

地产下行周期，基建如何破局？

光大期货研究所

撰写人：于洁

期货从业：F03088671

投资咨询：Z0016642

撰写日期：2022/7/31

● 主要观点

➤ 2008 年以来基建和地产的关系以共振为主，一荣俱荣，一损俱损。原因是基建资金对财政当中的政府性基金收入依赖较大，而政府性基金相关收入的主要来源是国有土地出让收入，跟房地产景气度息息相关。我们预估国有土地出让收入下滑影响 2022 年政府性基金 1.7 万亿元的资金缺口，现有政策转移支付 1.5 万亿元+7000 亿元专项债，基本上可以弥补预估的政府性基金 1.7 万亿元的缺口对地方财政带来的压力。上半年基建的资金落实快于实物工作量，2022 年下半年政策重心是加快已经使用的专项债资金形成实物工作量。我们预计基建在 2022 年下半年可能会继续承担稳增长的抓手，全年增速预计在 8-10%之间。

➤ 房地产方面，我们认为这一轮地产的改善路径是房贷利率下调——销售改善——房企资金改善——房地产投资改善。销售传导到新开工可能是四季度或者明年一季度，对于 2022 年的经济提振相对有限。考虑到销售和土地成交初现拐点以及保交房政策落实的推进，我们预计房地产（剔除土地购置费）增速下跌斜率会放缓，预计全年增速-7%——9%之间。

➤ 整体来看，预计 2022 年下半年基建和地产延续对冲走势。考虑到地产和基建建安投资的体量大致 1:1，在当前政策框架之下的地产基建组合，需求难以大幅好转，经济复苏斜率也可能会比较缓和。

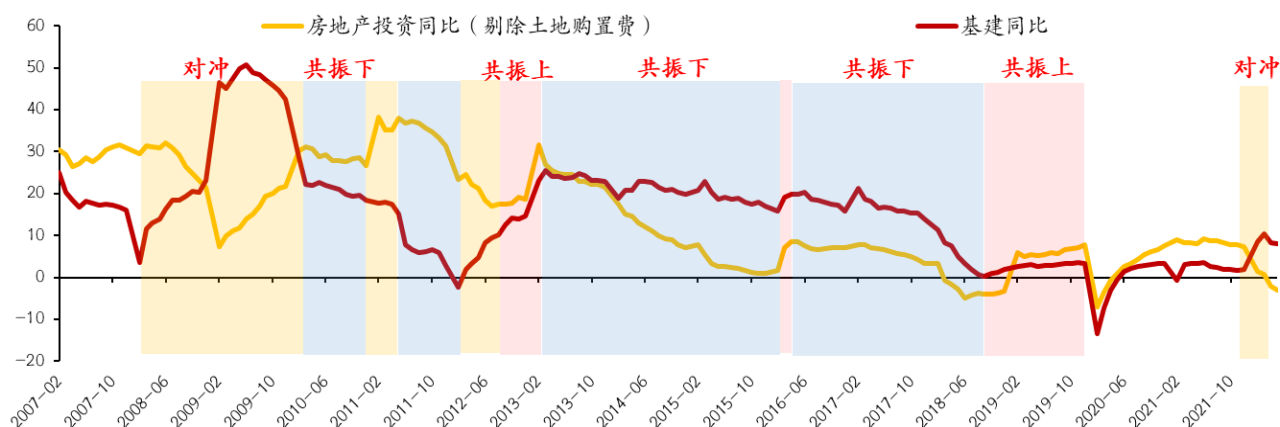
地产下行周期，基建如何破局？

2022 年第二季度的经济整体呈现疫后“V 型”恢复的路径，2020 和 2021 年也经历了疫后经济的恢复，这一轮经济的恢复和上一轮最大的差异有两点，一是房地产，2020 年和 2021 年房地产销售增速较高，但是 2022 年面临房地产销售和房地产投资大幅下滑的问题；二是基建，2020 年基建处于爬坡修复发过程，2021 年由于稳增长的压力不大，年初固定资产投资计划比较谨慎，全年基建的增速也不高。但是 2022 年，基建是稳增长的主要发力点。因此 2022 年较为重要的宏观特征是强基建预期和弱地产现实，本文围绕地产和基建的传导关系以及地产下行周期基建的破局展开讨论。

