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

# 供需两端继续改善，二季度经济有望转正

## ——2020 年 1-5 月宏观数据点评

宏观点评

**核心观点：**

在国内复工复产复商复市扎实推进下，国内生产和需求均呈环比改善趋势，两会后“六保”“六稳”政策密集出台落地，国内经济边际改善趋势将延续。预计二季度GDP增速大概率转正，全年呈“V”型走势。

**摘要：**

- **工业增加值：受益宏观刺激政策发力，工业生产增速与结构继续改善，但需求尤其是外需疲弱将继续拖累工业生产。**1-5 月份规模以上工业增加值同比下降 2.8%，降幅较 1-4 月份收窄 2.1 个百分点。其中，受财政加大基建投资、央行加大中小微企业金融扶持力度影响，制造业增加值降幅较 1-4 月收窄 2.6 个百分点，是工业生产恢复的主要贡献因素；但国内需求恢复慢于生产、出口订单不足，5 月外资企业增加值增速较上月降低 0.5 个百分点，表明需求尤其是外需不足将对生产形成制约。此外，从制造业结构变化看，高技术制造业生产恢复依旧更快，其 1-5 月增速要高于同期制造业 5.9 个百分点。
- **国内生产总值（GDP）：预计呈环比改善态势，二季度增长 2%左右，全年 GDP 增长 3%左右。**一是居民收入下降叠加疫情反复风险增加，消费回补力度不宜高估，后续消费恢复依赖于“六保”和“六稳”政策的落地效率；二是预计基建地产将推动投资增速继续回升，即基建投资增速将加快回升，房地产将继续反弹提高，制造业投资降幅将缓慢收窄但大幅改善空间受限。三是全球疫情二次爆发风险较大，且前期出口赶单已告一段落，出口下行压力仍较大，贸易顺差料收窄，净出口对经济的拉动减弱。
- **消费：餐饮与可选品回暖助推 5 月社零改善，后续消费恢复或仍偏弱。**5 月份国内社零增速同比下降 2.8%，降幅较上月收窄 4.7 个百分点。其中，抗疫封锁的放松和生产经营恢复，餐饮收入降幅较上月收窄 12.2 个百分点，是社零改善的主因之一；此外，在消费刺激政策发力和楼市回暖的共同影响下，5 月份汽车、房地产相关的家电等可选消费加快回升，带动商品零售规模已接近去年同期水平，也是重要贡献因素。展望未来数月，居民收入下降、就业面临压力，叠加国内外疫情反复风险增加，预计消费修复力度整体仍偏弱。后续消费恢复，特别是汽车等占比高的消费回升，还需依赖更多强刺激政策出台。
- **投资：基建地产将推动投资增速回升。**一是在企业盈利恶化和海外需求下降拖累下，制造业投资恢复滞后于其他投资，预计上述制约因素年内仍将继续存在，在中小微企业帮扶政策的持续推进下，制造业投资降幅将缓慢收窄，但改善空间有限。二是 1-5 月专项债发行规模已超去年全年，且前期项目储备较多，基建投资增速将加快回升；在政策支持和技术需求释放下，新基建也将迎来快速发展，助力基建投资增速回升和经济结构转型。三是二季度以来房地产市场明显回暖，销售面积和土地购置面积增速降幅持续收窄，加上货币环境整体宽松，

**伍超明**
财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

**胡文艳**
宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com

**李沫**
宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

预计下月投资增速将由负转正，下半年房地产投资增速将继续反弹提高，但全年增速不及去年。

- **政策展望：**如果没有全球疫情的第二波冲击，预计年内政策最宽松期已过，进入政策平稳期和落地生效期。货币政策方面，流动性最宽松期或已过，但国内外疫情仍具有较大不确定性，预计未来货币政策仍将保持灵活性，政策重点将集中在如何拓宽银行资金直达实体经济的“沟渠”，打通“血脉”，再贷款再贴现、监管容忍、公司信用类债券融资、产业链应收账款融资等政策将继续加强力度，精准落地实体企业。为配合财政政策落地，不排除降准降息和定向降准降息的可能。财政政策方面，主要是用好抗疫特别国债、专项债券和财政赤字等资金，做好“六保”和“六稳”，同时助力经济结构转型。

# 目 录

**一、工业增加值：增速与结构继续改善，但需求拖累或持续显现 .....4**
**二、国内生产总值（GDP）：预计二季度增长 2%左右，下半年增速逐季提高..5**
**三、消费：可选品与餐饮回暖助推社零改善，后续消费恢复或仍偏弱 .....7**
（一）餐饮和可选品消费明显回暖，本月社零增速降幅大幅收窄 ..... 7
（二）居民收入下降和疫情反复风险增加，消费修复或仍偏弱 ..... 8
**四、投资：基建地产将推动投资增速回升 .....9**
（一）制造业内部结构优化提速，但短期改善空间有限 ..... 9
（二）基建稳增长作用凸显，将迎来新一轮上涨周期 .....11
（三）疫后房地产投资增速有望继续提高 ..... 12

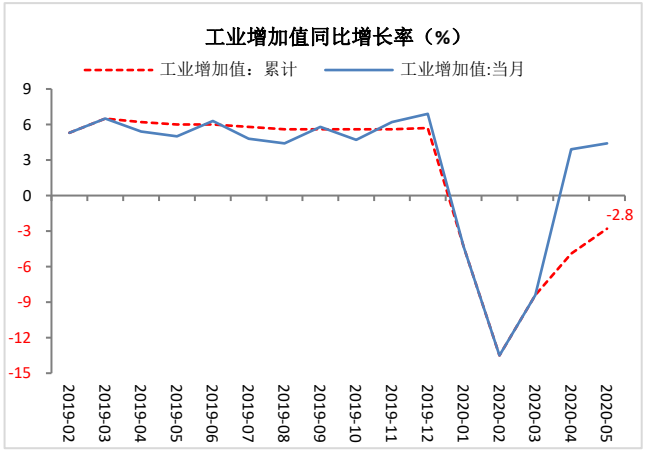
正文：

## 一、工业增加值：增速与结构继续改善，但需求拖累或持续显现

1-5 月份规模以上工业增加值同比下降 2.8%（见图 1），降幅较 1-4 月份收窄 2.1 个百分点，较去年同期降低 8.8 个百分点。其中，5 月当月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较 4 月提高 0.5 个百分点，连续两个月正增长。

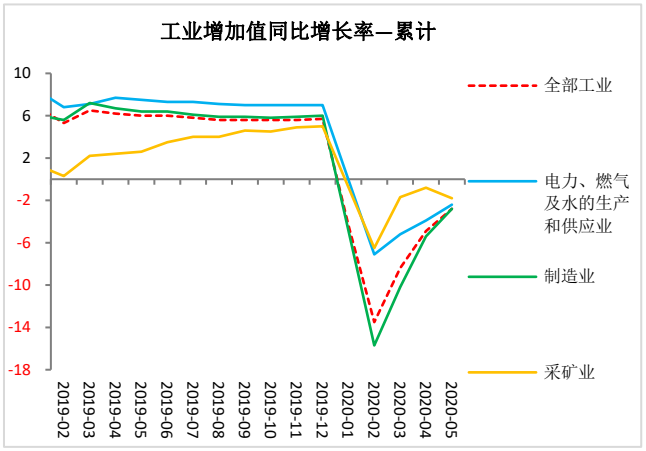
随着国内疫情防控向好形势持续巩固，企业复工复产深入推进，特别是在财政加快专项债券发行节奏、央行加大对重点行业和重点企业金融支持力度等政策促进下，基建产业链生产明显加快、高技术类行业继续保持较快增长，带动工业产出整体继续改善。但国内需求恢复慢于生产、出口订单不足，部分行业生产复苏势头有所减弱，或拖累工业生产仅维持渐进修复。

**图 1：工业生产继续加快**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 2：制造业生产加快是推动工业生产恢复的主因**




*资料来源：WIND，财信研究院*

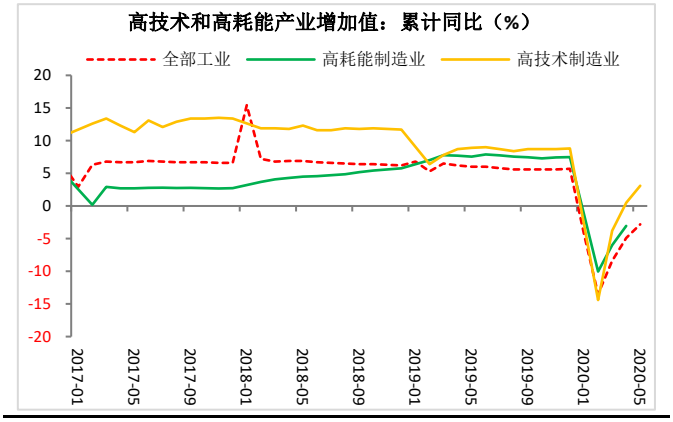
**从三大门类看，制造业生产加快是推动工业生产提速的主因。**在工业企业营业总收入中，制造业营收的比重在 90%左右，所以制造业增加值增速决定了整体工业增加值的走势变化。5 月份制造业增长 5.2%，增速较 4 月份提高 0.2 个百分点（见图 2），继续维持边际改善态势，且在三大门类中其增长最快。同期，电力燃气及水的生产与供应业、采矿业增加值分别增长 3.6%和 1.1%，增速较 4 月份分别提高 3.4 和 0.8 个百分点，也处于持续恢复的过程中。

**从制造业结构变化看，高技术制造业恢复更快，新旧动能转换继续加快。**1-5 月份高技术制造业增加值同比增长 3.1%（见图 3），较 1-4 月份提高 2.6 个百分点，高出同期制造业增加值增速 5.9 个百分点，表明在国家加大对高技术产业金融支持力度的政策推动下，高技术制造业生产恢复明显更快。如根据央行数据，2020 年 4 月末，国内高技术制造业中长期贷款余额同比增长 39.9%，高出同期全部贷款余额增速 25 个百分点以上。

与此同时，本月高耗能制造业增加值增速也大概率有所回升（1-5 月份整体数据暂未公布），但其改善力度仍低于高技术制造业。如 1-5 月份非金属矿物制品业、化学原料及化学制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等部分高耗

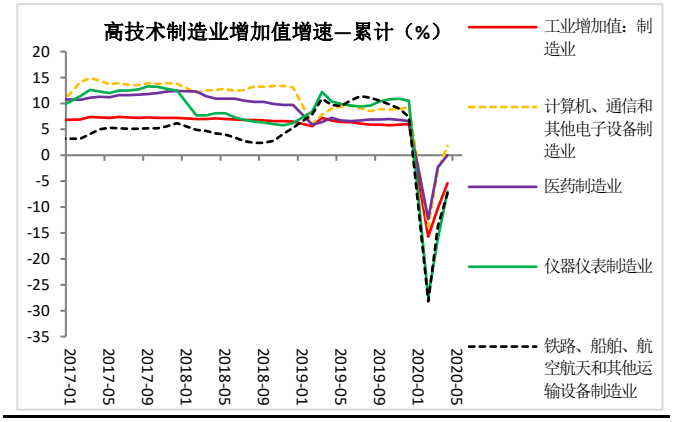
能制造业增加值增速，分别较 1-4 月提高 3.5、1.8、1.1 和 1.1 个百分点，后三者的改善幅度均不及同期高技术制造业（见图 5）。但当前高技术制造业利润占制造业总利润的比重仍不足两成，为对冲疫情影响，仅依靠“新基建”的作用有限，传统基建补短板、稳增长的重要性凸显，预计未来数月高耗能制造业生产还会继续加快。

**图 3：高技术与高耗能制造业增加值增速**



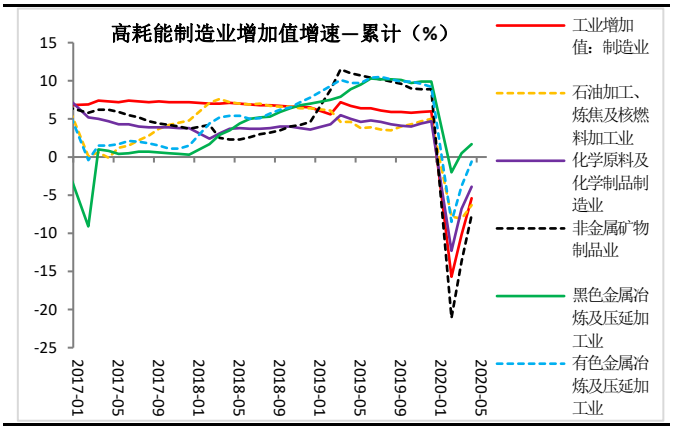

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 4：高技术制造业生产均加快恢复**



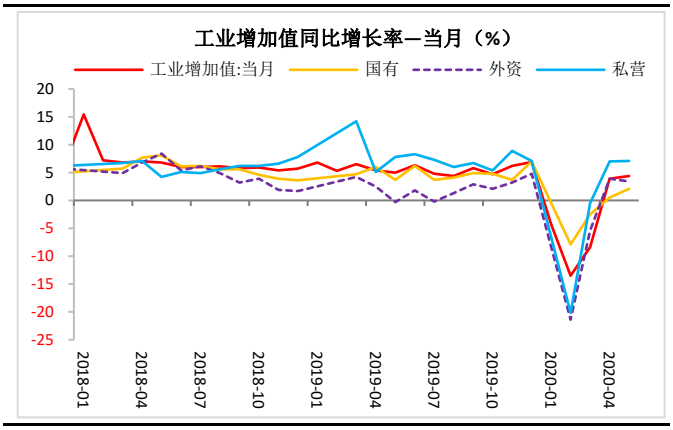

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 5：高耗能制造业增速也小幅改善**




*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*

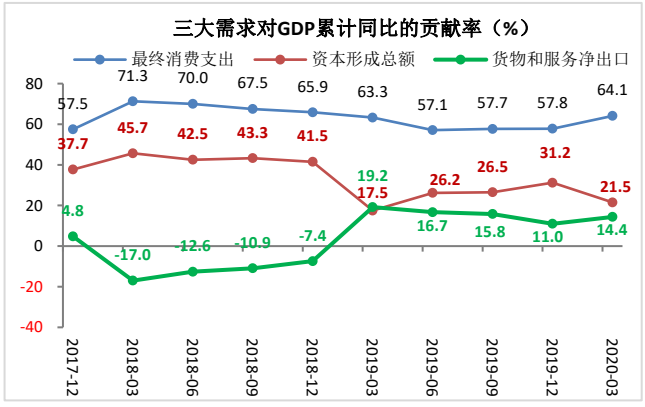
**从企业登记注册类型看，受外部需求拖累影响，外企增加值增速较上月出现回落。**5 月份国有、私营和外资工业企业增加值分别同比增长 2.1%、7.1%和 3.4%，分别较 4 月份提高 1.6、提高 0.1 和降低 0.5 个百分点（见图 6）。其中，受益宽货币持续加码、政府债券发行提速，国内重大基建项目加快落地，国企生产持续恢复；同时央行加大中小微企业金融扶持力度，中小微企业占比在 90%以上的私营企业受益明显，私企增加值增速在上月 7%高位的基础上，本月继续有所提高。相比之下，海外疫情形势依旧不容乐观，叠加全球贸易冲突有所升温，外企面临供应链受阻和需求下降双重压力，生产恢复动力不足、困难突出，本月增加值增速较上月反而出现回落，1-5 月累计增速下降 5.3%。上述数据表明，当前国内工业经济的运行，尤其是外企生产，仍面临不少困难和较多的不确定性。

