

## 宏观点评 20210520

# 房地产投资为何一直保持韧性？

2021年05月20日

### 观点

■ 2020年下半年以来在房地产调控趋严背景下，房地产投资依然彰显韧性。从最新的数据来看，2021年1-4月房地产投资两年复合增速8.4%，远高于基建投资、制造业投资、零售销售，和出口一同成为中国经济增长的最主要拉动（图1）。为何调控的层层加码并未对房地产投资形成明显打压？房地产投资的这种韧性究竟从何而来？

■ 我们不妨从信贷投放和资金流向考察房地产投资，这也是当前政策调控的重点。如此一来，房地产投资分解为如下四个分项（其中人民币贷款和房地产贷款均是流量的概念）。不难看出第二项即是贷款中投向房地产的比例，这也是当前房地产调控的一个政策工具；第三项的倒数是地产商开发资金来源中的贷款占比；第四项则是房地产开发到位资金的利用率。

$$\text{房地产投资} = \text{人民币贷款} \times \frac{\text{房地产贷款}}{\text{人民币贷款}} \times \frac{\text{房地产开发到位资金}}{\text{房地产贷款}} \times \frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产开发到位资金}}$$

■ 上述分项的变化揭示了近年来房地产投资的韧性来源（表1）。2016年是大量信贷资金流向房地产，房地产贷款在新增贷款的占比上升了14个百分点；2017年是地产商加大了贷款之外的融资力度；2018年和2020年均是信贷总量的大幅扩张带动房地产贷款高增；2019年也是地产商加大了贷款之外的融资力度，同时提高了到位资金的利用率。

■ 总体而言，虽然2017年以来房地产贷款在每年新增贷款中的占比持续下降，但地产商要么受益于全社会的信用扩张，要么通过多元化融资，或是提高资金的使用效率，使得其项目的融资和开发并未因宏观和监管环境的变化受到显著影响。

■ 那么2021年以来的房地产投资情况呢？基于上述分解我们发现：

■ 2021年一季度新增人民币贷款7.7万亿，比去年同期的7.1万亿增长了8%，显然对一季度房地产投资增速是一个主要拉动。

■ 但一季度新增贷款中，房地产贷款的占比由去年同期的24.6%下滑到21.8%（图2），对房地产投资形成拖累。持续回落的态势反映出监管严控信贷资金流向房地产。

■ 一季度房地产开发资金来源中的贷款占比为31.7%，低于去年同期的35.6%，其背后是地产商越来越依赖定金和预收款为项目融资（图3）。由于这一项作为倒数，因此对房地产投资增速是正的拉动。

■ 一季度房地产投资到位资金的利用率仅为58%，低于去年同期的65%，对房地产投资增速是拖累项，表明一季度的房地产开发到位资金还没形成相应的实物量。

■ 由此可见，2021年一季度房地产投资能保持韧性回升，主要源于宽信用宏观环境，以及地产商继续加大了贷款之外的融资力度。

■ 往后来看，整体信用的扩张较去年同期已经有放缓的态势，而在“三道红线”和“房地产贷款集中度管理”的双重约束下，房地产贷款在新增贷款中的比重也有望继续回落。但我们预计随着4月主要城市逐步开启土地集中供应，地产开发商的到位资金利用率将有所回升，并且将继续加大自筹或预售等贷款之外的融资方式。因此，房地产投资在年内仍有望保持韧性，预计2021年房地产投资的增速仍有望在7%左右。

■ 风险提示：通胀过热导致货币政策收紧；地方债务风险加大

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

1、《宏观点评 20210517：结构的分化：上游涨价对中下游的影响正在显现》2021-05-17

2、《宏观点评 20210514：今年二季度基建投资反弹力度有多大？》2021-05-15

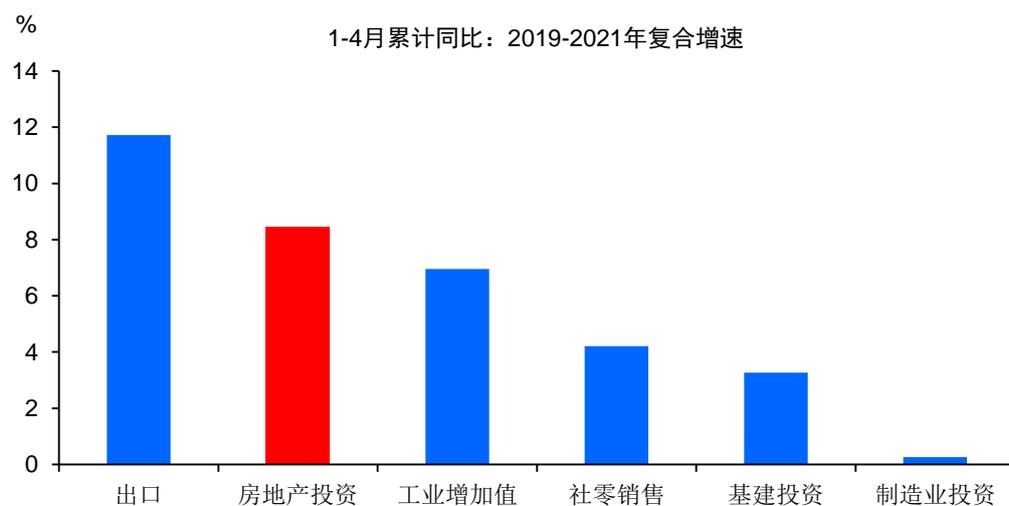
3、《宏观点评 20210513：美国通胀飙升，20世纪60年代末大通胀重现的可能性有多大？》2021-05-13

4、《宏观点评 20210512：总量的“降温”难掩结构的“火热”》2021-05-12

5、《宏观点评 20210511：PPI破

6、“输入型通胀”还有多大空间？》2021-05-11

图 1: 今年以来房地产投资在两年复合增速上仅次于出口, 成为经济增长的主要拉动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 中国房地产投资增速的四因素分解

单位 (%)	2016	2017	2018	2019	2020
新增人民币贷款增速	7.9	7.0	19.5	4.0	16.8
新增贷款中房地产贷款占比	44.8	41.4	39.9	34.0	26.3
△	14.2	-3.4	-1.5	-5.9	-7.6
房地产开发融资中的贷款占比	39.3	35.9	38.9	32.0	26.7
△	10.6	-3.4	3.0	-6.9	-5.2
房地产开发到位资金利用率	71.1	70.4	72.5	74.0	73.2
△	-5.5	-0.8	2.1	1.5	-0.8
<b>房地产开发投资增速</b>	<b>6.9</b>	<b>7.0</b>	<b>9.5</b>	<b>9.9</b>	<b>7.0</b>

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 新增贷款中房地产贷款的占比持续下降



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 房地产投资的到位资金更多依赖定金及预收款



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

**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\\_19685](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19685)

