

2020 年关于房地产的十个问题

证券研究报告
2019 年 12 月 03 日

作者

2016-2019 年，房地产开发投资增速连年攀升，核心因素是房地产销售的高景气。2020 年，房地产投资可能成为影响宏观经济波动的核心变量。

预计 2020 年商品房销售面积增速 -2%~0% (19.1-10 0.1%)，房屋新开工面积增速 4%-6% (19.1-10 10%)，施工面积增速 5%-7% (19.1-10 9%)，竣工面积增速 20%左右 (19.1-10 -5.5%)。

预计 2020 年房地产建安投资增速 5.4% (19.1-10 6.7%)，20Q1 仍在 7% 以上的高位，Q2 出现拐点，至 Q3 回落至 3%-4%；土地购置费增速 9%~10% (19.1-10 18.4%)，节奏上低开高走，开年 6%左右。

预计 2020 年房地产开发投资增速 6%-6.5% (19.1-10 10.3%)，整体节奏为逐渐回落，20Q1-Q4 当季同比：7.4%、6.8%、5.2%、6.1%，20Q2-Q3 加速下行，年底阶段性企稳。

风险提示：居民购房政策持续偏紧；房地产施工强度超预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



一、房地产投资是明年经济波动的核心变量

2019年，地产投资增速再超市场预期，其中建安投资增速触底反弹，对相关工业品价格和工业企业利润形成托底，也缓解了基建承担的稳增长压力。2020年，房地产投资是影响宏观经济波动的核心变量：基建（小幅回升）和制造（底部震荡）不会有太大意外，消费波动较小，出口虽然可能继续走弱，但关税的边际影响在减弱。因此，在政策持续偏紧的环境下，房地产投资韧性的持续性和拐点可能成为后续经济基本面、上中游原材料价格、货币财政政策空间节奏、大类资产价格走势的重要影响因素。

二、房地产投资的韧性来源于销售

销售是一切逻辑的根源。过去4年（2016-2019），房地产开发投资增速连年攀升，韧性超市场预期，**核心因素是房地产销售的高景气：只要销售保持一定景气度，房企从拿地到开工、建安施工、直至竣工就可以维持一定强度，虽然各项走势的节奏会有变化，但整体投资增速不会太差。**

2014年开年，商品房销售面积增速转负，此后下行压力逐渐加大。下半年，房地产刺激政策+货币宽松政策陆续出台，销售增速于2015年开年触及-16.3%的低点后开始反弹，全年增长6.5%，2016年增速进一步升至22.5%，2017年在高基数和政策趋紧环境下再增长7.7%，年销售面积首次达到17亿平方米。2018-2019年，**尽管房地产各项政策进一步趋紧，但销售面积仍然保持了微幅正增长，并未如2008、2011和2014年陷入深度负增长。**

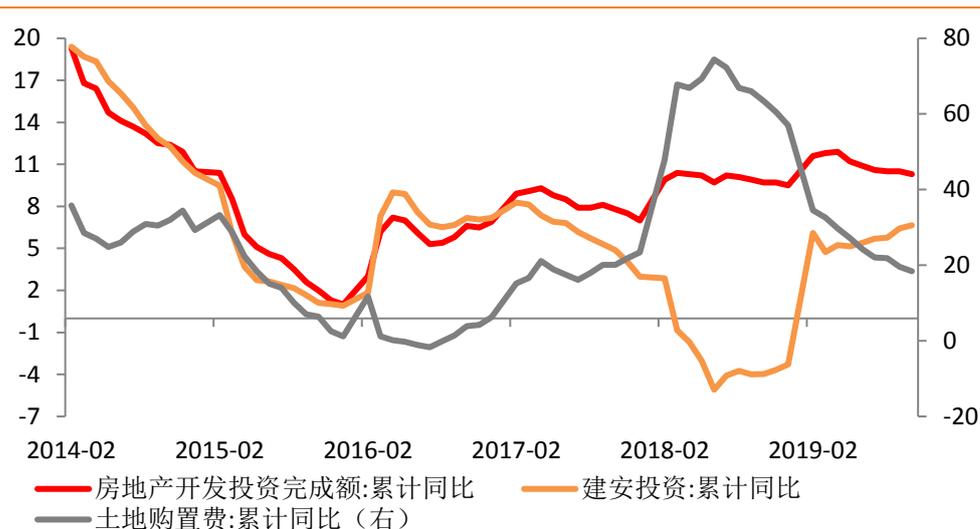
图 1：2015 年以来商品房销售面积增速连续正增长（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2015年以来商品房销售的高景气造就了2016年至今房地产投资增速的高韧性：2016年上半年建安投资增速走高，下半年土地购置费后来居上，全年投资增速6.2%，2015年仅1.2%；2017年之后，建安投资和土地购置费增速走向基本相反：2017年建安增速走弱，土地购置费持续上升，全年增速7%；2018年年中土地购置费增速达到历史第二高点74.4%后开始回落，但建安增速企稳，全年增速9.5%；2019年土地购置费增速进一步回落，建安增速连续回升，预计全年增速10%。

图 2：2016 年以来房地产开发投资增速连年上升（%）

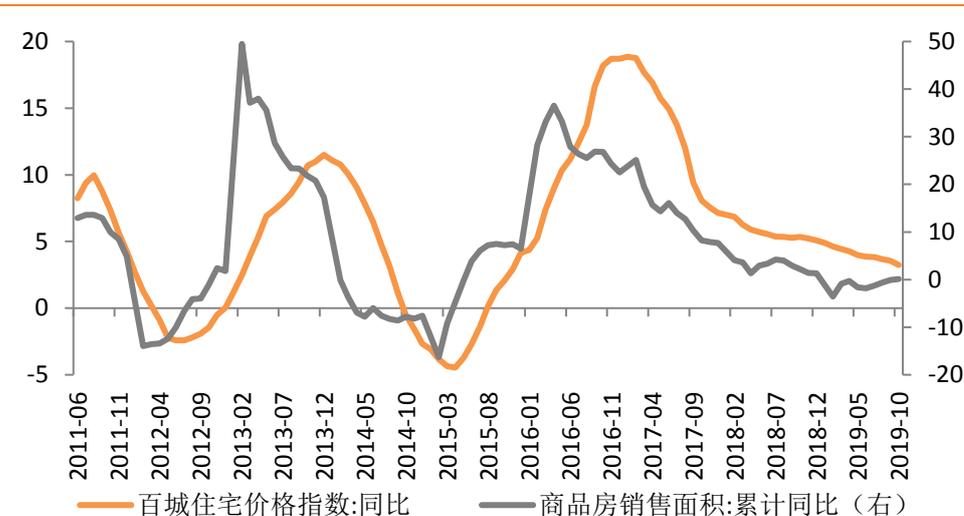


资料来源：WIND，天风证券研究所

三、房地产销售连续 3 年 17 亿平的直接原因是房价连续 4 年正增长

影响销售的最直接因素是价格。百城住宅价格指数同比从 2016 年至今持续保持正增长，2017 年之后涨幅回落但斜率较缓。

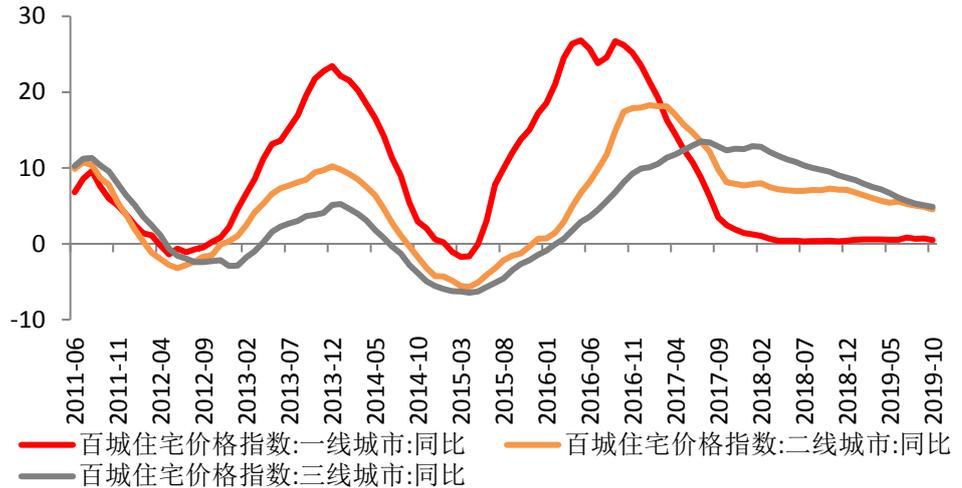
图 3：2016 年以来房价持续正增长（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

具体来看，一线城市 16 年涨幅到达顶峰，17 年回落后 18 年至今基本横盘；二线城市 17 年严格限购之后涨幅回落，但今年仍然上涨 4.6%；三线城市房价上涨启动最晚，但涨幅回落最慢，今年涨幅达到 4.9%。

图 4：2015 年后各线城市轮动上涨，二三线韧性较强 (%)

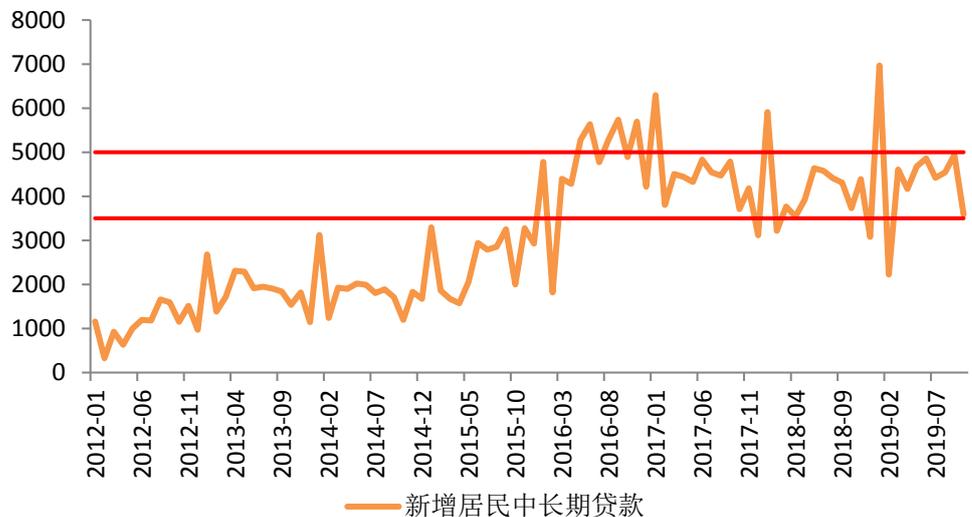


资料来源：WIND，天风证券研究所

四、房价保持正增长的根本原因是刚需和低库存

需求方面，虽然长期人口结构变化导致增量需求回落的逻辑清晰，但城镇化进程和改善性需求延缓了这一趋势，房价连年上涨的既往事实也强化了房价不跌的心理预期，因此短期刚需韧性仍然很强。2017 年严格限购至今，居民中长期贷款月度增量非常稳定的维持在 3500-5000 亿，且始终存在短期类贷款违规流入房市的情况；今年下半年房企重启高周转后，新房降价促销带来的销售增速反弹也立竿见影。所以限购力度较弱的二三线城市，地产价格仍然保持每年 5% 以上的增长。

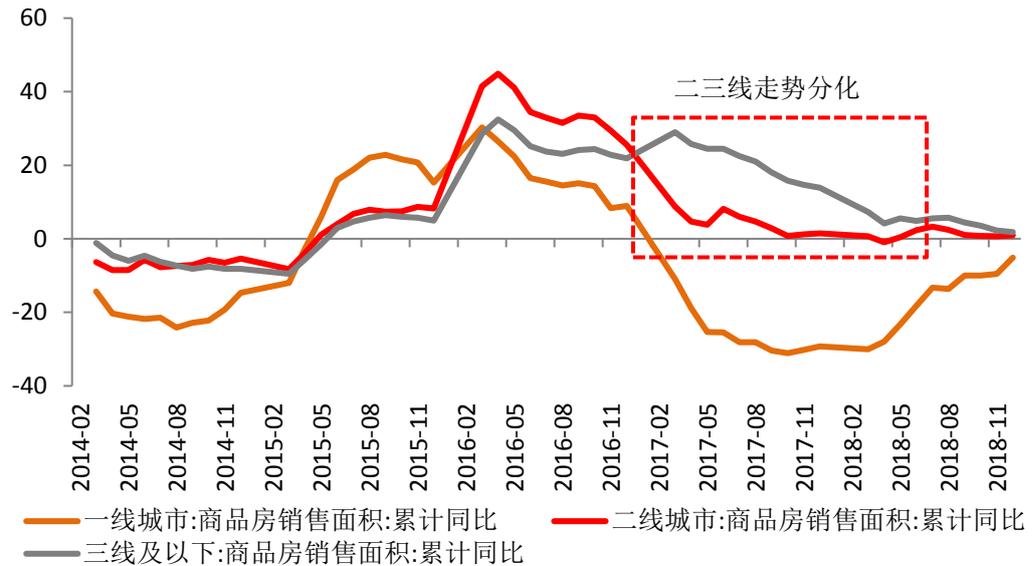
图 5：近三年单月新增居民中长期贷款稳定维持在 3500-5000 亿



资料来源：WIND，天风证券研究所

棚改加速了城镇化率的提升并满足了一部分改善性需求，是变相的刚需。2017 年之前，二线城市与三线及以下地区销售走势基本一致，2017 年之后走势逐渐分化，这与三四线城市大力推动棚改货币化安置有直接关系。2017 年全国棚户区改造开工 609 万套，货币化安置比例 60% 左右；2018 年开工 626 万套，货币化安置比例 40% 左右（上半年较高，下半年全面收紧）。假设货币化安置后在三线及以下地区购买商品房的比例为 70%，每套 85 平方米，则货币化安置在 2017/2018 年拉动三线及以下地区商品房销售面积 2.17/1.49 亿平方米，占当年销售面积的 19.9%/13.4%。在棚改货币化的强力拉动下，2017-2018 年上半年三线及以下地区商品房销售增速持续高于一二线城市。2019 年，棚改开工套数（300-350）和货币化安置比例（15%）均大幅降低，三线城市走势也重新向二线靠拢。

图 6：棚改货币化显著拉动了三四线城市商品房销售（%）



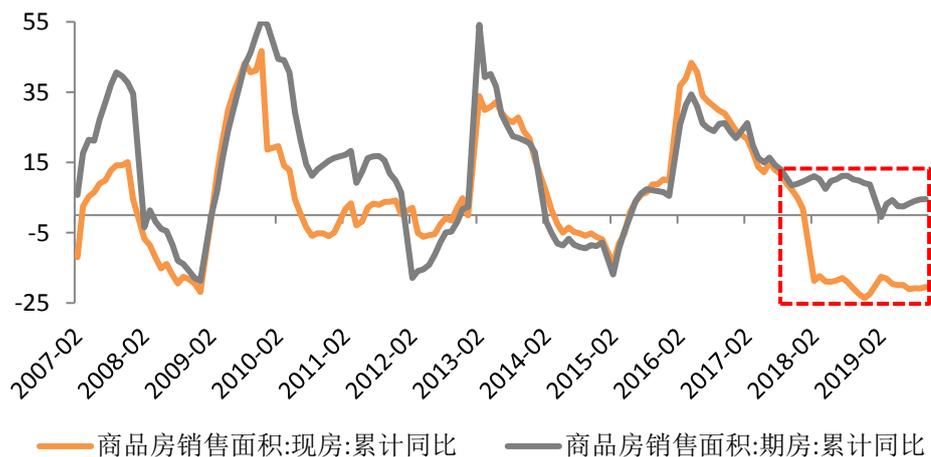
资料来源：WIND，天风证券研究所

供给方面，商品房从 2015 年初至 2018 年初经历了 3 年的去库存，广义库存去化周期从 38.6 个月降至 26.5 个月。库存偏低叠加刚需旺盛促成了房价的高韧性，反过来进一步加强了需求侧的韧性。

五、预计 2020 年商品房销售面积小幅负增长，价格增速回落和库存回补已经出现趋势

房企融资政策收紧后，加快开工、加快销售（主要是期房预售）、加快回款的诉求更强。但居民购房政策也从紧后，销售缺乏内生性改善的基础，因此适当降价促销成为必要选择。短期来看，高周转确实阶段性提升了期房销售的韧性。

图 7：2017 年年底之后期房和现房的销售增速剧烈分化（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

但是中期来看，高周转对销售的提升不可持续，其代价是广义商品房库存回补和房价回落。2018 年下半年以来，商品房销售面积增速的中枢从 -2.7% 回升至 2.7%，但由于新开工增速反弹更高，广义商品房库存（新开工面积 \times 0.9-商品房销售面积）在经历了近 3 年的去化后再次开始回补。截至 2019 年 10 月，广义库存去化周期已经从 2018 年初的 26.4 个月上升至 29.6 个月。

图 8：广义库存去化周期重新回升（月）



资料来源：WIND，天风证券研究所

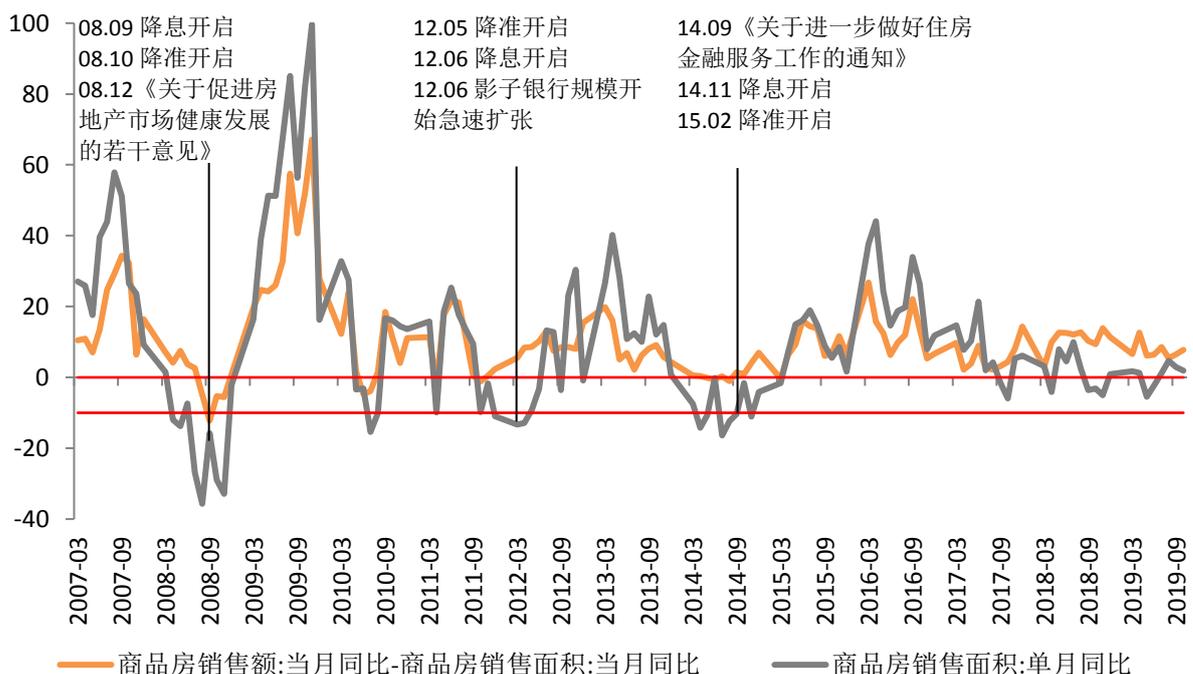
库存回升叠加购房政策偏紧，房价增速也出现趋势性回落：百城住宅价格指数同比涨幅从去年同期的 5.4% 降至 3.2%，这将带来存量房的供给增加和增量需求趋缓，叠加库存回补，不利于新房销售并进一步压制房价。

因此，即便有高周转的短期提振，随着房价涨幅回落、广义库存提升，现行政策强度下后续销售将重新转为下行压力。考虑到短期需求侧仍有一定韧性，明年商品房销售增速转向大幅负增长的概率不大。预计 2020 年商品房销售面积小幅回落，增速在 -2%~0% 左右，持平或略低于 2019 年的水平，维持在 16-17 亿平左右。

六、限购限贷可能出现结构性松动

从 2007 年以来的情况看，房价涨幅与商品房销售面积增速的中期走势基本一致，并且当房价涨幅向下接近 0 时，销售增速将转负至 -10% 左右，并随后引发政策不同程度的松动。因此，明年相关政策如限购和限贷或出现结构性松动（部分城市放宽购房条件、5 年期 LPR 继续随 MLF 小幅下调），适当对冲销售的回落压力。

图 9：房价系统性下跌、销售转负压力或引发政策结构性松动（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

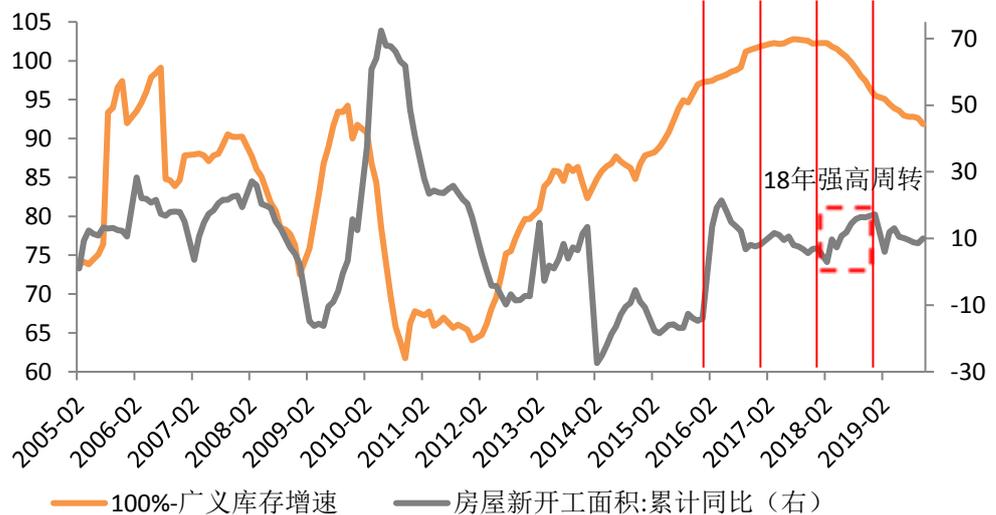
七、明年房地产新开工、施工面积增速大概率回落，但幅度相对温和

2019 年房地产投资韧性的直接表现是建安投资。今年 1-10 月建安投资同比增速 6.7%，去年同期仅 -4%，成为土地购置费回落情况下房地产投资韧性的最直接因素，也带来了建材工业部门的相对高景气。除了会计处理方式变化的技术性因素之外，建安之所以反弹，高周转后新开工增速的连续高增长推升施工存量增速是重要基础，早期预售期房临近竣工交付、房企集中赶工是触发因素。

如果明年商品房销售增速在 -2%~0% 附近，则高周转下新开工增速大概率继续高于销售，对应广义商品房库存持续回补。如此，明年新开工增速的中枢将大概率回落（2018 年强高周转有一定异常）。

但另一方面，预计回落的幅度会相对温和。根据克尔瑞的数据，2019 年上半年百强房企总土储平均去化周期为 4.24 年，较 2018 年末上涨 0.34 年，销售景气度回落的情况下土储去化压力加大。因此，土地库存向商品房库存的转化还将延续，使得新开工增速回落幅度不会太大。如果 2019 年增速 10%，预计明年回落至 5% 左右。

图 10：广义库存增速与新开工面积增速趋势上负相关，且有领先性（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

棚改可能提供一些不确定性。根据国务院的计划，2018-2020 年将改造棚户区 1500 万套，2018 年和 2019 年 1-10 月已开工 626 和 300 万套，预计 2019 年全年开工约 350 万套，因此 2020 年将余下大约 520 万套。但考虑到棚改政策的方向性变化，3 年 1500 万套的目标可能不会足额达成。假设 2020 年棚改实物安置比例持平于 2019 年，按照每套 80 平方米计算，如果 2020 年新开工棚改 300/400 万套，则将进一步拖累/拉动新开工面积增速 2%/1%。

整体来看，2020 年新开工面积增速回落到 4%-6% 的概率较大。由于施工面积是存量数据，波动相对较小，预计明年增速 5%-7%，也较今年的 9% 回落。同时，广义库存将继续回补：按照新开工增速 2019 年 10%、2020 年 5%，销售面积增速 2019 年 0.5%、2020 年 -1% 计算，2020 年底广义库存去化周期将从目前的 29.6 个月加速上升至 33.2 个月。

八、2020 年施工强度小幅回落，建安投资增速稍低于 2019 年

“房地产建安投资 \approx 房屋施工面积 \times 单位面积建安投资金额=房屋施工面积 \times 单位面积施工强度 \times 建材价格”，所以建安投资主要由三方面因素决定：施工的房屋面积、单位面积投入的建材物料等数量、建材物料的价格，其中单位面积投入的建材物料数量代表了施工强度。

照此将 2005 年以来的各项数据进行拆解，利用建材工业部门的 PPI 将价格因素统一到 2020 年后，单位面积建安投资金额即代表实际施工强度，对 2020 年建安投资增速的预判可以基于施工面积和施工强度。新开工回落叠加竣工加速，中性假设 2020 年施工面积增速 6%；同时假设 2019 年施工面积/建安投资增速 9.2%/7%，建材工业 PPI 同比 4.8%。

由下表可见，2013 年至今单位面积施工强度逐年降低，项目的工期被不断拉长，导致施工面积增长持续快于实际建安投入。2013-2017 年间施工强度每年降低-0.2 左右，2018 年建安投资的会计处理方式有所变更，导致当年建安投资数据偏低、施工强度降幅扩大，但修正之后降幅仍然在-0.5~-0.6，与 2019 年大致持平。

在整体偏紧的政策环境下，房企高周转的经营策略可能是最近两年单位面积施工强度加速回落的主要原因：从开工预售到竣工交付的时间被进一步拉长。对于明年的政策环境，虽然预计节奏上会有变化，但是整体继续偏紧的概率大，高周转也料将延续。但另一方面，明年的竣工交付压力仍然较大，因此需要竣工的项目部分施工强度会保持高位。综合来看，中性情形下预计 2020 年施工强度回落水平与 2018-2019 年持平，在 0.5 左右，对应建安投资增速 5.4%，稍低于 2019 年的 7%。

表 1：建安投资的细项拆解：单位面积施工强度逐年降低

	建安投资 (亿元)	房屋施工面积 (万平方米)	单位面积 建安投资金额 (百元/平方米)	建材工业 PPI %	单位面积建安金额 (价格统一到 2020 年，亦即施工强度)	强度变化	建安 投资增速
2005	10,871.59	166,053	6.55	0.64	9.66		
2006	13,343.89	194,786	6.85	1.86	9.21	-0.45	
2007	17,190.76	236,318	7.27	1.73	9.09	-0.12	
2008	21,340.18	283,266	7.53	7.40	9.53	+0.44	
2009	27,844.40	320,368	8.69	0.80	11.40	+1.87	
2010	33,085.29	405,356	8.16	2.35	10.70	-0.70	
2011	44,494.36	506,775	8.78	7.20	11.61	+0.91	
2012	52,036.26	573,418	9.07	-1.15	12.14	+0.53	
2013	63,919.25	665,572	9.60	-0.84	11.98	-0.15	
2014	70,561.11	726,482	9.71	0.07	11.84	-0.14	
2015	71,195.57	735,693	9.68	-3.58	11.70	-0.14	

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_8652

