

一文看懂房地产投资统计的变迁

——房地产研究系列之二

宏观专题报告

2019年07月09日

报告摘要:

● 口径调整不影响指标间换算关系，上半年房地产投资高企与土地购置费较高有关

2017年末开始的统计“去水分”和口径调整没有使房地产投资累计值同比和官方公布的累计同比出现偏差，去年以来土地购置费增速上扬拉动房地产投资增速回升。每次统计口径的调整和复查都会在部分统计指标间换算上出现偏差，而房地产相关指标还未发现类似情况。唯一例外的是国房景气值，2016年景气值“跳升”至景气区间，或系受棚改货币化影响。2017年土地供给增加，引起去年土地购置费增速大幅上扬，是今年上半年房地产投资增速高企的主要原因。

● “财务支出法”更加客观，限制了部分财务指标的调整空间

“财务支出法”依据会计准则核算，可能对建安工程完成额的统计数据影响较大，相比原“形象进度法”存在一定滞后性。过去使用“形象进度法”时，房地产开发商在财报窗口期存在对建安工程提前结算的动机，而“财务支出法”使部分建安工程受赊销、垫资等因素影响难以纳入当期统计。我们发现2018年6月和9月的建安工程完成额环比增速均低于过去三年同期值，而7月和10月的增速相对较高。

2018年房地产投资增速偏低或与基数未回溯调整有关，2019年不存在同比口径不一致的问题。2017年房地产开发申报使用的是形象进度法，统计数额偏高。如果在2017年做向下修正使其接近财务支出法，2018年实际可比增速应高于官方公布值。但2019年与2018年都使用财务支出法，实际可比增速与官方公布值应该一致。

● 长效机制的建立旨在降低房价波动，房地产调控政策收紧施压资金来源

限购、限贷等短期调控与房价周期性大幅波动相互呼应，建立长效机制旨在降低房价波动和稳定房价预期。调控政策松紧变换与房价涨跌存在一定规律性：房价过热则政策收紧；房价下跌则政策宽松。由此形成的房价增速大起大落对市场稳定性是不利的。从2017年开始，政府逐步建立长效机制以稳定房价长期趋势，并通过“因城施策”调节区域性供需结构矛盾，共同促进房地产市场健康发展。

● 未来展望：房地产投资资金来源承压

房地产开发商偿债压力不减，监管持续施压限制资金流向房地产，或在融资端形成两极分化。在资管新规出台后，房地产信托规模逆势上升，主要是房地产短期债务压力上升和其他渠道融资受阻所致。但高收益率通常伴随高风险，房地产信托的增势在监管收紧趋势下恐难以为继。国内贷款对房地产资金支持的回暖，更多是服务于大型房地产开发商；其他资金（个人按揭款和预收款）受销售增速疲软影响也存在压力。多种迹象表明今年房地产投资资金来源增速可能将继续下滑。

● 风险提示：

经济下行压力加剧、调控政策发生重大变化等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

目录

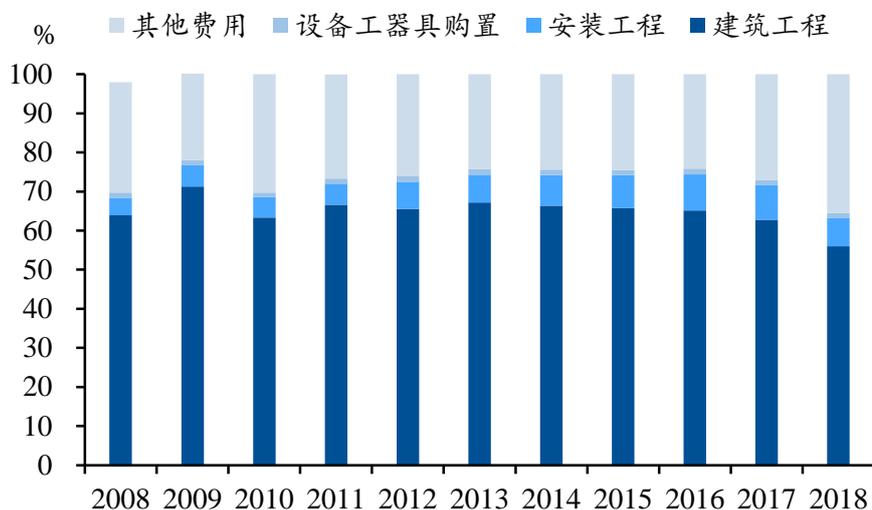
一、房地产开发投资统计体系简介	3
(一) 基于构成和工程用途的分类和统计	3
(二) 名义增速和实际增速的偏离规律	4
(三) 土地购置费和其他费用的变化趋势	5
二、房地产统计口径及方法的变迁	6
(一) 统计口径改变不影响指标间换算关系	6
(二) 2018年起房地产投资统计方法改为客观性较强的“财务支出法”.....	8
三、调控政策观察和资金来源简析	9
(一) “长效机制”建立与“因城施策”原则	9
(二) 房地产开发资金来源构成	12
四、未来展望：房地产投资资金来源承压	14
风险提示	15

