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

经济恢复的供需平衡性增强

——2020 年 1-10 月宏观数据点评

宏观点评

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

核心观点：

10月五大经济供需指标（工业、服务业、出口、消费、投资）均持平或改善，且经济恢复过程中“生产快于需求、投资快于消费、地产快于其他投资、高技术产业快于其他产业”的不平衡状况明显改善，经济增长动能进一步增强。预计四季度经济将继续向潜在增速回归，全年GDP增长2.0%左右。

摘要：

- **工业增加值：上游原材料与装备制造业是供给端维持强劲主因。**10 月份规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速与 9 月份持平，但连续三个月高于去年同期值。其中，在扶持政策显效、下游需求回暖和大宗商品价格回升共振影响下，中游装备制造业增加值同比增长 10.8%，快于工业 3.9 个百分点，上游采矿业和原材料制造业生产增速较上月也明显加快，两者是工业生产维持强劲的主因；同时出口延续高景气度，也对工业生产产生较强带动作用，如 10 月外企、私企增加值增速均维持在 7%及以上高位。结构上，高技术制造业生产维持较快增长，1-10 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 2.0%。**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；二是投资稳定回升势头不变，将继续支撑经济向上恢复；三是受益全球经济继续复苏和国内生产端率先恢复，出口全年有望实现正增长。
- **消费：餐饮和汽车支撑消费继续改善，但未来回升力度仍不宜过度高估。**10 月份国内社零总额同比增长 4.3%，增速较上月提高 1.0 个百分点。其中，受益消费环境改善居民外出活动增多，餐饮收入增速由负转正，较上月提高 3.7 个百分点，仍是主要贡献之一；同时促消费政策显效叠加中秋国庆双节效应影响，汽车和多数日常消费品实现双位数增长，推动商品零售连续 4 个月正增长，也为消费回升提供重要支撑。但房地产相关消费维持低位，石油及制品类消费降幅还在 10%，拖累不容小觑；且低收入群体消费（占社零比重或超过 50%）恢复速度放缓，或是本月社零修增速仍低于市场预期的主因。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影响下，消费继续改善无悬念，但居民收入弱修复、房地产挤占效应犹存，消费回升力度仍不宜过度高估。
- **投资：稳定回升势头不变。一是**国内外需求恢复带动、新旧动能加速转换叠加政策显效，10 月制造业投资增长 3.7%，连续三个月正增长。预计在企业利润持续改善和政策扶持下，制造业投资增速降幅将继续收窄，但海外疫情二次爆发，制造业大幅改善空间受限。**二是**在低基数效应和到位资金改善的叠加影响下，10 月基建投资重回上行通道。预计随着财政资金加快拨付使用，年内基建投资将延续回升态势，但财政资金分流和地方财政支出紧约束，其回升幅度

财信宏观经济研究中心微信号

不宜高估。**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，房地产投资增速将继续边际趋缓。

- **政策展望：“降准降息”难现，财政重在提质增效。**随着经济增长势头进一步巩固，国内经济“爬坡”与政策“退坡”已步入交接期。预计货币政策将维持“紧平衡”，边际收紧的概率大于放松，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，财政发力空间充足，重点在于提高资金使用效率、加快形成实物工作量。预计随着中央预算内投资、专项债券等资金陆续投入使用，项目开工和资金到位情况将持续好转，四季度财政支出有望保持双位数增长。

目 录

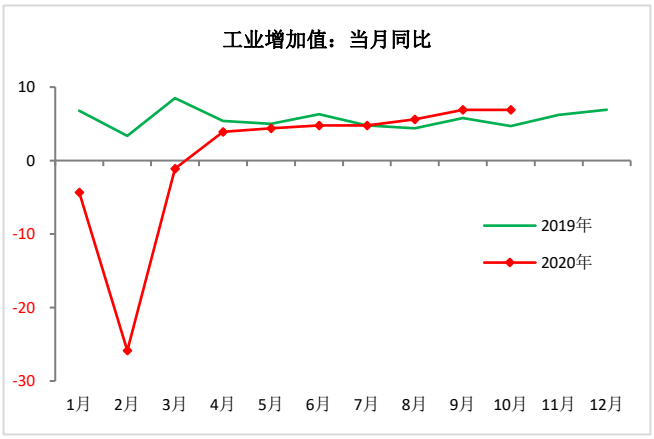
一、工业增加值：上游原材料与装备制造业是供给端维持强劲主因 4
二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年约增长 2.0%.....5
三、消费：修复速度继续加快，但回升力度不宜过度高估 7
（一）餐饮和汽车等支撑消费继续改善，低收入群体消费则有所放缓 7
（二）消费继续修复无悬念，但回升力度仍不宜过度高估 8
四、投资：稳定回升势头不变 8
（一）需求恢复带动叠加政策显效，制造业投资稳步修复 9
（二）低基数叠加财政支出加快，基建重回上行通道 10
（三）房地产投资增速处于“爬坡见顶”、稳中趋缓阶段.....11

正文：

一、工业增加值：上游原材料与装备制造业是供给端维持强劲主因

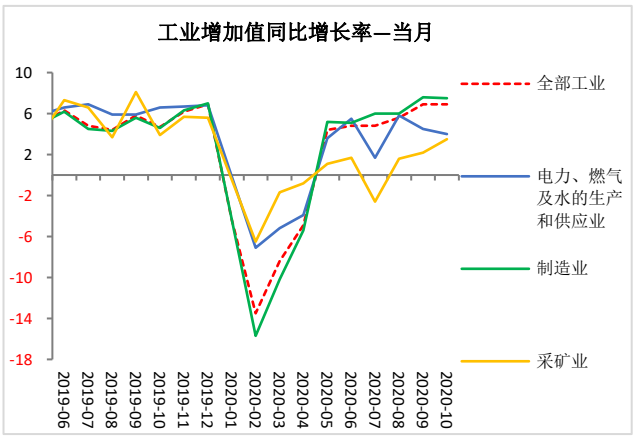
1-10 月份规模以上工业增加值同比增长 1.8%，较 1-9 月份提高 0.6 个百分点，较去年同期降低 3.8 个百分点。其中，10 月当月增长 6.9%，增速与 9 月份持平，但连续三个月高于去年同期值（见图 1），显示生产供给端增长势头强劲。

