



联讯证券专题研究

不一样的地产周期

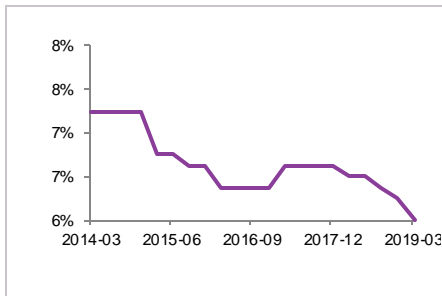
2019年07月23日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002
 电话：010-66235770
 邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

- 《资本赋能与粤港澳大湾区创新》
2019-06-28
- 《当全球新一轮宽松周期来临》
2019-07-03
- 《再造金融 3.0》
2019-07-11
- 《2 万亿社融的结构性难题》
2019-07-12
- 《如何看二季度经济数据》
2019-07-15

不一样的地产周期

2016-2018 年是历史上调控强度最大和持续时间最长的地产周期，也是韧性最强的地产周期，主要体现在：

1、房价韧性。调控后，全国房价同比涨幅没有出现明显的回落，部分口径下的房价涨幅反而较调控前更高（70 大中城市口径），在调控过程中，房价也从来没有出现过负增长的情况；

2、投资韧性。过往地产投资与销售同比性较强，但本轮调控周期内，房地产投资没有跟随房地产销售的走弱而走弱，三年时间内，房地产投资一直维持在 6%-10%的增速区间内。

经过与过去三轮收紧周期的对比，本文发现，2016-2018 年房价与投资具有较强韧性的原因主要有三个：

1、政策分化。以往是持续的限购限贷+收紧的货币与信用政策，2016-2018 年，限购限贷未松动，但货币与信用从收紧转为宽松，同时二线城市利用人才新政主动扩张需求，三四线城市进行了棚改去库存，也带来了新的增量需求。

2、库存低。以往由于政策收紧，房企是被动补库存与主动去库存，但 2016-2018 年，由于宏观层面的政策诉求，房企是被动去库存与主动补库存，阻碍了销售面积下滑向投资与房价的传导。

3、居民购房意愿强，大量房企采用快周转策略。以往政策收紧时，居民购房意愿会趋于回落，房企收紧阵线。2016-2018 年由于房价的韧性与棚改，库存低，居民购房意愿居高不下，大量房企有条件，能够采取“拿地—新开工—预售—拿地”的快周转策略，使土地购置与新开工增速有支撑。

未来，这三大因素可能都会有不同程度的削弱，地产的韧性减弱，周期向下的概率较高，而向下的速率根本上取决于政策环境的变化。

风险提示：房地产政策超预期



目 录

一、2016-2018 年特殊在哪?	4
二、后面会怎么演变?	11

图表目录

图表 1: 两种口径下房价涨幅在 2016-2018 年都较为可观.....	3
图表 2: 房地产投资与销售出现了近三年的背离.....	3
图表 3: 四轮政策收紧周期的对比.....	4
图表 4: 2016-2018 年居民购买住房意愿处于高位.....	5
图表 5: 居民中长期贷款同比增加在 2016-2018 年间反复.....	6
图表 6: 2016-2018 年, 三线城市强于一线, 与二线基本持平.....	7
图表 7: 商品房狭义库存首次在 2016-2018 年间去化.....	7
图表 8: 广义口径下住房库存也是如此.....	7
图表 9: 三四线城市的土地购置费用增速大幅高于一二线城市.....	8
图表 10: 房地产行业的集中度大幅提升.....	9
图表 11: 期房销售比例在 2016-2018 年大幅上涨.....	10
图表 12: 房地产新开工与施工面积增速出现背离.....	10
图表 13: 房企在开发选择上, 大户型豪宅化.....	11

