

一半是火焰，一半是海洋

——2022年地产放松稳增长的前景

相对市场表现

在政策放松有意推动地产行业销售、投资回升实现“稳增长”目标的当下，中国房地产市场可能呈现出“一半是火焰，一半是海洋”的分化局面：一二线和三四线的分化，高风险房企和稳健房企的分化，以及最值得关切的一二线城市需求与供给的分化。受到市场出清、三道红线监管等影响，供给不足而需求回暖可能导致一二线房地产价格出现超预期的价格上行，然后才会带动地产投资和一手房销售的回升。

投资要点：

► 一二线和都市圈城市地产市场成为稳增长的关键

虽然在稳增长保就业的压力之下，中国房地产调控在全面放松。考虑到中国人口自然增长的放缓，人口流出的压力，和金融政策支持有限，都市圈以外的三四线城市大概率难以再经历一轮繁荣。反过来，由于城镇规划的逐步调整及耕地占补平衡和人地挂钩等一些新政的落地，人口流入的一二线城市和都市圈的土地供给有望增加，发达区域的房地产市场是当前中国经济稳增长的关键所在。

► 2022年一二线城市的一手房供给可能存在短缺

然而，正在进行的出清可能意味着一些债务违约房企的库存和供应被担心烂尾风险的购房者剔除有效供给的行列；在地产行业高周转的模式下，三道红线强迫降低地产公司杠杆率可能带来行业缩表并降低资产周转率，影响一手房的供给；此外，频繁调控和三条红线对高杠杆模式的冲击同时降低了地产行业ROE的水平和现金流的稳定性，社会资本退出地产也会影响供给。我们粗略估算2022年一二线城市一手住宅供给能力可能下降25%甚至更多。国企，城投和地产代建短期或难以弥补供给的不足。

► 一涨解千愁

在供需失衡的情况下，一二线城市房价可能出现超预期上行的局面。而一旦房价上涨，地产行业回报的上升、地产公司资产价值的重估可能显著缓解供给压力，并带动土地市场、地产投资和一手房供给的回升。在基准场景下，我们继续看好受益于地产景气回升的建材，机械，地产代建，乃至银行以及和地产相关的消费行业，并继续对利率债持有谨慎的看法。当然，在一个小概率的场景中，政府不能接受房价明显上行并重新打压地产需求，可能意味着今年经济增长和就业稳定目标的实现存在挑战。

► 风险提示

地产行业出清引发系统性风险，国内外疫情恶化，国际地缘政治环境恶化

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《加息落地》— 2022.03.18
- 2、《高速增长数据源于低基数，稳增长方向不变》— 2022.03.16
- 3、《稳增长的政策不会放松》— 2022.03.16

正文目录

1.	引言：历史会重演吗？	3
2.	地产回升或更多依赖一二线城市及大都市圈	4
2.1.	非都市圈三四线城市地产需求可能已经走过高峰	4
2.2.	一二线城市及发达都市圈仍有较强房地产需求，土地供给也有望改善	6
3.	2022年一二线城市的一手住房供给可能仍存短缺	10
3.1.	部分地产公司出清或影响2022年一手房供给	10
3.2.	三道红线的影响1：地产公司资产负债表调整与一手房供给压缩	15
3.3.	三道红线的影响2：ROE的下降与地产公司主动退出影响供给	18
3.4.	外部资金、新进入者和二手住房供给的影响	18
3.5.	供应短缺的证据	20
4.	一涨解千愁	22
5.	资产配置的建议	23
5.1.	基准场景	23
5.2.	拒绝地产稳增长的场景	23
	风险提示：	24

图表目录

图表 1：	人口流入型城市的分布	4
图表 2：	中国人口净增长规模	5
图表 3：	30城商品房销售面积同比：一线，二线和三线城市	5
图表 4：	中国开发商住宅存货规模	6
图表 5：	中国住宅库存去化周期	6
图表 6：	部分G20国家和部分中国城市最低首付比例对比	6
图表 7：	2020年一二线城市房地产开发投资占比	7
图表 8：	2020年一二线城市商品房销售面积占比	7
图表 9：	陆铭教授参加总书记座谈会（2020年8月24日）	7
图表 10：	中国的耕地和城乡建设用地规模	8
图表 12：	“三道红线”的监管要求	11
图表 13：	房地产贷款集中度管理	11
图表 14：	三类地产企业的销售面积增速	12
图表 15：	2021年以来债务违约和信用评级被下调的房地产开发企业	13
图表 16：	中信住宅物业开发行业销售净利率（%）	16
图表 17：	中信住宅物业开发行业杠杆率（倍数）	16
图表 18：	中国房地产行业的存货周转率	16
图表 19：	三道红线达标前后住宅开发样本地产公司资产负债表调整（单位：亿元）	17
图表 20：	房地产固定资产投资：国有 VS 全体（亿元）	19
图表 21：	房地产固定资产投资：国有控股占比	19
图表 11：	全国商品房销售金额占比（2020年）	20
图表 22：	过去15年间中国经历的六轮地产销售下行周期	20
图表 23：	2007年以来六轮房屋下行周期中的价格弹性测算	21
图表 24：	地方政府土地出让金收入（单位：亿元）	22

