



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

研究助理 李隽

证书编号: S1080117050019

电话: 0755-23838254

邮箱: lijunyjs@fcsc.com

地产竣工增速反弹的量化测算

2019年11月4日

摘要:

- 当前房地产投资韧性强的背后部分来自地产竣工, 2019年7月以来竣工面积增速跌幅开始缩窄, 由-12.7%缩窄至-8.6%。推动竣工回暖的主要有两点因素: 1、个人房贷环境友好下房企资金仍然充足, 保障施工来源。2、2018年房企补库存造成较高新开工增速, 为保证交付顺利, 需要加完工。数据上表现为回补新开工与竣工增速的缺口。
- 从历史数据来看, 新开工和竣工基本保持同步增速, 1997年至今出现明显背离的时期有三次: (1) 1999年9月到2001年4月 (2) 2009年3月到2012年4月 (3) 2018年2月至今。三次共同的特征是在政策或市场因素下刺激房企大规模开工, 而信贷环境偏紧下商品房销售情况一般, 房企资金不足以加速施工。
- 量化测算我们拟选用两种方法: (1) 用简单的多元回归分析模型, 以新开工增速以及商品房销售拟合竣工增速。(2) 计算2018年至今的“新开工-竣工”缺口, 假设后续施工增速平稳, 粗略得出竣工维持增长时长。综合两种计算方法, 我们预计竣工增速至少将维持至2020年底, 2020年底增速在4%-5%。
- 在预期地产竣工增速反弹将维持至2020年底的基础上, 对地产后周期行业将有怎样的影响呢? 从历史数据以及数据的关联, 地产竣工对于建材的拉动效应强于家具以及家电行业, 家具以及家电行业则与商品房销售情况关联度更高。因此未来建材走强的趋势更为确定, 而家具以及家电拉动效应应更多关注商品房销售情况。

1 地产竣工维持增速的两点原因

当前房地产投资韧性强的背后部分来自地产竣工,2019年7月以来竣工面积增速跌幅开始缩窄,由-12.7%缩窄至-8.6%。推动竣工回暖的主要有两点因素:1、个人房贷环境友好下房企资金仍然充足,保障施工来源。2、2018年房企补库存造成较高新开工增速,为保证交付顺利,需要加完工。数据上表现为回补新开工与竣工增速的缺口。

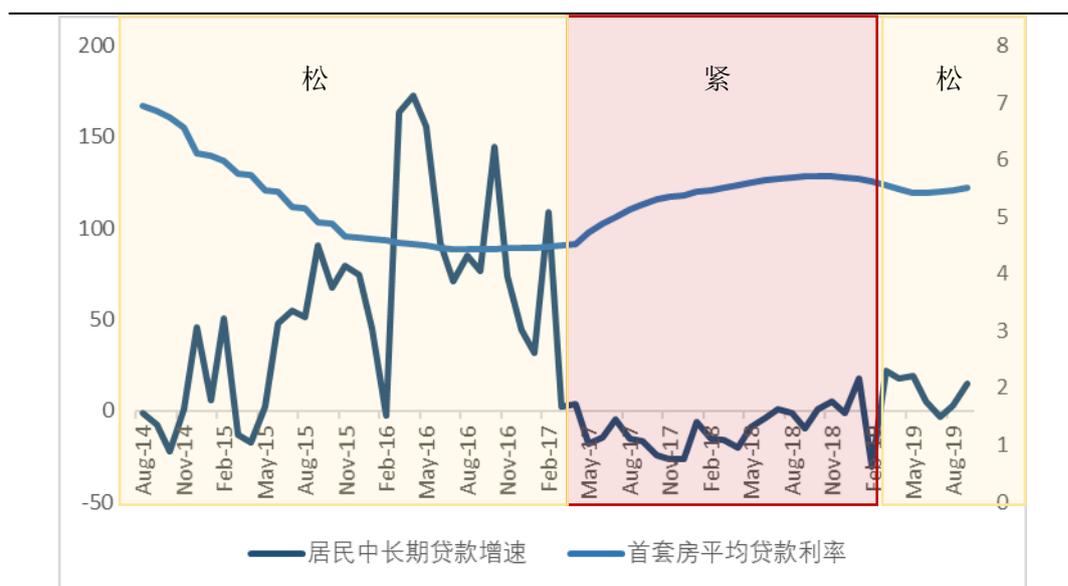
1-1 货币环境较为宽松下房企销售仍然旺盛:

