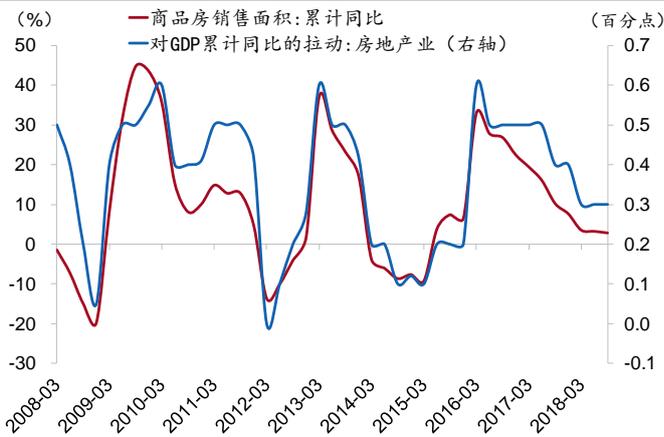


追问房地产市场的“三重背离”

本轮房地产周期始于 2015 年。彼时中国经济面临较大下行压力，工业品价格持续通缩，股市大幅波动，房地产库存高企，在此背景下宏观调控政策逆周期放松。去库存成为房地产行业政策的主线，引燃了商品住宅销售的火爆行情。房地产业对经济增长的直接拉动从 2014 年的 0.12 个百分点上升至 2016 年的 0.5 个百分点。房地产量价普涨，行业政策被迫逐渐收紧。2017 年房地产销售增速在高位掉头，房地产业对经济增长的直接拉动仍然维持在 0.5 个百分点的水平。2018 年房地产销售增速持续回落但韧性仍存，销售面积和金额均保持正增长，房地产业对经济增长的直接拉动滑落至 0.3 个百分点（图 1）。

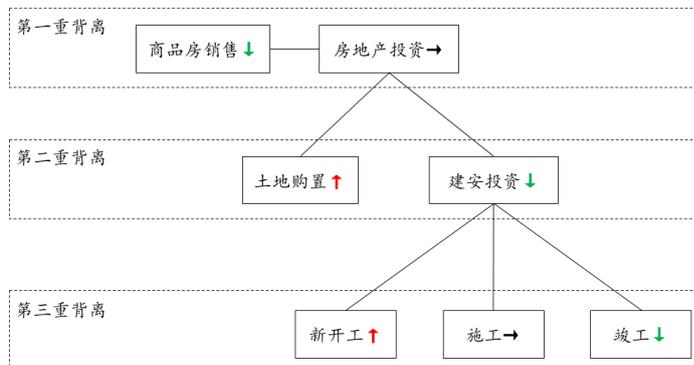
去年（2018 年）中国的房地产市场除销售景气度进一步回落外，还发生了显著的结构变化，我将之概括为“三重背离”：一是销售增速与投资增速的背离，即商品房销售增速下滑，而房地产投资增速居于高位；二是土地购置费增速与建安投资增速的背离，即土地购置费增速高企，而建安设备费竟然出现负增长；三是新开工增速与竣工增速的背离，即新开工面积增速上升，但施工面积增速平稳、竣工面积增速下滑（图 2）。这“三重背离”折射出我国宏观经济政策、行业调控政策与房地产企业行为的深刻变化，值得我们深入探究。

图 1：房地产对经济增长的拉动与景气度高度相关



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：2018 年中国房地产市场的“三重背离”



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

一、第一重背离：销售增速与投资增速

1. 销售增速向下，投资增速向上

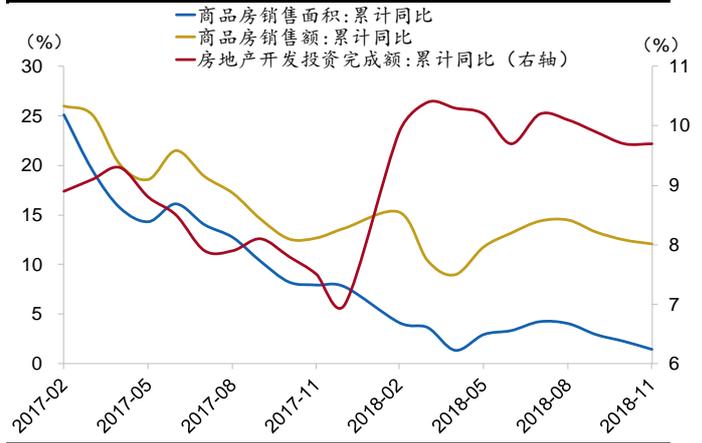
房地产销售是房地产投资的先行指标。本世纪以来的六轮房地产小周期中，我国房地产销售增速与投资增速高度相关，且具备约3个月左右的领先性（图3）。这主要是因为房企的资金周转高度依赖销售回款。房企获得销售回款后才能够继续拿地，再进行建筑施工，在数据上就体现为销售增速领先于投资增速。

