

地产需求投资两弱，保障性安居工程能力挽狂澜吗？

报告日期：2022-03-29

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_暗夜或已过，黎明将到来》2022-01-18
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_8 大要素 25 张图看懂 2022 年地方两会》2022-01-28
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_弱现实不改强预期——1 月 PMI 点评》2022-01-30
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_现实弱改善，预期仍偏强——2 月 PMI 点评》2022-03-01
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观专题_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16

主要观点：

2 月社融和经济数据显示地产基本面仍偏弱，地产政策已经逐渐趋于宽松，但投融资回暖依赖销售和现金流的改善，短期来看难有较大幅度修复。在销售->融资->投资这一链条梗阻待解的背景下，本文着眼于节奏前置的财政支出->保障性安居工程->地产投资，探讨其对稳地产、稳投资的作用和幅度。

一、地产投资超预期难掩行业颓势

1) 需求端：成交低迷。2 月居民中长贷减少 459 亿元，呈有数据以来的首次净负增；1-2 月商品房销售面积累计同比-9.6%、2 月 30 大中城市商品房成交面积同比-27.3%（1 月-30%）；**2) 融资端资金压力缓解效果仍不明显：**1-2 月开发资金来源累计同比-17.7%，各项资金来源呈普降态势，定金及预收款一项占比出现较大下滑，同时民营房企融资端状况未显著改善；**3) 投资端：**1-2 月地产投资超预期，推测价格因素和土地购置费错位的贡献较大，销售、拿地、新开工、施工和竣工跌幅全线扩大。

地产开年整体读数偏弱，微观景气度、重要工业品产量仍难言趋势企稳，在 2 月经济数据点评《如何理解超预期的经济增速》中，我们鲜明提出“后续政策总基调仍将维持稳中有松，降准降息窗口仍未关闭，稳增长仍需投资持续发力”。实现 5.5% 经济目标需要地产投资维持稳定，预计后续地产政策将继续松动，维护房地产市场健康平稳运行。

二、宽松进入第二阶段，但基本面短期难有回暖

2021 年下半年地产监管趋严，房企融资端快速恶化致地市成交遇冷，第二批集中供地流拍率达 41.3%，其后地产宽松呈两段式逐步放开。**1) 2021 年 9 月至 2022 年 1 月，适度纠偏。**以人民银行、银保监会联合召开的房地产金融工作座谈会“维护房地产市场平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”（简称“两维护”）为标志，“四限”类政策边际放松。**2) 2022 年 2 月至今，多地放开。**开春以来，中央和多地积极出台宽松政策，因城施策空间不断打开，包括下调利率和首付比例、优化房企并购融资、放松贷款集中度管理、鼓励新市民购房等。3 月 16 日国务院金融委和五部门联合发声，释放稳地产、稳预期的积极信号，叠加 3 月疫情多点散发、防控持续升级冲击消费，地产有望迎来进一步宽松。

三、保障性安居工程对“稳地产”、“稳投资”的作用和幅度？

我们测算 2022 年保障性安居工程总投资为 10102 亿元、边际增量 2561 亿元、拉动地产投资 1.74%，保障安居工程规模不小、但拉动有限，整体以改善民生为主，而非刺激经济。“稳地产”仍需宽松政策进一步加码，执行情况和实际刺激效果同样有待观察。

1. 保障性住房：预计 2022 年投资总额为 4450 亿元，其中增量部分为 2546 亿元、边际拉动 1.73%

“十四五”期间，40 个重点城市初步计划新增 650 万套（间），预计可帮助 1300 万新市民、青年人等缓解住房困难。我们整理了 39 个重点城市披露的数据，筹划规模 645.3 万套，和住建局数据基本一致。我们根据“投资额 = (本年新建 + 继续施工) * 单套平均面积 * 单位面积投资额”来测算保障性住房的拉动效应。

