

宏观

证券研究报告

2021年11月23日

房地产何时见底？——政策评估和数据测算

下半年房地产各项数据全线回落，下滑斜率堪比2014-2015年。11月前3周，螺纹钢表观消费量的两年同比增速为-10.2%，较10月进一步下滑，预示房地产投资增速仍然暂无企稳迹象。

根据当前的基本面和政策环境，预计从今年底到明年，房地产数据会出现几个底部：首先是商品房销售面积增速，预计今年底-明年初企稳，低点-20%，全年-1.7%；其次是新开工面积增速，预计明年年中企稳，低点-17.5%，全年-4.6%；房地产开发投资增速，预计明年年中企稳，低点-5.5%~-5.0%，全年-2.5%~-2.0%；之后是施工面积增速，预计明年年中-3季度企稳，低点-4.6%，全年-3.4%；建安投资增速，预计明年年中-3季度企稳，低点-6.2%，全年-4.5%。

另外，保障性租赁住房的加速建设可能额外拉动房地产开发投资增速上升1.0%、新开工面积增速上升2.1%。

风险提示：房地产政策放松超预期/不及预期；房地产税短期影响超预期

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：六问六答：年内新高后，美元指数怎么走？》 2021-11-22
- 2 《宏观报告：各行业供应瓶颈梳理和紊乱度排序》 2021-11-20
- 3 《宏观报告：美国消费回落与进口强劲之谜 - 美国消费回落与进口强劲之谜》 2021-11-20

内容目录

一、房地产数据全线回落涉及三个时间维度的因素	3
1. 18 年以来的长期因素是行业去金融化.....	3
2. 今年以来的因素是房地产融资大幅收紧.....	3
3. 近期的因素是地方监管行为的变化.....	4
二、政策调整的效果评估和房地产数据测算	4
1. 预计销售面积增速今年底-明年初企稳，低点-20%，全年-1.5%.....	4
2. 预计新开工面积增速明年年中企稳，低点-17.5%，全年-4.6%.....	4
3. 预计施工面积增速明年年中-3 季度企稳，低点-4.6%，全年-3.4%.....	5
4. 预计建安投资增速明年年中-3 季度企稳，低点-6.2%，全年-4.5%.....	5
5. 预计房地产开发投资增速明年年中企稳，低点-5.5%~-5.0%，全年-2.5%~-2.0%.....	5
三、保障性租赁住房的影响评估	6

图表目录

图 1：房企土储去化周期持续下滑.....	3
图 2：房地产贷款余额增速快速下行（%）.....	4
图 3：商品房销售面积增速/新开工面积增速预测.....	5
图 4：施工面积增速/建安投资增速预测.....	5
图 5：房地产开发投资增速预测.....	6

下半年房地产各项数据全线回落。观察以 2019 年为基准的累计同比增速，今年 10 月商品房销售面积增速自高位下滑 15.8%，购置土地面积增速下滑 8.0%，新开工面积增速下滑 6.0%，房地产开发投资增速下滑 4.0%，竣工面积增速下滑 6.9%，下滑斜率堪比 2014-2015 年。

根据当前的基本面和政策环境，预计从今年底到明年，房地产数据会出现几个底部：首先是商品房销售面积增速，预计今年底-明年年初企稳，低点-20%，全年-1.7%；其次是新开工面积增速，预计明年年中企稳，低点-17.5%，全年-4.6%；房地产开发投资增速，预计明年年中企稳，低点-5.5%~-5.0%，全年-2.5%~-2.0%；之后是施工面积增速，预计明年年中-3 季度企稳，低点-4.6%，全年-3.4%；建安投资增速，预计明年年中-3 季度企稳，低点-6.2%，全年-4.5%。

