

# 度过调整，趋向稳定

## 2022年房地产投资增速分析与预测

### 评级及分析师信息

**宏观首席分析师：孙付**  
邮箱：sunfu@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120520050004  
联系电话：021-50380388

**宏观研究助理：李紫洋**  
邮箱：lizy2@hx168.com.cn  
联系电话：021-50380388

### 投资要点：

- ▶ **本轮房地产政策从显著收紧迈向边际松动，以促进市场健康稳定发展**

2010年至今，我国经历了3轮房地产调控周期。去年下半年以来房地产调控政策再次明显收紧：收紧房企融资渠道，约束房企融资扩张速度，房企维度的是“三道红线”，金融机构维度的是“两个上限”。

在抑制投机炒房、稳定楼市预期方面得到良好成效后，政策将更加优化，满足刚需群体的购房需求。央行货币政策委员会三季度例会明确要求“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。根据10月金融数据，居民中长期贷款企稳回升，显示房地产销售端信贷需求逐步得到满足。

展望未来，我们认为随着政策的边际放松，房地产销售或将由低点小幅回暖，但“房住不炒”的基调不会改变，房地产市场重回“爆发式”增长的可能性不大。

### ▶ 房地产销售与投资关系

房地产销售端不景气将导致房企减少项目投资，对一段时间后的房地产开发投资完成额增速产生影响。从历史数据看，房地产投资增速变化一定程度滞后，销售面积增速降幅每扩大2个百分点，房地产投资增速降幅约增加1个百分点。

### ▶ 2022年房地产投资增速预判

预计房地产开发投资单月增速将在明年3月触底，同比增速降至-10.9%附近。预计2022年全年房地产开发投资增速在-2.4%附近。其中：

土地购置费：根据土地成交价款与土地购置费关系，预计土地购置费增速将在明年2月达到低点，同比增速降至-17%左右，明年全年增速-1%附近。

建安投资：根据其与新开工面积关系，预计建安投资增速将于明年6月份触底，同比增速降至-10%左右，明年全年增速-3.2%附近。

### 风险提示

宏观经济基本面、房地产调控政策出现超预期变化。

## 正文目录

1. 2010年至今的三轮地产调控周期.....	3
2. 本轮房地产政策从显著收紧迈向边际松动，以促进市场健康稳定发展.....	4
3. 本轮调控如何影响房地产投资？.....	6
3.1. 从房地产销售与投资关系预测.....	6
3.2. 从房地产投资结构进行拆分预测.....	8
4. 总结：预计明年房地产开发投资全年增速-2.4%.....	12
5. 风险提示.....	13

## 图表目录

图 1 2010年至今我国的3轮房地产调控周期.....	3
图 2 去年7月起房地产销售有所升温.....	4
图 3 商品房单月销售面积.....	6
图 4 房地产投资跟随房地产销售回落，滞后期约12个月.....	7
图 5 预计房地产投资复合增速回落约9.4个百分点（2021年起为两年复合增速）.....	8
图 6 近两年土地购置费占房地产开发投资比重稳定在37%附近.....	9
图 7 土地成交价款对土地购置费具有较明确的领先性.....	10
图 8 新开工面积可作为预测建安投资的先行指标.....	11
图 9 新开工面积受土地成交规模影响.....	11
图 10 预计房地产开发投资单月同比增速将在明年8月转正.....	12
图 10 预计明年房地产开发投资全年增速-2.4%.....	12
表 1 “三道红线”与“两个上限”收紧房企融资.....	5
表 2 历轮调控周期房地产销售与投资增速降幅.....	7
表 3 房地产开发投资增速预测（至2022年底）.....	11

## 1. 2010 年至今的三轮地产调控周期

2010 年至今，我国经历了 3 轮房地产调控周期。2010 年初-2012 年初、2013. 02-2015. 03 以及 2016 年底-至今为 3 轮调控政策收紧期，2012. 02-2013. 02 以及 2015. 03-2016. 12 为 2 轮调控政策放松期。（由于 2020 年起疫情带来的同比数据异常，图 1 采用截至 2019 年年底的销售数据划分。）