## 二、国内生产总值（GDP）：预计二季度增长 2%左右，下半年增速

## 逐季提高

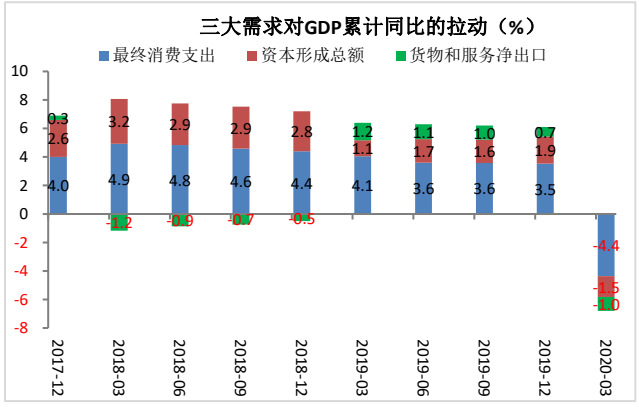
2020 年一季度，国内 GDP 同比下降 6.8%，较 2019 年四季度降低 12.8 个百分点，增速创近 50 年的历史新低。在国内外疫情的叠加冲击下，国内生产和需求都出现大幅下降，但三大需求中消费拖累最大，表明当前有效需求不足是经济面临的最大挑战。如从三大需求的贡献率看，一季度最终消费、资本形成和净出口贡献率分别为 64.1%、21.5%和 14.4%，分别较 2019 年末提高 6.3、降低 9.7 和提高 3.4 个百分点（见图 7），考虑到一季度 GDP 为负增长，意味着贡献率提升最多的最终消费，实际上是拖累 GDP 下降的主因。从三大需求的拉动作用看，一季度最终消费、资本形成和净出口分别拉动 GDP 降低 4.4、1.5 和 1.0 个百分点（见图 8），最终消费也是最大拖累因素。预计在疫情影响短期难以消退的背景下，国内消费将持续承压，且海外疫情不容乐观，外需堪忧，或进一步加大出口下行压力，未来稳增长对投资的倚重明显增加。

**图 7：三大需求对 GDP 累计同比的贡献率（%）**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 8：三大需求对 GDP 累计同比的拉动（%）**

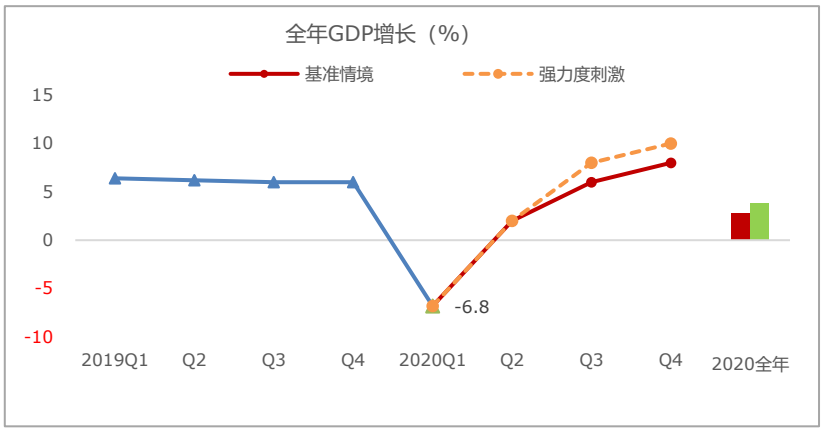



*资料来源：WIND，财信研究院*

展望未来几个季度，我们预计国内 GDP 呈环比改善态势，二季度增长 2%左右，下半年增速将进一步提高：一是国内外疫情对经济的冲击持续显现，居民收入下降、就业面临压力，叠加国内外疫情反复风险增加，预计消费修复力度整体仍偏弱，后续消费恢复依赖于“六稳”和“六保”政策的显效；二是预计基建和房地产投资将拉动投资增速继续回升。其中基建投资增速在专项债放量和储备项目充足的情况下有望加快回升，全年有望实现二位数增长；制造业投资增速将持续受企业盈利恶化和海外需求萎缩的制约，但政策帮扶下其降幅有望缓慢收窄；房地产投资在疫后生产销售快速恢复、宽松货币政策环境叠加影响下，增速将继续反弹提高，但全年增速或不及去年。三是当前欧美等国在加速重启经济，但疫情二次爆发风险较大，且出口赶单目前告一段落，出口下行压力仍较大，贸易顺差料收窄，净出口对经济的拉动将有所减弱。

综上，在当前已出台政策的基准情境下，2020 年 GDP 增长 3%左右；如果后期加大政策力度强力刺激，且海外疫情没有爆发第二波，那么 GDP 增速有望达到 4%左右（见图 9）。

**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*

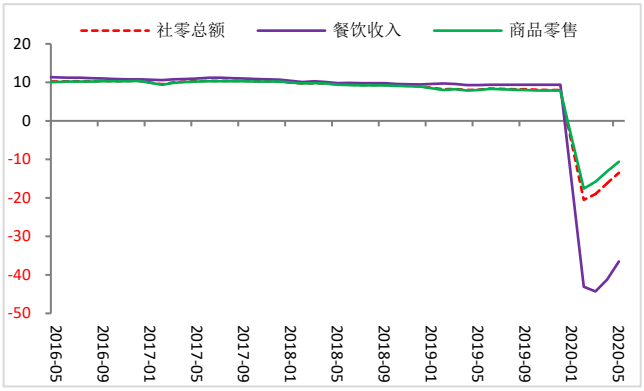
## 三、消费：可选品与餐饮回暖助推社零改善，后续消费恢复或仍偏弱

### （一）餐饮和可选品消费明显回暖，本月社零增速降幅大幅收窄

1-5 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 138730 亿元，同比下降 13.5%，降幅较 1-4 月份收窄 2.7 个百分点，较去年同期降低 21.6 个百分点（见图 10）。其中，5 月当月社零消费同比下降 2.8%，降幅较 4 月收窄 4.7 个百分点，居民消费持续改善。

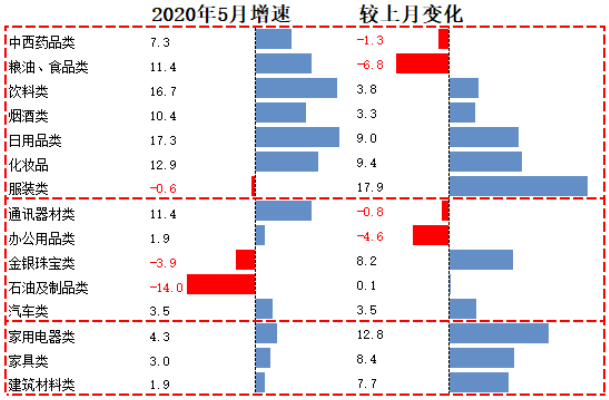
**抗疫封锁放松和生产经营恢复，餐饮收入降幅明显收窄，是社零改善的主因之一。**5 月份餐饮收入同比下降 18.9%，降幅较 4 月份继续大幅收窄 12.2 个百分点，高于同期社零增速环比改善幅度 7.5 百分点。在社零总额中，餐饮收入的比重约 10%左右，年内受疫情因素影响，其波动幅度明显加大，成为影响社零变动的主要因素之一。本月餐饮收入降幅收窄，主要源于国内抗疫封锁措施的逐步放松，社会生产经营活动渐进恢复，带动居民外出就餐意愿回升和外卖等餐饮服务业出现快速增长。

