

往后看，这种经济弱势恢复、流动性环境宽松的环境未来有望维持，这使得权益或将维持震荡的格局，成长板块的表现依然占优。

当前宏观经济和流动性环境对债券市场最为有利，10 年期国债收益率创年内新低。本次降息进一步打开了货币政策宽松的空间，经济弱势、信贷需求低迷的局面有助于债券市场收益率的下行。

从收益率的绝对水平而言，2018 年以前经济的减速、投资回报率的下行并没有带来债券收益率的中枢下移，这背后主要与房地产、城投平台高成本地吸收了大量资金有关。而 2018 年以后，随着政策对房地产和地方政府债务的控制，更多资金流向与实体经济密切相关的领域，而这些领域面对投资回报率的下降，其能承担的利率成本也随之下降。因此在当前的宏观环境下收益率下行的过程可能仍将延续。

图6：10 年期国债和国开债



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_45311