图 1 2010 年至今我国的 3 轮房地产调控周期



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

**2010 年初-2012 年初为房地产市场调控政策收紧时期。**2009 年 12 月国务院常务会议就促进房地产市场健康发展提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措（“国四条”），拉开了调控房地产市场、遏制房价过快上涨的序幕。2010 年 1 月，国务院办公厅发出《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（“国十一条”），包含增加保障性住房和普通商品住房有效供给、合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求、加强风险防范和市场监管、加快推进保障性安居工程建设、落实地方各级人民政府责任等五个方面内容，对房地产市场进行调控。受政策影响，商品房销售面积增速由 2009 年的超过 50% 大幅回落至 2012 年初的负增长。

**2012. 02-2013. 02 为房地产市场调控政策放松时期。**2012 年 2 月，以释放刚需、满足首套房贷款需求为目的的政策微调在多地开展，同时央行在 2012 年的 6、7 月份连续两次降息，货币政策明显放松，地产市场逐步回暖，房地产销售面积同比增速止跌回升，并快速重回前高。

**2013. 02-2015. 03 为房地产市场第二轮调控政策收紧时期。**2013 年 2 月国务院常务会议确定五项加强房地产市场调控的政策措施，并发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》（国办发〔2013〕17 号），要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定房价工作的考核问责制度。从商品房销售面积看，

政策发布后，商品房销售由 2013 年初的高增速再次降至 2014 年的同比明显回落，部分地区房地产存量大增。

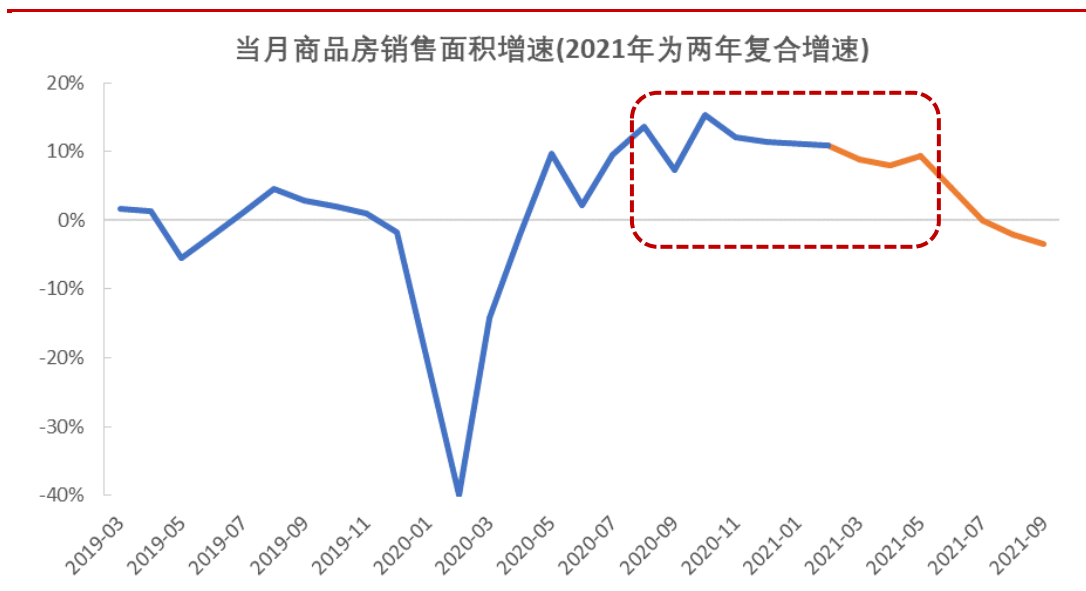
**2015.03-2016.12 为房地产市场调控政策的另一轮放松周期。**2015 年 3 月“330 新政”推出，将二套房最低首付比例调整为不低于 40%，同时将个人住房转让免征营业税的期限下调，政策放松力度超过市场预期。同年 12 月，中央城市工作会议上指出，明年经济社会发展五大任务之一是化解房地产库存，随后多地出台刺激房地产市场发展的措施。此外，2015 年 1 月开始实施的《公司债券发行与交易管理办法》将公司债的发行主体范围扩大，房企明显受益。受到调控政策放松影响，2015 年内商品房销售面积增速由负转正，并在 2016 年再次呈现“两位数”上涨态势。

