

宏观

证券研究报告

2021年09月22日

房地产投资下行才刚开始，关注短期政策底的可能性

8月房地产数据继续全线下滑，既有近期商品房销售景气度走弱、今年房地产融资大幅收缩的影响，也叠加了近三年行业去杠杆政策的累积效应。当前房地产投资的下行压力已然加剧，而且这一过程可能才刚开始。

房地产政策的长期方向无需多言，关系到我国经济增长动能切换、产业结构优化调整、居民消费潜力释放、缩小贫富差距实现共同富裕、防范化解系统性金融风险等诸多重要问题，宏观政策已经几乎不可能将刺激房地产作为短期稳增长的手段。

关键在于，如何在动态实现长期目标的过程中适当平衡短期压力？主要途径可能在于两方面：一是持续加大对高新技术产业的支持力度，二是在控制隐性债务的前提下提高财政积极性；除此之外，我们提示关注房地产业出现短期政策底的可能性。

风险提示：房地产政策定力超预期；房地产业风险暴露程度超预期；房地产下行压力超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-港股为什么假期大跌-9月第4周资产配置报告》
2021-09-21
- 2 《宏观报告：9月资产配置报告》
2021-09-17
- 3 《宏观报告：风险定价-周期股的核心在供给-9月第3周资产配置报告》
2021-09-14



内容目录

一、今年以来的情况：销售景气度回落，融资剧烈收缩	3
二、近三年的情况和今年的新变化：房企土储持续去化，开工降至负增长	4
三、关注房地产出现短期政策底的可能性	5

图表目录

图 1：各线城市商品房销售面积的两年同比	3
图 2：房地产贷款余额占比和个人房贷余额占比分别较去年底下降 1.3%和 0.2%	4
图 3：房地产贷款增速和个人房贷增速持续回落（%）	4
图 4：百强房企土储去化周期预计在年底降至 3 倍以下	5
图 5：竣工加速、新开工负增长，房地产投资增速面临较大下行压力	5
图 6：高技术制造业投资连年高速增长，占比已经超过 20%	6
表 1：央行工作论文测算的 2021-2025 年我国潜在产出增速	6

8月房地产数据继续全线下滑。看两年复合同比增速，**销售和拿地大幅回落**：商品房销售面积增速-2.0%（前值0.1%），商品房销售额增速1.6%（前值4.1%），土地购置面积增速-10.8%（前值0.5%）；**开工维持负增长**：房屋新开工面积增速-7.7%（前值-6.5%）；房地产开发投资增速5.9%（前值6.4%），房地产施工面积增速8.4%（前值9.0%）；**唯一上升的是竣工**：房屋竣工面积增速7.6%（前值4.0%）。

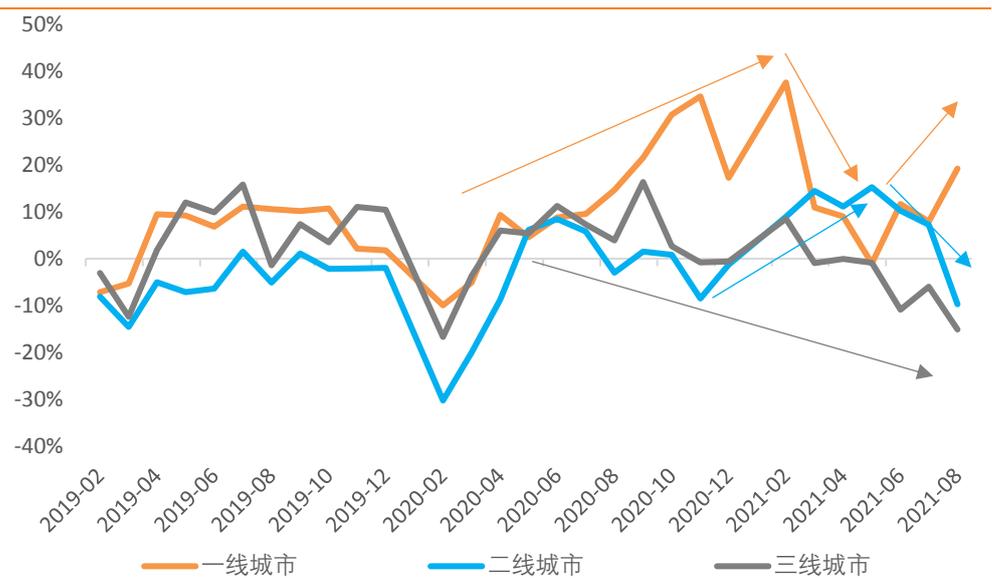
房地产数据的全线下滑，既有近期商品房销售景气度走弱、今年房地产融资大幅收缩的影响，也叠加了近三年行业去杠杆政策的累积效应。我们在此前的多篇报告中对下半年的房地产下行压力做过阐述（详见7月16日《二季度数据强在哪？弱在哪？》、8月17日《7月数据全线回落——疫情洪涝还是内生压力？》）。当前房地产投资的下行压力已然加剧，而且这一过程可能才刚开始。