另外，保障性租赁住房的加速建设可能额外拉动房地产开发投资增速上升 1.0%、新开工面积增速上升 2.1%。

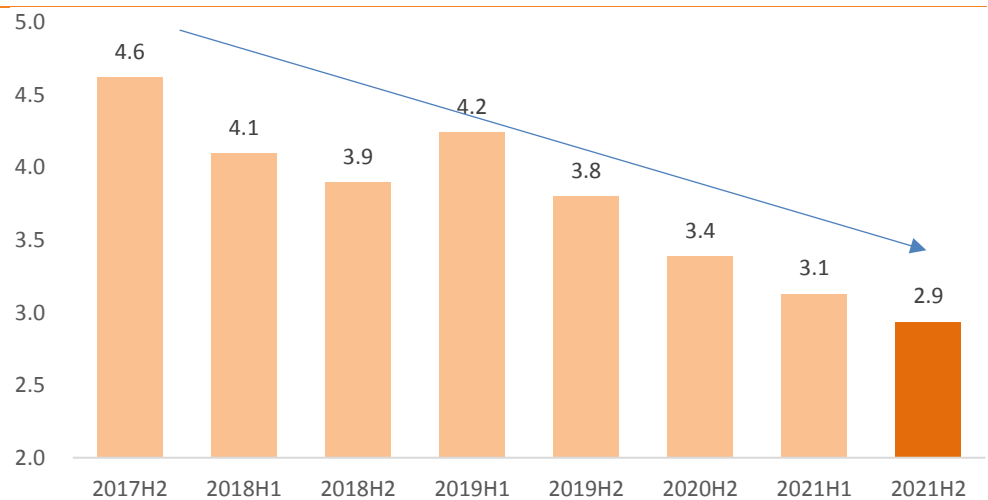
一、房地产数据全线回落涉及三个时间维度的因素

1. 18 年以来的长期因素是行业去金融化

从资管新规开始加强表外监管、关闭前端融资，再到三道红线直接约束负债率，房地产业去金融化已经持续了 3 年多。去金融化要求行业降杠杆，结果是房企持续主动降低土地储备：17 年年中百强房企的土储去化周期为 4.6 倍，处于历史偏高水平，到今年年中已经去化至 3.1 倍，处于较低水平。因此，房企拿地强度的系统性下降始于 3 年前，到今年进入土储偏低的状态，新开工增速的中枢回落也是必然。

另外，18 年为了应对融资收紧，不少房企采取了“高周转”策略，即“高开工、低施工、强推盘、快回款”，因此 18-19 年的新开工增速相当高。这部分项目自 19 年下半年进入竣工高峰期，20 年受疫情影响竣工速度稍有放缓，今年进入最后加速阶段。新开工回落（增量项目不足）、竣工加速（存量项目减少），建安投资增速的回落也是必然。**由此可见，今年房地产数据由强到弱的变化，相当程度上是过去几年政策布局的累积效应，非一日之功。**

