

2020年地产投资如何演绎？

—基于2010-2012年历史经验

引言：市场对2020年房地产投资下行基本形成一致预期，但在下行的幅度和节奏上分歧较大。本文通过研究房地产投资链条发现，历史当中2010-2012年房地产投资与现阶段整体较为相似，对判断2020年房地产投资走势有所启示。

1、对标2010-2012，历史正在重演？

(1) **库存：房地产库存均位于低位。**在经历了前期房地产销售黄金期后，2010和2018年两段时期库存水平均接近历史低点，2010年广义库存增速由25%降至10%，2018年广义库存增速由30%降至-2%，房企补库存动力增加。

(2) **销售：房地产销售整体低迷，期房好于现房。**类比2011年与2019年，房地产销售边际改善但整体仍处于下行，2010-2012年房地产销售面积增速由80%滑落至-20%，2017-2019年房地产销售面积增速由25%滑落至-3%。此外，期房与现房销售均出现背离，表现为期房销售好于现房，历史上只出现了这两次。

(3) **政策：总量上房地产调控政策均为收紧。**2010-2012年，“国4条”、“国11条”“新国十条”的相继推出，对房地产抑制作用明显。2018-2020年，“房住不炒”、限贷、限购、收紧地产信托等政策同样收紧了房地产。但两段时间政策的不同点在于，2010-2012年更偏总量，而现阶段开始由总量转向结构优化、因城施策，所以房地产周期波动有望逐渐平坦。

(4) **融资环境：信用环境收紧，但房地产企业融资仍然较强。**2010年产能过剩制约信贷扩张以及2018年去杠杆，信用均是收紧的，社融增速出现大幅下滑。但在这样的环境下，房地产企业融资却偏强，主要表现在信托当中投向房地产的占比上升（2010-2011，2018-2019年均上升7个百分点左右）。

(5) **房企行为：房企应对措施相似。**首先，商品房库存低位叠加销售较好，房企拿地积极性高，房地产土地购置费上行；其次，政策环境偏紧，房企资金困难，商品房库存偏低，导致房企加强新开工和期房销售，以期解决现金流紧张问题；最后，房企面临交房压力，加快施工带动建安投资回升。

(6) **总结：2010-2012年和2018-2020年的房地产投资链条实际上是政策趋严背景下的结构性错位行情。**库存低位、销售下滑、政策趋严是两个时间段房地产投资链条的三大背景。房企的市场化行为导致了新开工、土地购置、建安投资、施工、期房销售等一系列指标出现相似的错位情形。由此，我们认为2010-2012年房地产情形对判断2020年房地产投资趋势具有一定启示。

2、2020年房地产投资“先下后稳”

(1) **地产销售难以全面转好。**需求偏弱、政策收紧、居民部门杠杆率较高，房价下行压力加大，房地产销售难以全面转好。在房地产销售低迷的大背景下，某个指标好转只是紧缩型政策调控下阶段性的短期行为。

(2) **2020年房地产投资判断：土地购置费继续下行，低点可能在2Q20。**100大中城市商品房用地成交总价累计同比领先土地购置费累计同比约1年左右，根据领先指标，土地购置费增速低点可能落在2Q20。**建安投资2020上半年下行压力加大，预计全年增速降至4%左右。**类比2010-2012年，我们认为建安投资的韧性将保持1年左右（建安投资于2019年2月开始改善），2020年2月可能开始回落（同时伴随着竣工面积的回升），二季度维持低位，下半年保持稳定。但2019年新开工不算差，带来的增量将使得建安投资回落幅度不会很大。预计2020年房地产投资由10%降至5%左右，上半年下行压力加大，下半年企稳。

(3) **房地产政策趋势：总量调控转向结构优化。**“房住不炒”将是未来房地产调控的核心基本点，“告别房地产刺激经济的老路”已成定局。我国房地产存量足够，但结构不合理（核心城市住房需求旺盛，人口流出城市住房过剩、房价下行压力较大），因此未来住房政策可能更多会倾向于结构优化、因城施策。具体来看，缓解核心城市住房需求问题可借鉴新加坡公共住房政策；而对于人口流出城市，房价存在下行压力，但未来货币政策的边际宽松对稳定房价有一定支撑。

风险提示：房地产下行风险、中美贸易摩擦升温、经济超预期下行风险等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

一、对标 2010-2012，历史正在重演？	4
1、房地产库存均位于低位	4
2、房地产销售整体低迷，期房好于现房	5
3、总量上，房地产调控政策均为收紧	6
4、信用环境收紧，但房地产企业融资仍然较强	7
5、房企应对措施相似	8
二、2020 年房地产投资“先下后稳”	9
1、地产销售难以全面转好	9
2、土地购置费继续下行	11
3、建安投资 2020 上半年下行压力加大	12
4、预计 2020 年房地产投资由 10%降至 5%左右，上半年下行压力加大，下半年企稳	13
5、房地产政策趋势：总量调控转向结构优化	14

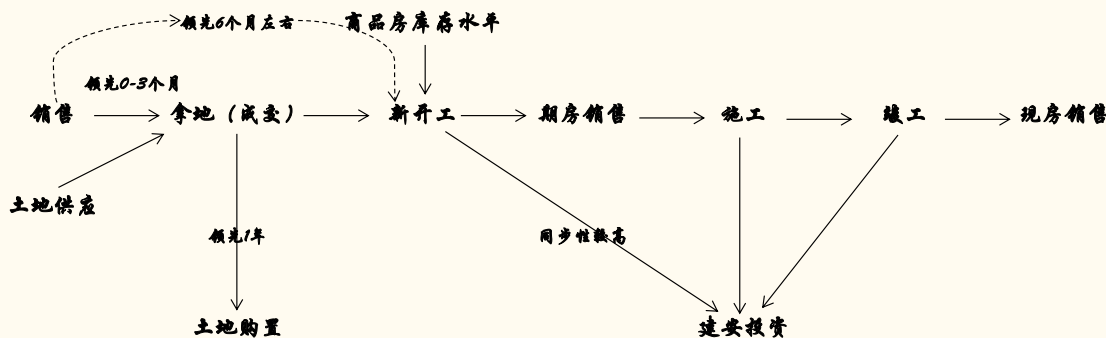
图表目录

图表 1：房地产投资分析框架	4
图表 2：商品房狭义库存处于低位	4
图表 3：广义商品房库存处于低位	5
图表 4：销售整体低迷，2011 与 2019 年均有企稳迹象	5
图表 5：期房销售与现房销售背离	6
图表 6：2010-2011 年与 2018-2019 年，房地产调控政策均为收紧	7
图表 7：信用环境收紧	7
图表 8：房地产信托资金占比上升	8
图表 9：拿地积极性高，土地购置费上升（%）	8
图表 10：消极施工，新开工与建安投资背离	9
图表 11：中国居民部门杠杆率已升至较高水平（%）	10
图表 12：30 个大中城市商品房成交面积累计同比回落（%）	10
图表 13：70 个大中城市二手房住宅价格指数当月同比回落（%）	10
图表 14：商品房销售对房地产投资具有领先性	11
图表 15：商品房销售基本与土地成交同步	11
图表 16：商品房销售领先新开工半年左右	11
图表 17：土地成交领先土地购置费一年	12
图表 18：建安投资的韧性（%）	13
图表 19：房地产投资预测	13
图表 20：住房资产在居民资产中占比高（万亿元）	14
图表 21：个人住房贷款在五大行中占比均较高	14

图表 22: 卖地收入撑起地方财政	14
图表 23: 多数产业终端是房地产	14
图表 24: 新加坡公共住房制度	15

引言：现阶段，市场对 2020 年房地产投资将会下行基本形成一致预期，但在下行的幅度和节奏上分歧较大。本文通过研究房地产投资链条发现：历史当中 2010-2012 年房地产投资与现阶段整体较为相似，或许能够对 2020 年房地产投资走势有所启示。

图表 1：房地产投资分析框架



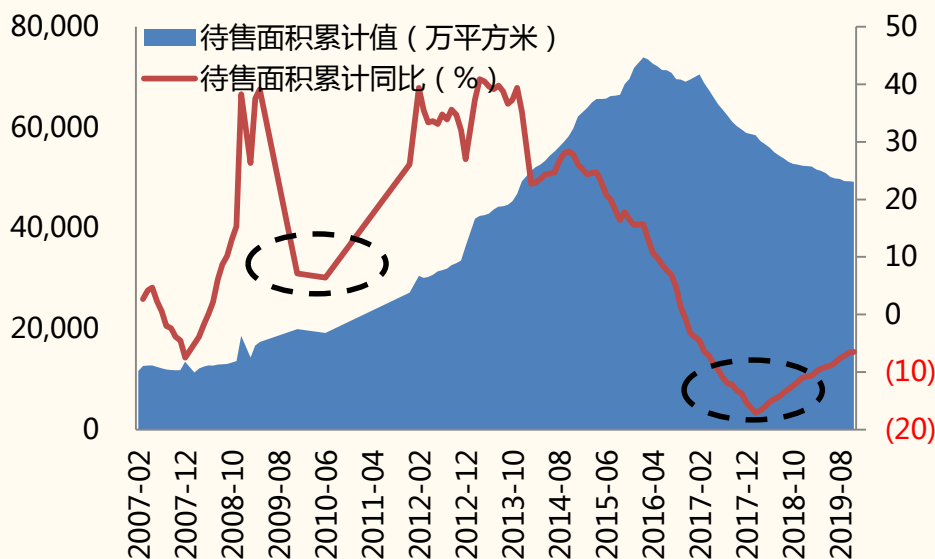
来源：国金证券研究所

一、对标 2010-2012，历史正在重演？

1、房地产库存均位于低位

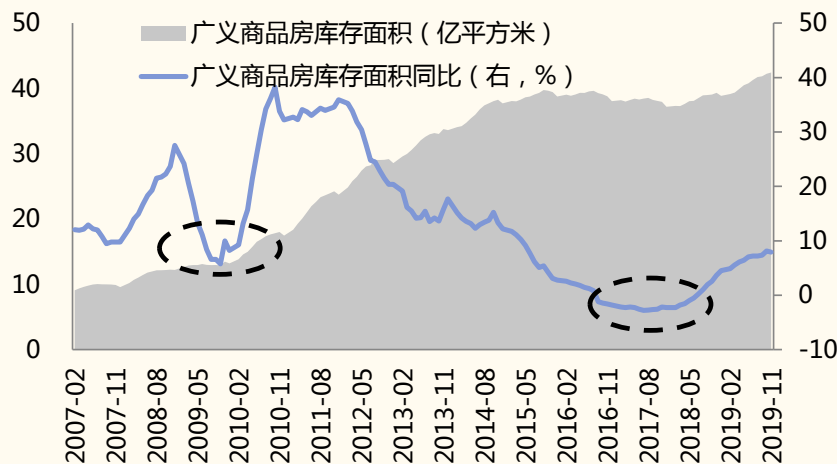
无论从广义库存还是狭义库存看，房地产库存均位于低位。从狭义库存即商品房待售面积累计同比来看，2010 年待售面积增速由 40% 降至 10% 的低位，2018 年待售面积累计增速由 30% 水平降至 -15%；从广义库存（即历年累计商品房新开工面积*0.9-历年累计商品房销售面积）来看，2010 年广义库存累计增速由 25% 降至 10%，2018 年广义库存增速由 30% 降至 -2%，表明这两段时期库存水平均接近历史低点，由此 2010-2011 年以及 2018-2019 年均出现了一定的补库需求。

图表 2：商品房狭义库存处于低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：广义商品房库存处于低位

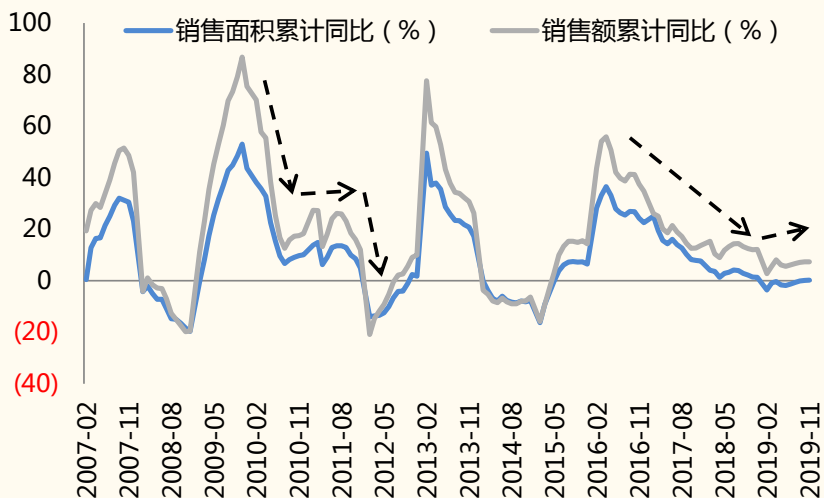


来源：Wind，国金证券研究所

2、房地产销售整体低迷，期房好于现房

房地产销售虽边际改善，但整体仍然低迷。2010-2012年，房地产销售经历了两段快速下降期分别是2009.12-2010.7以及2011.6-2012.2，此期间，房地产销售面积累计同比由80%降至-20%左右，销售额累计同比由50%降至-20%左右。中间2010.7-2011.6是一段震荡向上期（销售面积增速由9.7%升值12.9%，销售额由16.8%升至24.1%）。整体来看，这段时间房地产销售经历了滑坡式的快速下降。对于2018-2020年，尽管2019年房地产销售边际改善，但仍处于销售下滑的大周期当中，并无明显改善迹象。下滑始于2016.3，至2019.3才有所企稳（期间销售额累计同比54.1%降至2.8%、销售面积累计同比由43.6%降至-3.6%）。所以，类比2011年与2019年，房地产销售整体处于经历了下降期后短期企稳的状态，边际改善但整体仍较为低迷，并且看不到明显的改善预期，而对于2012年来说迎来的又一波下跌。

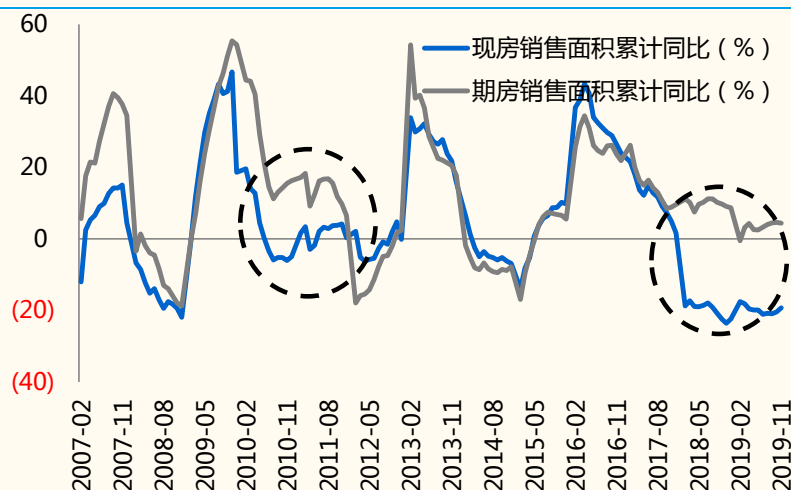
图表 4：销售整体低迷，2011 与 2019 年均有企稳迹象



来源：Wind，国金证券研究所

期房与现房销售均出现背离，表现为期房销售好于现房。2010-2012 年与 2018-2020 另一个销售相关的点在于，两段时期均出现了期房销售与现房销售背离，期房销售整体好于现房，这也是支撑销售边际企稳的一个重要原因。2010-2012 年期间，现房与期房于 2009.11 同一时间开始回落，但期房回落幅度小于现房，出现缺口。而 2018-2020 年期间，现房与期房也在 2016.3 开始回落，最后同样出现了期房销售好于现房的现象。其主要原因在于房企为应对资金面紧张，通过加快新开工和期房预售，回笼资金改善现金流。后文将做重点分析。

图表 5：期房销售与现房销售背离



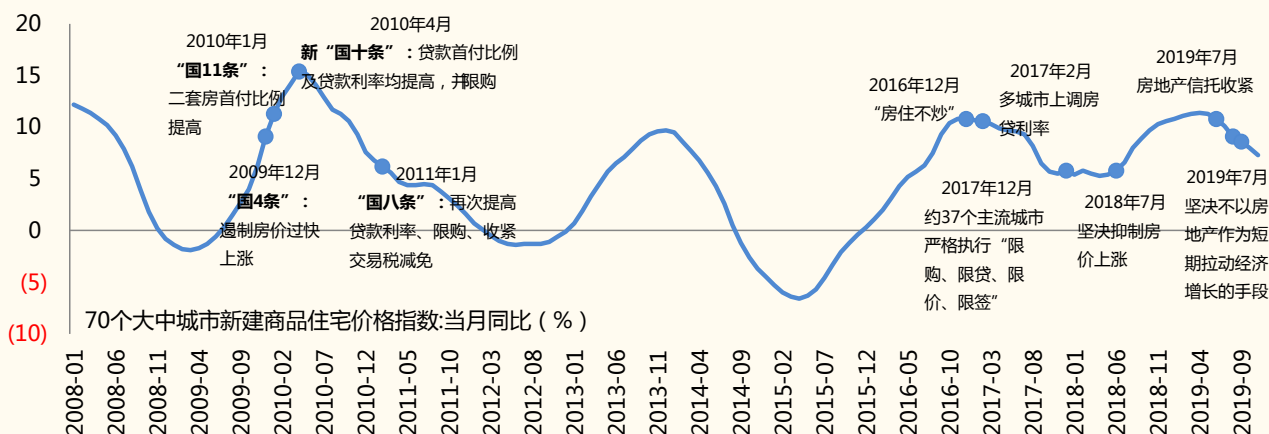
来源：Wind，国金证券研究所

3、总量上，房地产调控政策均为收紧

2010-2012 年以及 2018-2020 年均为房地产调控收紧期。2010-2012 年期间，随着一揽子经济刺激计划逐步落实，我国经济快速增长，进而出现了过热迹象。房地产市场也大幅扩张，价格进一步上涨，在 2009 年商品房销售高基数的基础上，2010 年商品房销售面积同比增长 10.56%，房屋新开工面积同比增长 40.56%，房地产开发投资同比增长 33.16%。2009.12 开始我国地产政策进入紧缩期，国 4 条提出遏制房价过快上涨，2010.1 国 11 条二套房首付比例提高，再到 2010.4 新国十条将贷款首付比例及贷款利率提高，同时限购。整体房地产开始大规模调控，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比也下行近 15%。与此相同，2017 年至今，我国地产政策整体仍是收紧。从 2016.12 中央经济工作会议提出“房住不炒”开始，我国房地产市场就进入了去库存后的收紧阶段，随后在多个城市严格执行“限购、限贷、限价、限售”以及上调多城市放贷利率等。2018.7 中央政治局会议再次强调坚决一直房价上涨，再到 2019.7 对房地产信托的收紧，政治局会议提出“坚决不以刺激房地产作为拉动经济短期增长的手段”，以及对二手房贷款利率需在相应期限 LPR 基础上再加 60BP 的限制等等。整体而言，两个时期房地产政策均是收紧的。

但两段时间政策的不同点在于：**2010-2012 年更偏向总量调整，而现阶段开始由总量调控转向结构优化、因城施策**，从这个角度上讲，房地产周期波动有望逐步减弱。从政策的内容来看，我们认为 2010-2012 年更加注重偏总量的调节，所以我国房地产整体的波动性较大；现阶段，无论是不同城市限购、限贷，还是因城施策，政策都更倾向于调控结构上的不合理，从这个角度讲，未来看房地产周期的波动有望逐步减弱。

图表 6：2010-2011 年与 2018-2019 年，房地产调控政策均为收紧

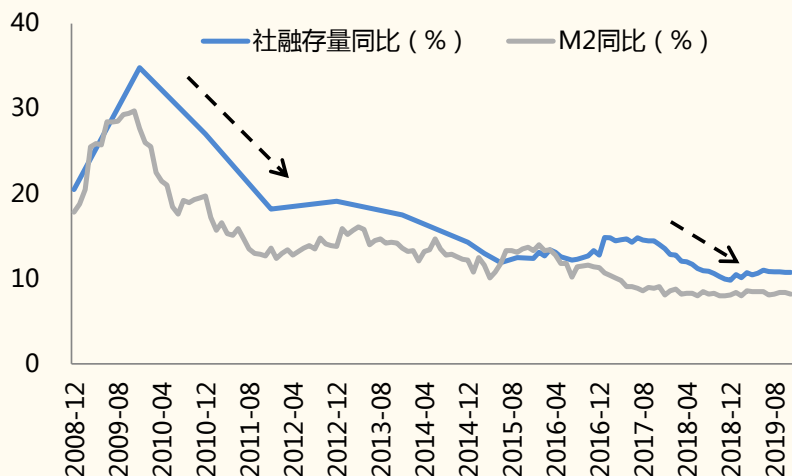


来源：Wind，国金证券研究所

4、信用环境收紧，但房地产企业融资仍然较强

2010 年和 2018 年信用环境收紧。以社融增速衡量信用扩张情况，2009 社融增速高点达到 34.8%，归功于基建和房地产共同拉动；随后由于积极的财政货币政策对工业企业的影响较大，在经历政策刺激下的快速生产后产能过剩成为制约信贷扩张的主要因素，产能过剩使得产能利用率下滑，资金供给和需求同时下滑导致信用进入收缩阶段，此时表现为房地产和基建投资的同时走弱，社融增速下滑至 2011.12 的 18.2%。2018 年以来，我国经历了一轮去杠杆，从紧货币到紧信用，从金融机构去杠杆到实体经济去杠杆，2017 年年初央行提高了银行间市场利率标志着金融去杠杆的开始，7 天逆回购利率由 2.25% 上调至 2.45%，MLF 利率由 3.0% 上调至 3.2%，金融机构负债端的资金利率高居不下，市场流动性缺乏。随后，银监会于 2017 年 3 月开始“三三四十”大检查，开启了实体经济去杠杆，金融机构的资产端受到限制，许多资产业务难以继续，以资管新规为例监管越发严格，企业获取资金的难度同时加大，此时表现为非金融企业的杠杆趋降。数据上，社融增速由 2017 年高点 14.27% 降至 2018 年低点 9.8%。到 2019 年年初的社融大幅拉升才缓解了紧信用问题。两段时间区间，信用环境整体偏紧，2019 年虽然具有一定程度的边际改善但没有出现大水漫灌。

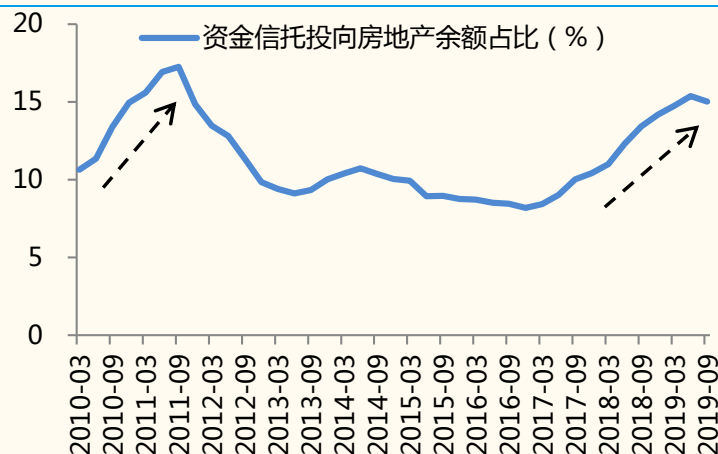
图表 7：信用环境收紧



来源：Wind，国金证券研究所

在信用同样收紧的前提下，房地产融资却依然偏强。从信托资金流向可以看出，虽然整体信用环境收紧，但资金不约而同依然集中流向了房地产。2010-2011年，信托投向房地产的占比由 10.6% 升至 17.2%，2018-2019 年，在房地产信托收紧前，投向房地产的信托占比由 8.2% 升至 15.4%，这也是 2019 年以来房地产投资一直偏强的原因。因此一个显而易见的结论是：在信用偏紧的环境下，资金依然倾向于收益较好且稳定的房地产，而不会去投资风险难以评估或者较大的制造业企业。

图表 8：房地产信托资金占比上升

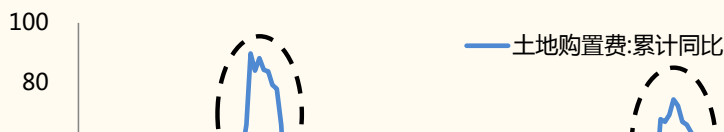


来源：Wind，国金证券研究所

5、房企应对措施相似

2010 年、2018 年，房地产土地购置费大幅上行，逻辑相同：商品房库存处于低位叠加销售较好。2010 年以及 2018 年商品房位于库存低位，且销售较好，在叠加政府土地供应的放开，导致房企拿地积极性上升。2010 年土地购置费用升至最高 90% 左右，2018 年土地购置费用同比升至 75% 左右。由于集中缴纳了土地价款，房企资金状况偏紧。

图表 9：拿地积极性高，土地购置费上升 (%)



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_7833

