

房地产销售周期消失，会有哪些深远的影响？



报告日期：2019年07月02日

刘鸿 资深分析师(宏观、国债)

从业资格号：F3034263

投资咨询号：Z0014507

Tel: 8621-63325888-4110

Email: hong.liu@orientfutures.com

★中国居民新增债务主要来自于房地产销售，已达到很高水平：

中国居民新增债务主要是来自于房地产的销售。“房住不炒”政策的出发点，一方面是国内部分城市房价过高，其中可能蕴含着一定的泡沫，另一方面就是居民杠杆率过快上升，表现为过去几年国内居民新增债务规模的速度远高于美国居民。未来即便每年房地产销售面积保持相同的规模（即增速为零），居民新增的债务规模仍然维持在较高的水平。

★限制居民新增债务规模将使得房地产销售周期消失：

房地产销售面积、房价的环比变动以及新增债务规模大部分情况下是同涨同跌的。对居民的新增债务规模以及房价上涨的限制，会对房地产销售有很强的抑制。未来房地产销售大概率保持平稳，房地产销售周期将消失。

★房地产销售平稳，对房地产投资、土地成交和新开工的影响：

房地产投资增速滞后房地产销售增速半年左右。土地成交周期、房地产新开工周期与房地产销售周期的错位源于房地产去库存的政策。土地成交的放缓，以及去库存政策力度的减弱，将使得新开工速度放缓。

★房地产销售平稳，对信用创造产生的影响：

2008年到2018年，中国的信用周期以及债务周期很大程度上就是房地产销售的周期。2018年社融的回落以及2019年社融的回升与去杠杆政策有较大关系。未来房地产销售保持平稳，在房地产之外其他的经济增长动能短期之内难以有和房地产接近的影响。这表明未来的信用创造以及新增债务或将放缓，对于国债形成利多，而M1增速将保持低位。股市与M1增速之间的联动关系也可能会打破。

★风险提示：

政策调控力度超预期。

目录

1、房地产销售周期将消失.....	4
1.1、中国家庭杠杆率已达到较高水平，而新增债务规模已经非常高.....	4
1.2、房地产销售面积、房价变动与居民新增债务规模三位一体.....	5
2、房地产销售平稳对房地产投资、新开工和土地成交的影响.....	8
3、房地产销售平稳对信用创造的影响.....	11
4、风险提示.....	14

图表目录

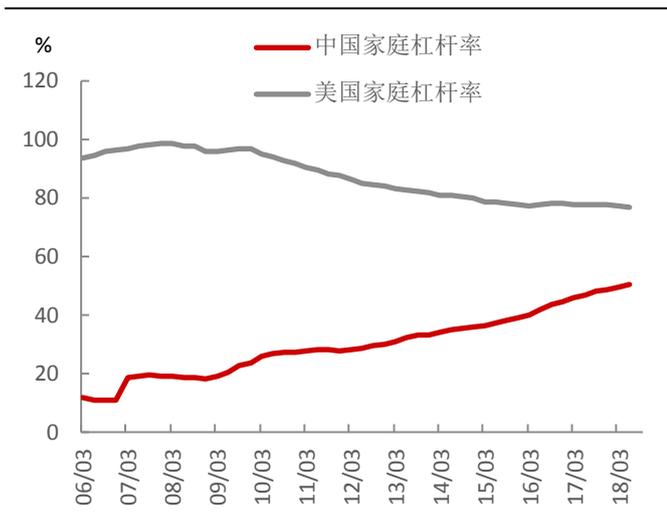
图表 1: 中国家庭杠杆率已经达到较高水平.....	4
图表 2: 家庭新增债务规模(美元计价)中国远超美国.....	4
图表 3: 中国家庭新增债务规模与房地产销售保持同步.....	5
图表 4: 中国家庭新增债务规模主要是银行贷款.....	5
图表 5: 一线城市房价环比变动与商品房成交面积对比, 以上海为例.....	5
图表 6: 一线城市新增个人住房贷款与商品房成交面积对比, 以上海为例.....	5
图表 7: 二线城市房价环比变动与商品房成交面积对比, 以南京为例.....	6
图表 8: 三线城市房价环比变动与商品房成交面积对比, 以安庆为例.....	6
图表 9: 从 2017 年开始, 全国商品房销售面积波动幅度明显减小.....	7
图表 10: 房住不炒政策下, 未来商品房销售面积增速大概率在零附近小幅波动.....	7
图表 11: 商品房销售面积增速与房地产业名义 GDP 增速同步.....	8
图表 12: 房地产业名义 GDP 增速领先房地产投资增速半年左右.....	8
图表 13: 房地产投资与其主要分项对比.....	8
图表 14: 建安工程与设备购置占比较高.....	8
图表 15: 100 大中城市成交土地占地面积.....	9
图表 16: 成交土地与房地产销售的同步与分化.....	9
图表 17: 商品房销售面积: 现房与期房的对比.....	10
图表 18: 去库存政策使得商品房待售面积回落.....	10
图表 19: 商品房销售与房屋新开工的对比.....	10
图表 20: 成交土地面积与房屋新开工的对比.....	10
图表 21: 建筑业新开工与房屋新开工的对比.....	11
图表 22: 新开工增速与螺纹钢价格.....	11
图表 23: 过去 10 年, 社融波动周期就是居民贷款波动周期.....	12
图表 24: 过去 10 年, 社融波动周期就是房地产销售波动周期.....	12
图表 25: 实体经济杠杆率与新增债务规模.....	12
图表 26: 新增债务规模与商品房销售面积对比.....	12
图表 27: 社融难以持续上升, 利多国债.....	13
图表 28: 新增债务规模难以持续上升, 利多国债.....	13
图表 29: 商品房销售面积增速与 M1 增速同步.....	13
图表 30: M1 增速与沪深 300 指数对比.....	13

