

基建地产周期观测：基建先行地产欲动

2022 年 4 月

要点：

百瑞信托博士后
魏文臻杰

○ 基建领先于地产：

从历史数据经验来看，“稳经济”时期，基建周期领先于地产周期：基建融资是一个先放量再降价的逻辑，房地产融资则是先降价后放量得逻辑。这是由于基建作为政府主导的建设项目，相对来说可控性及融资便利性均较强，因此在政策采取逆周期调控时，基建融资往往先于房地产融资。

○ 基建、地产周期观测：

基建周期大致可以包含：立项和审批、融资、施工建设、竣工和运营这四个阶段；

地产周期大致可以包括：融资、拿地、销售、施工这四个环节。

从目前情况来看，基建周期的订单、融资均有所改善，施工环节中挖机开工小时数有所提升，且与之相关的螺纹沥青等大宗价格也有所反应；地产周期尽管多地“因城施策”有所加码，但从目前的数据观测来看，各个环节均未改善，依然在探底阶段，预计销售在 3 季度或见底。

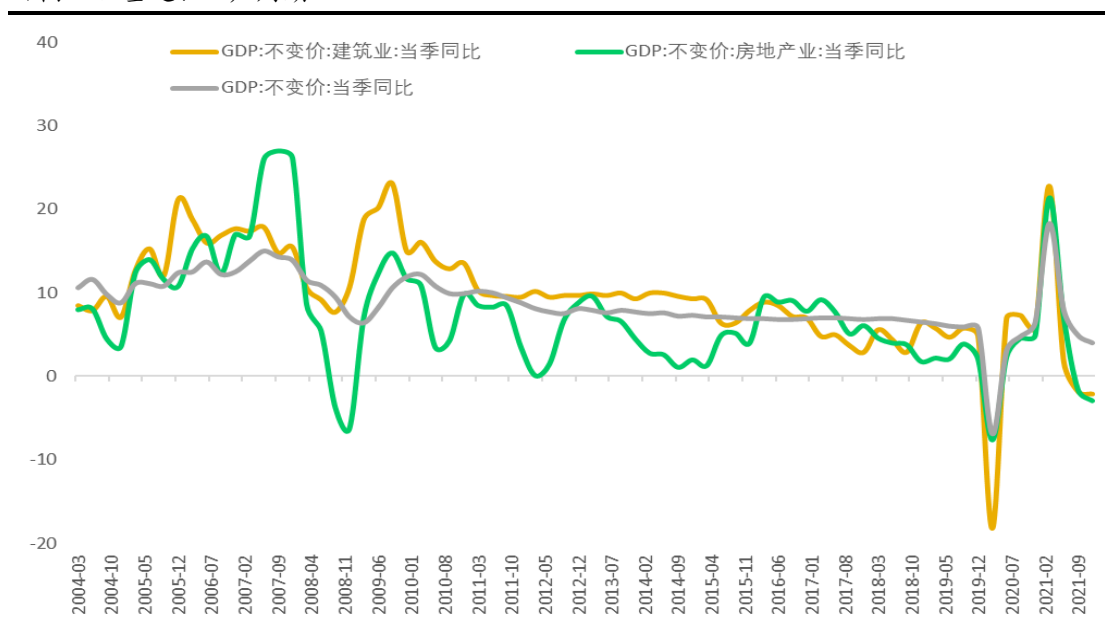
○ 资产价格领先于融资指标

一般来说，资产价格因为尽管政策信号，所以是各类周期的领先指标。所以，需要用更领先的融资指标来刻画，我们用基建贷款需求指数来代理基建融资，用银行贷款审批指数来代理地产政策环境（因为地产融资于指数不敏感），可以发现两者均能较好的刻画指数。

一、逆周期下基建领先地产

在过去的二三十年里，“稳经济”往往通过基建、地产、消费三板斧来实现。从历史数据来，可以发现一些规律：1) 2012 年以前，基建、地产周期与经济周期保持较强的一致性，特别是 08 年金融危机以后，国内开始财政及货币宽松，使得基建、地产出现了很强的逆周期性，大概领先于经济周期 2-3 个季度；2) 但 2012 年以后，我国 GDP 增速开始逐渐下滑，进入所谓的“新常态经济”，各类周期的波动性均被烫平，特别是基建周期与经济周期，而地产周期则较此前拉长了 2 年左右；3) 2020 年疫情以来，由于停工、复产的一致性，使得基建、地产周期与经济周期又回到了同跌同涨的一致性；4) 2021 年下半年之后，由于政策对地产、城投融资平台的收紧，基建及地产出现了较大跌幅。