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

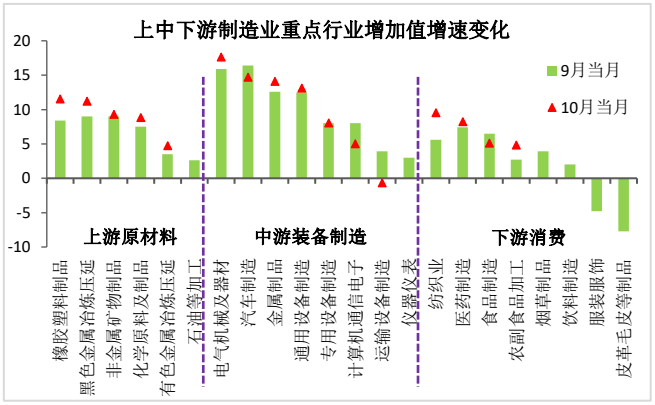
从三大门类看，制造业生产维持高位是主要贡献力量，上游采矿业生产也明显提速。如 10 月制造业增加值同比增长 7.5%，增速虽较上月小幅回落 0.1 个百分点，但高于同期全部工业 0.6 个百分点（见图 2），依旧是支撑工业生产保持强劲的主动力；同时，受益大宗商品价格回升、利润回暖，上游采矿业增加值同比增长 3.5%，较上月大幅提高 1.3 个百分点，向上修复速度也明显加快。但受地方政府优质项目储备不足，基建投资整体偏弱影响，电力燃气及水的生产与供应业增加值增速，较上月继续下降 0.5 个百分点至 4%，连续两个月回落。

分制造业行业看，受益下游需求回暖与价格回升，中游装备制造和上游原材料生产数据均较为亮眼。根据统计局数据，10 月规模以上中游装备制造业增加值同比增长 10.8%，快于规模以上工业 3.9 个百分点；同期受益大宗商品价格回升，上游原材料制造行业生产增速也全面加快，如上游橡胶塑料制品、黑色/有色金属冶炼压延、化学原料及制品增加值增速均较上月提高 1 个百分点以上（见图 3）。相比之下，下游消费品行业增加值增速涨跌不一，呈现出前期增长较快行业增速回落，前期修复偏慢行业生产则明显提速特征，如医药和食品制造业增速均较上月回落，纺织业、农副食品加工业增速则低位明显回升（见图 3）。

高技术制造业生产维持较快增长，发展新动能持续增强。如 1-10 月份高技术制造业增加值增长 5.9%（见图 4），增速与 1-9 月份持平，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。但从边际变化看，10 月当月高技术制造业增速有所放缓，较

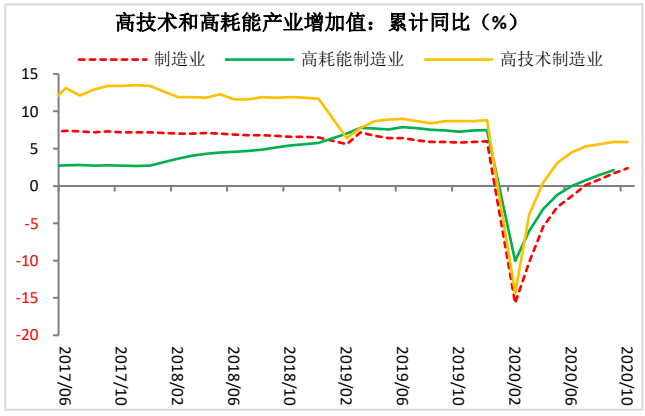
上月回落 1.5 个百分点至 6.3%，主因在于计算机、通信及其他电子设备制造业增加值增速较上月回落 3 个百分点。当前国内高技术制造业利润占制造业总利润的比重仍不足两成，为对冲疫情影响，预计在政策支持下“新老基建”将继续协同发力，高技术与传统制造业生产均有望保持较高增速。

图 3：上游制造业行业生产多数明显加快



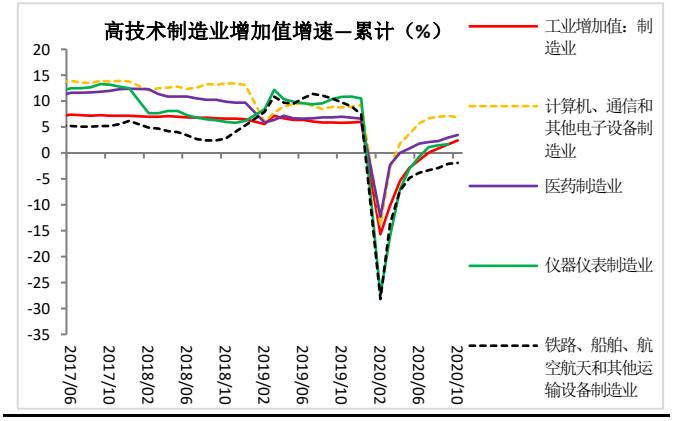
资料来源：WIND，财信研究院

图 4：高技术制造业生产继续领跑



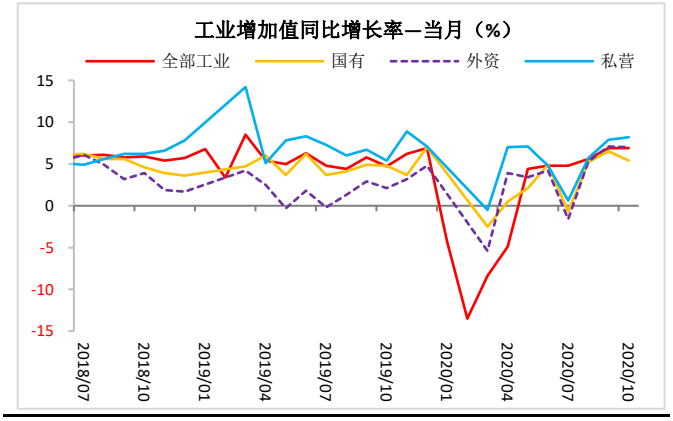
资料来源：WIND，财信研究院

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



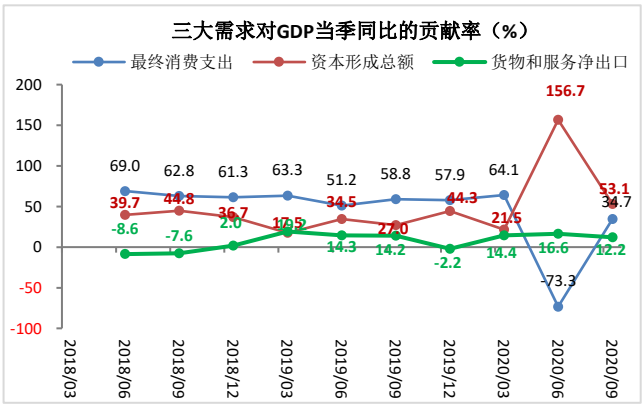
资料来源：WIND，财信研究院

从企业登记注册类型看，出口延续高景气支撑外企、私企生产维持高位。10 月份，私企、外企和国企增加值分别增长 8.2%、7.0%和 5.4%，增速较上月分别提高 0.3、降低 0.1 和降低 1.1 百分点。其中，外企和私企增加值增速依旧维持在 7%及以上高位，或源于海外经济体在疫情冲击下生产供应恢复偏慢，对我国出口需求尤其是防疫物资需求增加，推动出口延续高景气度。如 10 月份出口同比增长 11.4%，增速较上月提高 1.5 个百分点，民营企业占出口的比重，较上月提高 0.2 个百分点至 55.4%。国企生产回落，大概率源于电力、燃气及水的生产和供应等基建生产放缓的拖累，但大宗商品价格回升、财政资金投放提速，未来国企生产增速有望回升。

