

## 潮起潮落：棚改政策得失考

**概要。**2015年国务院决定加快棚改项目建设，开始推进货币化安置，彻底激活了棚改居民的房地产和消费金融行为，推动房价上涨和房地产投资。今年4月财政部公布全国棚改规划套数“腰斩”，此轮大规模棚改政策开始“退潮”。是时候总结此轮棚改政策的得失，预判棚改“退潮”对宏观经济和区域发展的可能影响。

- **货币化安置的缘起：房地产去库存。**次贷危机之后政府快速推出“四万亿”刺激措施，房地产价格出现一轮上涨周期；在保增长和土地财政的激励下，地方政府加快推出土地，大量企业涌入房地产开发领域，2010年政府开始收紧房地产调控政策致使库存不断积累。不断升高的房地产库存，拖累了我国的经济增长。在此背景下，棚改货币化安置政策应运而生：通过货币化安置激活商品房销售环节，进而带动库存去化和土地出让，提振房地产销售和 investment，托底经济增长，缓解地方政府财政收入压力。
- **钱从何处来：创新金融机制。**棚改的资金来源主要包含政策性银行贷款、财政支出资金和债券融资等。央行于2014年创设的抵押补充贷款PSL是棚改货币化推行最重要的金融工具，一是向地方政府提供了一项长期低成本的贷款，二是向特定区域进行了定向货币投放，具备结构性特征。
- **经济解释：棚改货币化的得失。**棚改货币化安置显著拉动了商品房销售，而得益于货币化棚改带来的销售景气，商品房去库存取得了显著效果。同时，棚改货币化安置政策延长了始于2015年的本轮房地产周期销售的景气时长，并造成了不同城市之间的分化。房地产销售上行、库存下降推动了房价上涨。最后，房价上涨预期又拉动了房地产投资，支持了宏观经济在2016-2017年企稳回升。然而，货币化棚改也对地方政府债务和居民杠杆产生了负面影响，PSL推升了地方政府显性债务、棚改货币化增加了地方政府隐性债务、货币化安置也推升了居民部门杠杆率。
- **棚改退潮，影响几何？**4月财政部公布全国棚改规划套数减半，1-6月新增PSL累计同比减少68%，指向棚改货币化安置的资金来源亦被“腰斩”。测算结果表明，棚改退潮将对商品房销售面积形成显著拖累。销售疲弱将产生两方面的负面影响：首先是房价，其次房地产销售下滑将造成房企资金链的紧张，进而传导至地方财政。棚改退潮对房地产投资的拖累体现在两方面：一是实物化安置缩减将对房地产投资形成直接拖累，二是货币化安置缩减将通过商品房销售对房地产投资形成间接拖累。
- **区域风险评估：潮水退去，谁在裸泳？**本文对棚改退潮在不同地区的影响进行了三方面的风险评估：（1）商品房销售下滑风险：销售下行压力较大的高风险地区包括新疆、西藏、贵州、黑龙江等；（2）房价下跌的风险：贵州、山东、黑龙江三地的低线城市面临的房价下行压力最大；（3）地方政府土地出让不畅造成的财政压力：山东、青海和黑龙江等地处于高风险位置。
- **结论：房地产市场压力加大，政策可能边际对冲。**受棚改退潮影响，商品房销售增速将继续长尾回落，且仍将呈现一二线走强、三四线走弱的分化格局。在贸易摩擦的大背景下，房地产调控或将边际放松，部分三四线城市房地产调控政策有望边际调整，但在“房住不炒”的大背景下，政策难以出现全面放松，“因城施策”仍会是今年房地产调控政策的主基调。预计下半年房地产政策大面积放松的可能性并不高。综合房地产销售、房价和土地财政三个维度，山东、黑龙江、贵州的压力最大。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

## 目录

引言：一项民生工程的政策演变.....	3
一. 货币化安置的缘起：房地产去库存.....	4
二. 钱从何处来：创新金融机制.....	5
三. 经济解释：棚改货币化的得失.....	6
四. 棚改退潮，影响几何？.....	10
五. 区域风险评估：潮水褪去，谁在裸泳？.....	13
结语：房地产市场压力加大，政策可能边际对冲.....	16

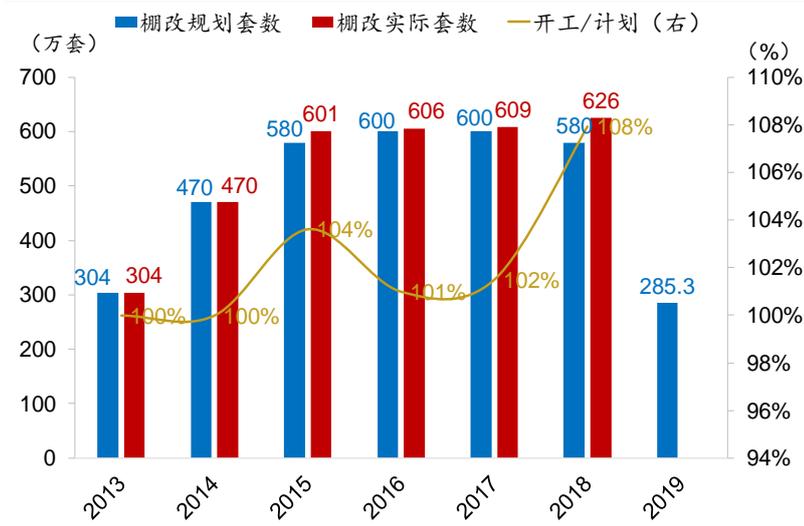
## 引言：一项民生工程的政策演变

棚改本质上是一项民生工程，目的在于改善居民生活和居住条件。2005年辽宁便已开展棚改试点，2008年国务院决定全面启动棚户区改造工程<sup>1</sup>。其时，棚改主要以实物化安置进行，通过新建安置房置换棚户区住房，即“以房换房”。因实物化安置不涉及市场交易，对房价影响较小，但安置房建设对房地产投资具有拉动作用。

2015年，国务院决定加快棚改项目建设，开始推进货币化安置。政府以现金交易方式将拆迁款直接支付给棚改区居民。货币化方式彻底激活了棚改居民的房地产和消费金融行为。据调研，棚改补偿款中的七成被用于购房，部分居民会选择按揭贷款加杠杆以进一步改善住房条件；另外三成则用于增加储蓄和提升消费。大规模的棚户区改造，加之货币化安置的杠杆效用，导致商品房销售上升，房地产库存快速消化，推动房价上涨和房地产投资，在拉动钢铁、水泥等上游部门的同时，也带动了家电、家具、装潢、汽车等“后地产链”的繁荣，从而对宏观经济产生广泛的影响。

今年4月，财政部公布2019年全国棚户区改造规划285万套，相较2018年规划套数（580万）“腰斩”54.2%（图1）。至此，国务院2015年出台的“棚改三年计划”到期<sup>2</sup>，此轮大规模的棚改政策开始“退潮”。

图1：潮起潮落：2019年棚改规划套数“腰斩”



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

潮起潮落，云长云消。是时候总结此轮棚改政策的得失，以及预判一下棚改“退潮”对宏观经济和区域发展的可能影响。

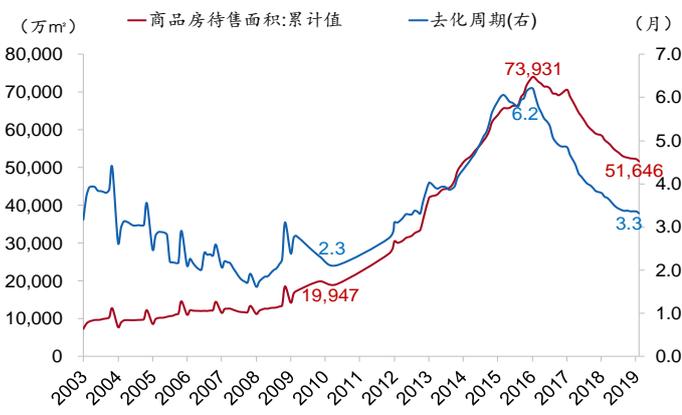
<sup>1</sup> 2008年11月9日，国务院会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。指出“一是加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。”

<sup>2</sup> 2015年6月30日，国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，要求2015-2017年完成改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1,800万套，加快棚改项目建设，并积极推进棚改货币化安置。

## 一. 货币化安置的缘起：房地产去库存

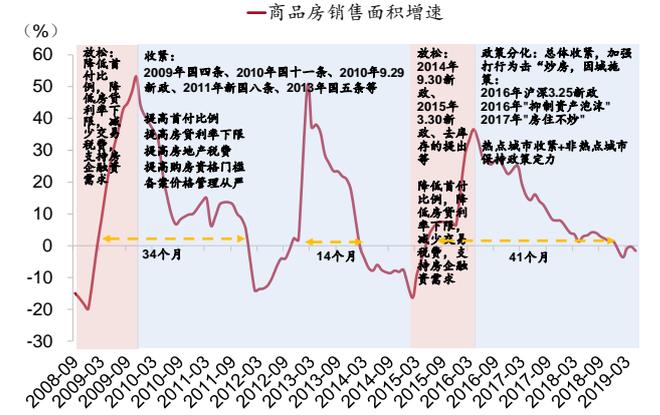
2009年底至2016年初，我国商品房待售面积由2亿平方米快速升高至7.4亿平方米，去化周期由2.3个月提升至6.2个月（图2）。导致房地产库存上涨的原因，从大叙事的视角而言，就是次贷危机引发的全球金融风暴之后，政府快速推出“四万亿”刺激措施，房地产价格出现一轮上涨周期；与此同时，我国地方政府的各类平台公司如雨后春笋，迅速成为城市土地开发和新区建设的主体。在保增长和土地财政的激励下，地方政府加快推出土地，大量企业涌入房地产开发领域，特别是在准入门槛较低的低线城市。2010年政府开始收紧房地产调控政策，拖累了前期拿地开工竣工的商品房销售行情，致使库存不断积累（图3）。

图2：2009年12月至2016年2月商品房库存快速上升



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

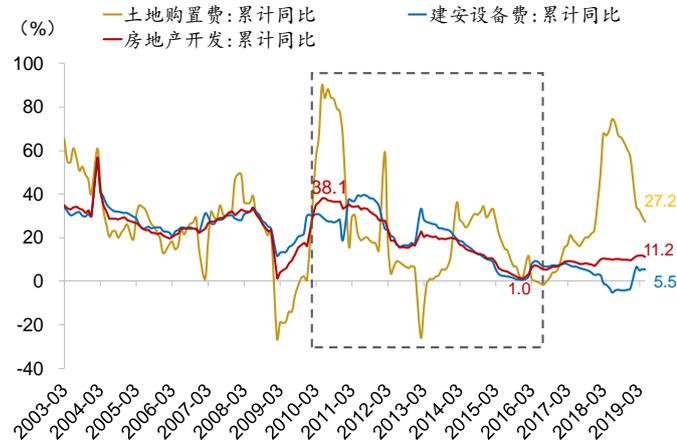
图3：2012至2014年小周期中景气区间历时较短



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

不断升高的房地产库存，拖累了我国的经济增长。首先受到影响的是房地产投资。高库存制约了开发商的投资意愿，房地产投资增速从2010年开始显著下行，并于2015年末滑落至1.0%的历史低位（图4）。投资需求不足导致生产放缓，工业增加值增速大幅回落，对经济增长形成显著拖累。2015年4月，规模以上工业增加值同比增长6.2%，较2014年大跌2.1个百分点，增速明显下了一个台阶，此后持续运行在6%的中枢附近（图5）。

图4：2010年后房地产投资增速开始显著下行



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

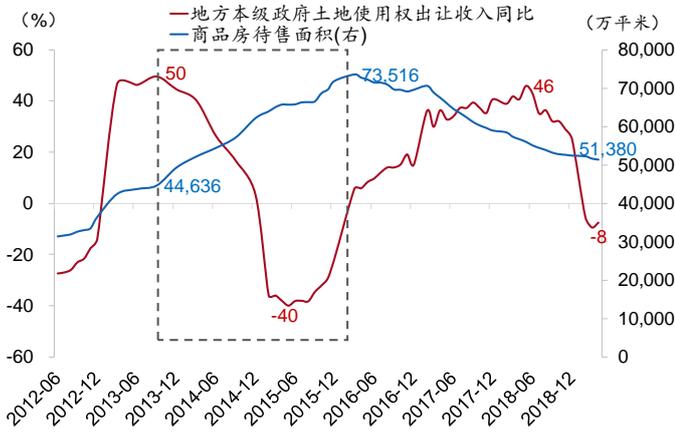
图5：2015年初工业增加值增速下台阶



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

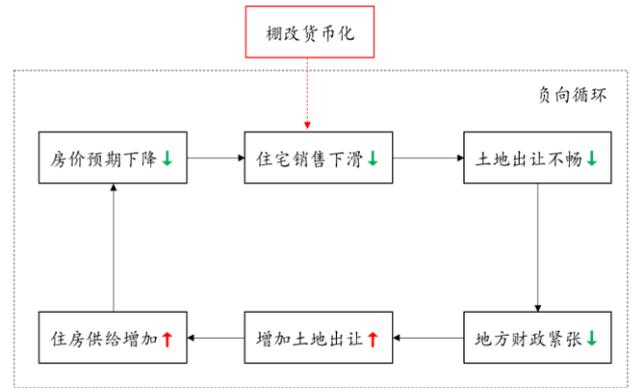
其次，高库存压制了房企拿地意愿，使得土地出让不畅，加剧了地方政府财政收支的压力。2015年6月全国土地成交面积同比减少34%，国有土地出让收入同比下降38%，地方政府土地出让陷入量价齐跌的窘境（图6）。财政压力下，地方政府有加大土地供应的动机，但这又进一步强化了房价下行预期，拖累商品房销售，继续积累库存，形成恶性循环。传统的房地产调控政策似乎无力纾解这一困局。

图6：高库存下地方政府土地出让不畅



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图7：货币化安置激活商品房销售



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

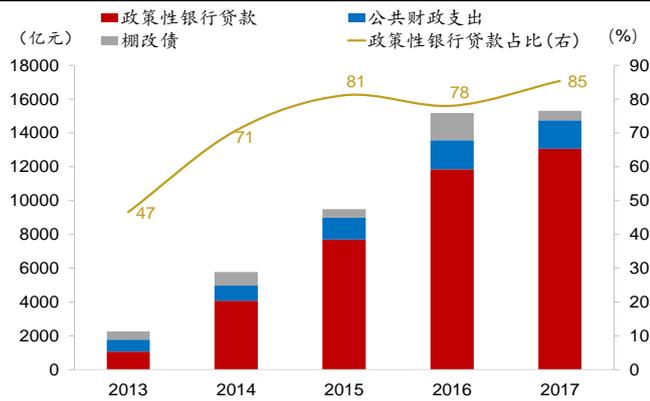
在此背景下，棚改货币化安置政策应运而生：通过货币化安置激活商品房销售环节，进而带动库存去化和土地出让，提振房地产销售和 investment，托底经济增长，缓解地方政府财政收入压力（图7），效果几乎立竿见影。由此，棚改货币化安置政策创新了我国房地产调控机制，从而具备宏观逆周期调节功能。

## 二. 钱从何处来：创新金融机制

棚改的资金来源主要包含政策性银行贷款、财政支出资金和债券融资等。自货币化安置全面推行以来，政策性银行贷款资金占比从2013年的47%左右跳升至2017年的85%，在棚改资金来源中占据绝对主导地位（图8）。其中，央行创设的抵押补充贷款（PSL, Pledged Supplementary Lending）是棚改货币化推行最重要的金融工具：央行通过国开行向地方政府发放专项贷款，而地方政府通过回收土地获得卖地收入偿还贷款（图9）。

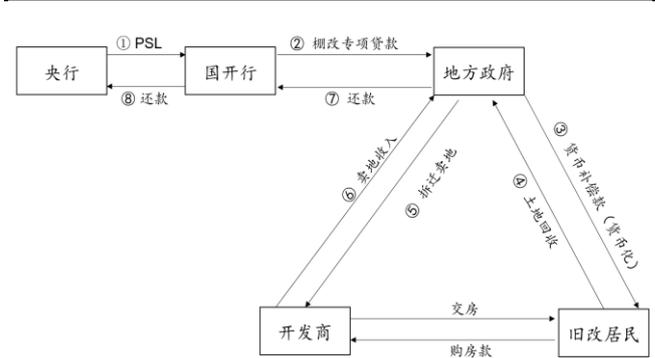
央行于2014年创设PSL，目的在于通过政策性银行为棚改项目提供长期稳定、低成本的资金来源。2014年6月，国开行专门成立住宅金融事业部办理棚改相关贷款并采取单独核算，加大了对棚改的支持力度。2015-2016年PSL在政策性银行贷款金额中占比分别高达91%、82%。截至2018年底，PSL存量规模高达3.5万亿元（图10）。

图 8：政策性银行贷款是棚改资金的最大来源



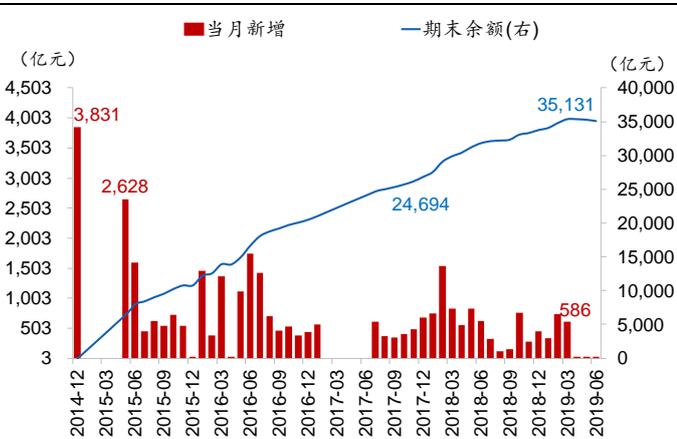
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 9：PSL 运作机理



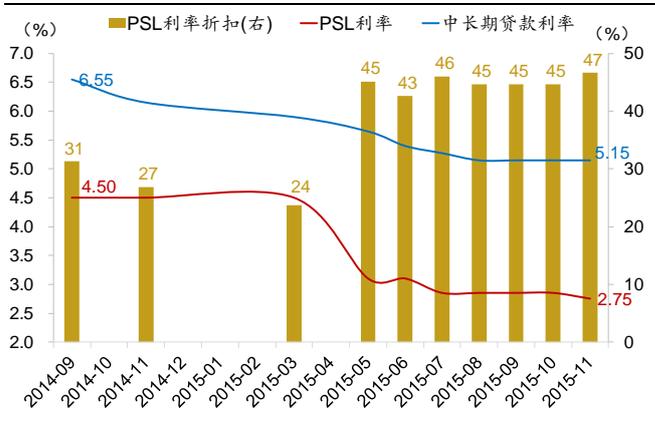
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 10：目前 PSL 余额约为 3.5 万亿元



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 11：PSL 利率大幅低于中长期贷款利率



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

本质上，PSL 具备两个特征。一是向地方政府提供了一项长期低成本的贷款。2014 年以来 PSL 利率较长期贷款利率平均下浮 40% 左右，部分 PSL 期限长达 25 年之久（图 11）。二是向特定区域进行了定向货币投放，具备结构性特征。不同于总量调控工具，PSL 可向特定区域投放，例如房地产库存较高的三四线城市，配合棚改货币化推动结构化去库存。

### 三. 经济解释：棚改货币化的得失

首先，棚改货币化安置显著拉动了商品房销售。2015 年之后，货币化安置比例快速提升，由 2014 年的 9% 升至 2017 年的 60%（图 12），棚改货币化安置对商品房住宅销售的贡献率不断上升，由 2014 年的 3% 升至 2017 年的 21%；2018 年棚改货币化安置力度略有下滑，货币化比例约 50%，对住宅销售面积的贡献率降至 18%（表 1）。

表 1: 棚改货币化安置对商品房销售贡献 (万㎡)

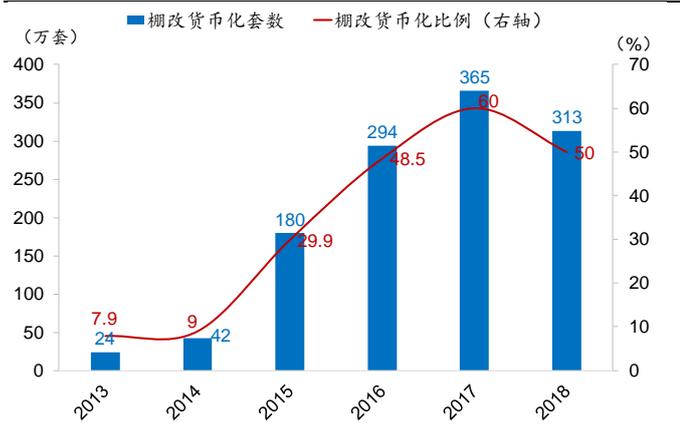
年份	商品房销售面积	商品房销售面积:住宅	棚改货币化安置比例	货币化安置销售面积	货币化安置对住宅销售贡献率
2013	130,551	115,723	7.9%	2,041	1.8%
2014	120,649	105,182	9.0%	3,596	3.4%
2015	128,495	112,406	29.9%	15,274	13.6%
2016	157,349	137,540	48.5%	24,982	18.2%
2017	169,408	144,789	60.0%	31,059	21.5%
2018	171,654	147,929	50.0%*	26,605	18.0%

注: 标注\*数字为估算值

资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

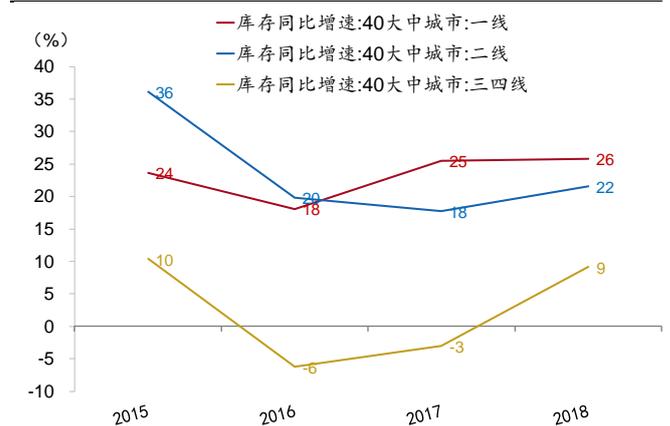
其次, 得益于货币化棚改带来的销售景气, 商品房去库存取得了显著效果。2019年3月, 全国商品房库存5.2亿平, 较2016年初高点下降30%。相应地, 商品房去化周期由6.2个月下降至3.3个月。其中, 三四线城市去库存效果尤其显著, 2015-2018年库存同比增速显著低于一二线城市(其中2016-2017年同比增速为负, 图13), 由于三四线城市商品房销售面积占全国60%以上, 这有力地带动了全国商品房库存去化。

图 12: 棚改货币化安置比例快速上升



资料来源: 住建部、招商银行研究院、招银国际研究

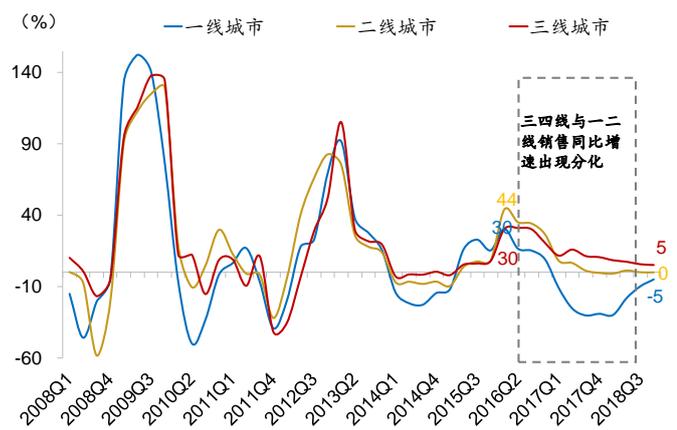
图 13: 三四线城市商品房库存去化效果最好



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

同时, 棚改货币化安置政策延长了始于2015年的本轮房地产周期销售的景气时长, 并造成了不同城市之间的分化。2017年四季度后一二线城市销售开始负增长, 但受棚改货币化安置支撑, 三四线城市销售持续位于景气区间(图14)。这使得本轮房地产小周期销售面积同比增速连续41个月正增长, 长度显著超出前两轮房地产周期(平均24个月)。

图 14: 长尾: 本轮房地产周期下行期更长



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 棚改支撑下房价增速长尾回落

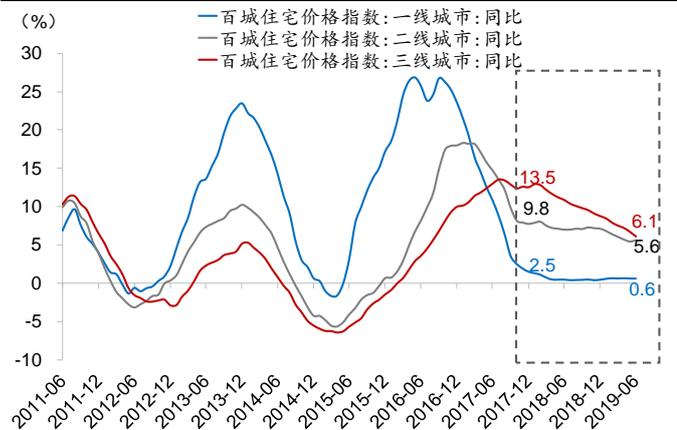


资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

再者，房地产销售上行、库存下降推动了房价上涨。2015年8月至今，百城住宅价格指数同比增速连续44个月为正，景气区间时长显著超出前几轮房地产小周期（图15）。2017年中以来，房价走势出现分化，受货币化棚改支持更多的三四线城市房价同比增速显著超过一二线城市（图16）。

最后，房价上涨预期又拉动了房地产投资，支持了宏观经济在2016-2017年企稳回升（图17）。

图 16: 三线城市房价涨幅高于一二线城市



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 房地产投资增速反弹支撑经济企稳

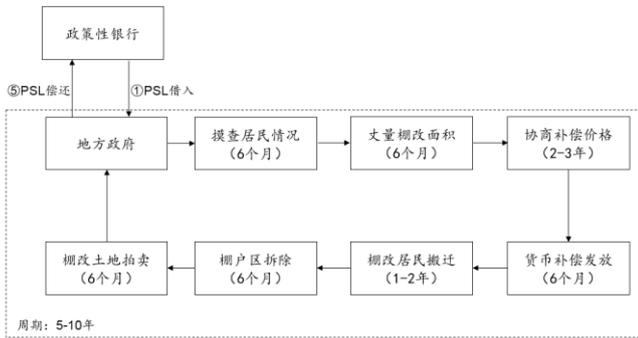


资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

然而，我们应该看到，货币化棚改提高安居保障、助力去库存和推动经济企稳的同时，也对地方政府债务和居民杠杆产生了负面影响。

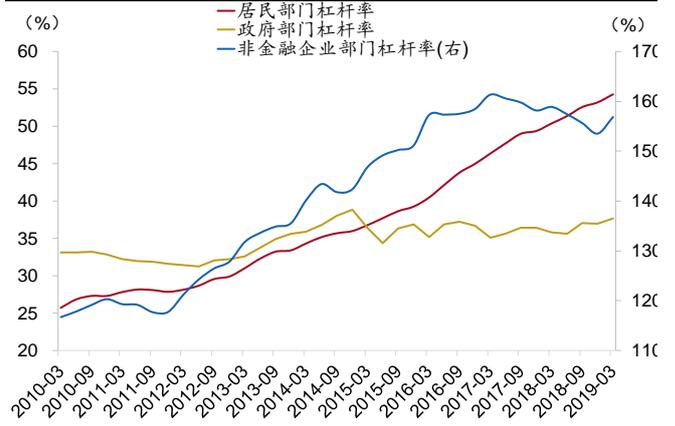
首先，PSL推升了地方政府显性债务。PSL从发放到偿还期间，棚改需经历摸查棚改居民基本情况、丈量棚户区分区面积、协商货币补偿价格、货币补偿发放、棚改居民搬迁、棚户区拆除、棚改土地拍卖等流程，全程历时5-10年（图18）。棚改项目的土地拍卖收入是地方政府偿还PSL的重要资金来源，若此期间地价下跌，将极大增加地方政府的还款压力。相较实物化安置，货币化安置的时间更长、成本更高，因此债务偿还压力更大。当前3.5万亿PSL余额在地方政府显性债务中占比约18%。

图 18: PSL 在地方政府停留时间长达 5-10 年



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 19: 2015 年后居民部门杠杆增长最快

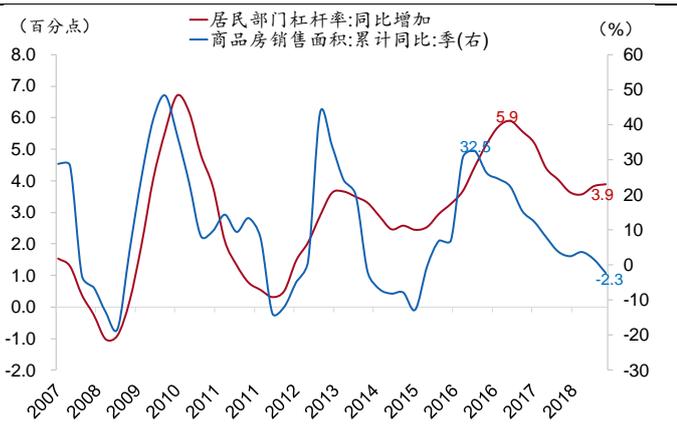


资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

其次，棚改货币化增加了地方政府隐性债务。货币化安置过程中政府多采用购买服务，以社会平台承接动员、征地、拆迁等工作。但承接平台开展安置工作中常有不规范举债行为，若政府为承接平台举债背书，则构成了地方政府的隐性债务。财政部官网曾发文指出，棚户区改造是地方政府隐性债务的一大来源<sup>3</sup>。

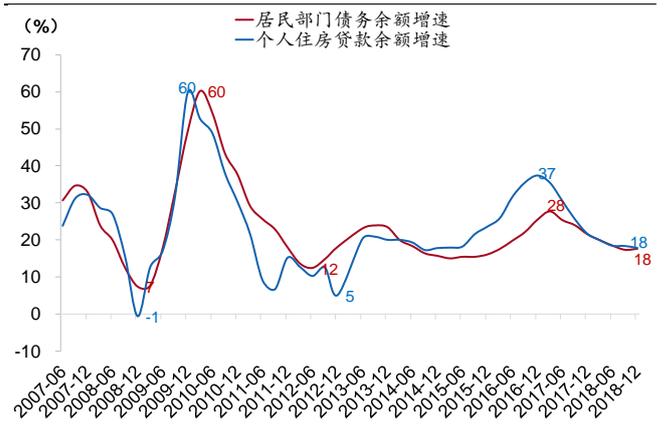
与此同时，货币化安置也推升了居民部门杠杆率。棚改货币补偿通常存在溢价，大部分棚改居民用部分补偿款作为首付，在此基础上加杠杆购房，使得房价上涨、其他购房者负担加重，从而推升了居民部门总体的杠杆率。我国居民部门杠杆率由 2014 年底的 35.6% 快速攀升至 2018 年的 53.2%，上升斜率远高于政府部门和企业的杠杆率，很大程度上受到棚改影响（图 19）。一个证据是，居民部门债务余额的增长与商品房销售面积和个人住房贷款余额均高度相关（图 20、21），且个人住房贷款（含公积金贷款）余额在居民部门债务余额中的占比超过 65%。

图 20: 居民部门杠杆率与房地产周期高度相关



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 21: 居民债务余额增速与房贷余额增速高度相关



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

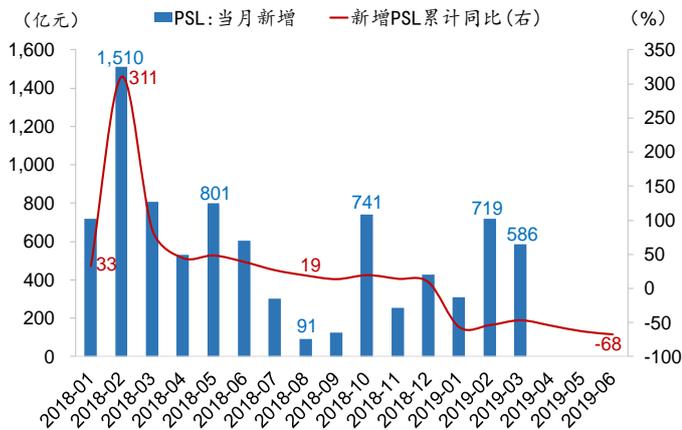
<sup>3</sup> 《宁波专员办：当前棚户区改造工作面临的问题及对策建议》，财政部官网。据审计署披露，2015 年 12 月至 2016 年 9 月包头融资平台公司借款 81 亿元用于市政道路建设、棚户区改造项目等，包头市政府出具承诺函承诺上述借款本息或基金由财政资金偿还、回购。截至 2017 年底，隐性债务余额 52.36 亿元，约占包头市 2016-2017 年棚改投资额的 24%。

## 四. 棚改退潮，影响几何？

### 1. 2019年全国棚改规划套数“腰斩”

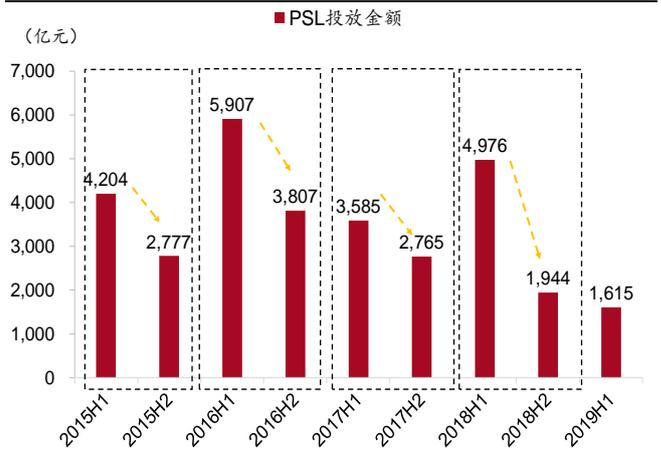
因其对地方政府债务和居民部门杠杆率的负面影响，棚改政策在2018年下半年开始退潮。国务院和住建部多次表示，各地将因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，房价上涨压力较大、库存不足的地区将会缩减货币化安置比例。国开行也相应于2018年下半年收紧了PSL的审批。除4月财政部公布全国棚改规划套数减半之外，2019年1-6月新增PSL累计同比减少68%，指向棚改货币化安置的资金来源亦被“腰斩”（图22）。考虑到PSL投放的前置特征（图23），下半年棚改的资金来源不容乐观。

图22：2019年PSL投放力度进一步减小



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图23：PSL投放具备前置特征



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

### 2. 对商品房销售的影响估算

有鉴于此前棚改政策对房地产销售的巨大拉动作用，我们有必要对棚改退潮的影响进行估算。假设2019年货币化安置比例两种场景：一是与2018年持平在50%，二是进一步下滑降30%；并假设棚改实际开工的三种情形：悲观情形下，棚改实际开工率为100%，全年开工285万套；中性情形下，实际开工率为108%（与2018年完成率相同），全年开工308万套；乐观情形下，实际开工率为153%（根据2018-2020年棚改规划及此前完成情况估算），全年开工437万套。

测算结果表明，棚改退潮将对商品房销售面积形成显著拖累。货币化安置比例为50%时，悲观、中性、乐观情形下，棚改货币化退潮对商品房销售面积的拖累分别为10.0、9.3、5.5个百分点；货币化安置比例为30%时，悲观、中性、乐观情形下对销售面积的拖累分别为13.3、12.9、10.7个百分点（表2）。

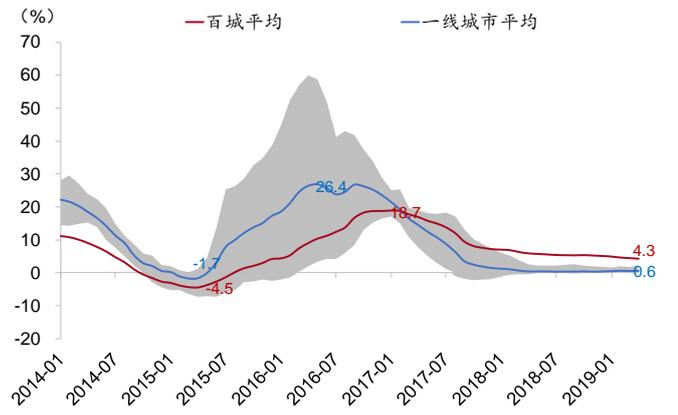
表2：不同情形下棚改对商品房销售面积的影响测算

不同情景	棚改实际开工套数 (万套)	货币化安置销售面积 (万㎡)		货币化安置销售面积同比变化 (万㎡)		对房地产销售面积同比的影响 (百分点)	
		50%	30%	50%	30%	50%	30%
货币化安置比例		50%	30%	50%	30%	50%	30%
悲观	285.3	12,125	7,275	-14,480	-19,330	-10.0	-13.3
中性	307.9	13,086	7,851	-13,519	-18,754	-9.3	-12.9
乐观	437.0	18,573	11,144	-8,033	-15,462	-5.5	-10.7

资料来源：住建部、招商银行研究院、招银国际研究

**销售疲弱将产生两方面的负面影响。首先是房价。**2019年6月，百城住宅价格同比增速由去年底的4.9%下滑至3.9%。预期房价上涨的比例也从去年底的27.4%下滑至3月的25.8%。棚改退潮对棚改项目集中的低线城市的房价造成的压力更大。简单从房价变动上看，2016年以来，一线城市房价（百城房价同比增速）同比增速平均弱于全国平均水平（图24），二线城市平均略高于全国平均水平（图25），三四线城市平均强于全国平均水平（图26），一线、二线、三四线城市房价的下行压力或将逐级加大。

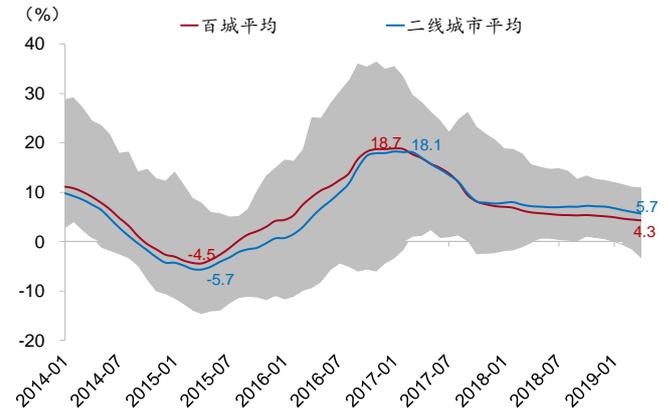
**图 24：2017 年中后一线城市房价增速弱于全国平均**



注：阴影上限表示当期该类城市中增速最高值，阴影下限表示当期该类城市中增速最低值

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

**图 25：二线房价同比增速略高于全国平均水平**

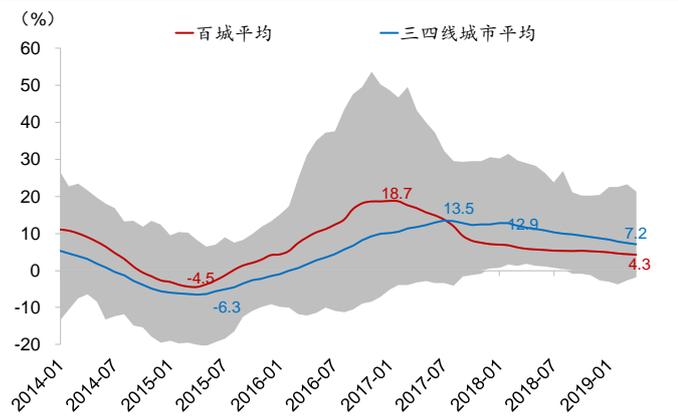


注：阴影上限表示当期该类城市中增速最高值，阴影下限表示当期该类城市中增速最低值，下同

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

**其次，房地产销售下滑将造成房企资金链的紧张，进而传导至地方财政。**当前房企的资金周转高度依赖销售回款（占比达90%，图27），商品房销售疲弱将拖累房企拿地和施工，拿地意愿疲弱对地方政府土地出让造成不利影响，毕竟2018年土地出让收入占地方政府一般公共预算收入比重高达66%（图28）。2019年1-5月，商品房销售面积同比下降1.6%，土地成交价款同比下降35.6%，这将进一步加剧减税降费下地方财政收支平衡的压力（图29）。

**图 26：三四线房价增速强于全国平均水平**



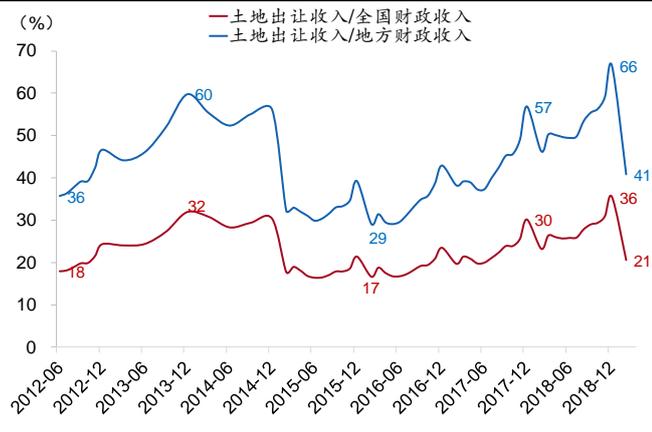
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

**图 27：销售回款在房企资金来源中占绝对比重**



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 28: 土地出让收入在地方财政收入中占比高



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 土地成交价款同比增速快速下滑



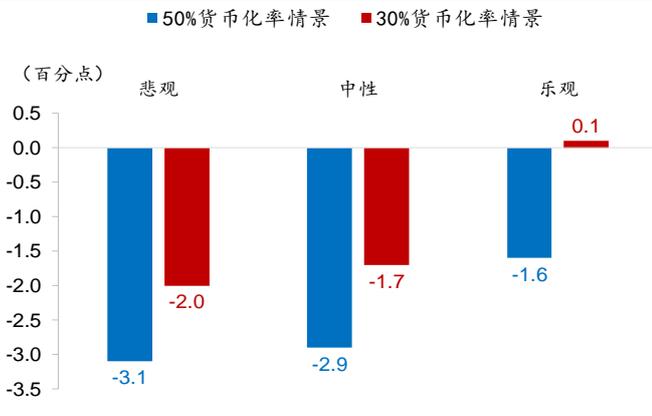
资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

### 3. 对房地产投资增速影响估算

棚改退潮对房地产投资的拖累体现在两方面:

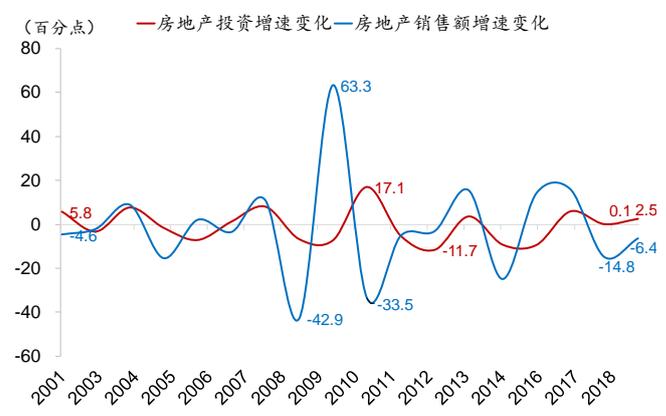
一方面, 实物化安置缩减将对房地产投资形成直接拖累。根据住建部公布的数据推算, 2017 年棚改实物化套均成本约为 24 万元<sup>4</sup>, 假设 2019 年实物化安置套均成本仍然维持在这一水平, 货币化安置比例为 50% 时, 房地产投资增速分别受到 3.1、2.9、1.6 个百分点的直接拖累; 货币化安置比例为 30% 时, 悲观、中性、乐观三种情形下, 房地产投资增速分别受到 2.0、1.7 个百分点的拖累和 0.1 个百分点的拉动 (图 30)。

图 30: 不同情形下房地产投资受到的直接影响



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 31: 房地产销售变化与投资变化正相关



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

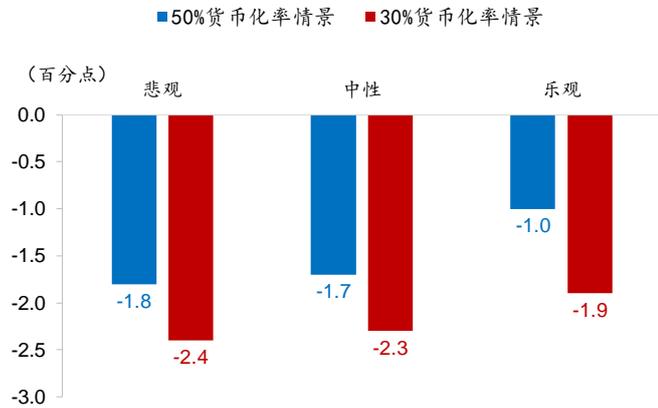
另一方面, 货币化安置缩减将通过商品房销售对房地产投资形成间接拖累 (图 31)。2001-2018 年房地产投资增速变化对销售增速变化的弹性约为 0.18。据此简单匡算, 悲观、中性、乐观三种情形下, 货币化安置比例为 50% 时, 房地产投资将分别受到 1.8、1.7、1.0 个百分点的间接拖累; 货币化比例为 30% 时, 房地产投资将分别受到 2.4、2.3、1.9 个百分点的间接拖累 (图 32)。值得一提的是, 这一静态测算并未考虑

<sup>4</sup> 根据住建部公布的棚改投资金额, 由棚改投资金额=实物化安置套均成本 (市场估算实物化安置套均成本约为货币化安置套均成本的 70%) \* 实物化安置套数+货币化安置套均成本\*货币化安置套数, 计算得到货币化安置套均成本和实物化安置套均成本。

到价格与预期改变下房企与消费者行为的动态变化，极有可能低估了棚改货币化退潮对房地产投资的拖累幅度。

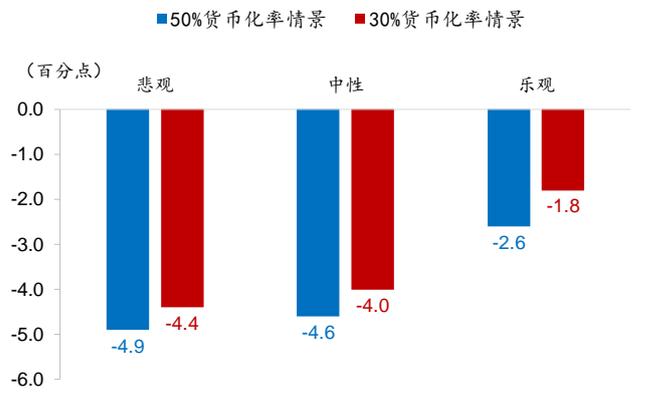
综合直接和间接影响，悲观、中性、乐观三种情形下，货币化安置比例为 50% 时，2019 年棚改退潮对房地产投资增速的拖累幅度分别为 4.9、4.6、2.6 个百分点；货币化安置比例为 30% 时，拖累幅度分别为 4.4、4.0、1.8 个百分点（图 33、表 3）。

图 32：不同情形下房地产投资受到的间接影响



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 33：不同情形下房地产投资受到的综合影响



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

表 3：不同棚改实际开工套数情况下对房地产投资增速的影响

不同情景	实物化安置投资金额 (万亿)		实物化安置对投资的影响 (百分点)		销售下滑对投资的拖累 (百分点)		对房地产投资金额同比的影响 (百分点)	
	50%	30%	50%	30%	50%	30%	50%	30%
货币化安置比例	50%	30%	50%	30%	50%	30%	50%	30%
悲观	0.34	0.48	-3.1	-2.0	-1.8	-2.4	-4.9	-4.4
中性	0.37	0.51	-2.9	-1.7	-1.7	-2.3	-4.6	-4.0
乐观	0.52	0.73	-1.6	+0.1	-1.0	-1.9	-2.6	-1.8

资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

## 五. 区域风险评估：潮水褪去，谁在裸泳？

由于棚改政策本身有着较强的区域化特征，有必要对棚改退潮在不同地区造成的风险加以评估。本文简单评估了三方面风险：一是商品房销售下滑风险；二是房价下跌的风险；三是地方政府土地出让不畅造成的财政压力。

### 1. 房地产销售下行风险

棚改退潮对商品房销售的影响幅度可以拆分为两个维度。一是棚改规划套数的缩减幅度，二是房地产销售对棚改货币化的依赖程度（简称“棚改货币化依赖度”）。其逻辑在于，若某地棚改规划套数的缩减幅度与棚改货币化依赖度均较高，则该地区受棚改退潮的负面影响也较大。

从棚改规划套数的缩减幅度看，数据显示，除广西、福建、天津外，其余地区 2019 年棚改计划较 2018 年开工量均有不同程度下滑（图 34）。其中，山东、河南、新疆、贵州棚改规划缩减的幅度和规模均较大。从棚改货币化依赖度看，西部地区 and 东北地区房地产销售对棚改货币化安置的依赖度较高（图 35）。2016-2018 年，青海、甘

肃、内蒙古、贵州、黑龙江、山西、陕西、吉林货币化带动的销售面积占商品房销售面积比重超过30%。

图 34: 各地棚改规划缩减幅度

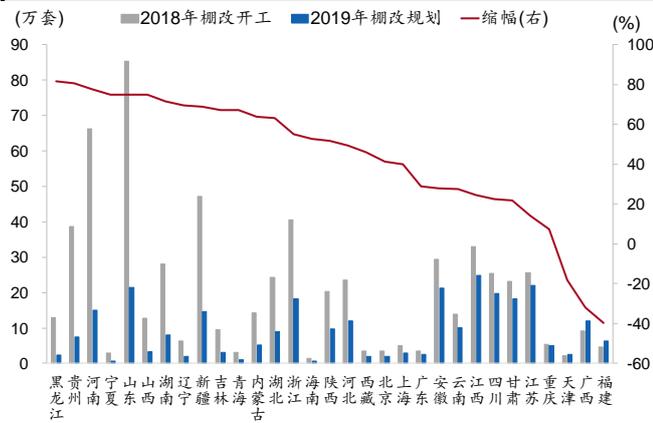
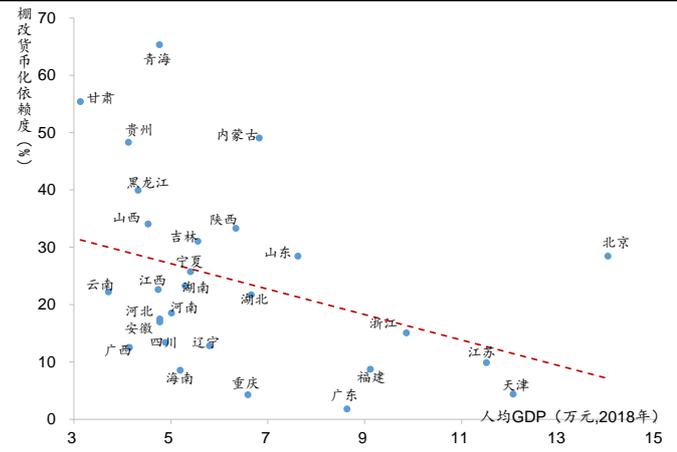
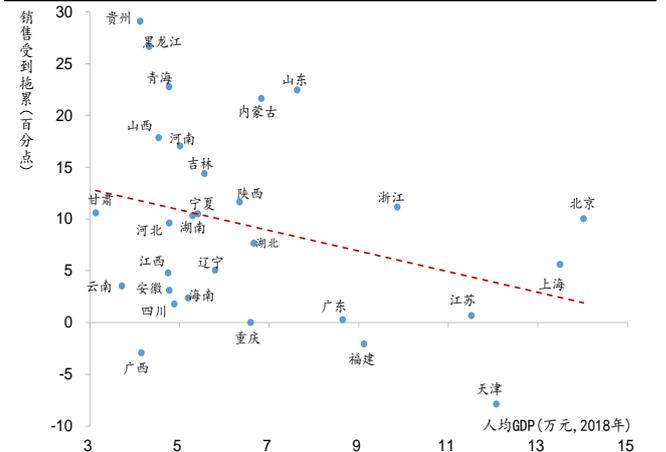


图 37: 棚改货币化依赖度与人均 GDP 负相关



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 38: 商品房销售受到拖累与人均 GDP 负相关

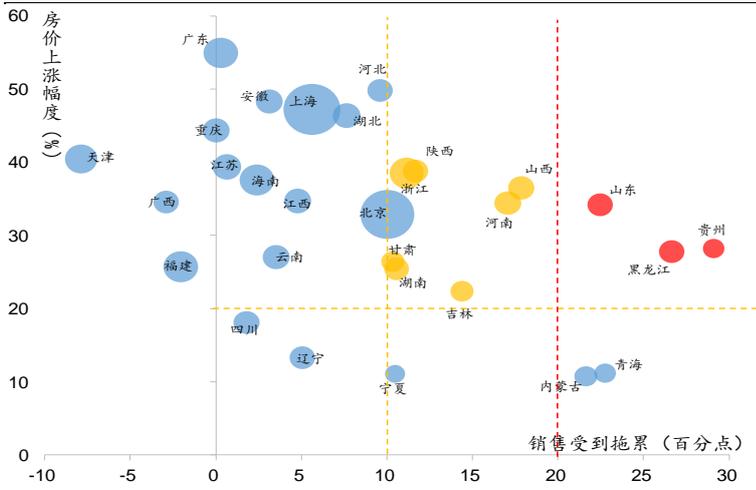


资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 房价下行风险

我们分析的逻辑如下，假设某地区房价下行风险与该地区房价的历史涨幅正相关，并以 2015 年棚改货币化加速推行以来的房价涨幅作为房价泡沫的代理变量。进一步假设棚改是各地区房价历史涨幅的重要驱动因素，那么房价历史涨幅大、且棚改退潮对销售拖累大的区域面临的房价下行风险相对较高。

图 39: 各地区房价受棚改货币化退潮影响程度



注: 红色表示高风险, 黄色表示中等风险, 蓝色表示低风险。气泡面积越大表明该地区房价绝对水平越高。新疆、西藏的商品房销售受棚改拖累超过 70pct 但房价涨幅小于 10%, 未在图中列示。

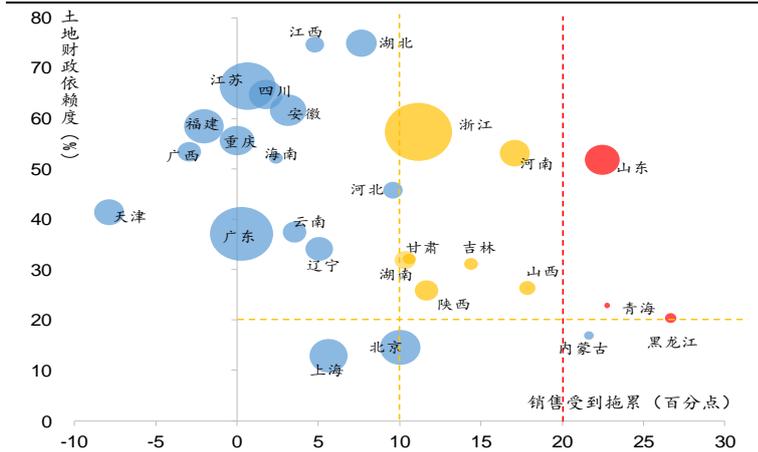
资料来源: Wind、招商银行研究院

以历史房价涨幅超过 20%和棚改退潮拖累销售增长超过 20 个百分点作为高风险区间, 数据显示, 贵州、山东、黑龙江三地的低线城市面临的房价下行压力最大; 若以历史房价涨幅超过 20%和棚改退潮拖累销售增长超过 10 个百分点作为中风险区间, 那么山西、河南、陕西、浙江、吉林、湖南、甘肃等地低线城市房价面临的风险亦不容忽视(图 39)。

### 3. 地方政府财政压力

如前所述，房地产销售下滑和房价下行将通过制约开发商的拿地意愿，进而对地方政府土地出让收入形成压力。逻辑上，各地财政受棚改退潮影响的程度，与其对土地财政依赖度和商品房销售受棚改退潮拖累的幅度正相关，因此可以结合这两个维度来观察政府财政收支受到冲击的程度。数据显示，山东、青海和黑龙江等地处于高风险位置，而河南、山西、吉林、甘肃、湖南、浙江和陕西的财政压力也比较大（图40）。

图 40：各地土地财政依受到冲击情况



注：红色表示高风险，黄色表示中等风险，蓝色表示低风险。气泡面积越大表明该地区房价绝对水平越高。新疆的商品房销售受拖累超过70pct，土地财政依赖度19%，未在图中列示。贵州、西藏、宁夏未公布国有土地使用权出让收入数据。

资料来源：Wind、招商银行研究院

## 结语：房地产市场压力加大，政策可能边际对冲

综上所述，棚改退潮将会对房地产的价格、销售和投资造成显著拖累，进而对地方财政收入和宏观经济增长形成压力。受棚改退潮影响，商品房销售增速将继续长尾回落，且仍将呈现一二线走强、三四线走弱的分化格局。

在贸易摩擦的大背景下，房地产调控或将边际放松。一方面，房地产销售下滑已经拖累土地成交下滑，对政府性基金收入形成了较大压力。尤其是今年实施更大规模的减税降费，财政压力本就较大。另一方面，房地产市场平稳健康发展也有助于达成稳就业、稳增长的政府工作目标。因此，部分三四线城市房地产调控政策有望边际调整，但在“房住不炒”的大背景下，政策难以出现全面放松，“因城施策”仍会是今年房地产调控政策的主基调。

据历史经验外推，房地产政策“因城施策”的边际松动也可能在下半年出现。最近三轮房地产小周期中，商品房销售面积负增长2-3个季度后政策开始有所调整，而此轮房地产周期中商品房销售面积已于2019年2月开始负增长。考虑到本轮商品房销售面积负增长幅度不大，以及2020年“稳增长”的必要性，下半年房地产政策大面积放松的可能性并不高。

从棚改退潮的区域风险上看，部分地区的房地产销售和地方财政可能受到较大冲击，西部地区 and 东北地区的三四线房地产压力比较大，政策可能首先面临调整。综合房地产销售、房价和土地财政三个维度，山东、黑龙江、贵州的压力最大。

## 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。

### 招银国际证券投资评级

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

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 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。

本公司或其附属关联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 年证券交易法规则 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。