一、地产和基建的传导关系

2008 年以来，基建和地产投资增速的走势分为两种，分别是对冲和共振，其中共振分为共振上行和共振下行。基建在城镇化推进过程中有其刚需的一面，但 2008 年之后更多体现“稳增长”的政策属性。除了 2008 年，基建和地产仅在 2011 年、2012 年以及 2022 年出现了短暂的对冲阶段，其余时间基建和地产的关系以共振为主，一荣俱荣，一损俱损。

图表 1：基建和地产投资同比（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

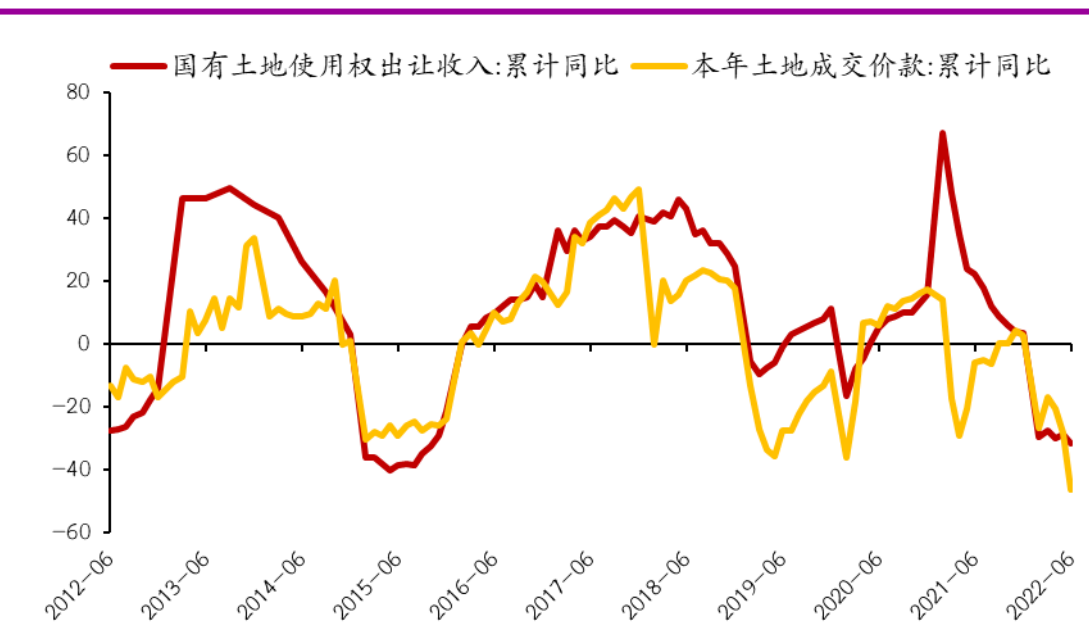
基建跟地产共振的原因，不得不提到政府行为下的土地财政。基建的本质是债务驱动，基

建投资对资金的依赖极大。基建主要依赖财政资金，从财政账本来看，跟基建最为相关的是一般预算内资金和政府性基金收入，政府性基金相关收入跟基建最为相关的是国有土地出让收入和地方专项债。

根据《国有土地使用权出让收支管理办法》，国有土地使用权出让收入指政府以出让等方式配置国有土地使用权取得的全部土地价款。房地产有关的土地成交价款也是反映土地出让的指标，指针对房地产开发企业土地交易合同价款金额的统计。二者的差别较大，2020 年国有土地出让收入 8.22 万亿元，土地成交价款 1.73 万亿元。差异在于国有土地使用权出让收入征收对象是所有受让土地使用权的主体，不仅包括房地产开发企业，也包括工商企业和个人。

国有土地出让收入和土地成交价款的增速的相关性较高，房地产企业的土地成交价款主导了国有土地出让收入的波动，而土地成交价款和房地产景气度息息相关，由于房地产“三年小周期”的存在，土地成交价款和国有土地出让收入增速波动也呈现这一特征。

图表 2：国有土地出让收入和土地成交价款累计同比（单位：%）



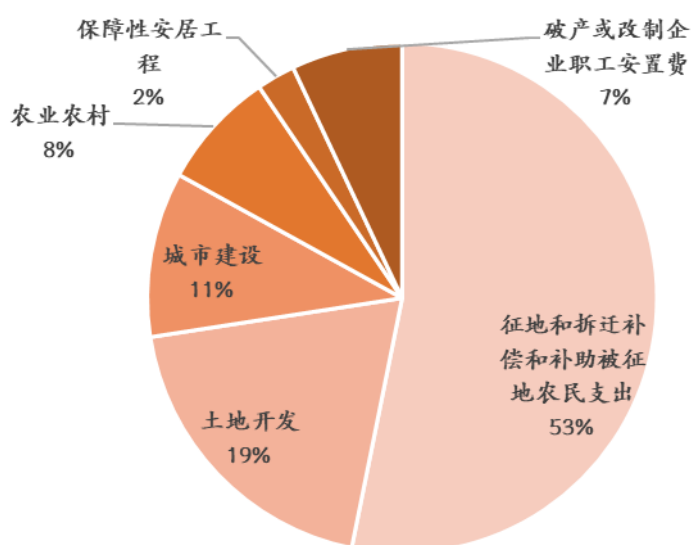
资料来源：wind，光大期货研究所

2022 年房地产周期下行，商品房销售面积大幅下滑。2022 年 1-6 月土地成交价款减少 1764

亿元，累计同比-46.3%；国有土地出让收入和支出分别减少 10814 亿元、2075 亿元，累计同比分别为-31.4%、-6.4%。

国有土地出让收入对基建的影响，要从土地出让金支出细项来分析。从 2007 年起，土地出让收入全额纳入地方政府性基金预算管理，收入全额缴入地方国库，支出通过地方政府性基金预算安排。国有土地出让收入并不是“纯收入”，政府获取卖地收入的同时要付出相应的成本补偿性费用，用于征地和拆迁补偿、土地开发、补助被征地农民、支付破产或改制企业职工安置费等等，2015 年成本补偿性费用占国有土地使用权出让金收入的八成，即仅剩下两成供政府可调配，但并非基建相关的支出只能包含在剩下的两成里。成本性补偿费用当中，土地开发跟基建相关，归为国有土地出让支出投向基建的部分，占比 19%；剩下的两成土地出让收益中，跟基建相关的支出是农业农村支出和城市建设支出，占比 19%。整体来看，2015 年国有土地出让收入投向基建的比例为 38%，假设 2022 年这一比例为 40%，则 1-6 月国有土地出让金收入安排的基建相关支出约为 1.2 万亿元，占 2022 年 1-6 月狭义基建投资完成额 7.5 万亿元的比重为 16%，是上半年基建发力重要的资金来源之一。

图表 3：2015 年国有土地使用权出让金收入安排的支出占比（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

市场担忧 2022 年下半年财政空间可能不及上半年，投向基建的财政资金可能放缓。2022 年 1-6 月国有土地出让收入和支出的缺口为 7184 亿元，为近十年之最；1-6 月政府性基金收入和支出之间的缺口达 2.7 万亿元，同样为近十年之最。除了国有土地出让收入，专项债也是政府性基金相关收入中跟基建相关性较强的资金。2022 年 1-6 月专项债投向基建的占比达到六成，规模在 2.1 万亿元左右。随着 2022 年新增专项债券额度发行接近尾声，土地出让收入减少和财政前置给 2022 年下半年的财政收支平衡带来压力。2022 年下半年财政空间可能不及上半年是市场担忧基建增速回落的主要原因。