二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年约增长 2.0%

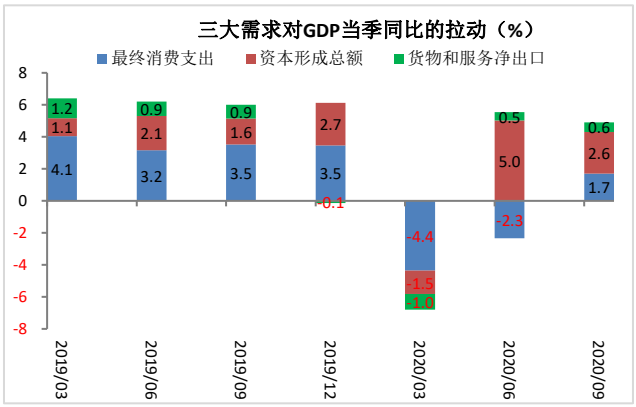
三季度 GDP 同比增长 4.9%，高于二季度 1.7 个百分点，经济呈现稳定恢复增长态势。从边际变化看，三驾马车中，经济复苏动能逐步由投资拉动切换至消费驱动，出口对经济的支撑也偏强。根据统计局数据，三季度当季，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动 GDP 增长 1.7、2.6 和 0.6 个百分点，分别较二季度提高 4 个百分点、降低 2.4 个百分点和提高 0.1 个百分点(见图 8)，消费支出的贡献明显提升。受新冠肺炎疫情冲击，需求端尤其是消费受到的影响较大，一二季度对 GDP 的拉动点数持续为负，但随着居民生活加快恢复，最终消费支出的贡献逐季改善、明显提升，同期资本形成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



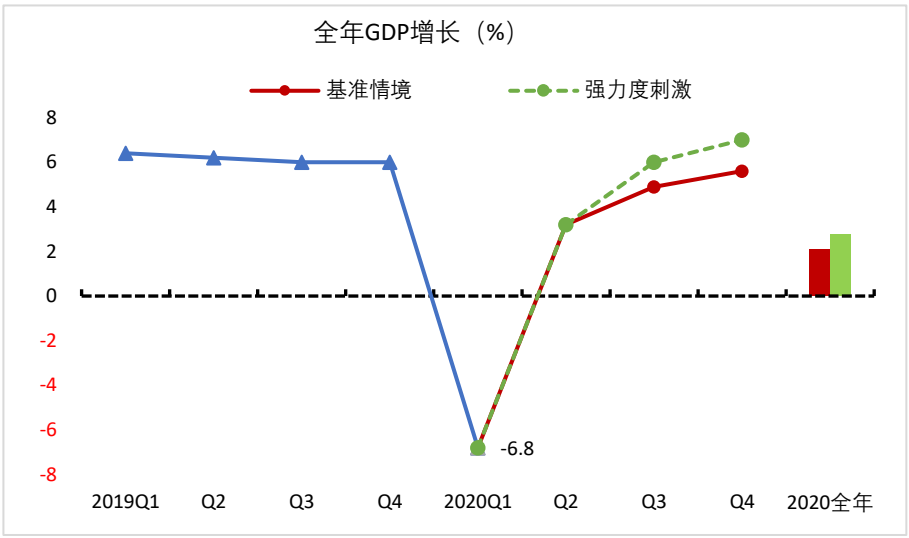
资料来源：WIND，财信研究院

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 2.0%。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 2.0%左右（见图 9）。

三、消费：修复速度继续加快，但回升力度不宜过度高估

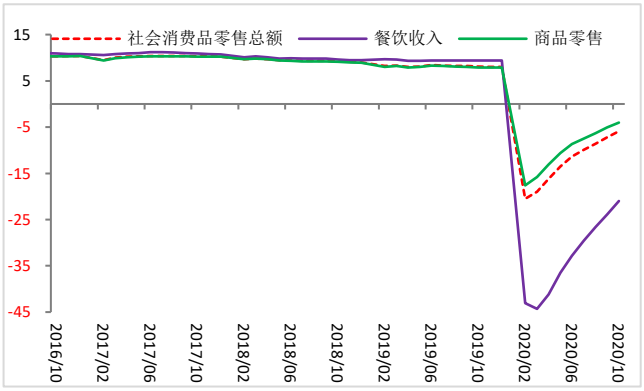
（一）餐饮和汽车等支撑消费继续改善，低收入群体消费则有所放缓

1-10 月社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 31.2 万亿元，同比下降 5.9%，降幅较 1-9 月收窄 1.3 个百分点，较去年同期低 14 个百分点（见图 10）。其中，10 月社零同比增长 4.3%，增速较上月提高 1.0 个百分点，消费修复速度继续稳步加快。具体看：

受益消费环境改善居民外出活动增多，餐饮收入增速由负转正仍是主要贡献之一。如 10 月份国内餐饮收入增速由负转正，增长 0.8%，较 9 月提高 3.7 个百分点，改善幅度高于全部社零 2.7 个百分点。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。

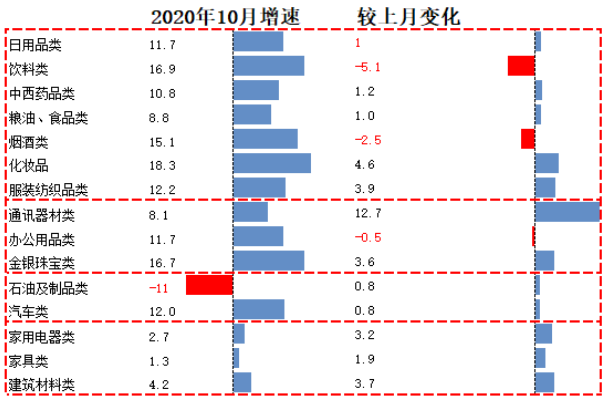
促消费政策显效叠加中秋国庆双节效应影响，汽车和多数日常消费品实现双位数增长，推动商品零售连续 4 个月正增长，也为消费回升提供重要支撑。如从限额以上商品零售分项看(见图 11)，受益促消费政策加码，10 月汽车零售额同比增长 12%%，连续四个月双位数增长，是商品零售持续改善的最大支撑力量（汽车消费在商品零售中的比重约 30%）；同时居民收入改善、各地政府加大消费政策刺激力度，叠加中秋国庆双节效应的带动，化妆品、金银珠宝、纺织服装、日用品、中西药品等 8 项日常消费品也均实现双位数增长，对消费的提振作用亦较为突出。其他分项中，家具、建筑材料等房地产相关消费延续低迷，维持低位增长；受价格因素拖累，石油及制品类消费降幅还在 10%以上，两者仍为消费最大拖累项。

