

从因城施策到房地产投资

下半年房地产投资展望

本文主要聚焦于上半年因城施策的政策力度，以及地产供给端视角，预判房地产投资趋势。

- **本轮因城施策力度如何？** 因城施策调控已形成一致预期。明确的政策预期是发力的关键。房住不炒和因城施策是房地产调控政策中的两大重心，相对于房住不炒的一致预期，因城施策更为灵活，也为房住不炒大框架下的逆周期调控带来了一定的空间。提出房住不炒以来，本轮因城施策放松力度强、预期一致。2022年3月以来，随着宏观调控方向边际放松，各地政策也不断放松，截至目前大部分二三线城市已放松部分四限政策，相较2019年放松力度更强，需求端政策已逐渐形成一致预期。从不同能级来看，强二线城市以放松限购政策为主，二线及强三线城市以放松限贷、公积金政策为主。
- **房地产供给情况如何？** 城市供地整体仍然偏弱，重点城市大幅缩减土地供给规模。2022年，100大中城市土地供应数量和面积呈现负增长，1-5月累计供应数量同比增速-23.4%，累计供应面积同比增速-17.6%。二线城市为供地面积下滑的重灾区。企业方拿地不积极，今年企业整体拿地热度仍然不高。土拍热度暂未改善，自去年年中以来，百城成交土地楼面均价及成交土地溢价率持续下滑。但供给端政策已出现边际回暖。尽管目前出台政策仍集中于需求端，但部分城市供给端放松也出现一定进展。
- **房企现金流是否有改善？** 从企业融资来看，2022年上半年房企整体融资规模边际改善，主要缘于3月开始融资政策适度纠偏。从企业融资成本来看，2022年上半年房企境内债券融资成本有所降低。房地产整体受利率价格影响较大，由于上半年资金面保持宽松，房企融资贵问题有所缓解，但也有国企发债占比上升拉低了整体融资成本的因素。但企业分化仍然严重。由于民营房企陷于困境，上半年发债主体以央企国企为主，民营房企净融资额持续为负。展望下半年，融资政策仍将支持企业平稳有序的融资需求，但政策落地传导还需时间，短期内民营房企融资问题还难看到实质性改善。
- **本轮房地产周期已进行到何处？** 目前地产周期的传导尚处升温期，从需求端政策来看，3月至今房地产政策稳预期信号已较为一致，且政策端已传导至强二线城市，但政策底是否已传导至销售底还需进一步观察。部分强二线城市销售反弹，整体改善暂不明显。市场回暖需要更长时间，后续仍需政策呵护。
- **全年房地产投资如何？** 建安投资方面，预计2022年施工面积累计同比约为1.5%，全年PPI为6%左右，建安投资增速约为5.5%，对应规模约为10万亿元。土地购置费方面，通过回归测算结果显示2022年全年土地购置费增速约为1%，对应规模约为4.4万亿元。综上，结合建安投资与土地购置费测算结果，预测全年地产投资增速在3%左右，全年走势呈现前低后高趋势。
- **风险提示：** 政策不确定性；疫情变化超预期；海外地缘政治冲突。

相关研究报告

《规模以下经济数据的计算和分析》20220707

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

本轮因城施策力度如何?	4
因城施策调控已形成一致预期	4
二三线城市政策有何不同?	4
房地产供给情况如何?	7
城市供地整体仍然偏弱	7
企业方拿地不积极.....	8
房企现金流是否有改善?	10
境内发债环境改善但分化加剧	10
房企业绩回升的持续性有待观察.....	11
本轮房地产周期已进行到何处?	12
地产周期的传导尚处升温期	12
销售底是否已现.....	12
全年房地产投资如何?	15

图表目录

图表 1. 强二线城市多为放松限购政策.....	5
图表 2. 强二线城市商品房销售面积整体下行.....	5
图表 3. 强二线城市出清周期整体上行.....	5
图表 4. 二线城市多为放松限购、限贷、公积金贷款政策.....	5
图表 5. 强三线城市多为放松限贷、公积金政策.....	6
图表 6. 年初以来百城供应土地数量和面积同比下滑.....	7
图表 7. 二线城市供地面积累计同比连续两年负增长.....	7
图表 8. 二线城市供地面积占比持续下滑.....	7
图表 9. 住宅类供地面积占比下降.....	8
图表 10. 住宅类供地面积同比下行最为明显.....	8
图表 11. 土地成交遇冷.....	9
图表 12. 百城成交土地楼面均价持续下滑.....	9
图表 13. 百城成交土地溢价率处于历史低位.....	9
图表 14. 成交土地面积年初以来遇冷.....	9
图表 15. 一线城市成交土地面积走弱最为明显.....	9
图表 16. 今年以来房企债券融资边际改善.....	10
图表 17. 整体融资成本降低.....	10
图表 18. 民营地产融资情况仍未好转.....	10
图表 19. 内地房企海外债发行减少.....	10
图表 20. 百强房企业绩增速触底回升.....	11
图表 21. 定金及预收款同比增速下滑严重.....	11
图表 22. 房地产贷款同比下行趋势未能扭转.....	11
图表 23. 从政策底到销售底的时滞大致为半年.....	13
图表 24. 强二线城市商品房销售面积 5 月边际改善.....	13
图表 25. 部分强二线城市商品房销售面积 6 月走强.....	13
图表 26. 70 城房价指数同比转负.....	13
图表 27. 三线城市房住不炒预期较强.....	13
图表 28. 居民中长贷转负显示居民还贷意愿较强.....	14
图表 29. 居民储蓄意愿提升.....	14
图表 30. 建安投资增速与施工面积增速走势趋同.....	15
图表 31. 新开工面积增速与本年购置土地面积走势趋同.....	15
图表 32. 土地购置费增速测算.....	16

本文主要聚焦于上半年因城施策的政策力度，以及地产供给端视角，预判房地产投资趋势。

本轮因城施策力度如何？

因城施策调控已形成一致预期

明确的政策预期是发力的关键。房住不炒和因城施策是房地产调控政策中的两大重心，相对于房住不炒的一致预期，因城施策更为灵活，也为房住不炒大框架下的逆周期调控带来了一定的空间。但与之相对应的，因城施策给市场带来的政策预期也更为不稳定。以2021年为例，前三季度热点城市纷纷持续加码房地产调控政策，包括但不限于限购、限贷、限售政策，随着调控力度趋严，四季度后部分房地产市场过冷的城市开始预调微调，从购房补贴等角度修正政策预期。从各城市角度出发，调控政策趋于精细化，但年内政策的频繁调整对于购房者预期形成了一定压制。因此在三稳政策中，稳地价和稳房价都在于稳预期，需求端政策发力的关键在于明确的政策预期。

提出房住不炒以来，本轮因城施策放松力度强、预期一致。从时间维度来看，中央正式提出因城施策是在2015年的两会报告，其中提到稳定住房消费、坚持分类指导、因城施策。2016年两会再次提出因城施策，目标转向去库存，因此随着市场形势的变化，部分库存进入合理区间的城市及时收紧政策，部分库存高企的城市保持政策宽松。中央明确提出房住不炒是在2016年终的中央经济工作会议，这表明因城施策已从上一阶段的地域分化转为整体收紧。2019-2020年阶段，因城施策总基调则是在房住不炒的基础上，更加注重不同的调控力度，以保障合理自主需求和抑制非理性需求来达到稳房价的目的。2022年3月以来，随着宏观调控方向边际放松，各地政策也不断放松，截至目前大部分二三线城市已放松部分四限政策，相较2019年放松力度更强，需求端政策已逐渐形成一致预期。

央行下调房贷利率更利于稳定政策信心。从明确市场预期来看，历次房地产放松往往遵循着“中央定调-各地调控政策边际转松-中央层面实质性放松”的路径。5月15日，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套房贷利率下限调整为LPR-20bp，二套房贷利率下限未变。5月20日，5年期LPR下调15bp，至4.45%。首套房利率最低4.25%，相当于LPR的95折；二套房最低5.05%，相当于LPR的1.13倍。此类调整，可引导未来实际按揭利率进一步下行，减轻刚需购房负担，促进需求释放。天津、郑州、无锡等多城首套房贷利率低至LPR-20bp。尽管相对于2008年、2015年两轮地产放松来看，本轮央行调整力度较小，但在房住不炒的大方针下，方向性的转变仍可稳定政策信心、改善市场预期。

二三线城市政策有何不同？

年初以来，随着地产稳预期的确认，因城施策由部分二三线城市的预调微调逐渐扩散至普遍放松。从不同能级来看，强二线城市以放松限购政策为主，二线及强三线城市以放松限贷、公积金政策为主。从同一能级的不同城市来看，根据各城市具体情况，在限购政策上放松力度不一。

强二线城市以放松限购政策为主。截至目前，强二线城市均已边际放松限购政策。由于强二线城市在商品房销售额、GDP、常住人口上整体实力较为发达，因此政策放松核心在于释放改善型需求。同时根据商品房出清周期又各有差异，其中以杭州为代表的低库存城市在限购政策上进行边际放松，如放宽外地户籍社保缴纳年限、增加三孩家庭购房数量、取消二手房在限购范围内的社保缴纳要求等。以郑州、重庆为代表的高库存、低销售城市放松力度则更大，如郑州出台郑十九条、并通过房票方式重启货币化安置，消化存量房源。

二线城市以放松限购、限贷、公积金贷款为主。相较于杭州、南京等强二线城市，次一梯队的二线城市房地产政策更为多样化，且更为注重放松限贷及公积金贷款政策，主要是为了满足不同群体的刚需及改善型需求。其中无锡、温州、合肥、福州、青岛、济南、贵阳、长春均放松了公积金贷款政策，无锡、温州、福州、济南、石家庄、沈阳、长春、佛山均放松了限贷政策。

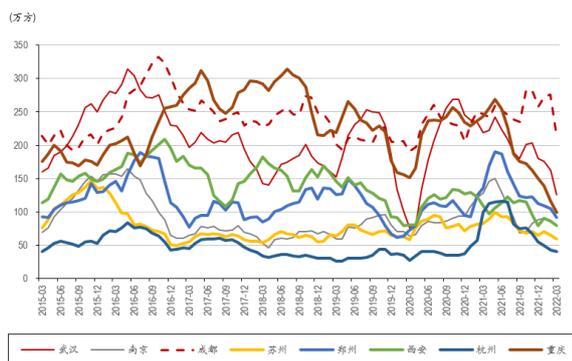
强三线城市以放松限贷、公积金贷款和购房补贴政策为主。强三线城市经济实力较弱，因此本轮因城施策中，强三线城市整体政策更着重于放松限贷、公积金政策，同时部分城市对于购房者也会采取相应的购房补贴，主要针对于购买力不强的真实刚需。限购政策方面，少数之前采取限购的强三线城市基本上已放松。限贷、公积金贷款政策上，均有十个以上城市采取放松。除此之外，在下调首付比例、房贷利率、购房补贴等方面，大部分强三线城市也进行了不同程度的放松。

图表 1. 强二线城市多为放松限购政策

	放松限购	放松限售	放松限贷	放松公积金贷款
杭州	✓			
武汉	✓			
南京	✓	✓	✓	✓
成都	✓			
重庆	✓		✓	✓
天津	✓		✓	
苏州	✓	✓	✓	✓
郑州	✓		✓	
西安	✓			

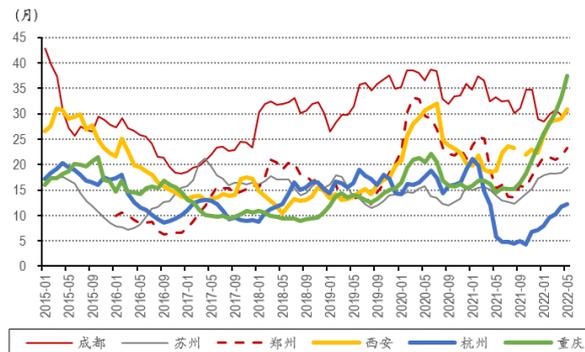
资料来源：中指院，中银证券

图表 2. 强二线城市商品房销售面积整体下行



资料来源：中指院，中银证券

图表 3. 强二线城市出清周期整体上行



资料来源：中指院，中银证券

图表 4. 二线城市多为放松限购、限贷、公积金贷款政策

	放松限购	放松限售	放松限贷	放松公积金贷款	购房补贴
无锡	✓		✓	✓	
宁波	✓				
温州			✓	✓	
合肥	✓			✓	
福州	✓		✓	✓	
厦门	✓	✓			
青岛				✓	
济南	✓	✓	✓	✓	
昆明	✓				
石家庄			✓		
哈尔滨	✓	✓			
长沙	✓				
贵阳				✓	
沈阳			✓		
大连	✓				✓
长春			✓	✓	✓
佛山	✓		✓		
东莞	✓				

资料来源：中指院，中银证券

图表 5. 强三线城市多为放松限贷、公积金政策

	放松限购	放松限售	放松限贷	放松公积金贷款	购房补贴
惠州				✓	
中山	✓		✓		
常州		✓	✓	✓	
南通			✓	✓	✓
徐州				✓	
扬州	✓		✓	✓	✓
嘉兴	✓			✓	
绍兴		✓	✓		
台州			✓	✓	
金华			✓		
南昌				✓	
乌鲁木齐					
泉州				✓	
烟台	✓			✓	
威海					
太原	✓		✓		✓
银川			✓	✓	
廊坊	✓		✓		
唐山	✓	✓	✓	✓	✓
南宁			✓	✓	✓
兰州	✓		✓	✓	
呼和浩特					
海口	✓		✓	✓	
三亚					
珠海					

资料来源：中指院，中银证券

房地产供给情况如何？

城市供地整体仍然偏弱

重点城市大幅缩减土地供给规模。2022年，100大中城市土地供应数量和面积呈现负增长，1-5月累计供应数量同比增速-23.4%，累计供应面积同比增速-17.6%。相比2020年、2021年，整体的土地供给有所减少。虽然近期同比增速小幅收窄，但仍呈现负增长。房地产市场下行和房企资金紧张成重点城市缩减供地规模的最主要原因。市场下行影响房企销售回款，也影响房企拿地积极性，为防止出现大量流拍，大部分城市主动减少供地规模。

二线城市为供地面积下滑的重灾区。从不同能级供应土地数量及面积角度分析，2022年前5月与2021年同期相比，各能级城市供地数量及面积均有下滑，且结构中产生了一定的不均衡现象。一线城市由于2020年拿地较多，今年前5月供地面积回落至2019年同期水平；三线城市年初以来遇冷，今年前5月供地面积回落至2020年同期水平；二线城市供给情况最为严峻，今年前5月供地面积回落至2017年水平，供地减少的趋势较为明显。分用途来看，住宅类供地面积下滑最为严重，且占比于2020年以来持续下降。

图表 6. 年初以来百城供应土地数量和面积同比下滑



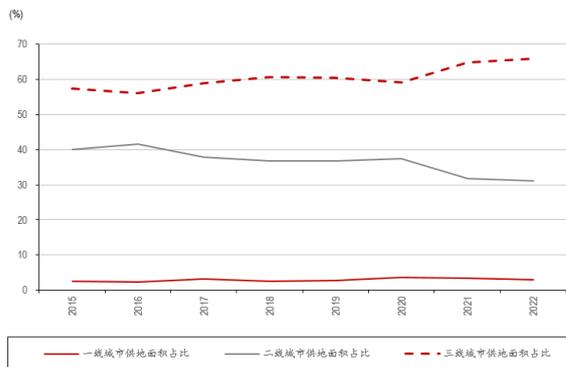
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 二线城市供地面积累计同比连续两年负增长



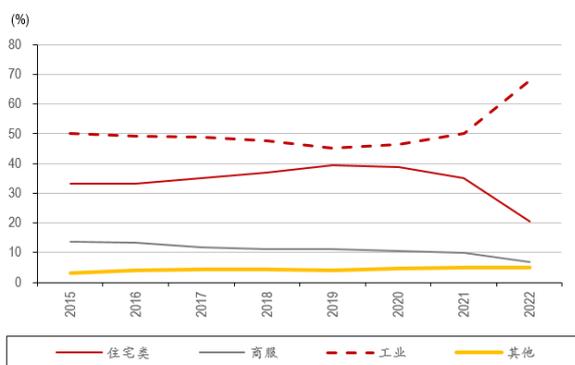
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 二线城市供地面积占比持续下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 住宅类供地面积占比下降



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 住宅类供地面积同比下行最为明显



资料来源：万得，中银证券

企业方拿地不积极

今年企业整体拿地热度仍然不高。2022 年前 5 月，房地产投资增速受土地购置费拖累，其中土地购置费 5 月累计同比下滑至-6.3%，从领先指标土地成交价款来看，今年 2 月以来土地成交价款再度回落，5 月累计同比达到-28.1%，预示着下半年土地购置费难以出现趋势性回升。土地市场转弱的主要原因在于民企拿地热度不高，但下半年如果房地产销售情况好转，头部明星房企为保障明年货值，拿地积极性或有所提升。

土拍热度暂未改善。从各线城市的土地成交价格及溢价率角度来看，自去年年中以来，百城成交土地楼面均价及成交土地溢价率持续下滑。土地楼面均价方面，一线城市由于住宅用地价格较高，月度波动较大，二三线城市则是持续下降。成交土地溢价率方面，各能级城市均下滑至历史低位。

供给端政策已出现边际回暖。尽管目前出台政策仍集中于需求端，但部分城市供给端放松也出现一定进展。其中南京、合肥、北京等城市降低了企业资质和土地出让金缴纳门槛，苏州、武汉和济南等城市将部分地块的保证金比例降低至 20%，福州、武汉和天津针对部分地块延长土地出让金缴纳期限。在楼市供给短缺的情形下，如果过于从需求侧的角度出台政策进行调整，可能会加大房价的波动性，而供给端政策上的纠偏更有利于三稳的完善。随着房企销售改善，叠加供给端政策边际回暖，房企拿地积极性或将有所回升。根据克尔瑞数据，6 月 30 家典型房企新增土储建面达到 460 万方，环比大幅改善。

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_43722