图表 1：基建、地产周期



资料来源：Wind，百瑞信托

目前，我国正处于“稳经济”、政策前置的阶段，所以有必要看看目前的基建、地产周期处于何种阶段了。从以往的数据经验来看，“稳经济”（货币政策宽松）的时刻，基建周期领先于地产周期，主要原因是：1) 融资环境趋于宽松，利率开始逐渐走低，基建融资情况则越好，基建融资往往领先于利率拐点，也就是说，基建融资是一个先放量再降价的逻辑；2) 房地产融资则不同，它是先降价后放量得逻辑，也就是说融资情况的好转发生在利率拐点之后。这是由于基建作为政

府主导的建设项目，相对来说可控性及融资便利性均较强，因此在政策采取逆周期调控时，基建融资往往先于房地产融资。

二、基建与地产周期的观测

基建周期大致可以包含：立项和审批、融资、施工建设、竣工和运营这四个阶段。立项与审批没有统一的观测指标，代理变量可以在发改委网站上关注动态，或者上市建筑、电建公司报表中的订单情况；基建融资主要包括：预算内资金、银行贷款与非标、专项债、一般信用债及城投债；施工环节也缺乏统一的观测指标，可以从挖机销量、挖机开工时长，以及工业品量价情况，比如螺纹钢、铜、沥青等来观测；竣工于运营可以通过建筑业产值、交通运输业产值来观测，但因为频次较低，且数据质量不高，所以可以通过上市基建（建筑+电建）公司的财务数据对比来一起观测。

地产周期大致可以包括：融资、拿地、销售、施工这四个环节。地产融资主要包括：银行贷款与非标、自筹资金、销售回款；拿地环节，主要观测两个维度，一个是用百城土地成交代理的拿地意愿，另一个是用百城土地溢价率代理的拿地能力；销售环节可以关注领先的按揭贷款利率、工业品（玻璃、电解铝、PVC）的量价，滞后的30大中城市房屋成交面积、克尔瑞地产百强榜销售；施工环节，可以观测领先的水泥磨机开工率、螺纹表观销量，以及滞后的房屋新开工数据。

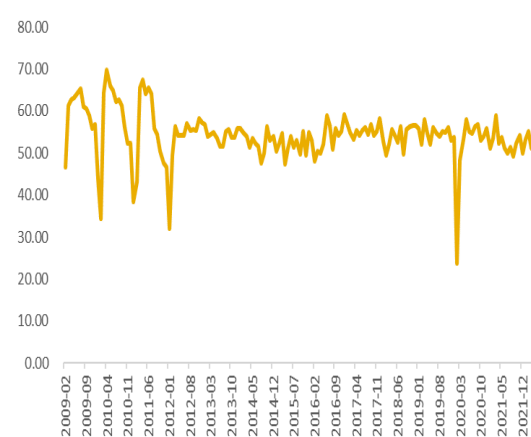
图表 2：基建、地产周期观测维度

基建周期		地产周期	
立项和审批	发改委披露的动态 上市建筑公司订单 PMI建筑业新订单	融资	贷款（银行贷款+非银贷款） 自筹资金（自有资金+债券融资） 销售回款（定金及预收款+个人按揭贷款）
融资	预算内资金 银行贷款与非银贷款 专项债 一般信用债及城投债	拿地	拿地意愿：百城土地成交 拿地能力：百城土地溢价率
施工建设	挖机开工时长 挖机销售数据 与基建相关的螺纹、沥青 与电力相关的铜	施工	水泥磨机开工率 与房屋建筑有关的螺纹表观销量 房屋新开工
竣工和运营	建筑业产值 交通运输业产值 上市建筑公司财务情况	销售	按揭贷款利率 玻璃、电解铝、PVC量价 30大中城市房屋成交面积 克尔瑞百强榜销售

资料来源：Wind，百瑞信托

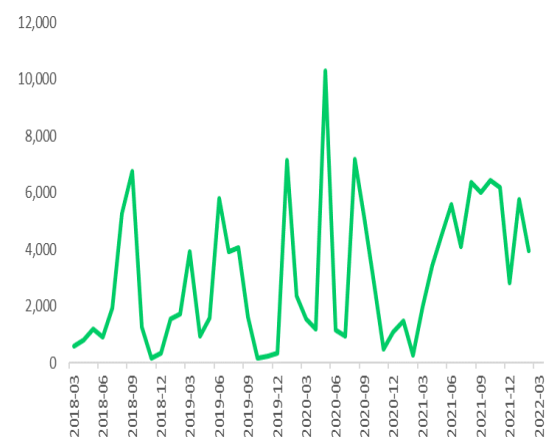
我们抓取了一些容易获取且频次较高的指标来观测基建情况，1) 目前的基建的订单及融资在前置的政策呵护下，均处于较高位置，从 2022 年政府工作报告来看，今年安排全国一般公共预算财政支出 26.7 万亿元，较去年增加 2 万亿元以上，而专项债方面，由于去年专项债发行后置，导致约有 1.4 万亿元资金结转到现在；2) 但施工环节有好有坏，挖机开工小时数有所改善，但挖机销售同比数据还在低位，与基建相关的螺纹钢、沥青等大宗商品价格已有先行；3) 竣工运营因为在基建周期的末端，而且基建项目一般较大导致工期较长，所以会滞后 4-6 个季度体现出来。