二、土地出让收入下行如何破局

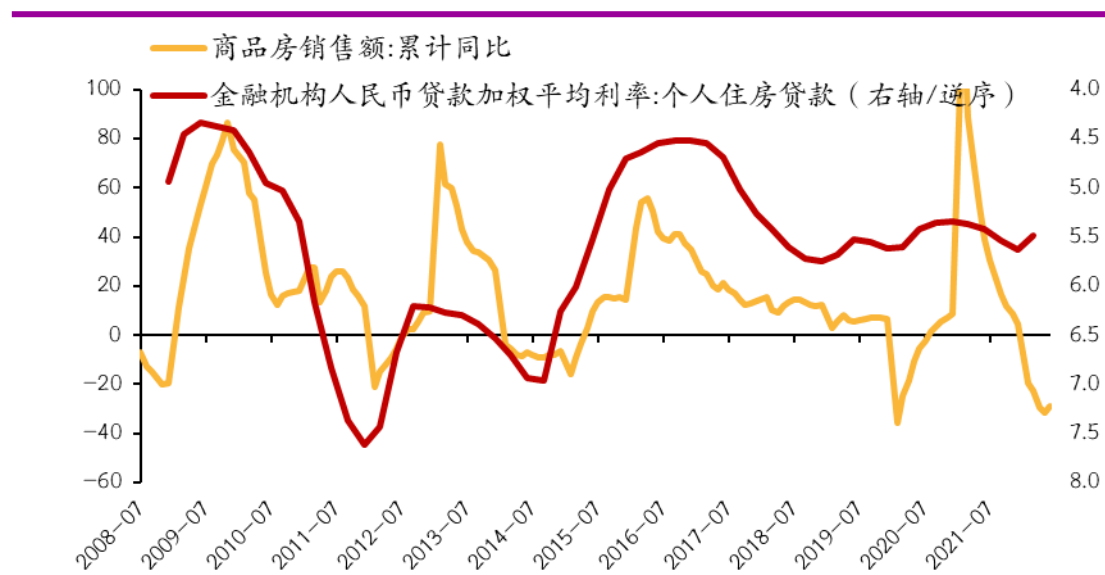
2022 年 1-6 月国有土地出让收入累计同比-31.4%，考虑到土地出让收入拐点可能很快出现，我们预计 2022 年全年政府性基金预算收入同比下降 20%，较去年少增约 1.7 万亿元。从现有政策来看，土地出让收入下行导致的政府性基金收支缺口，可能会从土地出让收入回升、专项债、中央对地方的转移支付进行弥补。

1. 土地收入可能回升。2018 年-2020 年地方政府性基金收入在地方财政收入的比例平均为 72%，地方政府财政收入对政府性基金收入的依赖程度较高。去年四季度以来各地政府积极出台楼市放松的政策，2022 年 5 月 15 日，央行和银保监会下调了首套房的利率下限，将首套住房贷款利率下限调整为 LPR-20BP，随后 5 年期 LPR 创纪录下行 15BP。虽然从 2021 年四季度开始，多数地区陆续下调房贷利率，但主要是发生在银行和地区层面，而且主要集中在三四线城市，对地产销售的提振效果不是很好。央行调降首套房利率和 LPR 都是全国层面，对地产销售提振效果应该比之前要好。

从历史来看，房地产销售和房贷利率呈反比关系，但利率下降到房地产销售回升一般存在 1-2 个季度的时滞。房贷利率自去年 10 月份开始下调，2022 年 6 月商品房成交面积当月同比-

18.3%，前值-31.8%，跌幅已经收窄。

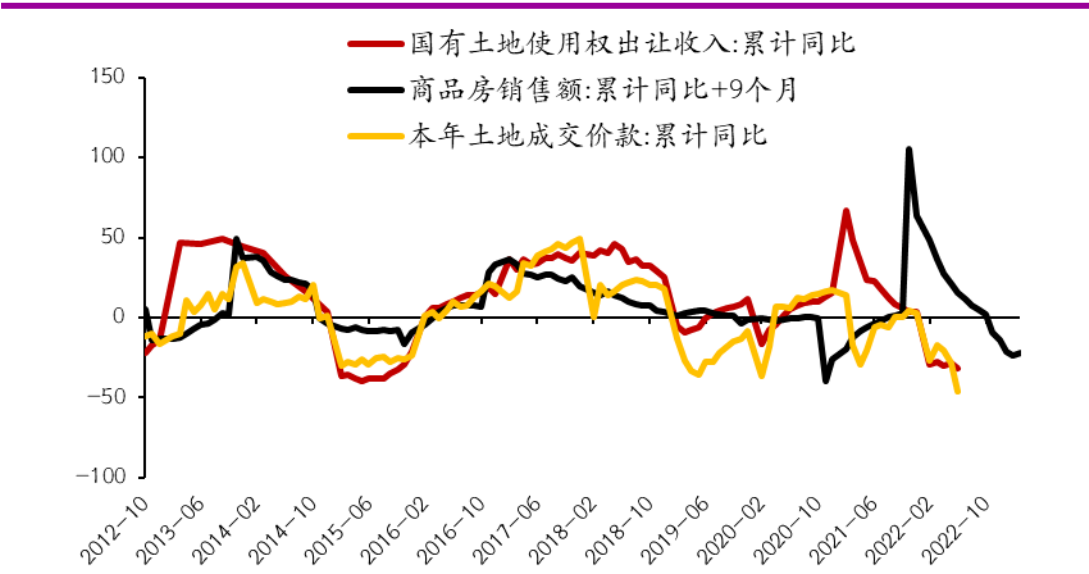
图表 4：房地产销售累计同比和房贷利率（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

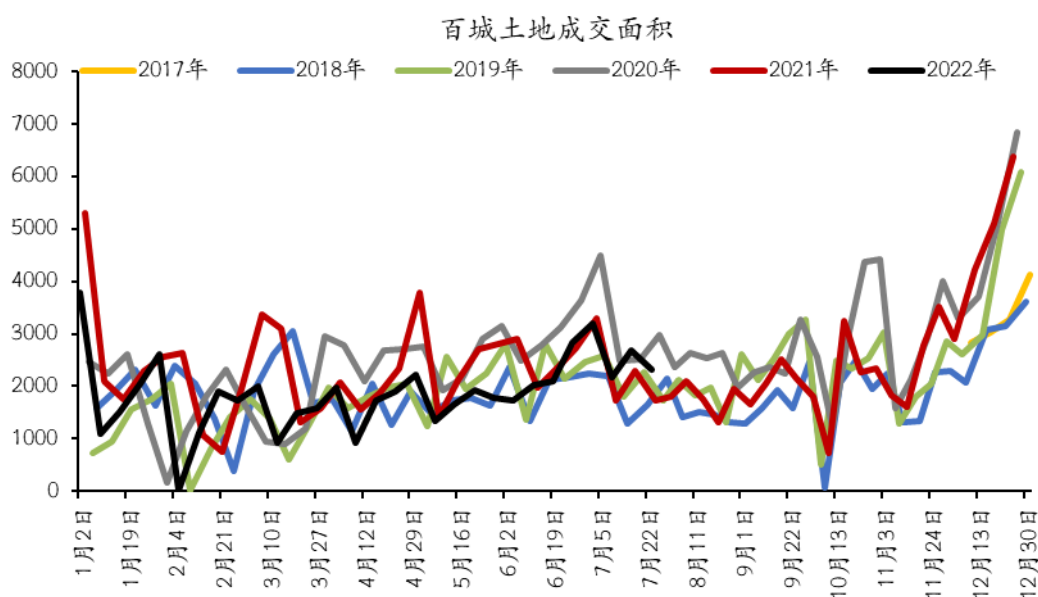
房地产销售回暖到土地成交价价款和国有土地使用权出让收入回升，同样也存在着 1-3 个季度的时滞。从高频数据百城土地成交来看，7 月第二周和第三周已经超过去年同期水平，土地成交拐点初现。此外，随着销售的回暖和融资政策的纠偏，房地产开发资金增速触底回升，资金改善有助于房企拿地。整体来看，土地出让收入拐点可能很快出现。

图表 5：国有土地出让收入、土地成交价价款和商品房销售额累计同比（单位：%）



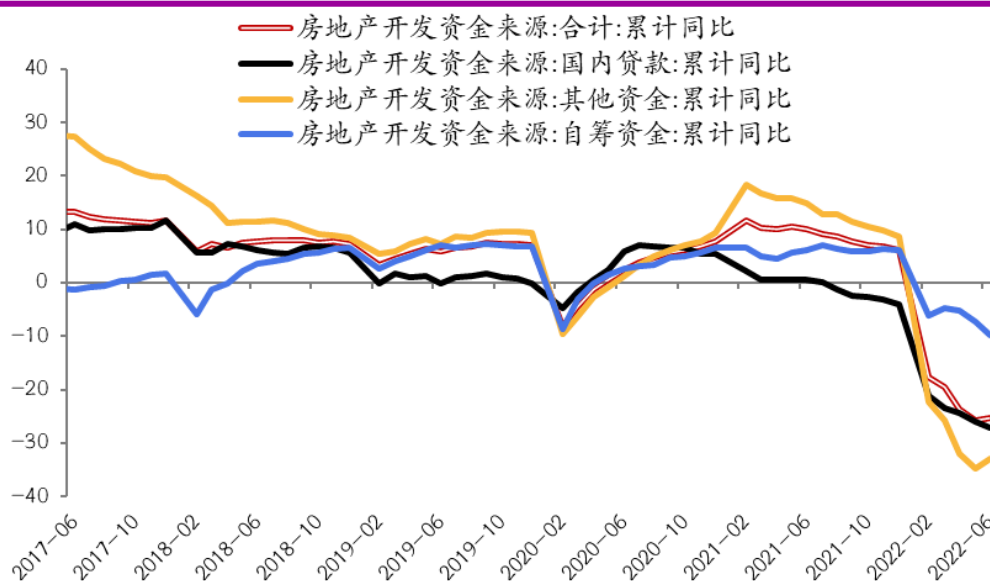
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 6：百城土地成交面积（单位：万平方米）



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 7：房地产开发资金来源（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

2. 政府性基金收入和支出之间的缺口，可能会通过专项债进行弥补。2022 年新增专项债额度同去年持平，但是去年四季度因节奏后置未使用的专项债部分，预计约为 7000 亿元，可用来弥补政府性基金收入和支出之间的缺口。

即使土地收入下滑的缺口可以弥补，但是对于基建投资来说，市场担心的是财政前置和专项债发完会导致 2022 年下半年财政空间不及上半年，财政支出对基建的支持可能会走弱。问题是，2022 年上半年基建资金的落实快于实物工作量，所以 2022 年下半年基建的重点可能并不是增量资金，而是存量资金和政策的落实。

2022 年上半年的基建特征是由政府投资主导之下的稳增长抓手，市场化资金参与较少，导致投资效率大打折扣，出现“钱等项目”的情况。近日财政部在回应人大代表提出的《关于进一步规范地方政府专项债券发行机制的建议》时表示，部分地区专项债额度衔接不到位不稳定，主要因为地方项目储备不到位、质量不高。部分地方财政厅发文指出专项债使用障碍较多，部分项目推进缓慢，出现使用违规、滞留国库、长期闲置等。根据财政部网站，2022 年上半年专项债发行规模 3.92 万亿元，较往年有明显增长，但是市场化项目仅 1.13 万亿元，是 2018 年以来最低。一般而言市场化资金参与比例低会导致投资效率打折扣，2022 年下半年专项债的重点是“用好用足额度”，加快已经使用的资金形成实物工作量。

