财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

经济恢复由政策驱动向内生动能转换

——2020 年 1-11 月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

从经济恢复动能看，11月当月政策敏感型需求基建、房地产投资稳中有降，但经济内生动能出口、消费、制造业投资均出现明显回升，表明经济增长动能正由政策驱动向内生动能转换，预计四季度经济将加快向潜在增速回归，全年有望实现2.1%左右的正增长。

摘要：

- **工业增加值：出口带动作用显著，装备制造业是生产走强主因。**11 月份规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月加快 0.1 个百分点，连续四个月高于去年同期值。其中，受益制造业投资与机电产品出口大幅改善，中游装备制造业增加值同比增长 11.4%，快于全部工业 4.4 个百分点，是工业生产保持强劲的最主要支撑；此外，外企增加值增速升至 8.3%的高位，也进一步验证了出口对工业生产的带动作用明显。但政策退潮下，本月上游原材料制造业生产有所放缓；消费修复偏弱，对下游消费品制造业生产的拉动作用亦有待加强。结构上，高技术制造业生产维持较快增长，1-11 月增速高于同期制造业 3.5 个百分点，新旧动能转换仍在加快。
- **国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年 GDP 约增长 2.1%。**一是服务业恢复和居民收入回升支撑消费继续回升无悬念；二是制造业接棒基建和房地产，投资向上恢复势头不变；三是海外疫情反弹下“中国生产、全球消费”的模式得以延续，全年人民币计价出口增速有望实现 5%左右的增长。
- **消费：汽车、通讯等升级品类支撑社零继续改善，但全面恢复仍需时日。**11 月份社零同比增长 5.0%，增速较上月继续提高 0.7 百分点，但增幅连续两个月放缓，消费恢复情况仍不及市场预期。其中，受益双十一促销叠加刺激政策加码，汽车消费连续五个月双位数增长，通讯器材、化妆品等其他升级类消费增速均在 20%以上，是本月社零改善的主要支撑；但国内多地出现散发疫情，居民外出就餐意愿下降，餐饮收入增速再度转负对消费形成重大拖累；此外，代表低收入群体消费的限额以下消费增速放缓，也不利于消费全面改善。预计在服务业回暖、低收入群体收入回升和促消费政策加码的共同影响下，消费继续渐进改善无悬念，但疫情未退、居民收入弱修复、房地产挤占效应犹存，但消费全面修复至疫前水平仍需时日。
- **投资：制造业支撑作用增强。一是**在国内消费需求回暖、出口订单增多、政策效果显现、新旧动能转换加速等多因素共同作用下，11 月制造业投资增长 12.5%，较上月大幅提高 8.8%。预计在企业盈利改善和政策支持加码的叠加作用下，制造业投资增速降幅将继续收窄，但年内难以转正。**二是**在优质项目缺乏、财政资金分流以及地方财政紧约束的叠加影响下，1-11 月基建投资增速依然低位运行，低于年初一致预期。预计随着经济修复动能切换至内生动能，基

财信研究院
宏观团队

胡文艳
宏观经济研究中心 资深研究员
邮箱：huwenyan21@126.com

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

建逆周期必要性降低，且地方财政“六保”、“六稳”压力依然较大，基建投资大概率继续平稳运行，难有大幅上涨。**三是**年内房地产投资增速处于“爬坡见顶”、稳中趋缓阶段，全年增速低于去年水平。二季度以来房地产市场量价齐升，预计未来在房地产政策边际收紧、房企融资“三道红线”、市场流动性边际趋紧的背景下，房地产投资增速有望边际趋缓。

- **政策展望：货币“缓退坡”，财政重民生。**随着经济增长势头进一步巩固，国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续。预计流动性“紧平衡”、政策缓退坡已成货币政策主基调，降息降准均难现，结构性政策担重任，更强调资金精准直达实体经济。财政方面，随着经济动能由“逆周期”切换至“顺周期”，未来财政政策大概率边际退出。预计明年官方赤字率调降至 3%左右，同时不再发行特别国债，专项债券额度也收缩至疫情前水平，但财政支出结构将向制造业和民生领域倾斜，整体财政对实体的支撑力度仍强。

目 录

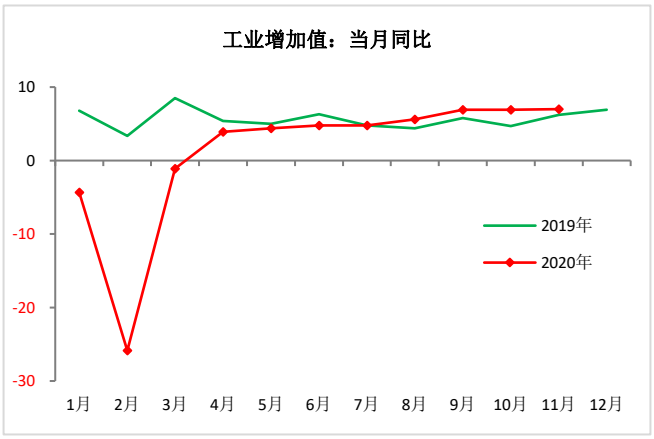
一、工业增加值：出口带动作用显著，装备制造业是生产走强主因 4
二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年约增长 2.1%.....5
三、消费：继续渐进改善，但全面修复仍需时日 7
（一）升级类消费品支撑社零继续改善，餐饮和低收入群体消费则均放缓 7
（二）消费继续渐进改善无悬念，但全面修复仍需时日 8
四、投资：制造业支撑作用增强 8
（一）消费和出口带动制造业投资增速显著提高 9
（二）逆周期必要性降低，基建难有大幅回升 10
（三）房地产投资增速处于“爬坡见顶”、稳中趋缓阶段.....11

正文：

一、工业增加值：出口带动作用显著，装备制造业是生产走强主因

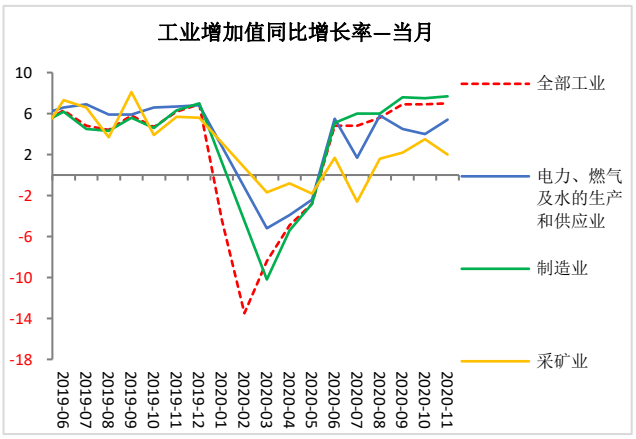
1-11 月份规模以上工业增加值同比增长 2.3%，较 1-10 月份提高 0.5 个百分点，较去年同期降低 3.3 个百分点。其中，11 月当月增长 7.0%，增速较 10 月加快 0.1 个百分点，连续四个月高于去年同期值（见图 1），显示生产供给端增长势头依旧强劲。

