

宏观深度 地产新局

相关研究报告

《宏观点评*基建投资亟需再提速》 2021-08-16

《宏观动态跟踪报告*12月经济增长数据点评：制造有亮点，消费待提振》 2021-01-19

《首席宏观报告*大力发展租赁住房是新发展格局下的必然之举》 2021-01-05

《宏观动态跟踪报告*11月经济增长数据点评：制造业投资大幅提速》 2020-12-16

《宏观动态跟踪报告*经济复苏正在“筑顶”》 2020-11-16

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号

S1060120100009

zhanglu150@pingan.com.cn

范城恺 一般从业资格编号

S1060120120052

fanchengkai146@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



■ 本篇报告系统梳理新冠疫情后我国房地产调控的新框架、房地产市场的新变化和新增长点，在此基础上对未来的房地产投资增速进行定量判断，以客观把握“稳房价、稳地价、稳预期”目标下的房地产市场走向。

■ 一、我国房地产调控的系统性新框架成型。疫情爆发后热点城市楼市回暖以及局部过热趋势，触发了房地产调控系统性地再升级。目前已形成了覆盖房企、金融机构、地方政府、居民各个维度的调控框架。

■ 二、今年以来我国房地产运行的特征。1、房地产销售出现温和回落的拐点，但仍是高景气下的温和回落。我国商品房销售面积的最大头是东部地区，且东部占据房地产投资半壁江山。2、房地产开发资金来源高度依赖销售回款。今年 6 月以来个人按揭贷款增速明显放缓，反映银行收紧个人住房贷款额度产生实质影响。3、房地产新开工持续负增引人担忧。2020 年土地成交显著增长，为后续新开工增长的潜力提供了保障。随着存量房屋施工充分推进，开发商可能重新将重心转向新开工，使得整体建筑安装投资存在接续。当然，2021 年以来由于集中供地政策的试点，土地供应减少，会对未来房屋施工增长的潜力构成一定压制。

■ 三、我国房地产发展的战略支撑。1、“住有所居”下货币政策或将更加调适。目前我国个人住房贷款利率仍处于历史中下水平，对应可以支撑大约 1%-6%的房地产销售面积增速，和 10%左右的商品房销售额增速。住房是人民群众对美好生活向往的一部分，作为总量政策的货币政策总体上会比较调适，而非一味从紧。2、“十四五”房地产市场的底层逻辑转换。进入“十四五”时期，交通基础设施建设的红利向城市群、都市圈转移，棚改货币化功成身退意味着三四线房地产市场的拉动力减弱。如此，我国房地产市场的底层逻辑正在发生悄然但重大的变革，即进一步转向以区域经济的高质量发展为依托，以农村人口和流动人口的市民化、以城市群和都市圈的一体化、以“住有所居”背景下的普惠性和改善型住房需求为主要增量来源。3、“十四五”关键词：改善性、市民化、城市群。当前我国人口流动大致呈现“由北向南、由中部向东西部”的格局。“十四五”人口向城市群、都市圈聚集意味着房地产也要同向聚集。通过加强周边城市群、都市圈的一体化发展，推动全国性建设用地、补充耕地指标跨区域交易，有助于平衡区域之间的人口增量与土地增量，从而实现稳房价、稳地价。

■ 四、我国房地产投资的韧性。我们从房地产投资的直接构成，以及房地产投资的资金来源角度，对后续房地产投资增速做定量测算。结果显示，2022 年我国房地产投资增速仍可保持在 5%以上，在稳健推进房地产金融宏观审慎管理的背景下，中期内应不存在过快下滑的风险。

正文目录

一、	我国房地产调控的系统性新框架成型	5
1、	房企维度：融资“三道红线”	5
2、	金融机构维度：房地产贷款“两个上限”	6
3、	地方政府维度：“两集中”试点稳地价	7
4、	居民购买维度：“四限”搭配“抢人大战”	8
二、	今年以来我国房地产运行特征	9
1、	房地产销售：高景气中现拐点	9
2、	房地产开发资金来源：高度依赖销售回款	10
3、	房地产投资：新开工持续负增引人忧	10
三、	我国房地产发展的战略支撑	12
1、	“住有所居”下货币政策更加调适	12
2、	“十四五”时期房地产底层逻辑转换	13
3、	“十四五”关键词：改善性、市民化、城市群	15
四、	我国房地产投资的韧性	19
1、	从房地产投资的直接构成角度	20
2、	从房地产投资的资金来源角度	20