1) 规划套数。住建部最新数据显示，2022 年重点 40 城规划 240 万套，较去年 93.6 万套增长 156.4%，从目前多个省市已公布的数据来看，“十四五期间”一线、二线、三线城市平均新增 46、15、5.9 万套。保障性租赁住房以人口净流入的大城市为重点，重点 40 城规划筹建目标约占全国体量的 70%。除住建部重点监测的 40 个城市外，全国目前已有超 60 个城市被纳入。我们以统计局 70 城划分的一、二、三线城市来进行核算，“十四五”期间全国新增保障性住房在重点 40 城的基础上增加 2 个二线、31 个三线、30 个四线城市相应的体量，为 923 万套。

2) 套均投资额和单位面积投资额。住建部口径下，保障房单位投资额约 2160 元/平方米；若按成本法计算，保障房建安成本其中 2020 年全国竣工房屋造价为 3781 元/平方米，再加上土地成本，远远高于住建部的 2160 元/平方米。两种价格之间的差异，可以从存量房改造拉低成本、建安投资分摊、租赁用地低价拿地三方面进行解释。**1) 存量房改造拉低平均成本，**保障性租赁住房可采取新建、改建、改造租赁补贴等方式增加供应，存量房改建成本较低，以老旧小区旧改成本的 2 倍 700 元/平方米进行替代。“十四五”期间重庆、济南、南昌存量房改造比例分别为 35%、20% 和 75%，取均值 45% 作为全国平均存量房改造比例；**2) 建安成本方面，**新建保障性租赁住房的建设周期为 2-3 年，竣工房屋造价按平均建设周期 (2.5 年) 分摊后为 1500 元/平方米；**3) 拿地成本方面，**上海纯租赁地块价约为周边地

价的两成，考虑到上海地价偏高，我们假定全国租赁用地成本为市场价格的 1/4，为 2050 元/平方米，则成本法下平均单位面积投资额为 2268 元/平方米。两种口径相去无几。

3) 总投资额。保障性租赁住房之于棚改，规模高而投资强度低，系改善民生之举而非行扩内需之实。我们预计 2022 年保障性租赁住房会支出前置，在一定程度上对冲房地产投资下滑、托底经济。经测算，“十四五规划”期间全国保障房投资额为 1.1 万亿元，2022 年投资总额为 4450 亿元，增量部分为 2546 亿元、拉动地产投资 1.73%。

2. 棚改：预计 2022 年投资总额为 3210 亿元，其中增量部分为 -393 亿元、边际拉动 -0.27%

1) 规划套数。2017 的三年货币化安置、2018-2020 的三年攻坚收官后，决策层逐步弱化棚改。2020 年至 2022 年棚改计划新开工 189、149.71 和 120 万套，较“十三五”期间平均 451.6 万套下滑 67%。

2) 套均投资额。棚改分为货币化安置和实物化安置、成本比例约为 1.3: 1，实物化安置部分计入房地产投资开发额。根据住建部公布的数据，2015-2017 年货币化安置比例分别为 29.9%、48.5%、60%，2022 年该比例或降至 30%，合理推测 2022 年棚改实物、货币安置成本分别为 35.0 万元/套和 45.5 万元/套。

3) 总投资额。2018 至 2020 年期间棚改实际开工进度平均为 109%，假设 2022 年实际完成额为 131 万套（规划 120 万套）、较上年减少 31 万套，测算得到棚改投资额为 4998 亿元，其中计入房地产开发投资额的部分为 3210 亿元、较上年减少 393 亿元，拉动地产投资 -0.27%。

3. 老旧小区改造：预计 2022 年投资总额为 2275 亿元，其中增量部分为 408 亿元、边际拉动 0.28%

1) 规划套数。2019 年城镇老旧小区改造正式纳入保障性安居工程，标志“旧改”全面推进。2019 至 2021 年老旧小区改造目标分别为 1.8745 万户、3.9 万户、5.22 万户，实际完成改造 1.91 万户、4.03 万户、5.56 万户。2022 年 2 月 24 日住建部部长王蒙徽强调“推进城镇老旧小区改造”，预计 2022 年老旧小区改造目标调升至 6.5 万户。