**2016 年底至今，房地产调控政策保持较强连续性，可视为一轮调控政策收紧周期。**2016 年 12 月中央经济工作会议首次提出，“房子是用来住的，不是用来炒的”，此后，与房地产相关的部门陆续出台了与之相配套的政策，涉及到房企融资、购房者信贷等方面。受此影响，2017 年开始商品房销售面积增速持续回落，2018 和 2019 年商品房销售面积增速在 0 附近小幅波动。

## 2. 本轮房地产政策从显著收紧迈向边际松动，以促进市场健康稳定发展

2020 年起受疫情影响，从商品房销售面积累计同比值难以直观观察房地产销售情况。将数据折算成单月可以发现，**商品房销售面积增速（2021 年起为两年复合增速）从去年 7 月直到今年 5 月均保持 7% 以上的增速，房地产市场略有升温。**面对再次呈现扩张的房地产市场，政策层面多次强调坚持“房住不炒”：收紧房企融资渠道，约束房企融资扩张速度，房企维度的是“三道红线”，金融机构维度的是“两个上限”。

图 2 去年 7 月起房地产销售有所升温



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

房企维度，“三道红线”锁住房企有息负债增长空间。2020 年 8 月 20 日，住建部联合央行对房企融资划定了“三道红线”，所谓的“三道红线”是指企业剔除预收

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1 倍，“三道红线”锁住了房企有息负债的增长空间，第一批试点的 12 家企业 2020 年有息负债率 23.18%，较上年下行 2 个百分点，而非试点房企有息负债率则维持在 30% 的高位。随着后续试点范围的不断扩大，房企有息负债率仍有较大下行空间。

金融机构维度，“两个限制”进一步压制房地产贷款比例。央行、银保监会在 2020 年 12 月 31 日发布《建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，通知中按照金融机构规模划分了五档，分别限定了其房地产贷款占比与个人住房贷款占比上限，

对于超出上限的金融机构，通知规定“须制定业务调整过渡期内逐步达到管理要求的调整方案，明确向管理要求边际收敛的具体举措”。在政策调控下，2021 年 Q2，贷款余额中房地产贷款同比增速 9.5%，创下 2012 年以来新低，个人购房贷款同比 13%，也接近历史低位。