1. 引言：历史会重演吗？

近期以来，中国房地产调控政策放松的举措引发了投资者的广泛关注。多地采取了按揭贷款首付比例下调、房贷利率下调、按揭贷款发放加速等一系列措施以提振房地产市场，包括此前对购房需求限制措施较为严格的一、二线城市。中原大省省会郑州发布的振兴房地产“十九条新政”甚至包括了重启棚改货币化安置、放松首套房贷认定标准等措施。

地产主管部门和宏观决策部门的表态也显得暖风阵阵：

2月24日，住建部负责人表示，我国现在仍然处于城市快速发展的阶段，“住房的刚性需求比较旺盛”。同时，还存在2000年以前建成的大量老旧小区，“群众改善居住环境和居住条件的要求也比较迫切”。住建部将推动各方面工作，“努力为今年稳定宏观经济大盘发挥积极作用”¹。

3月1日，银保监会负责人在新闻发布会上确认“房地产泡沫化、金融化势头得到扭转”。

3月5日，提交两会审议的《政府工作报告》提出：“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”。

3月16日，新华社发布财政部有关负责人接受采访的表态，“今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。”

历史经验显示政策放松之后，房地产投资通常都会有效发挥稳增长的作用。但是本轮周期，投资者似乎存在一些额外的顾虑：

- 三四线城市特别是非发达都市圈的三四线城市的房地产需求是否已经走过历史周期的大顶、“青山遮不住毕竟东流去”的一去不复返了？在这种情况下，三四线城市是否面临政策刺激也难以显著扭转房地产投资、销售低迷的局面？
- 包括恒大在内的一些地产公司陷入流动性危机甚至已经出现了债务违约，购房者会规避这些公司销售的商品房吗？大量房企陷入流动性危机会影响2022年中国房地产的销售和投资增长吗？
- 有评论认为“三道红线”等房地产长效机制的推出可能意味着中国房地产高周转模式的终结。房地产行业的ROE会出现明显的下降，一些企业和资本可能会退出房地产行业。这对于今年的房地产投资和销售都意味着什么？

那么，到底应该如何看待2022年房地产市场和房地产投资呢？本文将试图对这个问题做出回答。

¹ 国新办举行推动住房和城乡建设高质量发展发布会图文实录 (scio.gov.cn)

2. 地产回升或更多依赖一二线城市及大

都市圈

我们认为由于中国人口增长速度的减缓和人口的流出，非都市圈的三四线城市的内生性房地产需求可能确实已经走过顶峰；从 2022 年来看，金融政策也不大可能支持这些地区的房地产市场再经历一轮繁荣。反过来，由于城镇规划的逐步调整以及耕地占补平衡和人地挂钩等一些新政的落地，人口流入的一二线城市和都市圈的土地供给有望增加，发达区域的房地产市场是当前中国经济稳增长的关键所在。

2.1. 非都市圈三四线城市地产需求可能已经走过高峰

从长期来看，对房地产的需求与人口的增长密切相关。“七普”数据显示，在中国 297 个地级以上城市中，排除西藏、新疆等少数民族聚集区的城市之后，人口增速高于全国平均人口增速的“人口流入型”²城市仅有 80 个，三分之二分布在长三角、珠三角、京津冀、成渝和长江中游五大都市圈和其他的省会和计划单列城市（二线城市）。

