



Research and
Development Center

房地产业能实现“软着陆”吗？

2021 年 12 月 27 日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

房地产业能实现“软着陆”吗？

2021年12月27日

摘要:

- **我国房地产的长周期位置：住房需求仍存支撑。**从自住角度，我们将房地产的需求分为三类：一是城镇化带来的需求，二是改善型需求，三是拆迁住房需求；并测算了每一类需求能够带来的销售面积增量。从结果来看，2021年至2025年全国城镇住房需求预计增加69.1亿平方米。其中，改善型需求贡献最大，占比52.3%；其次是新增城镇人口住房需求，贡献43.8%；拆迁住房需求贡献3.8%。也就是说，未来五年全国商品住宅年均销售面积约13.8亿平方米，较2020年水平下降11%。
- **房地产行业目前的困境：融资端和销售端两个堵点。**
融资端：一是“三道红线”加强对房企的资产规模限制，倒逼房企主动降杠杆。二是贷款集中管理制度约束了银行对于房地产开发贷款的额度。此外，多地政府加强预售资金监管，避免房企挪用预售资金加杠杆，开发商资金调配能力下降。房地产融资大规模收紧，导致房企对销售的依赖程度加大。
销售端：1) 多地加码限购限贷政策；房贷利率上调、银行放款周期拉长，居民购房能力受到抑制。2) 9月恒大事件发酵，购房者对期房竣工担忧上升，观望情绪加剧。3) 下半年房企资金偏紧的过程当中，企业为尽快回笼资金加大促销力度，致使部分城市房价下跌，房价上涨预期回落。4) 房地产税改革试点工作即将落地，部分购房者选择暂时观望。
- **房地产下行会有多严重？**9月以来，对于房地产政策的纠偏主要围绕三个方面：满足合理住房需求、保交付、因城施策。我们结合这些政策调整，对2022年房地产数据进行测算。销售方面，预计全年商品房销售同比下降3%-6%。走势上，销售同比全年低点发生在2022年年初，后续伴随销售趋稳以及高基数减弱，销售增速有望逐步回升。房地产投资方面，将房地产投资拆解为建安投资与土地相关费用两个部分，施工保持韧性，土地购置疲弱，2022年房地产投资预计同比上行2-5%。走势上，2022年一季度房地产投资增速将继续下滑并进入负区间(倒逼各地调控政策进一步放松)，5月下行至年内低点，下半年企稳并小幅反弹。
- **综上所述，2022年一季度房地产销售、开工以及房地产投资同比将进一步下行，并进入负区间。**在“促进房地产业良性循环和健康发展”的大方向下，届时各地调控政策可能会有进一步放松，若果真如此，则房地产各项数据有望在年中筑底回升，房地产行业大概率实现“软着陆”。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。



目录

一、我国房地产的长周期位置.....	4
1.1 新增城镇人口住房需求.....	5
1.2 改善型住房需求.....	7
1.3 拆迁住房需求.....	8
1.4 小结.....	10
二、房地产行业目前的困境.....	11
2.1 融资端.....	11
2.2 销售端.....	13
三、明年房地产下行会有多严重?.....	16
3.1 销售同比下降幅度在 3-6%.....	17
3.2 新开工延续弱势, 竣工保持韧性.....	20
3.3 明年房地产投资有望正增长.....	22
3.4 保障性租赁住房加速建设将对房地产投资形成重要拉动.....	23

表目录

表 1: 各国在城镇化率跨越 60% 之后 5 年的年均增长幅度.....	6
表 2: 各城市“十四五”棚改规模相比“十三五”大幅缩减.....	10
表 3: “十三五”期间货币安置住宅规模测算.....	10
表 4: 2020 年至今房企信用事件.....	14
表 5: 2022 年商品房销售预测.....	19
表 6: 各省市保障性租赁住房规划.....	24

图目录

图 1: 房地产市场与调控政策紧密相关.....	4
图 2: 地产销售处于持续的正增长, 但增速不断下台阶.....	5
图 3: 城镇化率增速放缓.....	5
图 4: 我国城镇化率较低.....	6
图 5: 我国户籍人口城镇化率远低于常住人口城镇化率.....	7
图 6: 人均住宅面积与人均 GDP 正相关.....	7
图 7: 我国人均居住面积偏低.....	8
图 8: 日本人均居住面积增速.....	8
图 9: 棚改货币安置渐进式退出.....	9
图 10: 2021-2025 年各类住房需求占比情况.....	11
图 11: 2018 年以来房地产销售下滑, 开工保持景气.....	12
图 12: 房屋竣工面积的增速远低于开工面积.....	12
图 13: 今年下半年房地产开发贷余额增长放缓.....	13
图 14: 2021 年 8-9 月“烂尾楼”的搜索次数攀升.....	14
图 15: 2021 年下半年房价趋降.....	15
图 16: 今年第二批集中供地流拍率较首轮大幅上升.....	15
图 17: 房地产困境总结.....	16
图 18: 9 月后房地产纠偏政策整理.....	17
图 19: 房地产开发流程.....	18
图 20: 商品房库存与住宅库存.....	18
图 21: 住宅销售在商品房销售中占比较为稳定.....	19
图 22: 2022 年商品房销售预测.....	20
图 23: 滞后 6 个月的成交土地面积与房屋新开工面积正相关.....	20
图 24: 预计明年新开工面积在年中企稳.....	21
图 25: 新开工面积领先竣工面积 3 年.....	21
图 26: 明年竣工面积将保持韧性.....	22
图 27: 房地产投资中建安投资与土地相关投资占比.....	22
图 28: 明年一季度房地产投资增速将继续下滑, 下半年小幅反弹.....	23

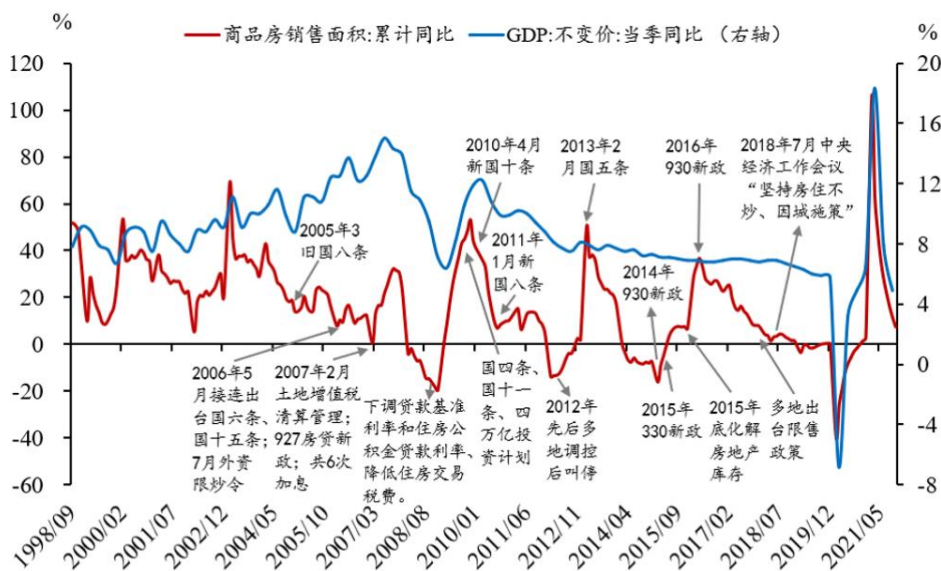
一、我国房地产的长周期位置

本文的第一部分先从长周期切入。如果不认清中国房地产目前在长周期的位置，很容易在众多短期因素的影响之下对房地产走势做出误判。

2017 年以前，房地产和基建一道，是我国的逆周期调节的工具。1998 年房改以来，房地产市场与调控政策紧密相关，而调控政策的收紧和放松往往取决于政府“稳增长”诉求。也就是说，房地产和基建一道，是我国的逆周期调节的工具。典型的如 2008 年为对冲国际金融危机对中国经济带来的负面影响，政府先后采取了调低居民住房贷款利率及首付比例、减免交易环节税负、调低房地产开发项目的最低资本金比例等一系列措施刺激房地产行业；2014 年我国经济增速下台阶，稳增长诉求显现，政府采取了宽松信贷和税收、放松限购、推进住房供应等刺激政策，房地产市场迅速扩张。

2017 年开始，房地产短期调控转向构建长效机制。2016 年 12 月中旬，中央经济工作会议提出，要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，要求回归住房居住属性，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2018、2019 年房地产长效机制稳步推进。即便是在 2020 年受到疫情冲击的情况下，政府也没有大幅放松房地产政策，坚持“不以房地产作为短期拉动经济手段”的底线。

