

房地产韧性的来源：缓慢且漫长的补库

摘要

- **房地产在过去一段时间内持续呈现出超预期的韧性。**虽然随着房地产调控从 16 年 9 月开始持续强化，政策逐步住房需求进入房住不炒阶段，并明确不将房地产作为刺激经济的手段，但房地产市场并未出现明显下行，反而持续体现出超预期的韧性。房地产销售在 16-17 年小幅回落之后，很快进入平稳区间，而投资更是逆周期回升，体现了超预期的韧性。房地产投资持续的强韧也成为经济能够保持韧性的主要来源之一。那么未来房地产是否会继续保持目前的韧性呢，这需从分析过去一段时间房地产韧性的来源入手。
- **供给侧改革之后，房地产进入补库存阶段，但补库缓慢且漫长。**去库存是供给侧改革五大任务之一，随着供给侧改革的推进，房地产库存明显下降。无论是库销比衡量的狭义库存，还是施工面积与销售面积比例衡量的广义库存，目前房地产库存水平都与 2012 年相近，处于较低水平。特别是二三线城市，库存水平更低。低库存决定了房地产市场处于补库阶段。由于投资是房地产较为综合的建设指标，因而补库阶段需要投资增速高于销售增速，而两者的差值往往决定了补库的速度。在以往周期中，销售增速波动幅度较大，在补库阶段往往大幅下挫，拉大了与投资之间的差距，形成快速补库。但这轮周期销售增速却相对平稳，而受融资管控影响，房地产投资又难以大幅上行，这导致投资在略高于销售额的水平上运行，两者之间并未拉开差距，因而补库呈现出缓慢的态势。缓慢的补库进度则进一步延长了补库的时间。
- **短期金融条件难以收紧，房地产需求难以明显跌落。**市场曾从真实需求、棚改影响，居民杠杆率以及金融条件变化等多个角度质疑目前房地产销售的可持续性。其中真实需求和居民杠杆率为长期变量，我们估算的真实需求与目前住宅销售水平相当，而居民杠杆率上升确实会抑制住房需求，但这是长期变量，短期影响有限。而从经验数据来看，棚改放缓并未对各地房地产需求产生确定的负面影响。从短期来看，决定房地产需求的主要是金融条件，2018 年中以来，金融条件并未进一步收紧，房贷利率保持平稳，这支撑了销售保持平稳，进而推动房地产投资强韧。
- **2020 年房地产将继续处于漫长而缓慢的补库阶段，房地产需求平稳，支撑投资平稳，继续为经济提供韧性。**2020 年房地产或继续处于漫长而缓慢的补库阶段。考虑到经济放缓压力，金融条件不会明显收紧，房贷利率平稳，房地产销售额将延续 3%-5% 的增速。补库存阶段销售平稳对房地产投资增速形成支撑。但考虑到房地产企业融资难以大幅放松，房地产投资也难以大幅回升，投资将继续在略高于销售的区间上运行，我们预计 2020 年全年投资可能保持在 7% 附近。投资与销售增速差依然不高，这决定了这轮补库依然是漫长而且缓慢的过程，这是本轮房地产周期与以往周期最明显的不同。因而房地产市场也将继续呈现强韧，为经济提供韧性。
- **风险提示：**政策收紧超预期，销售下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 旧潮已退去，波涛安悠悠——海外经济年度报告 (2019-12-03)
2. 穿越数据迷雾，经济企稳正在逐步被确认——月度经济预测 (2019-12-02)
3. 经济逐步企稳回升，悲观预期需要调整 (2019-12-01)
4. 宏观固收 2020 年投资策略：莫道桑榆晚，为霞尚满天 (2019-12-01)
5. 如何看待 PMI 发出的不同信号 (2019-12-01)
6. 企业盈利低点已现，未来几个月将触底回升 (2019-11-27)
7. 美国 2020 年或有一轮弱补库——全球央行追踪第 14 期 (2019-11-24)
8. 央行呵护流动性，稳增长依然有必要 (2019-11-24)
9. 普查调整 GDP 数据，增长任务压力会因此减轻吗？ (2019-11-23)
10. 从央行角度来理解本次 OMO 利率下调 (2019-11-18)

目 录

1 金融条件未收紧情况下需求保持平稳	2
1.1 房地产真实需求或已告别高速增长阶段，但并未进入下降阶段	2
1.2 棚改放缓与居民杠杆率提升对房地产需求的影响	4
1.3 金融条件是房地产短期需求最主要的决定因素	5
2 漫长的补库存决定了房地产市场的韧性	6
2.1 当前库存处于低位，房地产市场处于补库存阶段	6
2.2 缓慢且漫长的补库	7
3 2020 年将延续缓慢而漫长的补库，房地产市场依然有韧性	8

图 目 录

图 1: 住房需求的估计方法	2
图 2: 估算住宅真实需求与住宅实际销售面积	3
图 3: 住宅真实需求结构	3
图 4: 估算住宅真实需求与住宅实际销售面积	4
图 5: 棚改计划下降与商品房销售增速回落之间无明显相关性	4
图 6: 居民贷款增速与居民杠杆率变化	5
图 7: 居民杠杆率变化与商品房销售增速呈现一定负相关性	5
图 8: 房贷利率与居民中长期贷款增速	6
图 9: 居民中长期贷款与商品房销售额	6
图 10: 商品房待售面积与住宅待售面积	6
图 11: 施工面积与销售面积之比	6
图 12: 各类城市施工面积与商品房销售面积之比	7
图 13: 北京与上海商品房销售面积持续跌落	7
图 14: 投资与销售增速差并不大, 补库缓慢且漫长	8
图 15: 低库存将继续支撑房地产投资强韧	8

表 目 录

表 1: 近几年房地产调控政策一览	1
-------------------------	---

房地产在近年持续呈现出超预期的韧性。本轮房地产周期在 2016 年 3 季度见到高点。以 16 年 9 月 30 日北京出台“930 新政”为代表，房地产调控政策进入收紧阶段。而后政策不断加力，逐步将房地产需求引导到房住不炒的定位上，而 19 年 7 月下旬的政治局会议更是进一步明确了房地产房住不炒的定位，并强调不降房地产作为刺激经济的手段。而后金融监管部门明确强化了对房地产融资的管控。

虽然房地产调控不断加码，但房地产市场却呈现出超预期的韧性。虽然随着房地产调控的强化，房地产需求短暂有所回落，但很快进入平稳区间，而投资更是逆周期回升，体现了超预期的韧性。房地产销售面积同比增速从 16 年 9 月 25% 左右的增速下滑至 17 年 9 月零增长左右，但之后却进入平稳阶段，房地产销售并未持续下滑。而房地产投资更是不断企稳回升，从 16 年 3 季度 5% 左右的同比增速持续回升至 18 年 10% 左右的同比增速，19 年继续强韧，保持在 10% 左右。而房地产投资持续的强韧成为经济能够保持韧性的来源之一。

判断未来房地产市场走势，需要分析清楚本轮房地产持续保持强韧的原因。判断未来房地产的走势，则需要分析清楚本轮房地产保持强韧的原因，这种推动力能否持续是房地产能否继续强韧的基础。而房地产能否持续强韧，将对经济能否继续保持韧性产生至关重要的影响。本文通过分析本轮房地产超预期强韧的原因，来对未来房地产市场走势给出判断，进而分析对经济可能产生的影响。

表 1：近几年房地产调控政策一览

时间	政策或会议	主要内容
2016.9	北京《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》	关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施
2017.2	中国人民银行、银监会公布通知，对个人住房贷款首付比例进行调整	在不实施限购措施的城市，家庭首套房商业性个人住房贷款，原则上最低首付比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款，最低首付比例调整为不低于 30%。对于实施限购措施的城市，个人住房贷款政策按原规定执行
2017.4	住房城乡建设部、国土资源部联合发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》	对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要减少供地；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏
2017.1	中国共产党第十九次全国代表大会开幕会	习近平总书记代表十八届中央委员会向大会作报告，在报告中提出坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位
2018.4	海南 4 月 22 日晚紧急召开新闻发布会	自当晚起实施全域限购，非本省户籍居民家庭在新增限购区域购买住房的，须提供至少一名家庭成员在海南省累计 24 个月及以上个人所得税或社会保险缴纳证明，此前已实施限购区域则需要提供 60 个月。
2018.5	住建部财政部、人民银行、公安部四部门联合发布《关于开展治理违规提取住房公积金工作的通知》	要求优先支持提取住房公积金支付房租，重点支持提取住房公积金在缴存地或户籍地购买首套普通住房和第二套改善型住房，防止提取住房公积金用于炒房投机
2018.7	住建部召开有关棚户区改造工作的吹风会	因地制宜推进棚改货币化安置，进一步合理界定和把握棚改的范围和标准，不搞一刀切、不层层下指标、不盲目举债铺摊子
2019.4	住建部对部分房价波动较大城市进行预警提示	针对部分热点城市住宅销售回暖、土地市场热度回升的现象，按照房地产长效机制方案确定的要求，住建部对部分城市进行预警提示
2019.7	中共中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019.7	全国银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理。加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率