2) 总投资额。从多省披露的投资数据来看，国务院仇保兴假设的 1000 元/平方米改造成本偏高。江西（“十四五”期间）、江苏（2021 年）、浙江（2019 至 2020）年改造成本为 317.6、365.8、429.0 元/平方米，若以 350 元/平方米作为全国基准，2022 年老旧小区改造投资总额为 2822 亿元，增量部分 408 亿元拉动地产 0.28%。

● **风险提示**

疫情超预期扩散、地产宽松力度不及预期、财政支出不及预期。

正文目录

1 地产投资超预期难掩基本面颓势.....	5
2 地产宽松进入第三阶段，基本面短期难回暖.....	6
3 保障性安居工程三大分项，对地产拉动多大？	8
3.1 2022 年保障性住房投资 4678 亿元、边际增量 2607 亿元	8
3.2 2022 年棚改总投资 3210 亿元、边际增量-393 亿元	12
3.3 2022 年老旧小区改造总投资 2275 亿元、边际增量 408 亿元	15
4 保障性安居工程对地产投资的综合拉动	17
风险提示	17

图表目录

图表 1 房地产基本面呈需求投资“两弱”格局	6
图表 2 地产宽松政策梳理	7
图表 3 保障房规划目标和城市人口流入情况较吻合	9
图表 4 “十四五”期间重点 40 城保障房规划目标	10
图表 5 “十四五”期间重点 40 城新建保障性租赁住房规划及测算	11
图表 6 2022 年保障房总投资及分项测算	12
图表 7 棚改规划目标和完成开工	13
图表 8 货币安置成本约为实物安置成本的 1.3 倍	13
图表 9 货币安置成本与实物安置成本测算值	13
图表 10 2021 年各省棚户区改造目标	14
图表 11 2013 至 2022 年棚改规模及预测值	15
图表 12 2019 至 2022 年旧改规模及预测	16
图表 13 2021 年各省旧改目标	16
图表 14 老旧小区改造成本	17
图表 15 2022 年保障性安居工程的总投资和边际拉动	17

2月社融和经济数据显示地产基本面仍偏弱，地产政策边际趋松，但投融资回暖依赖销售和现金流的改善，短期来看难有较大幅度修复。在销售->融资->投资这一链条梗阻待解的背景下，本文着眼于节奏前置的财政支出->保障性安居工程->地产投资，探讨其对稳地产、稳投资的作用和幅度。

1 地产投资超预期难掩行业颓势

需求端：按揭和销售数据显示地产需求仍疲弱。2月居民中长贷减少459亿元，同比多减4572亿元，呈有数据以来的首次净负增；1-2月商品房销售面积累计同比-9.6%、2月30大中城市商品房成交面积同比-27.3%（1月-30%），表明房地产成交低迷、房贷需求疲软。疫情在2月下旬逐步抬头、于3月5日单日新增确诊突破300例，冲击未完全体现在数据中，3月疫情扩散、防控升级或进一步拖累地产需求。

融资端：资金压力缓解效果仍不明显。1-2月开发资金来源累计同比-17.7%，各项资金来源呈普降态势。国内信贷占比提升至16.3%（较前值提高4.7个百分点）显示银行信贷投向地产意愿增强，但定金及预收款一项占比出现较大下滑，与2月居民中长贷首次负增长相印证。同时，民营房企融资端状况未显著改善，中资美元债净融资额仍为负数。

投资端：1-2月地产投资超预期，推测价格因素和土地购置费错位的贡献较大。1-2月地产投资累计同比较前值回落0.7个百分点至3.7%，在去年不低的基数上实现了正增长，剔除价格涨幅后地产投资增速转负，同时土地购置费单月波动较大、1-2月累计同比11.3%，两大要素共同推高地产投资增速。前端看，销售、拿地、新开工降幅扩大，1-2月商品房销售面积同比-9.6%（12月累计同比两年复合增速2.3%），土地购置面积同比-42.3%（12月累计同比两年复合增速-8.6%），新开工面积同比-12.2%（12月累计同比两年复合增速-6.4%）；后端看，竣工面积同比回落至-9.8%（12月累计同比两年复合增速2.8%）。

地产开年整体读数偏弱，微观景气度、重要工业品产量仍难言趋势性企稳，在2月经济数据点评《如何理解超预期的经济增速》中，我们鲜明提出“后续政策总基调仍将维持稳中有松，降准降息窗口仍未关闭，稳增长仍需投资持续发力”。实现5.5%经济目标需要地产维持稳定，预计后续地产政策仍将松动，以维护房地产市场健康平稳运行。

图表 1 房地产基本面呈需求投资“两弱”格局

	2018												2019												2020												2021												2022
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2				
需求端																																																	
商品房销售面积:累计同比*																																																-9.6	
新增人民币贷款:居民户:中长期																																																-459.0	
首套房贷平均利率(逆序)																																																5.4	
房地产贷款:同比																																																7.9	
个人住房贷款余额:同比																																																11.3	
百城住宅价格指数:同比																																																1.9	
融资端																																																	
住房开发贷款余额:同比增长																																																0.5	
房地产开发资金来源:累计同比*																																																-17.7	
国内信贷:累计同比*																																																-21.1	
定金及预收款:累计同比*																																																-27.0	
个人按揭贷款:累计同比*																																																-16.9	
投资端																																																	
房地产开发投资:累计同比*																																																3.7	
土地开发																																																	
百城成交土地溢价率																																																0.8	
土地购置费:累计同比																																																11.3	
本年土地成交价款:累计同比																																																-26.7	
本年土地购置面积:累计同比																																																-42.3	
建安开发																																																	
房屋新开工面积:累计同比*																																																-12.2	
房屋施工面积:累计同比*																																																1.8	
房屋竣工面积:累计同比*																																																-9.8	

*表示2021年为两年累计同比增速
注:颜色数字大小关系:绿色<白色<红色

资料来源: WIND, 华安证券研究所

2 地产宽松进入第二阶段, 基本面短期难回暖

2021年下半年地产监管趋严, 房企融资端快速恶化致地市成交遇冷, 第二批集中供地流拍率达41.3%, 9月政策适度纠偏, 其后地产宽松呈两段式逐步放开。

第一阶段: 2021年9月至2022年1月, 适度纠偏。以人民银行、银保监会联合召开的房地产金融工作座谈会“维护房地产市场平稳健康发展, 维护住房消费者合法权益”(简称“两维护”)为标志, “四限”类政策边际放松。10月21日国新办强调“保障刚需群体信贷需求, 在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持”。涉房融资逐步解冻, 按揭贷款边际改善, 中央在坚持“房住不炒”的基调下持续释放维稳信号。

第二阶段: 2022年2月至今, 多地放开。开春以来, 中央和多地积极出台宽松政策, 因城施策空间不断打开, 包括下调利率和首付比例、优化房企并购融资、放松贷款集中度管理、鼓励新市民购房等。3月16日国务院金融委和五部门联合发声, 提振房地产行业信心, 稳定市场预期, 积极有效化解房地产行业风险。向后看, 3月疫情多点散发、防控持续升级对地产需求造成冲击, 地产有望迎来进一步宽松。

图表 2 地产宽松政策梳理

时间	地区	房地产贷款政策新闻
2021年9月29日	全国	人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会。会议要求，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。
2021年10月1日	广州	虽然全国房贷利率仍呈现上升态势，但是在局部地区，银行和市场博弈的反转信号在出现。广州、佛山等地的部分国有大行和股份行已经在下调房贷利率。
2021年12月6日	全国	11月份贝壳研究院监测的100+个城市主流首套房贷款利率为 5.69% ，较10月份回落4个基点；二套房贷款利率为 5.96% ，较10月份回落3个基点。
2021年12月13日	深圳	部分中小银行下调房贷利率，二套最低5.25%首套房贷款利率最低可至4.95%，二套房贷款利率最低可至5.25%。中小银行价格降幅比较大，建行等传统大行价格暂未有松动。
2022年1月6日	北京	部分银行二手房贷款时间明显提速，此前约半年时间提速至最快1个月内。但大行放款时间普遍暂未有明显变化，客户需要排队且放款时间不确定。房贷利率方面，目前北京地区银行未有调整，首套仍为5.2%，二套为5.7%。
2022年1月6日	广州	房贷首套利率从 5.85% (LPR+120BP) 左右普遍降至 5.65% (LPR+100BP) 左右，二套则从 6.05% (LPR+140BP) 左右降至 5.85% (LPR+120BP) 左右。
2022年1月6日	上海	二手房房贷发放提速，银行房贷放款周期从4至6个月缩短至1个月以内
2022年1月11日	杭州	房贷额度紧张程度有所缓解，放款周期在1个月左右。商业银行房贷利率全面回落到6%以下，其中首套房贷款利率在5.85%—5.9%，二套5.95%—6%。
2022年1月14日	北京	各银行的房贷利率保持不变，首套在LPR基础上上浮55个基点，即5.2%；二套上浮105个基点，即5.7%。房贷额度充足，去年存量的按揭贷款已陆续放款。
2022年1月14日	广州	房贷利率已经进入“5”时代，与北京、上海保持一致。
2022年1月18日	上海	房贷的审批速度大大提升。现在银行房贷时间一般在2个月左右，最快1个月就可以放款。
2022年1月20日	深圳	5年期LPR利率下调5BP至 4.6% 。部分国有大行已按照最新利率标准执行，下调了5个基点。不少股份行表示“尚未收到房贷利率下调的通知”，房贷利率维持在4.9%到4.75%之间。
2022年1月21日	北京	北京房贷利率下调 0.05个百分点 ，即首套房利率为5.15%（5年期以上LPR+55个基点），二套房利率为5.65%（5年期以上LPR+105个基点）。
2022年1月22日	北京	1月上旬北京二手房房贷放款速度明显加快，有银行已经将2021年年末未能放出的房贷消化完毕。在2022年1月上旬成交的不少二手房的放款周期从2021年下半年的3个月缩短至一周左右。
2022年1月29日	全国	1月份受监测的103个重点城市主流首套房贷款利率为 5.56% ，二套利率为 5.84% ，均较上月回落8个基点。59城房贷主流利率环比下调，较上月增加19个。不同地区利率下调方式不同，如北京和上海房贷利率整体下调5个基点，但加点幅度未变；福州、广州等地的加点幅度略有调整。
2022年1月26日	安徽	鼓励购房领域降低首付。
2022年1月29日	福州	第二次申请公积金贷款首付比例降至40%。
2022年2月8日	全国	中国央行、银保监会：自本通知印发之日起，银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。
2022年2月17日	菏泽	四大行下调个人住房贷款首付比例，此前四大行执行最低30%，下调至2016年时政策要求的最低20%。
2022年2月18日	重庆	部分银行将首套房首付比例下调至20%。
2022年2月18日	赣州	部分银行将首套房首付比例下调至20%。
2022年2月21日	南宁	住房公积金管理中心出台《南宁住房公积金个人住房贷款管理实施细则》，3月1日起执行。第二套房公积金贷款首付比例从 40%下调至30% ；首套房公积金首付比例维持不低于20%。
2022年2月21日	广州	六大行同步下调广州地区房贷利率。首套房利率从此前的LPR+100BP（5.6%）下调至LPR+80BP（5.4%），二套LPR+120BP（5.8%）下调至LPR+100BP（5.6%）。
2022年2月21日	佛山	佛山非限购区域部分楼盘首付降至 2成 。

2022年2月21日	苏州	首套房贷款利率最低降为4.8%。另有多家银行将首套房贷利率再降0.05个百分点至4.9%。首套房贷首付比例维持在30%。
2022年2月21日	全国	2月, 贝壳研究院统计的全国103个城市房贷交易数据中有 87城房贷主流利率环比下调 , 惠州、中山、呼和浩特首套房贷主流利率下调幅度较大, 达到30BP, 重庆、南京、绍兴下调25BP, 无锡、温州、常州下调20BP。 北京、上海、广州、深圳、青岛、成都、杭州等地房贷首付比例未有变化 , 大部分城市首套房贷首付比例仍为30%。
2022年2月23日	杭州	各大银行首套房利率稳定在5.6%~5.65%, 个别银行低至5.5%, 二套房利率普遍在5.85%。银行放款速度明显加快, 个别银行放款周期只需5工作日。
2022年2月25日	南通	四大行与江苏银行下调该市个人住房贷款首付比例, 首次购房、首次申请住房贷款的购房人首付比例从之前最低30%, 降至最低20%。
2022年3月1日	中山	住房公积金管理中心发布《关于进一步加大住房公积金对人才安居保障支持力度的通知》: 在中山市购买首套房、第二套房申请住房公积金贷款, 一名缴存人住房贷款最高额度由现行40万元调整至50万元, 两名或以上缴存人共同申请住房贷款最高额度由现行80万元调整至90万元。
2022年3月4日	德州	数家银行下调了个人住房贷款首付比例, 首套房首付比由之前的最低30%降至最低20%。
2022年3月4日	唐山	住房公积金管理中心: 职工购买第二套自住住房的, 最低首付款比例由原来的不低于60%调整为不低于30%。3月15日起执行。
2022年3月4日	全国	银保监会、人民银行联合正式下发《关于加强新市民金融服务工作的通知》, 提出 满足新市民合理购房信贷需求 。支持商业银行认真贯彻国家有关政策, 紧紧围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标, 因城施策执行好差别化住房信贷政策, 合理确定符合购房条件新市民首套住房按揭贷款的标准, 提升借款和还款便利度。鼓励商业银行充分运用信息技术手段, 多维度科学审慎评估新市民信用水平, 对符合购房政策要求且具备购房能力、收入相对稳定的新市民, 合理满足其购房信贷需求。
2022年3月16日	国务院金融委联合五部委	<p>国务院金融委: 要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案, 提出向新发展模式转型的配套措施。</p> <p>财政部: 今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。</p> <p>央行: 坚持稳中求进, 防范化解房地产市场风险。</p> <p>银保监会: 积极推动房地产行业转变发展方式, 鼓励机构稳妥有序开展并购贷款, 重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目, 促进房地产业良性循环和健康发展。</p> <p>证监会: 继续支持实体经济合理融资, 积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险。</p> <p>外汇局: 配合有关部门促进房地产市场、平台经济健康稳定发展。</p>
2022年3月19日	广西	南宁二套房首付比例由40%调整为30%, 北海、防城港首套房首付比例由25%调整为20%。
2022年3月20日	襄阳十堰	国有行在襄阳、十堰两地的首、二套房贷款利率比2月下调了40-45个BP, 股份行和地方行也相应跟进。

资料来源: 央行、银保监会、各地住建局、贝壳研究院等, 华安证券研究所整理

3 保障性安居工程三大分项, 对地产拉动多大?

随着国务院金融委和五部委的联合发声, 后续地产支持政策有望多点开花, 逐步向高能级城市扩散。需要注意的是, 融资和投资端的回暖依赖销售和现金流的改善, 短期来看地产基本面难有较大幅度的回暖。在销售->融资->投资这一链条梗阻的背景下, 我们可能

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_39870



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn