

2021 年 06 月 27 日

地产“韧性”再论

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

地产投资，是疫后国内经济的重要支撑；地产投资未来的演绎路径，对于下半年经济形势研判至关重要。我们的梳理，供参考。

● 地产投资的“韧性”来自销售回款高增长

地产投资对疫后经济增长有重要贡献，2021 年以来保持韧性。2020 年资本形成对经济增长贡献 2.2%，高于净出口（0.6%）和最终消费（-0.5%）。投资中地产表现亮眼，扣除土地购置费全年投资同比增长 7.2%，高于基建投资（3.4%）和制造业投资（-2.2%）。2021 年前 5 月地产投资两年复合增长 8.6%，继续保持高位。

销售回款提供的资金支持，是支撑地产投资“韧性”的重要因素。监管政策总体趋紧的背景下，销售回款成为开发资金的主要贡献源，其占比从 2019 年的 49.6% 上升至 2021 年前 5 月的 55.5%，保持高位。2021 年前 5 月开发资金来源两年复合增速 10.5%，其中销售回款两年复合增速 17.6%，而非标类传统融资渠道收缩。

● 地产销售高增长主要源于货币金融环境提供支持

历轮周期中，地产销售变化，受货币金融环境变化的影响最突出。过去十年，国内经历过三轮地产周期；每轮周期持续时长、强度，受当时货币金融环境影响。货币金融环境变化，一般领先于地产销售一个季度左右。每轮周期销售增速抬升阶段一般在 12-15 个月之间，同比增速上下波动幅度可达 71.7-106.6 个百分点。

2020 年 5 月以来，地产销售高增，亦受益于相对宽松的货币金融环境支持。经济“抗疫”阶段，MLF 一年期操作利率两次下调、合计 30BP；受益于政策利率引导，金融机构住房贷款加权平均利率持续下行，截至 2020 年底，较 2019 年底下行 28BP。融 360 数据显示，超过 60% 的一二线城市首套房贷款利率出现下行。

● 政策调控加码下，地产销售、投资变化需紧密跟踪

2021 年以来，部分热点城市调控政策加码，对销售的影响已经开始显现。2021 年以来，已有 21 个一二线城市首套房贷款利率出现上行、15 个城市收紧限购政策；这些城市 2020 年房屋销售金额占全国的 28.6%。按揭利率上行的城市中，南宁、深圳、惠州、东莞、温州等城市 5 月商品房销售面积两年复合增速已转负。

贷款集中度考核下，地产销售面临的货币金融环境，下半年仍会进一步趋紧，对地产销售、投资拖累，需紧密跟踪。38 家上市银行的年报数据中，2 家大行、4 家股份行和 4 家城商行，个贷集中度超标。调控政策下，下半年房贷供给紧张，从量价两个维度影响地产市场。5 月销售边际走弱，同比增速回落 15 个百分点。

● 风险提示：政策调整、下半年信用风险导致货币政策重回宽松等。

相关研究报告

《宏观经济专题-从挖掘机变化，看经济演绎》-2021.6.21

《宏观经济专题-财政“后置”，对经济的影响》-2021.6.20

《宏观经济专题-粮价大涨，全球通胀的又一推手》-2021.6.19

目 录

1、 周度专题：地产“韧性”再论.....	4
1.1、 地产投资的“韧性”来自销售回款高增长.....	4
1.2、 地产销售高增长主要源于货币金融环境提供支持.....	6
1.3、 政策调控加码下，地产销售、投资变化需紧密跟踪.....	7
2、 高频数据跟踪.....	10
2.1、 通胀观察：蔬菜价格回升、猪肉价格继续回落.....	10
2.2、 汇率表现：美元指数下跌，人民币对美元贬值.....	10
2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，能源化工指数领涨.....	11
3、 中观行业跟踪.....	12
3.1、 下游：商品房成交下跌，土地市场量价齐跌.....	12
3.2、 中游：钢铁、水泥价格下跌.....	14
3.3、 上游：国际原油价格上涨，动力煤价格上涨.....	16
4、 风险提示.....	17