图表 1：人口流入型城市的分布

类别	城市
长三角（17 个）	上海、南京、无锡、常州、苏州、南通、杭州市、宁波市、嘉兴市、湖州市、绍兴市、金华市、衢州市、台州市、丽水市、合肥、阜阳市
珠三角（8 个）	广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市
京津冀（4 个）	北京、天津、石家庄、廊坊
成渝（2 个）	重庆、成都市
长江中游（5 个）	南昌市、赣州市、武汉、咸宁、长沙市
其他省会和计划单列市（16 个）	大连市、厦门、青岛市、太原市、呼和浩特、沈阳市、长春市、福州、济南市、郑州市、海口市、贵阳市、昆明市、西安、兰州市、西宁市
其他城市（28 个）	鄂尔多斯、莆田、泉州、龙岩、宁德、东营市、日照市、临沂市、菏泽市、洛阳市、新乡市、商丘市、南宁市、柳州市、北海市、防城港市、钦州市、三亚市、三沙市、六盘水市、遵义市、安顺市、铜仁市、榆林、嘉峪关市、阳江市、茂名市、清远市

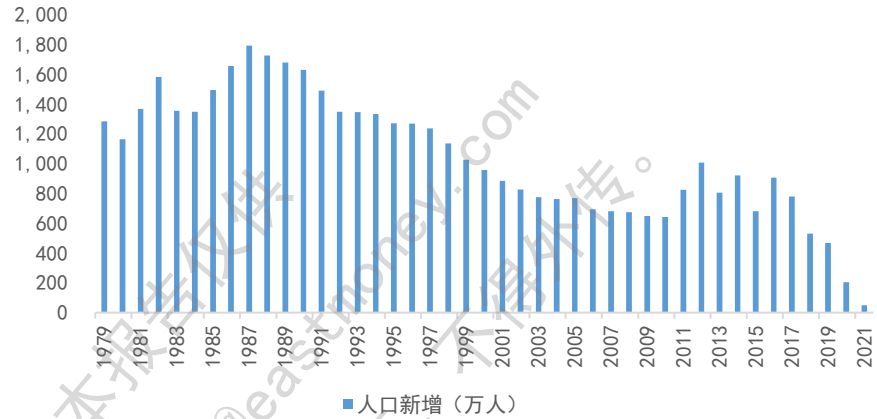
来源：国家统计局，国联证券研究所

考虑到中国人口的增长正在持续放缓，没有外来人口流入的非都市圈三四线城市

² 由于城市当期人口=上期人口总数+流入人口数-流出人口数+出生人数-死亡人数。出生人口与死亡人口之差是人口自然增长。考虑到中国整体的移民规模较小，人口流入的城市应该是人口增速高于自然增长速度的城市。全国人口大概从“六普”时期的 13.33 亿上升到“七普”的 14.12 亿，增长 5.9%；这个速度可以被视作人口自然增长的速度。我们粗略的认为两次人口普查期间人口增长超过 5.9%的城市是人口流入型城市。

的住房内生性需求可能难言乐观。

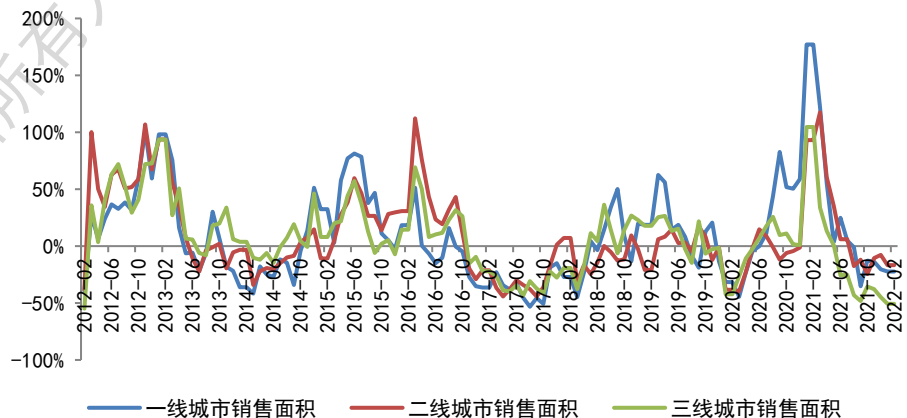
图表 2：中国人口净增长规模



来源：Wind，国联证券研究所

从短期金融政策的支持和购买力而言，非都市圈的三四线城市可支配收入相对较低，上一轮三四线城市的地产繁荣很大程度上依赖棚改货币化。由于该政策难以大规模重新推广，也会限制本轮三四线城市的地产市场的反弹力度。

图表 3：30 城商品房销售面积同比：一线，二线和三线城市

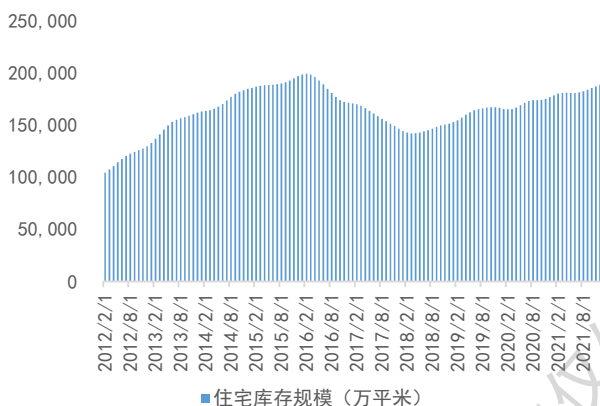


来源：Wind，国联证券研究所

最后，从存货的水平来看，尽管当前中国房地产库存的绝对水平和去化周期都不算太高，三四线城市特别是不发达地区的三四线城市还是相对更高一些，例如易居房地产研究院去年年底发布的《全国百城住宅库存报告》显示，一、二、三四线的新建商品住宅库存去化周期分别为 10.2、11.9 和 13.8 个月³。相对较高的库存也意味着这些区域地产投资的回升程度可能有限。

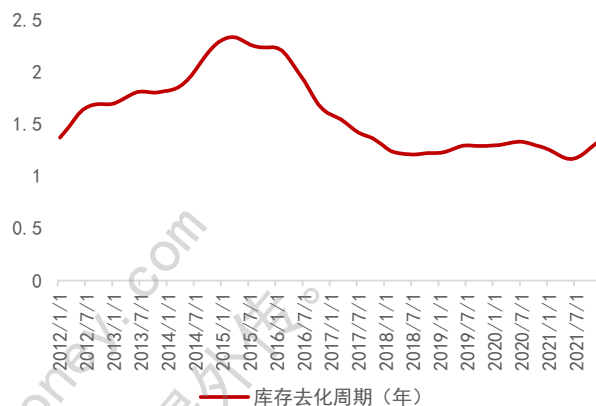
³ [百城住宅库存创新高 三四线城市能否走出库存重灾区 \(baidu.com\)](http://baidu.com) 当然，由于我们的计算方法和第三方不同，我们估算的库存（图 5 和图 6）总体规模略高于第三方数据的估算，但仍然处于不高的范围内。

图表 4：中国开发商住宅存货规模



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：中国住宅库存去化周期



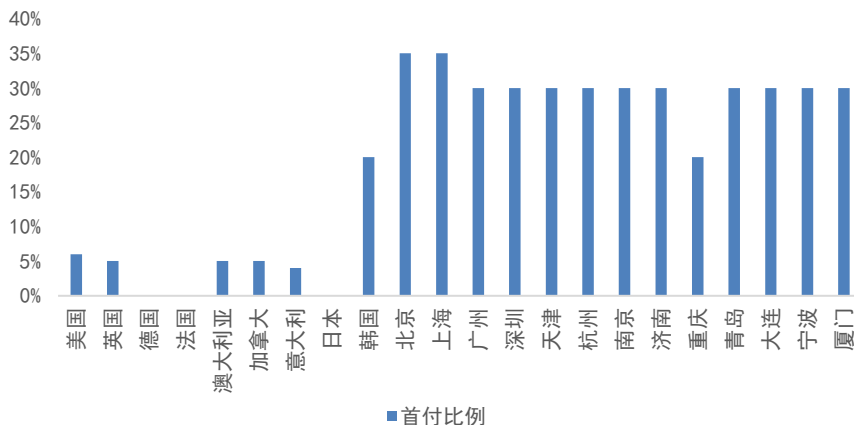
来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 一二线城市及发达都市圈仍有较强房地产需求，土地供给也有望改善

➤ 一二线城市和都市圈仍有较强购房需求

与非都市圈的三四线城市相反，在人口流入且收入水平较高的一二线城市和都市圈，住房需求一直得不到充分满足。为了有效控制房价，许多地方采取了非常严厉的限购、限贷、高首付比例的措施来抑制需求——例如，许多中国城市的首套房首付比例都在 30% 以上，二套房甚至达到 70%-80%，大大高于一些发达国家水平。一旦这些抑制措施减弱，就可能带动购房需求明显回升。