一、今年以来的情况：销售景气度回落，融资剧烈收缩

商品房销售景气度正在回落。上半年商品房销售的高景气主要是由内生性需求释放主导，核心逻辑是大城市、中高收入群体受疫情冲击小、收入恢复快，而且更多受益于疫情期间宽松政策带来的财富效应，购房需求提升。因此，上半年商品房市场表现为结构性高景气，一二线城市销售复苏早、景气高，相比之下三四线城市销售复苏慢、景气弱。这是经济后周期内生性需求释放的逻辑，而非金融条件放松或刺激的早周期逻辑。

下半年以来，随着经济复苏见顶回落、内生需求释放完毕，叠加针对购房的金融和资格条件进一步收紧，商品房销售景气度较快回落。

图1：各线城市商品房销售面积的两年同比

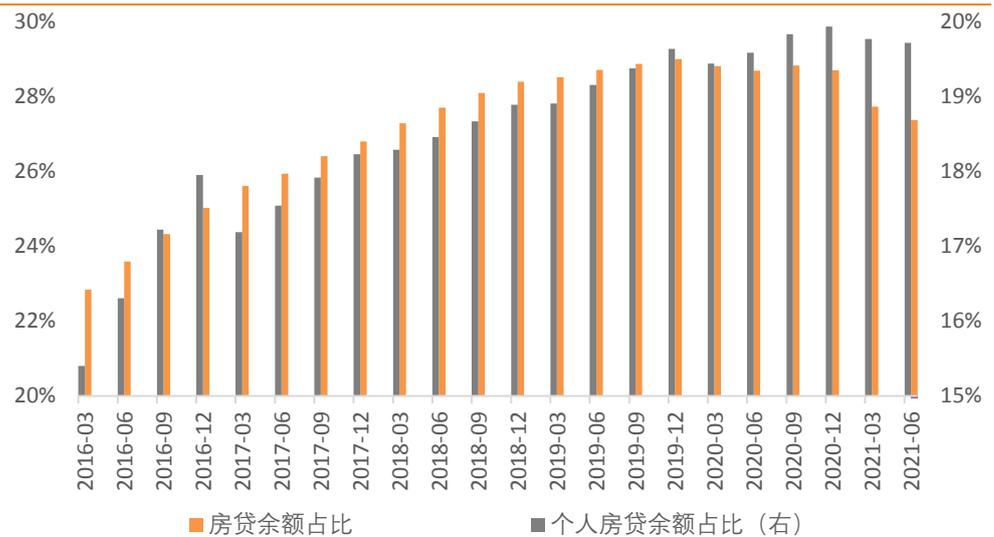


资料来源：WIND，天风证券研究所

与此同时，**房地产融资环境大幅收紧。**去年底央行及银保监会发布《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》时，我们曾在报告《房贷集中度管理的宏观影响有多大》中进行过测算，央行在答记者问中也表示“大部分银行业金融机构符合管理要求”，并且对贷款占比达标的银行要求保持贷款占比基本稳定、对贷款占比超标2%以内和以上的机构设置了2年和4年的过渡期，因此估计房地产融资的收缩力度会相对温和。

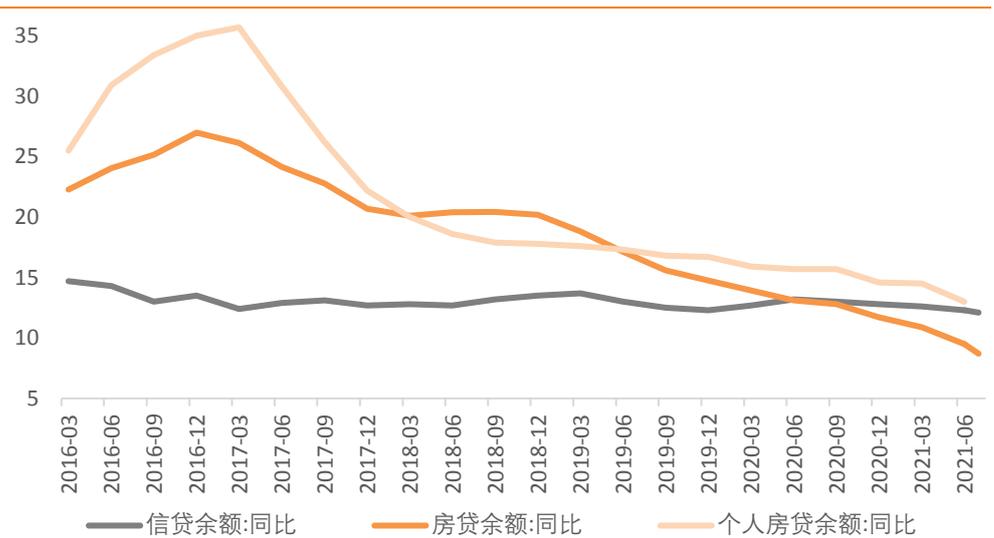
然而政策的实际执行力度明显高于预期。截至今年年中，房地产贷款余额同比增速从去年底的11.7%降至9.5%，较人民币贷款余额增速低2.8%，其中个人房贷增速从去年底的14.6%降至13.0%，较人民币贷款余额增速高0.7%。相应的，房地产贷款余额占比较去年底下降1.3%至27.4%，个人房贷余额占比较去年底下降0.2%至19.7%，已经低于第二档银行的占比上限；而银保监会近期表示7月底房地产贷款同比增速进一步降至8.7%，压降速度较上半年进一步加快。整个上半年，房地产贷款余额增长1.2万亿，其中个人房贷余额增长2.14万亿，由此可见上半年针对房企的贷款余额净减少了9400亿。

图 2：房地产贷款余额占比和个人房贷余额占比分别较去年底下降 1.3%和 0.2%



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：房地产贷款增速和个人房贷增速持续回落 (%)