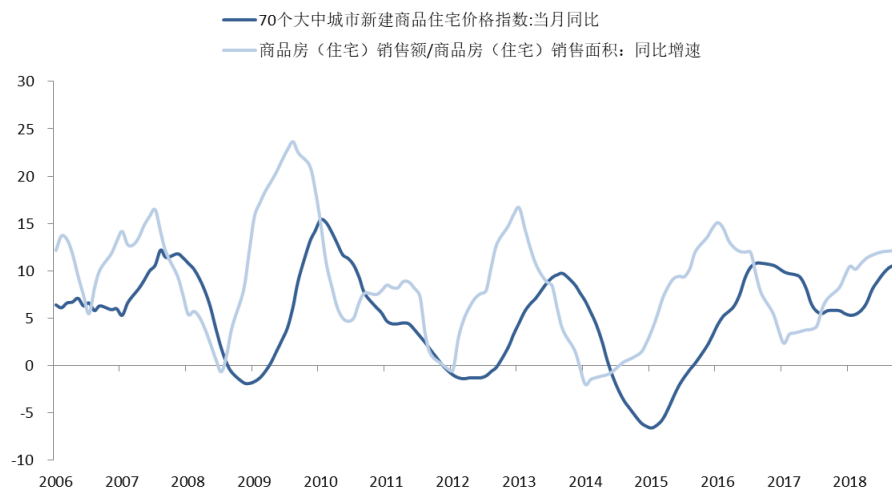


2016-2018 年是历史上调控强度最大和持续时间最长的地产周期，也是韧性最强的地产周期，体现为：

1、房价韧性。调控后，全国房价同比涨幅没有出现明显的回落，部分口径下的房价涨幅反而较调控前更高（70 大中城市口径），在调控过程中，房价也从来没有出现过负增长的情况；

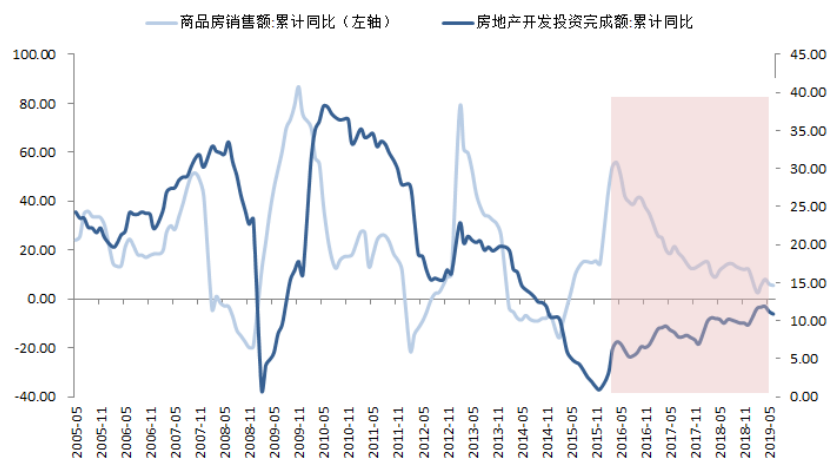
2、投资韧性。过往，地产投资与销售同比的相关性较强，但本轮调控周期，房地产投资没有跟随房地产销售的走弱而走弱，三年时间内，房地产投资一直维持在 6%-10% 的增速区间内。

图表1：两种口径下房价涨幅在 2016-2018 年都较为可观



资料来源：联讯证券，wind

图表2：房地产投资与销售出现了近三年的背离



资料来源：联讯证券，wind

是什么给了本轮地产周期如此强的韧性，这种韧性在 2019 年下半年又是否能持续？这是本文要讨论的两个问题。

行文上，本文将分成两个部分。第一个部分是与 2005 年以来的是三轮政策收紧周



期对比，找出 2016-2018 年的特殊之处，找到房价与投资韧性的来源；第二个部分是展望未来，本轮调控周期的与众不同之处是否仍然存在，或能持续多长时间。

一、2016-2018 年特殊在哪？

由于房地产投资增速的变化，直接来看，是房企在政策环境与市场环境下出现的行为变化所致。所以，与过往地产周期的对比，本文主要从政策环境、市场环境与房企行为三个层面展开。

1、政策环境

历史上出现过三轮地产调控收紧周期，分别是 2005-2007 年，2010-2011 年末，2013 年。这三轮地产收紧采取的政策分为行业政策与宏观政策两类，与 2016-2018 年对比如图表 3。

图表3： 四轮政策收紧周期的对比

政策/时间	2005-2007	2010-2011 年末	2013	2016-2018	
行业政策	限购	无	1、已有 1 套住房的本地户籍、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购 1 套住房； 2、已有 2 套及以上住房的本地户籍、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，暂停在本行政区域内向其售房	延长外地户籍人员购房所需缴纳社保或个税的年限	1、限购升级扩展至更多的三四线城市； 2、对缴纳公积金与个税的年限要求提升至 2 年或 5 年； 3、部分热点城市在二套房的认定上，认房又认贷
	限贷	1、二套房首付比例提高至 40%； 2、住房贷款利率不低于基准利率 1.1 倍，住房	1、首套房首付比例最低 30%，二套房首付最低比例 50%，三套及以上停止发放贷款； 2、住房贷款利率不低于基准利率 1.1 倍	二套房首付比例提升至 65%或 70%	1、首套房首付比例最低为 30%，二套房首付比例最低 60%； 2、住房贷款利率视地区有不同的政策，但大部分需要较基准利率上浮至少 5%； 3、部分城市进一步收紧住房公积金贷款
	限售	无	无	无	厦门首创，取得产权证两年后方可交易，后推广至多个地区
	限价	无	部分涨幅较高的三线城市进行限价	直辖市、计划单列市和省会城市制定本地区年度新建商品住房价格控制目标	因地制宜进行限价，范围囊括一二三线至少 50 个城市
宏观政策	货币政策	连续 18 次上调法定存款准备金率，连续 7 次上调贷款基准利率	连续 12 次上调法定存款准备金率，连续 5 次上调贷款基准利率	无	连续 5 次上调公开市场操作利率，贷款基准利率未动；连续 5 次下调法定存款准备金率，同时伴随多次定向降准
	信用与金融监管政策	禁止银行与信托机构违规向房地产领域输送信贷	1、限制银行投向房地产领域的信贷规模； 2、窗口指导房地产信托业务，对信托	银监会下发 8 号文，约束银行理财投资非标，非标强监管	1、收紧房企发债与银行表内信贷(包括消费贷、开发贷款等)； 2、2016 年下半年至 2018 年



	资金	公司业务计提净资本，给融资类房地产信托业务以 3% 的高风险系数		上半年，金融与实体去杠杆，整治非标，信用收缩；但 2018 年下半年开始，信用重新宽松
其他	无	无	无	三四线城市棚改去库存，二三线城市人才引进计划

资料来源：联讯证券

由表可见，2016-2018 年的政策环境，与此前三轮收紧周期相比，有三点特殊：

A. 流动性更宽松。前三轮，为了配合房地产行业政策的收紧，央行提高法定存款准备金率或提高基准利率或保持不变，货币政策基本是从紧的基调，信用趋于收缩。

但 2016-2018 年不同。2016 年三季度至 2017 年因为经济出现弱复苏，配合防风险的政策目标，货币政策明显趋紧，房价与地产投资在该时段，出现了明显调整。但 2018 年由于去杠杆与外部冲击，经济景气度下滑，货币政策松动，从宽货币到宽信用，出现了行业收紧+宏观宽松的矛盾组合，地产面对的流动性环境较过去三轮调控周期更好，房价与地产投资也重新开始展现韧性。

B. 行业政策的工具更多，但地方规避的手段也更多。为了贯彻“坚决遏制房价上涨”与“房住不炒”的政策目标，2016-2018 年，各地除传统的限购限贷外，还首次推出了限售以及更大规模的限价来控制新房价格与存量房市场的投机交易。这使部分地区出现了严重的一二手房价差，催生了买新房套利的需求，在一定程度上支撑了新房的价格。

