

地产调控，当前症结及未来抓手

宏观专题报告

2021年12月22日

报告摘要：

今年三季度以来，伴随着严格的行业政策调控，房地产多维数据跌至全球金融危机水平，市场对房地产明年景气度预期较差。

市场普遍对明年房地产销售、投资、新开工、土地购置等数据预期较悲观，对竣工则相对乐观。

房地产在经济中牵涉过广，一旦房地产投资增速下滑，还将对社会总产出、投资、就业、地方财政等造成负面影响。

根据我们测算，如果房地产投资每下滑10%，对GDP拖累1%以上，对固定资产投资拖累2.5%；同时，房地产相关行业的从业者占城镇非私营单位就业人数的四分之一；地产销售关系的土地出让，约贡献地方财政四成收入。

本轮房地产的调控主要通过“三道红线”、“集中供地”等手段，抑制房地产企业杠杆，加快房企周转，降低房地产行业金融属性，让地产行业回归本源。长期来看，这是房地产行业走向健康发展的正确路径。

然而短期内，地产企业现金流情况显著走差，银行新增贷款去向房地产行业的占比下降，按揭贷款额度收紧，地产企业开工意愿大幅下滑。除了监管政策的长期影响之外，短期金融风险偏好改变，民营房企融资预期转差，也是当前房地产投融资显著走弱的关键原因所在。这与2018年资管新规落地后基建投资处境类似。

三季度房地产投资失速，负面效应已经体现在部分行业。我们认为前期过严的调控政策未来可能会存有一定程度的纠偏。关于这点我们可以参考今年10月后煤电紧张引发下游生产骤降，相关产业政策也同步调整。

展望明年，中央经济工作会议定调“稳字当头、稳中求进”，而当前经济面临的经济环境是，明年出口对经济拉动边际递减，基建投资受限于隐性债务监管难以大幅扩张，稳投资端的要点在于防止地产过快下滑。

考虑到房地产行业的特殊性及难点，我们认为政策着力点或在于三点。融资端，尽力保障房企正常的开发贷需求。销售端放松，确保居民正常的购房需求不被抑制。住房结构方面，大力推行保障性租赁住房的建设，抵补部分房地产投资下滑。

风险提示：

经济增长变化；房地产行业政策变化；房地产企业融资受限。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：谢文迪

执业证号：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

目 录

1 当前地产面临的现状	3
2 地产对经济的重要性	4
3 今年地产调控思路	6
4 未来或有政策及难点	7
5 风险提示	9
插图目录	10

1 当前地产面临的现状

多维数据跌至全球金融危机水平，市场预期较差。

今年三季度来房企融资端剧烈收缩，各类地产数据在9月后下滑明显，销售、新开工等数据甚至跌至全球金融危机时期的水平。

数据上剧烈的滑坡也使得市场部分机构认为明年的房地产行业可能表现不佳。我们统计了9家券商房地产组对明年的预测，整体来看，大家普遍对2022年的销售、开工、投资、土地购置4个方面看弱，房价看平，对竣工偏乐观。

长期来看，中国的经济结构面临着较大的转型压力，从以传统地产基建投资为主导的经济结构逐步切换至高技术及装备制造业驱动的高质量经济结构。但是如果这种切换速度过快，则可能导致经济短期内出现失速，引发剧烈的社会问题。

经济模式如果在短期迅速切换，是否会引来政策纠偏，我们认为这一点可以参考今年的煤炭和电力。

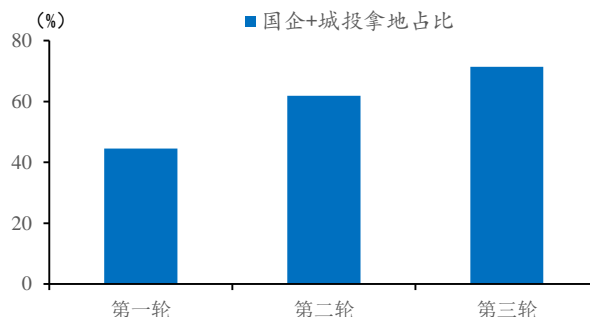
今年前三季度，煤价暴涨推升社会成本，电力资源紧张带来拉闸限电，为了应对能源结构快速切换带来的负面影响，政府迅速纠偏，增强了煤电的保供。因此参考政府对于煤电问题的纠偏态度，我们对于房地产投资增速的态度相较市场会更乐观一些。

图 1：房地产多维数据跌至历史极低值



资料来源：Wind；民生证券研究院。

图 2：22 城国企+城投拿地占比



资料来源：Wind；民生证券研究院。

2 地产对经济的重要性

长期来看，房地产为主的经济结构未来需要向高技术行业切换，实现经济的高质量发展，高房价也引发了诸多社会问题，但是短期来说，房地产在当前的经济中依旧扮演着重要角色。房地产对实体经济的运行依旧产生着举足轻重的影响，主要体现在产出、投资、就业、地方财政四方面。

第一，房地产每下滑 10%对 GDP 拖累 1 个点以上。

从投入产出表的视角看，房屋建筑对行业总产出的拉动较大，且为土木工程建筑的两倍。

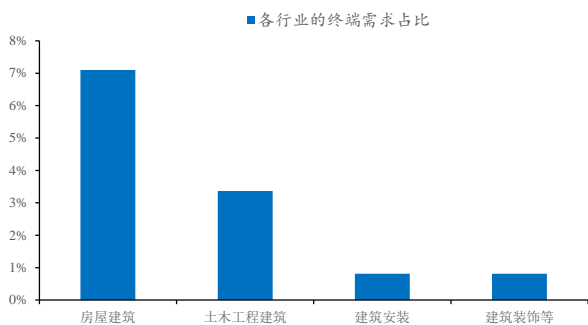
我们可以通过投入产出比表，较容易地得到各行业产出去向房地产相关行业的比重。并将各行业去向相关建筑业的比重乘以其工增占比，得到直接的终端需求占比。

根据我们的测算，每当房屋建筑业需求下滑 10%，整体终端需求直接下降 0.7%，如果考虑广义房地产行业，那么当房地产相关投资需求下滑 10%时，终端需求至少直接下滑 1%以上。这里所谓的终端需求并不是指固定资产投资，更加类似 GDP 的概念。

值得注意的是，这里仅仅指向房地产需求波动对整体经济产出的直接影响，并不包括间接影响。例如，当房地产需求下滑时，家具行业的产出会被动下滑，但是上游林业的产出在计算过程中不会受到地产下滑的直接冲击。然而事实上，家具行业的需求下滑自然会带来林业行业的产出受阻，因此当房地产投资下滑 10%时，对整体经济的影响将远高于 1%。

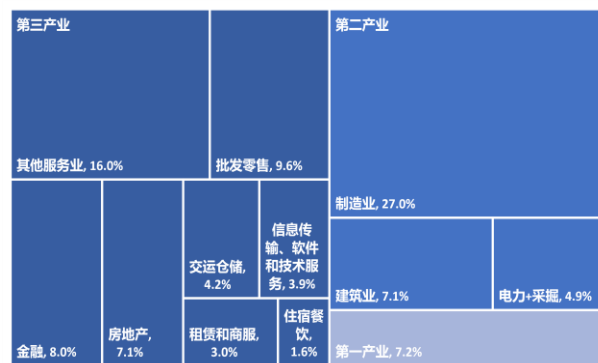
明年的 GDP 目标暂时未出，我们依据此前年度策略报告所做的测算，预计其为 5.5%。如果直接看 GDP 中各行业的占比情况，房地产和建筑业之和占总 GDP 的比重为 14.2%。如果房地产投资在今年的基础上下滑 10%，可能将拖累 GDP1 个点以上。

图 3：房地产相关行业需求对其他行业产出占比



资料来源：Wind；民生证券研究院。注：根据 2017 年投入产出表所做的测算。

图 4：滚动一年各行业 GDP 比重



资料来源：Wind；民生证券研究院。注：统计时间为 2020 年四季度至 2021 年三季度。

第二，房地产直接投资占整体固投约 25%左右。

房地产投资的波动较大，行业景气度高时（例如 2007、2009 年），投资增速达到了 30%以上；景气度差时，投资增速则回落至 2%。我们发现有两点需要注意：

1) 全年看，不管经济如何运行，房地产的投资增速都为正数；

2) 不管本轮房地产行业景气度如何, 其占固定资产投资的比重基本维持在 22%-26% 的区间。

因此, 即使不考虑房地产投资下滑对其他行业投资的连带拖累作用, 如果明年房地产投资增速为市场预期均值 (即-2%), 那么其对于整体固定资产投资的拖累将达到 1.5% 左右。