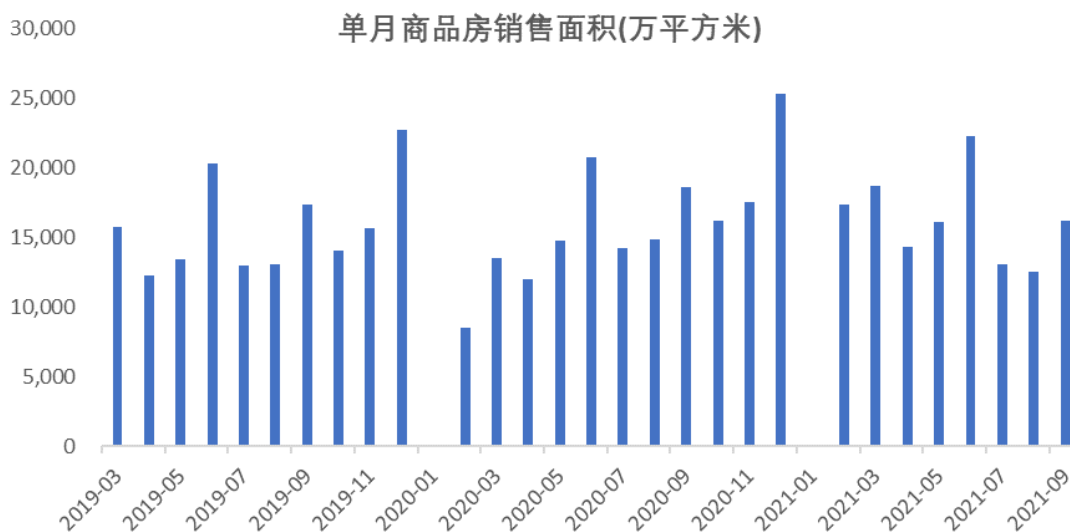
表 1 “三道红线”与“两个上限”收紧房企融资

时间	政策来源	政策内容
2020 年 8 月 23 日	住建部、央行联合召开房地产企业座谈会	“三道红线”：房地产企业剔除预收账款的资产负债率不得大于 70%；净负债率不得大于 100%；现金短债比不得小于 1。若三项指标全部“踩线”，有息负债不得增加；若指标中两项“踩线”，有息负债规模年增速不得超过 5%；若只有一项“踩线”，有息负债规模年增速可放宽至 10%；若全部指标符合要求，则有息负债规模年增速可放宽至 15%。
2020 年 12 月 31 日	《建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	按照金融机构规模划分为五档，分别限定了其 <b>房地产贷款占比</b> 与 <b>个人住房贷款占比</b> 上限。对于个人住房贷款，第一档至第五档的占比要求分别为不超过 32.5%、20.0%、17.5%、12.5%以及 7.5%；对于房地产贷款，第一档至第五档的占比要求分别为不超过 40.0%、27.5%、22.5%、17.5%和 12.5%；三四五档银行占比可在增减 2.5% 的范围内进行调整。超出上限的金融机构，须制定业务调整过渡期内逐步达到管理要求的调整方案，明确向管理要求边际收敛的具体举措。

资料来源：人民银行网站，华西证券研究所整理

**政策控压下，房贷利率继续上行，居民中长贷同比少增。**近期多地房贷利率密集上调，全国层面，个人住房贷款加权平均利率由 Q1 的 5.37% 上升至 Q2 的 5.42%，房贷利率的进一步上行增加了居民的购房成本。而居民中长期贷款自 5 月份以来呈现持续少增态势，8 月新增居民中长期贷款额度较去年少增 1312 亿元，表明政策控压下居民房贷趋于下行。

图 3 商品房单月销售面积



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

在抑制投机炒房、稳定楼市预期方面得到良好成效后，政策将更加优化，满足刚需群体的购房需求。9月24日召开的央行货币政策委员会2021年第三季度例会，明确要求“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。随后央行座谈会上，强调衔接好今年下半年和明年上半年的信贷工作，因此明年上半年计划投放的部分贷款，或提前到今年下半年投放。

11月12日，人民银行、银保监会分别召开党委会议，传达学习党的十九届六中全会精神，会议提及房地产相关内容。央行党委召开的会议表示，要维护房地产市场平稳健康发展。银保监会召开的会议表示，要稳地价、稳房价、稳预期，遏制房地产金融化泡沫化倾向，健全房地产调控长效机制，促进房地产业稳定健康发展。

在近期房地产销售和投资数据明显下滑，部分房企资金链紧张、出现债券违约等风险事件的背景下，近期监管层释放地产政策利好。根据公众号“政事堂 2019”以及网络信息，近期政策利好具体集中在三个方面：一是并购债务可以不全计入“三道红线”，二是重启房企国内融资渠道（包括ABS、中票等），三是开发贷和住房按揭贷款的松动与提速。

根据最新公布的10月金融数据，以房贷为主的居民中长期贷款在连续5个月同比减少增后企稳回升；10月末，个人住房贷款余额37.7万亿元，当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元，数据显示房地产销售端信贷需求逐步得到满足。

