

2019年3月26日  
(2019年第2期)

## 如何看待房地产投资的高位增长？

### 概述

#### ◇ 土地购置费支撑作用弱化，建安支出是推动房地产投资高速上行的主要影响因素

- 从2019年1-2月份的房地产投资构成来看，主要依靠土地购置费支撑的其他费用增速明显回落，土地购置费对房地产开发投资的支撑作用减弱。
- 建筑工程、设备工器具购置支出增速由负转正，二者增幅分别较上年末大幅回升。在房地产开发投资占比高达60%的建筑工程投资回暖有效对冲了土地购置费回落对房地产投资的拖累，带动房地产投资增速进一步上行。

#### ◇ 前期新开工高速增长带动施工回暖，但竣工持续负增长需高度关注

- 房屋施工面积包括本期新开工的面积、上期跨入本期继续施工的房屋面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋面积、本期竣工的房屋面积以及本期施工后又停缓建的房屋面积。虽然1-2月份新开工面积回落，但2018年下半年以来新开工面积持续保持10%以上快速增长，施工面积的回暖或是前期新开工面积持续累积所带来的滞后效应。
- 自2017年11月份以来房地产竣工面积持续负增长，2019年1-2月份在上年低基数的情况下继续保持两位数降幅，或说明房地产企业面临的资金来源压力较大，地产企业通过加快开工、施工以加快资金回笼，但项目达到销售要求后停缓建工程累积较多，房地产资金来源压力持续情况下需警惕“烂尾”风险。

#### ◇ 从一系列相关指标来看，未来房地产投资仍面临压力

- 在“房住不炒”基调下，房地产销售价格基本平稳，未来一段时间内房地产价格大幅上涨的可能性较小，价格方面对房地产需求和供给的刺激或均较为有限。
- 从房地产销售量来看，1-2月份房地产销售面积和销售额均大幅回落，尤其是销售面积增速自2015年下半年以来再度转为负增长，销售端对投资的拖累作用未来将持续显现。
- 房地产投资到位资金明显回落，对房地产融资依旧保持严监管、稳监管的态势下，未来房地产融资或将难以出现明显改善。

#### ◇ 上半年地产投资或仍保持较高位增长，下半年或四季度下行压力显现

- 从销售与土地购置的关系来看，销售回落对土地购置的影响已经体现，土地成交价款增速由正转负，预计在2018年四季度或2019年，其滞后指标土地购置费将迎来负增长，成为房地产投资的拖累项。
- 从商品房销售与新开工面积的关系来看，2018年受房地产企业“加快周转、抢开工”影响新开工与房地产销售走势分化，但长期来看并不改变销售作为新开工先行指标的特性，销售放缓对新开工的拖累将在2019年有所显现。
- 从“房地产销售—土地购置—新开工—投资”的传导关系来看，虽然销售回落对土地购置的影响已经显现，但当前房地产企业土地储备仍较丰富，上半年新开工或仍将保持一定增速，带动施工面积保持较快增长，从而支撑上半年乃至前三季度的建安投资支出，进而支撑房地产投资维持较高增速。但是，后期随着待开发土地面积存量的消耗、销售端持续低迷影响房地产企业新开工的积极性，预计在下半年尤其是四季度房地产投资的压力将加大。但综合来看，受益于上半年房地产投资的高速增长，全年地产投资或仍有望保持较高速增长。

### 联络人

#### 作者

研究院 宏观金融研究部

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

#### 相关报告：

经济下行隐忧持续，积极因素有所显现——1-2月宏观经济形势分析，2019年3月26日

开年宏观数据超预期，基本面仍需谨慎——1月宏观经济形势分析，2019年3月5日  
政策动态求稳，经济下行不减——2018年宏观经济分析与2019年预测，2019年1月14日；

宏观经济继续走弱，新兴市场国家汇率波动施压人民币——7月宏观经济形势分析，2018年8月20日；

稳杠杆VS贸易战，中国经济何去何从？——2018年上半年宏观经济分析与预测，2018年7月23日

社零额增速创新低，消费真的这么差？——5月宏观经济形势分析，2018年6月27日

信用收缩加剧流动性风险，不同行业风险走势分化——从上市公司财务指标看宏观风险，2018年6月19日

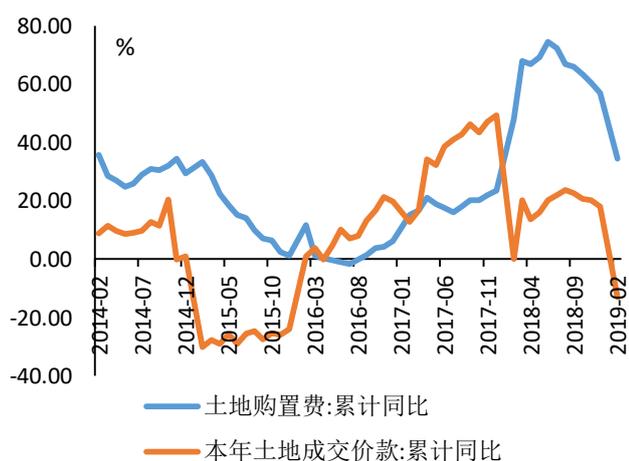
生产需求走势分化，信用收缩风险抬升——4月宏观经济形势分析，2018年5月25日；

2019年1-2月房地产投资的表现超出市场预期，同比增长11.5%。但房地产投资的高位增长与其先行指标明显背离：房地产销售面积同比增速由正转负，新开工面积同比回落，房地产投资到位资金也出现回落走势。房地产的这一高位增长究竟是何种原因造成的？其高位增长势头能否延续？

## 一、建安支出是推动开年以来房地产投资高速上行的主要影响因素

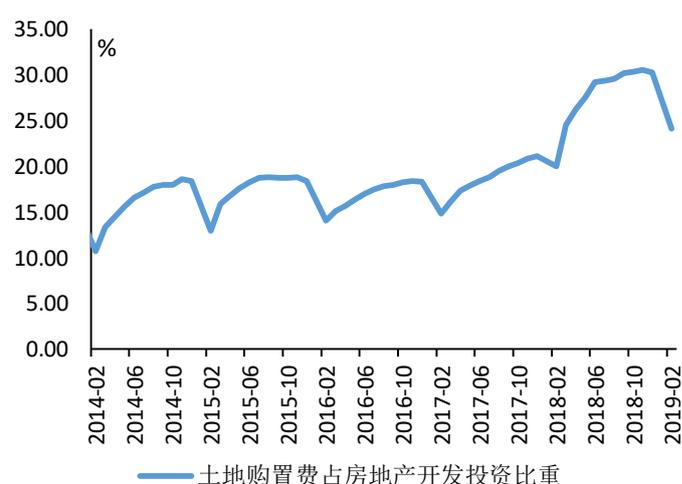
土地购置费对房地产投资的支撑作用弱化，建安投资尤其是建筑工程投资对房地产投资的支撑作用显现。地产投资可分为建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资、其他费用投资，其中建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具投资是构成建安支出三个最为重要的部分，而其他费用投资中80%左右为土地购置费。2018年全年，在2017年土地成交价款大幅上行的基础上，土地购置费支出带动其他支出快速增长是房地产投资保持高速增长的主要支撑，全年土地购置费同比增长57%，占房地产开发投资总额的比例超过了30%（达到30.26%），为2003年有数据统计以来的最高点。剔除土地购置费之后，2018年全年的地产投资实际上是负增长的。不过，2018年作为土地购置费先行指标的土地成交价款增速出现较大幅度的回落（土地成交价款领先于土地购置费6-12个月左右），迈入2019年土地购置费增速明显回落，1-2月虽然依然保持了34.5%的较高速增长，但较上年末已经回落22.5个百分点，土地购置费对房地产开发投资的支撑作用明显减弱，土地购置费占房地产投资的比重回落6个百分点至24%，剔除土地购置费之后的房地产投资增速由负转正。随着土地购置费增速的回落，其他费用增速明显回落，1-2月份同比增长26.5%，较上年末回落17.8个百分点。与此形成鲜明对照的是，建筑工程、设备工器具购置支出增速由负转正，二者增幅分别较上年末大幅回升11.7、32.1个百分点至9.4%、30.4%。由于建筑工程在房地产开发投资中的占比处于60%左右的高位（1-2月份为63.2%），建筑工程投资的回暖有效对冲了土地购置费回落对房地产投资的拖累，带动房地产投资增速进一步上行。

图 1：土地购置费增速明显回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：土地购置费占房地产开发投资比重回落



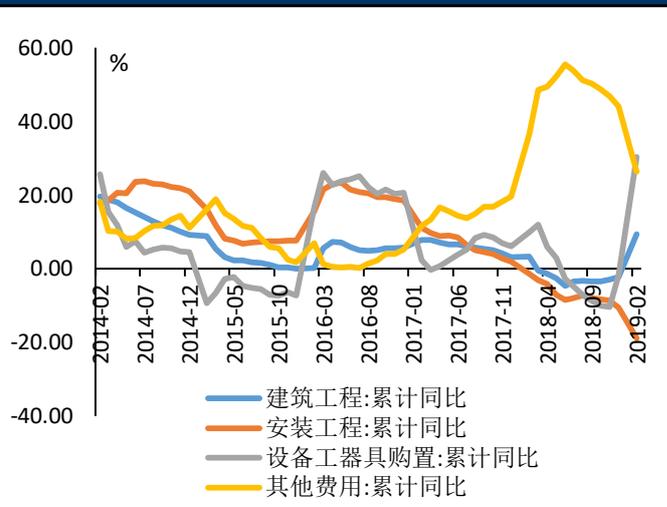
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 3：土地购置费对房地产投资的支撑作用减弱



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：建筑工程、设备工器具购置支出由负转正



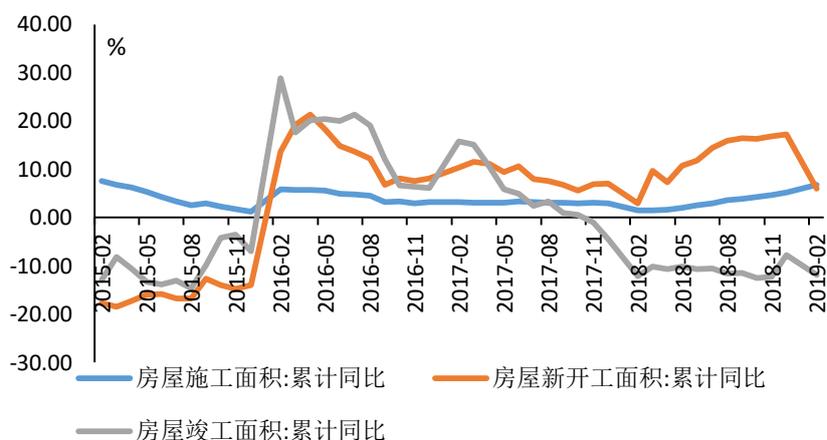
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

## 二、前期新开工高速增长带动施工回暖，但需要关注与竣工面积走势分化问题

施工面积的回暖是前期新开工面积快速增长所带来的滞后效应。建筑工程是指各种房屋，建筑物的建设工程和土地开发工程，又称建筑工作量；设备工器具购置指工业企业生产的产品转化为固定资产的购置活动，包括建设单位或企、事业单位购置或自制的，达到固定资产标准的设备、工具、器具的价值。从定义上来看，建筑工程和设备工器具购置部分的投资尤其是前者，必须通过施工活动才能实现，与施工面积走势密切相关。从施工面积同比走势来看，1月份施工面积继续回暖，与建筑工程投资回暖走势保持一致。根据国家统计局的定义，房屋施工面积包括本期新开工的面积、上期跨入本期继续施工的房屋面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋面积、本期竣工的房屋面积以及本期施工后又停缓建的房屋面积。虽然1-2月份新开工面积同比仅增长6%，较上月大幅回落11.2个百分点，但2018年下半年以来新开工面积持续保持10%以上快速增长，施工面积的回暖或是前期新开工面积持续累积所带来的滞后效应。

竣工面积长时间保持负增长，警惕工程停缓建可能导致的“烂尾”风险。房地产企业新开工面积保持了较长时间的快速增长，施工面积有所回暖，或说明地产企业在资金来源压力较大的情况下，通过加快开工、施工争取项目尽快达到销售标准以更快实现资金回笼。1月份房地产投资到位资金中，个人按揭贷款增速由负转正，也在一定程度上表明企业加快开工施工争取加快资金回笼的效果有所显现。但值得关注的是，自2017年11月份以来，房地产竣工面积持续维持负增长，且2018年全年除12月份同比增长在上年同期基数较低基础上降幅收窄至-7.8%外，其余月份降幅均在10%以上，2019年1月份在上年低基数的情况下继续保持两位数降幅。这或说明房地产项目在达到销售标准后停缓建工程累积较多，在房地产资金来源压力持续的情况下仍需警惕工程停缓建所带来的烂尾风险。

图 5：房屋施工面积与新开工面积、竣工面积走势分化



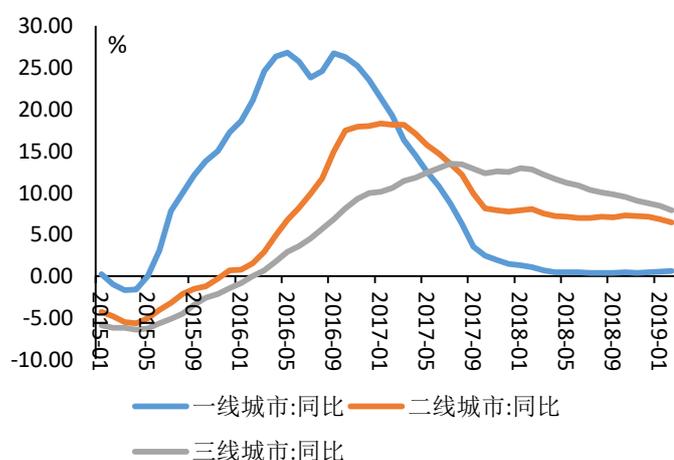
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

### 三、 从一系列相关指标来看，未来房地产投资仍有压力

从房地产销售价格来看，在“房住不炒”基调下，房地产销售价格基本平稳，百城住宅价格指数中二三线城市价格同比增速持续回落，一线城市小幅回升。虽然一线城市销售价格的回暖显示房地产市场出现一定的企稳迹象，但在房地产长效机制建设持续推进（房产税立法等）的情况下，短期内房地产调控大面积放松的可能性较小，在“因城施策”背景下房价过快上涨的城市甚至仍有调控加码的可能性，因此总体来看房地产价格大幅上涨的概率仍然较小，价格因素对房地产需求和供给的刺激或较为有限。

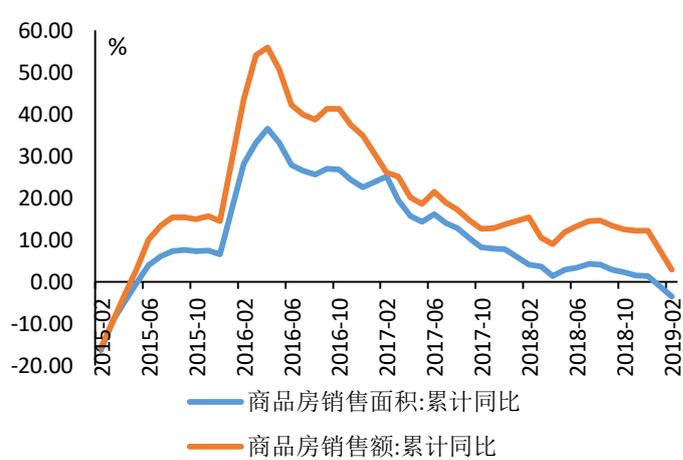
从房地产销售量和销售额来看，2018年下半年以来，房地产销售量、销售额呈现持续回落态势，今年开年这一回落势头进一步加大。1-2月份，房地产销售额同比仅增长2.8%，较上年末回落9.4个百分点，较上年同期回落12.5个百分点；房地产销售面积同比增速下降3.6%，较上年末回落4.9个百分点，较上年同期回落7.8个百分点，自2015年下半年以来再度转为负增长。随着房价企稳预期加强，房地产销售或将延续回落态势，销售端对投资的拖累作用也将有所显现。

图 6：百城住宅价格指数显示房地产价格较平稳



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 7：房地产销售面积与销售额同比均回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

从房地产投资到位资金来看，1-2 月份房地产投资到位资金同比增长 2.1%，较上月回落 4.3 个百分点。具体来看，虽然房地产融资条件依然较紧，1-2 月份房地产投资银行贷款仍保持负增长态势，但在宽信用效果显现的背景下，银行贷款降幅已经收窄 4.4 个百分点，同比仅下降 0.5%；自筹资金、定金及预收款持续保持回落态势；在地产企业加快资金回笼、年初银行追求“开门红”、年初信贷额度放松挤压的贷款需求“井喷”等因素的影响下，个人按揭贷款增速由负转正；此外，利用外资大幅增长 3.28 倍。在对房地产融资依旧保持严监管、稳监管的态势下，未来房地产融资或将难以出现明显改善。房地产企业开发投资一直深受到位资金的制约，虽然二者走势曾出现短期分化，但长期来看，二者同比增速走势高度趋同，未来房地产到位资金增长放缓也将制约房地产投资的快速增长。

图 8：房地产投资到位资金回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 9：房地产开发投资与到位资金走势趋同

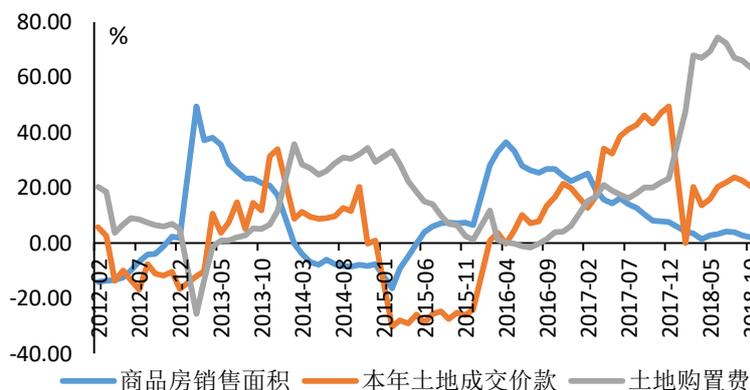


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

#### 四、 上半年房地产投资或仍将保持较高位增长，下半年或四季度下行压力或显现

从销售对土地购置的关系来看，销售回落对土地购置的影响已经有所体现。2018 年，随着调控之下市场预期转向，土地市场已经有所降温，2018 年下半年随着房地产销售的回落土地成交价款增长进一步放缓，目前同比增速已经由正转负，作为其滞后指标的土地购置费增速未来将进一步回落，土地购置费对房地产投资的支撑作用预计将进一步减弱，考虑到土地购置费一般滞后于土地成交价款 6-12 个月，因此预计在 2018 年四季度或 2019 年，土地购置费将迎来负增长，进一步成为房地产投资的拖累项，房地产投资的增长将更加依赖于建安支出。

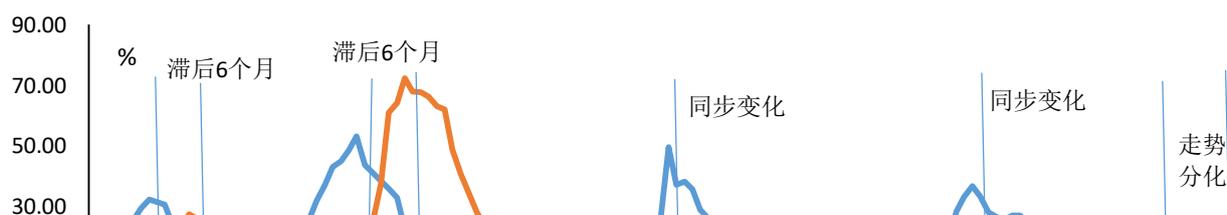
图 10：销售回落对土地购置的影响已经有所显现



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

从商品房销售与新开工面积的关系来看，销售回落对新开工的拖累因素依然存在。在 2012 年以前，商品房新开工面积增速与销售面积增速呈现明显的相关性，销售面积作为新开工面积的先行指标，一般领先于新开工面积 5-6 个月。但是，随着房地产企业生产策略的调整，对市场的反映更为迅速，2013-2016 年新开工与房地产销售面积呈现较为明显的同步变化。但 2018 年以来，新开工面积与房地产销售面积呈现分化态势，在销售面积回落同时，新开工依然保持了高速增长。我们认为，这主要是与融资收紧尤其是表外融资收紧、房地产企业融资难度加大的情况下，房地产企业通过加快新开工以加快资金周转有关，长期来看并不改变销售作为新开工先行指标的特性。虽然 1-2 月份开工增速大幅放缓是否是趋势性放缓还是受春节因素影响的短期回落仍需进一步观察，但从 2019 年全年来看，房地产市场需求下行的根本态势并没有改变，销售放缓对新开工的拖累依然存在且将在 2019 年有所显现。

图 11：房地产销售与房地产新开工面积同比走势变化关系图



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\\_13484](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13484)