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 11：10 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

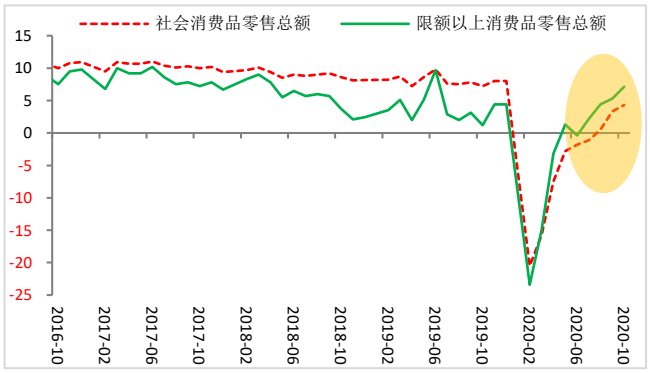
但低收入群体消费恢复速度放缓，或是本月消费修复速度低于市场预期的主因。10

月份限额以上消费品零售总额增速为 7.1%，高于同期社零增速 2.8 个百分点，两者增速差较上月扩大 0.8 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或有所放缓。这大概率也是本月消费修复速度低于市场预期（5%以上）的主因，因为限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值）。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。

（二）消费继续修复无悬念，但回升力度仍不宜过度高估

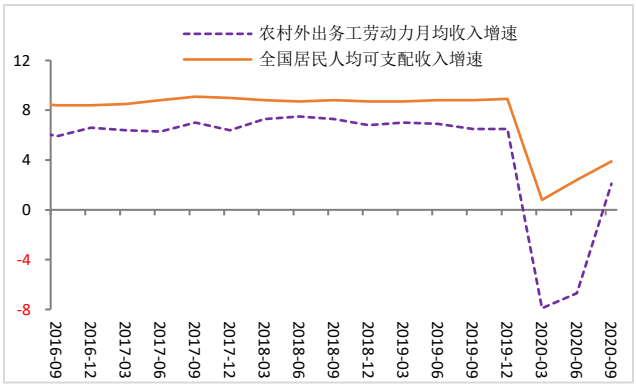
展望未来，消费继续加快恢复无悬念，预计四季度增速有望回升至 5%左右，但全年增速仍难以转正，预计增长-4%左右。一是国内经济特别是服务业有望加快恢复，将带动服务类消费回暖，对社零消费形成有力支撑；**二是**受益就业市场好转和政府加大转移支付力度，低收入群体收入回升提速，对消费的提振作用突出，如三季度农村外出务工劳动力月均收入增速较二季度大幅提高 8.8 个百分点，增幅高于同期全国居民人均可支配收入 7.3 个百分点（见图 13）；**三是**为形成强大国内市场，构建国内国际双循环新发展格局，宏观政策已逐渐向需求端倾斜，随着全面促消费政策落地显效，消费持续改善可期；**四是**疫情冲击严重且国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，消费回升高度仍不宜过度高估。

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

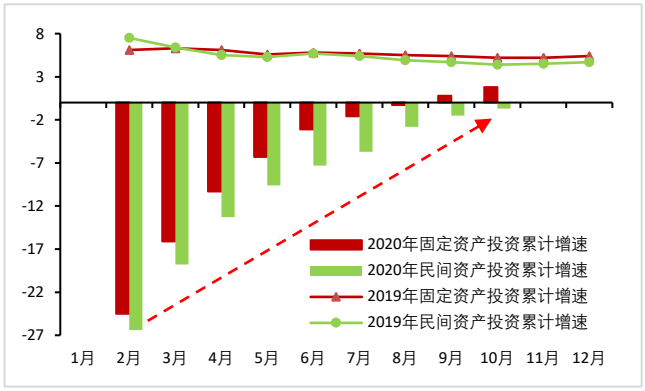


资料来源：WIND，财信研究院

四、投资：稳定回升势头不变

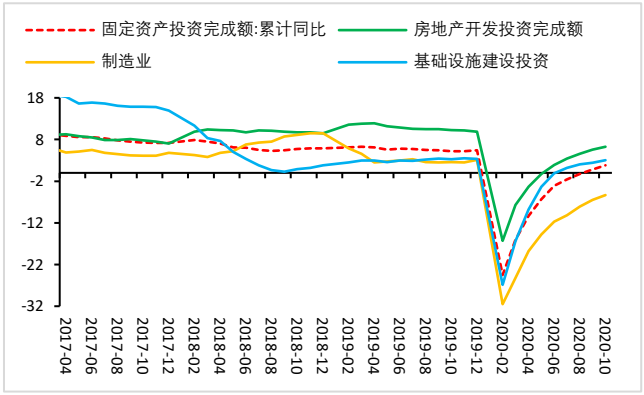
1-10 月份固定资产投资同比增长 1.8%，较上月提高 1.0 个百分点，连续两个月正增长；同期民间固定资产投资同比下降 0.7%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点，比去年同期下降 5.1 个百分点（见图 14）。从两者增速差距看，1-10 月份，民间投资增速低于固定资产投资增速 2.5 个百分点，民间投资增速恢复速度持续慢于整体，民营企业投资意愿仍显不足，未来结构性帮扶政策仍需进一步加码。