1、房地产销售周期将消失

1.1、中国家庭杠杆率已达到较高水平，而新增债务规模已经非常高

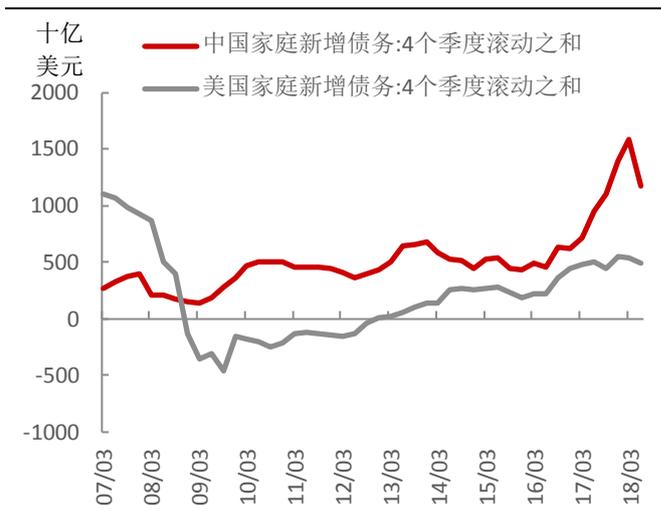
房地产周期涉及到国内宏观经济的多个方面，其中很重要的一点是杠杆率，特别是居民的杠杆率。过去的 10 年时间里，每一轮房地产销售的上行周期背后都是居民杠杆率的上升。经过几轮房价上涨之后，居民杠杆率快速上涨，已经达到较高水平。杠杆率是存量债务与 GDP 的比值。如果和美国居民比，中国居民杠杆率还有一定的差距。但是如果看增量，从 2008 年之后，中国居民每年新增的债务规模都高于美国。特别是在 2016 年之后，中国居民新增的债务规模更是大幅上升，远远超出美国居民的水平。

图表 1：中国家庭杠杆率已经达到较高水平



资料来源：BIS，东证衍生品研究院

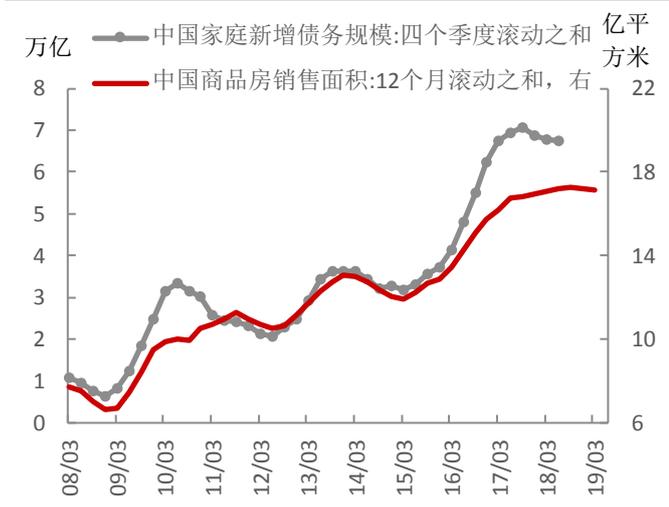
图表 2：家庭新增债务规模(美元计价)中国远超美国



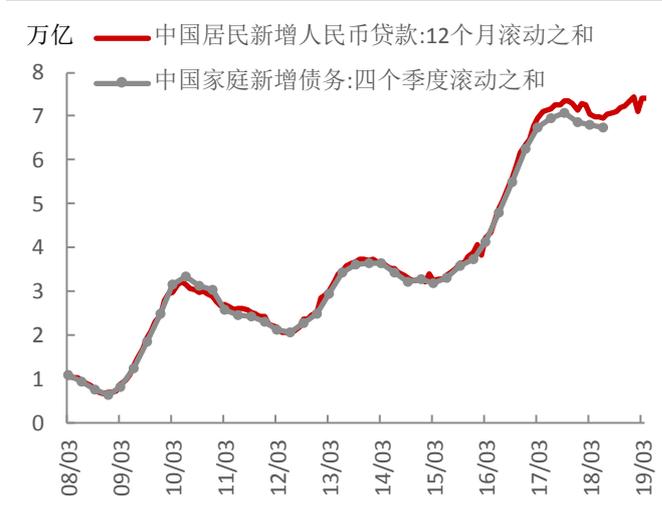
资料来源：BIS，东证衍生品研究院

如果对比房地产销售面积的趋势，以及居民新增债务规模的趋势（分别用四个季度的滚动之和），可以看出二者是高度一致。这表明居民债务规模的变动（相应的杠杆率变动）就是由房地产的销售所主导。在 2017 年之后房地产销售基本上保持稳定，相应的居民新增债务规模也保持稳定。我们所采用的居民杠杆率以及新增债务规模来自于国际清算银行（BIS）的统计，把新增债务规模与居民从银行新增的贷款规模做对比，可以发现二者基本重合，即 BIS 所统计的居民债务就是从银行的贷款，主要是房贷。

“房住不炒”政策的出发点，一方面是国内部分城市房价过高，其中可能蕴含着一定的泡沫，另一方面就是居民杠杆率过快上升，表现为过去几年国内居民新增债务规模的速度远高于美国居民。未来即便每年房地产销售面积保持相同的规模（即增速为零），居民新增的债务规模仍然维持在较高的水平。在这个过程中，名义 GDP 持续上升，相应的居民杠杆率（债务/GDP）上升的速度才可能会放缓。

图表 3: 中国家庭新增债务规模与房地产销售保持同步


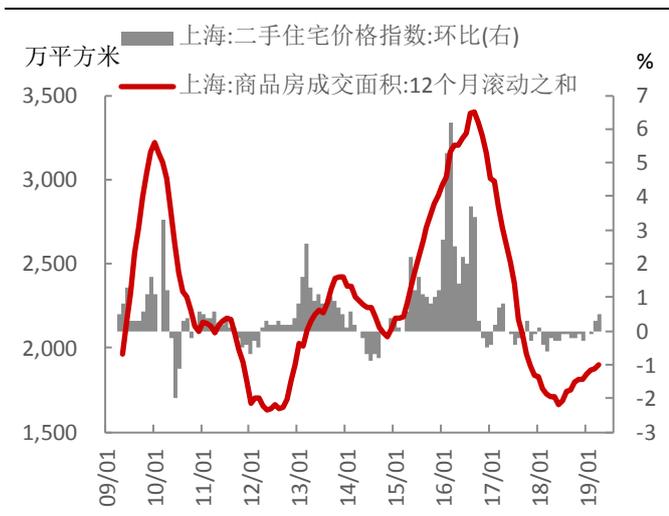
资料来源: BIS, Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 中国家庭新增债务规模主要是银行贷款


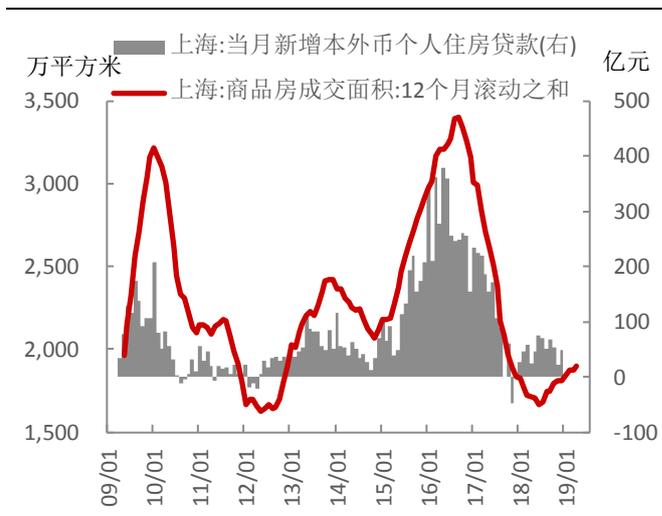
资料来源: BIS, Wind, 东证衍生品研究院

1.2、房地产销售面积、房价变动与居民新增债务规模三位一体

从“房住不炒”政策的思路出发,我们预计未来房地产调控政策仍然会很严格,这就导致居民新增债务规模大概率保持目前的水平,部分热点城市房价的涨幅也将被限制在很小的范围之内。这两点将对房地产销售面积产生很大的限制。

图表 5: 一线城市房价环比变动与商品房成交面积对比,以上海为例


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 一线城市新增个人住房贷款与商品房成交面积对比,以上海为例


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 二线城市房价环比变动与商品房成交面积对比, 以南京为例


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 三线城市房价环比变动与商品房成交面积对比, 以安庆为例

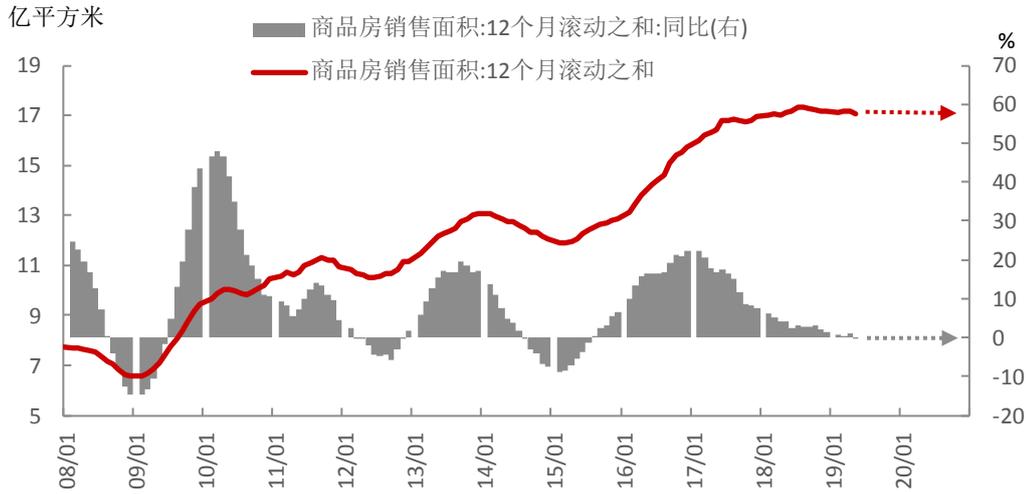

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

从房地产销售的特征来看, 一般情况下, 房地产销售面积、房价的环比变动以及新增债务规模是同涨同跌的。即当房地产销售面积增加的时候, 房价上涨, 居民贷款买房的规模增加, 反之亦然。以上海、南京和安庆作为一线、二线和三线城市的代表, 可以看出这些城市确实符合这一特征。

因此, 如果房地产调控政策要对房价和居民新增债务规模进行限制, 必然导致的结果是房地产销售面积被限制。很难出现房地产销售面积持续上升而房价和居民新增债务规模保持稳定的情况。进一步引申, 过去 10 年间 (2008 年 - 2018 年), 国内房地产销售的周期经历了 3 轮 (销售面积增速的上涨和下跌)。如果简单的按照这个规律向前演绎, 那么从 2019 年开始, 房地产的销售会进入新一轮的上行周期。但是因为房地产调控政策的存在, 居民新增债务规模以及房价的约束, 将对房地产的销售带来较大程度的抑制。

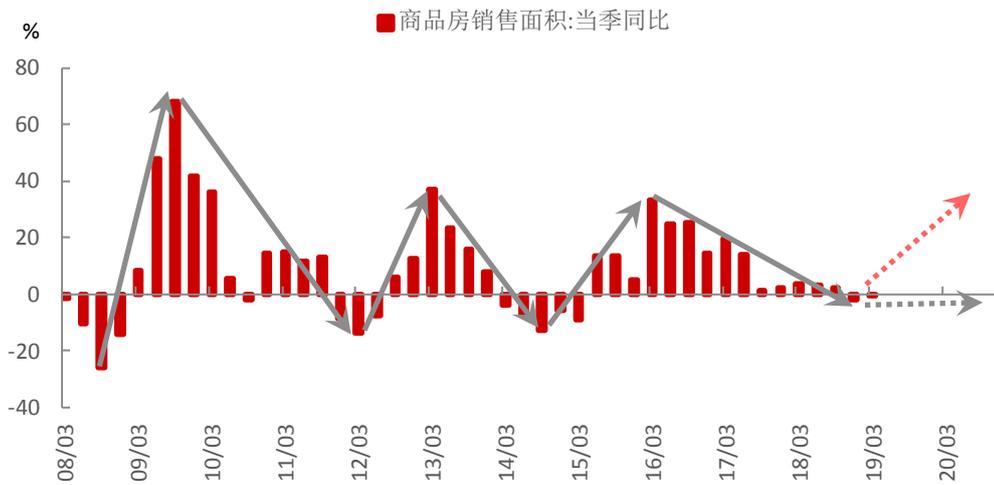
另一方面, 如果经济下行压力较大, 部分房价绝对水平不是很高的地区房地产政策调控措施可能会有一定程度的放松, 这样房地产销售下行的空间也较小。因此我们认为, 未来较长的一段时间里面, 以房地产销售面积增速衡量的房地产周期可能会“消失”, 即房地产销售面积的变动幅度会显著减小, 直到“房住不炒”的政策再次明显调整 (大概率居民的杠杆率持续稳定甚至小幅回落之后)。

图表 9: 从 2017 年开始, 全国商品房销售面积波动幅度明显减小



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: 房住不炒政策下, 未来商品房销售面积增速大概率在零附近小幅波动

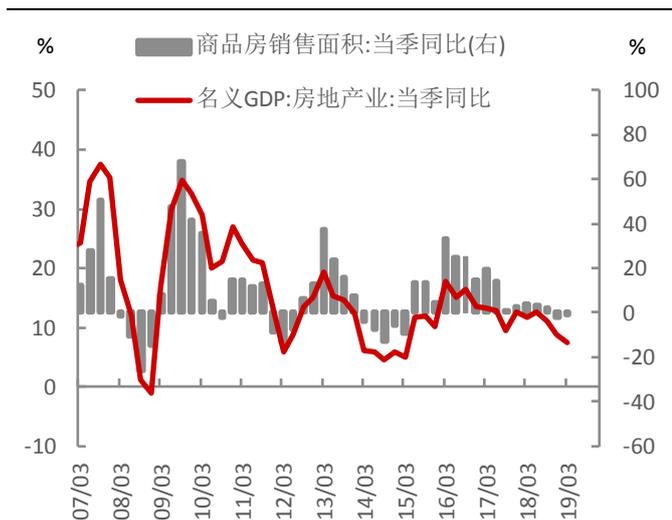


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2、房地产销售平稳对房地产投资、新开工和土地成交的影响

我们前面分析得到的结论是房地产销售面积将保持平稳，而房地产销售会影响房地产投资、土地成交以及房屋新开工。未来房地产销售面积周期消失，这将导致房地产投资、土地成交以及房屋新开工的周期逐渐消失。

图表 11: 商品房销售面积增速与房地产业名义 GDP 增速同步



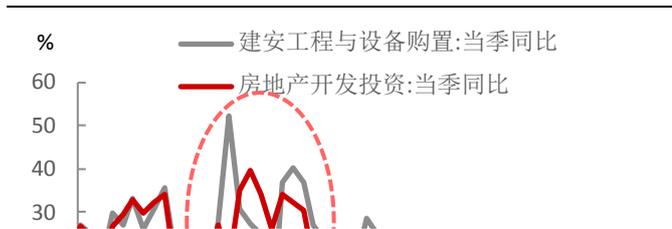
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 房地产业名义 GDP 增速领先房地产投资增速半年左右

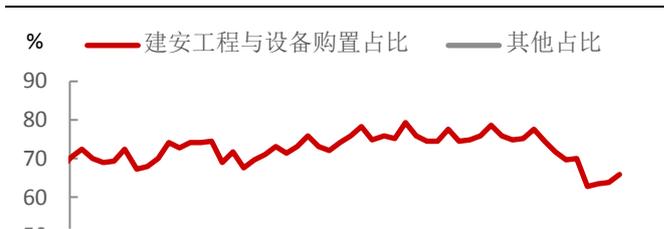


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 房地产投资与其主要分项对比



图表 14: 建安工程与设备购置占比较高



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_11655