因此，即使在没有提前额度下达的前提下，基建在 2022 年下半年也可能会继续承担稳增长的抓手。

3. 中央对地方转移支付。2015 年专项债推出之前，在土地出让收入明显下滑的 2012 年、2015 年，财政手段主要通过加大一般预算中央对地方的转移支付和增加一般债发行额度。根据财政部，2022 年中央对地方转移支付达 9.8 万亿元，比上年增加约 1.5 万亿元。

综上，转移支付 1.5 万亿元+7000 亿元专项债，基本上可以弥补预估的政府性基金 1.7 万亿元的缺口对地方财政带来的压力。

三、2022 年下半年对基建和地产的判断

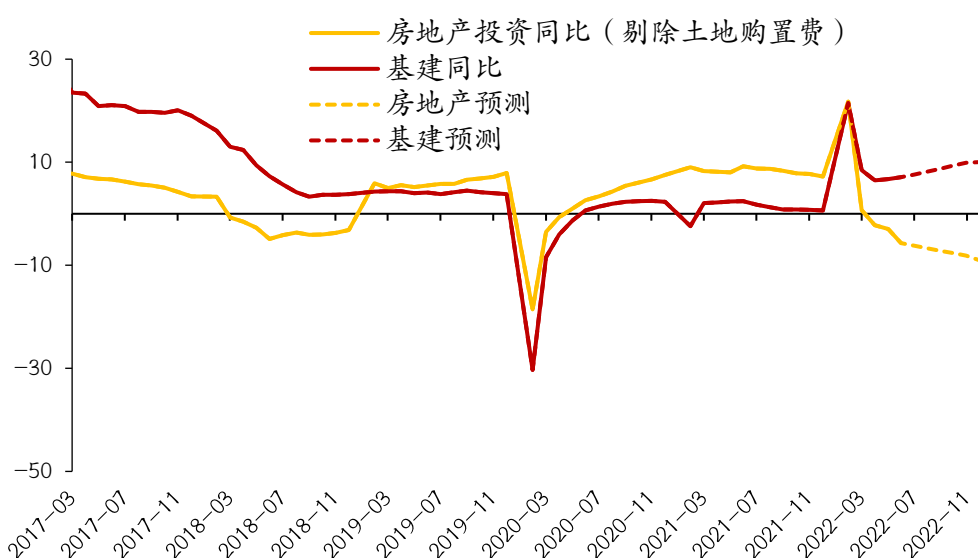
2008 年以来基建和地产的关系以共振为主，一荣俱荣，一损俱损。原因是基建资金对财政

当中的政府性基金收入依赖较大，而政府性基金相关收入的主要来源是国有土地出让收入，跟房地产景气度息息相关。我们预估国有土地出让收入下滑影响 2022 年政府性基金 1.7 万亿元的资金缺口，现有政策转移支付 1.5 万亿元+7000 亿元专项债，基本上可以弥补预估的政府性基金 1.7 万亿元的缺口对地方财政带来的压力。上半年基建的资金落实快于实物工作量，2022 年下半年政策重心是加快已经使用的专项债资金形成实物工作量。我们预计基建在 2022 年下半年可能会继续承担稳增长的抓手，全年增速预计在 8-10%之间。

房地产方面，我们认为这一轮地产的改善路径是房贷利率下调——销售改善——房企资金改善——房地产投资改善。销售传导到新开工可能是四季度或者明年一季度，对于 2022 年的经济提振相对有限。考虑到销售和土地成交初现拐点以及保交房政策落实的推进，我们预计房地产（剔除土地购置费）增速下跌斜率会放缓，预计全年增速-7%——-9%之间。

整体来看，预计 2022 年下半年基建和地产延续对冲走势。考虑到地产和基建建安投资的体量大致 1:1，在当前政策框架之下的地产基建组合，需求难以大幅好转，经济复苏斜率也可能会比较缓和。

图表 8：房地产投资（剔除土地购置费）和基建同比预测（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无