图 1：房企土储去化周期持续下滑（21H2 为预测值）



资料来源：WIND，天风证券研究所

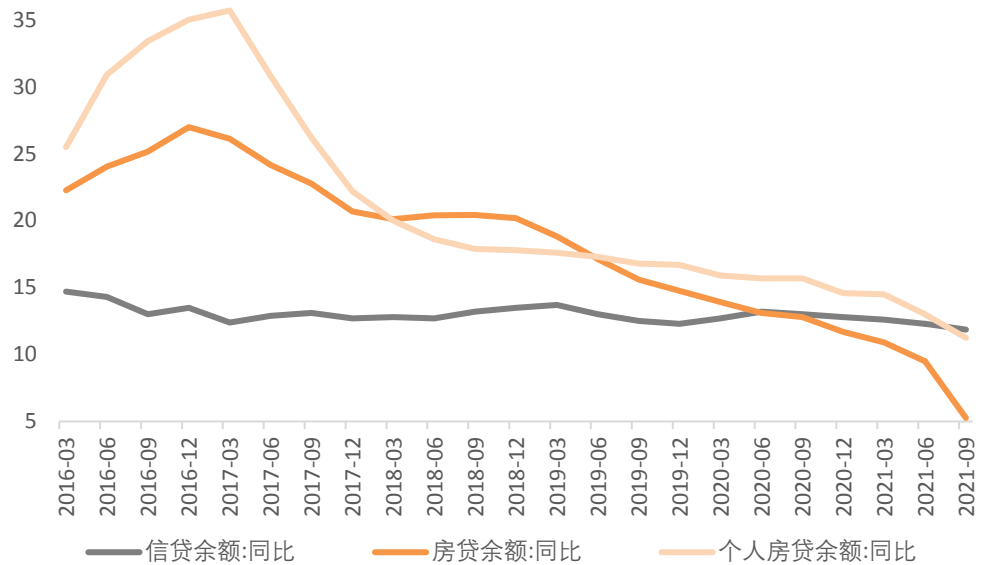
2. 今年以来的因素是房地产融资大幅收紧

上半年房地产市场一定程度上呈现虚假繁荣，一方面是就地过年导致需求前置，销售高景气；另一方面是新开工下滑导致商品房供给减少，推高房价上涨弹性。随后，以房贷集中度管理、信托业两压一降、严查消费贷等为抓手，政策端开始大规模收紧房地产融资。前 3 季度，房地产表内贷款余额增长 1.82 万亿，扣除居民房贷增长 2.93 万亿，房企融资净减少 1.11 万亿；上半年，房地产资金信托净减少 0.2 万亿。

进入下半年，虚假繁荣结束叠加融资全面收紧，商品房销售快速下滑，房企拿地和开工意愿/能力加速下滑，同时竣工进入最后加速阶段，**导致投资增速的下行拐点来的更剧烈。到**

这个阶段，杠杆最高、资金周转压力最大的部分房企已经开始暴露风险。

图 2：房地产贷款余额增速快速下行（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 近期的因素是地方监管行为的变化

部分大型房企暴露风险后，保竣工、保交房成为政策底线，地方加强了对房企的预售资金监管，要求预售资金必须存入监管账户，房企支取资金需达到一定施工节点、提交申请材料。至此，房地产业在拿地、开发、预售环节的所有加杠杆渠道都被封锁，资金周转困难的房企范围进一步扩大，处于不拿地、不开工、难偿债的“躺平”状态，这也是 10 月各项数据进一步“断崖”的重要原因。

二、政策调整的效果评估和房地产数据测算

1. 预计销售面积增速今年底-明年初企稳，低点-20%，全年-1.5%

目前放松最明确的是居民房贷，对近期商品房销售有一定提振。10 月下旬以来，30 大中城市的商品房成交面积增速有小幅改善。今年底-明年初，今年需求前置的透支效应将逐渐减弱，高基数过后销售增速有望回升。接下来要观察房地产税的顶层设计和地方细则，落地后可能带来观望需求的释放抑或是收敛，预计地方将因城施策，通过调整限购限贷政策进行应对。

2. 预计新开工面积增速明年年中企稳，低点-17.5%，全年-4.6%

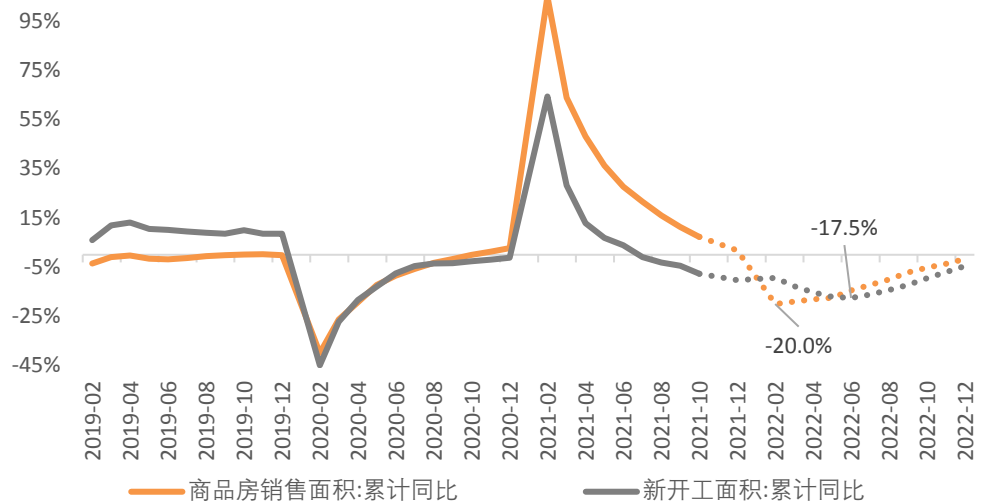
历史上销售走势向新开工传导的规律比较明确，逻辑也清晰，如果销售在今年底-明年初企稳，估算新开工增速将在明年年中左右企稳。所以预计这次历史规律会继续成立，但传导弹性偏低，全年新开工增速将低于销售面积增速。

一是房企土储去化已经持续 3 年多，即便今年政策不如此收紧，新开工增速下行也是大势所趋。因此，今年新开工增速的回落早于销售，1-2 月两年同比就已经转负。房企重新补库存需要行业重新加杠杆，当前尚未看到这样的政策空间。

二是对于资金周转压力较大的房企，如果预售资金监管政策不放松，由于从销售到竣工回款的时间较长（最快 1 年），新开工意味着新的资金沉淀，反而不利于短期资金周转。放松开发贷有助于缓解这一局面，但项目资本金仍然会占用房企的自有资金。

最有助于提升传导弹性的是针对房企本身的融资放松，例如房企债券、ABS 等，目前该方向的政策有一定调整，但主要是针对资金周转压力本就不高的优质房企或国有房企，对资金周转困难较大的高杠杆和民营房企帮助有限。

图 3：商品房销售面积增速/新开工面积增速预测



资料来源：WIND，天风证券研究所

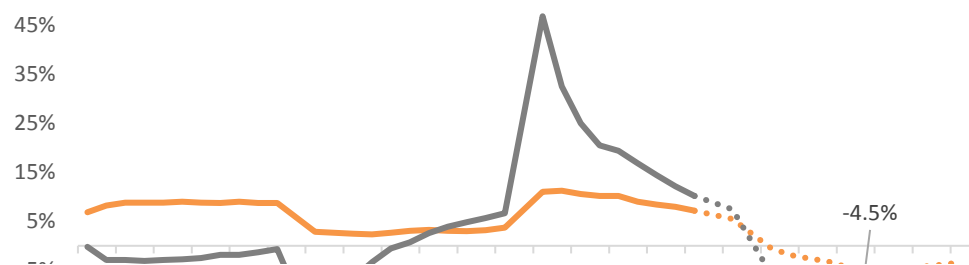
3. 预计施工面积增速明年年中-3 季度企稳，低点-4.6%，全年-3.4%

由于今年竣工强度较高，且新开工的大幅下滑将延续至明年年中，明年开年施工增速可能回落至负增长，然后下滑至年中-3 季度。预计明年竣工强度下降，因此随着新开工增速下半年企稳回升，施工增速也有望在 3 季度之后企稳。

4. 预计建安投资增速明年年中-3 季度企稳，低点-6.2%，全年-4.5%

施工向建安投资的传导，取决于施工规模和施工强度两方面。今年上半年竣工需求高、销售回款好，施工强度也偏高；随着房企资金周转压力加大、竣工高峰结束，3 季度以来施工强度明显减弱。需要注意的是，**由于预售资金监管加强**，近期新开工项目的施工推进有了更高保障，因此预计明年的施工强度总体上会略低于今年，建安投资增速的回落幅度也会小幅高于施工增速，节奏上将施工增速几乎同步企稳。

图 4：施工面积增速/建安投资增速预测



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_29963