**图 10：社会消费品零售总额及其两大分项增速**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 11：5 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*

**消费刺激政策发力叠加楼市回暖，汽车、家电等可选消费加快回升，5 月商品零售规模已接近去年同期水平。**如 5 月份商品零售额仅同比下降 0.8%，降幅较 4 月份收窄

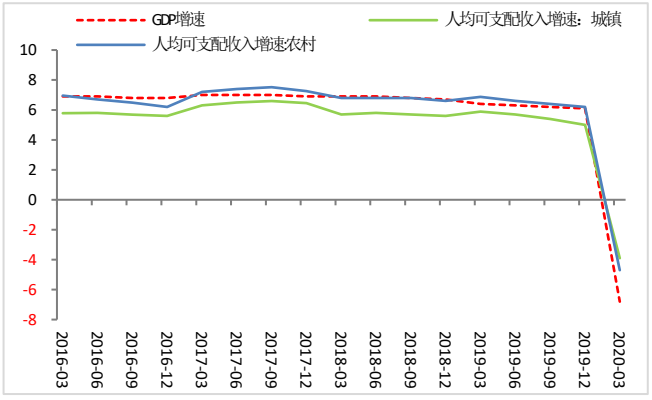
3.8 个百分点。从商品零售分项看(见图 11)，**首先，汽车消费回暖是商品零售回升的主要贡献力量。**如受益近期全国各地加快推出汽车消费刺激政策，5 月份汽车类消费同比增长 3.5%，较上月提高 3.5 个百分点，考虑到汽车消费在社零中的比重约三成，无疑贡献力量最大。**其次，房地产相关下游消费也明显回暖。**如房地产销售明显加速，叠加家电更新消费刺激政策发力，5 月份家用电器、家具、建筑及装潢材料商品零售额分别同比增长 4.3%、3.0%和 1.9%，分别较上月提高 12.8、8.4 和 7.7 个百分点。**此外，在各地政府大量发放消费券和网络主播带货新业态快速发展的共同影响下，本月日用品、粮油食品、饮料、化妆品等必需消费品增速均保持在 10%以上，对社零的贡献亦不容小觑。**

### （二）居民收入下降和疫情反复风险增加，消费修复或仍偏弱

展望未来数月，预计国内消费继续渐进修复，但回补力度整体有限，消费企稳仍依赖政策刺激与支持。理由有四:

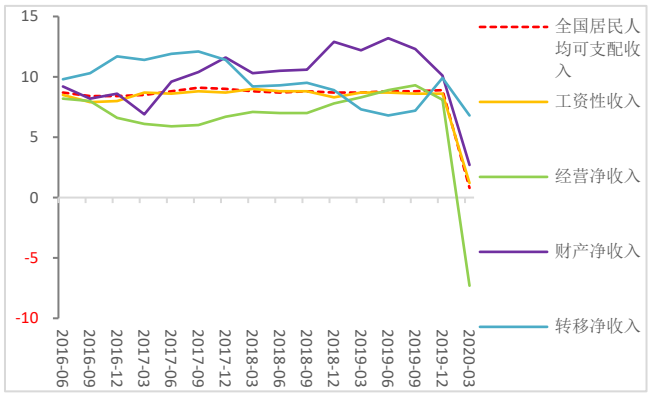
**一是居民收入承压对消费持续形成制约。**受国内经济增速回落、部分居民就业困难影响，2020 年一季度城镇和农村居民实际人均可支配收入分别下降 3.9%和 4.7%，分别较 2019 年降低 8.9 和 10.9 个百分点（见图 12），对消费形成明显制约。其中，新冠肺炎疫情冲击下，国内中小微企业受损尤为严重，3 月份数据显示居民经营净收入下降 7.3%，是拖累居民收入增长主要原因之一(见图 13)。往后看，历史数据显示，工业企业利润增速约领先城镇居民人均可支配收入增速 3 个季度左右，自 2018 年三季度以来国内工业企业利润持续回落，至今已连续 16 个月维持负增长，预示未来居民收入大概率还有下降压力。

**图 12：GDP 增速与人均可支配收入增速**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 13：全国居民收入构成增速**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**二是居民购房本息负担仍待消化，不利于消费大幅改善。**“房住不炒”背景下，居民购房支出增速明显减缓，对消费的挤占效应有所减小，但前期累积的住房贷款本金及利息负担仍需时间消化，部分居民可用于消费的资金依旧有限。如截至 2020 年一季度末，国内个人住房贷款余额高达 31.2 万亿元，同比增长 15.9%，增速自 2017 年以来持续回落，但仍远高于同期居民收入的增长速度。

**三是国内抗疫封锁措施短期难以全面放松，餐饮收入修复或偏弱。**当前，全球新冠

肺炎单日新增确诊病例仍在 10 万例左右，长期居高不下，疫情面临较大第二波爆发风险，疫情防控常态化已成为趋势。此外，近期国内新增多例本土新冠肺炎确诊病例，或引起部分地区抗疫封锁措施再度趋严，居民对疫情的担忧再次升温，居民外出消费次数将有所减少，餐饮收入回升面临“一波三折”；且居民收入下降、疫情常态化或导致消费者用餐习惯发生一定改变，导致年内餐饮修复将整体偏弱。

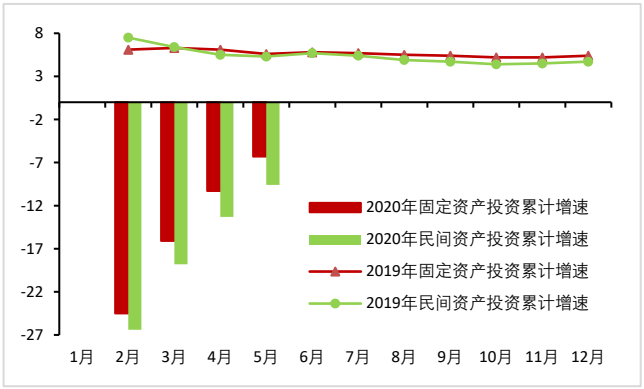
**四是疫情冲击下汽车对消费的拖累，还需政策加大对冲力度。**2018 年下半年以来，购置税政策透支作用对汽车消费的负面影响逐渐显现，叠加居民收入增速的下行，汽车消费持续负增长。经过一年多的调整，汽车库存已经处于历史低位，但受新冠肺炎疫情影响，汽车消费再度陷入低迷。为缓解国内汽车产业链企业的生存压力，稳定消费，多地已出台大量刺激汽车消费政策，但未来汽车消费持续改善，仍依赖更多更大力度刺激政策出台。预计未来数月汽车消费增速有望平稳回升，对消费的拖累作用将有所减弱。

## 四、投资：基建地产将推动投资增速回升

随着疫后国内生产生活秩序全面恢复和系列稳投资政策进一步落地见效，固定资产投资和民间投资累计增速降幅均有所收窄。1-5 月份固定资产投资同比下降 6.3%，降幅较 1-4 月份收窄 4.0 个百分点，比去年同期回落 11.9 个百分点。同期民间固定资产投资同比下降 9.6%，降幅较上月收窄 3.7 个百分点，比去年同期下降 14.9 个百分点（见图 12）。