图表目录

图表 1	一线城市学区房是本轮全国楼市启动的引擎	5
图表 2	2017-2019 年房地产投资增速稳步上扬	5
图表 3	2020 年以来房地产多维度全面调控框架建立	6
图表 4	今年以来房地产贷款占比偏离上限	7
图表 5	去年二季度以来房地产贷款增速降至均值以下	7
图表 6	2017 年以来土地供应增加，但地价继续上涨	8
图表 7	第二批集中供地推迟导致今年土地供应量缩减	8
图表 8	今年以来多城市放宽落户条件吸引人才	8
图表 9	本轮房地产销售高景气受东部地区拉动最大	9
图表 10	东部地区占全国房地产销售面积的 42%	9
图表 11	中国房地产投资增长主要看东部	10
图表 12	东部地区占到全国房地产投资的 52%	10
图表 13	今年房地产资金来源渠道之间明显分化	10
图表 14	6 月以来个人按揭贷款增速明显放缓	10
图表 15	近年来房地产资金来源中的其它费用占比上升	11
图表 16	疫情后房地产施工带动房地产投资提速	11
图表 17	土地购置费大约滞后土地成交 1 年	11
图表 18	扣除土地购置费的房地产投资主要体现施工	11
图表 19	今年以来房屋新开工面积持续负增长	12
图表 20	2020 年土地成交的增长提供了新开工的潜能	12
图表 21	我国个人住房贷款利率仍处低位	13
图表 22	我国城镇家庭住房拥有率达到 96%	13
图表 23	“十三五”期间，房价对于地区经济增长水平的溢价更高	13
图表 24	十三五期间，我国“八纵八横”高铁网基本成型	14
图表 25	十三五期间，棚改货币化安置增加的住宅销售额及对房地产投资的拉动	14
图表 26	2016-2019 年，我国改善性住房投资占比显著上升	16
图表 27	我国户籍人口城镇化率低于常住人口 18.5%	16
图表 28	我国二三线城市房价收入比仍低于 10 年前	16
图表 29	“十四五”规划中的城镇化空间格局示意图	17
图表 30	“十四五”长三角地区轨道交通规划大幅拓展	17
图表 31	中国 2016 年“灯光城市”规模与齐普夫法则	18
图表 32	中国人口由中部向东西部，由北向南流动	19
图表 33	2018 年下半年以来，西部大中城市房价涨幅大于全国平均水平	19
图表 34	按照土地成交总价推测土地购置费小幅减速	20

图表 35 预计房屋施工面积延续温和回落 20

图表 36 我国房地产投资下行阶段，都以资金来源增速的低点为界..... 21

图表 37 扣除销售回款的房地产资金来源增速近年来保持平稳 21

2016 年以来，房地产投资稳步上行，为中国经济平稳度过金融监管风暴、抵抗中美经贸冲突提供了重要的“压舱石”。新冠疫情后，中国房地产投资也较快复苏，截至今年 7 月房地产投资的两年平均增速接近 8%，再次成为中国经济的重要拉动力量。然而，伴随“学区房”领衔的楼市升温，政策贯彻“房住不炒”的决心更加坚决。去年 8 月以来，从房企“三道红线”到银行房贷占比“两个上限”，再到“集中供地”试点，以及多地加码买房“四限”政策，房地产调控形成了全方位、体系化的新框架。今年 7 月房地产投资增速出现明显回落，房屋新开工面积持续负增长，加重了市场对房地产投资走向的担忧。

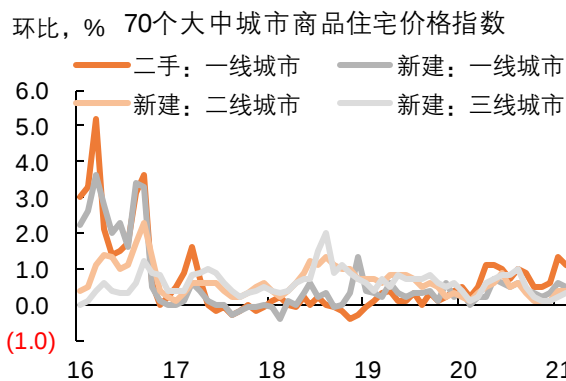
我们推出本篇报告，系统梳理疫情后房地产调控的新框架、房地产市场的新变化和新增长点，并在此基础上，对未来的房地产投资增速进行定量判断，以客观把握“稳房价、稳地价、稳预期”目标下的房地产市场走向。

一、我国房地产调控的系统性新框架成型

2020 年新冠疫情爆发后，对中国经济产生了极大冲击，但在货币宽松加码支持实体经济后，一线城市房价逐渐升温，二手住宅价格指数同比从 2019 年 12 月的 1.7%，升至 2021 年 3 月的 11.4%。“学区房”成为这一轮楼市升温的核心，学区房带动一线城市房价，一线城市房价再向二三线城市辐射，以致今年 4 月 30 日中央政治局会议首次点名“防止以学区房等名义炒作房价”。