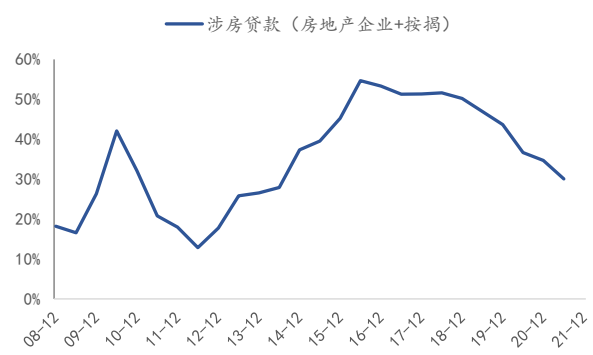
相应的, 房地产本身还承担着信用派生的功能, 与房地产直接相关的贷款能达到 50% 以上, 近两年因“三道红线”逐步压减至 30% 以下。按揭贷款作为银行最优质的资产, 居民购房需求和房企的投资需求直接影响着银行的信贷需求。如果对于房地产行业限制进一步扩大, 房企投资可能会过快下滑, 稳信用就无从说起, 这与最终的政策目标并不吻合。

图 5: 房地产投资占固投比重及投资增速



资料来源: Wind; 民生证券研究院。

图 6: 11 家银行新增贷款去向占比: 房企+按揭贷款



资料来源: Wind; 民生证券研究院。

第三, 房地产相关的就业人数达到城镇非私营单位就业人数的四分之一。

就业人数在各国政府的宏观调控框架中都是核心参考指标。我国政府都会公布新增城镇就业人数的目标, 除疫情冲击的 2020 年外, 近 5 年这个目标在 1100 万人, 预计 2022 年这一目标仍将持续。

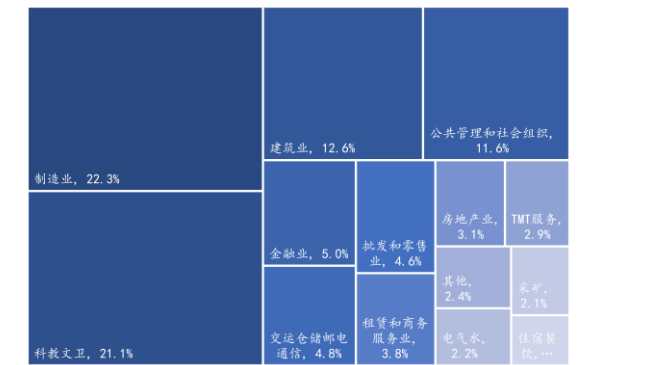
城镇就业口径一般分为城镇非私营单位在岗人数、城镇私营及个体就业人数两种, 2019 年, 这两个数据的读数分别为 1.7 亿人和 2.6 亿人。

首先, 根据 2020 年城镇非私营单位在岗人数数据, 直接与房地产业相关的从业人数的 3.1%, 建筑业占总从业人数的 12.6%; 与房地产景气度关系较大的金融业、租赁和商务服务业共计占比 8.8%。因此, 即使不算上房地产需求下滑对制造业就业的传导, 单就房地产相关的就业人数达到城镇非私营单位就业人数的四分之一。

其次, 如果考虑城镇私营单位和个体就业人数, 当前面临的就业形势则更加严峻。城镇私营单位和个体就业人数中, 接近一半的就业人口来自于批发零售业和住宿餐饮业, 而这两项受疫情冲击十分明显。在疫情不断侵扰的背景下, 这两类行业的就业短期内似乎难以快速恢复。因此, 即使是处于对稳就业的考虑, 对于房地产投资也不能过于悲观。

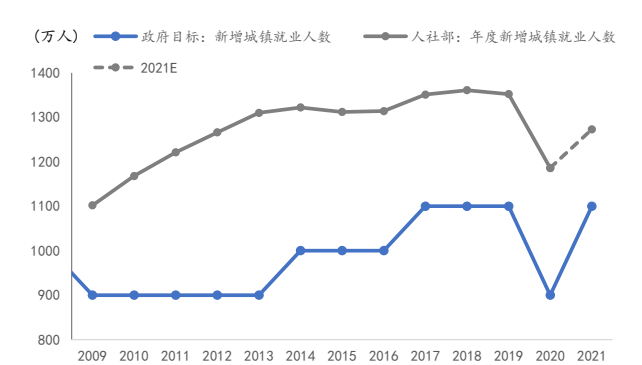
如果房地产投资过快下滑, 势必对就业目标构成挑战。

图 7：2020 年城镇非私营单位在岗人数分行业占比



资料来源：Wind；民生证券研究院。

图 8：每年新增城镇就业人数目标及实际情况



资料来源：Wind；民生证券研究院。

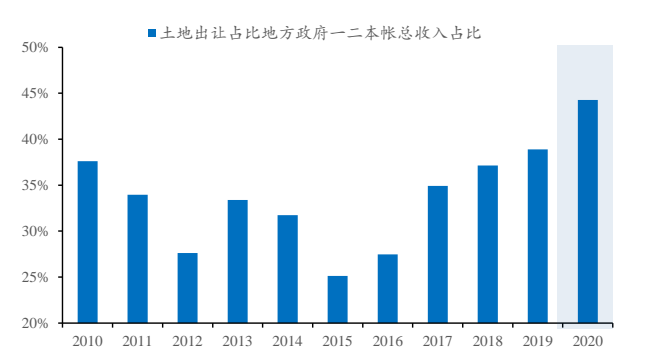
第四，土地出让收入占地方政府一二本帐收入达 4 成。

地方政府年度的一般预算收入在 10 万亿元左右，而土地出让收入达到了 8 万亿元左右，不考虑中央的转移支付，土地出让收入占一二本帐合计比例达到了 4 成左右。

今年 8 月后，房企拿地减少，土地出让收入较去年每月下滑为 950 亿元左右。如果房地产行业趋势延续，那么明年可能对土地出让减收达 1 万亿元左右。

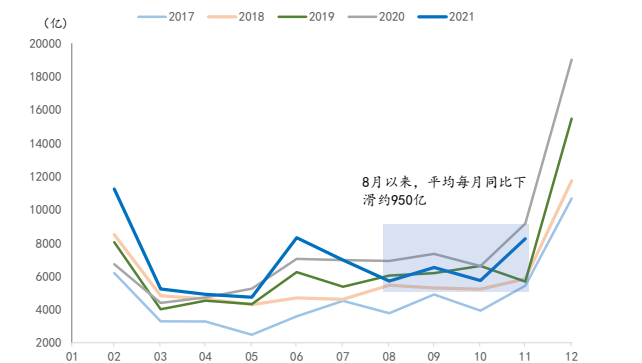
服务业不断受疫情扰动，短期找不到更多税源，土地出让收入的下滑将会直接影响地方政府的扩支行为。而这与中央经济工作会议所提出的稳经济的主题基调不符。

图 9：土地出让收入占地方政府总收入占比



资料来源：Wind；民生证券研究院。

图 10：地方政府土地出让收入



资料来源：Wind；民生证券研究院。

3 今年地产调控思路

回顾今年以来的地产调控，主要通过三种方式。1) 通过“三道红线”限制房企加杠杆，扩张其资产负债表；2) 通过集中供地制度缓解住宅用地的紧张，减少土地出让过程中信息不

对称的影响；3) 对居民按揭贷款有所限制，同时按揭贷款利率不断上升。

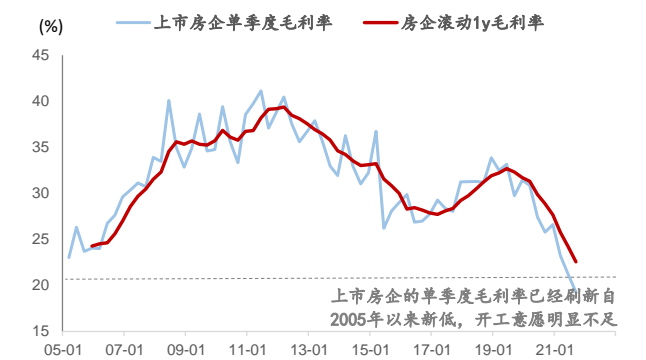
从宏观视野看，我们理解此类政策调控本质上是改变中国经济长期发展的动能结构，将地产驱动的经济发展模式转向高技术制造业等，最后呈现为全行业的杠杆率下滑。类似的我们可以参考资管新规后，基建行业依靠杠杆的扩张冲动被有效抑制。

从中观行业层面来看，政策本意在于规范地产行业发展，减少地产企业盲目加杠杆和囤地行为，降低地产企业金融属性，让地产行业回归本源。这一过程中，地产企业降低了杠杆率，地产行业的高周转模式得以结束。

三道红线和贷款集中度管理是中国需求结构调整、地产行业健康发展所必须走的正确路径。然而今年地产企业现金流压力过大，与金融体系对地产行业的风险偏好系统性收缩有关，这也与2018年资管新规落地后，对民营企业造成了较强的冲击时的情形十分相似。

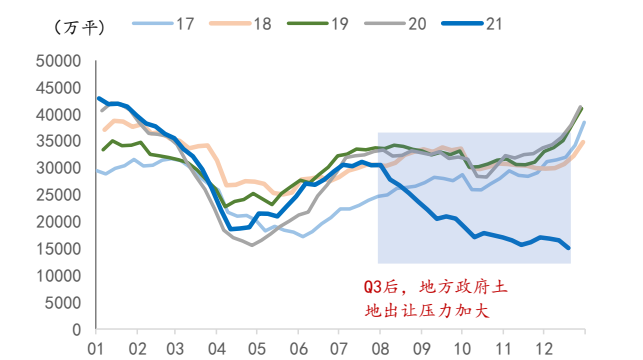
本轮地产调控后的结果，房企融资受阻，毛利率迅速收缩，拿地意愿不强，施工强度降低，房价小幅开始小幅下跌，投资迅速下滑。

图 11：房企毛利率大幅收缩



资料来源：Wind；民生证券研究院。

图 12：百城土地成交下滑（滚动 3 个月和）



资料来源：Wind；民生证券研究院。

4 未来或有政策及难点

高房价对经济活力的抑制，在央行的工作论文¹中已经有很好的论述。但是疫情冲击下，明年中国经济面可能面临的环境是：全球耐用品需求增速见顶，出口增速逐步往下，出口产业链对整体经济的拉动弱于今年；基建投资面临地方债务监管的隐形约束，全年总量大扩的可能性非常低。

因此，我们认为地产投资持续下滑的状态，宏观经济无法承受。房地产可能是为数不多短期能够稳住经济的选项，我们认为政策着力点或在于三点，前两点在于解决短期的过度下滑问题，最后一点侧重于房地产行业长期的发展考量：

其一，销售端放松，保证居民正常的购房需求。

此前银行对居民购房按揭贷款严控，放款额度被限制。这导致了6月后的居民贷款数据下

¹ 《关于我国人口转型的认识和应对之策》，2021年3月26日

滑较快，影响了三季度后的商品房销售。

当前已经有部分城市开始调降商品房按揭利率，按揭贷款额度被放松，金融体系或将对明年的房地产销售提供支撑。

但是政策的难点在于，一般当贷款利率下滑时，对应商品房销售会在 1-2 个季度后大幅上升，同时伴随着的是房地产价格的大幅上涨。同时，房价的上涨幅度似乎与当期的房屋库存关系也不强，这与工业品库存会抑制价格弹性有着不一样的特性。这就是市场所说的“涨价去库存”的现象，我们预计背后可能与商品房在过去十几年中所体现的金融属性有关。换言之，即使三四线城市当前房屋库存较高，但只要贷款利率大幅下行，房价可能还是会来一波不小幅度的上涨，这有悖“房住不炒”的初心。

因此，在调降贷款利率，放松按揭贷款的过程中如何把握松紧程度，既保证居民正常的住房需求不被抑制，又不让房价过快上涨，可能要与完善住房供给体系结合起来考虑。

其二，保障房企正常的融资需求。

当前国有性质的地产企业相关融资状况较好，民企融资情况一般。从最近三批重点城市的拿地情况上我们看到，国企和城投的拿地占比在不断提高，民企占比则不断下滑。我们认为，城投作为地方政府的投融资平台，长期来看依旧受到债务杠杆的约束，因此很难成为未来房地产行业的参与主力。长期来看，房地产行业的投融资结构主体可能体现为，国企主导行业并购，经营上降低杠杆率，成本上土地去金融化。

未来融资端的放松可能分为三方面。首先，确保房地产开发贷款的正常发放，不对房企现金流造成事实上的挤兑；其次，对房企并购贷等类型的融资需求进行合理区分，确保“三道红线”不会对房企融资需求带来过度的挤压；最后，加大对保障性租赁住房建设的融资需求支持。

作为对这一变化的印证，银保监会在 12 月初时指出，要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展。

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_31683

