

內地房地產數據的全線下滑，既有近期商品房銷售走弱、今年房企融資大幅收緊的影響，也疊加了近3年行業去槓桿的累積效應。房地產投資的下行過程可能才剛開始，市場需關注房地產出現短期政策底的可能性。

# 內地樓市短期或現政策底



▲今年下半年以來，內地經濟復甦見頂回落、內生需求釋放完畢，加上針對購房的金融和資格條件收緊，商品房銷售景氣度下滑。

深度濤解



宋雪濤

當前房地產投資的下行壓力已然加劇，而且這一過程可能才剛開始。8月房地產數據繼續全線下滑，看兩年複合同比增速，銷售和拿地大幅回落：商品房銷售面積增速-2.0%（前值0.1%）、商品房銷售額增速1.6%（前值4.1%）、土地購置面積增速-10.8%（前值0.5%）；開工維持負增長：房屋新開工面積增速-7.7%（前值-6.5%）；房地產開發投資增速5.9%（前值6.4%）、房地產施工面積增速8.4%（前值9.0%）；唯一上升的是竣工：房屋竣工面積增速7.6%（前值4.0%）。

## 一、銷售回落 融資收縮

商品房銷售景氣度正在回落。上半年商品房銷售的高景氣，主要是由內生需求釋放主導，核心邏輯是大城市、中高收入群體受疫情衝擊小、收入恢復快，而且更多受益於疫情期間寬鬆政策帶來的財富效應，購房需求提升。因此，上半年商品房市場表現為結構性高景氣，一二線城市銷售復甦早、景氣高，相比之下，三四線城市銷售復甦慢、景氣弱。這是經濟後周期內生需求釋放的邏輯，而非金融條件放鬆或刺激的早周期邏輯。

下半年以來，隨着經濟復甦見頂回落、內生需求釋放完畢，疊加針對購房的金融和資格條件進一步收緊，商品房銷售景氣度較快回落。與此同時，房地產融資環境大幅收緊。去年底央行及銀保監會發布《關於建立銀行業金融機構房地產貸款集中度管理制度的通知》時，筆者曾在報告《房貸集中度管理的宏觀影響有多大》中進行過測算，央行在答記者問中也表示「大部分銀行業金融機構符合管理要求」，並且對貸款佔比達標的銀行要求保持貸款佔比基本穩定、對貸款

佔比超標2%以內和以上的機構設置了2年和4年的過渡期，因此估計房地產融資的收縮力度會相對溫和。

然而，政策的實際執行力度明顯高於預期。截至今年年中，房地產貸款餘額同比增速從去年底的11.7%降至9.5%，較人民幣貸款餘額增速低2.8個百分點，其中個人房貸增速從去年底的14.6%降至13%，較人民幣貸款餘額增速高0.7個百分點。

相應的，房地產貸款餘額佔比較去年底下降1.3個百分點至27.4%，個人房貸餘額佔比較去年底下降0.2個百分點至19.7%，已經低於第二檔銀行的佔比上限；而銀保監會近期表示，7月底房地產貸款同比增速進一步降至8.7%，壓降速度較上半年進一步加快。

整個上半年，房地產貸款餘額增長1.2萬億元（人民幣，下同），其中個人房貸餘額增長2.14萬億元，由此可見上半年針對房企的貸款餘額淨減少了9400億元。

## 二、房企土儲持續去化

近年去槓桿政策的累積效應也在顯現。近年涉及房地產監管的主要政策，例如三道紅線、房貸集中度管理、影子銀行融資等，核心都着力於削弱房地產的金融屬性，要求房企縮表、降槓桿，直接結果是房企土儲持續去化。經過連續3年的去庫存，百強房企的土儲去化周期（土儲面積/年度銷售面積）已經從2017年底的4.6倍，降至2020年底的3.4倍，這一指標的歷史均值在4倍左右。

今年的集中供地進一步加劇了土儲去化。上半年，地方供地量限制在較低水平，在商品房銷售景氣度較高、房企拿地熱情較高的背景下，造成土地供不應求，導致土地溢價率上升、房價漲幅上升，房企拿地銳減、地方收入不減。下半年以來，隨着商品房銷售熱度回落、房地產融資持續收緊，房企拿地熱情快速下降，因此即便限制了土地溢價率，土地成交量

仍繼續下滑。房企土地購置面積在2019年同比下降25.6%、2020年同比下降2.4%的情況下，今年1至8月繼續同比跌10.2%，按照這一趨勢，預計年底土儲去化周期降至2.7倍。

受此影響，房企普遍土儲不足，新開工面積連續負增長，房地產投資下行壓力持續加大。今年上半年房地產投資增速韌性較強，主要得益於三道紅線推動房企加速施工，目的是盡快竣工交付、確認收入、結轉利潤、做大權益。施工加速後，5月以來房屋竣工面積增速已經大幅增長（後端），疊加新開工面積持續負增長（前端），存量項目施工面積增速也在快速減弱（中端），房地產投資增速面臨較大下行壓力，而且這一過程可能才剛開始。