同时，由于地方财政的主要收入来源之一是土地出让收入，在更为严格的调控政策下，部分地区的土地市场陷入低迷。为了增收，部分城市开始利用人才引进计划等政策，吸收外来人口，降低购房资质要求，变相松动限购限贷政策，这也给一些二线城市的房地产市场带来了新的热度。

C. 政策不再“一刀切”，去库存与防风险并存。前三轮，一二三线城市房地产调控政策具有一致性，松紧周期同步。但 2016-2018 年，一二线城市在防范资产价格泡沫的原则下，地产政策收紧，严加调控；而三四线城市在供给侧改革的原则下，采取棚改货币化安置的方式去库存，极大的带动三四线城市的房地产价格与销售增速的上涨，给全国销售增速与投资带来了韧性。

2、市场环境

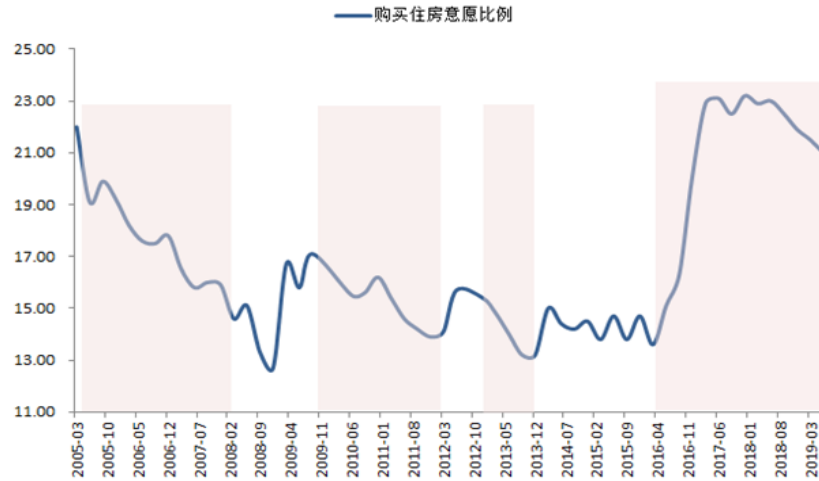
在特殊的政策环境下，房地产市场在 2016-2018 年表现出了与过往周期不同的特征。

A. 全局来看，居民家庭一直保持着高购房需求，这一轮销售增速的下滑可能更多是供给端的因素。

两个数据可以说明这一点。一是在央行对城镇居民的问卷调查数据中，购房意愿比例自 2016 年飙升后，持续在高位徘徊，并没有像过往三轮收紧周期一样，有明显的下跌；

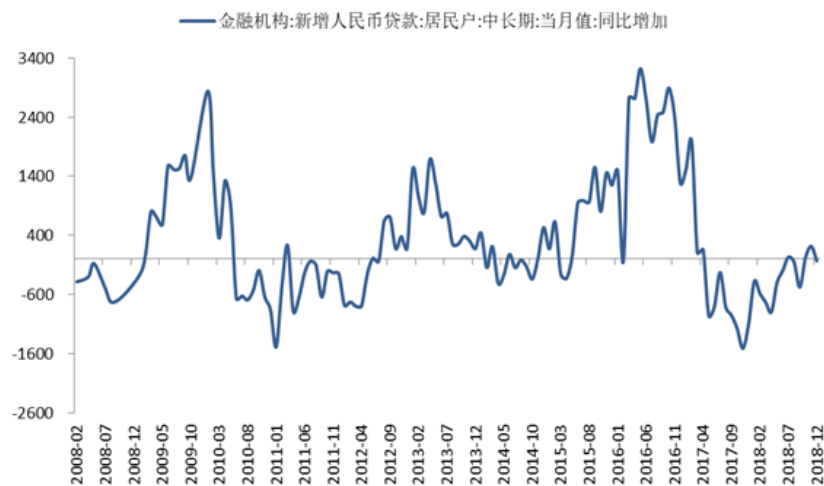
二是居民中长期贷款规模，看同比新增，在 2016-2018 年间，经历过先下后上的反复，2018 年末已恢复至 2017 年初的水平，并没有像过往三轮周期一样，单边趋弱下行。

图表 4： 2016-2018 年居民购买住房意愿处于高位



资料来源：联讯证券，wind

图表5：居民中长期贷款同比增加在2016-2018年间反复



资料来源：联讯证券，wind

究其原因，一方面是棚改货币化安置具有较强的财富效应，在棚户区与危旧住房被拆迁后，居民有重新购房的意愿与能力；

另一方面是由于货币宽松，流动性环境较好，房价一直有韧性，居民房价上涨的预期处于高位，居民有投资性需求，再加上由于限价，一二手房倒挂，买新房具有套利机会，进一步加深了这种诉求。

B. 三四线城市的房地产景气度要明显好于一二线。以 70 大中城市的房价指数同比来看，2016-2018 年调控周期前，一二线城市的涨幅基本要高于或持平于三线城市，总体呈现出一二线强，三线弱的格局。

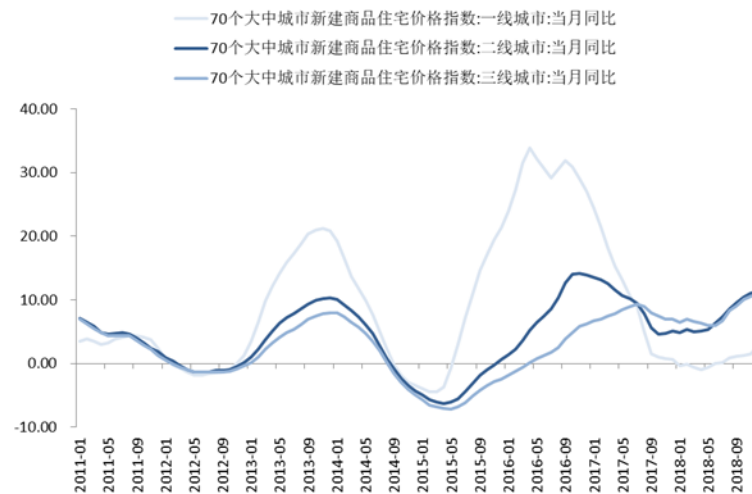
但在 2016-2018 年期间，一二线城市的房价同比曾有过大幅的下滑，三线城市的房价相对更有韧性，后来居上，总体呈现出三线强，一二线弱的格局。到了 2018 年末，三线城市的市场景气度已经明显好于一线城市，与二线城市基本持平。