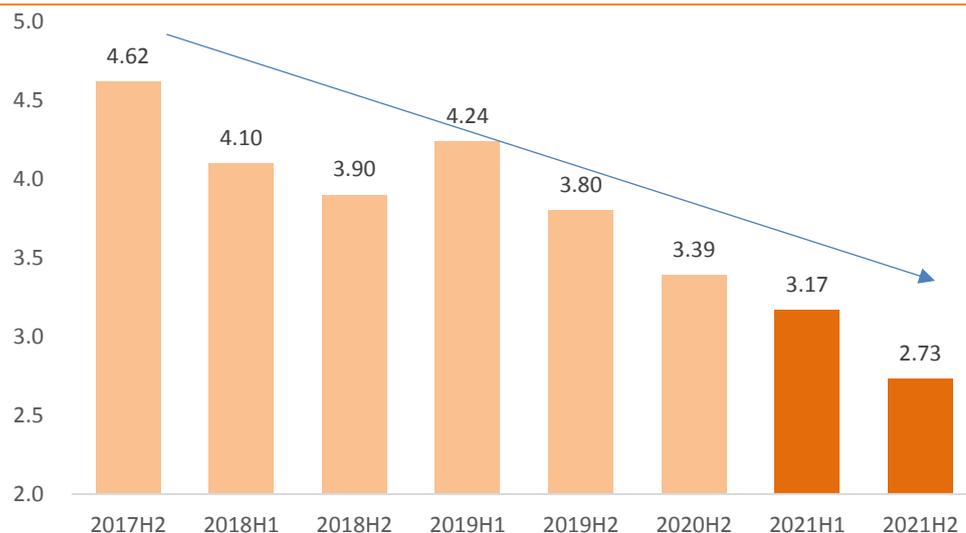
资料来源：WIND，天风证券研究所

二、近三年的情况和今年的新变化：房企土储持续去化，开工降至负增长

近年去杠杆政策的累积效应也在显现。近年涉及房地产监管的主要政策，例如三道红线、房贷集中度管理、影子银行融资等，核心都着力于削弱房地产业的金融属性，要求房企缩表、降杠杆，直接结果是**房企土储持续去化**。经过连续三年的去库存，百强房企的土储去化周期（土储面积/年度销售面积）已经从 2017 年底的 4.6 倍降至 2020 年底的 3.4 倍，这一指标的历史均值在 4 倍左右。

今年的集中供地进一步加剧了土储去化。上半年，地方将供地量限制在较低水平，在商品房销售景气度较高、房企拿地热情较高的背景下，造成土地供不应求，导致土地溢价率上升、房价涨幅上升，房企拿地锐减、地方收入不减。下半年以来，随着商品房销售热度回落、房地产融资持续收紧，房企拿地热情快速下降，因此即便限制了土地溢价率，土地成交量仍然继续下滑。房企土地购置面积在 19 年 1-8 月同比-25.6%、20 年 1-8 月同比-2.4%的情况下，今年 1-8 月继续下降至同比-10.2%，**按照这一趋势，预计年底土储去化周期降至 2.7 倍。**

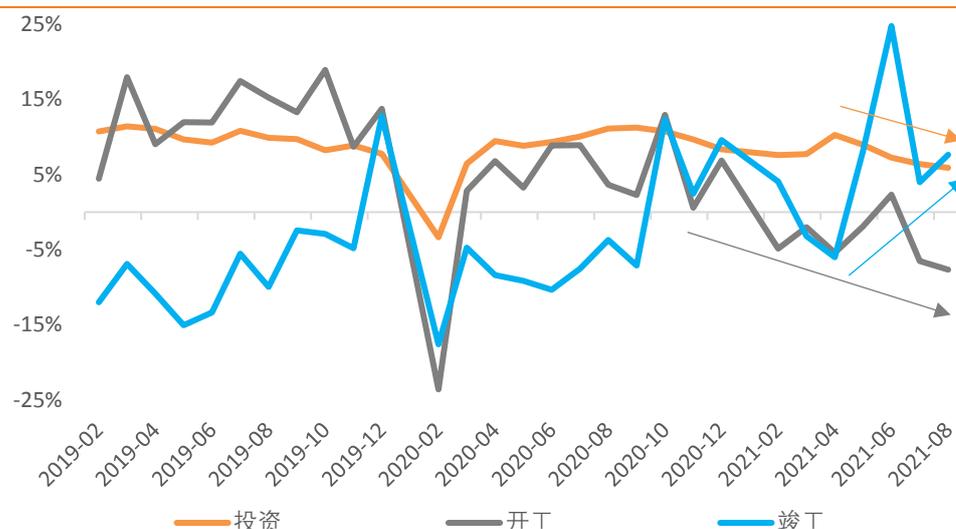
图 4：百强房企土储去化周期预计在年底降至 3 倍以下



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

受此影响，房企普遍土储不足，新开工面积连续负增长，房地产投资下行压力持续加大。今年上半年房地产投资增速韧性较强，主要得益于三道红线推动房企加速施工，目的是尽快竣工交付、确认收入、结转利润、做大权益。施工加速后，5 月以来房屋竣工面积增速已经大幅增长（后端），叠加新开工面积持续负增长（前端），存量项目施工面积增速也在快速减弱（中端），房地产投资增速面临较大下行压力，而且这一过程可能才刚开始。

图 5：竣工加速、新开工负增长，房地产投资增速面临较大下行压力



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_26816