图表 3：PMI 建筑业新订单



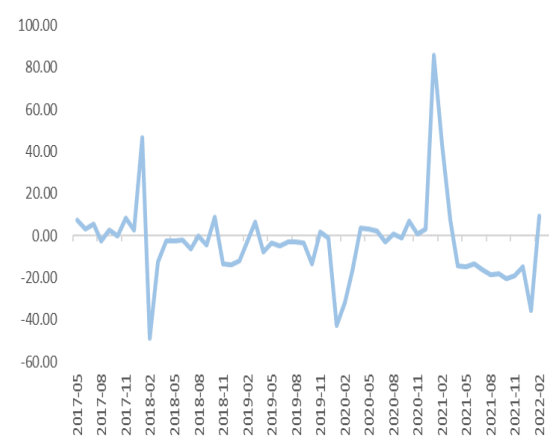
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 4：专项债发行（亿元）



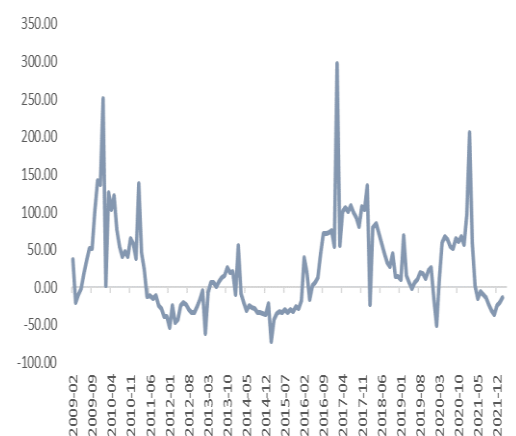
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 5：挖机开工小时数同比 (%)



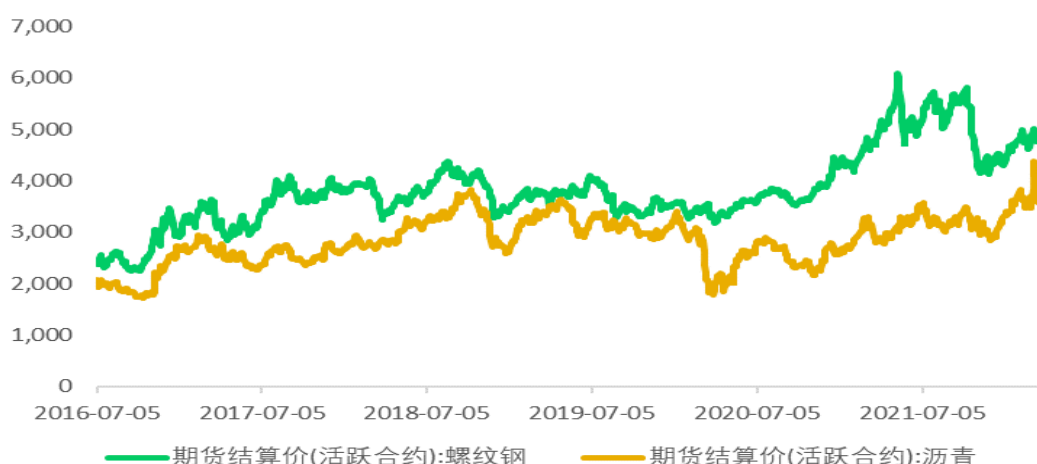
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 6：挖机销量同比 (%)