其原因，主要是上文所说的，两类城市所处的政策环境不同，一二线严调控，三四



线棚改去库存。

图表6： 2016-2018 年，三线城市强于一线，与二线基本持平

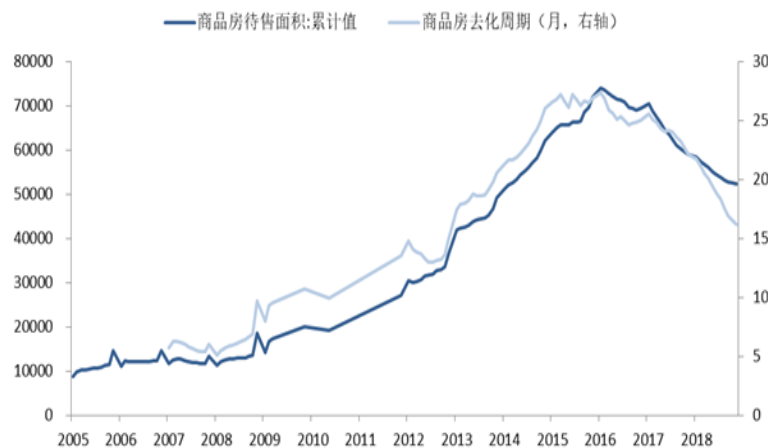


资料来源：联讯证券，wind

C. 房地产市场的住宅库存显著去化。在棚改货币化安置去库存的政策下，狭义商品房库存（待售面积）从 7.4 亿平方米下降至 5.2 亿平方米，去化周期从 27 个月大幅下滑至 16 个月；广义商品房住宅库存（累计新开工-累计销售）也从 28 亿平方米下滑至 24 亿平方米。这在历史上的收紧周期里是从未出现过的。

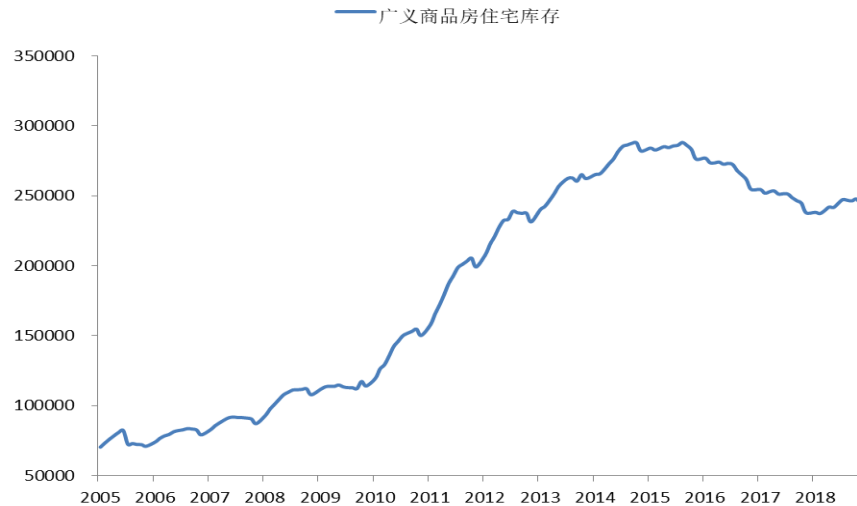
在这种库存去化的环境下，销售下滑向投资传导的路径会被阻滞，因为低库存为房企应对严调控提供了缓冲池，在自身存货偏低的情况下，房企会选择拿地补库存，从而使得房地产销售与投资之间出现了长时间的背离。

图表7： 商品房狭义库存首次在 2016-2018 年间去化



资料来源：联讯证券，wind

图表8： 广义口径下住房库存也是如此



资料来源: 联讯证券, wind

3、房企行为的特殊性

面对着特殊的政策周期与市场环境, 房企在 2016-2018 年做出了有别于其他调控周期的行为, 对房地产行业与产业链造成了不同的影响。

A. 在位置布局上, 更重视布局三四线城市。在以往的调控周期中, 三四线城市一直是缺乏弹性的存在, 由于在人口、收入、未来增长潜力等方面缺乏优势, 大部分房企在布局时, 都将重心置于一二线城市。

2016 年以前, 40 大中城市的土地购置费用增速在大部分时期都高于 (全国土地购置费用-40 大中城市土地购置费用) 增速, 在 2013 年政策收紧调控时, 后者虽然高于前者, 但两者差距较小, 差值在 10% 以内。

但 2016-2018 期间, 较多全国性的主流房企由于三四线城市热度较高, 开始下沉渠道, 进入三四线城市布局拿地, 导致三四线城市的土地购置费用增速在 2018 年要超出一二线大约 40 个百分点。

此前深耕于三四线城市的区域性房企, 在全国性的大房企进入后, 竞争压力明显加大, 生存空间被压缩, 加上严调控下房企融资时好时坏, 不少区域性的中小房企被迫退出市场, 被大房企兼并收购, 导致这一轮调控周期的行业集中度出现了明显的提升。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11237



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn