

宏观策略

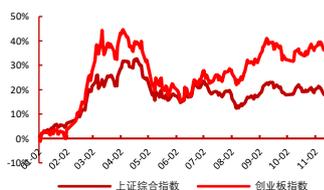
谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2019-11-19）

	上证综指涨幅
近一周	0.66%
近一月	-0.14%
近三月	1.77%

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚
 执业证书编号：S0070519050001
 电话：010-83991712
 邮箱：zhangzg@grzq.com

相关报告

《年末进入财报真空，谨慎对待政策和情绪波动》20191030

《9月经济小幅改善，四季度基建加码或推动贷款平稳》20191025

《美欧进入降息周期，国内或以结构性宽信用政策为主》20190926

10月地产数据全面超预期，这是要开启上升周期吗？

事件：

统计局近期披露了房地产10月一系列数据，全面超出市场预期：

1) **房地产开工施工竣工增速陡增到20%**：10月房屋开工施工竣工面积分别同比增长23.21%、22.65%、19.99%，较前值分别提高16.68pct、17.68pct、15.42pct，大幅好于预期；

2) **房地产销售连续4个月正增长**：10月商品房销售面积同比增1.83%（较前值下降1.12pct），连续4个月正增长；1-10月增0.1%，年内首次转正。10月商品房销售额增9.06%（较前值降0.47pct），1-10月增7.3%。

3) **房地产开发投资微降**：10月地产投资增8.64%（较前值下降1.86pct），1-10月增10.3%（较前值降0.2pct）。

简而言之，尽管中央政策自5月以来持续偏紧，房地产企业融资普遍紧张，但经历了半年的打压后，房地产行业过去几个月出现了销售、开工施工竣工全面超预期状态，开发投资也韧性十足，怎么看待房地产未来的状态呢？

对此，我们认为新开工的10月调升更多是房地产低库存状态下的阶段性补库。展望明年，政策压制难松，竣工仍有上行空间，但地产销售、土地购置、新开工仍会有起有伏，而地产投资整体下行大势难改。

投资要点

- **市场对竣工好转已有预期，但10月房屋新开工、施工、竣工增速均跳到20%+，数据仍全面超出预期。**

竣工上行的逻辑再次加强。自5月中央不断收紧地产政策后，考虑到2017年以来新开工和竣工面积的剪刀差持续扩大，市场判断房地产企业将资源倾向于完成已有开工项目。数据也确实验证了该逻辑，房屋竣工面积增速5月触底到-22.31%（住宅竣工-26.42%），后持续上行到9月为4.57%（住宅1.13%），

至 10 月跳升到 19.99%（住宅 18.31%）。我们预计未来一段时间竣工仍有上行空间。

表 1：商品房销售面积连续 4 个月正增长，10 月新开工、施工、竣工面积同比增速大幅调升到 20%+（均为当月同比增速）

时间	商品房销售面积	商品房销售面积:住宅	商品房销售额	商品房销售额:住宅:	房屋新开工面积	房屋新开工面积:住宅	房屋施工面积	房屋施工面积:住宅	房屋竣工面积	房屋竣工面积:住宅
2018-10	-3.48	-1.33	5.89	9.95	15.36	15.22	25.91	20.28	-20.56	-14.92
2018-11	-4.99	-3.60	8.80	13.13	21.16	21.90	22.75	27.94	-11.07	-13.32
2018-12	0.66	2.87	12.84	14.04	21.03	23.57	35.00	41.13	5.80	5.87
2019-02	-3.60	-3.20	2.80	4.50	6.00	4.30	6.80	8.30	-11.90	-7.80
2019-03	1.65	1.87	8.25	10.36	18.11	19.01	69.37	63.94	-8.41	-8.74
2019-04	1.19	2.88	14.14	18.04	15.52	18.48	30.73	34.47	-7.97	-4.79
2019-05	-5.46	-3.95	0.35	4.04	3.91	5.31	8.80	10.40	-22.31	-26.42
2019-06	-2.34	-1.83	4.26	7.04	8.88	7.77	8.80	7.73	-14.07	-15.20
2019-07	1.72	3.18	9.74	13.85	6.47	5.10	16.55	13.91	-0.78	-1.60
2019-08	4.43	7.82	10.23	14.80	5.17	4.54	-1.03	-0.65	3.19	-0.71
2019-09	2.94	4.14	9.53	12.71	6.53	8.10	4.97	10.10	4.57	1.13
2019-10	1.83	4.98	9.06	15.25	23.21	27.11	22.65	23.38	19.99	18.31

数据来源：公开信息，国融证券研究与战略发展部整理

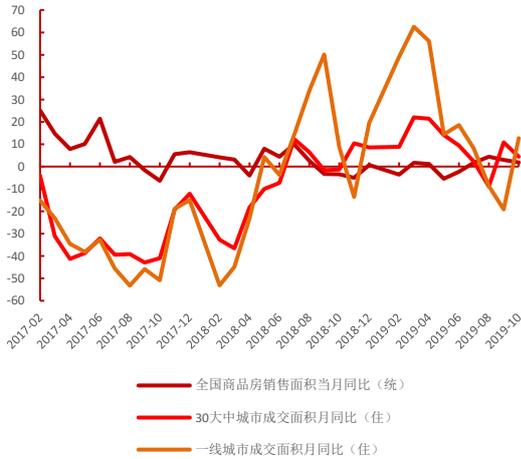
新开工和施工的跳升大幅加强了对地产投资韧性的预期，这是比竣工更超预期的地方。一是预期下行，3 月之后新开工和施工就呈现下行趋势，增速分别从 18.11%、69.37% 下降到 9 月的 6.53%、4.97%，直至 10 月跳升到 23.21%、22.65%。二是规模更大，对房地产建筑安装投资的影响更大。以 2018 年为例，房屋新开工面积累计 20.93 亿平方米，施工面积 82.23 亿平方米，而竣工面积仅有 9.36 亿平方米。

- **房地产产业前周期的商品房销售、土地成交数据也连续好于预期，这是短期支撑地产企业加快新开工的基础，也表明政策打压之下企业加快高周转的策略是有效的。**

全国商品房销售自 6 月起回升，但高低线城市明显分化，一二线更多体现了政策打压态度逐步转冷，而低线城市销售好转。到 10 月全国商品房连续 4 个月正增长，表明房企的高周转策略正积极进行。

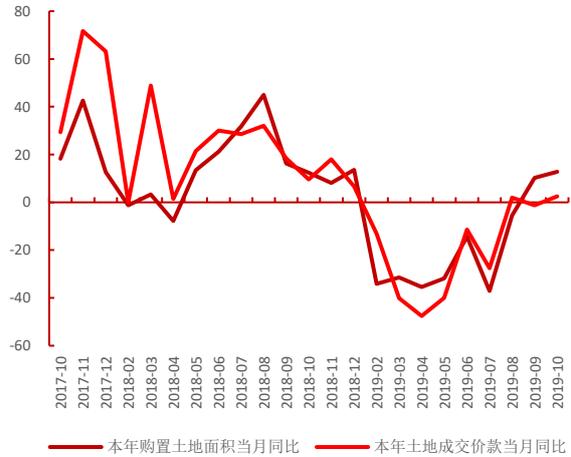
从土地市场看，6 月之后房企土地购置面积迅速好转，到 10 月购置面积和购置金额增速双双转正。100 城市土地数据也体现了土地市场的回暖，这很大程度上也与地方政府加快供地有关系，二季度减税降费开始落地加大了地方财政压力，而土地溢价率下降表明房企开始理性。

图 1 商品房销售连续 4 月正增长，10 月一二线好转



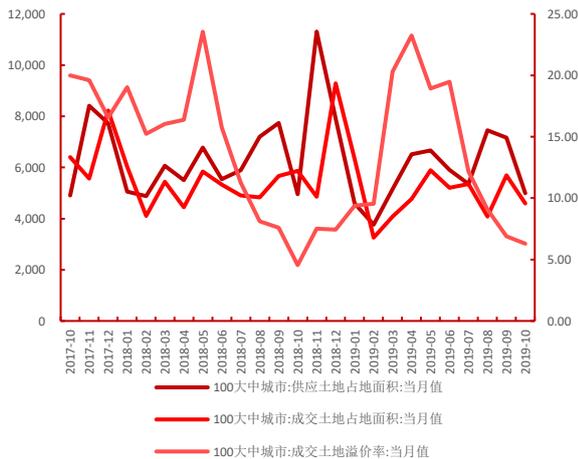
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 土地成交市场自 6 月后有明显好转



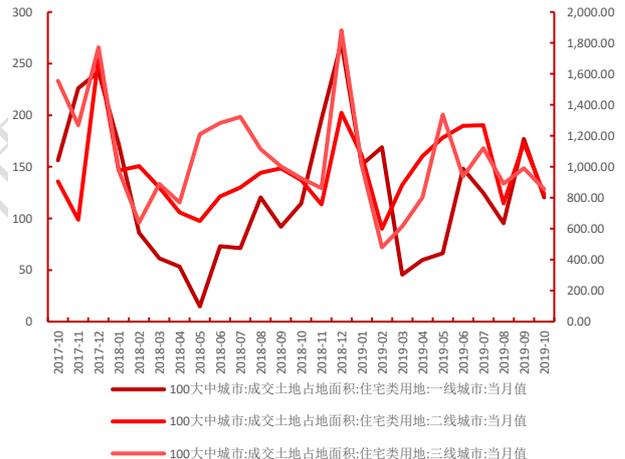
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 3 Q2 始 100 城市土地成交好转，但 Q3 溢价率下降



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4 二线城市土地成交较多，而一线城市呈回升势头



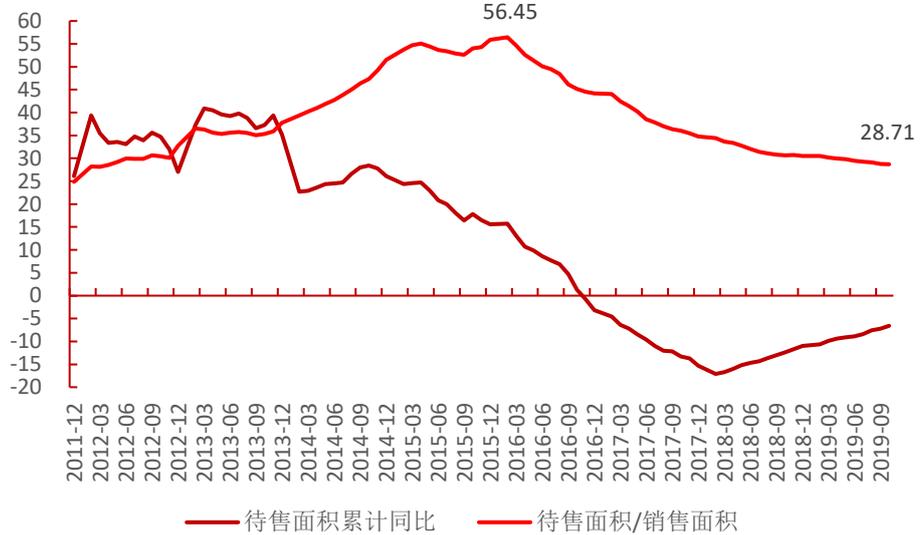
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

■ 今年房地产市场的韧性屡屡超出预期，我们认为主要的原因有三：一是地产行业本身处于低库存状态；二是个人按揭购房贷款受政策影响较小；三是部分城市优化落户政策。此外，龙头房地产企业加快周转主动降价优惠也对销售有一定促进。

一是商品房整体库存处于历史较低水平。我们以商品房待售面积/销售面积（滚动一年）指标参考，2015 年达到库存高峰 56.45%，经过棚改等一系列政策去库存，到 2018 年底比重降为 30.53%，到今年 10 月进一步降到 28.71%，已经回到了 2012 年初的良性水平。尽管政策对房地产行业的销售和投资影响巨大，但从行业本身周期看，房地产企业为持续经营有维护合意的库存水平的内在

要求。一旦销售状况和现金流允许，房企就有拿地、开工和预售的可能。

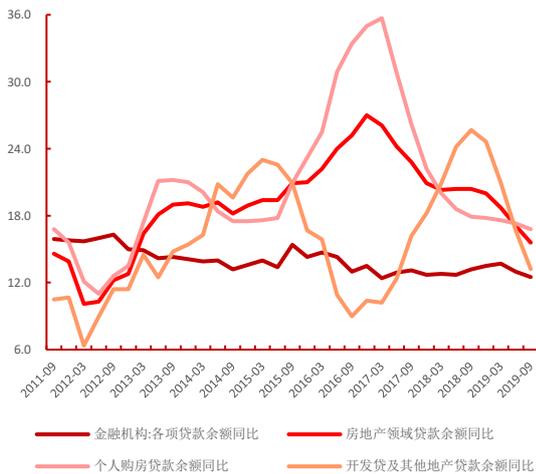
图 5 2015 年是商品房待售/销售高峰，经连续去库存到今年 10 月降到 2012 年初水平



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

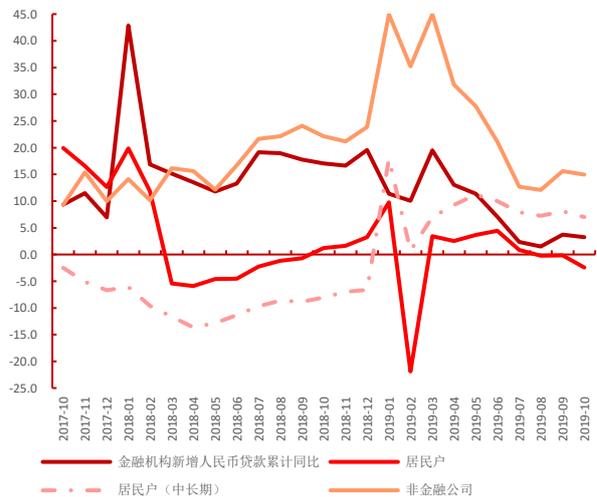
二是 5 月以来地产政策全面收紧，房地产开发贷受到较大影响，虽然也有监管严查消费贷违规和网络贷款，但个人按揭贷一直以来是银行最优质的资产配置，目前仍然保持良好增长。

图 6 存量显示，开发贷明显放缓，个人按揭贷平稳放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 7 新增居民中长期贷款仍保持稳定增长

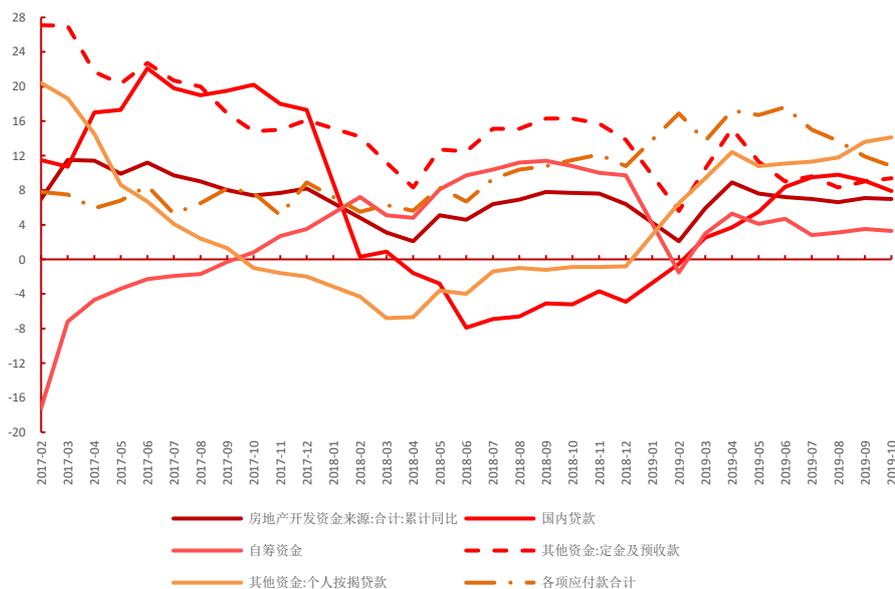


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从房地产企业的开发资金来源看，目前整体仍保持稳定增长，1-10 月同比增 7.0%，其中定金预收款增 9.4%（占全部资金的 33.87%）、个人按揭贷款增 14.1%（占 15.25%）、自筹增 3.3%（占 32.38%）、国内贷款增 7.9%（占 14.67%），利用外资增 63.2%（仅占 0.09%）。

此外房企占据供应链的资金，其应付款同比也增长 10.8%（也相当于资金来源的 24.21%）。总的来看，房企的国内贷款、自筹以及供应链应付款受政策收紧的影响较大，增速放缓；而定金预收款和个人按揭贷款受影响较小，增速仍然较快。

图 8 房地产开发资金仍平稳增长，三季度以来个人按揭贷款及定金预收款增长较快



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

三是中央未改变“一城一策”的长期战略，不少地方城市确有放宽优化人才落户标准，这变相对地产销售有利。

表 2：三季度以来，部分城市落户及购房政策调整，或将带动刚需房销售

发布日期	地区	相关文件	政策主要内容
7月4日	杭州	《关于服务“六大行动”打造人才生态最优城市的意见》（市委办发【2019】41号）	杭州市人社局发布对赴杭工作毕业生发一次性补贴政策。
7月31日	湖州南浔	《关于印发南浔区引进大学生购房补贴实施办法的通知》	对来南浔创业或就业的全日制博士研究生、硕士研究生、本科生、其他大专及以上毕业生，在湖州市（不包括三县）首次购买住房，分别给与 50 万元、25 万元、10 万元和 5 万元的补贴。
7月16日	宁波	《关于进一步放宽宁波户口准入条件的通知》	对人才落户、市区居住就业落户的条件作了较大幅度的放宽，同时取消了老年父母投靠落户的限制，新增了投资创业落户政策。
8月29日	珠海	相关媒体报道	外地户籍在全市范围不再要求社保，直接放开限购，外地户籍可在全境购买一套住宅。
9月9日	河南新乡	《新乡市公安局关于全面放开我市城镇落户限制的实施意见》	全面取消在城区、城镇落户的迁入条件限制，实行“零门槛”准入政策，形成公民“户口随人走”的新格局。
9月25日	宜昌	《市人民政府办公室关于深化户籍制度改革加快推进城市化进程的实施意见》	在本市范围内，全面取消“合法稳定就业、合法稳定住所、按规定参加城镇社保”迁入城镇的条件限制，“零门槛”落户宜昌。购买房产（含二手房）当场办结。
10月19日	海南	《海南省新一轮户籍制度改革实施方案(试行)》	城市户口全面放开，取消农业户口与非农业户口性质区分，统一登记为居民户口。
11月4日	南宁	《关于开展南宁市高层次人才购房补贴》	申请购房补贴的高层次人才范围，对 A 类人才予以 200 万

		房补贴发放有关工作的通知》	元购房补贴；对 B 类人才予以 120 万元购房补贴；对 C 类人才予以 60 万元购房补贴。
11 月 6 日	广西	《广西深化户籍制度改革的若干规定》	全面放开城镇落户条件，取消参保、居住年限、就业年限等落户限制；让跨地区人口完全自由流动成为现实。
11 月 7 日	南京	《南京市人才购买商品住房试行办法》	2020 年 1 月 1 日起开始实施；全市所有在售房源向海内外人才全开放，并为人才购房开辟优先通道。

数据来源：公开信息，国融证券研究与战略发展部整理

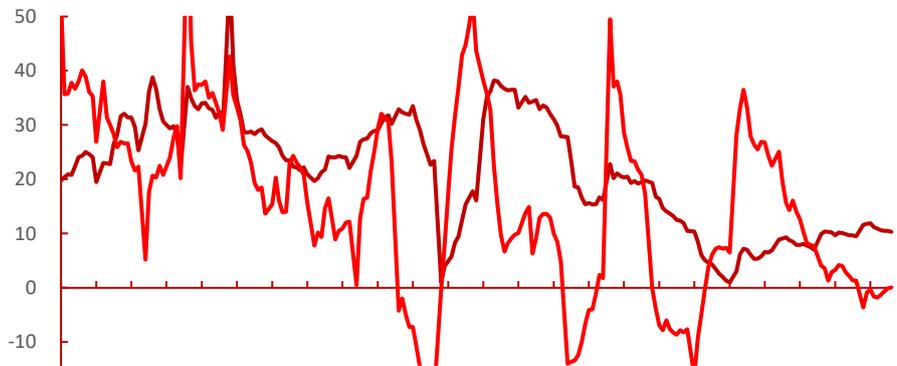
■ 展望明年，我们认为中央政策限制难松仍将主导地产投资和销售下行，但地产的韧性可能要好于之前的市场预期，竣工处于交付上行期，开发投资增速和销售的降幅均有限。

一是中央的决心已下，稳房价涉及全局，房住不炒仍是核心思想，今年 7 月 30 日政治局会议首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，短期尚未看到边际放松迹象。

二是政策未收紧正常的个人按揭贷款，短期整体货币偏宽松的大环境对房贷有利，明年仍有望保持稳定较快增长。居民杠杠快速上升，短期无虑但远期风险正不断累积。

三是人口、土地、融资相辅相成，总量高增长时代已经过去，结构分化也将是房地产行业未来常态。

图 9 商品房销售总量高峰已经过去



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_8867