图 1：工业生产增速连续三个月超过去年同期水平



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：制造业生产维持高位是支撑工业生产强劲主因



资料来源：WIND，财信研究院

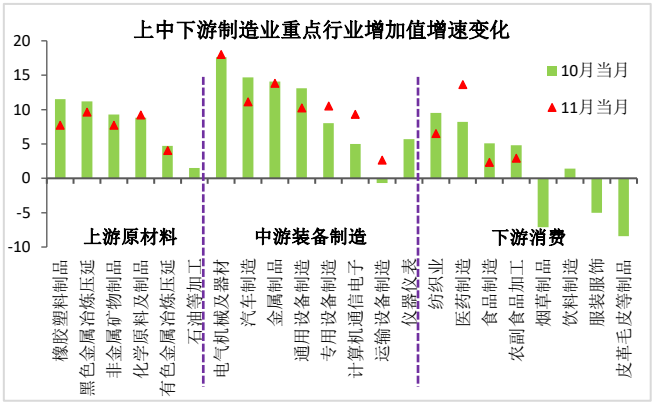
注：2 月份数据为 1-2 月累计增速

从三大门类看，制造业生产增速高位抬升是主要贡献力量。11 月制造业增加值同比增长 7.7%，增速较上月和去年同期分别提高 0.2 和 1.4 个百分点，高于同期全部工业 0.7 个百分点（见图 2），毫无疑问是支撑工业生产保持强劲的主动力（制造业营业收入占工业的比重达 90%以上）。同期，受益年底财政资金加快投放，电力燃气及水的生产与供应业增加值增速亦回升较多，较上月提高 1.4 个百分点至 5.4%；但受去年基数大幅提高影响（去年 11 月采矿业增加值增速较上月大幅增加 1.8 个百分点），采矿业增加值增速有所放缓，较上月降低 1.5 个百分点至 2%。

分制造业行业看，中游装备制造业仍为主要支撑。如受益制造业投资与机电产品出口大幅改善，11 月规模以上中游装备制造业增加值同比增长 11.4%，增速较上月继续提高 0.6 个百分点，快于规模以上工业 4.4 个百分点，支撑作用尤为突出；同期下游消费品制造业增加值增速，也较上月有所加快达到 3%，但主要依靠医药制造业生产提速的贡献（医药制造业增加值较上月提高 5.4 个百分点，见图 3），服务业加快恢复、居民消费稳步回暖对消费品制造业的拉动作用仍有待加强；此外，本月上游原材料制造行业生产增速亦多数放缓，如上游橡胶塑料制品、有色金属冶炼压延、非金属矿物制品业增加值增速均较上月回落 1 个百分点以上（见图 3）。在国内 PPI 降幅持续收窄、企业利润明显改善的背景下，本月上游原材料制造业生产反而有所放缓，一方面源于上月相关行业修复较快、增速偏高，另一方面也反映出房地产与基建投资需求回落的拖累或已有所显现。

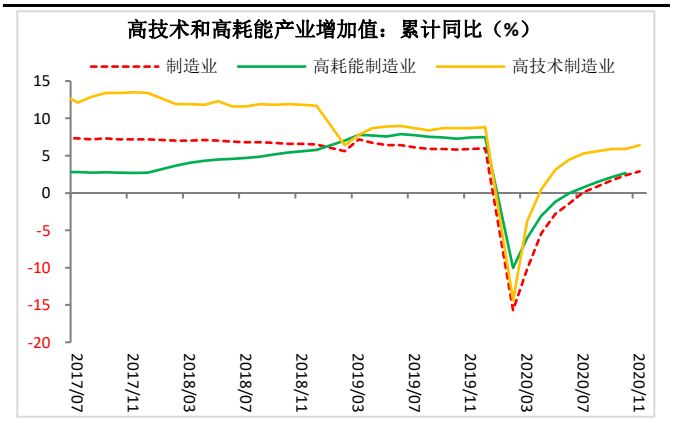
高技术制造业生产继续领跑，发展新动能持续增强。1-11 月份高技术制造业增加值增长 6.4%（见图 4），增速较 1-10 月份提高 0.5 个百分，快于同期制造业 3.5 个百分点，国内新旧动能转换继续加快。从边际变化看，11 月当月高技术制造业增加值增速再度回升，较上月大幅提高 4.5 个百分点至 10.8%，其中计算机、通信及其他电子设备制造业和医药制造业生产增速均较上月大幅提高 4 个百分点以上（见图 5），为主要贡献力量。

图 3：中游装备制造业行仍为主要支撑



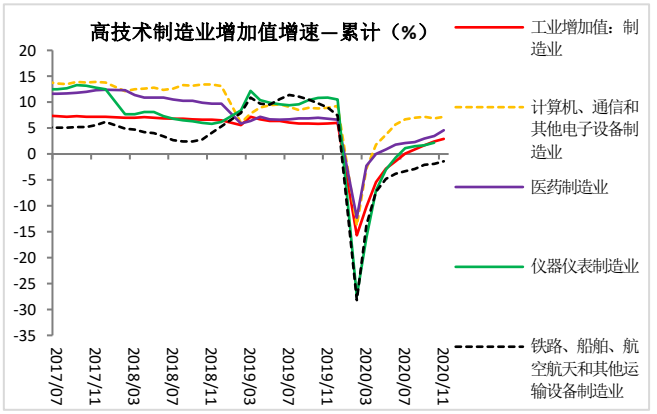
资料来源：WIND，财信研究院

图 4：高技术制造业生产继续领跑



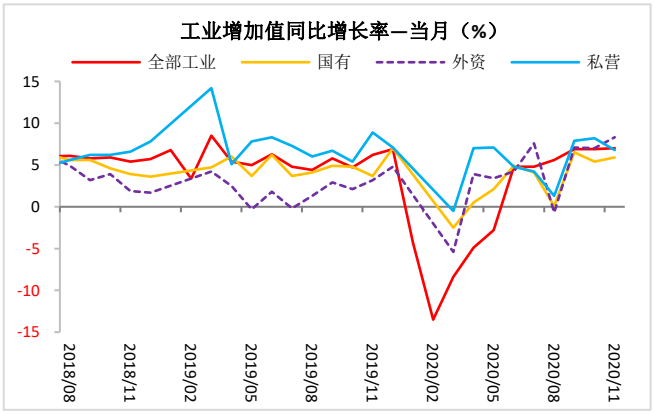
资料来源：WIND，财信研究院

图 5：高技术制造业行业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：国企、外资和私营企业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

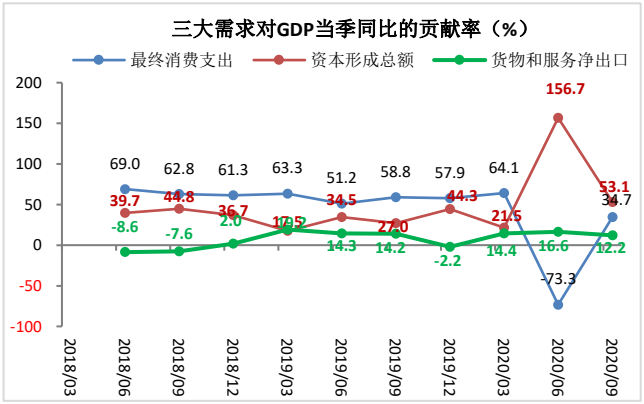
从企业登记注册类型看，出口强劲支撑外企生产继续提速，去年高基数致私企生产意外放缓。11 月份，外企、私企和国企增加值分别增长 8.3%、6.8%和 5.9%，增速较上月分别提高 1.3、降低 1.4 和提高 0.5 百分点。其中，外企增加值增速大幅攀升至 8%以上，仍主要源于国内出口延续高景气度，带动相关企业生产加快，如 11 月份国内出口同比增长 21.1%，增速较上月大幅提高 10.3 个百分点。私企生产增速放缓，则主要受去年同期基数大幅提升的扰动影响，如去年 11 月份私企增加值增速较上期大幅调增 3.5 个百分点，导致今年 11 月份增速较上月意外回落，整体上私企生产依旧较为强劲，绝对增速也仍在 6.8%的高位；国企生产回升，大概率受益于财政资金投放提速，本月电力、燃气及水的生产和供应增加值增速明显改善，但上游原材料制造业生产增速回落对其的拖累值得关注。