图表 6：部分 G20 国家和部分中国城市最低首付比例对比



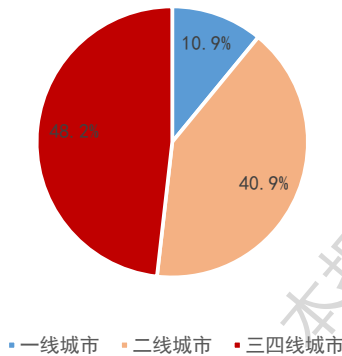
来源：相关政府网站等，Wind，国联证券研究所

一二线城市⁴销售面积和投资金额占全国比重超过三分之一和一半，这些区域商品房的销售和投资如能明显回升是有望对冲三四线城市的负增长并为稳增长做出较

⁴ 一线城市为北上广深，二线城市为其他直辖市，省会，计划单列市，以及苏州，无锡，东莞，佛山，三亚。

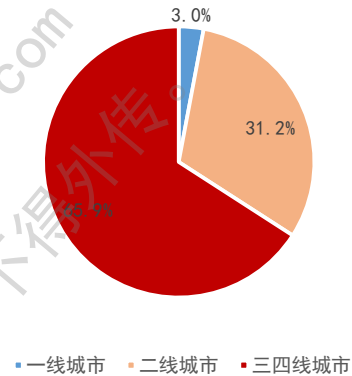
大贡献的。(有关中国住房总体的长期需求仍有望保持较高水平我们已经在《2022 年年度经济展望》中做过一些介绍,不再赘述)

图表 7: 2020 年一二线城市房地产开发投资占比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 2020 年一二线城市商品房销售面积占比



来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 政府调整城镇化规划思路

而影响一二线城市房地产需求释放的另一重要因素——大城市土地供给不足,或者说中国城镇建设用地长期的土地错配——也正在缓解。一系列迹象表明,中央政府关于城镇规划的思路正在发生变化。

从 1980 年第一次城市工作会议以来,中国城镇规划的整体思路都是强调“严格控制特大和超大城市规模,积极发展中小城市”。甚至 2014 年《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》还提出“要有效控制特大城市新增建设用地规模,适度增加集约用地程度高、发展潜力大、吸纳人口多的卫星城、中小城市和县城建设用地供给”。按照严格控制特大城市人口规模的要求,京沪分别制定了 2020 年常住人口规模不得超过 2300 万人和 2035 年不得超过 2500 万人的规划。土地供给与人口流向的错配是造成一二线城市住宅建设用地紧张,房价高企的重要因素之一。

但是到了最近几年,政府城镇规划的思路发生了明显的转变。例如,主张“大国大城”的知名学者上海交通大学陆铭教授 2020 年被邀请参加总书记主持的经济社会领域专家座谈会。2021 年国土资源部答复人大代表关于大城市土地供应问题时表示,“建立房地联动机制,指导人口净流入、住房供求矛盾突出的城市增加住宅用地供应,改善住房供求关系,促进房地产市场平稳健康发展⁵。”就我们看来,上海的“五大新城规划”、以及近一两年以来放松落户条件的一系列安排可能已经放弃了 2500 万人口规模控制的安排——2021 年上海常住人口已经达到了 2489.4 万人⁶。

图表 9: 陆铭教授参加总书记座谈会 (2020 年 8 月 24 日)

⁵ 对十三届全国人大四次会议第 1785 号建议的答复 (mnr.gov.cn)

⁶ 2021 年上海市国民经济和社会发展统计公报 (thepaper.cn)



来源：中央电视台，国联证券研究所

自然资源部披露，2020年重点城市住宅用地供应量超过了近五年平均完成交易量；自然资源部还要求各重点城市2021年继续增加住宅用地供应量⁷——虽然受到房地产市场调控影响，2021年下半年土地市场骤冷，实际完成状况欠佳⁸，但是政府增加人口流入城市土地供给的政策目标已经有所体现。

➤ 耕地占补平衡，建设用地人地挂钩政策新动向

事实上，在规划调整之外，耕地占补平衡的一些新措施和建设用地人地挂钩等土地新政也已经在实质性增加人口流入大城市的土地供给。

一方面，异地实现耕地占补平衡使得耕地后备资源欠缺的东部发达城市可以获得更多建设用地。

出于粮食安全和耕地红线的考虑，在建设用地占用耕地的情况下，我国长久以来一直要求在同时要补充新的耕地——所谓“占补平衡”政策。2017年国土资源部明确“补充耕地以县域平衡为主、省域调剂为辅、国家统筹为补充”，搭建了三级递进的指标平衡模式。也就是说，对于一些新增耕地后备资源不足的地区来说，可以采用异地购买指标的方式解决辖区内的耕地占补平衡问题。从一些案例来看，广州已经从省内调剂中获得了额外的建设用地；而全国统筹更是允许建设用地相对紧张的东部省

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_39731