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（%）



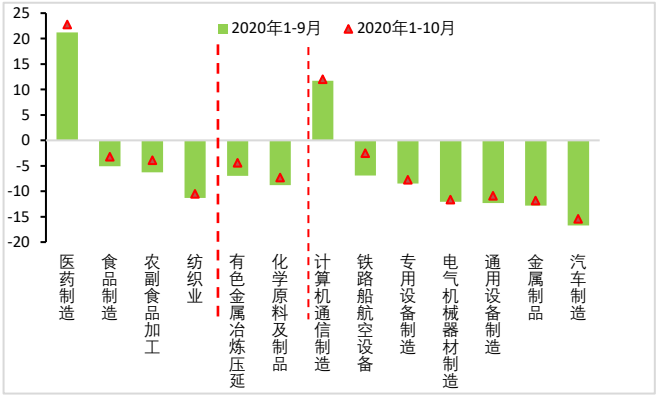
资料来源：WIND，财信研究院

（一）需求恢复带动叠加政策显效，制造业投资稳步修复

1-10 月份制造业投资同比下降 5.3%，降幅较上月收窄 1.2 个百分点（见图 15），制造业投资累计增速仍处于负增长区间，但反弹势头较为明显。从当月增速看，10 月制造业投资同比增长 3.7%，较上月提高 0.7 个百分点，连续三个月转正，制造业投资动能继续恢复。主要原因有二：一是国内外需求共振恢复带动制造业投资动能继续改善；二是央行引导金融机构加大对实体经济的支持力度，确保资金流向制造业、中小微企业，有利于制造业投资增速回升。

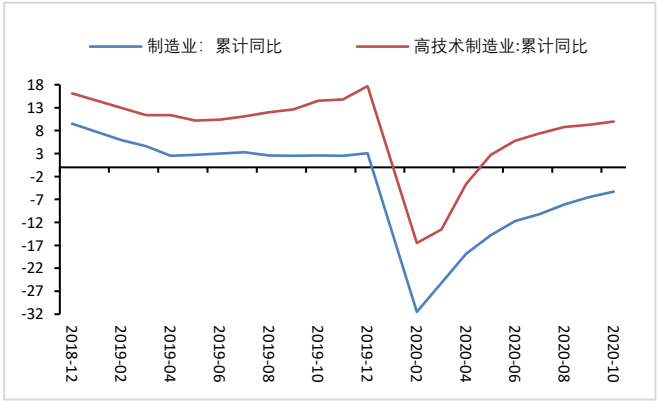
从行业看，上中下游行业投资意愿均有所提升。其中，受益于居民消费需求渐进恢复，下游消费制造业投资增速继续提高，如 1-10 月份农副食品加工业、食品制造业投资增速分别较上月提高 2.4 个和 1.9 个百分点；在基建和房地产投资需求带动下，有色金属、化学原料等周期性行业投资增速也有所回升；国内出口韧性较强下，外贸链条上纺织业、计算机等行业投资增速也持续回暖（见图 16）。

图 16：制造业细分行业累计投资增速（%）



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（%）



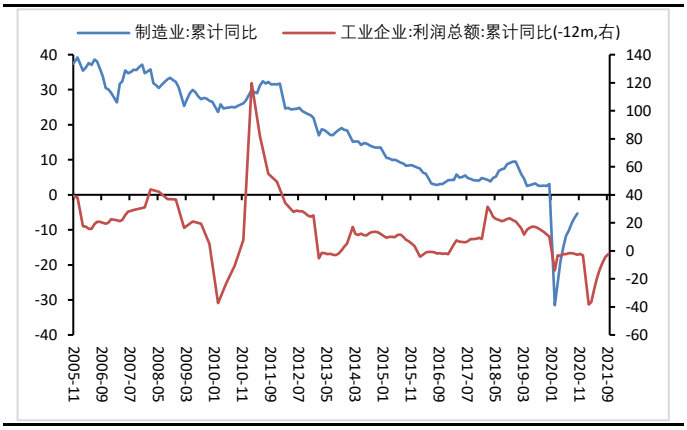
资料来源：WIND，财信研究院

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，1-10 月高技术制造业投资累计增长 10.0%，较 1-9 月份提高 0.7 个百分点，连续五个月正增长，高于整体制造业 15.3 个百分点（见图 17），我国经济结构调整步伐持续加快。

展望未来两个月，制造业投资降幅将继续收窄，但改善空间有限。一是企业盈利持

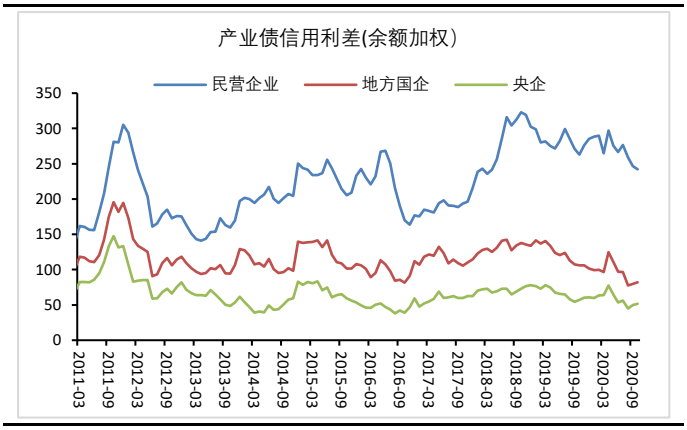
续修复将带动制造业企业投资意愿回升，但 2019 年以来工业企业盈利持续负增长制约其回升幅度（见图 18）；**二是**居民消费需求渐进恢复将带动部分制造业需求，对制造业投资形成支撑；**三是**海外疫情二次爆发下，全球需求恢复不确定增加，出口依赖型企业扩大产能的意愿可能有所下降；**四是**货币政策“精准导向”下，制造业企业融资“量升价降”，货币融资环境持续改善对制造业投资形成一定支撑。10 月份民营企业产业债信用利差较上月下降 4.5BP（见图 19），降成本政策进一步显效。

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）低基数叠加财政支出加快，基建重回上行通道

1-10 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 3.0%和 0.7%，分别较上月提高 0.6 和 0.5 个百分点（见图 15）。从当月增速看，10 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 7.3%和 4.4%，分别较 9 月提高 2.5 和 1.2 个百分点。基建投资重回上行通道：一是去年同期基数较低；二是财政支出节奏有所加快，如根据统计局数据，1-10 月份固定资产投资到位资金同比增长 6%，较上月加快 1.2 个百分点。

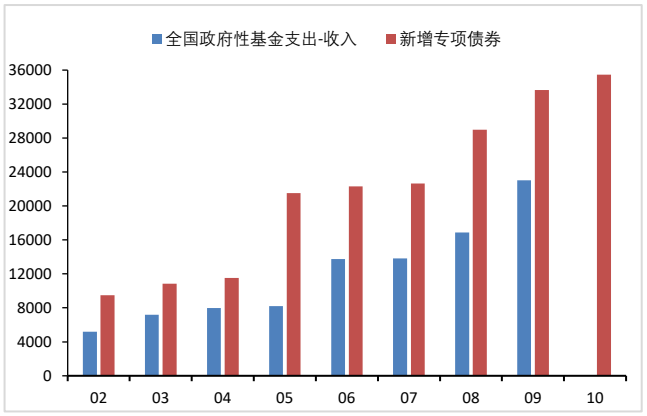
展望未来，随着财政支出节奏的加快，基建项目落地和施工将明显加快，年内基建投资将继续延续回升态势，但棚改项目和银行补充资本金将分流部分财政资金，加上地方政府财政支出紧约束，基建投资回升幅度不宜高估。