二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年约增

长 2.1%

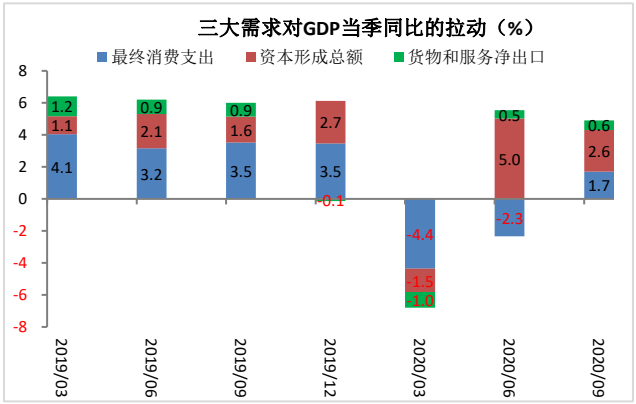
三季度 GDP 同比增长 4.9%，高于二季度 1.7 个百分点，经济呈现稳定恢复增长态势。从边际变化看，三驾马车中，经济复苏动能逐步由投资拉动切换至消费驱动，出口对经济的支撑也偏强。根据统计局数据，三季度当季，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动 GDP 增长 1.7、2.6 和 0.6 个百分点，分别较二季度提高 4 个百分点、降低 2.4 个百分点和提高 0.1 个百分点(见图 8)，消费支出的贡献明显提升。受新冠肺炎疫情冲击，需求端尤其是消费受到的影响较大，一二季度对 GDP 的拉动点数持续为负，但随着居民生活加快恢复，最终消费支出的贡献逐季改善、明显提升，同期资本形成总额的贡献则随之回落。

图 7：三大需求对 GDP 当季同比的贡献率（%）



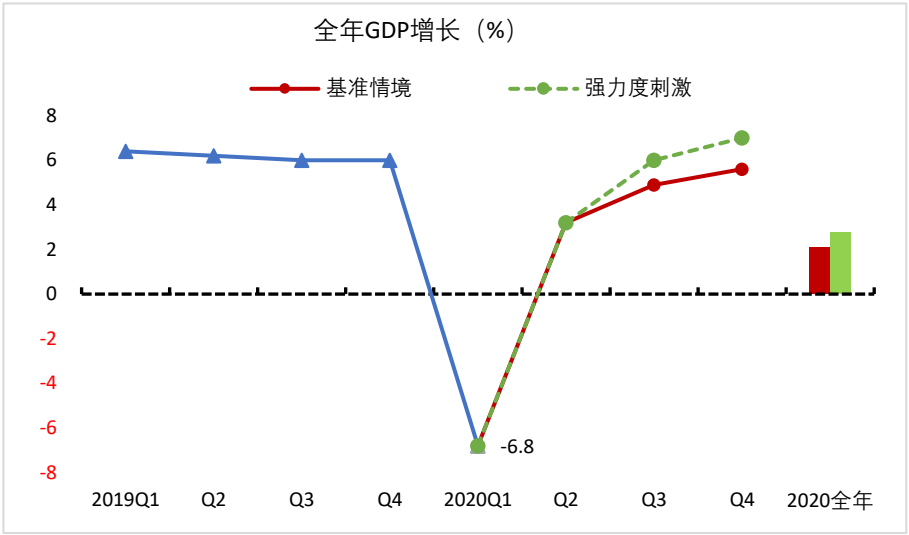
资料来源：WIND，财信研究院

图 8：三大需求对 GDP 当季同比的拉动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 9：2020 年 GDP 增速将呈“前低后高”走势



资料来源：WIND，财信研究院

随着政策更加注重精准导向和向需求端倾斜，预计四季度经济继续向潜在增速回归，全年 GDP 约增长 2.1%。一是投资将继续支撑经济向上恢复。其中，基建投资受益于财政资金加快使用和专项债项目用途调整完毕，四季度将继续延续回升态势；房地产投资在政策调控趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际趋紧的背景下，增速将稳中

趋缓，全年增速低于去年水平；制造业投资增速在国内外需求恢复、政策扶持、企业盈利改善等多因素共同支撑下，降幅将继续收窄，但海外疫情不确定性和企业利润持续负增长将制约其回升幅度。二是促消费政策显效，叠加国内经济特别是服务业加快恢复，消费继续回升无悬念，但疫情未退、居民收入增长偏慢、房地产对消费的挤占犹存，对消费回升力度仍不宜过度高估。三是出口受益于全球经济继续复苏和国内生产端率先恢复，四季度有望继续维持高增长，全年有望实现正增长，但全球疫情会增加其不确定性。

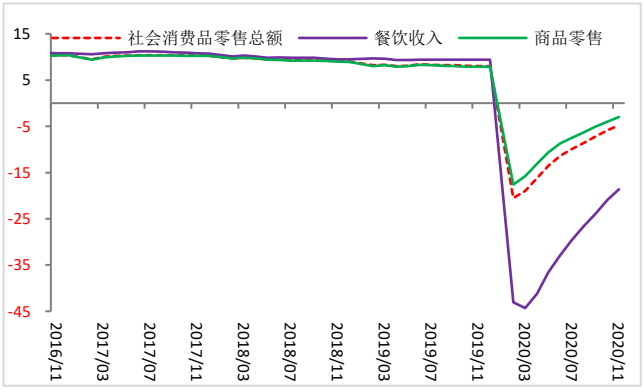
综上，在当前已出台政策的基准情境下，2020 年 GDP 增长 2.1%左右（见图 9）。

三、消费：继续渐进改善，但全面修复仍需时日

（一）升级类消费品支撑社零继续改善，餐饮和低收入群体消费则均放缓

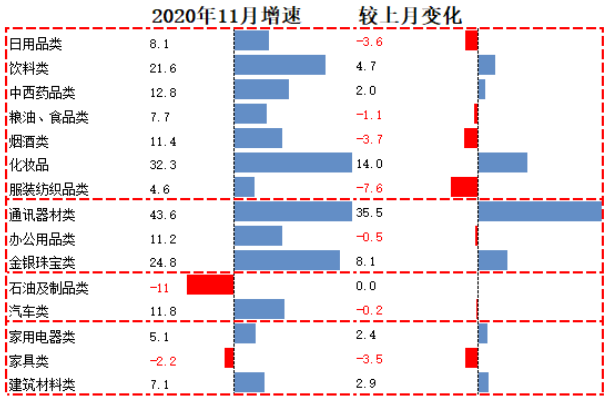
1-11 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 35.1 万亿元，同比下降 4.8%，降幅较 1-10 月收窄 1.1 个百分点，较去年同期低 12.8 个百分点（见图 10）。其中，11 月社零同比增长 5.0%，增速较上月提高 0.7 百分点，国内消费继续稳步恢复，但增幅连续两个月放缓，消费恢复情况仍不及市场预期。具体看：

图 10：社会消费品零售总额及其两大分项累计增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：11 月份限额以上商品零售细项增速及变化



资料来源：WIND，财信研究院

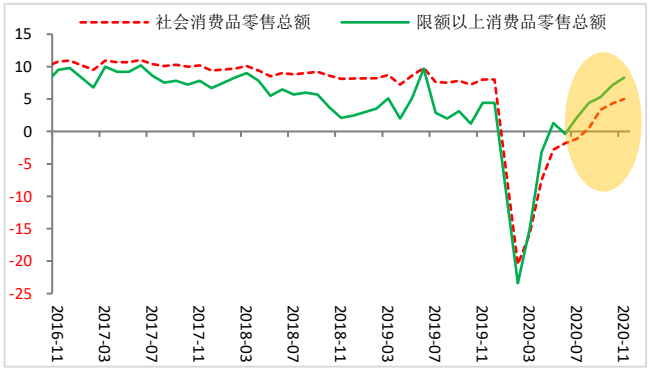
双十一促销叠加刺激政策加码，汽车、通讯等升级类消费支撑商品零售继续改善。11 月份国内商品零售同比增长 5.8%，增速较上月提高 1 个百分点，是本月社零改善的主要支撑。从限额以上商品零售结构看(见图 11)，受益新一轮汽车下乡等政策扶持加码，11 月汽车零售额同比增长 11.8%，连续五个月双位数增长，为最大贡献因素之一（汽车消费在商品零售中的比重约 30%）；此外，受益今年双十一促销力度更大、持续时间更长，叠加居民收入改善、地方政府消费刺激政策力度加大，除汽车外的其他升级类消费本月亦大幅改善，如通讯器材类商品销售增速高达 43.6%，化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品类消费增速也均在 20%以上；但本月家具、石油及制品类消费仍为负增长，且食品饮料、日用品等必需消费品增速亦有所回落，均对消费继续抬升形成一定制约。

餐饮收入增速再度转负对消费形成重大拖累。受冬季气温大幅下降影响，近日国内多地出现散发疫情，导致居民外出就餐意愿下降，11 月份国内餐饮收入增速再度由正转

负，较上月降低 1.4 个百分点至-0.6%，对本月社零形成重大拖累。在社零总额中，餐饮收入的比重约 10%左右，年内受疫情因素影响，其波动幅度加大，成为影响社零变动的主要因素之一。

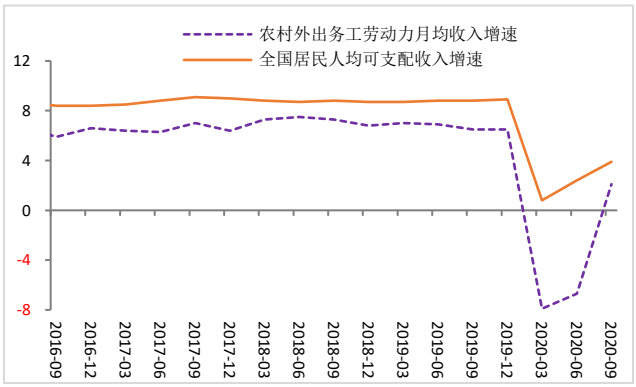
低收入群体消费恢复放缓也不利于消费全面改善。11 月份限额以上消费品零售总额增速为 8.3%，高于同期社零增速 3.3 个百分点，两者增速差较上月再度扩大 0.5 个百分点（见图 12），表明代表低收入群体消费的限额以下消费恢复速度继续有所放缓。限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值），其持续放缓明显不利于国内消费全面改善，也是消费修复持续低于市场预期的主因。但三季度低收入群体收入回升提速，十四五规划建议稿强调扩大中等收入群体，预计未来政府将大幅增加转移支付力度，低收入群体消费潜能有望得到释放。

图 12：限额以上消费增速与全部社零增速差扩大



资料来源：WIND，财信研究院

图 13：农村外出务工劳动力收入回升明显提速



资料来源：WIND，财信研究院

（二）消费继续渐进改善无悬念，但全面修复仍需时日

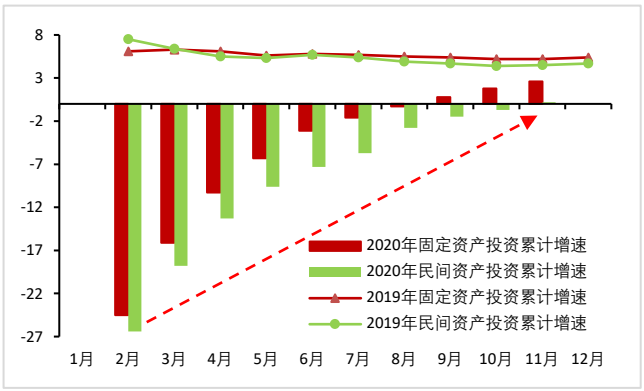
展望未来，消费增速继续渐进改善无悬念，但全面修复至疫前水平仍需时日，预计 12 月份增速仍在 5%-6%左右。一是国内经济特别是服务业加快恢复，将带动服务类消费回暖，对社零消费形成有力支撑；**二是**受益就业市场好转和政府加大转移支付力度，低收入群体收入回升提速，对消费的提振作用突出，如三季度农村外出务工劳动力月均收入增速较二季度大幅提高 8.8 个百分点，增幅高于同期全国居民人均可支配收入 7.3 个百分点（见图 13）；**三是**为形成强大国内市场，构建国内国际双循环新发展格局，宏观政策已逐渐向需求端倾斜，随着全面促消费政策落地显效，消费持续改善可期；**四是**疫情冲击严重且国内宏观对冲政策较为克制，居民收入整体改善力度有限，叠加房地产销售维持高位对消费的挤占效应犹存，疫情未退居民担忧情绪难消，消费回升高度仍不宜过度高估。

四、投资：制造业支撑作用增强

1-11 月份固定资产投资同比增长 2.6%，较上月提高 0.8 个百分点，连续三个月同比正增长；同期民间固定资产投资同比增长 0.2%，较上月提高 0.9 个百分点，年内首次由负转正（见图 14）。从两者增速差距看，1-11 月份，民间投资增速低于固定资产投资增

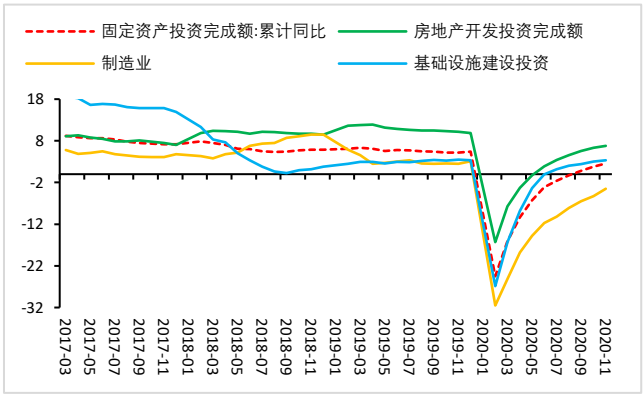
速 2.4 个百分点，较上月收窄 0.1 个百分点，反映出经济恢复动能正逐步向内生动能转换，民间投资将逐渐接棒成为稳定投资的重要力量。

图 14：民间和全国固定资产投资累计同比（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 15：三大类投资增速（%）



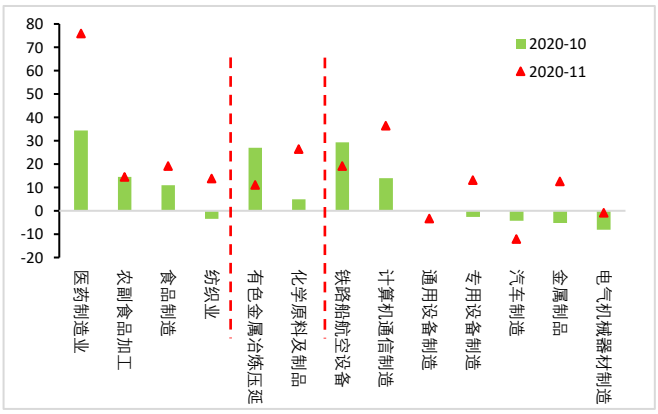
资料来源：WIND，财信研究院

（一）消费和出口带动制造业投资增速显著提高

1-11 月份制造业投资同比下降 3.5%，降幅较上月收窄 1.8 个百分点（见图 15），制造业投资边际回升势头加快，是本月投资继续回升的主要驱动力。从当月增速看，11 月制造业投资同比增长 12.5%，较上月提高 8.8 个百分点，恢复速度提速明显。主要原因有三：一是去年同期制造业投资基数较低；二是国内需求持续改善叠加出口订单增多，制造业投资动能有所改善；三是结构性货币政策持续显效，融资成本降低下企业加杠杆扩张投资意愿提升。

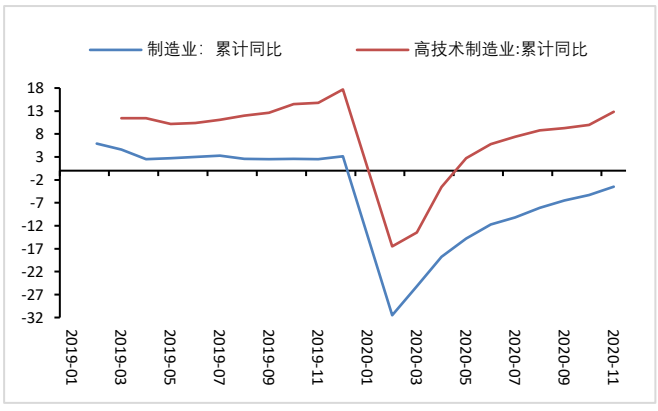
从行业看，下游投资需求回暖更快，经济修复平衡性增强。其中，受益于国内消费需求逐步回暖和海外出口订单增多，下游消费制造业投资增速提升较快，如 11 月份医药制造业、食品制造业、纺织业投资增速分别较上月提高 41.6、8.2 和 17.2 个百分点；中上游行业投资增速涨跌互现，部分行业如化学原料及化学制品制造业和计算机通信制造业投资继续扩张，但有色金属冶炼延压业、汽车制造业等行业投资增速均有所回落（见图 16）。

图 16：制造业细分行业当月投资增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 17：高技术制造业投资增速持续高于整体（%）



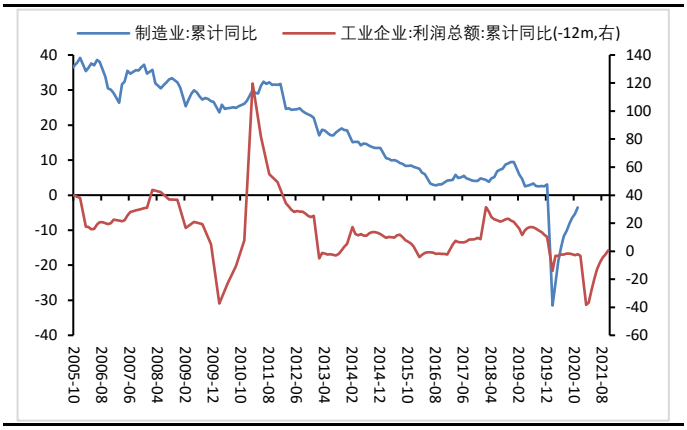
资料来源：WIND，财信研究院

高技术制造业持续领跑，投资结构继续改善。根据统计局数据，1-11 月高技术制造

业投资累计增长 12.8%，较 1-9 月份提高 2.8 个百分点，连续 7 个月正增长，高于整体制造业 16.3 个百分点（见图 17），我国经济结构调整步伐持续加快。

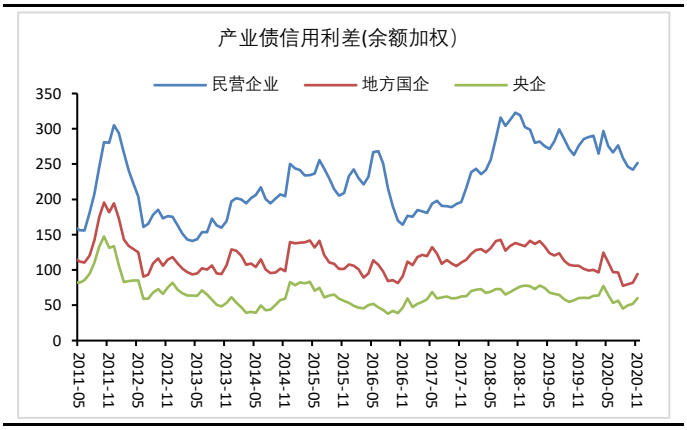
展望全年，制造业投资降幅将继续收窄，但全年难以转正。一是企业盈利持续修复将带动制造业企业投资意愿回升，但 2019 年以来工业企业盈利持续负增长制约其回升幅度（见图 18）；**二是**居民消费需求渐进恢复将带动部分制造业需求，对制造业投资形成支撑；**三是**海外疫情二次爆发为国内出口高增长提供窗口期，但疫情下全球需求回暖受限，出口订单增加对投资的支撑力度不宜高估；**四是**货币政策“精准导向”下，制造业企业融资“量升价降”，货币融资环境持续改善对制造业投资形成一定支撑。11 月份民营企业和国有企业信用利差为 157BP（见图 19），连续三个月收窄，表明结构性政策对民营企业的支持力度在增强。

图 18：工业企业利润领先制造业投资 1 年左右



资料来源：WIND，财信研究院

图 19：民企信用利差高于国有企业较多



资料来源：WIND，财信研究院

（二）逆周期必要性降低，基建难有大幅回升

1-11 月份，基础设施建设投资和基础设施建设投资（不含电力）分别同比增长 3.3%和 1.0%，分别较上月提高 0.3 和 0.3 个百分点（见图 15）。从当月增速看，11 月基础设施建设投资和基础设施建设投资（不含电力）分别同比增长 5.9%和 3.5%，分别较 10 月下降 1.4 和 0.8 个百分点。

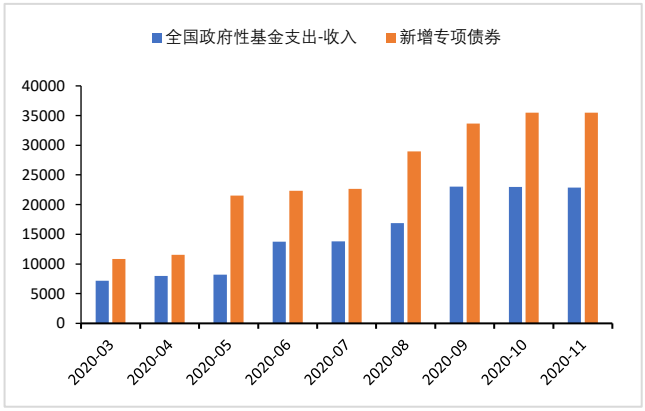
在赤字率提高、专项债和特别国债额度大幅提高的背景下，临近年底基建投资增速依然低位运行，与年初基建高增的预期相背离，原因有二：

一是优质项目缺乏叠加地方财政紧约束，专项债资金使用仍偏慢。由于专项债发行使用纳入到政府性基金预算管理，即新增专项债券用来弥补政府性基金预算赤字，因此两者差值可以在一定程度上反映出新增专项债券的投入使用情况。1-10 月全国政府性基金预算赤字为 2.30 万亿，而同期专项债券发行额 3.55 万亿元，表明至少有 1.25 万亿元的新增专项债券尚未投入使用（见图 20）。资金迟迟不能投入使用主要原因在于缺乏好的项目与之对接，另外，财政支出紧约束也是财政资金闲置的原因之一。