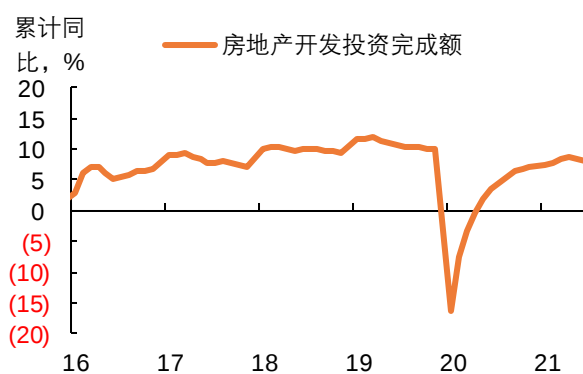
自 2016 年底中央经济工作会议上提出“房住不炒”以来，中国房地产市场保持了 3 年多的平稳发展。尤其是，2017-2019 年全国房地产投资增速稳步上扬，为经济增长提供了有力支持。而疫情爆发后热点城市楼市的回暖、以及局部过热的趋势，触发了房地产调控系统地再升级，目前已形成了覆盖房企、金融机构、地方政府、居民各个维度的调控框架。

图表1 一线城市学区房是本轮全国楼市启动的引擎



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 2017-2019 年房地产投资增速稳步上扬



资料来源:Wind, 平安证券研究所;注:2021 为两年平均

1、房企维度：融资“三道红线”

房企维度，划定“三道红线”约束重点房企融资。按监管要求，2021 年 1 月 1 日起，房企按照踩红线的数量分为“红橙黄绿”四档，对应的年度有息负债增速上限分别划定为 15%、10%、5%和 0%，进入降杠杆测试期。到 2023 年 6 月底 12 家试点房企的“三道红线”必须全部达标，到 2023 年底所有房企必须达标，即净负债率低于 100%、现金短债比高于 1、剔除预收款后的资产负债率

低于 70%。按照 2020 年 A 股上市房企年报数据，上市 124 家房企中，只有 43 家未踩红线，44 家踩中一道、20 家踩中两道、17 家踩中全部三道，房企降杠杆压力可见一斑。

图表3 2020 年以来房地产多维度全面调控框架建立

时间	简述	详述
2020/8/20	重点房企融资管理“三道红线”	住房和城乡建设部、人民银行联合召开重点房地产企业座谈会，提出重点房地产企业资金监测和融资管理规则，具体标准涵盖“三道红线”：（1）剔除预收账款后的资产负债率大于 70%；（2）净负债率大于 100%；（3）现金短债比小于 1 倍。根据“踩线”条数，房企被分为“红橙黄绿”四档，四档房企年度有息负债增速上限也被依次设定为 0、5%、10%和 15%。2021 年 1 月 1 日开始实施，2023 年底所有房企实现达标。2021/6/30，财联社报道称，央行已将“三道红线”试点房企商票数据纳入其监控范围，要求相关房企将商票数据随“三道红线”监测数据每月上报。
2020/11/30	地产信托专项排查	银保监会下发《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》，要求继续严控房地产信托规模，强化房地产信托穿透监管，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道；要求各地银保监局于 11 月 30 日前上报排查情况。
2020/12/31	房贷集中管理制度	央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中管理制度》，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。
2021/2/8	深圳等地陆续推出二手房参考价	今年以来，深圳、上海、西安、成都、宁波、三亚、东莞、广州等城市都陆续推出二手房参考价，以控制虚高挂牌、完善二手住房网签交易价。
2021/2/23	22 城土地供应“两集中”试点	全国多地自然资源和规划部门宣布，2021 年实行住宅用地“两集中”同步公开出让，涉及青岛、郑州、天津等 22 个城市，要求集中发布土地出让公告、集中组织出让活动，原则上发布公告全年不得超过 3 次。
2021/3/26	防止经营贷款流入房地产领域	银保监会、住房和城乡建设部、中国人民银行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，要求于 2021 年 5 月 31 日前完成排查工作。深圳（21.55 亿元）、广东不含深圳（2.77 亿元）、北京（3.4 亿元）、上海（3.39 亿元）等地金融监管部门先后发布了个人经营性贷款资金违规流入楼市的初步排查结果，合计 31.11 亿元的经营贷、消费贷等信贷资金违规流入房地产领域。
2021/6/4	土地出让收入划归税务部门	财政部、自然资源部、税务总局、人民银行公开了《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》，决定将由自然资源部门征收的上述四项非税收入，全部划转给税务部门负责征收。其中河北、上海等七地自 7 月 1 日开始试点，2022 年 1 月 1 日起在全国全面实施。
2021/7/23	持续整治市场秩序	7 月 23 日，住建部等 8 部门下发《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》指出，将在 3 年时间持续开展整治规范房地产市场秩序工作，重点整治房地产开发、房屋买卖、住房租赁、物业服务等领域群众反映强烈、社会关注度高的突出问题。
2021/8/25	北京“学区房”迎来最大利空	北京宣布，新学期将大面积、大比例推进干部教师轮岗制度，力争用三年时间实现轮岗交流试点单位东城区的义务教育阶段学校干部教师 100%轮岗。上海、深圳也陆续传出“教师轮岗”消息。

资料来源：平安证券研究所

2、金融机构维度：房地产贷款“两个上限”

金融机构维度，设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比“两个上限”，严控房地产信托规模、防止经营贷款流入房地产领域，开展专项排查工作。同样从 2021 年 1 月 1 日起，央行将银行业金融机构根据规模划分为五档，要求第一档的个人住房贷款占比不得超过 32.5%，房地产贷款（包括个人住房贷款）占比不得超过 40%，其它各档的上限依次递减。

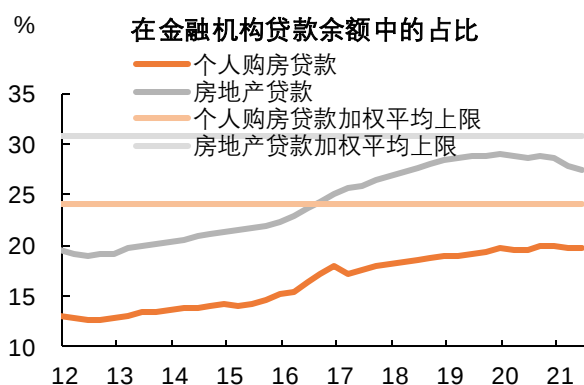
房地产融资收紧压力更多集中在房企贷款上。按照 2020 年各银行贷款总额计算各档权重，得到银行业金融机构个人住房贷款占比的加权平均上限约为 24%，房地产贷款占比的加权平均上限约为

30.9%。2020 年底，主要金融机构个人购房贷款占比为 20%，距离上限有 4 个百分点差距；而房地产贷款占比为 28.7%，距离上限差距仅 2.2 个百分点。

目前针对金融机构调控已经取得了明显效果。截至 2021 年二季度末，主要金融机构个人购房贷款占比小幅下降到 19.7%、房地产贷款占比大幅下降到 27.4%，距离上限差距扩大到 3.5 个百分点。去年二季度以来，房地产贷款存量增速就下降到总体贷款增速之下，并持续走低。

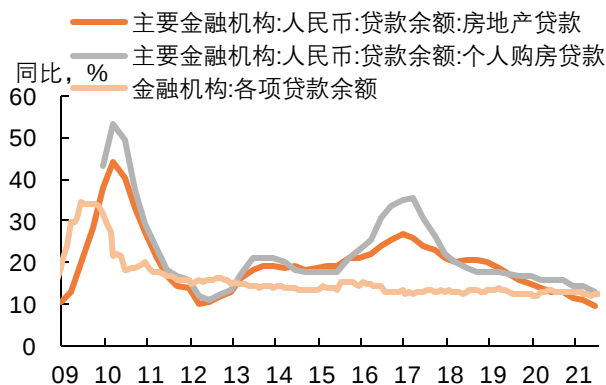
但从以下几方面来看，房地产贷款比例的压缩还将进一步深入：1) 上市银行发布的数据，2021 年二季度，六家大型银行中邮储和建行的个人住房贷款占比仍然超限，中型银行中北京银行、招商银行和兴业银行的两项房贷占比均仍超限，中信银行的个人住房贷款占比超限。可见银行房地产开发贷款的压缩力度较大，但还有进一步压缩两项房贷比例的需要。2) 按监管要求，满足占比要求的银行也需要保持房地产贷款、按揭贷款的比重基本稳定，房贷也没有大幅增长空间。3) 今年上半年，16 家大行和股份行中，有 10 家的房地产业贷款不良率上升，升幅较大的包括工商银行、渤海银行、浦发银行、招商银行等。房地产开发贷款的资产质量下降，也会影响银行放贷的意愿。

图表4 今年以来房地产贷款占比偏离上限



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表5 去年二季度以来房地产贷款增速降至均值以下



资料来源:Wind, 平安证券研究所

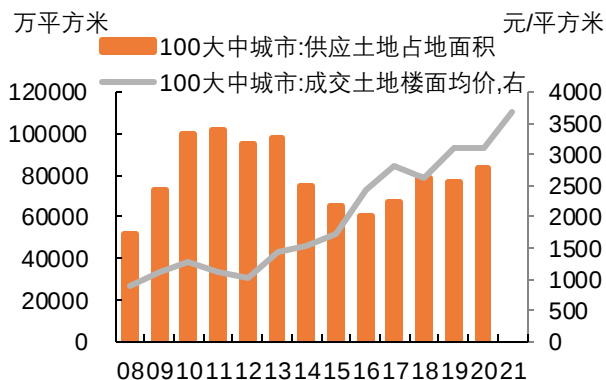
3、地方政府维度：“两集中”试点稳地价

地方政府维度，通过试点 22 城住宅用地“两集中”出让，实现稳地价、从而稳房价，将土地出让收入划归税务部门，亦向弱化“土地财政”迈出了一小步。2017 年以来，地方政府土地供应面积显著增加，但于此同时，成交土地楼面均价仍在进一步上涨。这与房企抢占市场规模的冲动有关，也埋下了后续房价进一步上涨的隐患。集中供地的目的就是，削弱房企参与拍地的能力（参拍地块受到房企资金来源的约束）、增加同一时间土地的供应量，从供需两端抑制地价上涨。

然而，今年第一批集中供地却与上述目标背道而驰。由于今年累计土地供应减少、房企抢占市场规模冲动不减，成交土地楼面均价反而进一步大幅上涨。中指院数据显示，2021 年上半年，其监测的 22 个重点城市全部完成首批集中供地出让，合计成交住宅用地规划建筑面积 11126 万平方米，整体成交楼面均价为 9591 元/平方米，较 2020 年均价上涨 38.3%。

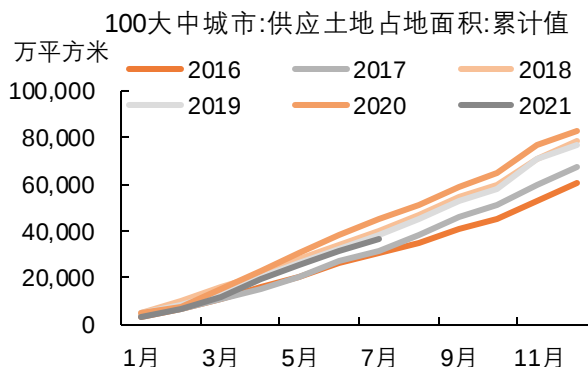
这使得第二批集中供地“难产”，长沙、深圳、青岛、天津、上海等地相继发布公告推迟第二批集中供地时间。截至 8 月末，本应在 7 月开启的集中供地迟迟未能大面积推出。各地纷纷对土拍规则“打补丁”，引入“竞品质”要求和“摇号”模式，有效抑制地价上涨的模式仍有待探索。

图表6 2017 年以来土地供应增加，但地价继续上涨



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表7 第二批集中供地推迟导致今年土地供应量缩减



资料来源:Wind, 平安证券研究所

4、居民购买维度：“四限”搭配“抢人大战”

居民购买维度，“因城施策”特征依然鲜明，热点城市进一步完善“四限”政策（限购、限贷、限售、限价）。同时，不少城市也在积极推进人才引进政策，一定程度上缓和紧缩性调控政策的影响。今年 1-7 月，北京、上海、杭州、深圳、广州、南京、宁波、合肥、成都、东莞等热点一二线城市进一步完善区域“四限”政策，湖州、无锡、南昌、丽水、衢州、绍兴、徐州、嘉兴、江山等三四线城市也加入调控行列。长沙、大连、石家庄、苏州、佛山、郑州、青岛、福州、镇江、南通等二三线城市进一步通过人才引进、放宽落户、或上调住房公积金贷款最高额度等方式，为地方楼市发展注入活力；北京、上海、广州、南京等一二线城市在人才引进方面亦呈积极态度。

根据 2019 年底中办、国办发布的《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，要求全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件；完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策，精简积分项目，确保社会保险缴纳年限和居住年限分数占主要比例。同时，试行以经常居住地登记户口制度。在畅通人口流动的顶层要求下，城市“抢人大战”已经启动。

图表8 今年以来多城市放宽落户条件吸引人才

时间	城市	政策简述
2021/1/1	福州	全面放开落户条件，不设学历、年龄、就业创业限制，外省市人员均可申请在福州市落户，六县（市）、长乐区人员均可申请在五城区落户。

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_26577