图 1：房地产市场与调控政策紧密相关



资料来源：万得，信达证券研发中心

伴随房地产长效机制逐步完善，过去房地产行业大起大落的情况将会有所缓解，因此把握我国房地产长周期的位置对于判断明年地产走势变得尤为重要。2000 年至 2020 年，每 5 年为基准，商品房销售的年复合增速分别为 15.7%、6.3%、2.9%、0.8%，体现出地产销售处于持续的正增长，但其增速在不断下台阶。

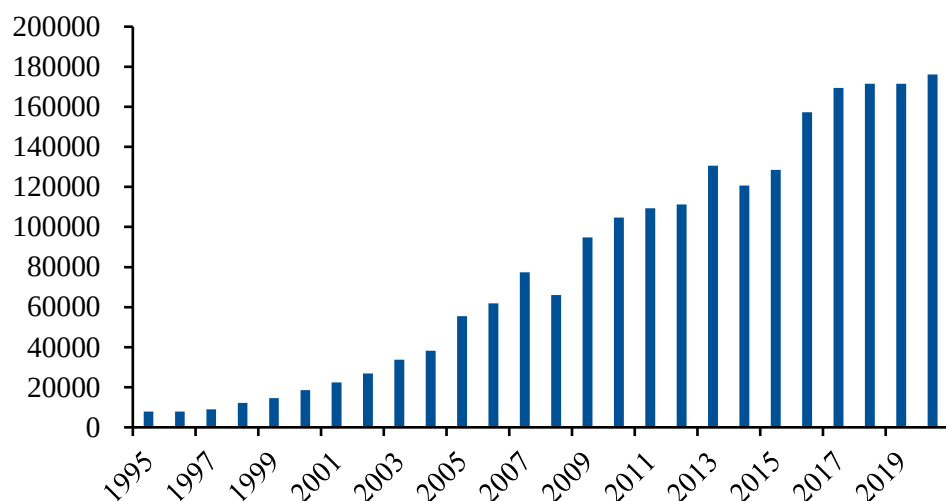
那么未来几年地产需求又会如何变化？为了回答这个问题，我们需要分析房地产需求结构，并测算每一类需求能够带来的销售面积增量。

从自住角度，房地产的需求主要可以分为三类：一是城镇化进程带来的需求，二是改善型需求，三是拆迁住房需求。

图 2：地产销售处于持续的正增长，但增速不断下台阶

万平方米

■ 商品房销售面积

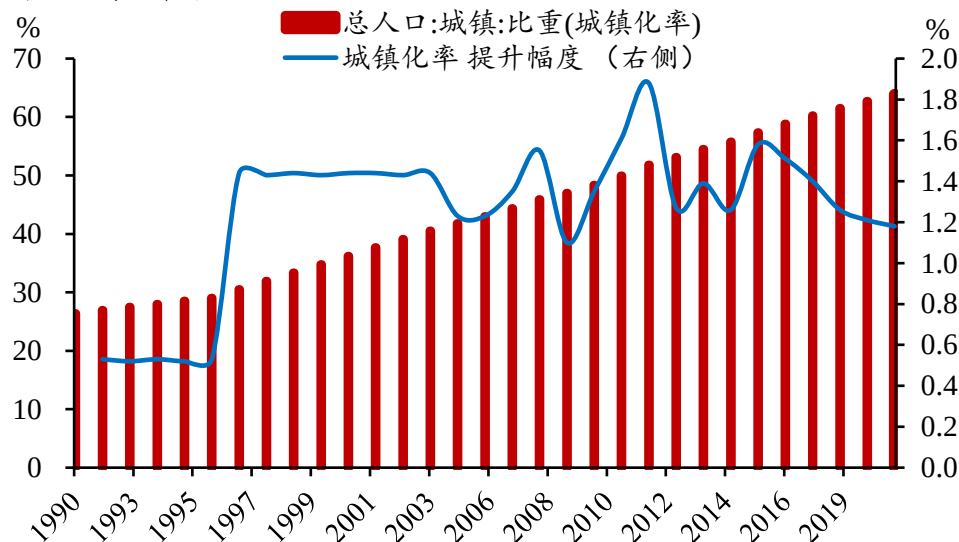


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.1 新增城镇人口住房需求

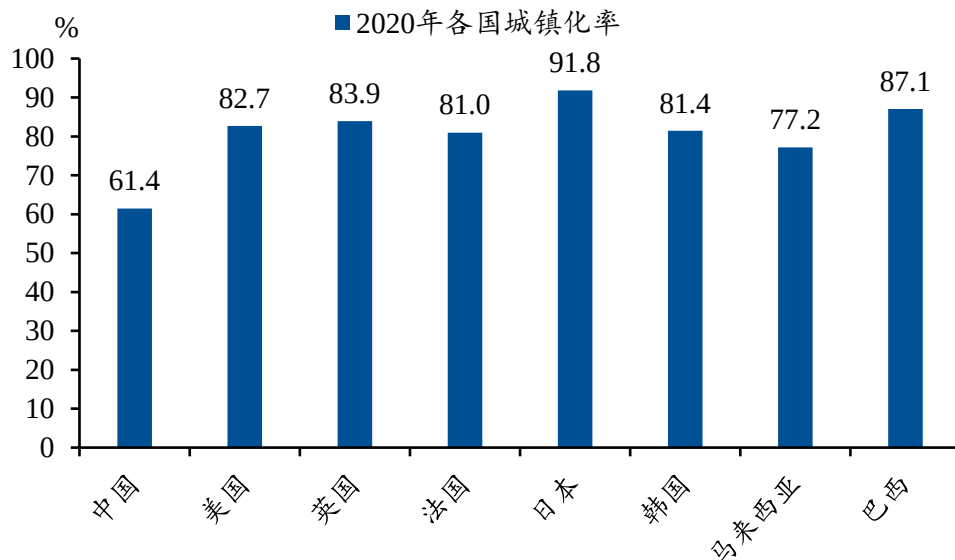
“十四五”期间，我国城镇化率将继续推进。我国城镇化率自 1996 年超越 30% 之后，提升速度显著加快，1996 年至 2020 年每年的环比进程均超过 1%。人口流入大城市，在城市中安居，衍生出了大量住宅的刚性需求。2019 年，我国城镇化率首次突破 60%，同时提升幅度呈持续收窄的态势，说明我国的城镇化进程已入下半场。然而，与发达国家相比，我国仍有较大差距。2021 年政府工作报告提出，“十四五”期间，将深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%。新型城镇化的持续推进为我国城镇化率的上行创造了条件。

图 3：城镇化率增速放缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：我国城镇化率较低



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

未来 5 年我国城镇化率进程预计在每年 0.9%-1%，2025 年城镇化率达到 68.4%，累计新增城镇人口 7476 万人。为了判断我国城镇化率的增长趋势，我们计算了日本、韩国、马来西亚、巴西、法国五个国家在城镇化率跨越 60% 之后 5 年的年均增长幅度。结果显示，除了韩国城镇化率增长速度依然偏快，其余四个国家的年均进程均位于 0.9% 至 1.0% 的区间。鉴于大多数国家城镇化率有逐年放缓的趋势，加上我国目前城镇化提高幅度在 1.2% 的水平，预计“十四五”期间我国每年将提高 0.9-1 个百分点，至 2025 年，预计城镇化率将提升至 68.4%。IMF 的最新预测显示，2025 年我国总人口将达 14.28 亿。据此计算，2025 年全国城镇人口将达到 9.7 亿，五年间新增城镇人口 7476 万人。

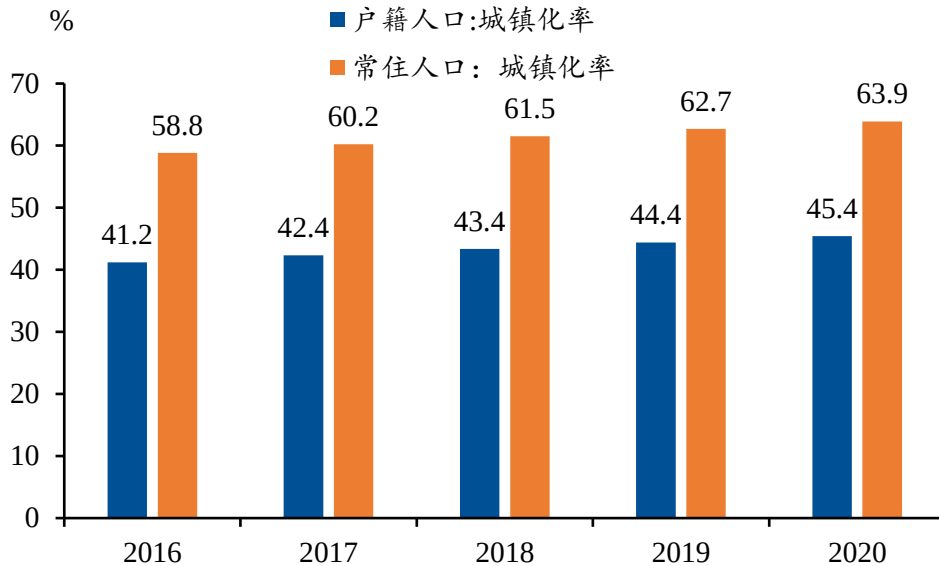
表 1：各国在城镇化率跨越 60% 之后 5 年的年均增长幅度

国家	日本	韩国	马来西亚	巴西	法国
年份	1961-1965	1983-1987	2000-2004	1976-1980	1961-1965
城镇化率 (%)	63.27 - 67.87	60.06 - 68.56	60.74 - 65.69	60.79 - 65.47	61.88 - 67.07
5 年提升幅度 (%)	4.59	8.50	4.95	4.68	5.19
年均提升幅度 (%)	0.92	1.70	0.99	0.94	1.04

资料来源：世界银行，信达证券研发中心

需要注意的一点是，我国“人户分离”的情况较为严重。2020 年我国户籍人口城镇化率只有 45.4%，与常住人口城镇化率相差 16.5 个百分点，这意味着有 2.33 亿农业转移人口并没有城镇户籍，他们在就业、医疗、教育、住房保障以及失业和养老等社会保障方面并不能真正享受城镇户籍人口的待遇。非户籍人口在城市落户全面加速推进，也将在一定程度上对住宅销售形成支撑。

图 5：我国户籍人口城镇化率远低于常住人口城镇化率

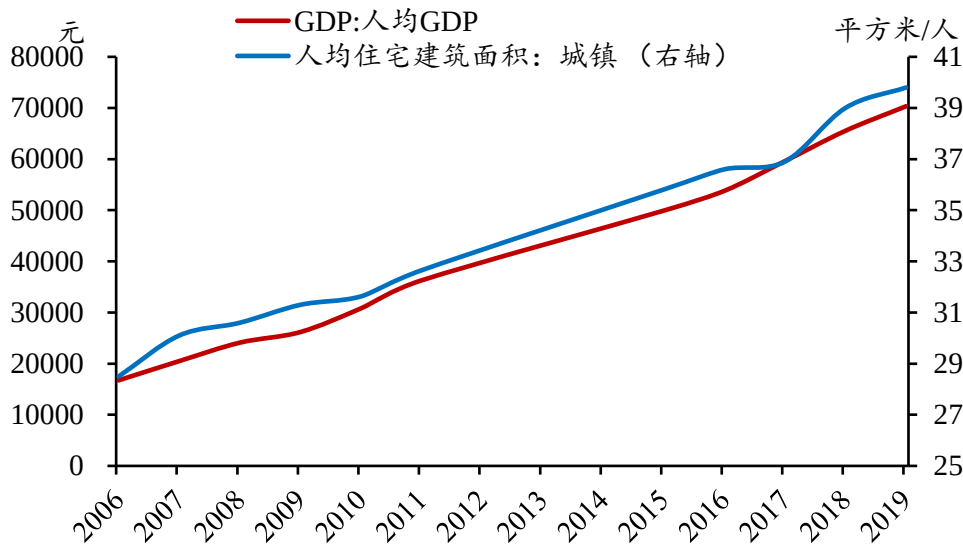


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.2 改善型住房需求

人均住房面积与人均 GDP 呈正相关。第一，人均收入的提高使得居民更加追求生活质量，大面积的改善型住宅需求更为强烈；第二，经济发展带来了人口的流动以及家庭规模的小型化（年轻人独居占比提高）；第三，在国家政策的鼓励下，二胎、三胎的改善型需求将放大。这些因素将进一步引导住房需求结构的变化。从历史数据观察，人均住房面积与人均 GDP 呈正相关，2006 年-2019 年我国人均 GDP 翻了约四倍，进而推动人均居住面积自 28.5 平增至 39.8 平，上升 40%。

图 6：人均住宅面积与人均 GDP 正相关



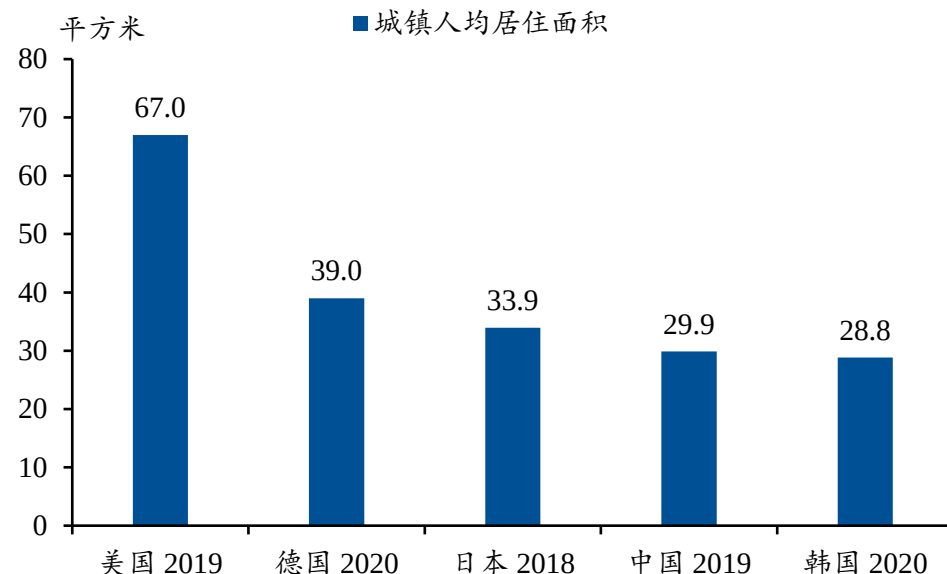
资料来源: CEIC, 万得, 信达证券研发中心

2021-2025 年间中国人均住房面积存在约 9.2% 的改善空间，预计 2025 年提升至 44.2 平方米。截至 2019 年，我国的人均住房面积依然小于美欧日等发达国家，距离日本有 7% 的差距，与美国德国相比差距更大。可以看到亚洲国家的人均住房面积普遍较小，这主要与亚洲国家人口密度较大，城市以公寓类为主的住房形态有关。由于我国的住宅发展情况与日本有较高的相似性，我们可以借鉴日本的人均居住面积的变化规律对我国趋势做出预判。



1988年至1993年，日本人均GDP自2.5万美元上升至3.5万美元，年均复合增长率为7.3%，与此同时城镇人均住宅面积从25.4平方米增长至27.7平方米，累计扩大2.3平方米，累计增幅为9.1%，年均复合增速为1.8%。韩国在2006年至2010年间人均住宅面积的年均增速略高于2%，与日本的差距不明显。因此，我们预计2025年提升至44.2平方米，未来5年的年均提升幅度在0.73平方米左右。

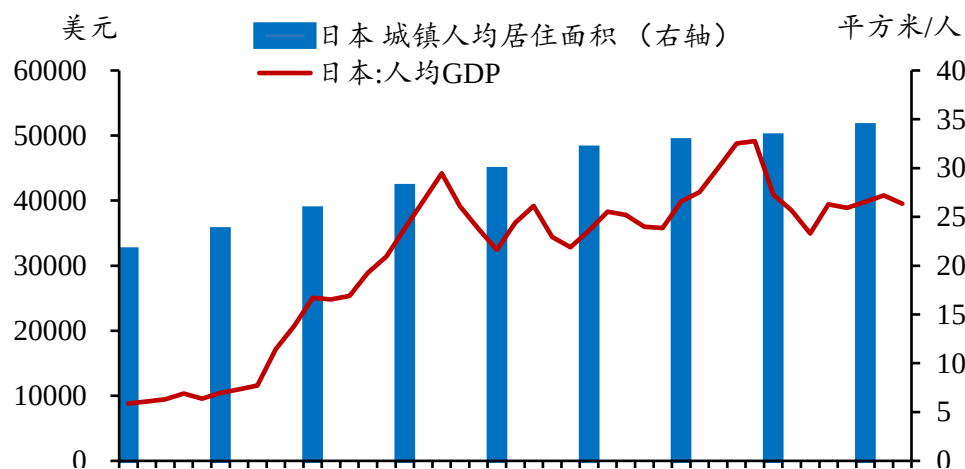
图 7：我国人均居住面积偏低



资料来源：各国统计局，信达证券研发中心

注释：由于海外人均住房面积不按城乡区分，此处用0.85的系数折算得出城镇人均住房面积；中国的住房面积包含公摊的建筑面积，因此用0.75的系数折算

图 8：日本人均居住面积增速



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_35172