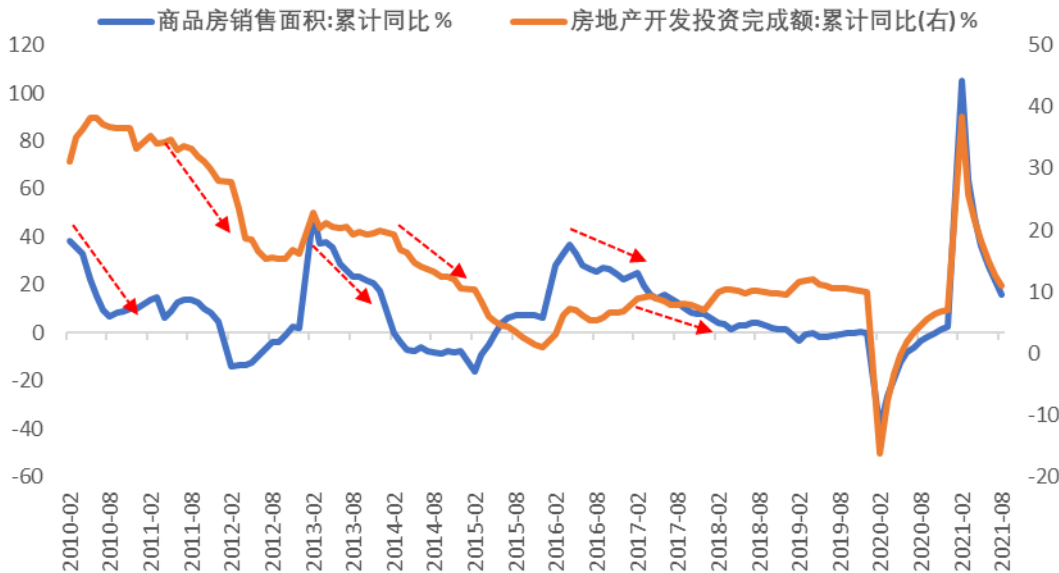
展望未来，我们认为随着政策的边际放松，房地产销售或将由低点小幅回暖，但“房住不炒”的基调不会改变，房地产市场重回“爆发式”增长的可能性不大。

### 3. 本轮调控如何影响房地产投资？

#### 3.1. 从房地产销售与投资关系预测

房地产调控政策收紧时期，商品房销售增速应声回落。销售端不景气的情况下，房企将减少项目投资，从而对一段时间后的房地产开发投资完成额增速产生影响。观察 2010 年以来商品房销售面积增速与房地产开发投资完成额增速关系，可以发现三轮房地产调控政策收紧周期均造成房地产开发投资完成额增速下滑，且滞后时间均在 12 个月左右。

图 4 房地产投资跟随房地产销售回落，滞后期约 12 个月



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

从增速降幅来看，2010-2012 年房地产调控政策收紧时期，商品房销售面积累计增速下降 52 个百分点，房地产开发投资完成额累计增速降幅在 20 个百分点；2013-2015 年房地产调控政策收紧时期，商品房销售面积累计增速下降 28 个百分点，房地产开发投资完成额累计增速降幅为 14 个百分点；2017 年房地产调控政策收紧周期，商品房销售面积累计增速回落约 8 个百分点，房地产开发投资完成额累计增速下降约 3 个百分点。从历史数据看，大约商品房销售面积增速降幅每扩大 2 个百分点，房地产开发投资完成额降幅增加 1 个百分点。