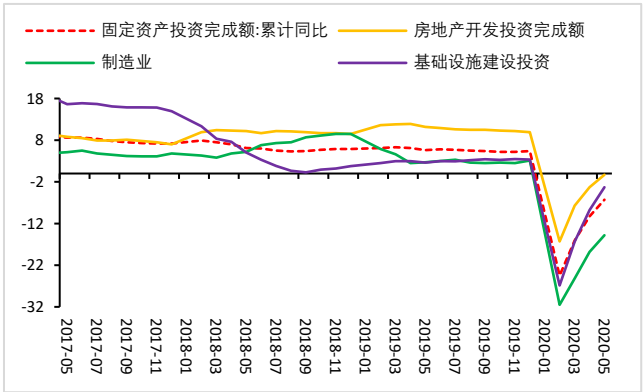
从当月增速看，5 月固定资产投资增速已经转正，但民间投资当月增速依然负增长，表明民营企业受疫情冲击更大，且恢复速度不及国有企业。当前欧美等主要经济体经济正在重启，但疫情二次爆发的风险较大，外需环境依然较为严峻，民营企业生产经营或将持续受到冲击，预计民间投资大幅改善空间有限。

**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）制造业内部结构优化提速，但短期改善空间有限

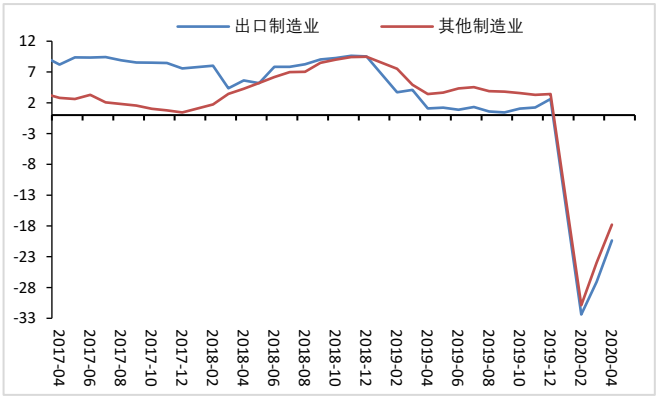
1-5 月份制造业投资同比下降 14.8%，降幅较上月收窄 4.0 个百分点，较去年同期下 17.5 个百分点。在制造业投资中，民间投资的比重在 83%左右，所以民间投资的走向，

决定了整个制造业投资的发展方向。疫情下民营和中小微企业受冲击最大，且我国制造业出口依赖度较高，全球经济需求萎缩和中美贸易摩擦升温会制约企业投资意愿，三大投资需求中制造业增速和恢复速度均滞后于其他投资（见图 13）。

**出口制造业对整体制造业的拖累更大。**我们以各行业出口交货值/营业收入比重是否高于工业企业平均值为标准，将制造业划分为两类，即出口制造业和其他制造业，并分别计算两者的投资增速。计算结果显示，疫情冲击下出口制造业投资降幅高于其他制造业（见图 14），是制造业投资的主要拖累。预计在政策帮扶和海外经济需求有所回暖下，出口制造业投资增速降幅将有所收窄，但全球疫情二次爆发风险将制约其改善幅度和速度。

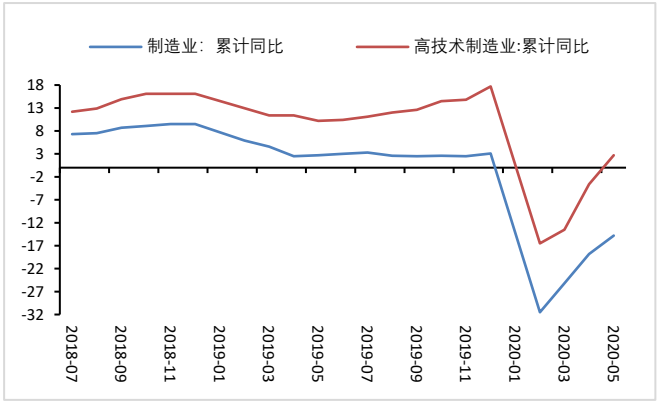
**高技术制造业投资由负转正，经济结构调整步伐有所加快。**根据统计局数据，1-5 月高技术制造业投资累计增长 2.7%，较 1-4 月份提高 6.3 个百分点，由负转正（见图 15），高技术制造业投资增速回升较快，我国经济结构调整步伐有所加快。

**图 16：出口制造业投资下降的更快**



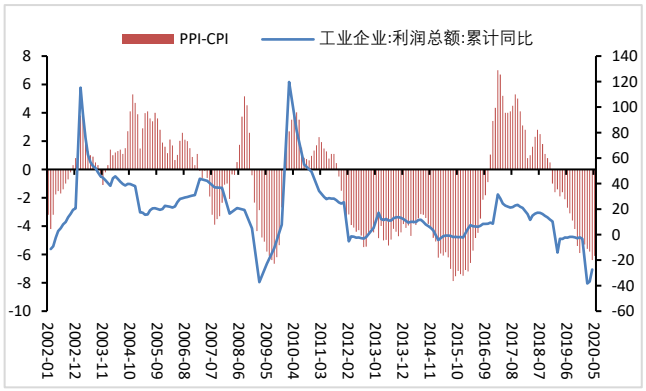

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 17：高技术制造业投资增速持续高于整体（%）**



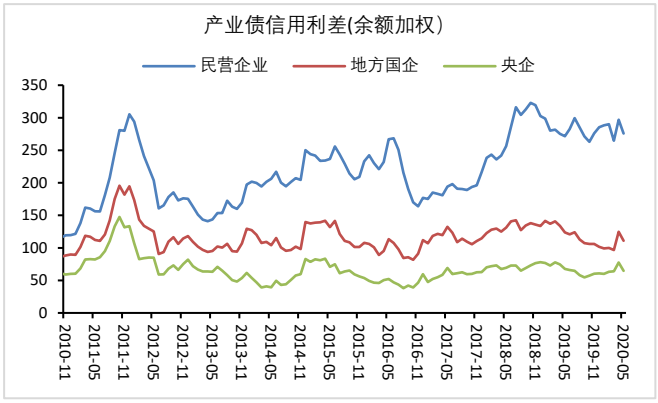

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 18：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示企业盈利能力下降**




*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*

**短期内制造业投资大幅改善空间有限。一是**企业盈利将制约制造业投资增速的增长。2018 年 12 月起，PPI 和 CPI 的剪刀差陷入持续的负增长，企业盈利能力持续承压（见图 16）。疫情冲击下企业尤其是民营和中小微企业盈利能力出现大幅恶化，虽有政策帮扶但预计企业盈利短期内难有大幅改善。**二是**我国制造业行业出口依赖度较高，海外疫

情加速蔓延将直接冲击我国出口和加工制造业，抑制企业投资热情。**三是**疫情后地产基建投资增速将趋于改善，将带动部分下游制造业企业的投资需求。**四是**当前央行货币政策更加灵活适度，精准滴灌的结构性政策将更多地向民营和中小微企业倾斜，制造业货币融资环境将持续改善，对制造业投资形成一定支撑。5 月份民营企业信用利差下行 21BP，表明结构性的政策效果有所显现（见图 17）。

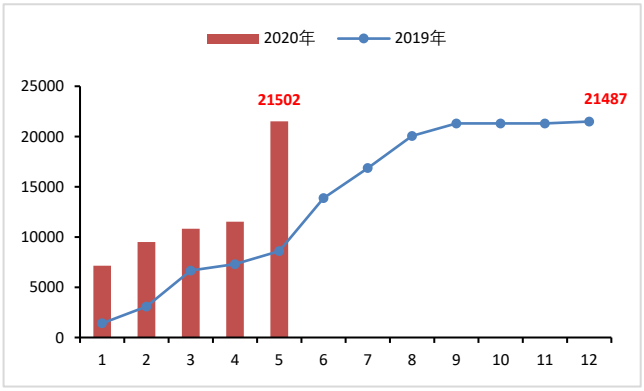
### （二）基建稳增长作用凸显，将迎来新一轮上涨周期

1-5 月份，基础设施建设投资和基础设施建设投资（不含电力）同比分别下降 3.3%和 6.3%，分别较上月提高 5.5 和 5.5 个百分点，分别比去年同期回落 5.9 和 10.3 个百分点（见图 13）。