6月以来房企信托收紧、控制贷款规模等形成地产严监管的预期,但商品房销售额增速自6月以来保持了连续的增长,由5.6%反弹至7.1%。商品房超预期的原因在于货币信贷环境仍较为宽松,居民获得中长期房贷的便利性较强。今年来除7月外,其它月份居民中长期贷款均保持较高增速。

尽管首套房贷利率开始反弹,与2018年明显收紧的房地产信贷环境也是区别的。今年5月首套房贷款利率企稳反弹,由5.42%上升到5.51%,5个月仅上行9BP。而2017年到2018年两年间,贷款利率月均上行6BP,幅度差异明显。除去价格因素,2018年住房信贷量也不断收缩,居民中长期贷款持续为负增速,尤其2018年2月至4月均低于-15%。而今年来居民中长期贷款除7月外,其它月份居民中长期贷款均保持较高增速。

因此,今年来旺盛的销售完全得益于较为宽松的货币信贷环境。展望后市,预计房地产信贷环境变动不大,房贷利率的变化仍以温和上行为主,销售回款具有保持充足的动力。

图1: 目前居民房贷环境仍然友好



数据来源: Wind, 第一创业研究整理。

1-2 加快竣工: 回补2018年高开工增速带来的缺口

从历史数据来看,新开工和竣工基本保持同步增速,1997年至今出现明显背离

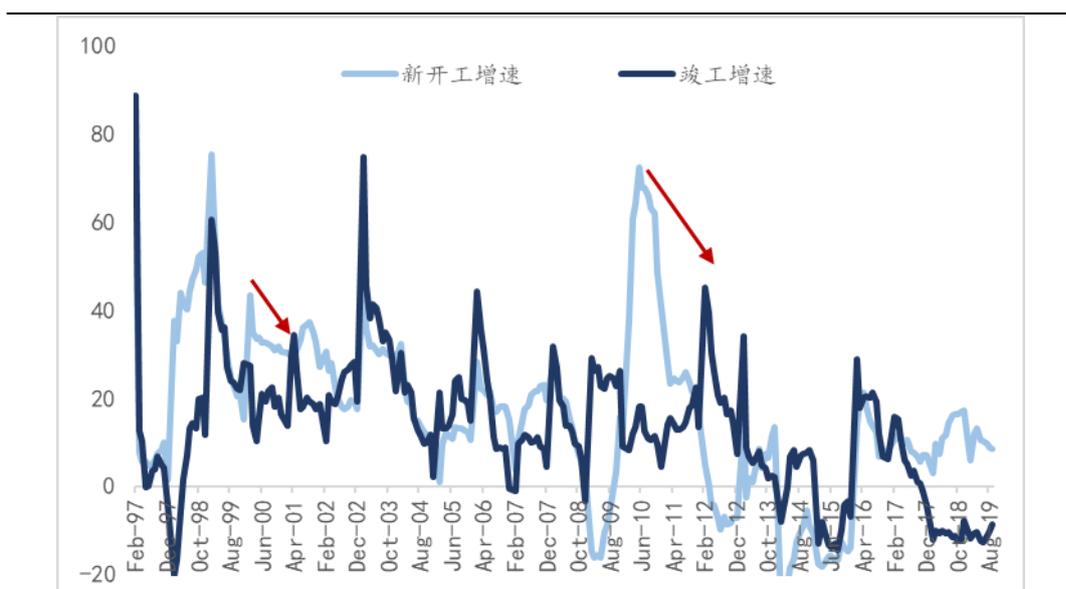
的时期有三次：(1) 1999 年 9 月到 2001 年 4 月 (2) 2009 年 3 月到 2012 年 4 月 (3) 2018 年 2 月至今。三次共同的特征是在政策或市场因素下刺激房企大规模开工，而信贷环境偏紧下商品房销售情况一般，房企资金不足以加速施工。

(1) 1998 年 9 月到 2001 年 4 月，住房改革刺激：1998 年开启住房改革，相应土地、银行信贷以及金融政策相继出台，房地产成为国家的支柱产业。政策的强力刺激下，新开工增速自 1998 年 2 月开始飞速上涨，1999 年 2 月达到 75% 的高点。而房贷层面的政策于 1999 年才加大力度，如 9 月将个人住房贷款最长期限由 20 年延长到 30 年，因此宽松信贷传导的商品房销售的时点为 1999 年 9 月。商品房销售面积增速自 1999 年 9 月的 9.9% 一路上涨至 2003 年 2 月的 68%，直至调控开始。资金影响下，竣工增速自 2000 年 4 月开始回补，直至 2001 年 4 月。而新开工增速自 1999 年 2 月就开始回落，因此“新开工-竣工”缺口回补时长 26 个月。