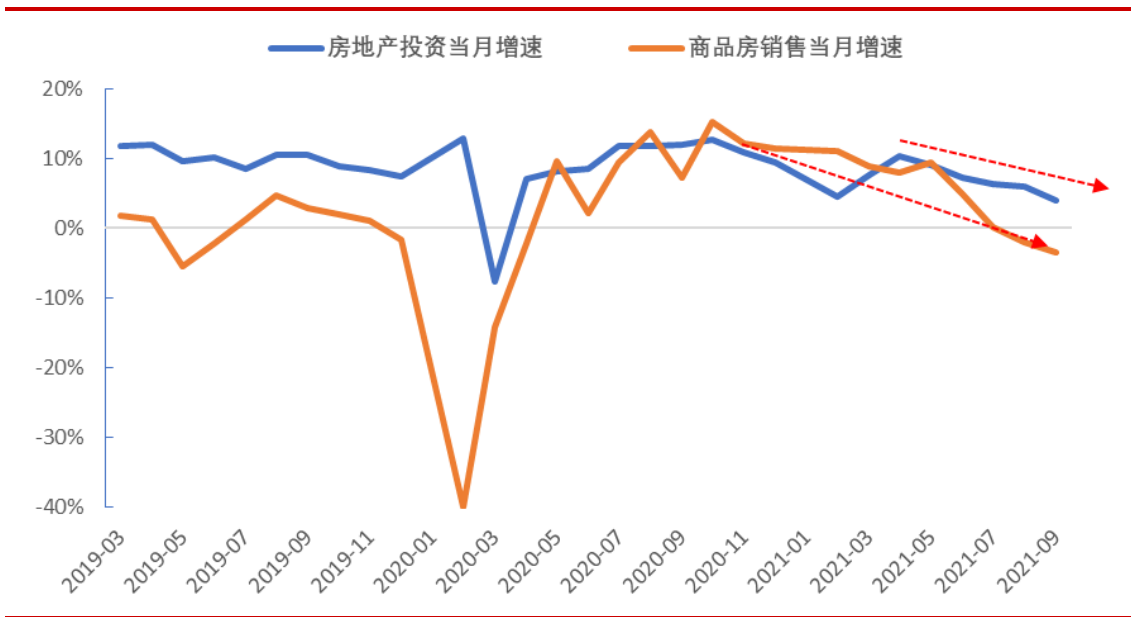
表 2 历轮调控周期房地产销售与投资增速降幅

	回落周期	降幅	回落周期	降幅	回落周期	降幅
商品房销售面积:累计同比	2010. 2-2012. 2	52%	2013. 2-2013. 11	28%	2016. 5-2016. 12	8%
房地产开发投资完成额:累计同比	2011. 2-2012. 7	20%	2014. 2-2015. 5	14%	2017. 4-2017. 12	3%

资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

在本轮地产调控周期中，单月商品房销售增速（2021 年起采用两年复合增速）由 2020 年 10 月的 15.3%持续下滑至今年 9 月的-3.5%，降幅为 18.8 个百分点，回落时长 11 个月。根据房地产销售与投资的降幅对应关系，预计房地产投资两年复合增速下降约 9.4 个百分点，将由今年 4 月的 10.3%降至明年 3 月的 0.9%附近。将复合增速换算成同比增速，预计房地产投资单月同比增速将在明年 3 月降至低点，同比增速-11%附近。

图 5 预计房地产投资复合增速回落约 9.4 个百分点（2021 年起为两年复合增速）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

### 3.2. 从房地产投资结构进行拆分预测

房地产开发投资完成额由土地购置费和建安支出构成。房企融资的收紧和房地产销售的下滑影响着房地产企业的拿地意愿，一方面抑制了土地成交，造成土地购置费增速回落；另一方面，房屋新开工面积的下滑将导致未来一段时间房屋施工面积增速的回落，影响着建筑安装工程及设备工器具购置支出。本节将分别分析本轮房地产调控对于土地购置费和建安支出的影响，以求对房地产开发投资增速做出更精细的预测。

从房地产开发投资的结构看，随着土地购置单价的提升，土地购置费占全部房地产开发投资的比重由 2016 年以前的约 20%，逐步上升至 2019 年的接近 40%。2019 年至今，土地购置费占比相对稳定：根据 2020 年全年以及最新公布的 2021 年 1-9 月数据，土地购置费占比均保持在 37%，建筑安装工程及设备工器具购置占房地产开发投资比重为 63%。

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\\_29439](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29439)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>