图3：房地产周期中销售增速领先于投资增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图4：2018年房地产销售下行而投资反弹



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

2018年房地产销售增速下滑，而房地产投资增速仍居于高位，明显与历史趋势不符（图4）。截止11月销售面积累计同比由2017年的7.7%下滑至1.4%，销售金额累计同比由13.7%下滑至12.1%。而房地产投资增速于2月出现反弹，累计同比由2017年的7%升至9.8%，之后一直保持近两位数的增长。而在此前数轮房地产周期中，房地产投资增速均伴随着销售增速的回落而下行。

2. 房地产销售增速的“厚尾”更“厚”

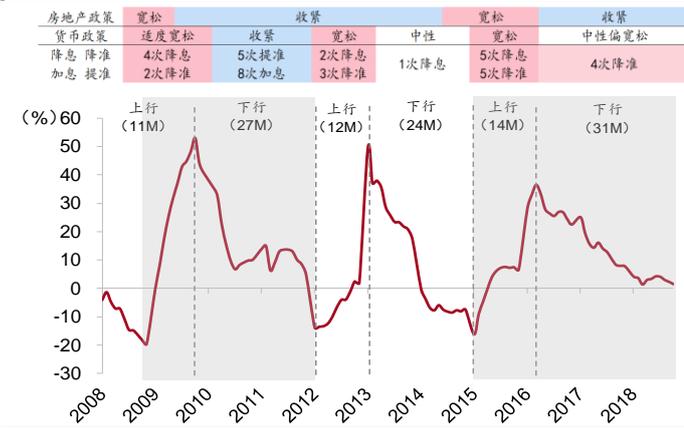
房地产销售增速为何持续回落？从历史上看，我国房地产周期的上行期（upswing phase）短于下行期（downswing phase），即存在“右侧厚尾”（upper fat-tail）现象。2009-2015年的两轮完整房地产周期中，销售增速上行期平均历时约1年（分别为11个月和12个月），下行期平均历时约2年（分别为27个月和24个月）。而2015年至今的不完整周期中，销售增速上行期历时14个月，与此前相若；但下行期则显著拉长，至今已有31个月仍未见拐点。

房地产销售增速的“厚尾”现象与房地产行业调控政策“松短紧长”的特征相关（图5）。出现这一特征的原因在于，商品房兼具投资和消费属性，随着城镇化进程和人口迁徙变化，供给有限而需求刚性，价格易涨难跌，调控政策因而“松短紧长”。

然而，影响房地产周期的因素是复杂的，行业调控政策只是其中一个因素。城镇化、人口迁徙和结构变化决定房地产长周期；而货币政策和调控政策影响小周期。与前两轮小周期相比，本轮房地产周期销售增速的“右侧厚尾”现象更为显著：销售增长下行历时拉长，与此同时销售增长具有韧性导致跌幅相对较小。究其原因，主要有两方面：

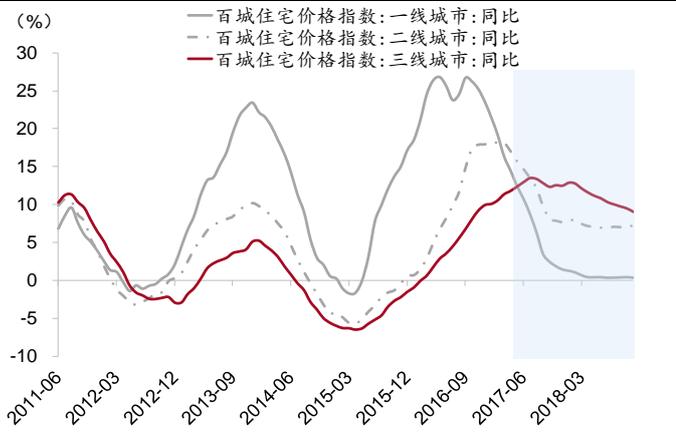
一是本轮房地产周期下行期政策组合的推进节奏和力度较前两轮不同（图5）。首先，货币政策相对宽松。次贷危机后的三轮房地产周期中，第一轮下行期5次提准、8次加息（收紧），第二轮下行期1次降准（中性），而本轮下行期货币政策虽然表述为“中性”，但实际上降准已达5次，明显更为宽松。其次，房地产调控“因城施策”使得调控政策的节奏和力度出现结构分化。2016年以来，一二线城市在“五限”和“两竞”的政策下，楼市迅速降温，商品房销售面积和价格同比增速显著下滑。由于三四线城市房地产调控政策出台较晚且尺度宽松，商品房销售面积和价格同比增速因此下滑较慢（图6、7）。考虑到三四线城市销售面积占全国销售面积比重超过七成，更具弹性的调控政策使得全国房地产销售具有韧性，下行较前两轮更为平缓。