(2) 2009 年 3 月到 2012 年 4 月，由保增长到控房价：金融危机及“四万亿”过后，加快保障房以及棚户区建设，新开工增速从 2009 年 3 月底飞速上升，直至 2010 年 5 月达到 72.4% 的高点。而竣工增速 2010 年 12 月才开始底部回升，直至 2012 年 4 月。而新开工 2010 年 5 月即开始回落，“新开工-竣工”缺口回补时长 23 个月。限房价控制下商品房销售面积增速自 2010 年 11 月开始放缓，因此竣工回补的时长也有所拉长。

(3) 2018 年 2 月至今，低库存下房企加速拿地开发：2018 年企业快速拿地补库存，同时拉升了新开工增速。2018 年 2 月至 2018 年 12 月增速从 2.9% 上涨到 17.2%，而竣工面积持续下滑，直到 2019 年 6 月才开始低位反弹，跌幅收窄，至今只有 4 个月。本次缺口形成的原因与前两次相同，新开工增长过快，超过商品房销售情况。单从时长来看，与前两次相比，地产竣工增速仍将持续一段时间。

图 2：新开工及竣工增速相关性



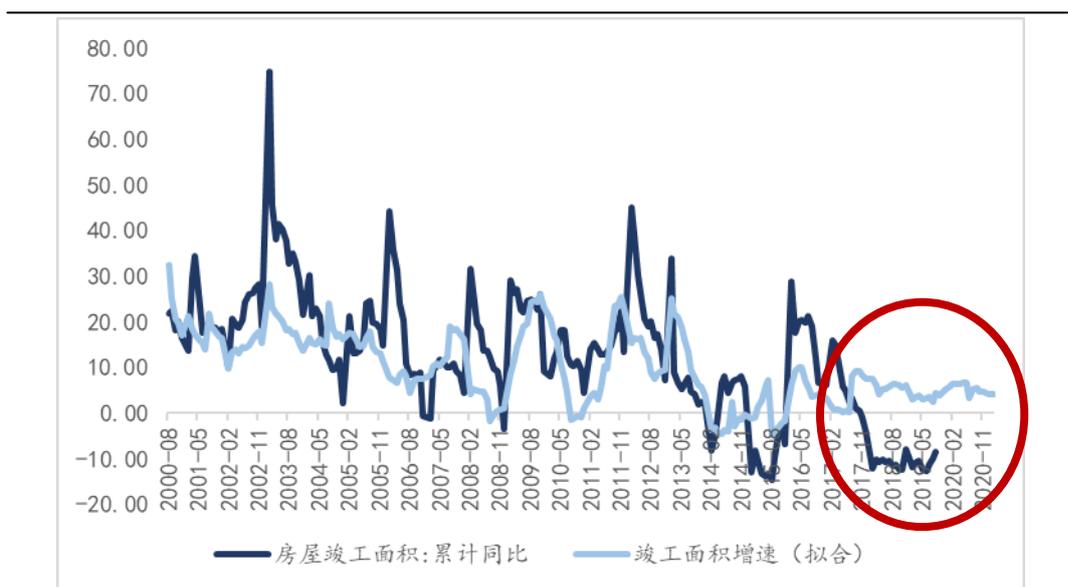
数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

2 量化测算地产竣工增速反弹的持续时长：

量化测算我们拟选用两种方法：（1）用简单的多元回归分析模型，以新开工增速以及商品房销售拟合竣工增速。（2）计算 2018 年至今的“新开工-竣工”缺口，假设后续施工增速平稳，粗略得出竣工维持增长时长。

方法一：以新开工增速以及商品房销售增速为自变量，简单多元回归分析得出未来一段时间竣工增速的预测值。我们选用 1999 年 2 月至今的月度数据，经过统计检验，发现滞后 18 期的新开工增速以及当期商品房销售增速对于竣工增速的拟合程度最佳。将系数代入后得到的拟合值与竣工增速对比，得到下图：

图 3：竣工面积增速拟合值与原值对比



注：假设后续商品房销售增速保持平稳

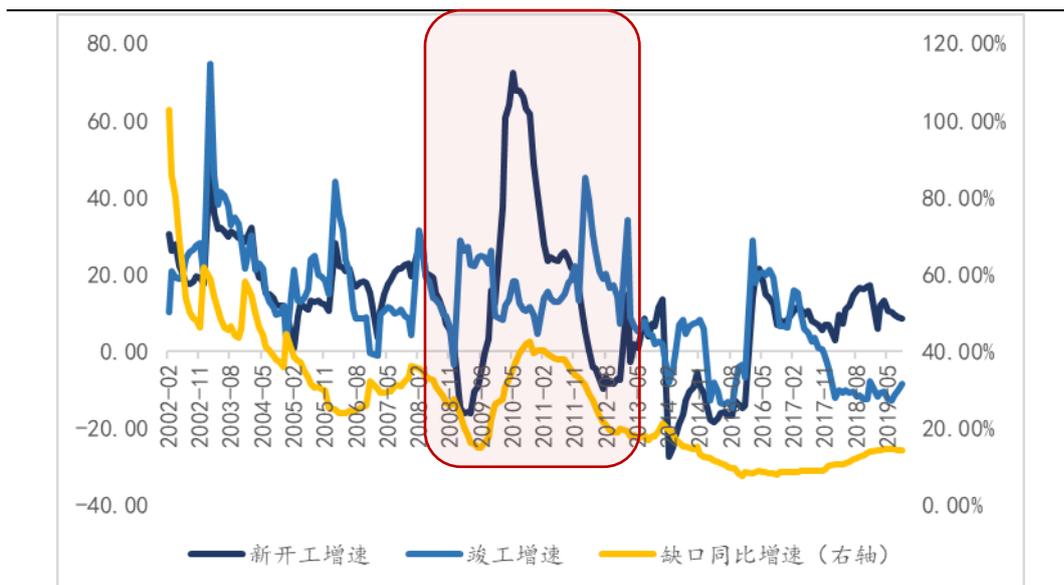
数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

可以看出该模型对于 2017 年之前的竣工增速拟合程度较高，2018 年后绝对值有一定差异。但从趋势来看，二者基本保持一致。按照拟合竣工增速走势，将延续现在的反弹趋势，直至 2020 年 6 月达到最高点，之后保持平稳回落。2020 年全年竣工增速呈现走高的态势。在销售增速平稳的假设下，地产竣工增速可保持至 2020 年 12 月，持续 4-5 个季度。

方法二：计算 2018 年以来的“新开工-竣工”缺口。我们分别计算新开工以及竣工的累计值，2018 年 2 月至 2019 年 6 月，累计缺口达到 2300 平方千米；期间缺口增速由 10.8%缓慢上升至 14.5%。参照 2010 年回补缺口的过程，假设当前缺口变动增速保持平稳，在 2019 年 6 月见顶后回落的变动幅度与增长时保持一致。则预计缺口增速于 2021 年一季度回补完毕，增速重新回落至 10%左右，在此之前竣工增速均将保持。按照这种方法得出的结论是竣工增速将维持至 2021 年一季度，增速约在 4%左右。

综合两种计算方法，我们预计竣工增速至少将维持至 2020 年底，年底增速在 4%-5%。

图 4：“新开工-竣工”缺口增速变动



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

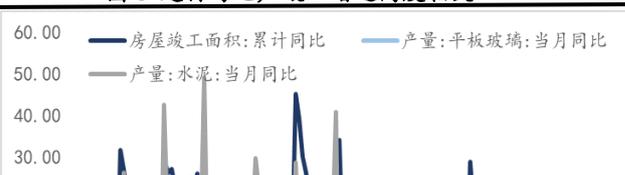
3 地产竣工增速对地产后周期行业的影响：

在预期地产竣工增速反弹将维持至 2020 年底的基础上，对地产后周期行业将有怎样的影响呢？从历史数据以及数据的关联，地产竣工对于建材的拉动效应强于家具以及家电行业，家具以及家电行业则与商品房销售情况关联度更高。因此未来建材走强的趋势更为确定，而家具以及家电拉动效应应更多关注商品房销售情况。

图 5 家电与商品房销售高度相关



图 6 建材与地产竣工增速高度相关



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_9244



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>