数据来源：Wind，百瑞信托

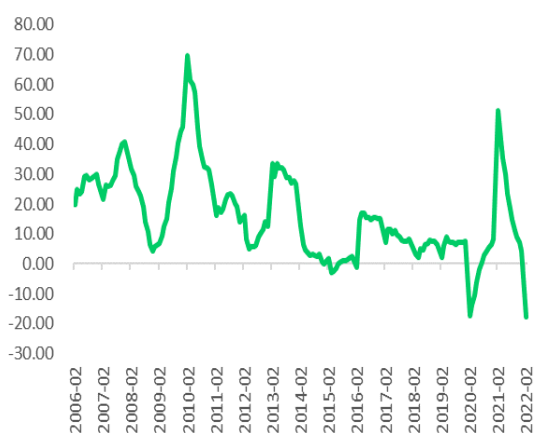
图表 7：螺纹钢、沥青期货价格



资料来源：Wind，百瑞信托

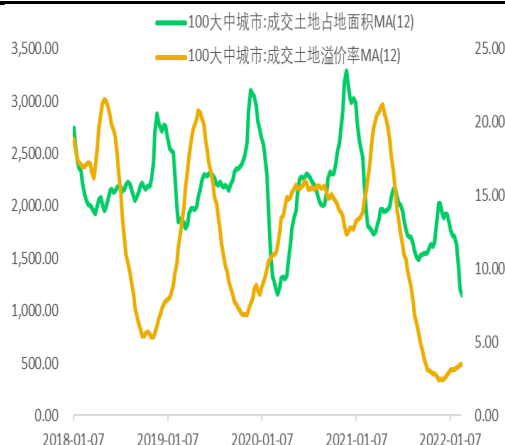
同样我们也用易取略高频的数据来观测地产周期，地产融资在“三道红线”监管下，同比已触及历史低位，尽管目前有些许松绑，但依然还在探底并未改善，后续需要再追踪观察；拿地方面，受集中供地影响，百城土地成交面积依然还在探底，但代表拿地能力的土地溢价率已从底部有所回升；销售方面，商品房成交依然在探底未企稳，但 3 月以来多地（包括省会一线城市）纷纷响应“因城施策”政策，下调房贷利率及首付比例等，预计二三季度销售或将见底；另外与地产相关的玻璃期货价格略有所回升。

图表 8：房地产开发资金来源同比 (%)



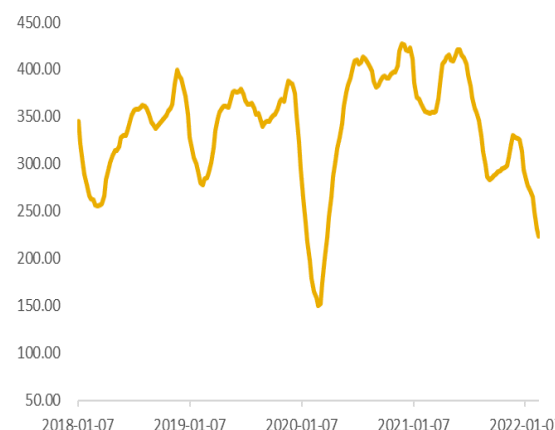
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 9：100 城土地成交及溢价



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 10：30 城商品房成交



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 11：玻璃期货价格

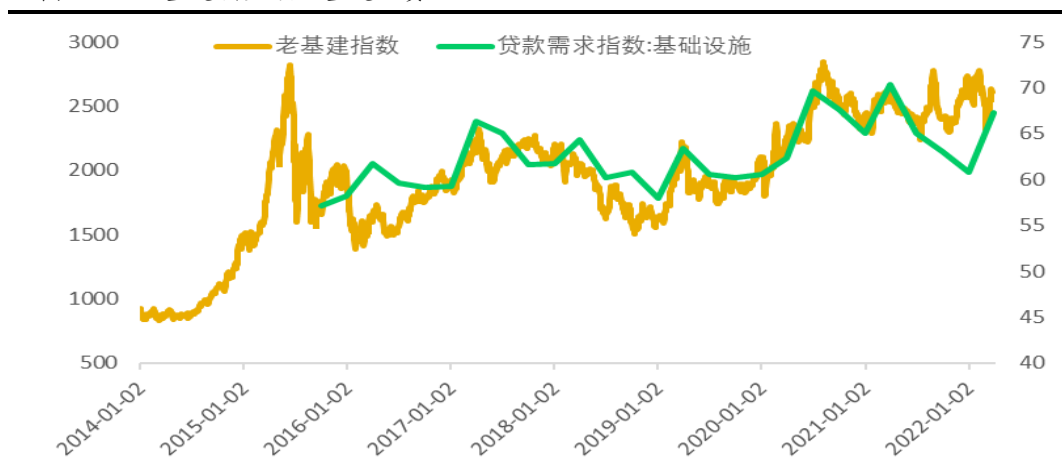


数据来源：Wind，百瑞信托

三、资产价格领先于融资指标

如果用基建贷款需求指数来做基建融资的代理变量，用老基建指数来做资产价格的代理变量，可以发现整体上两者在形态上能做一定的拟合，但老基建指数表现在“稳经济”的逆周期年，会领先于基建融资，主要是在“稳经济”阶段，一般政策信号会更先释放，然后再推动基建订单，再推动基建融资。

