

地产难“自愈”，政策欠“东风”

——7月经济数据点评

核心观点

本月，我们重点提示一个观点：**地产难“自愈”，政策欠“东风”**。第一，在现有地产需求政策导向下，市场自身的修复缓慢，对经济周期的拖累较强，经济周期底部拉长，仅仅依靠地产市场自身修复带来的衰退周期敞口会很漫长，经济可能“等不起”；同时，当前地产行业衰退风险隐含了风险进一步扩大的预期，若风险继续发酵，托举经济将更加困难；第二，地产周期和消费周期联动性高。商品零售中的家电、装修、和家具等消费都属于重要的地产后周期板块，地产不起则消费很难有新的增长亮点。因此，当前经济状况下需要政策继续“主动出击”，地产需求政策是政府能控制的核心发力点且仍有发力空间，参考2014-2015年的地产周期底部，二三线城市的限购政策有必要进一步放开。

分析师：高宇

执业证书号：S1230522020003

gaoyu@stocke.com.cn

相关报告

1 《7月经济数据前瞻：全方位回升——基建、制造业、消费、出口发力》 2022.08.08

□ 统计局公布7月经济数据：经济复苏趋缓

8月15日，统计局公布7月经济数据经济复苏趋缓，多项数据同比增速小幅回落：社会消费品零售总额当月同比增长2.7%，增速回落0.4%；固定资产投资（不含农户）累计同比增长6.2%，增速回落1.9%；其中，基础设施投资累计同比增长7.4%，是唯一增幅扩大的分项；制造业投资增长9.9%，增速回落2.4%；房地产开发投资下降6.4%，增速回落2.4%。城镇调查失业率回落为5.4%，但就业结构性压力持续，青年群体失业率攀升至19.9%。

展望8月，经济修复支撑项仍是基建，地产投资短期难回升，经济预期差或在消费：（1）基建：弱需求背景下，基建有望继续发挥逆周期调节功能，叠加前期政策性银行债作为资金本撬动更多社会资本，预计整体增速仍旧保持韧性；（2）地产：销售大概率偏弱、修复仍有空间，核心变量仍是限购政策的放开力度；受需求不稳的影响，地产投资或继续探底，3季度拐点难现，投资底部最早出现在Q4；（3）制造业：PPI-CPI剪刀差进一步收窄将对中下游盈利形成支撑，Q3制造业投资在底部确认阶段仍需观望；（4）消费：汽车消费逆势反弹，仍是主要拉动项；网上零售大概率预期内修复；核心的预期差仍在于线下消费场景是否能大幅改善。

□ 基建投资：政策效应继续显现，发挥逆周期调节功能

基建继续发挥逆周期调节功能，7月累计同比录得7.4%（我们预测7.7%），相较于上月份抬升0.3%。

7月基建同比继续转好的原因：①前期政策性银行债、专项债资金部分到位并转换为实物量；②去年基建的低基数效应。

7月基建增速弱于我们预期的原因：①天气对施工的影响预估不足；②资金转换为实物量的时间滞预估不足。

下一阶段，弱需求背景下，基建有望继续发挥逆周期调节功能，叠加前期政策性银行债作为资金本撬动更多社会资本，预计整体增速仍旧保持韧性。

□ 地产投资：停贷事件致新房销售承压，地产投资持续筑底

7月地产投资持续筑底，环比下行31%（我们预测-27%），当月同比降低-12.3%（我们预测-7.1%），累计同比降低-6.4%（我们预测-5.6%）；地产销售当月同比再度下行，录得-28.88%（我们预测-28%），累计同比录得-23.09%（我们预测-23%）。

目前来看，地产销售底不稳，易受短期市场情绪扰动，和我们预期基本一致。①除高温天气影响外，7月断贷事件对新房销售影响较大，高频数据显示新房销售

和二手房销售走势背离，核心原因仍是居民仍有新房烂尾的担忧，交付风险影响居民购置新房的预期，有限的需求提振集中在二手房市场上。②当前需求政策放开仍是“边走边探”，各城限贷政策普遍都有较大程度放松，但是限购政策放松小幅试探、力度并不大，市场对于需求政策仍持观望态度，对于住房消费构成一定影响。③我们之前多次强调，6月可能集中释放了疫情期间居民“积攒”的购房需求，导致购房市场超预期回暖，7月份疫情后的脉冲效应消退，增速会较6月有回落。④居民收入受疫情冲击、房价有回落预期也是制约主要消费反弹的常规因素。⑤本次MLF调降后，20号LPR调降应该是大概率事件，但我们认为单单一个降息对住房消费的刺激力度有限，原先各城限贷政策放松力度已经较大、政策诚意足够，但是需求反馈不明显，矛盾核心不在利率上。

7月地产投资数据和我们的悲观预测情形接近。①受高温天气影响，7月为年内施工淡季，历史上环比回落中枢值为-27%，本月录得-31%；对比6月来看，环比中枢为31%，当月录得实际值25%，本月环比超预期偏离幅度较6月有所收窄。②从本质上看，开发商仍然缺钱，销售反弹预期不稳、债务偿付压力下现金流紧张，无论是土地储备还是商品房施工动力都不足。投资底部出现大概率是在销售底部企稳、开发商预期反弹之后，因此本月地产投资数据基本是“预期内的弱”。

展望8月，地产销售大概率偏弱、修复仍有空间，核心变量仍是限购政策的放开力度；受需求不稳的影响，地产投资或继续探底，投资底部最早出现在Q4。

□ 制造业投资：内需走弱，盈利转移效果未显

7月制造业投资下行压力已现，累计同比增长9.9%（我们预测10.9%），当月同比增长7.5%（预测值13%），相较于上月下降2.4%。

7月制造业增速下降的原因主要为：①通用设备、运输设备、计算机通信电子设备等中游设备类行业出现降温；②下游消费行业投资下滑，盈利转移效果未显。

7月制造业增速弱于我们预期的原因为：①疫情反复对下游消费行业冲击仍然较为明显，下游企业投资意愿可能不足；②从7月PMI数据看到制造业已进入主动去库存阶段，资本开支放缓，内需走弱。

后续，PPI-CPI剪刀差进一步收窄将对中下游盈利形成支撑，Q3制造业投资在底部确认阶段仍需观望。

□ 消费：疫情后“报复性消费”逻辑结束，核心的预期差在于线下消费

7月社零当月同比增长2.7%（我们预测6%），相比6月稍有回落；累计同比下行0.2%（我们预测0.2%），降幅进一步收窄。

本月社零反弹不足是核心的超预期项，背后主要原因是线下消费场景修复弱。①前期我们认为“疫情修复”对商品零售的带动逻辑可能带动消费增速持续增长超2个月，但是7月份该逻辑线的影响逐渐回落，后续支撑动力或逐渐消退；②线下消费出现复苏势头，但是斜率平缓。根据高频数据显示，7月多城地铁客运量以及政策公路货运指数都有所回升，包括餐饮和线下零售等消费修复方向是确定的，但是力度仍然不足，根据统计局数据，实物商品网上零售额当月同比10.08%构成主要拉动项。③除了汽车，其他都偏弱。地产后周期、必选、可选等各类商品零售额增速表现弱势，也没有回到4-5月疫情前水平，新增长动能未现。④网上零售持续高增速说明居民的消费需求并没有消失，滞约消费复苏的关键不是居民收入水平和消费意愿的制约，而是疫情反复对线下消费的持续影响。虽然防疫政策已经显著宽松化，但是居民对防疫政策的预期仍未明显改变。

展望8月，汽车消费逆势反弹，仍是主要拉动项；网上零售大概率预期内修复；核心的预期差仍在于线下消费场景是否能大幅改善。我们预测，8月消费仍有进一步修复的空间。

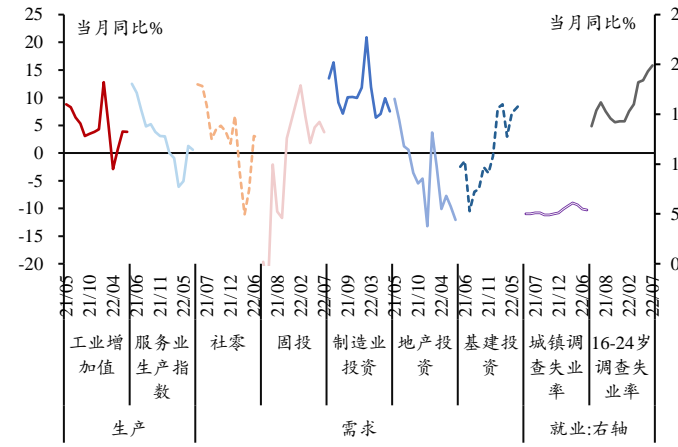
□ 风险提示

基本面超预期变动；政策力度超预期；

图表目录

图 1: 各项主要经济指标当月同比走势.....	4
图 2: 主要经济指标变动和预期.....	4
图 3: 支出法下, 经济增长动能拆分(累计同比口径).....	4
图 4: 基建投资累计同比走势.....	4
图 5: 分行业基建投资走势.....	4
图 6: 地产投资周期、销售周期、开发周期全览.....	5
图 7: 地产销售走势.....	5
图 8: 商品房待售面积走势.....	5
图 9: 房地产开发资金来源走势图.....	5
图 10: 地产周期拆分.....	5
图 11: 制造业投资分行业累计同比增速.....	6
图 12: 分产品看限额以上批发和零售业零售额.....	6
图 13: 分行业看社零增速走势.....	6
图 14: 城镇调查失业率走势.....	6
图 15: 16-24 岁人口就业人员调查失业率走势.....	6

图1: 各项主要经济指标当月同比走势



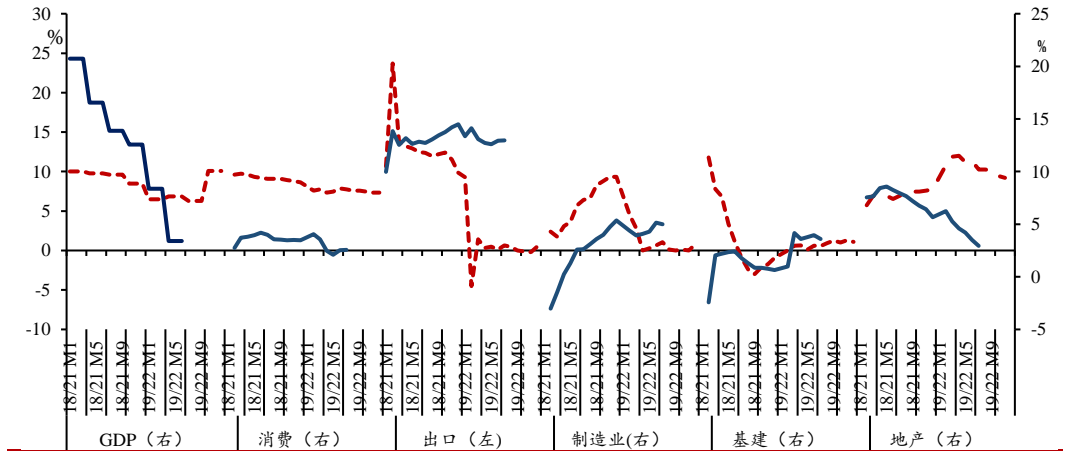
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 主要经济指标变动和预期

主要经济指标	变动	2022-07	2022-06	我们的预测
工业增加值	↓-0.1	3.8	3.9	-
服务业生产指数	↓-0.7	0.6	1.3	-
社零	↓-0.4	2.7	3.1	6.0
当月同比 固投	↓-1.9	3.8	5.6	-
制造业投资	↓-2.4	7.5	9.9	13.0
地产投资	↓-2.4	-12.1	-9.7	-7.1
基建投资	↑1.0	9.1	8.2	11.0
固投	↓-0.6	6.2	6.8	-
制造业投资	↓-0.5	9.9	10.4	10.9
地产投资	↓-1.0	-5.4	-5.4	-5.6
基建投资	↑0.3	7.4	7.1	7.7
城镇调查失业率	↓-0.1	5.4	5.5	-

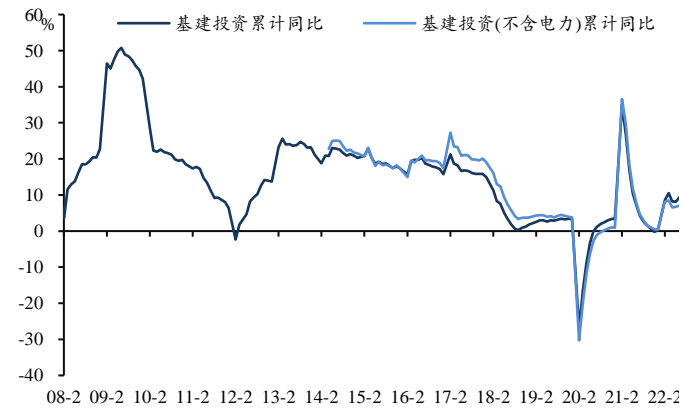
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 支出法下, 经济增长动能拆分(累计同比口径)



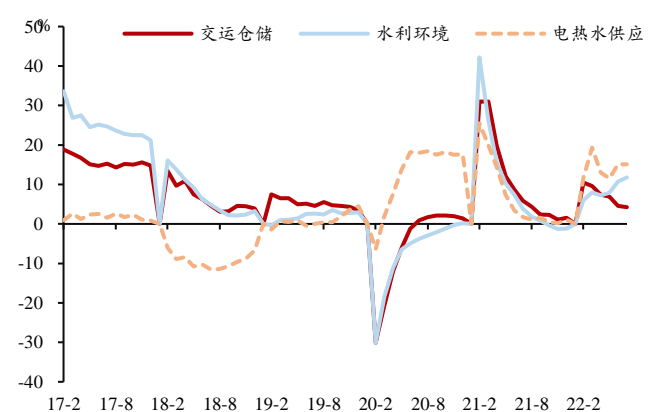
资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 备注: 2020年由于疫情具有基数效应, 因此我们对上图各指标2021和2022年累计同比数据做如下处理: 以2019年数据为起点, 2021年计算两年复合同比增速, 2022年计算三年复合同比增速。

图4: 基建投资累计同比走势



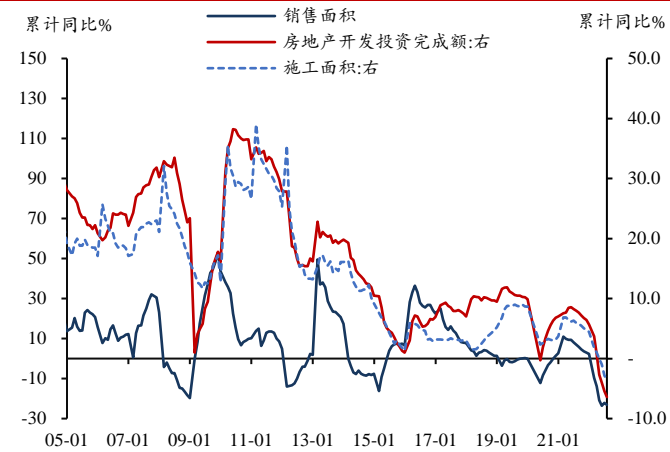
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 分行业基建投资走势



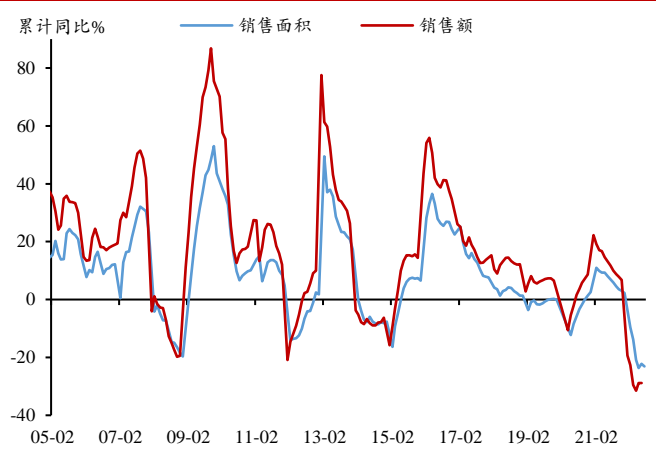
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 地产投资周期、销售周期、开发周期全览



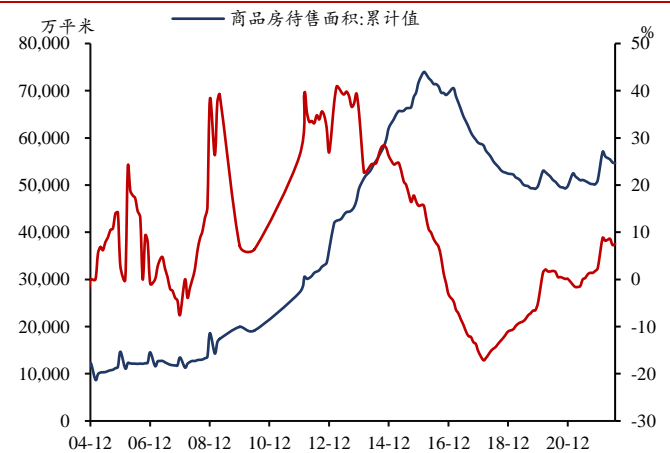
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 地产销售走势



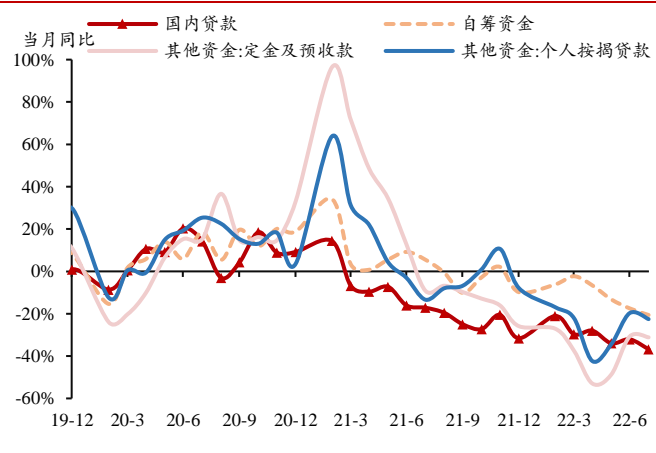
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 商品房待售面积走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 房地产开发资金来源走势图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 地产周期拆分

数据区间	投资周期				需求周期				开发周期								库存周期
	地产投资	FAI	地产:建筑工程	地产投资:其他费用	商品房销售面积	商品房销售额	70城新房价格指数	70城二手房价格指数	施工面积	新开工面积	竣工面积	商品房待售面积	资金:合计	资金:贷款	资金:定金及预收	资金:按揭	土地购置面积
单位	万亿/%	万亿/%	万亿/%	万亿/%	亿平/%	万亿/%	%	%	亿平/%	亿平/%	亿平/%	亿平/%	万亿/%	万亿/%	万亿/%	万亿/%	万亿/%
2022	7.95	31.98	未出	未出	7.82	7.58	-	-	85.92	7.61	3.20	5.47	8.88	1.10	2.86	1.42	4,546
2021	8.49	30.25	5.00	3.12	10.16	10.64	-	-	89.19	11.89	4.18	5.09	11.90	1.54	4.54	1.90	8,764

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_45342

