



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

# 地产韧性何时终结?

## 投资要点:

- 疫情以来,地产投资在固定资产总投资中占据核心地位,成为以后复苏经济韧性的关键。但在经济“窗口期”,防风险、去杠杆成为政策主导,房地产市场的监管也在逐步趋严。“三道红线”的出台限制了房企对商品房市场的供给行为,房贷利率的持续提升增加了购房成本、地产集中贷款制度使得融资条件愈加收紧…重压之下,地产投资何时会出现拐点?库存、资金和竣工节奏,是三大核心因素。
- 库存本身是供需强弱较量之后的结果。今年以来,受政策影响,房地产市场的供需呈现双弱的特性,并且供给端下滑的速率更快一些。一方面减少了土地的供应,另一方面地产商的购地热情也明显降低。更为严重的是,当前房企的土地库存严重下滑。过去几年地产商依赖“先拿地,再预售回款”的高周转模式生存,未来这一运营模式将受到土地储备不足的挑战。
- 过去一段时间以来,销售回款占房企资金的比重已逾60%左右。这主要是由于房企高周转的运营模式带来的。当前受制于土地储备不足的影响,房企高周转的运营模式已明显遭受挑战。房贷利率的持续抬升将进一步影响房企销售回款的能力。与此同时,三道红线的影响下房企也难以通过贷款、自筹等方式进行外部融资,未来房企开发资金的收紧或在所难免。
- 房地产作为高度资金密集型的行业,房企资金的紧缩无疑将进一步制约其投资的能力。根据土地成交价款的领先性观测,年内土地购置费同比仍将持续上升。资金紧俏的同时滞后的土地缴纳费仍在增加,房企建安投资面临的压力可见一斑。考虑到年内房企有大量的竣工复工需求,短期内地产投资下滑速率预计稍缓,当房企竣工需求明显下滑之时,房地产投资或将面临更大的挑战。
- 风险提示:政策超预期收紧;房企开发资金大幅下滑;集中供地不及预期。



## 内容目录

1. 地产强劲，拉动经济.....	4
2. 供需双弱，供给尤甚.....	5
3. 销售低迷，融资承压.....	7
4. 资金紧张，投资承压.....	8
5. 复工竣工，短期支撑.....	9
6. 风险提示.....	10