一、房地产开发投资统计体系简介

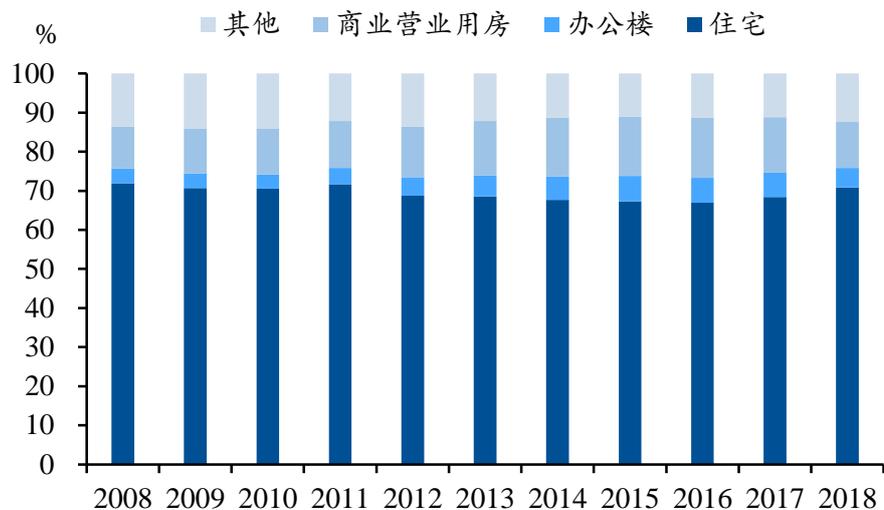
(一) 基于构成和工程用途的分类和统计

房地产开发投资可从构成、工程用途两个角度进行分类，分类依据分别来自生产端和最终需求端。房地产开发投资指各种登记注册类型的房地产开发法人单位统一开发的包括统代建、拆迁还建的住宅、厂房、仓库、商场、写字楼、办公楼等房屋建筑物，配套的服务设施，土地开发工程和土地购置的投资；不包括单纯的土地开发和交易活动。房地产开发投资按构成可以分为建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资和其他费用投资四个部分，其他费用投资包含了土地购置费。房地产开发投资按工程用途可以分为住宅投资、办公楼投资、商业营业用房投资和其他投资四个部分。从各构成部分占比变化来看，近两年建安费用占比下滑明显，主要受其他费用占比提升的影响（图1）；从工程用途各部分占比来看，占比相对稳定，住宅开发投资完成额占比基本维持在70%左右（图2）。

