

房地产政策调控空间

——太平洋证券经济周期系列之五

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190518090004

相关研究：

列之一：2015-2018 年房地产周期对经济周期的冲击与影响

列之二：2019 年房地产各线城市销售和投资建议

系列三：“消失”的房地产周期——太平洋证券经济周期

系列四：房地产投入产出模型：房地产回落将主要影响那些行业？

核心观点：本文研究中国房地产市场现状，测算疫情对房地产影响，完成“十三五”需要多少房地产投资，探究未来房地产政策可行工具和空间。

中国房地产市场现状：整体底部+分线分化。当前中国房地产周期处于底部区间。2015-2019 年房地产周期持续时间较长，由于 2016 年棚改及去库存政策导致三四线及以下城市房地产销售大涨，而三四线及以下房地产销售面积占 65%-70%，因此三四线城市销售厚尾导致本轮房地产周期整体厚尾现象严重，厚尾导致透支未来消费空间。

一二线和三四线及以下城市出现分化，分线分化不仅导致整体房地产厚尾现象，而且改变了未来房地产分析和投资的逻辑。更加合理的分析框架为：将一二线和除一二线之外的分别来看，之后将二者加总。未来一二线城市销售下行，三四线下行后有上行趋势。

内外部冲击影响：加大底部振幅。从 2010-2019 年均值来看，房地产销售、新开工、投资、土地购置等核心指标 1 季度占比 15% 左右，占比相对其他季度小，而疫情影响主要表现在 1 季度。

测算销售、新开工和投资影响，首先给予无疫情增速假设，之后测算疫情影响。根据百强房地产销售数据推算，1 季度全国房地产销售同比增速约-35%，假设未来 2 季度房地产销售效率为 1.05，3-4 季度房地产销售效率为 1.08。1 季度假设房地产新开工同比-15%，2 季度开工率率达到 1，3-4 季度赶工产能达到 1.05。1 季度假设房地产投资同比-5%，2 季度开工率率达到 1，3-4 季度赶工产能达到 1.02。

基于以上条件，假设若无疫情 2020 年房地产销售、新开工、投资增速分别为 5%、4%、5%，考虑疫情影响，2020 年房地产销售、新开工和投资增速为 4.14%、3.55% 和 4.32%。假设三者增速分别为 4%、3%、4%，考虑疫情影响，2020 年为 3.86%、2.69% 和 3.49%。

房地产调控政策工具及时点：充足必要。房地产调控工具主要有资金（首付款、房贷利率）、税收（契税、印花税）和供给（保障房、准入制度）等。未来因城施策政策较大的发挥空间即在于供给方面。房地产调控时点大都为销售数据底部区间。

未来展望：政策有一定空间。假设完成“十三五”目标需要 2020 年增长达到约 5.6%，需要房地产投资增速达 6%，刨去 1 季度，2-4 季度房地产投资增速需达 8% 左右，而目前测算投资增速为 6%。存在 2 个百分点的政策空间。

风险提示：政策力度不达预期

目录

一、中国房地产市场现状：整体底部+分线分化.....	4
1、2015-2019年房地产周期底部.....	4
2、分线分化趋势.....	5
二、内外部冲击影响：加大底部振幅.....	7
三、房地产调控政策工具及时点：充足必要.....	8
1、房地产相关政策种类.....	8
2、房地产政策工具特点.....	9
3、房地产政策调控时点.....	13
四、未来展望：政策有一定空间.....	13
1、房地产投资与增长数据同步.....	13
2、完成“十三五”目标需要多少房地产投资？.....	14

图表目录

图 1	房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、商品房销售面积累计同比	4
图 2	商品房销售面积同比	5
图 3	一二、三四线城市销售面积同比.....	5
图 4	一线城市商品房成交面积同比.....	6
图 5	房地产开发投资完成额、商品房销售面积累计同比	13
图 6	房地产开发投资和经济增长.....	14
表 1	2010-2019 房地产各项指标各月均值占比.....	7
表 2	2020 房地产预测	8
表 3	中央房地产政策.....	9
表 4	一线城市房地产政策.....	10
表 5	二线城市房地产政策.....	11
表 6	2020 房地产增速估计.....	15
表 7	2020 房地产投资需要量估计.....	15

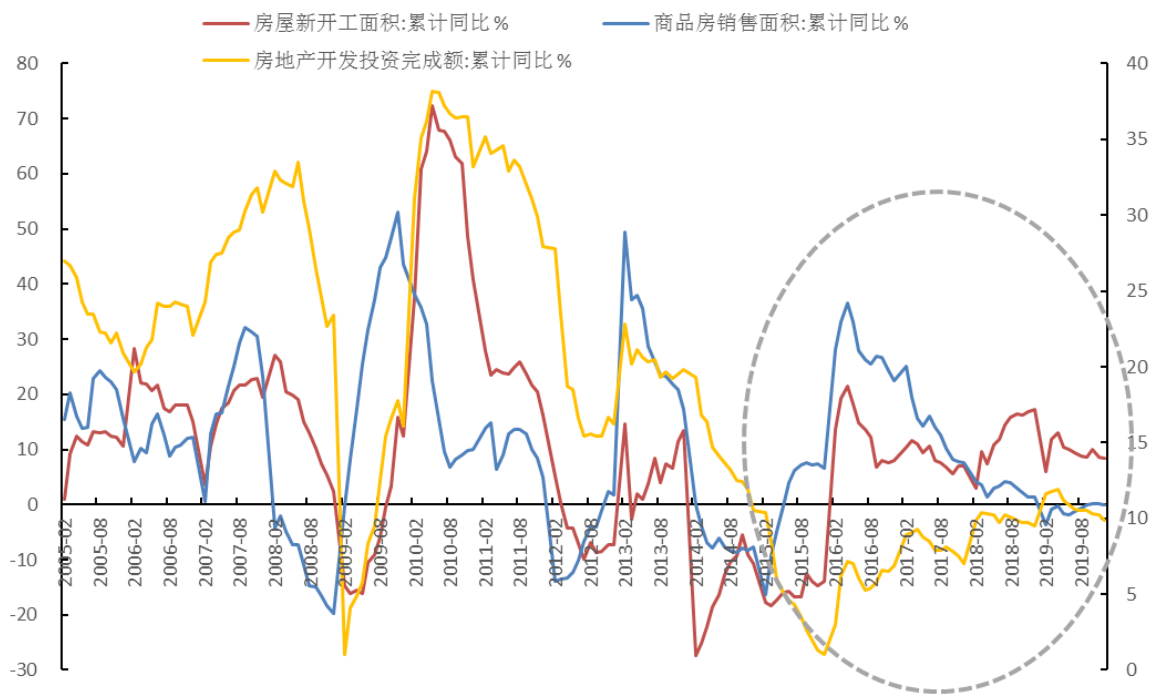
一、中国房地产市场现状：整体底部+分线分化

1、2015-2019 年房地产周期底部

当前中国房地产周期处于底部区间。2015-2019 年房地产周期持续时间较长，由于 2016 年棚改及去库存政策导致三四线及以下城市房地产销售大涨，而三四线及以下房地产销售面积占整体销售面积 65%-70%，因此三四线城市销售厚尾导致本轮房地产周期整体厚尾现象严重。

厚尾现象有多严重？从历史经验来看，中国房地产周期总体时长为 38-48 个月左右。房地产核心指标中，销售、新开工、投资等数据都呈现高峰厚尾现象，数据从底部到顶部的时长大概是从顶部回落到新底部的一半，假设房地产周期时长 46 个月，那么顶部回落时长为 30 个月。但是本轮房地产周期销售数据顶部回落时间已经达 40 个月以上。房地产销售作为前瞻指标发生厚尾，则房地产新开工和投资也即呈明显厚尾，如 2018 年新开工逆势上行主要反映 2017 年三四线城市销售上涨。

图 1 2005-2019 房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、商品房销售面积累计同比

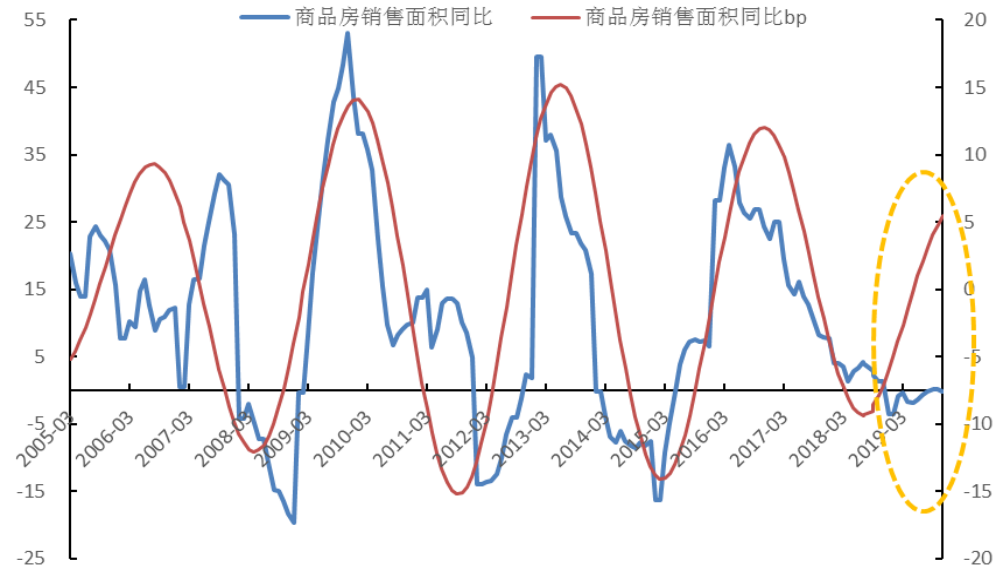


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

厚尾现象有何影响？厚尾则代表本轮周期可行消费域被扩大，导致后期消费乏力。2019 年全年房地产销售同比大都在 0 以下震荡，我们对数据做滤波处理则表现的更加清晰，本轮地产厚尾现象严重，区别于之前的“瘦长”形状。房地产销售底明显滞后于按照历史规律出现的底，且按照历史规律，2019 年下半年房地产销售应

该趋势向上，但直至 2020 年初依然处于负增长状态，加之疫情影响，未来短期房地产销售将呈拖累形式。房地产销售不足则相应新开工和投资则后继乏力。

图 2 商品房销售面积同比



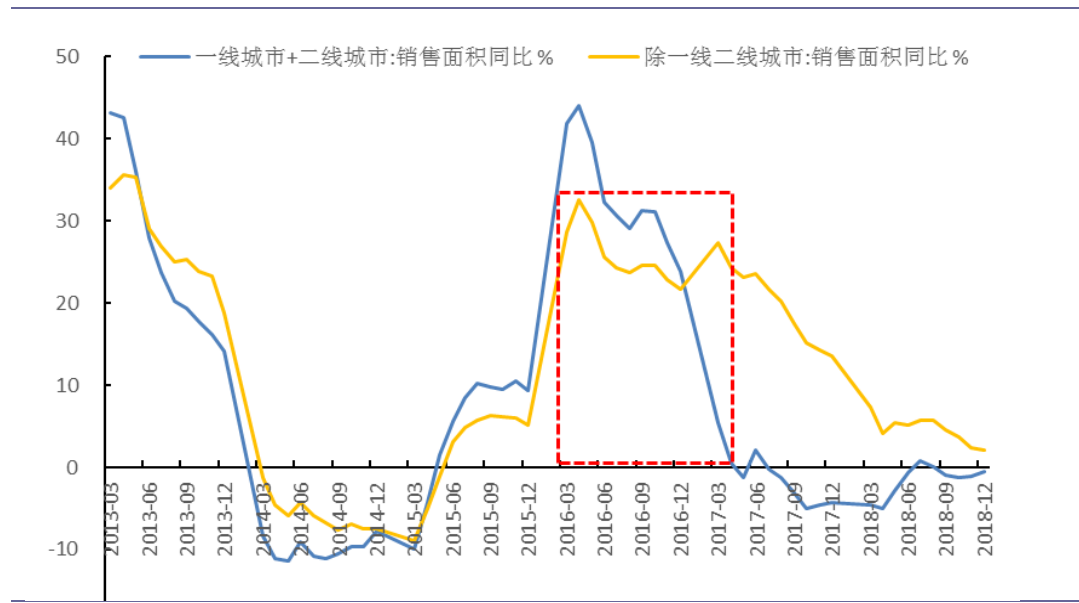
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2、分线分化趋势：一二线和除一二线城市分化

厚尾导致透支未来消费空间，分线城市分化是造成厚尾现象的主要原因。三四线及以下城市房地产销售同比于 2016 年 4 月达到顶部，后于 2017 年 3 月达到新的顶部，出现了双顶现象，这种现象在历史上并未出现过，主要原因是棚改去库存对三四线城市销售起了放大作用，也即超出了消费可行域，透支部分未来消费。

分线分化不仅导致整体房地产厚尾现象，而且改变了未来房地产分析和投资的逻辑。在 2015 年之前的房地产周期中，一二三四线城市各种指标同起同落，因此我们做房地产分析看总量指标就可以达到很高准确性，但是 2015 年房地产周期出现了分线分化现象，由于惯性思维导致 2018-2019 年的房地产分析均出现较大偏误。考虑到房地产分化主要表现在一二线和除一二线之外的分化，因此更加合理的分析框架为：将一二线和除一二线之外的分别来看，之后将二者加总。

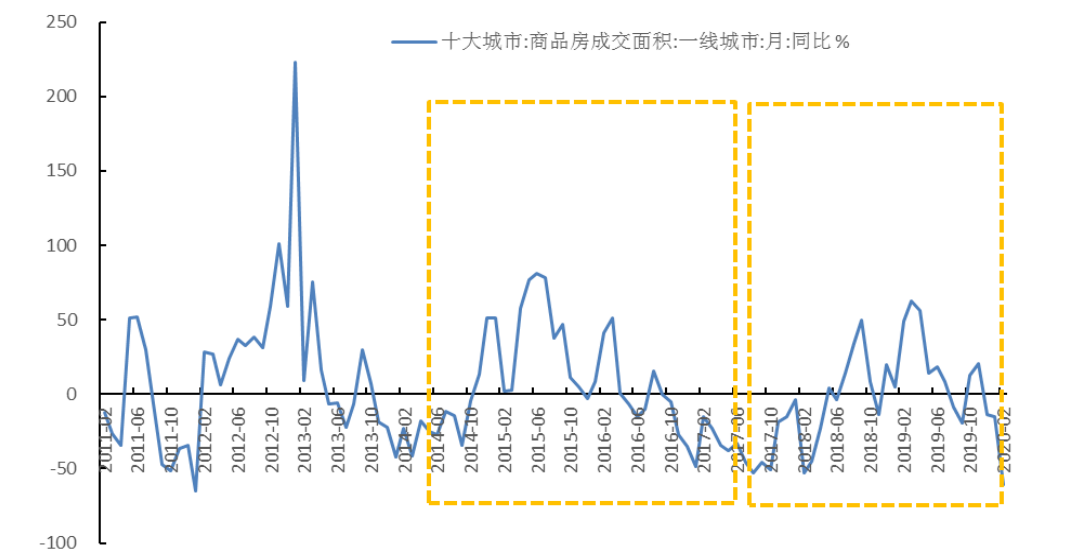
图 3 一二、三四线城市销售面积同比



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

未来一二线城市销售下行，三四线下行后有上行趋势。分线来看，一二线城市房地产销售增速 2016 年 4 月到达顶部后逐步回落，2017 年四季度达到底部区域之后上行，直至 2019 年中达到顶部之后回落，目前一二线城市房地产销售处于下行阶段。三四线城市销售同比分别于 2016 年 4 月和 2017 年 3 月达到双顶，2017 年 3 月之后逐步回落，2018 年仍呈低增长，2019 年全年则逐步回落，综合其双顶+厚尾现象，若无其他影响三四线未来将呈下降后逐步上升趋势。

图 4 一线城市商品房成交面积同比



以上为目前中国房地产市场现状分析, 考虑到内外部疫情影响冲击, 未来房地产形势不容乐观, 接下来简要分析疫情影响。

二、内外部冲击影响: 加大底部振幅

从 2010-2019 年均值来看, 房地产销售、新开工、投资、土地购置等核心指标 1 季度占比 15% 左右, 占比相对其他季度小, 4 季度各指标占比 30% 左右, 尤其房地产销售明显倾向于 4 季度。而疫情影响主要表现在 1 季度。接下来我们量化测算疫情对房地产销售、新开工和投资的影响。

表 1 2010-2019 房地产各项指标各月均值占比

2010-2019 均值	商品房销售面积		房屋新开工面积		房地产开发投资		本年购置土地面积		土地购置费	
1-2月(占比)	7.63	15.89	9.58	18.22	8.22	16.25	9.53	16.14	5.81	13.81
3月	8.26		8.64		8.03		6.61		7.99	
4月	6.85		8.45		7.35		6.41		7.30	
5月	7.34	24.79	9.60	29.37	8.85	28.07	8.84	26.42	9.44	29.47
6月	10.60		11.32		11.87		11.17		12.72	
7月	7.18		8.49		8.66		7.80		8.96	
8月	7.32	24.76	8.64	26.27	9.09	27.98	8.84	25.66	9.76	29.40
9月	10.26		9.14		10.23		9.03		10.69	
10月	8.76		7.66		9.00		7.91		8.89	
11月	10.15	34.57	9.10	26.14	9.37	27.70	11.18	31.78	10.02	27.32
12月	15.65		9.38		9.33		12.69		8.41	

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

由上文可知, 未来一二线城市为下行趋势, 三四线城市则为下行后缓慢上涨, 结合 2019 年数据特点, 我们给予两种假设 (假设无疫情影响):

假设 1: 2020 年房地产销售、新开工、投资增速分别为 5%、4%、5%

假设 2: 2020 年房地产销售、新开工、投资增速分别为 4%、3%、4%

1 季度和未来 2-4 季度房地产销售、投资和新开工如何合理看待?

房地产销售: 1 季度全国房地产销售同比增速约-35%。1-2 月百强房地产企业销售面积同比增速-25%, 百强房地产企业销售面积占全国 75% 左右, 因此计算 1-2 月全国房地产销售同比增速约-30%, 考虑到 3 月仍受一定影响, 1 季度全国房地产销售面积约-35%。未来 2-4 季度房地产销售效率或逐步提升, 假设 2 季度房地产销售效率为 1.05, 3-4 季度房地产销售效率为 1.08。考虑到房地产销售数据波动率较大, 此计算和假设相对合理。

房地产新开工和投资: 1 季度假设房地产新开工同比-15%, 2 季度开工率达到

100%，3-4 季度赶工产能达到 1.05。1 季度假设房地产投资同比-5%，2 季度开工率到达 100%，3-4 季度赶工产能达到 1.02。房地产新开工和投资波动较投资小，因此假设相对销售保守。

我们基于以上测算和假设，若为假设 1 的增速，即 2020 年房地产销售、新开工、投资增速分别为 5%、4%、5%，考虑疫情影响 2020 年房地产销售、新开工和投资增速为 4.14%、3.55%和 4.32%。若为假设 2 的增速，即 2020 年房地产销售、新开工、投资增速分别为 4%、3%、4%，考虑疫情影响 2020 年房地产销售、新开工和投资增速为 3.86%、2.69%和 3.49%。

表 2 2020 房地产预测

		2020 一季度	2020 二季度	2020 三四季度	2020 全年	2020 增速
假设1	商品房销售面积+5%	19388.81	50667.21	108605.76	178661.78	4.14
	房屋新开工面积+4%	32919.17	69451.37	132836.32	235206.86	3.55
	房地产开发投资+5%	22612.77	39696.70	75596.49	137905.97	4.32
假设2	商品房销售面积+4%	19388.81	50184.66	108605.76	178179.24	3.86
	房屋新开工面积+3%	32919.17	68783.57	131559.05	233261.79	2.69
	房地产开发投资+4%	22612.77	39318.64	74876.53	136807.94	3.49

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

注：1、假设 1 为 2020 年房地产销售、新开工、投资增速分别为 5%、4%、5%，假设 2 房地产销售、新开工、投资增速分别为 4%、3%、4%

2、2020 年 1 季度房地产销售同比下降 35%，新开工下降 15%，投资下降 5%

3、2020 年 2 季度房地产销售效率为 1.05，3-4 季度效率为 1.08，因此 2 季度销售为：去年销售面积*2020 年假设增速*1.05，3-4 季度销售为：去年销售面积*2020 年假设增速*1.08

4、2020 年 2 季度房地产新开工产能为 1，3-4 季度产能为 1.05；2020 年 2 季度房地产投资产能为 1，3-4 季度产能为 1.02。方法同上

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_6797