三大投资需求中，基建投资环比改善幅度最大，基建投资“稳增长”作用凸显。两会后专项债发行提速且前期项目储备较为充分，专项债资金运用将提速提质，未来基建投资增速将迎来加快反弹。

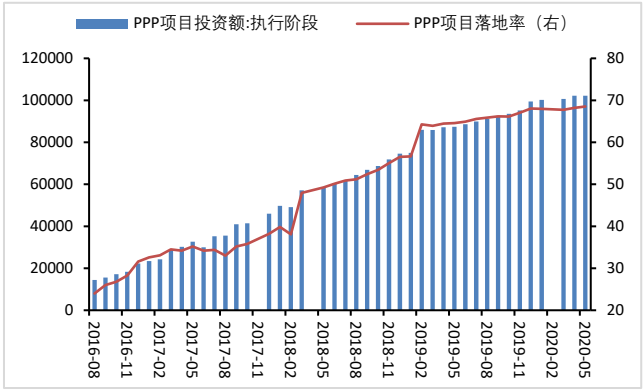
**一是专项债放量将助力基建投资增速回升。**今年政府工作报告中确定 2020 年专项债额度为 3.75 万亿元，较去年大幅提高 1.6 万亿元，且专项债可用作项目资本金的比例有所提高，其对基建投资的拉动将明显增强。截止 5 月底，全国各地新增专项债券 21502 亿元，已经超过去年发行额度（见图 18），发行节奏前置且放量，将助推基建投资增速快速回升。

**图 20：新增专项债累计值（亿元）**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 21：PPP 项目投资额增长斜率明显放缓**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**二是 PPP 项目储备加快且落地率稳步提升，有利于未来基建投资的反弹。**在政府和社会资本合作（PPP）项目方面，根据财政部 PPP 中心数据，2020 年 5 月份 PPP 项目落地率达到 68.5%，整体呈提高状态（见图 19）。同时 5 月末 PPP 入库项目总投资额为 18.3 万亿元，同比增长 3.4%，连续三个月增长，表明我国 PPP 项目储备速度加快。PPP 项目储备增多且落地率稳步提升将有利于我国基建投资增速的回升。

**三是疫情下我国数字经济发展提速，“新基建”将迎来快速发展。**疫情下居家隔离使远程办公、在家教育、网络消费等需求出现逆势增长。同时大数据技术也在疫情防控中发挥了重要作用。鉴于上述行业均离不开互联网、云计算、大数据等技术支持，同时

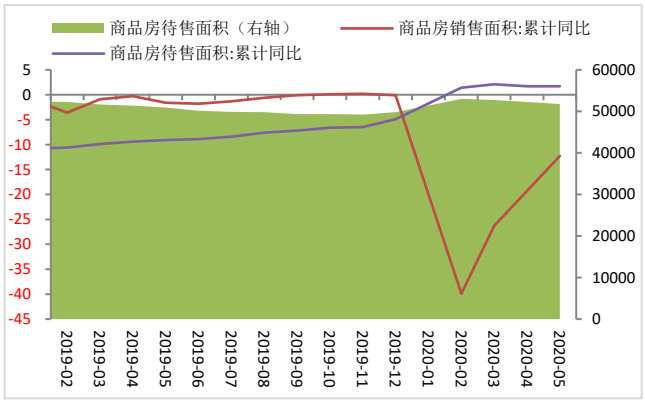
政策支持力度在不断加大，预计新基建投资增速将迎来快速发展，将对基建投资产生一定的支撑。

### （三）疫后房地产投资增速有望继续提高

#### 1、二季度以来房地产市场销售明显回暖

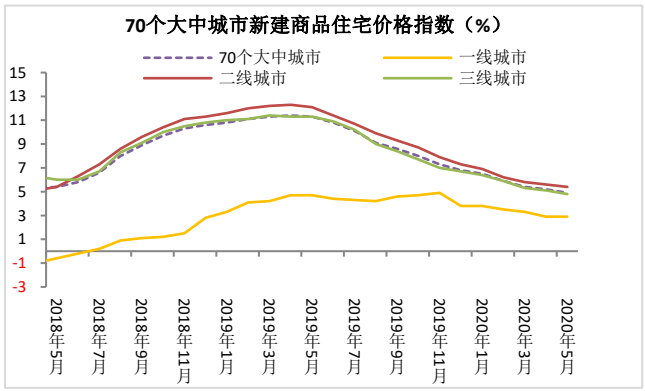
**二季度房地产市场回暖迹象明显，5 月当月销售面积增速由负转正。**2020 年 1-5 月商品房销售面积同比增长-12.3%，降幅较 1-4 月收窄 7.0 个百分点（见图 20），5 月当月销售面积增速转正，较上月大幅提高 29 个百分点。但商品房销售价格涨幅呈整体放缓趋势（见图 21），导致商品房销售金额增速与销售面积增速之差整体下降（见图 22）。