## 三、關注政策邊際緩和

房地產政策的長期方向毋須多言，關係到中國經濟增長動能切換、產業結構優化調整、居民消費潛力釋放、縮小貧富差距實現共同富裕、防範化解系統性金融風險等諸多重要問題，宏觀政策已經幾乎不可能將刺激房地產作為短期穩增長的手段。

關鍵在於，如何在動態實現長期目標的過程中適當平衡短期壓力？主要途徑可能在於兩方面：一是持續加大對高新技術產業的支持力度。以高技術製造業為例，經過近年的高速增長，其在製造業投資中的佔比從2015年的11%，上升到當前的20%以上；行業投資年均增速在15%左右，已經可以貢獻3%左右的製造業增長。二是在控制隱性債務的前提下，提高財政積極性。適當提高預算內財政赤字規模，財政支出向保基本民生、縮小貧富差距和提振消費等方向傾斜，投資支出在適當支持傳統基建的基礎上向新型基建、科技創新等方向傾斜。

除此之外，在短周期維度，房地產政策高壓有沒有邊際緩和的彈性？一個重要背景是，隨着7、8月經濟數據大幅回落，初步估計第三季度實際GDP的同比和兩年複合同比都將降至5%以下，這已經突破了央行在今年3月工作論文中測算的「十四五」時期中國經濟潛在增速的下限。這其中固然有疫情反覆、自然災害、原材料短缺等諸多外生因素的影響，但經濟的內生下行壓力也已經逐漸顯現；還有一個現實要求是，要防止在處置風險的過程中引發次生風險。

隨着房價長期上漲的預期明顯消退、房地產金融屬性逐漸下降，房地產銷售和居住內生需求的相關性提高，受政策面的影響逐漸弱化。政策影響房地產行業的主要着力點在於融資和拿地。

筆者在此提示關注房地產行業出現短期政策底的可能性。可觀察的路標包括：房企內融資高壓邊際緩和，表外融資類信託壓降速度放緩，避免部分房企的風險事件導致金融機構對全行業甚至上下游抽貸斷貸；地方政府加大供地量、控制土地溢價率，關注第三批集中供地後土地成交是否改善。

# 資源牛還能持續多久？

斌眼觀市



朱斌

西南證券首席策略分析師

僅僅經過一周左右的調整，A股中秋小長假後的第一個交易日，板塊就迎來了大漲：採掘板塊上漲5.6%，化工板塊上升2.3%，鋼鐵板塊抽高0.8%。與之同時是商品價格的全面反彈：硅鐵上漲8%、動力煤升6%、玻璃彈4.8%、線材上揚3%。似乎政策的打壓對資源板塊的上漲不起作用。

筆者認為，資源板塊的業績將繼續保持較高增速，行情有望持續到第四季。整體而言，今年在貨幣寬鬆、經濟復甦、供需錯配的帶動下，大宗商品價格均有大幅上漲，從而帶動了A股資源板塊的大行情，近期煤炭、鋼鐵、有色等資源周期股的行情仍將持續。展望第四季，煤炭、鋼鐵、有色等行業供需錯配的邏輯依然存在：一方面，「雙碳+疫情」背景下，上游資源供給端擴產仍然受限，同時「經濟復甦+能源轉型」，下游需求旺盛。

我們以鋼鐵和煤炭行業為例具體闡述：

**鋼鐵：粗鋼限產趨嚴，價格高位運行**

2021年以來，全國多省市出台粗鋼限產政策。4月初，發改委和工信部就2021年鋼鐵去產能「回頭看」、粗鋼產量壓減等工作進行研究部署，提出確保實現2021年全國粗鋼產量同比下降。6月下旬以來，江蘇、山西、江西、安徽等多省相繼提出2021年全年粗鋼產量不超過2020年的要求。

此外，山東提出2021年全省粗鋼產量不超過7650萬噸，河北唐山明確提出2021年全市粗鋼產量同比壓減1237萬噸。

粗鋼限產工作成效顯現。國家統計局數據顯示，2021年7月，全國粗鋼產量8679萬噸，環比下降7.5%；生鐵產量7285萬噸，環比減少3.9%；鋼材產量1.11億噸，同比下降8.1%。庫存方面，截至9月10日，主要鋼材庫存1428萬噸，相比今年3月高點2233萬噸有明顯的降幅。此外，高爐開工率由6月底的60.9%下滑至當前56.5%，粗鋼限產取得明顯成效。

鋼材價格指數高位運行，而鐵礦石價格大幅回落，鋼鐵企業利潤空間凸

顯。由於供給端鋼鐵產量處於偏緊狀態，同時下游基建、汽車等行業對鋼鐵的需求較為旺盛，由此推高鋼材價格。據中國鋼鐵工業協會數據顯示，2021年初至今鋼材綜合價格指數上漲20%，儘管在5月中旬達到階段性高點後回落，但供需錯配的格局，有望使得鋼材價格在下半年維持在高位。此外，由於各省市粗鋼限產趨嚴，鋼企對主要原材料鐵礦石的需求減弱，鐵礦石價格見頂後大幅下滑，從5月中旬的高點至今，鐵礦石期貨活躍合約結算價下降44%。

**煤炭：「雙碳」下供需緊平衡，價格屢創新高**

2021年以來，原煤產量明顯下滑。年初以來煤炭供給持續受限，相關部門對煤礦的生產監管趨嚴，例如4月底國家能源局等相關部門印發《關於印發煤礦生產能力管理辦法和核定標準的通知》，陝西於4、5月開展全省煤礦開展超能力生產專項監察。加之煤礦安全生產監督升級，部分煤礦選擇停產檢修，煤炭供應持續收緊。國家統計局數據顯示，3月原煤產量3.4076億噸，此後持續下滑，7月降低至3.1417億噸，為2021年以來的最低產量。從煤炭的不同種類來看，動力煤7月產量2.6006億噸，同比降低0.4%；煉焦精煤7月產量3806萬噸，同比下降6.6%。

下游電力等行業對煤炭需求旺盛。疫情後中國經濟增長保持較高增速，工業需求帶動社會用電量快速增長，其中火電發電量大幅高於2019年及2020年，7月火電發電量5240億千瓦時，同比增長13.9%。

從各行業對動力煤的消耗量來看，7月電力行業對動力煤的消耗量達到2.0369億噸，同比上升10.9%；化工行業對動力煤的消耗量達到1870萬噸，同比增長11.0%；供熱行業對動力煤的消耗量達到1362萬噸，同比增加37.6%。

從投資策略上看，當前資源板塊行情仍有一定持續性。上游資源類供需錯配的態勢有望延續，資源板塊繼續迎來長景氣周期。投資標的來看，建議關注寶鋼股份（600019.SH）、新鋼股份（600782.SH）、重慶鋼鐵（601005.SH）、陝西煤業（601225.SH）、山東海化（000822.SZ）、華友鈷業（603799.SH）、贛鋒鋁業（002460.SZ）、湖北宜化（000422.SZ）、三孚股份（603938.SH）等。



▲今年在貨幣寬鬆、經濟復甦、供需錯配的帶動下，內地大宗商品價格大幅上漲。

# 股市波動凸顯樓市穩陣

樓市智庫



陳永傑

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

今年下半年以來，本港股市受到多種因素影響而表現不振，弱勢漸趨明顯。美國股市也在歷史高位十分反覆，呈現顯著波動。反而香港以至美國住宅樓市情況比較平靜，無太大波幅，尤其是本港樓市結構比較簡單，沒有炒家興風作浪。

股市屬於比較複雜的投資工具，反應亦較為敏感，容易受到外來政治、經濟及疫情因素影響而變得波動，再加上有槓桿效應，股市忽高忽低的情況常會發生，弱勢港股已經難玩，美股高回落殺傷力亦甚大，令人難以捉摸。部分股票更有時暴瀉幾成，令投資者手足無措，近期港股以至美股波幅甚大，許多股民均損手爛腳。

## 發展商開價具吸引力

由於股近月持續弱勢，部分投資者棄股換樓，將資金從股市調入市，希望尋找比較穩定的投資市場。本港樓市在6月份成交勁升之後，7、8月份繼

使交投回軟，但價格依然堅穩，8月份公布代表二手樓市的中原城市領先指數（CCL）更破關而上，衝上歷史新高。

二手樓買賣雙方爭持，導致成交轉弱，買方不願意追價，便轉向一手新盤尋求心頭好。新盤發展商亦開出具競爭力的價格吸客，成交不俗，1000萬元以下的細價新盤交投理想。

另一方面，香港政府派發消費券，不僅對本地消費市場有利，「食好啲與住好啲」的概念不脛而走，香港零售以至樓市的消費市場氣氛均有好表現。

樓市波幅不及股市大，買樓人士大多以穩定為主，平穩樓市更合乎置業人士的心意，不必像投資股市波動要食驚風散。

美國6萬億美元財政預算產生量化寬鬆效應，數額是前所未見之大，造成美元貶值的可能性甚高。

擁有大量現金或其他弱勢投資工具的投資者，也會考慮換馬，將資金投向比較穩定的美國以及香港樓市，以求取得穩定的投資回報。早前黃金價格顯著下挫，可能是投資者覺得黃金沒有息率回報，沽金套現，換馬到有息率回報的美國及香港樓市。