图表目录

图 1： 2020 年下半年以来投资和净出口驱动经济复苏.....	4
图 2： 投资各项中地产表现最为强劲.....	4
图 3： 房地产开发资金来源是地产投资重要影响因素.....	5
图 4： 2021 年房企债券融资渠道收紧.....	5
图 5： 房地产国内贷款同比增速转负.....	5
图 6： 2021 年以来销售回款是房企资金主要拉动项.....	5
图 7： 销售回款在房企开发资金中占比创新高.....	5
图 8： 地产销售与个人住房贷款利率高度相关.....	6
图 9： 地产销售受货币金融环境影响.....	6
图 10： 2020 年以来首套房贷款利率下行.....	6
图 11： 2020 年下半年多数一二线城市贷款利率下行.....	6
图 12： 2021 年以来一二线城市平均房贷利率持续上行.....	7
图 13： 2021 年以来按揭利率上行城市地产销售占比不低.....	7
图 14： 2021 年以来部分城市首套房贷款利率上行.....	7
图 15： 2021 年初以来地产销售仍保持高增长.....	8
图 16： 部分贷款利率上行城市商品房销售面积增速下行.....	8
图 17： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回升.....	10
图 18： 农业部猪肉平均批发价继续回落.....	10
图 19： 人民币对美元贬值，美元指数下跌.....	11
图 20： 人民币对欧元贬值、日元升值.....	11
图 21： 美元兑人民币即期-中间价日均价差为 37 基点.....	11
图 22： 离岸、在岸人民币日均价差为 12 基点.....	11
图 23： 30 大中城商品房成交面积下跌.....	12
图 24： 30 大中城商品房一线城市成交面积下跌.....	12
图 25： 30 大中城商品房二线城市成交面积下跌.....	13
图 26： 30 大中城商品房三线城市成交面积下跌.....	13
图 27： 100 城供应土地占地面积下跌.....	13

图 28: 100 城供应土地挂牌均价下跌	13
图 29: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下跌	14
图 30: 三线城市住宅类用地成交土地溢价率上涨	14
图 31: 线材、长材价格指数均下跌	14
图 32: 上周全国高炉开工率下跌	14
图 33: 水泥价格指数下跌	15
图 34: 玻璃期货价格上涨	15
图 35: 长江有色市场铜、铝价格上涨	15
图 36: 长江有色市场铅、锌价格走势分化	15
图 37: 上期所铜、铝库存均减少	16
图 38: 上期所铅、锌库存走势分化	16
图 39: 焦煤、动力煤价格上涨	16
图 40: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下跌	16
图 41: 国际原油期货结算价格上涨	17
图 42: LME3 个月铜、铝价格均上涨	17
表 1: 2021 年以来, 部分热点城市上调按揭利率	7
表 2: 多家上市银行已超监管比例, 未来有压降任务	8
表 3: 2021 年以来出台多条房地产贷款管理政策	9
表 4: 商品期货市场核心品种多数上涨	11
表 5: 商品期货市场细分品种中, PTA 指数领涨	12

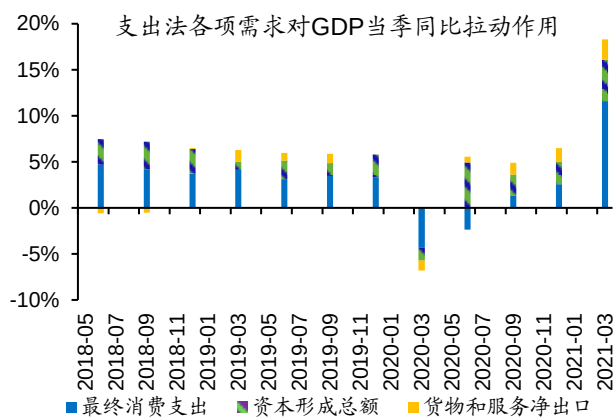
1、周度专题：地产“韧性”再论

地产投资，是疫后国内经济的重要支撑；地产投资未来的演绎路径，对于下半年经济形势研判至关重要。

1.1、地产投资的“韧性”来自销售回款高增长

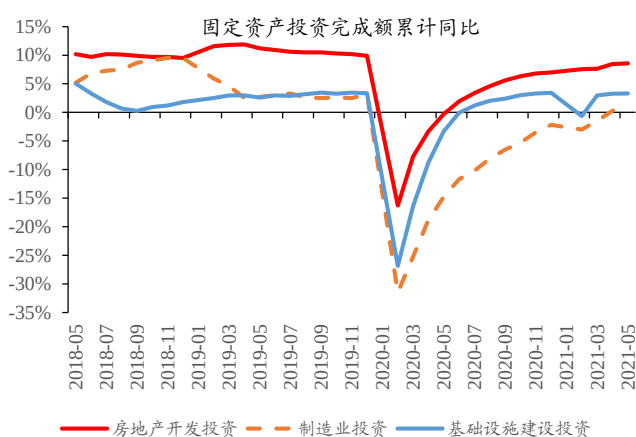
地产投资对疫后经济增长有重要贡献，2021年以来保持韧性。2020年疫情冲击后，投资和净出口是带动经济复苏的主要动力。资本形成总额、净出口和最终消费支出，分别对2020年经济增长贡献2.16%、0.64%和-0.51%。固定资产投资项中，地产表现最为亮眼，扣除土地购置费后全年投资同比增长7.15%，高于基建投资（3.41%）和制造业投资（-2.2%）。2021年前5月地产投资两年复合增长8.6%，继续保持高位。

图1：2020年下半年以来投资和净出口驱动经济复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

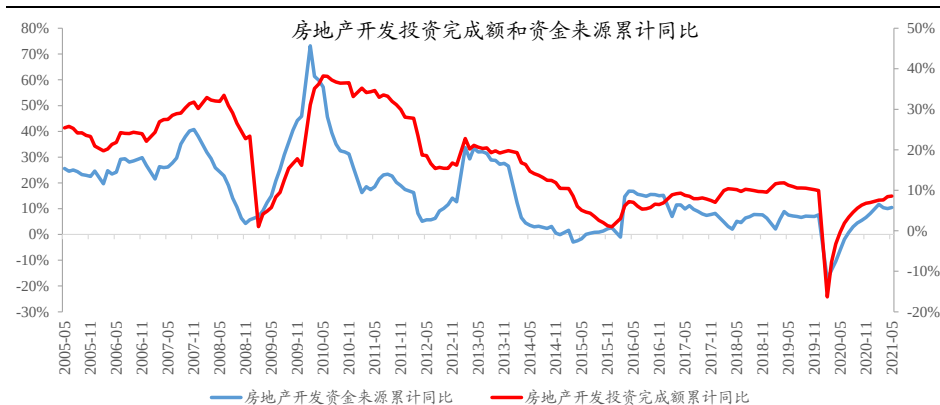
图2：投资各项中地产表现最为强劲



数据来源：Wind、开源证券研究所

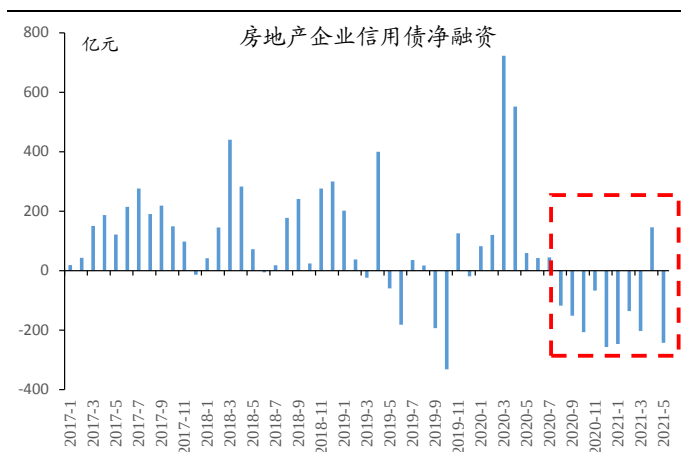
销售回款提供的资金支持，是支撑地产投资“韧性”的重要因素。监管政策总体趋紧的背景下，销售回款成为开发资金的主要来源。销售回款在开发资金中的占比由2019年的49.6%进一步上升到2021年前5月的55.5%，继续保持高位，有效对冲了传统融资渠道的收缩。2021年前5月开发资金来源两年复合增速10.5%，其中销售回款两年复合增速17.6%，贡献同期开发资金增速的80%以上，而传统融资渠道中国内贷款两年复合增速仅0.5%，房地产信用债净融资更是-683.5亿。

图3：房地产开发资金来源是地产投资重要影响因素^①



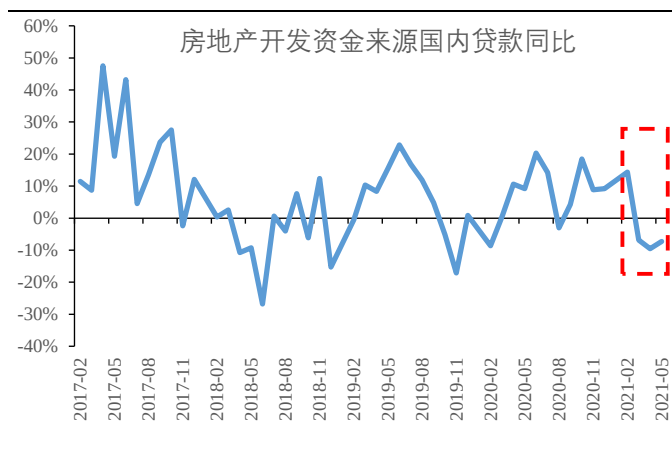
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021年房企债券融资渠道收紧



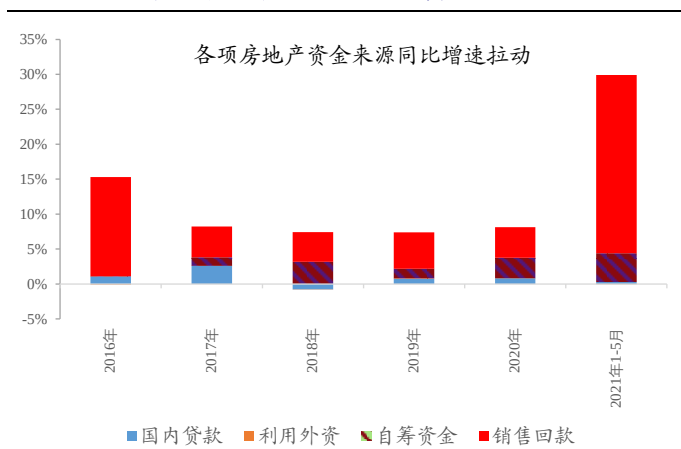
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：房地产国内贷款同比增速转负



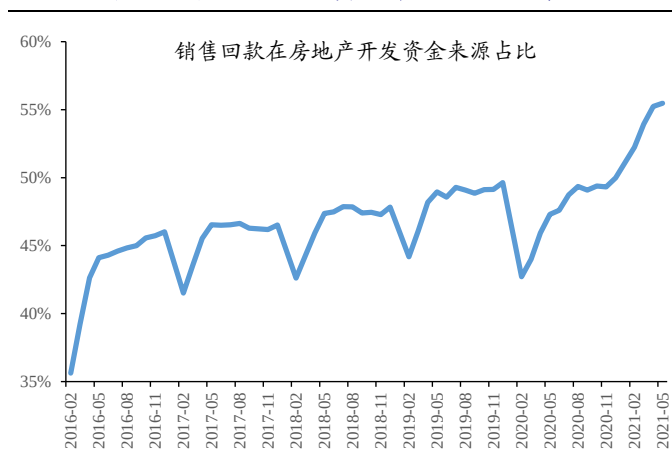
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021年以来销售回款是房企资金主要拉动项



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：销售回款在房企开发资金中占比创新高



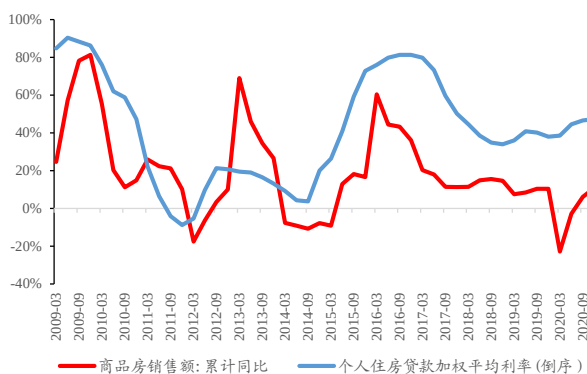
数据来源：Wind、开源证券研究所

^① 2021年1-5月同比增速由于基数效应影响较大，采用两年复合增速。

1.2、地产销售高增长主要源于货币金融环境提供支持

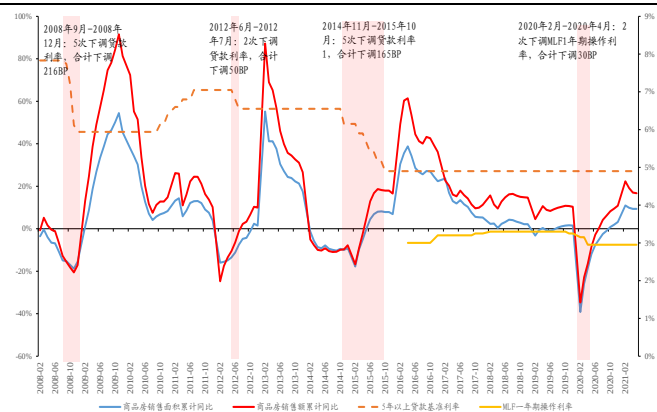
历轮周期中，地产销售变化，受货币金融环境变化的影响最突出。过去十年，国内经历过三轮地产周期；每轮周期持续时长和涨跌幅度不一，受当时货币金融环境的影响较大。货币金融环境的变化，一般领先地产销售一个季度左右；过去几轮地产销售增速抬升阶段一般在 12-15 个月；同比增速上下波动幅度可达 71.7-106.6 个百分点，成为经济周期波动的重要贡献。本轮地产销售增速从 2020 年 2 月底回升以来，已历经 15 个月，同比增速波动幅度达 167.7 个百分点，达到历史峰值水平。

图8：地产销售与个人住房贷款利率高度相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

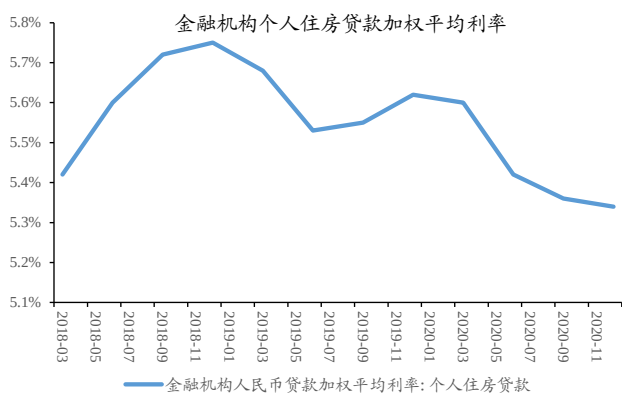
图9：地产销售受货币金融环境影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

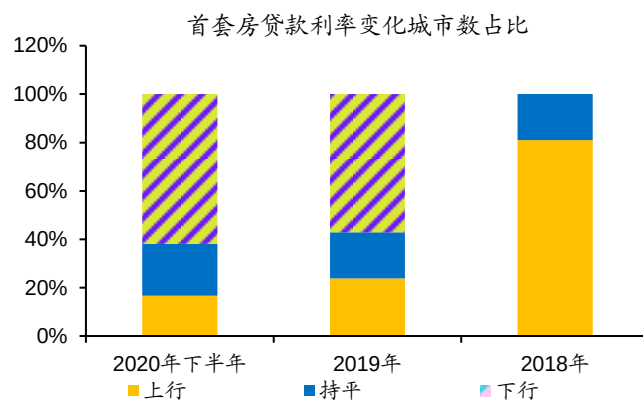
2020 年 5 月以来，地产销售高增，亦受益于相对宽松的货币金融环境支持。疫后稳增长政策下，MLF 一年期操作利率于 2020 年 2-4 月两次下调、合计 30BP。受益于政策利率引导，金融机构个人住房贷款加权平均利率连续下行。到 2020 年末，个人住房贷款加权平均利率已较 2019 年下行 28BP。融 360 数据显示，超过 60% 的一二线城市，在 2020 年下半年居民首套房贷款利率出现下行。

图10：2020 年以来首套房贷款利率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020 年下半年多数一二线城市贷款利率下行

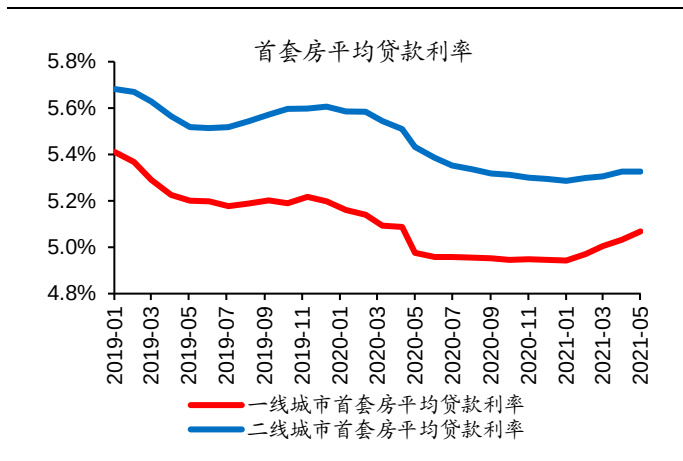


数据来源：融 360、开源证券研究所

1.3、政策调控加码下，地产销售、投资变化需紧密跟踪

2021年以来，部分热点城市调控政策加码，对销售影响开始显现。广州、深圳、杭州、宁波、苏州等地已上调按揭利率。融360数据显示，一线城市首套房贷款利率连续4个月上行，二线城市首套房贷款利率连续3个月上行。截至5月已有21个一二线城市首套房贷款利率出现上行，15个城市收紧限购政策。这些城市2020年的销售金额占全国的28.6%。利率上行的城市中，南宁、深圳、惠州、东莞、温州等城市，5月商品房销售面积两年复合增速已转负。

图12：2021年以来一二线城市平均房贷利率持续上行



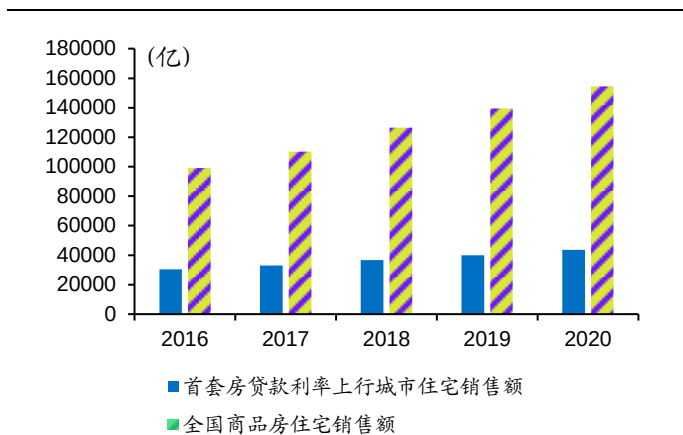
数据来源：融360、开源证券研究所

表1：2021年以来，部分热点城市上调按揭利率

上调时间	城市	首套		二套	
		调整前	调整后	调整前	调整后
4月26日	昆明	4.95%	5.30%	5.15%	5.70%
4月28日	广州	5.30%	5.40%	5.50%	5.60%
5月21日	深圳	4.95%	5.10%	5.25%	5.60%
5月21日	杭州	5.20%	5.40%	5.38%	5.50%
5月21日	宁波	5.35%	5.45%	5.60%	5.70%
5月24日	苏州	5.05%	5.65%	5.60%	6%

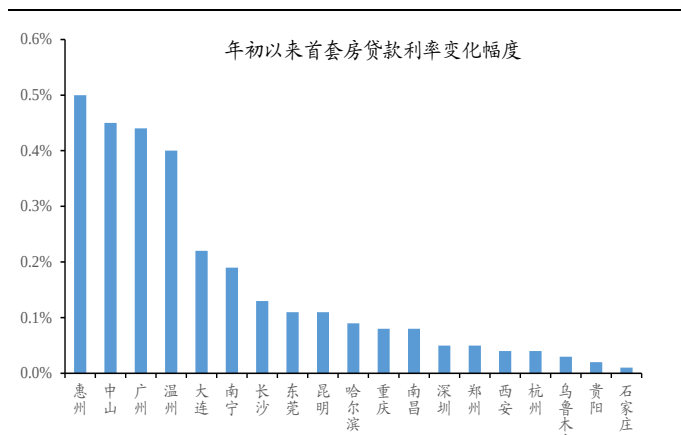
数据来源：融360、开源证券研究所

图13：2021年以来按揭利率上行城市地产销售占比不低



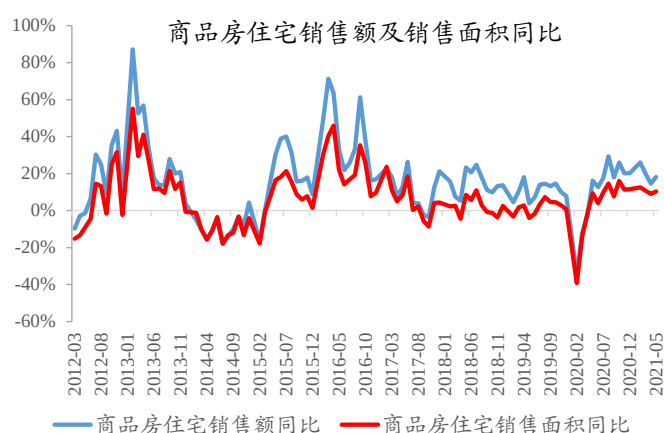
数据来源：融360、开源证券研究所

图14：2021年以来部分城市首套房贷款利率上行



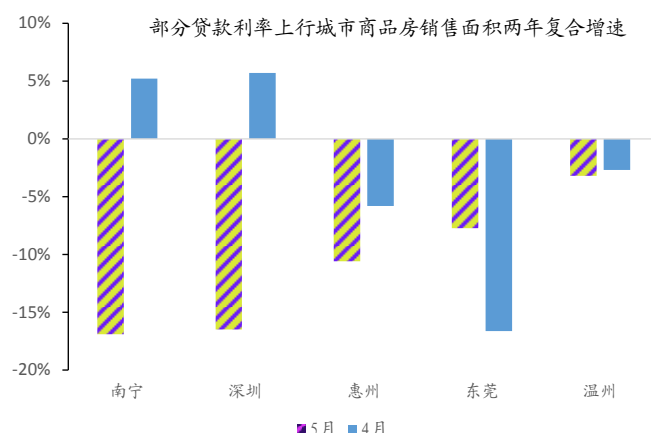
数据来源：融360、开源证券研究所

图15: 2021年初以来地产销售仍保持高增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 部分贷款利率上行城市商品房销售面积增速下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

贷款集中度考核下，地产销售面临的货币金融环境，下半年仍会进一步趋紧，对地产销售、投资的拖累，需紧密跟踪。2020年底，人民银行和银保监会共同发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》。通知要求对银行分档房地产贷款集中度管理。38家上市银行年报数据中，有2家大行、4家股份行、4家城商行，住房贷款集中度超过监管要求。在贷款集中度考核下，下半年房贷供给紧张，房贷利率易上难下，将从量、价两个维度影响地产市场。调控收紧下，5月全国销售已边际走弱，5月同比增速较4月回落15个百分点至17.5%。

表2: 多家上市银行已超监管比例，未来有压降任务

	上市银行	2020年贷款余额(亿元)	2020年个人住房贷款余额(亿元)	个人住房贷款占比	监管集中度要求	压降比例	过渡期
第一档: 大型银行	工商银行	186,243.1	57,283.2	30.8%	32.5%		
	建设银行	167,874.3	58,308.6	34.7%	32.5%	2.2%	4年
	农业银行	151,361.2	46,621.2	30.8%	32.5%		
	中国银行	141,833.9	44,187.6	31.2%	32.5%		
	交通银行	58,484.2	12,937.7	22.1%	32.5%		
	邮储银行	57,162.6	19,210.6	33.6%	32.5%	1.1%	2年
	招商银行	50,291.3	12,748.2	25.3%	20.0%	5.3%	4年
	浦发银行	45,339.7	8,491.9	18.7%	20.0%		
	中信银行	44,733.1	9,163.2	20.5%	20.0%	0.5%	2年

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_20375