**图 22：房地产继续去库存**



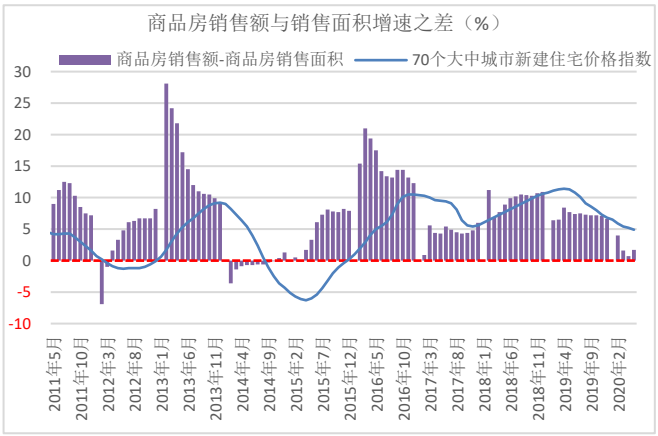

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 23：一二三线城市房地产销售价格指数**



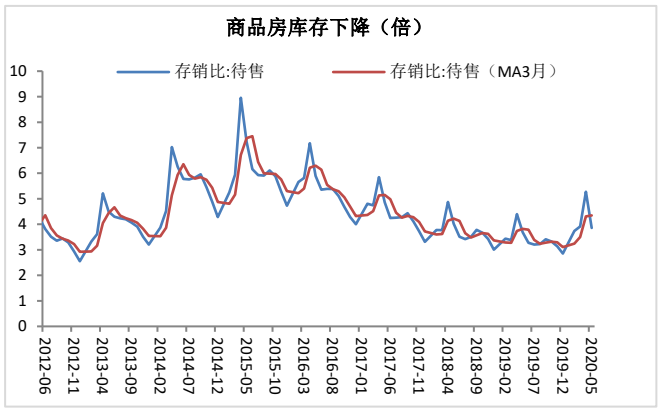

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 24：商品房销售额与销售面积增速之差降低**




*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 25：商品房库存有所提高**

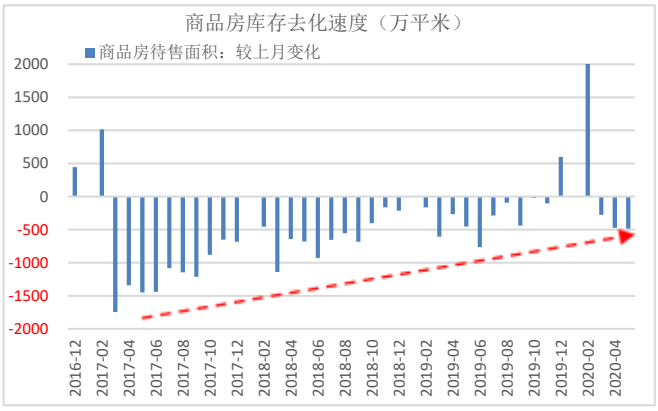



*资料来源：WIND，财信研究院*

**从供给端看，受疫情影响商品房库存增加，但二季度以来去库存进程重启。一是存销比（待售面积与近三个月平均销售面积之比）有所上升。**虽然存销比从 2015 年 3 月最高点 10.7 倍降至 2020 年 1-5 月的 4.4 倍，但年初以来受销售增速下降影响有所提高（见图 23），预计年内将趋于下降。**二是商品房待售面积受疫情影响整体有所增加，但最近连续三个月减少。**年初以来，商品房待售面积同比增速由负转正，2020 年 1-5 月增长 1.7%，连续 4 个月正增长，较 2019 年 12 月提高 6.6 个百分点，1-5 月待售面积比去年底增加 1950 万平方米（见图 20），但 3、4、5 月分别环比减少 277、472、484 万平方

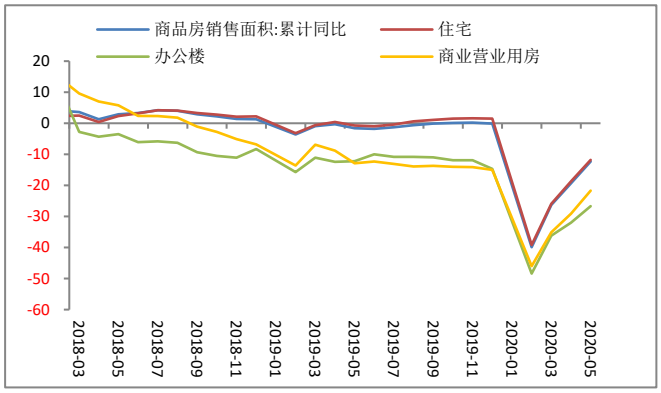
米（见图 24），其中住宅待售面积分别环比减少 440、453、436 万平方米，表明随疫情得到有效控制，供给压力有所减缓。**三是非住宅库存去化降幅也明显收窄。**2018 年以来商业营业用房和办公楼销售面积增速趋于下降，如 2018 年初至 2020 年 5 月，商业营业用房和办公楼销售面积增速分别从 14.6%、12.0%降至-21.7%、-26.7%，但 3 月份以来降幅明显收窄（见图 25）。与非住宅销售面积增速收窄相随的是，非住宅投资增速也大幅回升，其中办公楼增速快持平去年同期水平（见图 26）。

**图 26：商品房去化进程重启**



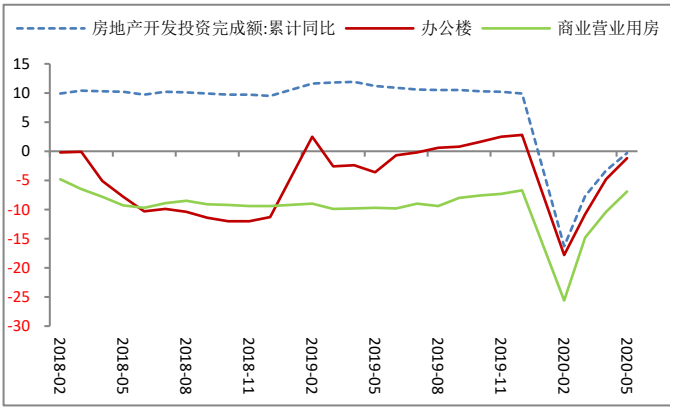

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 27：住宅和非住宅销售面积增速**



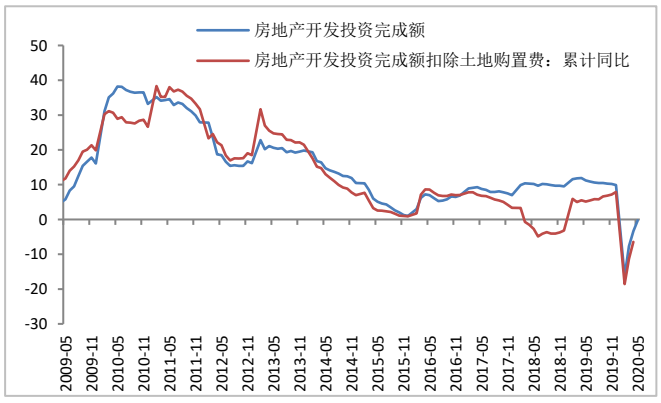

*资料来源：WIND，财信研究院*

**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*

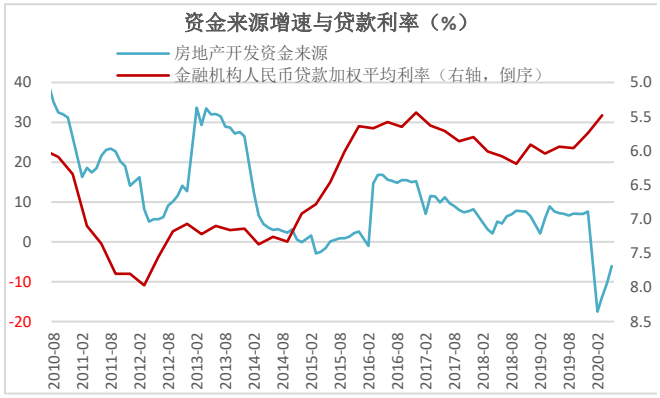
## 2、疫后房地产投资增速有望继续反弹提高

2020 年 1-5 月，全国房地产开发投资同比名义增长-0.3%，降幅较 1-4 月收窄 3.0 个百分点，连续 3 个月收窄（见图 27）。展望未来，从几个领先指标看，年内投资增速将继续反弹。

**一是宽松货币环境和“三稳”政策有利于房地产投资资金来源的稳定。**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。2019 年以来货币政策松紧适度，贷款利率稳中趋降；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。根据政府工作报告，今年房地产市场仍将坚持“房住不炒”定位，各地方政

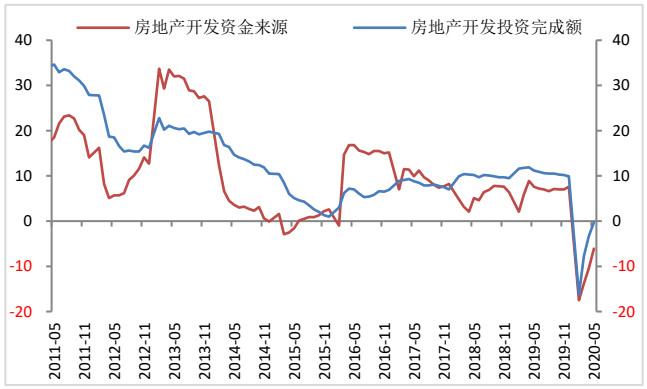
府执行“稳地价、稳房价、稳预期”政策，预计政策面对房地产市场影响偏中性。全年资金面有利于房地产资金来源的稳定（见图 28），房地产投资增速在经历一季度大幅下降后，后期有望出现继续反弹提高。

**图 30：贷款利率降低有利于资金来源的稳定**



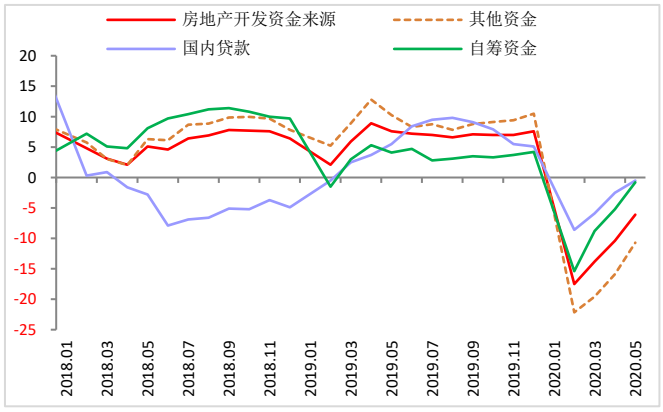

*资料来源：WIND，财信研究院*

**图 31：房地产开发资金来源降幅大幅收窄**



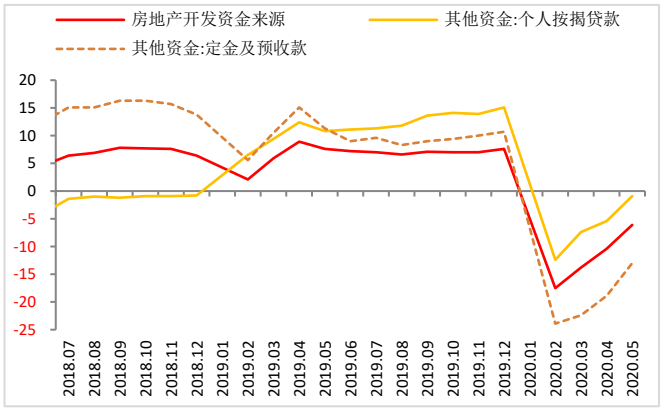

*资料来源：WIND，财信研究院*

**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*

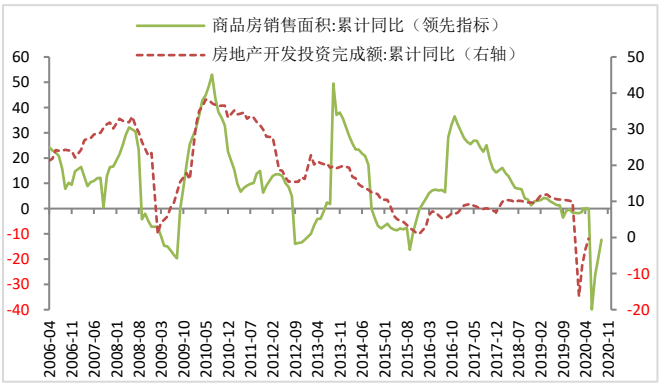
**图 33：个人按揭贷款降幅快速收窄**




*资料来源：WIND，财信研究院*

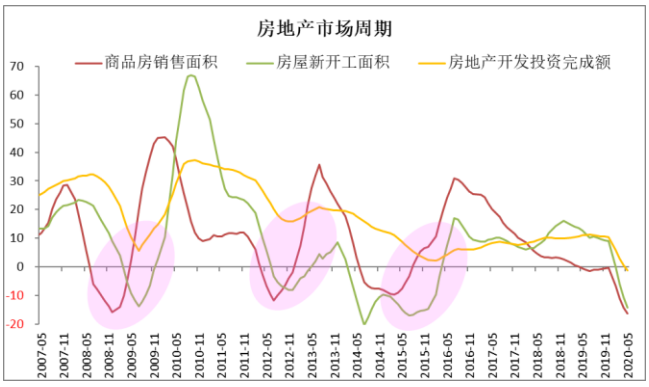
**二是房地产政策进入稳定观察期，销售有望继续回暖，房地产资金来源增速将趋于提高。**2020 年 1-5 月房地产资金来源同比下降 6.1%，降幅较 1-4 月收窄 4.3 个百分点，连续三个月大幅收窄（见图 29）。从资金来源细项数据看，5 月份其他资金（由个人按揭贷款、定金及预收款两部分组成，且定金及预收款占比达到约 7 成）、自筹资金、国内信贷、利用外资增速均出现反弹，国内贷款降幅最小，表明银行加大了对房企的贷款支持力度（见图 30）。由于“其他资金”在房地产资金来源中比重最高，约占 50%左右，所以其是房地产资金来源增速下降的主要贡献力量。随着销售回暖，个人按揭贷款、定金及预收款增速降幅都趋于收窄，其中个人按揭贷款增速从 2 月的-12.4%提高到 5 月的-0.9%（见图 31），预计年内还会继续提高。为缓解疫情对房地产市场的冲击，保持市场和宏观经济环境平稳，房地产调控政策将继续处于稳定观察期，部分地区房地产调控政策出现边际放松，预计未来房企融资环境将继续边际缓和，但不会出现“大水漫灌”现象。

**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：房地产投资仍处于下行周期中**

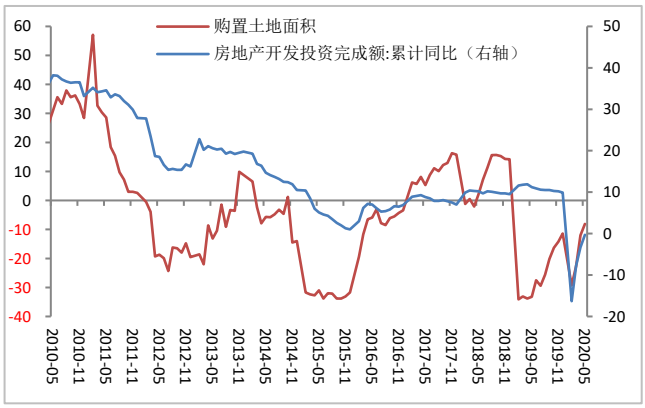



*资料来源：WIND，财信研究院*

**三是领先指标房地产销售面积增速有望反弹提高，下半年投资增速出现明显回升，但房地产投资将整体处于下行周期中。**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 1-5 月在疫情冲击下又大幅下降（见图 32）。在“三稳”房地产政策环境下，我们预计房地产销售面积增速将在疫情稳定后，继续出现较大幅度提高，有利于房地产投资增速的稳定，预计下半年房地产投资将出现明显回升，但整体投资增速将低于去年（见图 33）。

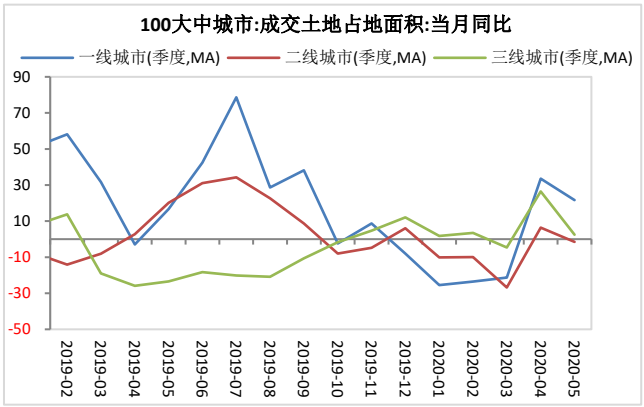
**四是土地购置面积增速提高，预示疫后房地产投资增速也将回升。**受限制性政策和信贷融资的约束，2019 年以来土地购置面积增速持续负增长。2020 年 1-5 月同比下降 8.1%，降幅较 1-4 月收窄 3.9 个百分点（见图 34）。分城市等级看，2020 年 5 月当月一线城市土地购置面积同比增长 10.4%，二三线城市均为负增长；二季度以来一线城市增速较高，二三线城市增速均较低（见图 35）。展望未来，随着房地产继续去库存，房地产企业存在较大的补库存动力，加上房地产限制性政策和融资政策的边际缓和，后期土地购置面积增速有望提高，但在“房住不炒”和“三稳”政策的引导下，预计增幅有限，也将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下降**




*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。