数据来源：西南证券整理

1 金融条件未收紧情况下需求保持平稳

房地产能够保持韧性，最为根本的是需求未出现大幅度的下滑。本轮房地产需求并未出现之前几轮房地产周期大开大合的情况，房地产销售缓慢放缓且在过去一年多进入平稳阶段。房地产需求未出现大幅度的下滑是房地产市场能够保持强韧的根本。如果房地产需求出现明显放缓，那么库存会被动高企，房地产财务状况恶化，房地产投资跌落。这都是之前每轮房地产周期发生的情况。但本轮房地产周期需求并未大幅下滑，这从根本上支撑房地产市场强韧。

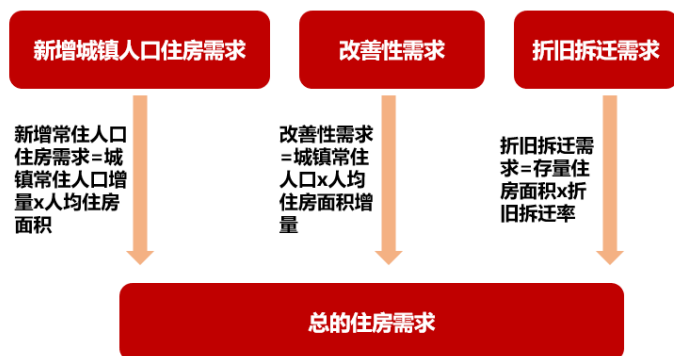
本轮房地产市场调整初期，市场曾经对后续房地产需求给予较为悲观的预期。首先，认为当前每年 17 亿平米左右的房地产销售面积超过了真实需求，因而不可持续。其次，认为居民杠杆率已经达到较高水平，对居民购买能力将形成抑制；再次，认为前期棚改货币化透支了房地产需求，而未来房地产需求放缓可能会抑制房地产需求，导致房地产需求下降。最后，房地产调控的强化也将导致房地产销售下滑。但事实上，从 16 年 3 季度房地产调控开始，房地产需求经历小幅放缓后开始平稳，并未大幅回落。因而，我们分别对长期地产真实需求，居民杠杆率影响，棚改货币化影响以及短期金融条件对地产需求影响等几个角度去分析。

1.1 房地产真实需求或已告别高速增长阶段，但并未进入下降阶段

当前我国每年商品房销售面积 17 亿平米左右，这个数字可谓很大，如果按人均 35 平米来计算，17 亿平米可以满足近 5000 万人的住房需求，10 年则可以满足 5 亿人的住房需求，因此认为这个规模超过了真实需求在直观上具有一定道理。但事实上，这里边存在一定问题。首先，18 年我国商品房销售面积 17 亿平米左右，但并非所有的都是住宅，其中住宅销售面积为 14.8 亿平米。另外，新增人口只是住宅需求里边的一部分，全面估算住宅需求，需要综合考虑各种需求。我们在下文提供一个较为全面的住宅需求估算。

我们将城镇住房需求拆分为三部分：新增住房需求、改善型需求和折旧/拆迁性需求。首先是城镇化带来的新增住房需求，这包括农村人口进城以及城镇人口自然增加带来的需求。其次是改善性需求，伴随收入增长，居民生活水平提高，人均住房面积也将相应增加。最后是拆迁需求（或折旧需求），这部分在国外表现为老旧房屋废弃，在我国更多的体现为拆迁带来的新房购置需求。这三类需求构成我国真实房地产需求的主体。如果投资需求没有趋势性增长，而是随经济周期进行周期波动的情况下，真实需求往往代表着长期的房地产需求，因而比较真实需求和实际的住房供给之间的差距，可以看出房地产市场的供求状况。

图 1：住房需求的估计方法



数据来源：西南证券整理

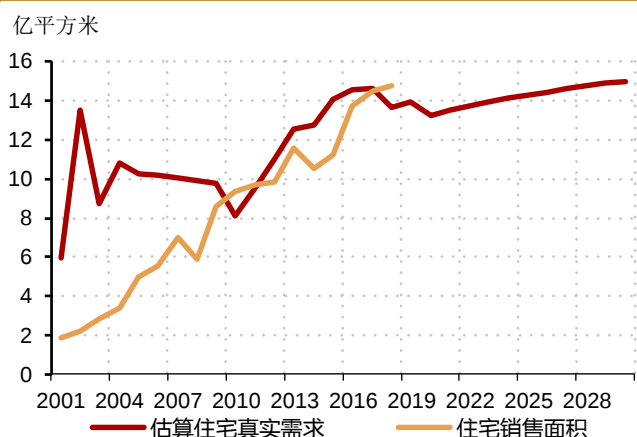
我们使用当年新增城镇人口乘以城镇人均居住面积来估算新增城镇人口购房需求，考虑到新增城镇人口一般购买力较为有限，我们假定其人均居住面积为城镇人口的 60%。而用城镇人口乘以人均居住面积增加值来估算改善型需求，2011-2016 年人均居住面积年均增加 1.0 平方米，假定后续年份增速逐步放缓，到 2030 年年均增速放缓到 0.5 平方米/人，达到 46 平方米/人。这个假定相对合理，与目前日本、台湾人均居住面积相当，低于美国人均居住面积。而折旧性需求则根据历次普查数据估算房屋折旧率，再结合房屋存量估算折旧规模。

从结果来看，我们估算的我国真实住宅需求每年在 14 亿平方米左右，与 2018 年 14.8 亿平方米相差并不远，而且考虑到我们假定新增人口居民面积较低的保守假设，因而当前真实需求大概率不明显低于当前实际销售面积。而从增速上来看，真实需求将从 18 年 13.7 亿平方米增加值 2030 年 15 亿平方米左右，年均增速 0.8% 左右。从趋势上看，房地产需求并非马上进入大幅回落阶段。

从结构上来看，目前需求中改善型需求已经占到相当比例，而折旧性需求占比则在未来持续提升。从估算结果来看，2013-2018 年，房地产需求中改善型需求占到近 50%，而新增人口需求占比在 30% 左右。但随着房屋存量的持续提升，折旧/拆迁性需求逐步提升，到 2025-2030 年占比将从 13-18 年的 20% 不到提升至 35% 左右。支撑房地产需求的主要力量将逐步发生变化。

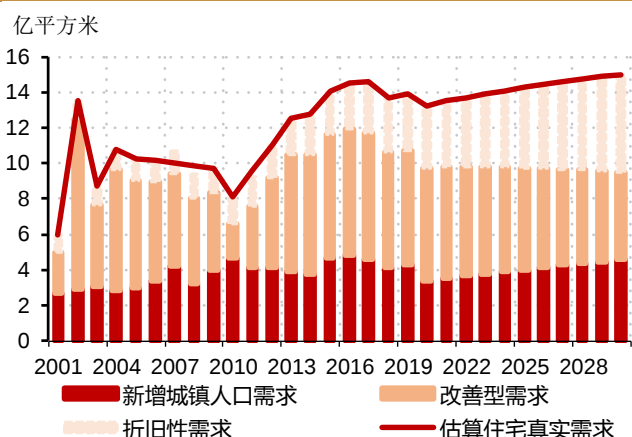
另外，从大数匡算来看，未来 10 年年均 14-15 亿平方米的住宅需求也是相对合理的。首先，如果 10 年后城镇化率提升到 70%，那么城镇人口可能较目前水平增加 1.7 亿人，如果按 2016 年统计局公布人均住宅面积 36.6 平方米来计算，则需要新增住宅 62 亿平米；其次，目前人均住宅面积估计在 38 平方米左右，如果未来 10 年提升 5-8 平米达到 43-46 平米/人左右，则按当前 8.3 亿城镇人口计算，会提供 40-60 亿平米左右的改善型需求。43-46 的人均居住面积并不高，这个水平与当前日本和台湾的人均居住面积相当。再次，在未来 10 年城镇住房存量平均水平在 400 亿平米假定基础上，如果折旧率为 1/70，那么每年的折旧量也在 5 亿平米左右，10 年累计在 50 亿平米左右。三者相加，未来十年住宅需求在 150 亿平米左右，年均 15 亿平米，与当前水平相当，因而住宅真实需求难以大幅下滑。

图 2：估算住宅真实需求与住宅实际销售面积



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：住宅真实需求结构



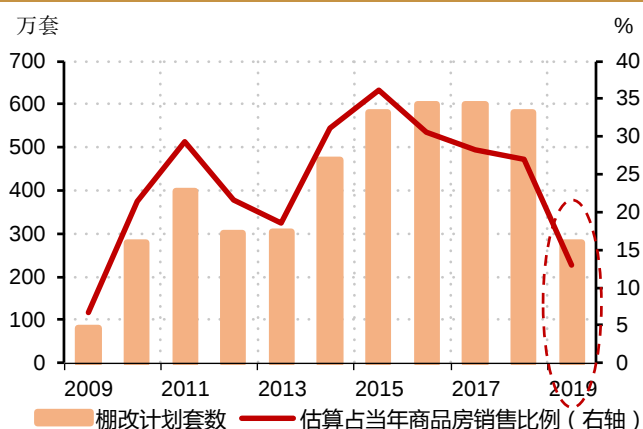
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 棚改放缓与居民杠杆率提升对房地产需求的影响

棚改放缓对房地产的负面影响在今年并未体现。过去几年，棚改持续保持较高规模，而且从 2015 年开始，棚改货币化规模快速提升，这被认为是推升 16-17 年房地产需求的重要因素。2015-2018 年，棚改计划都在 600 万套左右，实际执行在 600 万套以上。2018 年棚改计划 580 万套，实际执行 626 万套，实际执行较 2017 年还有所上涨。但 2019 年开始，棚改明显放缓，2019 年棚改计划下滑至 280 万套，较 2018 年回落 51.7%，较实际执行值回落 55.3%。如果按套均面积 80 平米估算，2015-2018 年棚改规模在 5 亿平米左右，占当年住宅销售面积近 1/3，2018 年棚改减少 300 万套，近 2.5 亿平米，这将拉低当年房地产销售面积 16.9%，但事实上，房地产销售面积并未出现如此大幅度的下滑。

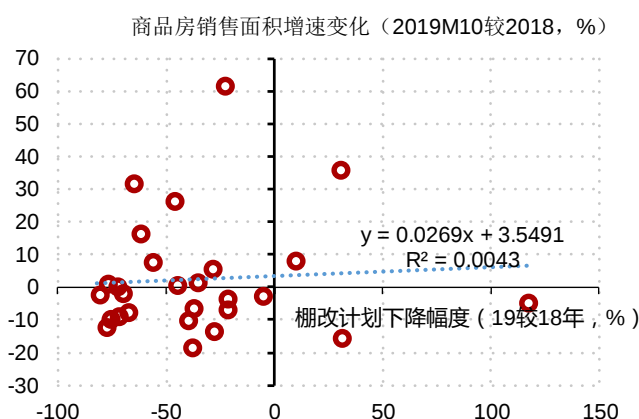
在省域层面上，棚改放缓和房地产销售放缓同样并未呈现明显的相关性，显示棚改放缓对房地产销售抑制作用有限。2019 年大部分省份计划棚改规模都有所减少，其中棚改大省如山东、河南等省棚改计划分别减少 77.4% 和 76.6%，两者合计减少 113 万套，但这两个省房地产销售面积增速均为大幅下滑，山东在 19 年前 10 个月房地产销售面积仅较 2018 年下降 12.2 个百分点，而河南则更是提升了 1.1 个百分点。分省数据中棚改计划下降比例与商品房销售面积增速变化并无明显负相关关系，显示棚改放缓对房地产需求影响有限。