一是受制于项目储备不足和地方财政支出紧约束，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。1-9 月全国政府性基金预算赤字为 2.30 万亿，低于同期专项债券发行额 1.06 万亿元，两者差值较上月收窄 1469 亿元，但至少有 1.06 万亿元的新增专项债券尚未投入使用（见图 20），主因可能是前期项目储备不充足，但也与地方政府财政支出约束较紧有关。

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，

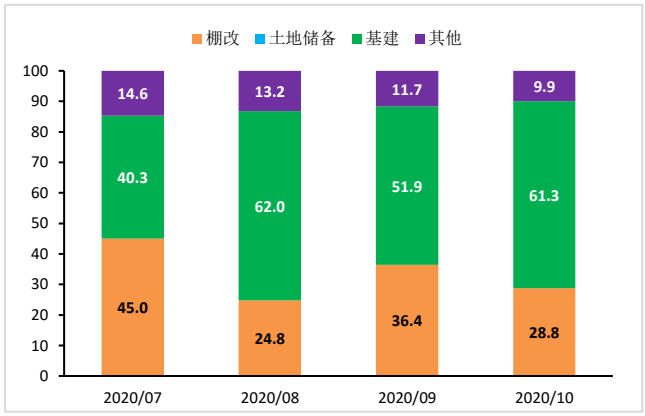
也分流了部分资金。

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（%）



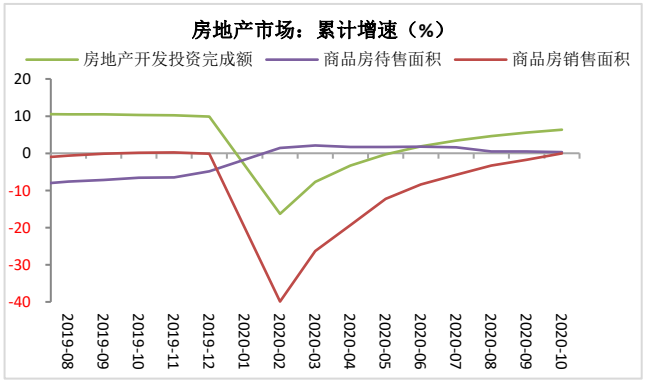
资料来源：WIND，财信研究院

（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

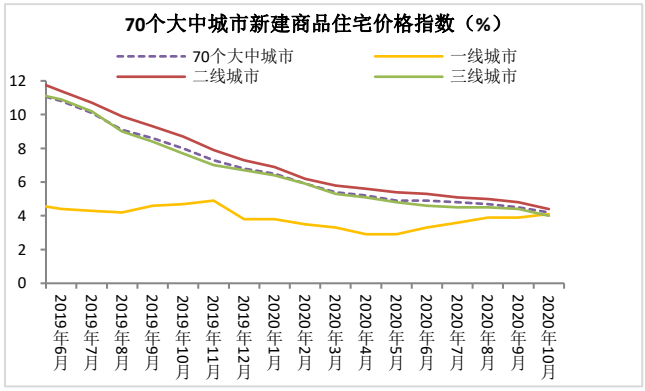
房地产市场继续回暖，量涨价升迹象明显。2020 年 1-10 月商品房销售面积同比持平，增长 0.0%，降幅较 1-8 月收窄 1.8 个百分点（见图 22），5-10 月销售面积增速连续五个月转正，10 月份当月增长 15.3%。在价格方面，10 月份延续前期稳中趋缓趋势（见图 23），但百城住宅价格指数 4 月份以来持续稳中趋涨。10 月商品房销售金额增速与销售面积增速之差继续扩大，差值由上月的 5.5%提高到本月的 5.8%，表明总体价格水平在上升（见图 24）。

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

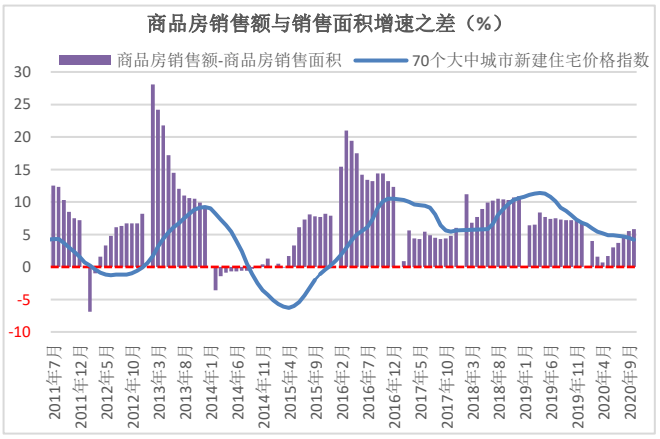


资料来源：WIND，财信研究院

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 5-10 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 10 月份的 3.0 倍（见图 25）。**二是商品房待售面积连续 8 个月减少。**3-10 月分别环比减少 277、472、484、690、390、639、471、89 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 万平方米，表明随疫情得到有效控制，供给压力有所减缓。

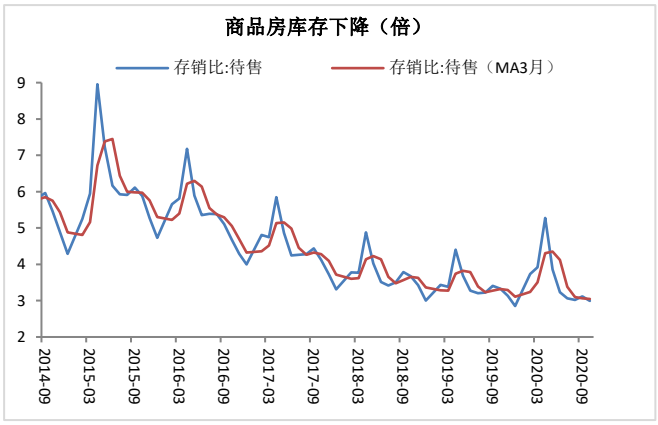
三是非住宅库存去化速度不及住宅。2 月份以来商业营业用房和办公楼销售面积增速降幅持续收窄，分别从-46.0%、-48.4%提高至-14.0%、-14.5%（见图 27），非住宅投资增速也呈类似表现（见图 28），但去化速度明显不及住宅，表明疫后商业活动恢复速度仍偏慢。

图 24：商品房销售额与销售面积增速之差提高



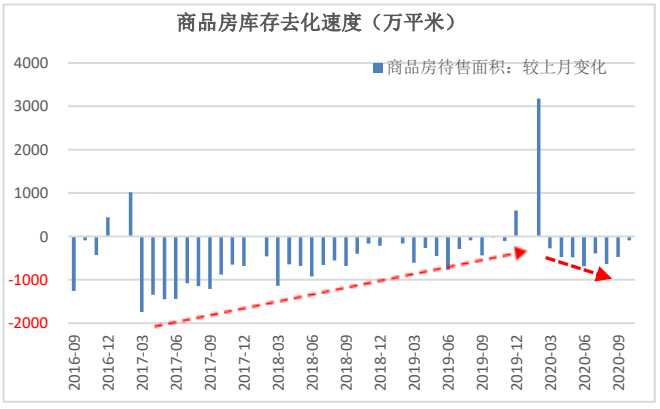
资料来源：WIND，财信研究院

图 25：商品房库存有所降低



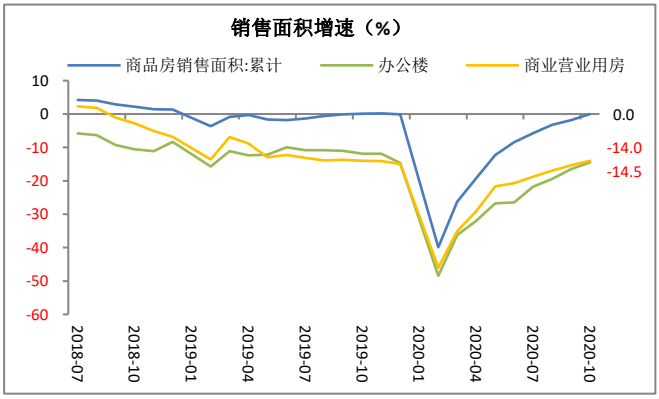
资料来源：WIND，财信研究院

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

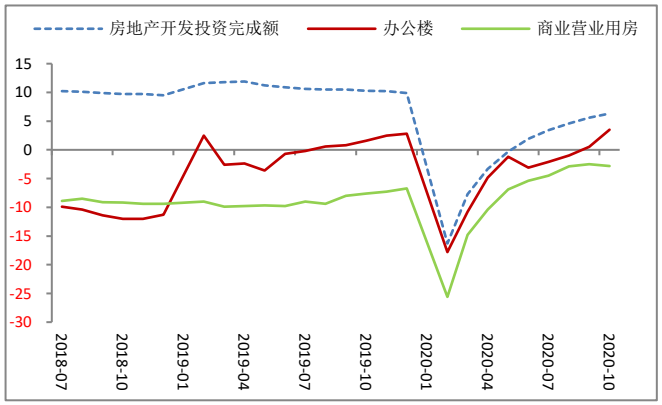
2、年内房地产投资增速处于“爬坡见顶”、边际趋缓阶段

2020 年 1-10 月，全国房地产开发投资同比名义增长 6.3%，较 1-9 月提高 0.7 个百分点，累计增速实现 5 个月连续正增长，单月增速已经 8 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。

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

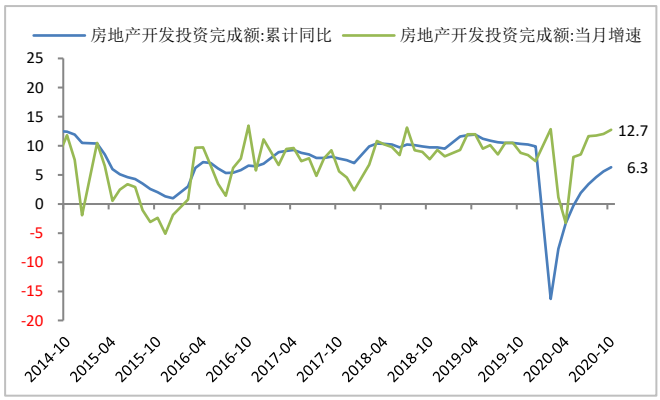
执行“稳地价、稳房价、稳预期”政策，随着前期房地产市场复苏的“一枝独秀”，出于防风险考量，年内剩余数月房地产政策将继续收紧。

图 28：非住宅房地产开发投资增速



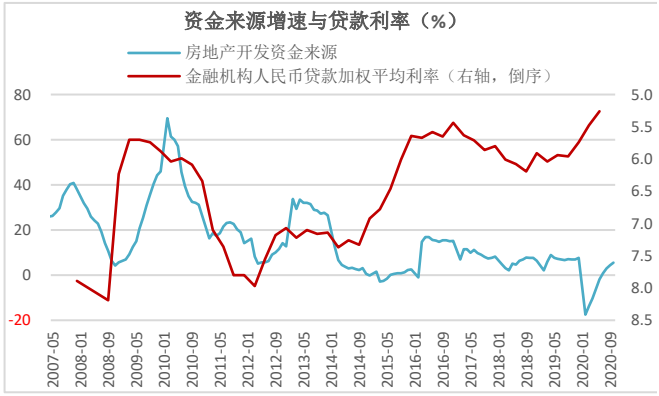
资料来源：WIND，财信研究院

图 29：开发投资增速快速回升



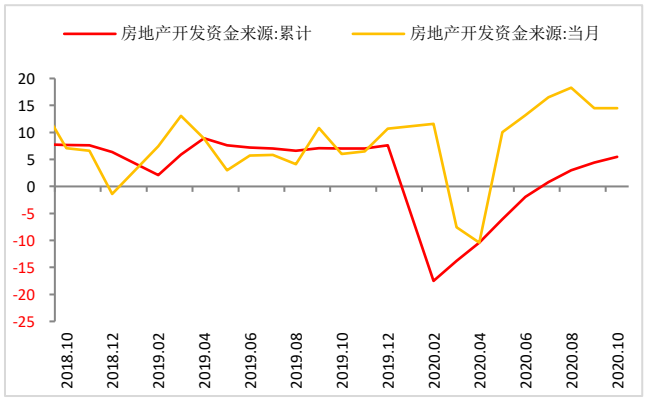
资料来源：WIND，财信研究院

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



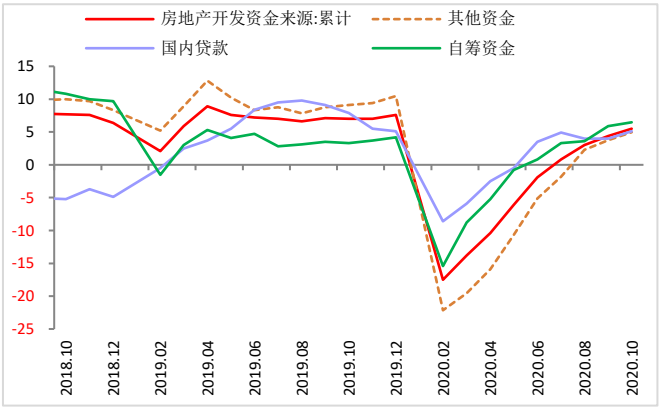
资料来源：WIND，财信研究院

二是房地产资金来源增速将继续稳中趋缓。2020 年 1-10 月房地产资金来源同比增长 5.5%，较 1-9 月提高 1.1 个百分点，单月增速连续 8 个月大幅走高，但 8 月份以来放缓迹象明显（见图 31）。从资金来源细项数据看，10 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 3 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。在 9、10 月份的“金九银十”销售旺季，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 10 月的 9.8%（见图 33），9、10 月份货币数据中居民中长期贷款分别同比大幅多增 687、472 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，预计年内资金来源增速将继续稳中趋缓。

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

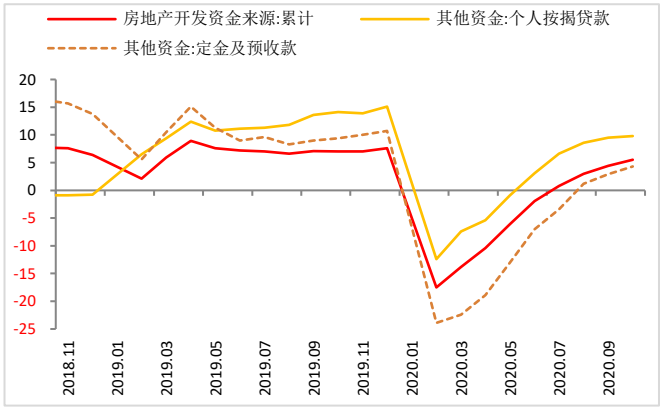
年在疫情冲击下又大幅下降，但疫后快速反弹，连续 6 个月正增长（见图 34）。在“三稳”房地产政策环境下，预计房地产销售面积增速将在疫后继续反弹提高，有利于房地产投资增速的稳定，房地产市场将继续处于回升周期（见图 35）。但在“房住不炒”定位和货币环境边际收紧的背景下，投资增速将继续边际放缓，全年投资增速将低于去年。

图 32：房地产开发资金来源构成增速



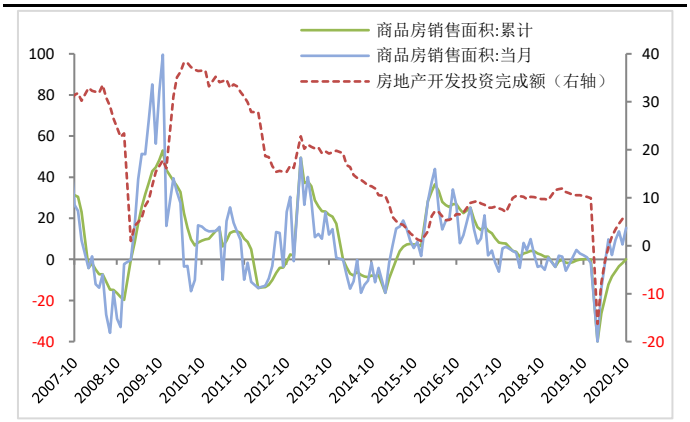
资料来源：WIND，财信研究院

图 33：个人按揭贷款快速提高



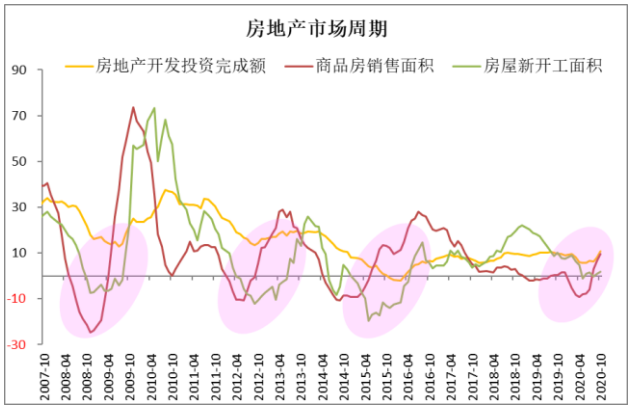
资料来源：WIND，财信研究院

图 34：房地产销售面积与投资增速



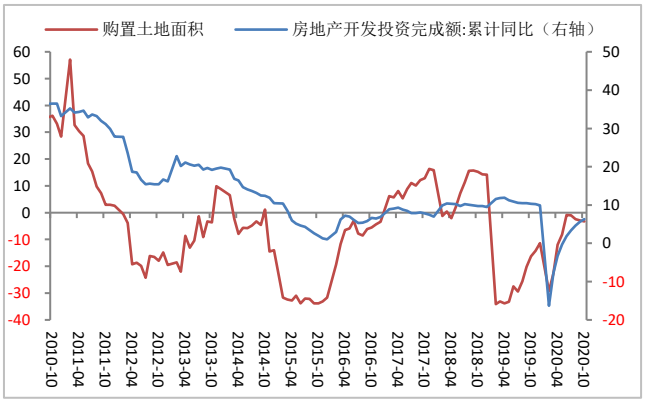
资料来源：WIND，财信研究院

图 35：房地产投资有望反弹提高



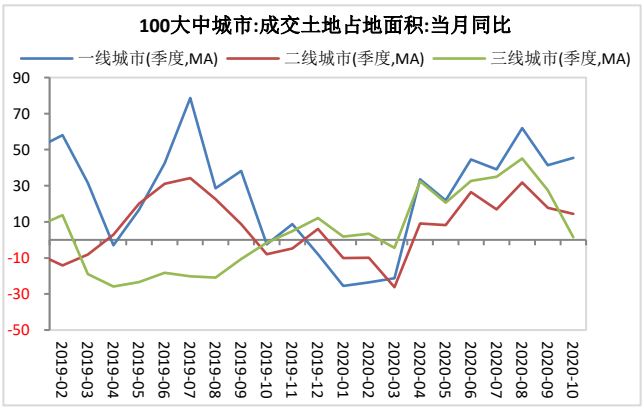
资料来源：WIND，财信研究院

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

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 1-10 月同比下降 3.3%，

将 1-9 月降低 0.4 个百分点，降幅连续 4 个月扩大（见图 36）。分城市等级看，2020 年 10 月一二三线城市土地购置面积同比增速放缓，一线城市购置面积仍然保持正增长，但二三线城市回落明显（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。

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。