图1：房地产开发投资中其他费用占比显著提升，挤压建安费用比例



资料来源：Wind，民生证券研究院

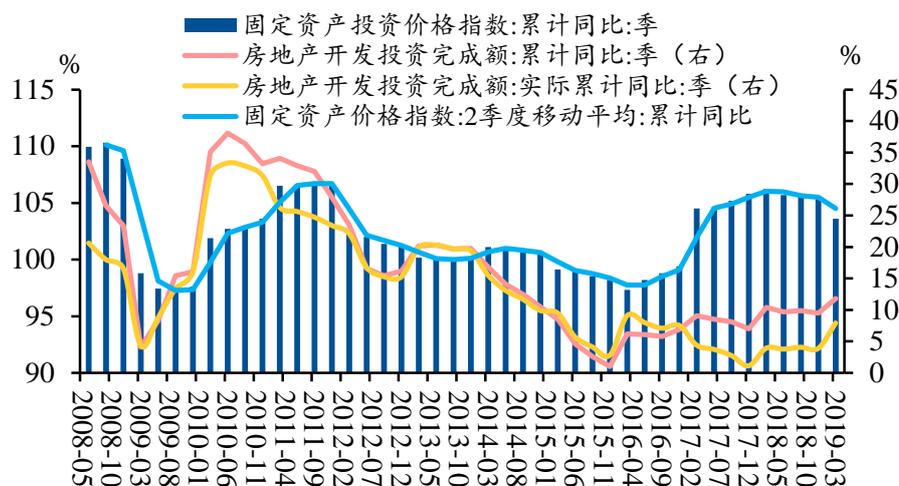
图 2：房地产开发投资中工程用途各类占比趋于稳定


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）名义增速和实际增速的偏离规律

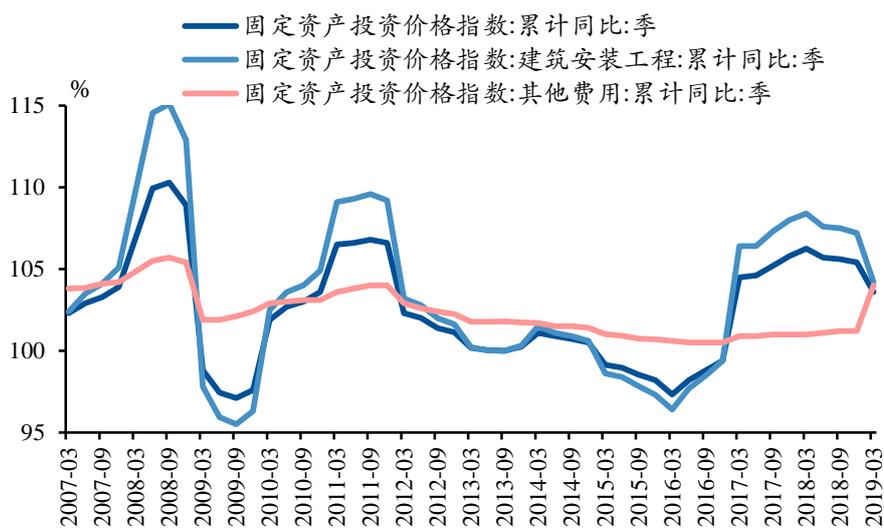
房地产投资累计增速指标为名义值，未剔除价格因素的影响。我们收集整理了 2012 年以来国家统计局发布的月度房地产开发投资和销售情况，发现自 2017 年开始仅公布名义同比增速，而在 2017 年以前每季度会同时公布名义增速和实际增速。我们通过“实际增速=(房地产开发投资名义累计同比+100)/(固定资产投资累计价格指数+100)*100-100”来计算得到 2017 年以后的房地产开发投资实际累计同比增速。比较名义增速和实际增速，我们发现实际增速与名义增速出现较大差异通常发生在价格指数快速上升阶段，在价格指数回落时两者差异逐渐缩小（图 3）。另外，建安费用价格指数波动较大，是带动整体投资价格波动的主因；除今年一季度和 2008 年末外，其他费用价格指数波动较小；而设备投资占比非常小，可以忽略不计（图 4）。

图 3：价格指数上升时房地产投资名义增速与实际增速发生偏离



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：建安费用价格指数波动较大，拉动整体投资价格波动



资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）土地购置费和其他费用的变化趋势

其他费用和土地购置费增速高度同步，土地购置费的较高增速推动其^{其他费用}中的占比攀升。其他费用指在固定资产建造和购置过程中发生的，除建安工程费用以外的费用，不指经营中财务上的其他费用，包含土地出让金、土地征用、购置及迁移补偿费等费用。由于土地购置费在其他费用中的占比较高，其他费用增速走势与土地购置费增速走势高度一致（图 5）。值得注意的是，在 2014 年前，其他费用增速曲线与土地购置费曲线

的位置上下交替，之后大部分时间土地购置费曲线位于其他费用曲线上方，表明土地购置费增速快于其他费用增速，推动土地购置费占比在 2014 年和 2018 年实现两连跳。

图 5：土地购置费与其他费用增速走势高度一致



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、房地产统计口径及方法的变迁

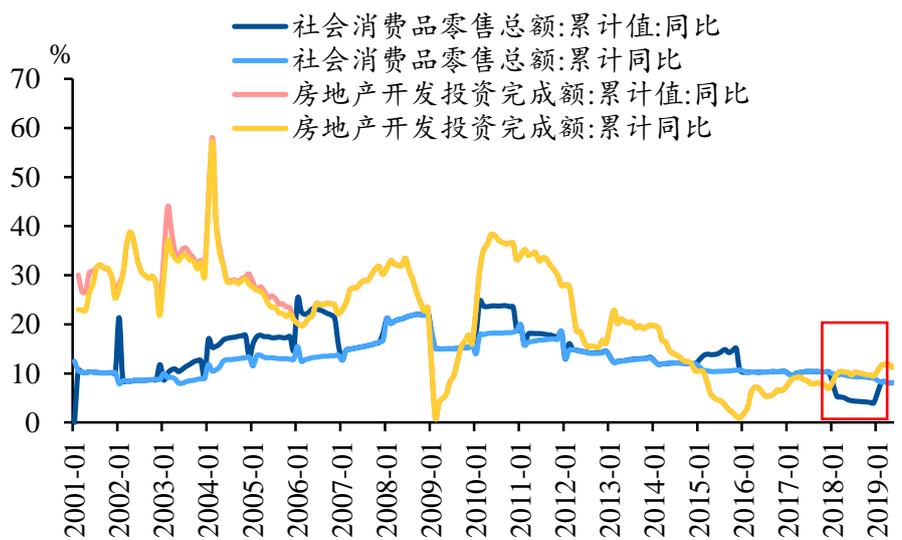
(一) 统计口径改变不影响指标间换算关系

房地产统计口径变化集中于资金来源、土地购置费、覆盖区域和国房景气指数等指标。统计局于 2006 年将国内贷款细分为银行贷款和非银机构贷款，同时加入个人按揭贷款。土地购置费的统计口径于 2009 年 11 月变为现今的含义：土地购置费指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用；土地购置费按当期实际发生额计入投资；土地购置费为分期付款的，应分期计入房地产开发投资。覆盖区域于 2016 年加入东北地区，并于 2018 年开始公布东北地区月度数据。国房景气指数于 2017 年调整基年，由原来的 2000 年变为 2012 年。

统计口径调整未引起累计值同比与累计同比的偏差，2016 年国房景气值“跳跃”至景气区间或与棚改货币化有关。通常来说，统计局的统计口径调整会引起累计值同比与官方公布的累计同比出现显著偏差，偏差会在一年时间内缩小并重回一致，例如制造业固定资产投资、社会消费品零售等。而房地产统计口径调整并没有出现明显偏差的情况，特别

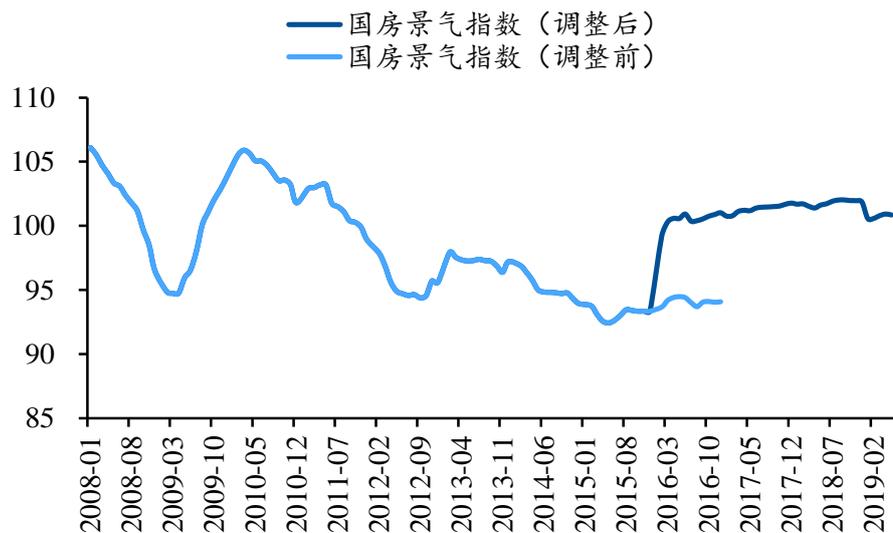
是在 2017 年末至 2018 年下半年的统计“去水分”期间（图 6）。相较于其他数据的稳定，国房景气值调整在 2016 年 2 月出现明显的“跳升”，于该年 3 月回到景气区间 100 点之上，并且至今一直处于景气区间内；回顾统计局 2016 年各月份的房地产报告，国房景气值确实处于上升趋势，但数值距离景气区间尚有差距（图 7）。除口径调整技术因素外，我们认为 2016 年棚改货币化对房地产景气修复有较大贡献，用于支持社会事业发展的抵押补充贷款余额在 2016 年较前年翻番，之后增速大幅放缓（图 8）。

图 6：房地产统计口径变化不影响指标间换算关系



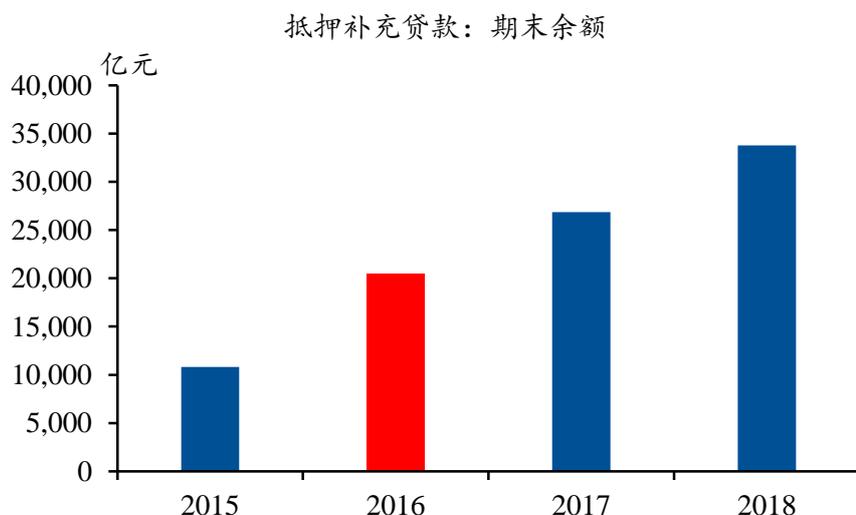
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：2016 年国房景气指数出现跳升



资料来源：Wind、国家统计局，民生证券研究院

图 8：2016 年抵押补充贷款较 2015 年翻番



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）2018 年起房地产投资统计方法改为客观性较强的“财务支出法”

房地产开发投资的统计方法由“形象进度法”改为“财务支出法”。“形象进度法”是指以形象进度作为建筑工程和安装工程投资额的计算依据，即该项投资额由实物工作量乘以预算单价构成，而非实际发生的金额。长期以来，我国均使用“形象进度法”作为房地产开发投资的统计方法，但这一方法计算繁琐且存在大量主观因素，数据核查难度较大。2016 年 10 月，中央全面深化改革领导小组第二十八次会议审议通过《关于深化统计管理体制改革提高统计数据真实性的意见》，随后统计局于 2017 年 3 月开展了固定资产投资统计制度方法的改革试点工作，将“形象进度法”改为“财务支出法”，并于 2018 年将这一方法推广至全国范围。

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_11549