图 4：估算住宅真实需求与住宅实际销售面积



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：棚改计划下降与商品房销售增速回落之间无明显相关性



数据来源：Wind，西南证券整理

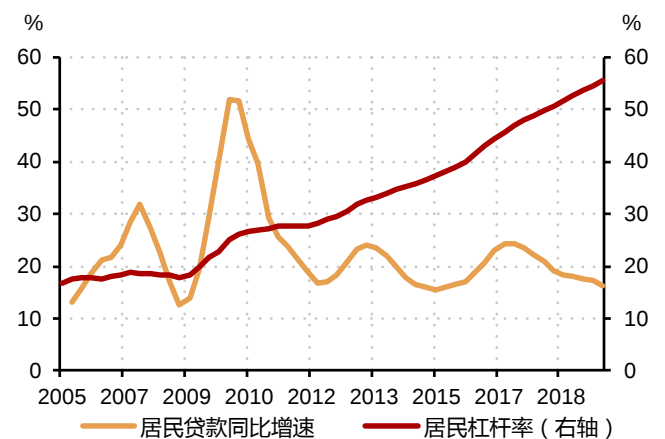
对于棚改回落并未带动商品房销售下滑，我们尝试给出个猜测解释。上一轮棚改货币化在刺激了房地产需求的同时，也降低了房地产库存，在低库存情况下，房地产供需持续偏紧，价格获得支撑。这种情况下，处于价格上升或平稳预期，商品房需求保持强韧。无论如何，至少从目前来看，棚改的放缓并不会带动房地产需求下行，因而对房地产需求的抑制作用有限。

而居民杠杆率的提升确实会抑制住房购买能力，但短期影响并不很大。过去几年居民杠杆率有较为快速的攀升。居民贷款与 GDP 比例从 2015 年不到 40% 的水平快速攀升至 2019Q3 约 55% 的水平，虽然目前居民杠杆率绝对水平依然远低于美欧等发达国家水平，但上升速度却非常快，这也引发了市场担忧居民杠杆率继续回升是否会抑制居民购房能力的担忧。

长期来看，居民杠杆率的提升确实会抑制居民购房能力，但短期影响有限。2015-2018 年居民杠杆率提升较多的省份，在 2019 年前 10 个月商品房销售面积增速则更低，显示居民

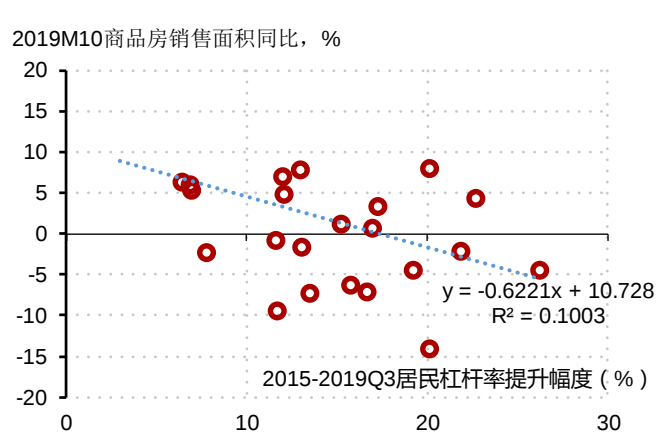
杠杆率确实对房地产需求有抑制作用。但这种影响相对长期，省际数据回归结果显示，居民杠杆率提升 1 个百分点，商品房销售面积增速会降低 0.6 个百分点左右。因而当前每年居民杠杆率提升 4 个百分点左右，将拉低商品房销售面积增速 2.4 个百分点。这种影响更多在于长期的累计，短期来看，冲击相对有限。

图 6：居民贷款增速与居民杠杆率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：居民杠杆率变化与商品房销售增速呈现一定负相关性



数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 金融条件是房地产短期需求最主要的决定因素

从短期影响因素来看，金融条件是房地产需求最主要的决定因素，2018 年下半年以来房地产需求保持平稳主要原因是金融条件未进一步收紧，特别是购房者面临的金融条件未明显收紧。可以看到，虽然本轮房地产调控定调持续强化，但房贷利率却未持续上升。除 17 年中到 18 年中，个人住房贷款加权平均利率从 4.5% 上升至 5.7% 之外。18 年中之后个人住房贷款利率并未发生明显变化，持续在 5.5% 附近波动。这与以往房地产调控时期利率持续上升不同。

利率不变情况下，居民中长期贷款则保持平稳，这对商品房需求形成持续支撑。与以往周期不同，本轮房地产调整周期利率并未大幅上行，18 年中以来则保持平稳，这导致居民中长期贷款总体保持平稳，同比恢复到基本持平状况。而融资状况的稳定也带来了销售的稳定，18 年中以来商品房销售面持续平稳。

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_8630