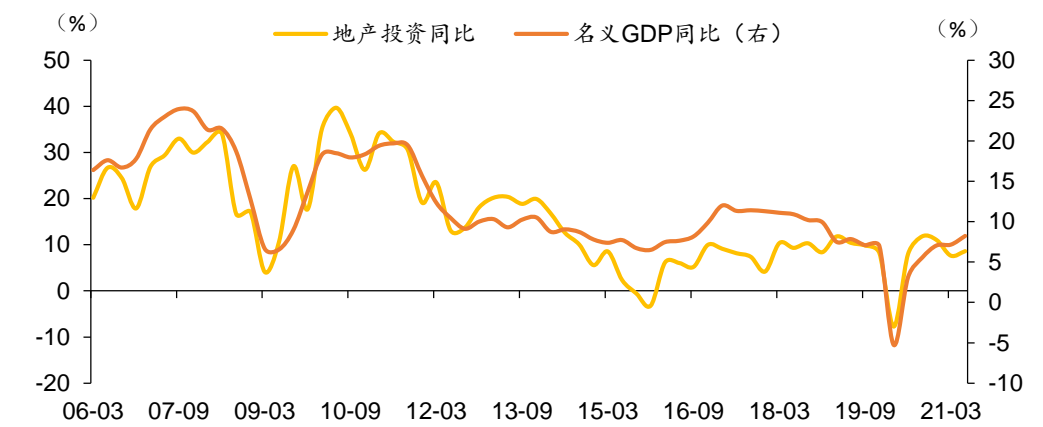
## 图表目录

图 1: 地产是影响经济的重要变量.....	4
图 2: 地产持续高于其他投资.....	4
图 3: 商品房库存下行明显.....	5
图 4: 库存与销售呈现同步下滑.....	5
图 5: 房地产市场体现为供需双弱.....	6
图 6: 土地供给较少, 房企购地意愿同样不高.....	6
图 7: 地产商土地库存已处明显低位.....	7
图 8: 地产商对销售回款的依赖达到历史顶峰.....	7
图 9: 商品房销售未来仍将进一步下滑.....	8
图 10: 房企各类融资年初开始持续下滑.....	8
图 11: 年内土地购置费压力持续加大.....	9
图 12: 资金收紧, 土地购置费抬升, 未来建安投资或有下行风险.....	9
图 13: 净复工上行带动施工面积抬升.....	10
图 14: 年内竣工仍将对地产投资有所支撑.....	10

## 1. 地产强劲，拉动经济

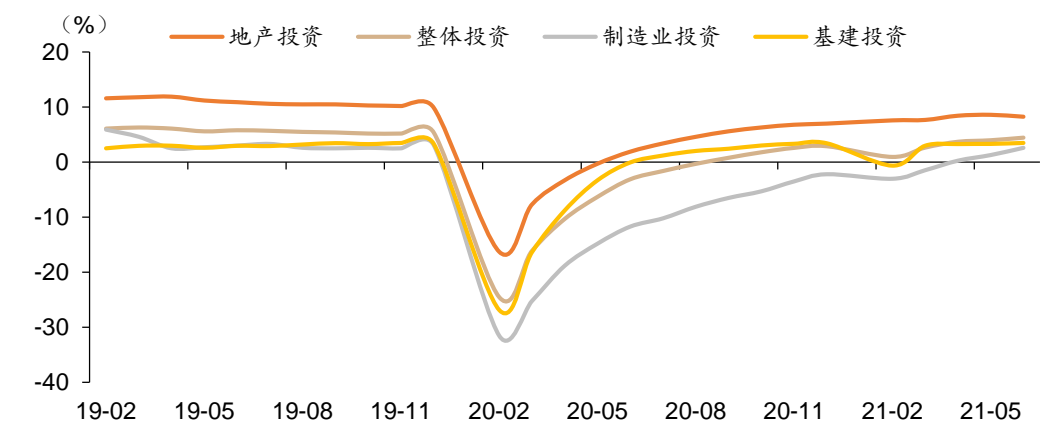
房地产周期是影响中国经济周期的重要变量。其上游带动钢铁煤炭等大宗商品，下游拉动彩电冰箱等耐用品消费。疫情以来，地产投资的修复极其快速，去年全年同比为 7%，显著高于 2020 年同比 2.9% 的整体投资。

图 1：地产是影响经济的重要变量



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：地产持续高于其他投资

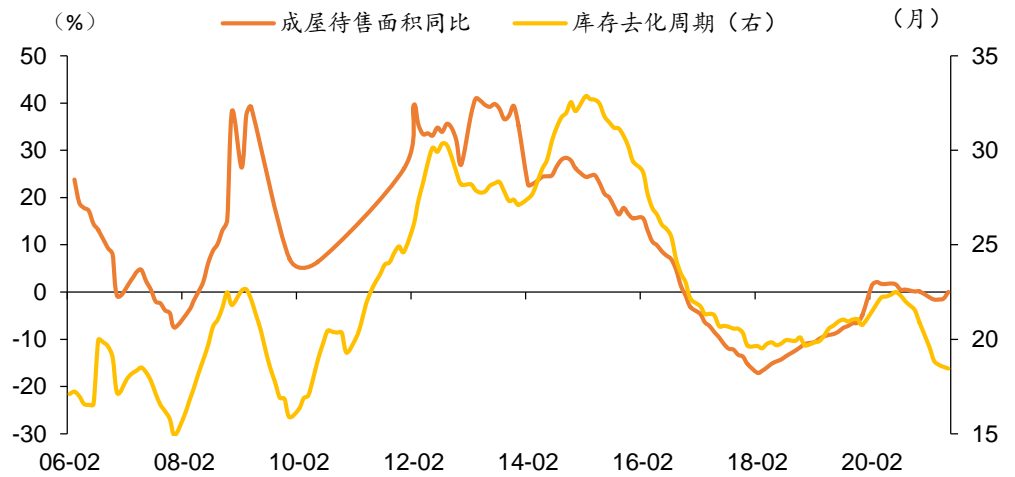


资料来源：Wind，德邦研究所

随着我国经济修复基本恢复常态，房地产市场的监管也在逐步趋严。在“房住不炒”的大框架下，“三道红线”规范房企的融资行为，“贷款集中度管理”限制资金大量流入地产领域，“集中供地”意图打压房企炒地，近期“重点房企购地监管”限制房企非理性扩张。在供给端严令监管的同时，需求层面房贷利率连续六月持续回升，地方调控出台政策数量达百次以上。在供给需求层面均有调控趋严的态势下，当前房地产市场的供给与需求的状况如何？究竟供需两端谁受的打压更为明显？库存作为供需较量的表征，当前库存的变化又是如何？

我们通过住宅新开工面积的累计值-住宅销售面积的累计值得出当前商品房库存存量。之后再库存存量除以近一年商品房销售面积的月度平均值得到去化周期，该指标与统计局公布成屋待售面积同比趋势一致。令人困惑的是，在今年供需两端各类政策的夹击之下，商品房库存居然呈现逐步下滑的态势。

图 3：商品房库存下行明显



资料来源：Wind，德邦研究所

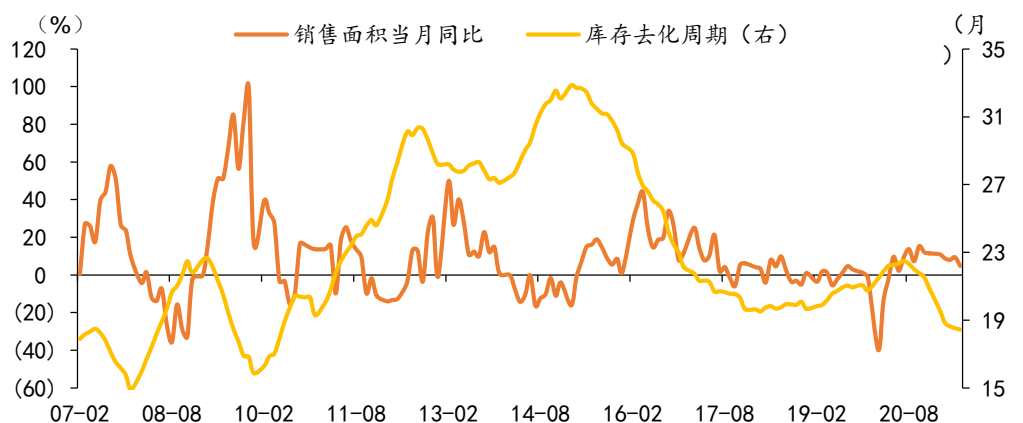
## 2. 供需双弱，供给尤甚

本文中我们以“土地购置面积同比”来表征房地产市场的供给，“商品房销售面积同比”来表征房地产市场的需求。与过去商品房销售决定库存变动趋势明显不同的是，近几年商品房销售变动的方向与库存变动的方向逐步趋同。今年与17,18年更是均体现为库存和销售同比呈现同步下滑的态势。这一现象存在两种可能的解释：

1) 当前销售下滑主要受基数影响，其绝对量仍处高位，因此需求的强劲带动库存走低。

2) 当前销售下滑确实表征市场需求冷淡，但由于商品房供给层面受到的制约更为明显，供需同步收缩的态势下，由于供给收缩更快，因此导致了商品房库存的回落。

图 4：库存与销售呈现同步下滑

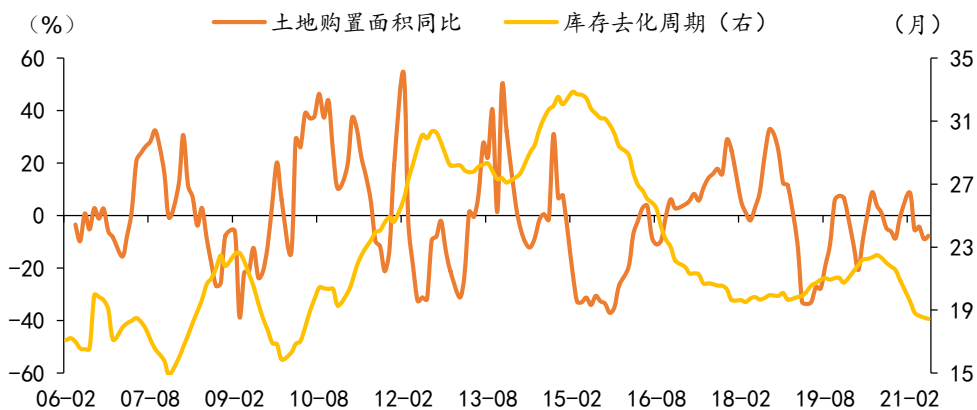


资料来源：Wind，德邦研究所

结合表征供给的土地购置指标来看，今年与17、18年完全不同。17、18年地产商购地面积持续抬升，在此情境下，商品房库存仍在持续走低，这体现了当时地产市场供需双旺的特征。事实上，当时正处“去库存”时期，棚改货币化去化了三四线城市将近2.5万亿平方米的库存。与过去明显不同的是，今年以来，库存下滑的同时，房企土地购置同比也在持续下滑，当前房地产市场似乎与第二种

解释更为贴合，体现为供需双弱的特性。

图 5：房地产市场体现为供需双弱



资料来源：Wind，德邦研究所

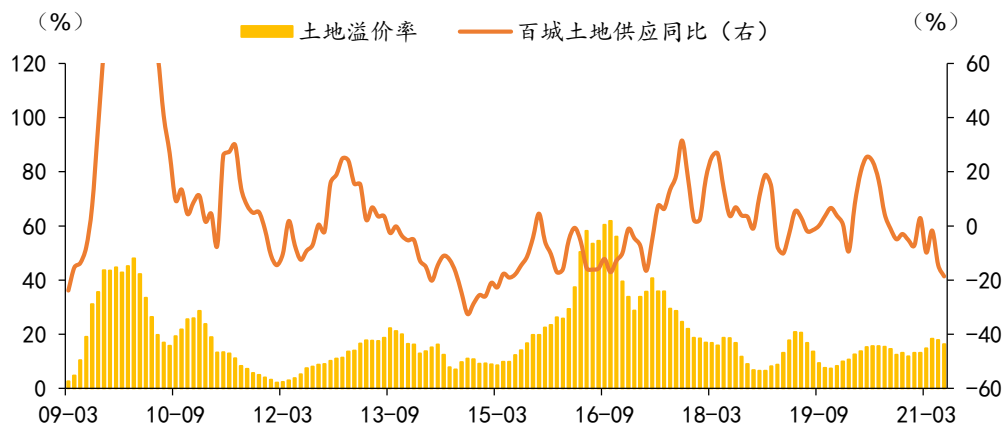
房企土地购置的羸弱或许存在以下几方面原因：

1) 土地供给不足，这或与集中供地相关。2020 年 22 个重点试点城市的土地出让金占全国比重约 37% 左右，截止 6 月底，22 城首批集中供地刚刚结束，其土地供应量大约占全年的三成左右，这或许是引致上半年土地供应偏弱的主要原因。年内预计还有两次集中供地窗口，根据各城公布土地供应计划来看，22 城的土地供应下半年或有增加。

2) 但除去上述 22 个城市以外的其他三四线城市，情况则不为乐观。根据贝壳研究院数据显示，2020 年统计监测的 163 个三四线城市中有 123 个城市有土地流拍，占比高达四分之三，其中 29 个城市流拍率高达 20%。在此背景下，今年以来三线城市的土地供给同比持续为负，棚改退出之后，下沉三四线投资建楼已不是房企的考虑选择。从总量来看，未来整体土地供给或仍将维持低位。

3) 房企资金层面的掣肘限制了其购地的能力。虽然 22 个集中供地城市近期的土地购置热情仍居高位，但这主要与首次集中供地相关。近日，重点房企被再度告知买地金额不能超过年度销售额的 40%，未来房企的购地热情将进一步受到压制。今年以来土地供给较少的同时土地溢价率却波澜不惊或对此也有所佐证。

图 6：土地供给较少，房企购地意愿同样不高

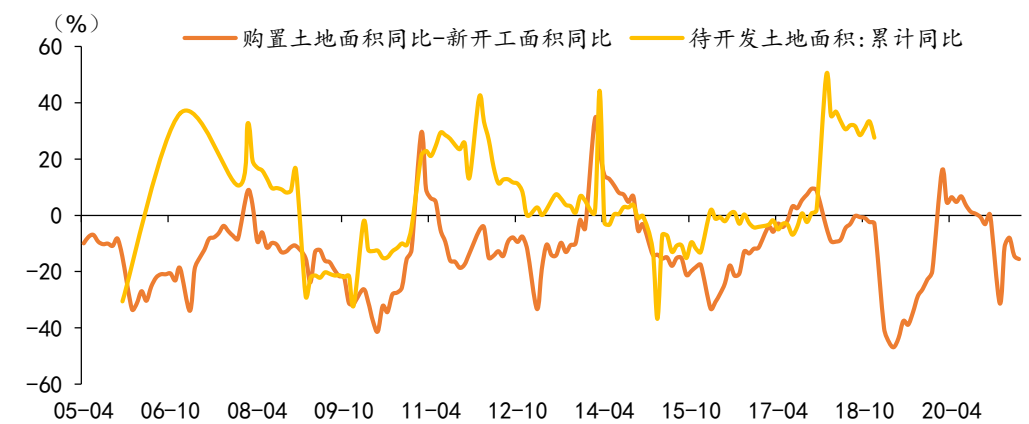


资料来源：Wind，德邦研究所

考虑到当前土地供应的羸弱叠加房企购地意愿的冷淡，房企土地库存的高低

变得至关重要。由于统计局 18 年以后已不再公布地产商土地库存数据，我们以土地购置面积同比减去新开工同比予以表征，历史上这两者之差与土地库存同比趋势基本一致。数据观测发现，疫情以来，地产商土地库存持续下滑。未来房企或逐步呈现“无房可卖”的态势。

图 7：地产商土地库存已处明显低位

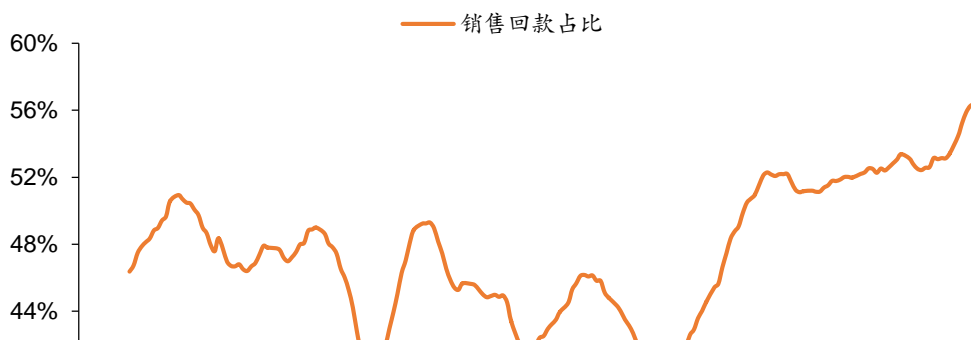


资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 销售低迷，融资承压

近年来，“高周转”（拿地开工-推盘预售-拿地开工）已成为房地产行业的主流运营模式。在过去“高周转”模式的影响下，销售回款逐步成为房企资金最为重要的组成部分。根据银行间市场利率的领先关系，未来一段时间房贷利率仍将持续上行，商品房需求或将延续当前持续下行的态势。叠加当前由于土地市场的弱势引致其高周转的能力越来越差，未来一段时间房企销售回款能力或将明显减弱。

图 8：地产商对销售回款的依赖达到历史顶峰



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\\_24682](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24682)