二是棚改项目分流部分财政资金。随着棚改债发行限制的放开，7 月份以来，棚改债在新增专项债中的比重快速提升，对基建资金形成一定的挤占。如 7-10 月份新增专

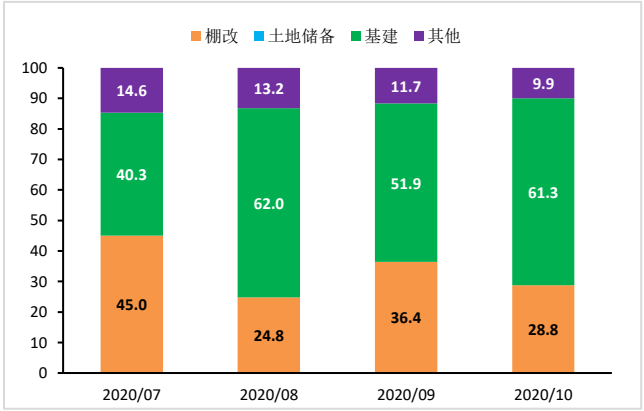
项债券中约 30.0%的资金投向了棚改领域（见图 21），棚改项目分流了部分财政资金，财政资金对基建的支撑作用减弱。此外，预计部分专项债资金用于补充中小银行资本金，也分流了部分资金。

图 20：政府性基金赤字低于新增专项债券较多（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 21：棚改项目分流作用显著（%）



资料来源：WIND，财信研究院

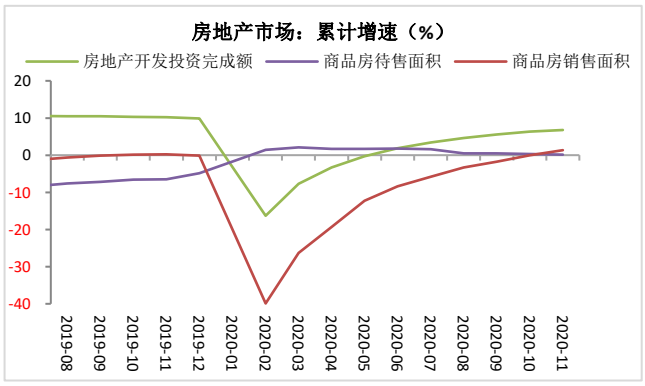
展望未来，随着经济修复动能逐渐切换至内生动能，基建逆周期调节的作用也将随之减弱，叠加地方财政“六保”、“六稳”的压力依然较大，预计未来财政资金对基建的支撑作用依然不强，基建投资大概率继续平稳运行，难以出现大起大落。

（三）房地产投资增速处于“爬坡见顶”、稳中趋缓阶段

1、二季度以来房地产市场量价齐升，住宅库存去化速度快于非住宅

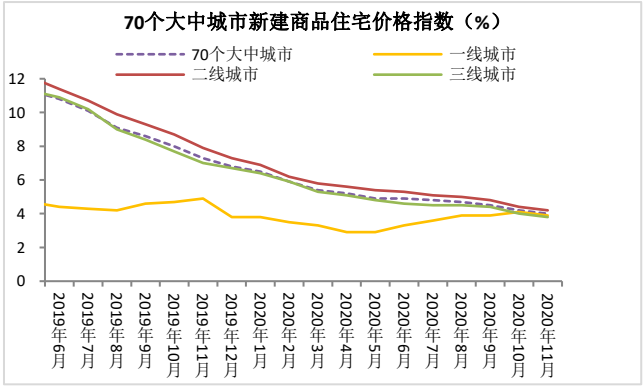
房地产市场继续回暖，量涨价升迹象明显。2020 年 1-11 月商品房销售面积同比持平，增长 1.3%，增幅较 1-10 月提高 1.3 个百分点（见图 22），5-11 月销售面积增速连续 7 个月转正，11 月份当月增长 12.1%。在价格方面，11 月份延续前期稳中趋缓趋势（见图 23），但百城住宅价格指数 4 月份以来持续稳中趋涨。11 月商品房销售金额增速与销售面积增速之差继续扩大，差值由上月的 5.8%提高到本月的 5.9%，表明总体价格水平在上升（见图 24）。

图 22：房地产继续去库存



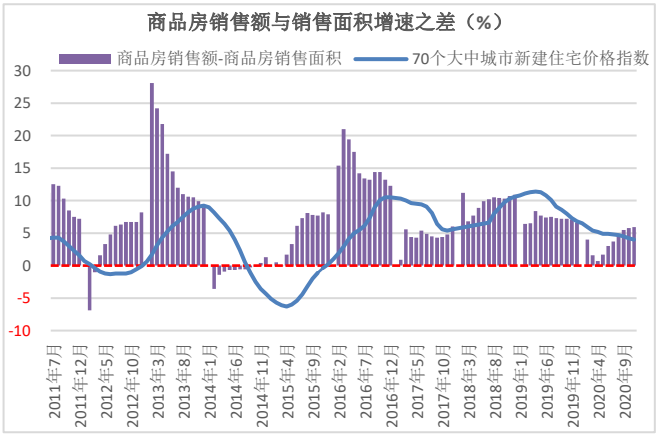
资料来源：WIND，财信研究院

图 23：一二三线城市房地产销售价格指数



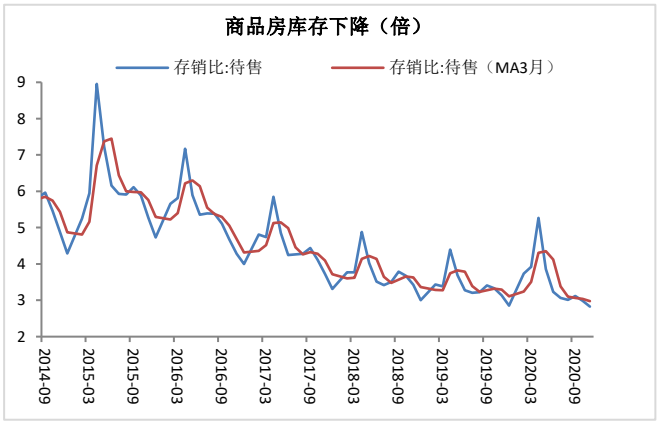
资料来源：WIND，财信研究院

图 24：商品房销售额与销售面积增速之差提高



资料来源：WIND，财信研究院

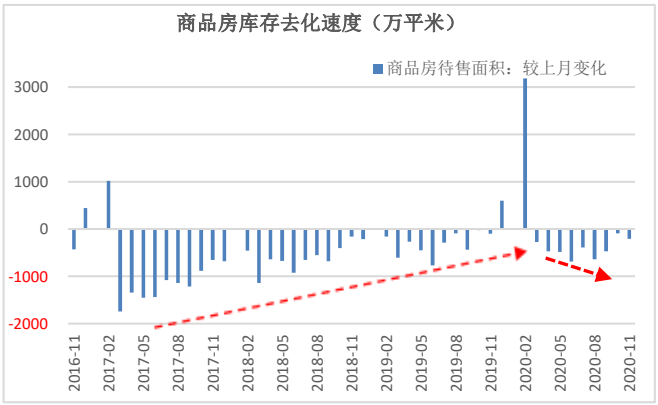
图 25：商品房库存有所降低



资料来源：WIND，财信研究院

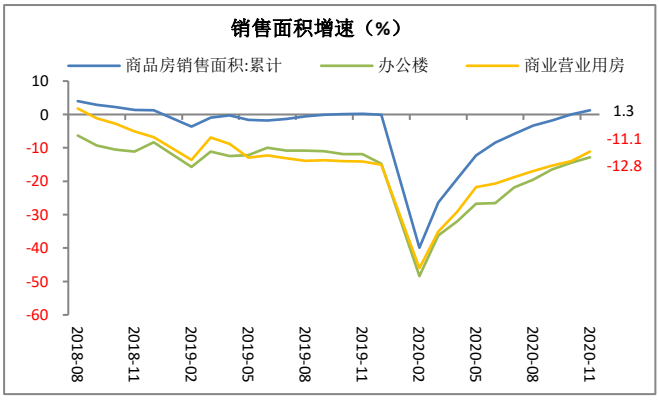
从供给端看，二季度以来去库存进程加速。一是存销比（待售面积与近三个月平均销售面积之比）趋于回落。受年初以来疫情影响，商品房库存增加，但 5-11 月份销售面积增速转正，库存去化加速，存销比从 4 月份的 5.3 倍降至 11 月份的 2.8 倍（见图 25）。**二是商品房待售面积连续 9 个月减少。**3-11 月分别环比减少 277、472、484、690、390、639、471、89、205 万平方米（见图 26），其中住宅待售面积分别环比减少 440、453、436、512、316、705、419、148、201 万平方米，表明随疫情得到有效控制，供给压力有所减缓。**三是非住宅库存去化速度不及住宅。**2 月份以来商业营业用房和办公楼销售面积增速降幅持续收窄，分别从-46.0%、-48.4%提高至-11.1%、-12.8%（见图 27），非住宅投资增速也呈类似表现（见图 28），但去化速度明显不及住宅，表明疫后商业活动恢复速度仍偏慢。

图 26：商品房去化进程重启



资料来源：WIND，财信研究院

图 27：住宅和非住宅销售面积增速

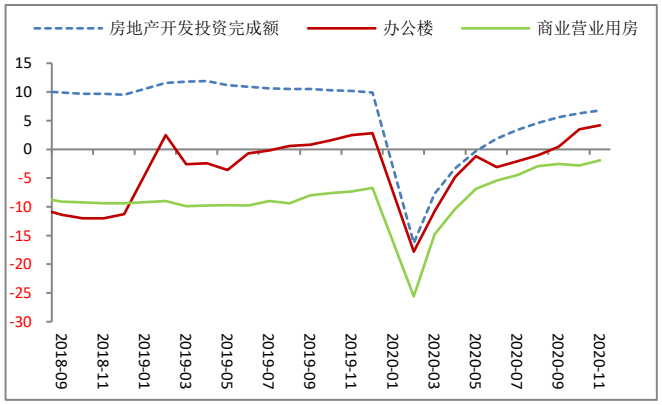


资料来源：WIND，财信研究院

2、年内房地产投资增速处于“爬坡见顶”、边际趋缓阶段

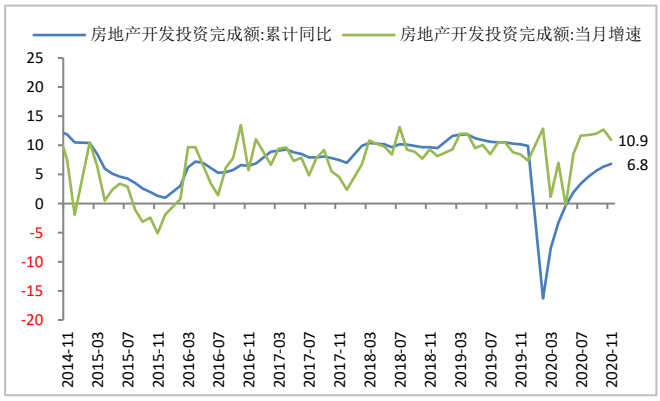
2020 年 1-11 月，全国房地产开发投资同比名义增长 6.8%，较 1-10 月提高 0.5 个百分点，累计增速实现 6 个月连续正增长，单月增速已经 9 个月正增长，超越往年正常水平（见图 29）。展望未来，从几个领先指标看，年内投资增速有望继续趋稳反弹，但边际增幅将继续放缓，增速大概率处于“爬坡见顶”阶段。

图 28：非住宅房地产开发投资增速



资料来源：WIND，财信研究院

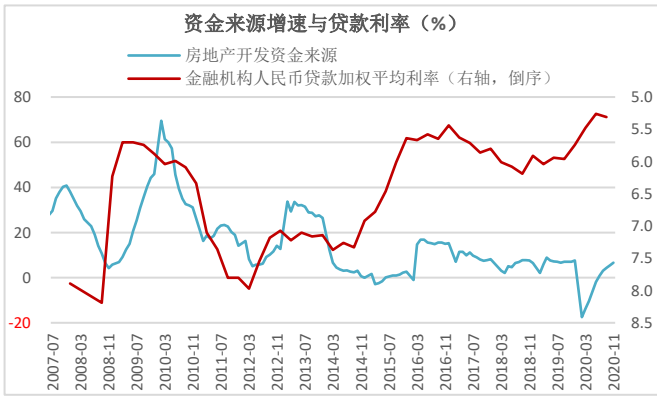
图 29：开发投资增速快速回升



资料来源：WIND，财信研究院

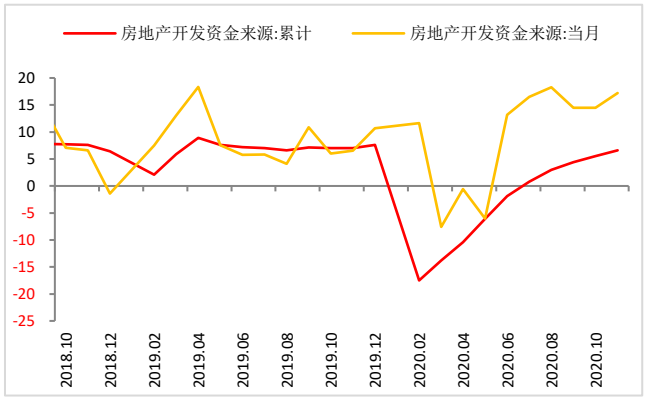
一是年内货币环境和“三稳”政策依然有利于房地产市场发展，但宽松政策将继续边际趋紧。根据历史经验，房地产投资与资金成本和流动性充裕程度密切相关。在货币政策宽松期间，金融环境较为友好，表现为资金价格降低、流动性充裕，房地产投资增速则提高，反之则相反。2020 年以来，面对疫情的意外冲击，货币政策更加灵活适度，社会融资成本进一步下降，全年金融机构的贷款利率将大概率下行（见图 30），有利于房地产市场降低融资成本。但今年房地产市场仍将坚持“房住不炒”定位，各地方政府执行“稳地价、稳房价、稳预期”政策，随着前期房地产市场复苏的“一枝独秀”，出于防风险考量，未来房地产政策将趋于收紧。

图 30：贷款利率降低有利于资金来源的稳定



资料来源：WIND，财信研究院

图 31：房地产开发资金来源增速快速提高

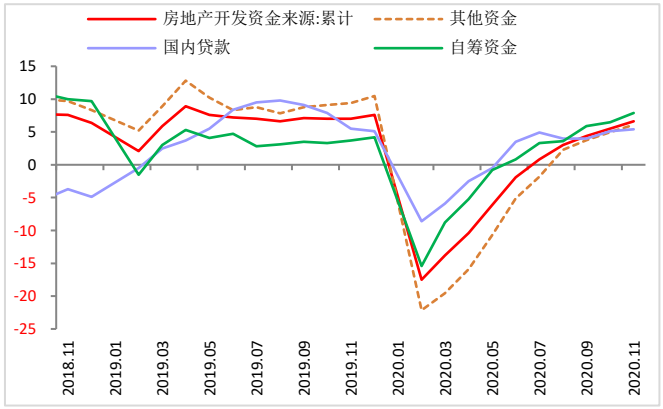


资料来源：WIND，财信研究院

二是房地产资金来源增速将继续稳中趋缓。2020 年 1-11 月房地产资金来源同比增长 6.6%，较 1-10 月提高 1.1 个百分点，单月增速连续 9 个月大幅走高（见图 31）。从资金来源细项数据看，11 月份其他资金（由个人按揭贷款、定金及预收款两部分组成，且定金及预收款占比达到约 7 成）、自筹资金、国内信贷增速均继续反弹，其他资金增速连续 4 个月正增长（见图 32）。由于“其他资金”在房地产资金来源中比重最高，超过 50%，所以其对房地产资金来源增速有决定性作用。11 月份个人按揭贷款、定金及预收款增速都趋于上升，其中个人按揭贷款增速从 2 月的-12.4%提高到 11 月的 10.6%（见图 33），10、11 月份货币数据中居民中长期贷款分别同比大幅多增 472、360 亿元，也对此

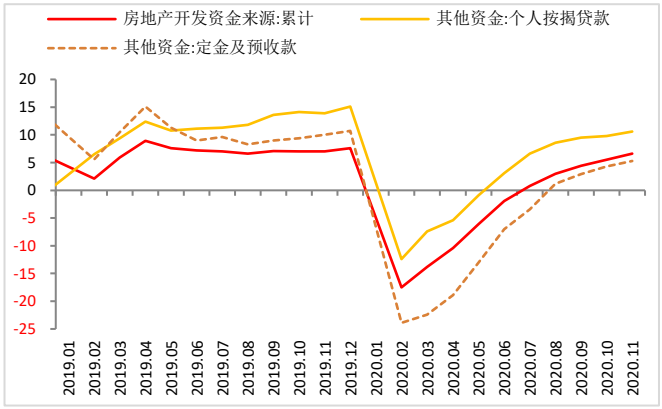
提供了印证。随着近期部分城市房地产市场量价齐涨，这些城市收紧了限制性政策，房企贷款增速趋缓，预计未来短期内资金来源增速稳中趋缓概率偏大。

图 32：房地产开发资金来源构成增速



资料来源：WIND，财信研究院

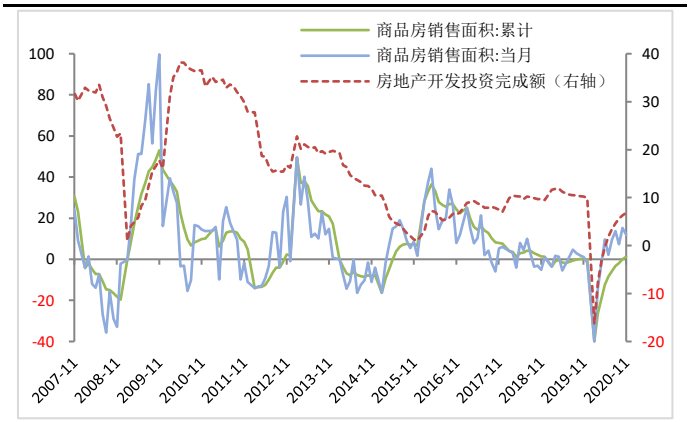
图 33：个人按揭贷款快速提高



资料来源：WIND，财信研究院

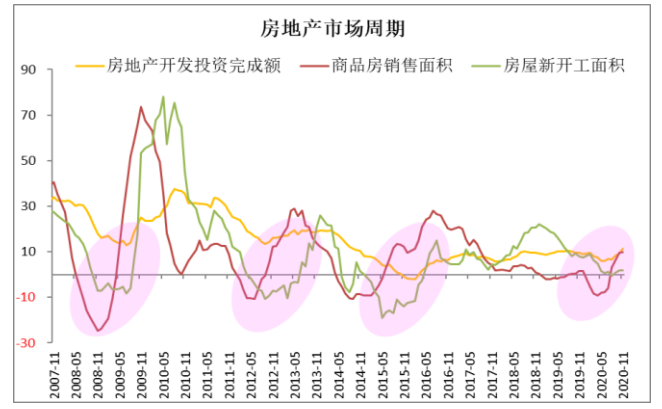
三是领先指标销售面积增速有望继续反弹提高，房地产投资增速将继续回升，但边际增幅放缓，全年增速低于去年水平。2017 年以来，受房地产调控政策影响，房地产销售面积增速大幅回落，从 2017 年 2 月份的 25.1%降至 2019 年 1-12 月份的-0.1%，2020 年在疫情冲击下又大幅下降，但疫后快速反弹，连续 7 个月正增长（见图 34）。在“三稳”房地产政策环境下，预计房地产销售面积增速将在疫后继续反弹提高，有利于房地产投资增速的稳定，房地产市场将继续处于回升周期（见图 35）。但在“房住不炒”定位和货币环境边际收紧的背景下，投资增速将继续边际放缓，全年投资增速将低于去年。

图 34：房地产销售面积与投资增速



资料来源：WIND，财信研究院

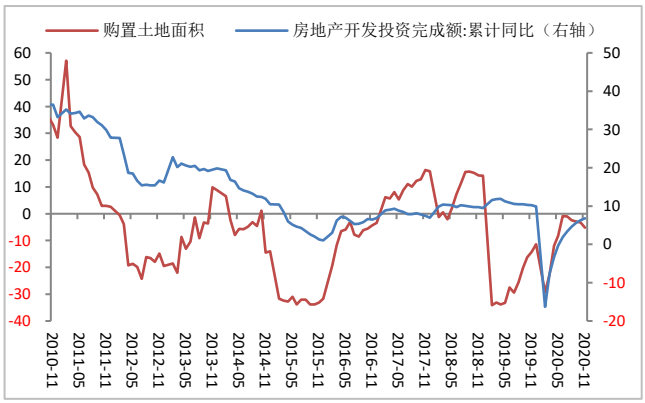
图 35：房地产投资有望反弹提高



资料来源：WIND，财信研究院

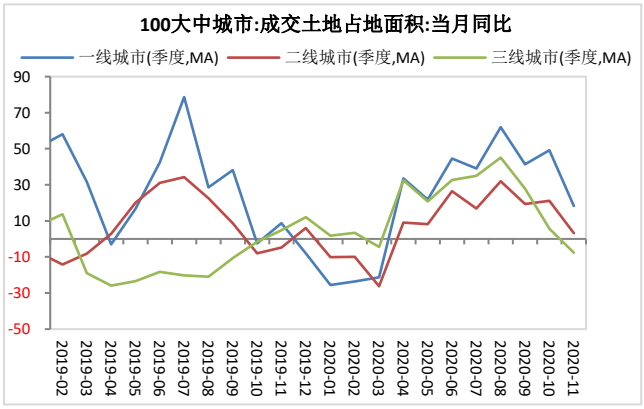
四是土地购置面积增速趋缓，将限制房地产投资增速反弹高度。受限制性政策和信贷融资的约束，2019 年以来土地购置面积增速持续负增长。2020 年 1-11 月同比下降 5.2%，将 1-10 月降低 1.9 个百分点，降幅连续 5 个月扩大（见图 36）。分城市等级看，2020 年 11 月一二三线城市土地购置面积同比增速放缓，尤其是二三线城市回落更为明显（见图 37）。展望未来，房地产企业面临监管层“三道红线”要求，要在三年内完成降负债目标，房企拿地可能更偏谨慎，将限制房地产投资增速的反弹力度。

图 36：土地购置面积增速降幅整体收窄



资料来源：WIND，财信研究院

图 37：一二三线城市土地购置面积增速回落



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。