图表 12：老基建指数领先基建融资

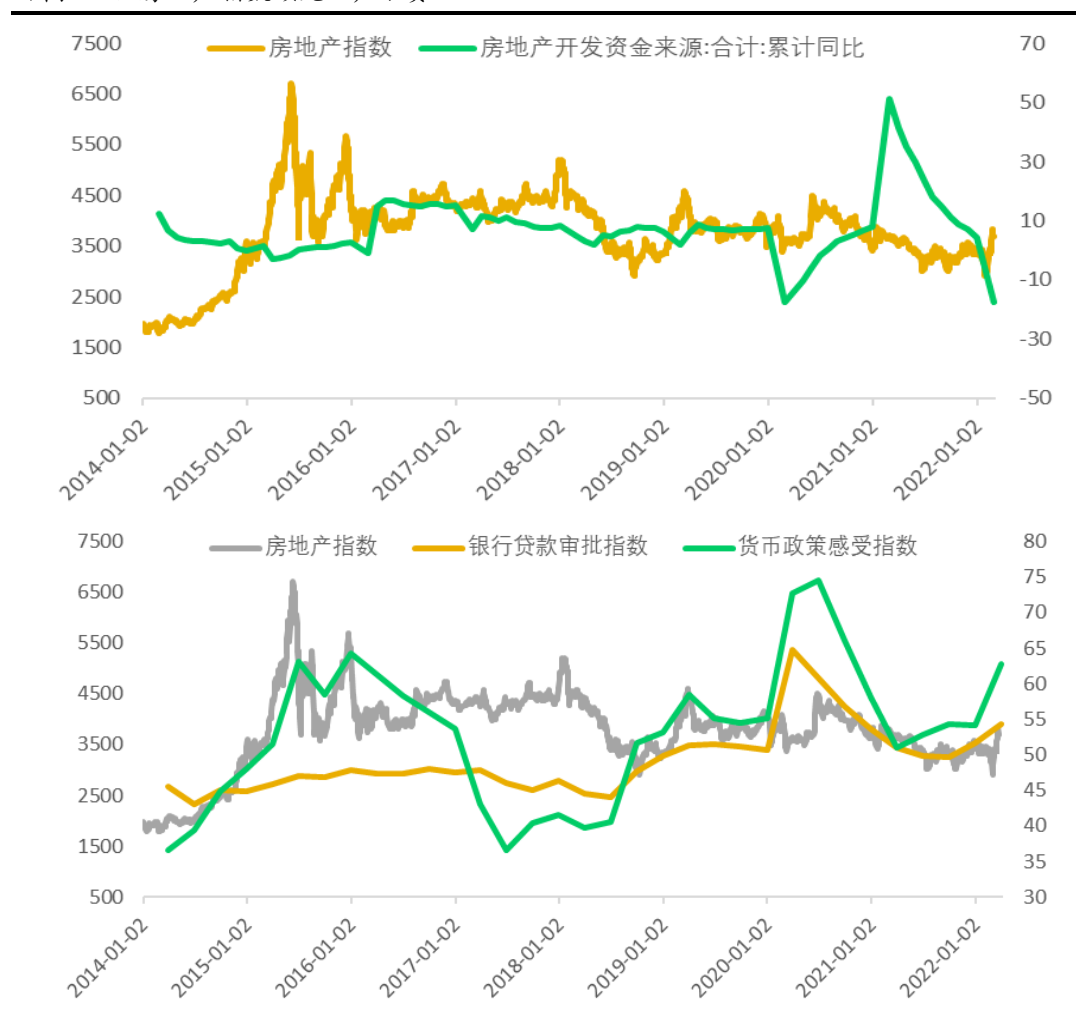


资料来源：Wind，百瑞信托

地产方面，由于央行未披露房地产贷款需求指数，所以只能用更滞后的房地产开发资金来源来替代地产融资，整体来看，地产融资不能较好的刻画地产指数，且滞后期数较长。主要原因还是地产融资和政策环境有较大的关联，所以，我们

用货币政策感受指数及银行贷款审批指数来做政策环境的代理指标，这两个指数为银行问卷调查来统计观测，优点是较好的能刻画政策环境，但缺点是频次较低为季度数据。可以发现，银行贷款审批指数能较好刻画房地产指数，且相比房地产指数存在一定的领先性，可以作为房地产指数的领先指标。

图表 13：房地产指数领先地产融资



资料来源：Wind，百瑞信托