图 5：房地产周期存在“右侧厚尾”现象



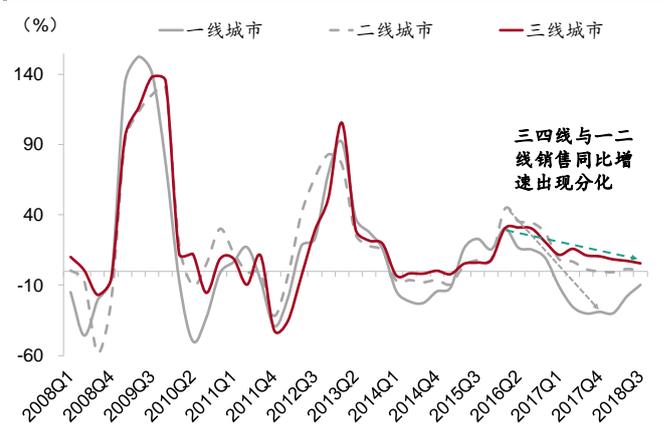
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 7：三四线城市商品房价格增速下滑相对较慢



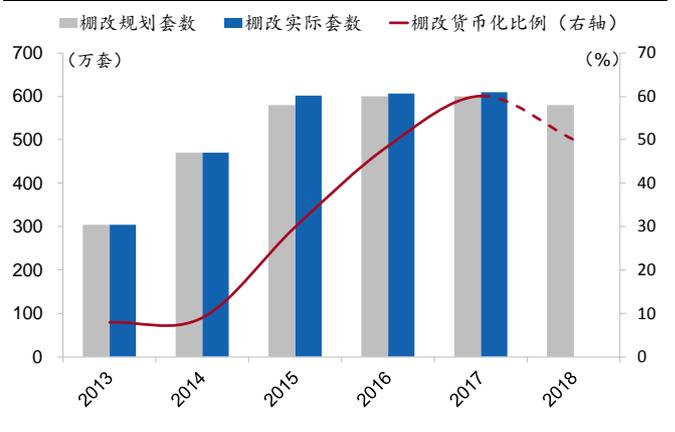
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 6：三四线城市商品房销售面积颇具韧性



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 8：2016-2017 年棚改货币化比例显著提升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

二是棚改货币化安置的推动（图 8）。2015-2017 年棚改货币化安置比例显著提高，从 30% 上升至 60%。根据住建部披露的信息测算¹，2015-2017 年棚改货币化对全国住宅销售的贡献率逐年上升，分别为 14%、18%、21%。2017 年，棚改货币化安置对一二线、三四线城市住宅销售贡献率分别为 15.2%、23.9%（表 1）。去年下半年棚改货币化政策虽有所调整，但全年安置比率仍然处于高位，对商品房销售形成支撑。

表 1：棚改货币化安置对三四线城市销售的拉动显著高于一二线城市

	商品房销售面积		销售面积:住宅		货币化安置面积		货币化安置对住宅销售贡献			货币化安置对商品房销售贡献		
	一二线	三四线	一二线	三四线	一二线	三四线	一二线	三四线	全国	一二线	三四线	全国
2013	41,839	88,712	36,429	79,294	408	1,633	1.1%	2.1%	1.8%	1.0%	1.8%	1.6%
2014	38,568	82,080	33,069	72,113	719	2,876	2.2%	4.0%	3.4%	1.9%	3.5%	3.0%
2015	42,173	86,322	36,088	76,318	3,055	12,220	8.5%	16.0%	13.6%	7.2%	14.2%	11.9%
2016	52,262	105,087	44,366	93,174	4,996	19,986	11.3%	21.5%	18.2%	9.6%	19.0%	15.9%
2017	50,019	119,389	40,965	103,824	6,212	24,847	15.2%	23.9%	21.5%	12.4%	20.8%	18.3%

资料来源：WIND、住建部公告、招商银行研究院、招银国际研究

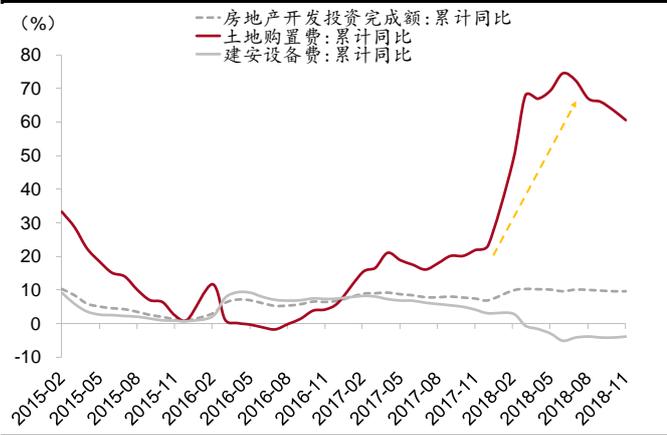
注：一二线城市销售面积为“40 大中城市”中的 27 个一线、二线城市销售面积。三四线城市销售面积为全国销售面积减去 27 个一二线城市销售面积。

¹住建部 2017 年 2 月披露“2016 年全国棚改开工 606 万套，其中货币化安置比例为 48.5%，去化商品房库存 2.5 亿平方米”，由此推得货币化安置的套均面积约为 85 平米。据此可计算每年的货币化安置的销售面积：货币化安置的销售面积=棚改套数*货币化安置比例*套均面积。

3. 房地产投资增速先于销售增速反弹

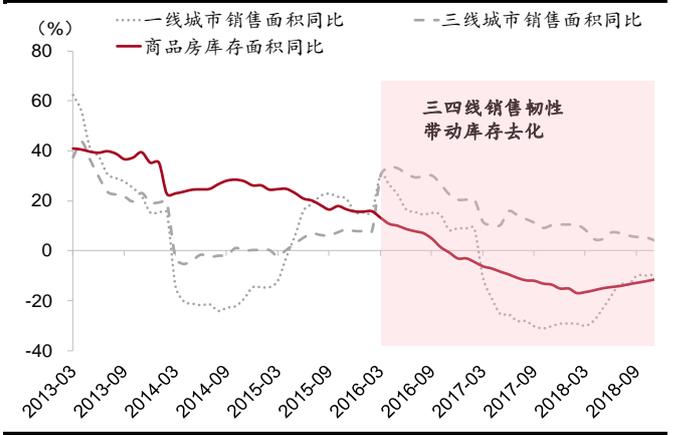
去年房地产投资增速先行出现反弹，原因主要是受到土地购置费高增长的驱动。土地购置费累计同比增速由2017年的23.4%快速攀升至2018年11月的60.5%（图9）。此外，棚改也直接或间接对房地产投资构成支撑，实物化安置直接拉动建安投资，货币化安置则通过商品房销售和库存去化间接拉动土地成交和房地产投资（图10）。

图9：土地购置费快速增长带动投资增速反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图10：棚改→三四线销售→库存去化→拿地→投资



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

总结房地产销售增速与房地产投资增速背离的原因，销售端是在逐渐趋严的调控政策之下呈放缓之势，而在货币政策较松和棚改货币化安置的支撑下，房地产销售又表现出一定的韧性，厚尾现象明显；投资端则主要是由于土地购置费的高增长而率先反弹，房地产销售增速与投资增速因此出现背离。

二、第二重背离：土地购置费增速与建安设备费增速

1. 土地购置费高增长，建安设备费负增长

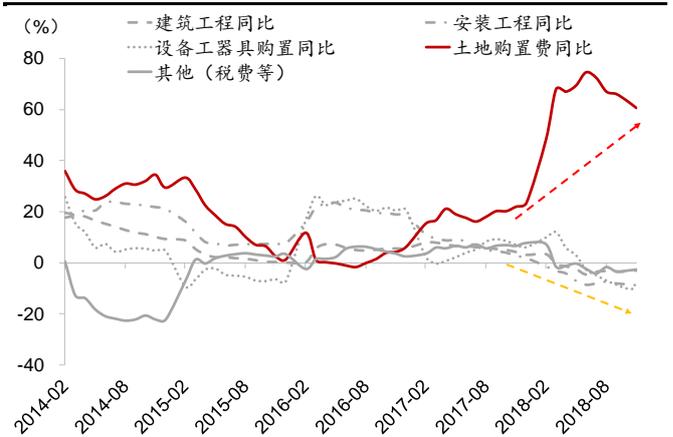
从历史上看，土地购置费增速与建安设备费增速具有较强的相关性。2009年以前，两者走势高度一致。2009年土地“招拍挂”制度迅速推广后，土地购置费增速的波动性显著上升，但两者的走向仍大体保持一致。这主要因为房企要先拿地再施工，且拿地与施工均受商品房销售影响。

图11：土地购置费与建安设备费增速出现背离



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图12：房地产投资中土地购置费增速一枝独秀



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

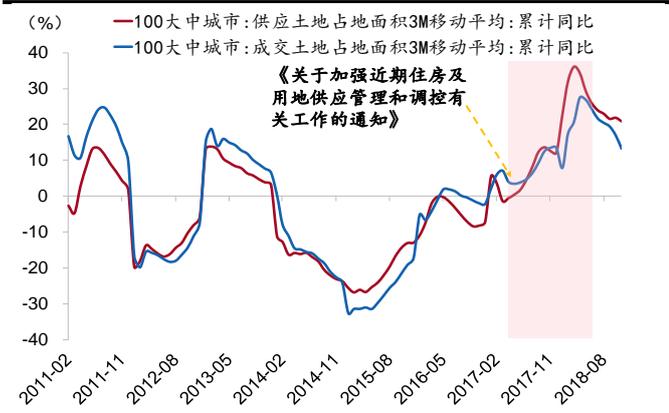
2018年房地产投资大体保持了10%的增长，但从构成看却是“冰火两重天”：截至11月份的累计同比，土地购置费达61%，拉动房地产投资同比增速12.7个百分点；建安设备费-3.8%，拖累房地产投资同比增速2.8个百分点（图11、12）。两者背离，值得深究。

2. 土地购置费高增速：房企补缴前期拍地余款推升增长

土地购置费源于前期拍地，而拍地首先受到土地供给政策变化的驱动。与历次房地产调控减少土地供应不同，本轮房地产调控期间土地供给显著增加（图 13）。2017 年 4 月，住房和城乡建设部与国土资源部联合下发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，将库存周期与供地节奏联系起来。在低库存和销售韧性支撑下，2017 年土地供给增加推动土地成交显著放量。房地产企业对 2017 年拍地款进行补缴（期缴比例约 50%），推动 2018 年土地购置费持续高增长（图 14）。

值得关注的是，土地成交增长主要由三四线城市驱动。原因在于，三四线城市的房地产销售从棚改货币化安置和“因城施策”的调控政策中获益更多（图 15），商品房库存去化明显，提振房企拿地信心，土地成交显著放量（图 16）。《通知》下发后 12 个月（2017 年 5 月至 2018 年 4 月），全国土地成交面积 12.3 亿 m²，较出台前 12 个月（2016 年 5 月至 2017 年 4 月）增长 1.9 亿 m²，增幅 18.6%；其中三四线城市土地成交增长 1.6 亿 m²，占全国土地成交变化的 83%。

图 13：“因城施策”政策使得土地供给显著放量



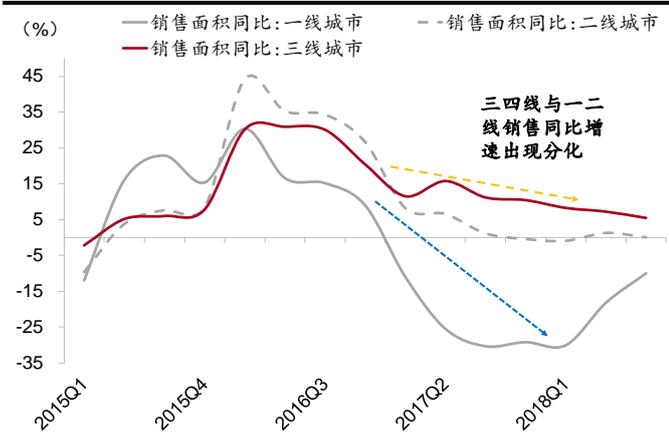
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 14：2017 年土地高成交驱动次年购置费高增长



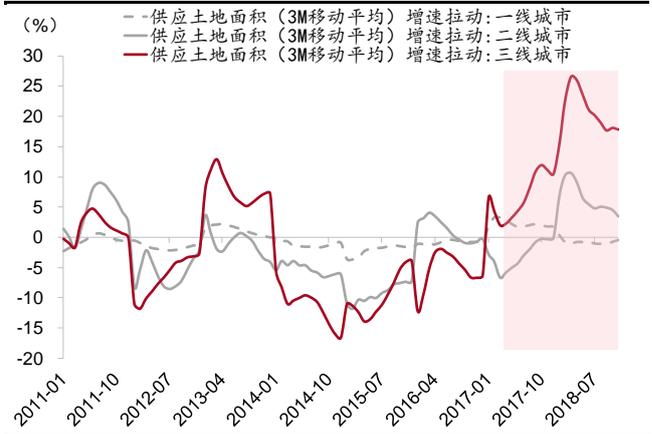
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 15：三四线城市销售受益于“因城施策”



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 16：土地成交增长主要由三四线城市驱动



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

3. 建安设备费负增长：融资约束叠加价格因素

土地购置费高增长不难理解。问题的关键是，为什么去年房地产建安设备费出现负增长？这需要细心分析。我们发现其原因在于“紧信用”背景下，房企资金紧抽约束了建安设备费开支。

首先，“去杠杆”“紧信用”下房企融资来源受限。房地产行业近年的高速发展很大程度上得益于表外融资，资管新规出台后非标规模持续收缩，房企资金来源受限（图 17）。经济下行叠加“紧信用”环境使得房企融资成本大幅上升（图 18），金融机构风险偏好降低，加剧了房企资金链的紧张程度，也使得信用供给向头部房企集中，中小房企融资陷入困境。

而且，去年还是房企偿债高峰（图 19），令资金周转“雪上加霜”。资金压力下，土地购置费高增长“挤出”建安设备费开支。相较而言，土地购置费开支是一项硬预算约束，补缴上年拍地的分期款是房企的刚性支出，资金紧拙之下，对建安设备投资形成明显“挤出”。

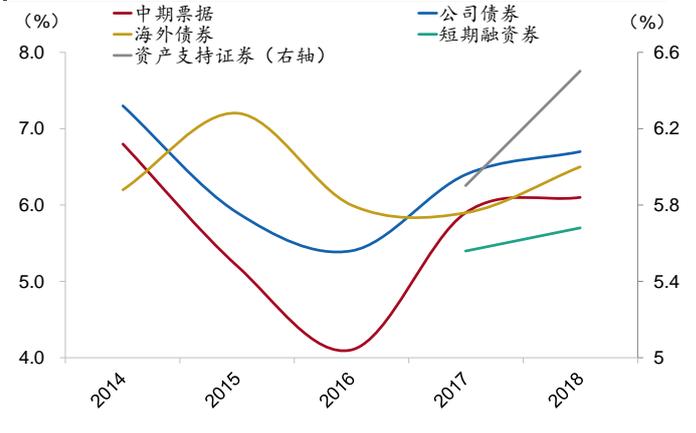
此外，价格可能也是一个因素。PPI 增速下行使得单位面积施工成本增速下滑。由于建筑施工需要投入大量水泥、钢材等工业品，单位面积施工成本与工业品价格高度相关²。去年全球经济增长开始放缓，总需求下滑，同时环保限产政策有所松动，使得 PPI 增速持续下行，价格因素在一定程度上拖累了建安设备费的增速（图 20）。

图 17：“紧信用”政策下开发资金来源增速下滑



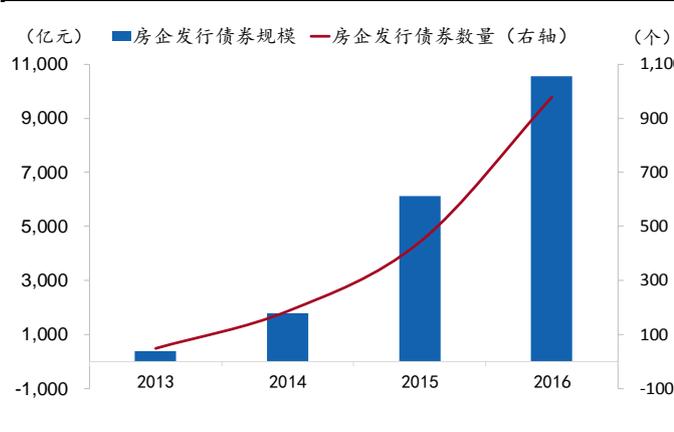
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 18：2018 年房地产企业融资成本抬升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 19：2015-2016 年房企发债规模较大



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 20：价格变化导致建安投资与施工面积增速差



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

总结土地购置费高增速与建安设备费负增长的原因，前者是由于补缴拍地尾款导致土地购置费高增长；后者是在资金压力之下土地购置费对建安设备开支的挤出。这造成了房地产市场的“第二重背离”。

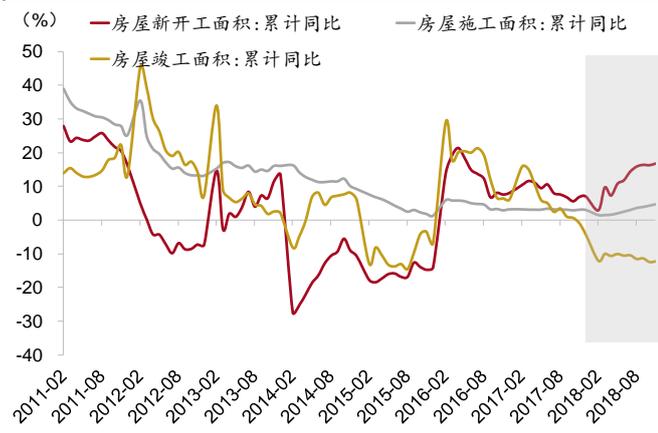
三、第三重背离：高开工与低竣工

1. 新开工、施工与竣工面积数据背离

不论逻辑上还是历史数据上，房地产新开工、施工与竣工面积增速均有较强的相关性。但 2018 年以来，房地产新开工面积增速一路向上，累计同比由年初的 2.9% 提升至 11 月的 16.8%；同期施工面积变化平稳有升，累计同比由 1.5% 小幅提升至 4.7%；而竣工面积增速则持续为负，11 月累计同比增速为 -12.3%（图 21）。高开工与低竣工的背离，究其原因还是资金捉襟见肘之下房地产开发行为“扭曲”的结果。

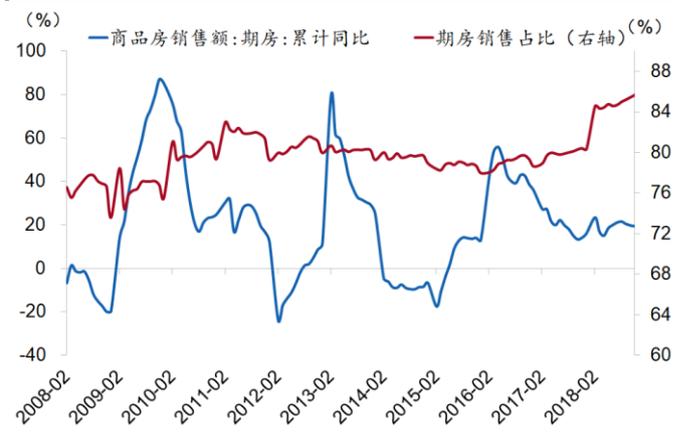
²建安设备费≈施工面积*单位面积施工成本*施工速度

图 21：新开工、施工、竣工同比增速出现背离



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 22：抢开工提高期房销售占比加快回款



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

2. 高开工：通过“抢开工”“高周转”快速获取销售回款

房企纷纷抢开工实行“高周转”模式，其背后的逻辑是，开工后即可申请开发贷，同时加快施工直至取得预售证，通过预售获取销售回款来应对资金压力。一个证据是去年期房销售占比快速上升至86%（图22）。高开工在很大程度上与房企对未来的市场预期改变相关，为了争夺货币化棚改“最后的蛋糕”，房企“抢种抢收”的行为在三四线城市体现得尤为明显。

3. 低竣工：放缓施工、缩减支出

资金压力下房企被迫缩减可控支出。房企“抢开工”快速获取预售证获取销售回款之后，显著放缓后续施工直至竣工的节奏，实乃资金压力之下理智之举。此外，小型房企退出及项目烂尾也对施工和竣工的增速造成向下的扰动。这一现象，可与去年建安设备费负增长互相印证。

总结房企高开工、低竣工现象的原因，可以发现在“去杠杆”“紧信用”“严监管”造成的资金压力下，企业在拿地、开工、施工和竣工整个开发链条上的行为扭曲。

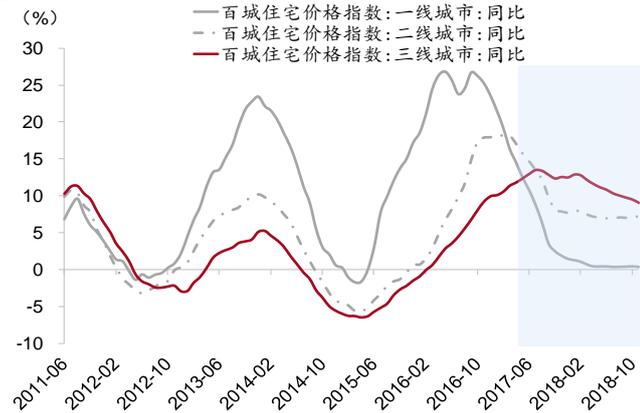
四、2019年房地产市场展望：“三重背离”的收敛

事悖常理，必有蹊跷。“三重背离”的分析框架，为房地产市场的变化路径提供了重要线索。据此，我们对今年的房地产市场做如下判断：

1. 房地产销售将延续“长尾回落”趋势

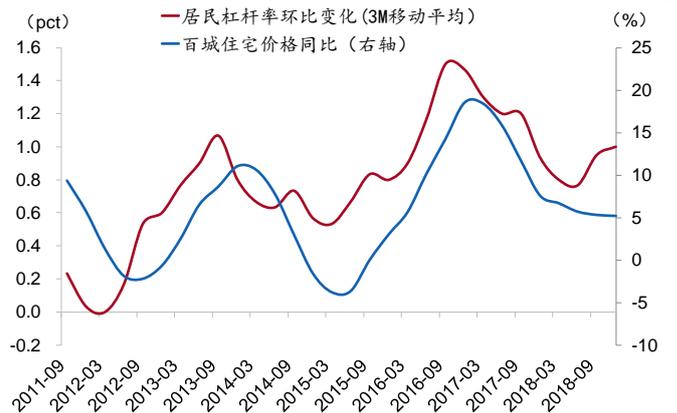
首先，近年支撑房地产销售的棚改货币化可能逐步淡出。棚改货币化安置推动了地方特别是三四线城市此轮房地产市场行情（图23），但随之也产生了一系列问题：一方面，居民通常会补偿款作为购房首付款，推升居民部门杠杆率，刺激房地产销售和价格（图24）；另一方面，棚改货币化安置增加了地方政府的隐性债务水平。有鉴于此，住建部于去年年中表示，对于商品房库存不足、房价上涨压力较大的地方，应有针对性地及时调整棚改安置政策。棚改货币化的退潮，将对三四线城市的房地产销售增速形成拖累。量在价先，销售持续“右侧厚尾”下行趋势，房价“只涨不跌”预期松动，其中三四线城市房价下行的压力尤大。

图 23：一线房价指数先行回落，二三线缓慢下行



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 24：居民杠杆率变化与房价增速高度相关



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

2. 土地购置费增速将显著回落

去年融资条件急剧收紧使得土地成交价款增速显著下滑（图 25），预示今年期缴拍地款的增速将会显著回落（图 26）。而去年全国土地流拍 1,353 宗，大幅超出历史水平。土地供应和成交回落，将影响今年土地购置费支出增速。而新增隐性库存（已开工未销售的商品房面积）上行（图 27、28），抑制房企拿地的冲动，将拖累后续的土地购置费增速。

图 25：土地成交面积增速于 2018 年初开始下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 26：土地款增速回落预示土地购置费增速下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 27：房地产隐性库存上升制约土地成交增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 28：2019 年房地产库存或将反弹



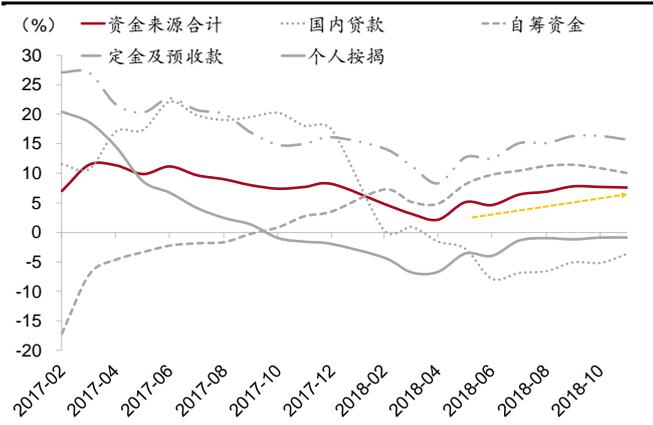
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

3. 建安投资增速将回升

抢开工加速销售回款的“高周转”模式不可持续。随着交房期的临近，施工、竣工增速将回升。由于住宅期房的交房时间一般为两年左右，前期销售的期房今年将逐渐进入交房期，施工、竣工增速大概率因此回升。

今年，融资环境边际改善，资金压力有所缓释。房企大概率恢复开工、施工、竣工的正常开发节奏。事实上，去年三季度以来，房企资金来源已有所回暖（图 29、30）。多地住房按揭贷款利率下调，房地产开发资金来源中的按揭贷款同比增速由 6 月的 4.6% 回升至 11 月的 7.6%。头部房企融资受益相对更多。虽然长期去杠杆的政策方向不变，但随着短期重点由“去杠杆”向“稳杠杆”转变，房企资金压力将会得到一定缓解，从而提振施工、竣工增速。

图 29：去年三季度以来房企资金来源边际回暖



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 30：去年三季度以来房地产债券发行规模提升



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

4. 结论：“三重背离”无可避免趋于收敛

- ❖ 第一重背离“向下收敛”，即房地产销售增速延续“长尾下行”趋势，而房地产投资增速因土地购置费增长失速而下滑，使得销售增速与投资增速大概率“向下收敛”。
- ❖ 第二重背离“向中间收敛”，即土地购置费显著下行，而建安投资增速上行，两者向中间收敛。
- ❖ 第三重背离“向中间收敛”，即开工面积增速回落，而竣工面积增速上升，两者亦向中间收敛。
- ❖ 从经济增长的角度而言，今年房地产投资对经济增长的拉动作用将上升。结构上表现为土地购置费增速下行，导致房地产投资总量增长放缓，但是考虑到土地购置费不计入生产总值，在建安设备费支出增速回升的支撑下，房地产投资对于经济增长的拉动反而有所上升。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。