



等风景看透，看细水长流

房地产投资宏观专题

我们提出了房地产行业分析的“五星分析法”；根据分析法详细分析了住宅地产、商业地产、工业地产，以及一线、二线、三线住宅地产行业；最后对2018年房地产投资增速进行预测。

- 1. 预测2018年底房地产投资增速回落至8.5%。
- 2. 2013年是房地产行业的市场化周期，当前是房地产行业的政策周期。
- 3. 住宅地产行业的周期在三四线城市延续，商业地产周期持续回落，工业地产土地需求缓慢升温。
- 4. 房地产资金来源高度依赖销售回款。
- 5. 三四线城市房价持续走高可能成为存款搬家、挤出消费的导火索，不排除下半年可能出台政策抑制房价过快上涨。
- 等风景看透，看细水长流。我们认为“房住不炒”是未来较长时期内对房地产行业的定位，考虑到2016年的房地产周期启动一定程度上是受到政策提振的结果，如果下半年房地产政策出现调整，可能会导致本轮房地产周期的加速结束。我们认为若房地产去库存和棚改货币化安置等政策出现调整，短期可能同时出台针对房地产市场秩序的严监管政策、以及后续可能出台房地产行业的长效机制政策。届时房地产行业将重归市场周期波动规律。
- 风险提示：资金对房地产投资的制约超预期；销售增速超预期下行；房价超预期下行。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：中国经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

房地产行业的五星分析法	4
五星分析法概述	4
房地产行业指数的周期性波动	7
房地产行业两次周期的比较.....	9
两次周期的撬动力不同	9
住宅房地产：从市场主导到政策主导.....	10
商业房地产：周期的回落.....	12
工业地产：出现起色	13
房地产行业投资增速预测	14
房地产投资增速上行的影响力	14
房地产投资增速下行的影响力	14
预测房地产投资增速.....	15
结论：一切有尽头.....	16

图表目录

图表 1. 当前房地产政策综合情况.....	4
图表 2. 当前土地指数综合情况.....	5
图表 3. 土地指数历史走势.....	5
图表 4. 当前开发指数综合情况.....	6
图表 5. 开发指数历史走势.....	6
图表 6. 当前销售指数综合情况.....	6
图表 7. 销售指数历史走势.....	6
图表 8. 当前资金指数综合情况.....	7
图表 9. 资金指数历史走势.....	7
图表 10. 房地产指数与房地产行业投资、销售、房价波动的对比 ..	8
图表 11. 当前房地产指数综合情况.....	8
图表 12. 房地产行业指数的历史走势.....	8
图表 13. 四项综合指数的历史走势.....	9
图表 14. 住宅行业综合指数历史走势.....	10
图表 15. 住宅行业中土地、开发、销售综合指数历史走势.....	10
图表 16. 一线城市住宅指数的历史走势.....	11
图表 17. 一线住宅中土地、开发、销售综合指数历史走势.....	11
图表 18. 二线城市住宅指数的历史走势.....	11
图表 19. 二线住宅中土地、开发、销售综合指数历史走势.....	11
图表 20. 三线城市住宅指数的历史走势.....	12
图表 21. 三线住宅中土地、开发、销售综合指数历史走势.....	12
图表 22. 商业办公楼开发综合指数历史走势.....	13
图表 23. 商业营业房地产开发综合指数历史走势.....	13
图表 24. 工业行业土地综合指数历史走势.....	13
图表 25. 工业土地购地面积同比出现上行趋势.....	13
图表 26. 待开发土地面积累计同比快速增长.....	14
图表 27. 新开工面积同比明显上升.....	14
图表 28. 房地产开发资金来源同比增速趋势性回落.....	15
图表 29. 期房与现房销售增速分化.....	15
图表 30. 预测 2018 年房地产开发投资累计同比增速.....	15

房地产行业的五星分析法

这部分主要讲了三个内容：我们针对房地产行业构建了五星分析法和房地产行业综合指数；详细解释房地产行业指数的构成；从房地产行业指数的历史波动，分析周期性规律和当前所处阶段。

从房地产行业整体的情况来看，当前行业明显处于下行周期当中，参考历史规律，预计房地产行业仍将下行一段时间才能重新进入上行周期；从细分指标来看，当前最强势的是土地指数，供地面积、购地面积、以及土地成交溢价率都一定程度上反映出土地市场需求较强劲。

五星分析法概述

构建房地产行业综合指数。我们将房地产产业链分为五个可以通过数据跟踪的重要环节，分别是政策、土地、开发、销售和资金，并且在每个环节选择五组关键数据，对数据进行同口径同比计算处理汇总后，可以得出每个环节的指数，再根据不同分析口径加总得到综合指数。综合指数的变化可以反映出房地产产业链整体和各个环节的状态，并且可以反映出可比口径下，历史趋势的变化和当前所处阶段。考虑到政策的统计方式带有主观判断，因此暂未归入总指数的统计范围，目前仅作为房地产行业周期分析的参考。

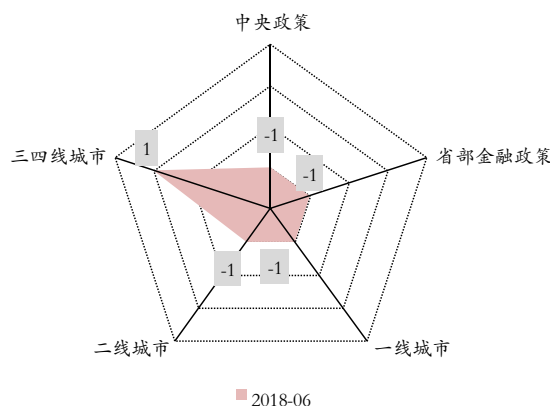
房地产行业综合指数应用的扩展性。我们希望这个分析框架可以用于房地产产业链各个环节的分析，不仅包括房地产市场整体。从公开可得的数据来看，我们可以将这一分析框架延展到住宅地产市场、商业地产市场、工业地产市场、以及一二三线城市住宅地产市场等方面。

政策

政策环节采取定性分析。政策对房地产产业链的影响较大，从政策内容来看，可以归为五个大类，分别是：中央政策、省部金融政策、一线城市房地产政策、二线城市房地产政策、以及三四线城市房地产政策。由于房地产政策的影响较大且影响范围广泛，但难以定量，因此我们选择定性的方式对政策进行分析。评分方法分为三等：边际收紧、边际不变、边际放松。

分化的房地产政策。从当前的房地产行业政策来看，整体的基调还是包括三个：“房住不炒”、房地产去库存、以及建立房地产长效机制。其中中央、省、部和金融的整体政策还是以边际收紧为主，主要体现在抑制投机需求、强调房地产的自住属性；一线城市由于房价较高、新增住宅用地较少等缘故，房地产政策导向更倾向于改善结构、丰富房地产多层次供给、建立长效机制等方面；二线城市由于房价出现明显上涨，在本轮周期中经历了先放松再收紧的过程；三四线城市是本轮房地产去库存的主要地区，政策方面相较一二线城市明显更倾向于边际放松。

图表 1. 当前房地产政策综合情况



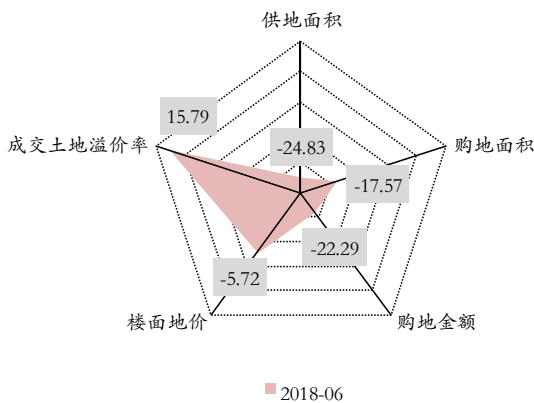
资料来源：中银证券

土地

关注土地市场供求和热度。土地指数的五个数据分别是：百城供应土地面积、购地面积、购地金额、百城成交土地楼面地价、和百城成交土地溢价率。其中供地面积反映土地供给的变化，购地面积和购地金额反映土地需求的变化，三个数据重在衡量土地市场供求的变化；楼面地价和成交土地溢价率反映市场需求的温度，当房地产市场热度上升时，楼面地价和成交土地溢价率都倾向于上升。

土地市场整体维持在较高水平。从土地指数的历史走势来看，自2016年以来一直维持在较高水平上震荡，从结构上看，购地金额和成交土地溢价率的影响最大，2017年之后，供地面积和购地面积也明显上升。目前除了楼面地价出现趋势性回落，其他四组指标都在较高水平。

图表 2. 当前土地指数综合情况



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 3. 土地指数历史走势



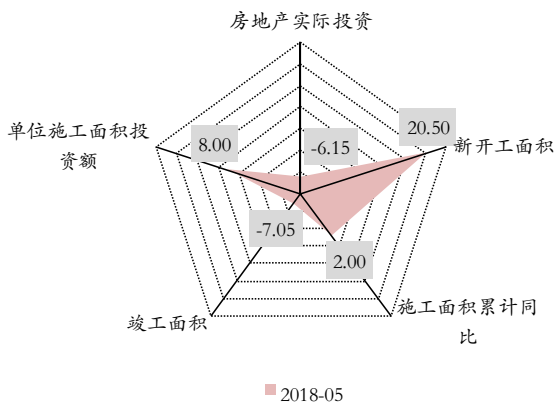
资料来源：万得资讯，中银证券

开发

关注投资金额和施工面积。开发指数的五个数据分别是：扣除土地购置费的房地产实际投资额、新开工面积、施工面积、竣工面积、以及单位施工面积投资额。其中土地购置费对房地产开发及下游产业链影响较小，因此我们将其扣除，仅考虑房地产实际投资的部分，另外我们增加了单位施工面积投资额这一指标，用来衡量房地产投资中存在的通胀的现象。单位施工面积投资额的计算方式是“房地产开发投资完成额/房屋累计施工面积”，其中既包括土地购置费用的变化，又包括了房地产投资成本的变化。

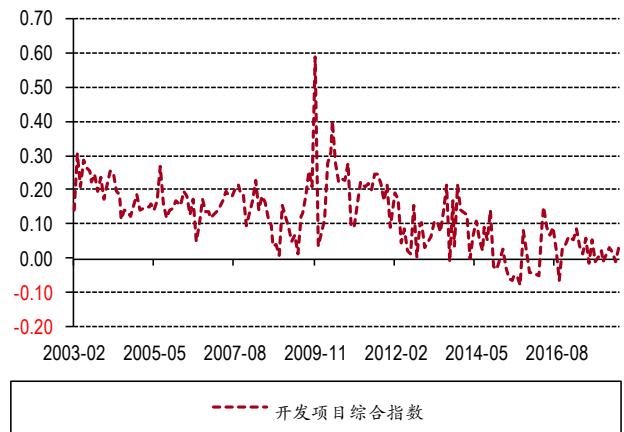
新开工指标走高。从开发指标的历史走势来看，2015年之后快速走高，2017年之后出现明显回落，目前维持在较低水平。但从结构上看，竣工面积走低对开发指标拖累最大，而新开工面积近期出现上行趋势，同时或受到PPI同比走强的影响，单位施工面积投资额自2016年以来持续上行。

图表 4. 当前开发指数综合情况



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 5. 开发指数历史走势



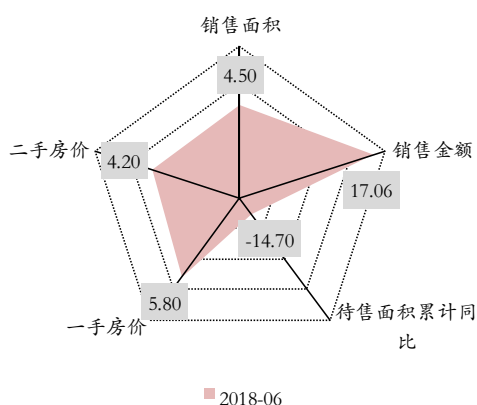
资料来源：万得资讯，中银证券

销售

关注销售面积和价格。销售指标的五个数据分别是：销售面积、销售金额、待售面积、一手房价、以及二手房价。上述五个指标之间也存在相互影响的关系。销售面积和销售金额通常同向变动，但变动幅度有明显差异，当房价同比明显增长时，销售金额的同比增速显著快于销售面积；待售面积用来衡量房地产行业库存的变化情况；一手房价和二手房价都纳入分析范围，是因为房地产一手房价格更明显受到行政的影响，二者增速的差异也能反映房地产价格变动的整体情况。

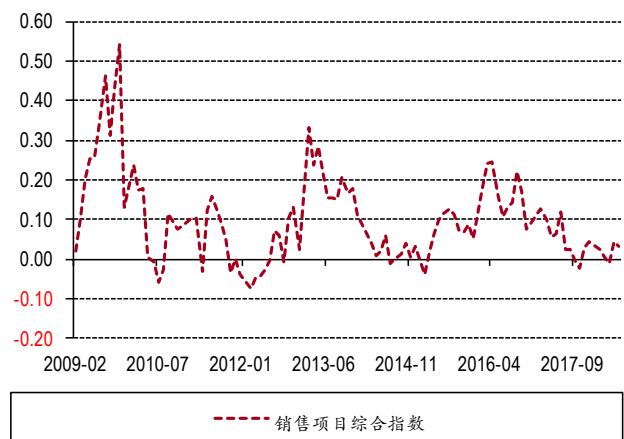
房地产去库存趋势拐点出现。从商品房待售面积绝对值来看，2016年是房地产库存的高峰，但随着执行三去一降一补中提到的房地产去库存，待售面积绝对值在近两年快速下降。从同比增速来看，2016年11月开始待售面积累计同比转为负增长，至2018年2月达到最低值-17.13%。我们认为2016年以来由去库存带动的本轮房地产上升周期，可能已经完成了去库存的基本任务，接下来房地产周期可能会逐步回到市场化周期的轨道上。

图表 6. 当前销售指数综合情况



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 7. 销售指数历史走势



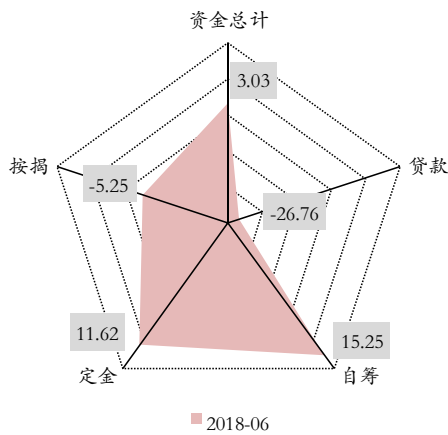
资料来源：万得资讯，中银证券

资金

关注房地产行业资金来源增速。资金指标的五个数据分别是：资金来源合计、国内贷款、自筹和应付款合计、定金、以及按揭贷款。考虑到数据来源的单一性和资金来源的重要性，我们将房地产资金的几个重要来源分拆开看。历史上贷款对房地产行业的发展起到了重要推动作用，但随着金融监管的加强，自筹和销售回款对房地产行业来说越来越重要。

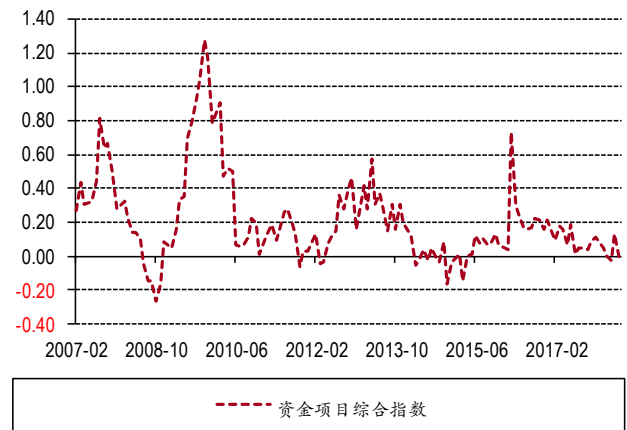
房地产行业的杠杆逐渐从企业和金融机构转移到居民部门。与此前的周期不同的是，本轮房地产去库存周期的进程与城镇化率的明显提高叠加在一起，因此房地产行业资金来源从贷款和自筹，转移到定金和按揭，但在此过程中，出现了房地产挤出了居民存款、提高居民部门杠杆、甚至挤出居民消费等偏负面的影响。从增速来看，银行部门对房地产企业的融资和对居民按揭的放款，自2017年开始明显下滑，但定金的增速仍维持在较高水平。

图表 8. 当前资金指数综合情况



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 9. 资金指数历史走势

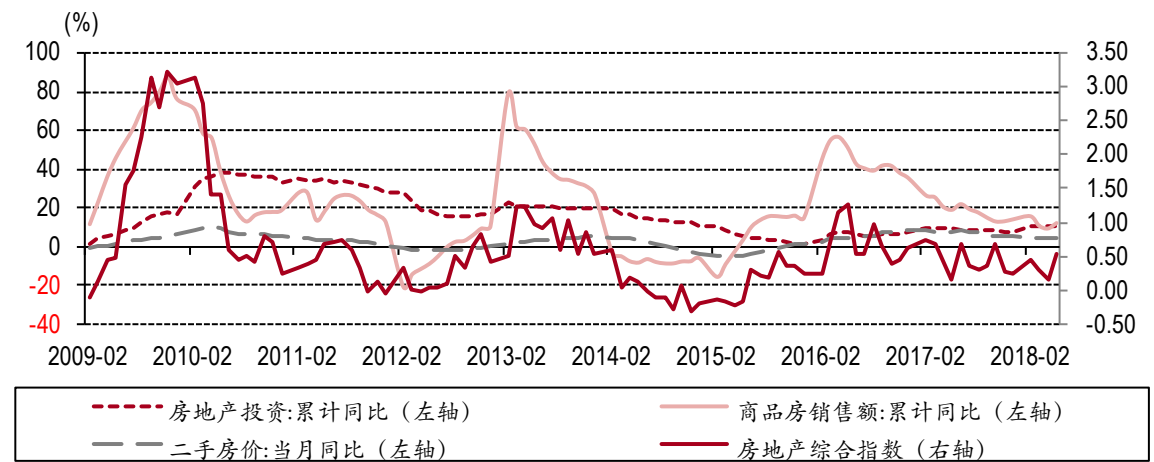


资料来源：万得资讯，中银证券

房地产行业指数的周期性波动

房地产指数具有一定的代表性。通过对比房地产指数与房地产开发投资、商品房销售额、以及房价的同比变化，我们发现房地产指数的波动整体上与以上数据保持一致，与其中商品房销售额累计同比增速的走势最接近。因此我们认为房地产指数对于分析房地产行业周期具有一定的解释力度。从房地产指数的构成来看，我们采取的是将土地、开发、销售、资金四项指数平权相加，根据这四项指数的构成，可以得出房地产指数构成中反映房地产产业链各环节状态的大致权重：土地供求(15%)、土地市场热度(10%)、房地产实际投资(5%)、房地产开发面积(15%)、房地产开发成本(5%)、商品房销售(10%)、商品房库存(5%)、商品房价格(10%)、房地产行业资金状况(25%)。

图表 10. 房地产指数与房地产行业投资、销售、房价波动的对比

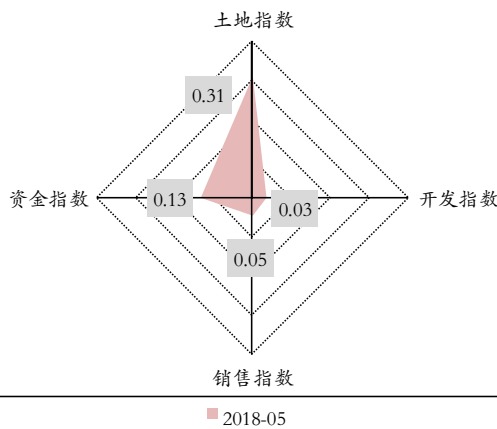


资料来源：万得资讯，中银证券

房地产行业的三次周期。从我们计算的房地产总分指标来看，2009 年以来经历了三次周期性波动。第一次的峰值出现在 2010 年，第二次的峰值出现在 2013 年，第三次的峰值出现在 2016 年。

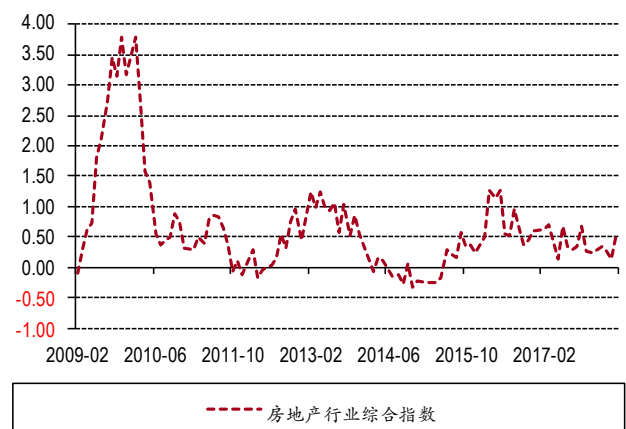
房地产周期性波动的历史规律。从指标来看，三次房地产指标的历史波动具备较相似的规律，一是间隔大约三年，二是上行的时间较短下行的时间较长，三是房地产指标前两次都下行至负数区间、实现了充分调整后才出现回升。从历史规律来看，当前房地产行业处于下行周期的后期，但是还未到周期底部。

图表 11. 当前房地产指数综合情况



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 12. 房地产行业指数的历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

房地产行业两次周期的比较

这部分中我们采用五星分析方法，分别对住宅地产、商业地产、工业地产，以及一线、二线、三线住宅地产进行分析。

住宅房地产在房地产行业占比最大，因此住宅地产的周期对房地产周期的影响最显著。2016年的房地产上升周期起点，较大程度上受到房地产去库存政策的影响。在周期上行过程中，出现了销售、价格、土地递次传导，同时也出现了一线、二线、三四线的递次传导。在本轮周期的下行阶段，土地是个关键指标，明显表现在三四线住宅地产土地指标的持续强劲。

商业地产和工业地产的走势则相对独立。商业地产受到下游需求的影响，2010年以来走势一直较弱，目前也未见起色；工业地产受到工业盈利的影响，经历了较长时间的调整，但2017年以来随着工业企业盈利增速转好，工业地产土地需求明显走强。

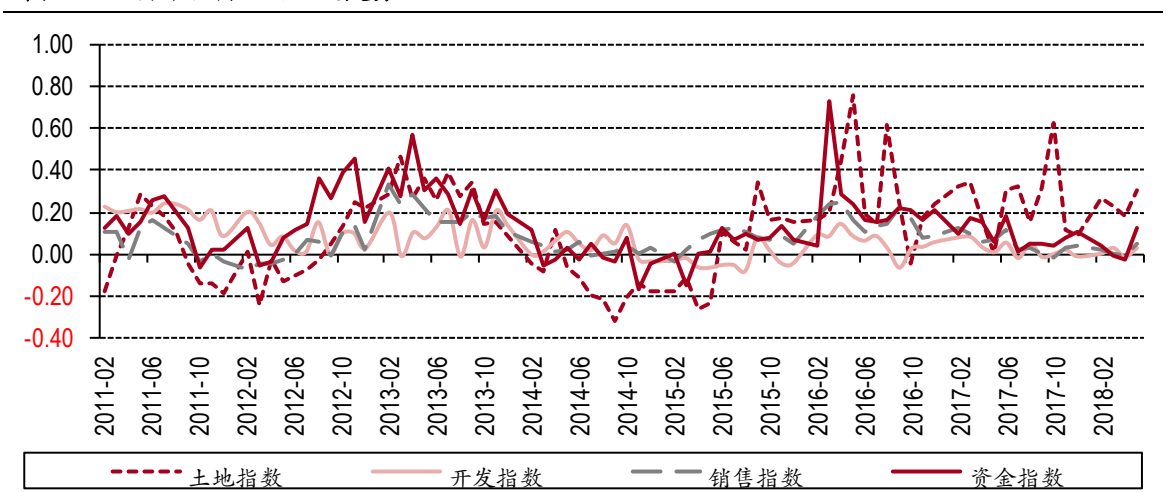
两次周期的撬动力不同

2013年和2016年两次周期。从可得数据的时间来看，完整的数据从2011年开始，因此我们只能对2013年和2016年两次周期进行详细的比较。在四个指数中，开发指数的波动最小，走势最为平稳，销售次之，土地和资金指数的波动最大。

2013年：资金撬动的周期。从房地产指数来看，2013年的房地产周期始于2012年初，在2013年初达到顶点，随后下行至2014年底结束。在上行周期中，无论是启动的时间还是波动的幅度，资金指数都是本轮周期的重要推动力量，土地指数次之；在下行周期中，销售指数率先回落，随后是资金指标，但调整幅度最深的是土地指数。2013年这轮房地产周期中，开发指数整体仍处于相对较高水平，但是同时也表现出波动幅度较小、波动滞后等特点。

2016年：土地和销售撬动的周期。2016年的房地产周期始于2015年初，在2016年初达到顶点，随后下行，目前来看尚未结束。在上行周期中，销售是最先反弹的指数，随后是资金和土地指数；在下行周期中，资金指数的下行趋势表现的最为明显，但同时开发指数相较历史也明显回落。在2016年的房地产周期中，出现了明显异于此前的特点，就是土地指数的波动加大，并且贯穿本轮房地产周期的始终，截至目前土地指数仍处于较高水平没有出现明显回落趋势。

图表 13. 四项综合指数的历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

住宅房地产：从市场主导到政策主导

2015年初是前后两次住宅房地产市场周期的分水岭。从住宅房地产行业指数来看，与房地产总体指数一致的是，2013年初-2014年底是住宅房地产指数下行的过程，自2015年开始，住宅房地产行业指数重新上行，至2016年初到达峰值，此后波动有所加大，但整体趋于下行。与2013-2014年的下行趋势不同的是，2016年后住宅房地产指数的下行，伴随着巨大的波动。

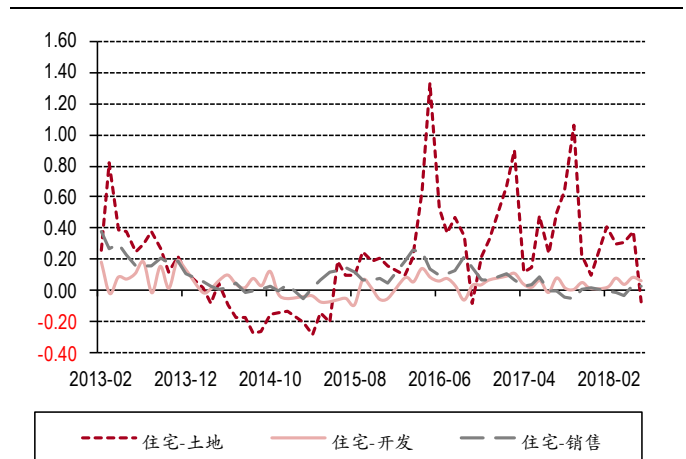
住宅房地产的土地指数是新一轮周期波动的主导因素。从住宅房地产指数的构成来看，2016年以来开发指数的波动明显下降，且出现趋势性下行，销售指数也出现趋势性下行，二者在2017年之后已经表现出一定的底部波动态势，并且由于此前土地指数持续走强，开发指数自2018年也出现小幅上升趋势。本轮住宅房地产周期最为重要的是土地指数的变化，从波动极值来看土地指数的峰值已经明显超出此前的高点，从波动幅度来看土地指数持续处于较高水平上加大波动，从持续性来看截至目前，本轮住宅土地指数的表现明显较2013年强势。我们认为本轮住宅土地指数的强势，主要来自于房地产周期从一二线城市向三四线城市成功传导。

图表 14. 住宅行业综合指数历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 15. 住宅行业中土地、开发、销售综合指数历史走势



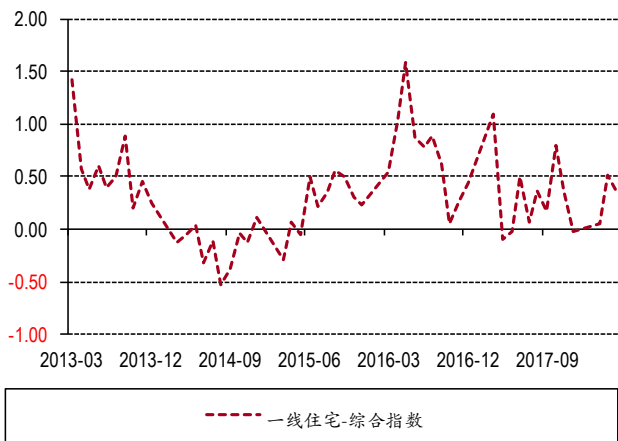
资料来源：万得资讯，中银证券

一线城市住宅

最疲弱的是销售。从指数的波动情况来看，2016年这轮房地产周期中，一线住宅房地产指数的波动是最小的，也反映出政策导向对一线住宅地产的压制作用。从细分指数来看，一线住宅地产的销售走势最有代表性：在上升周期过程中，销售的表现最为强劲，但在下行周期中也最弱。反而加大土地供给是一线住宅地产当前最重要的趋势，同时也能看到开发指数较低点出现明显回升。

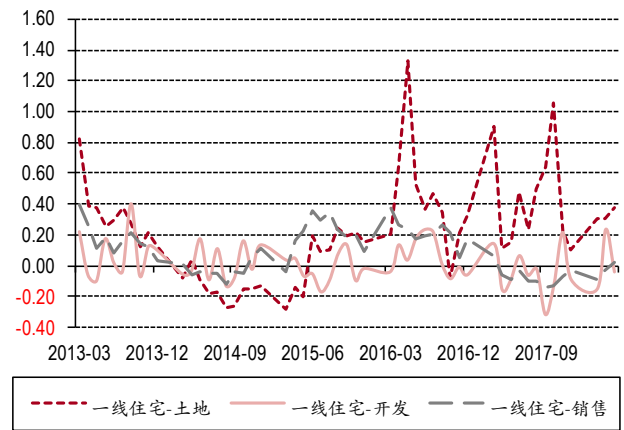
建立长效机制是一线城市住宅房地产的重要发展方向。当前一线城市住宅房地产面临的问题，包括人口净流入减少（甚至净流出）、房价过高、可供出售住宅建设用地大幅减少等问题。针对一线城市的住宅现状，更好的解决方法是尽快建立房地产长效机制，包括增加长租公寓建设土地供给、鼓励出租房增加住房多渠道供给、开征房产税和住房空置税等房地产调节机制。

图表 16. 一线城市住宅指数的历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 17. 一线住宅中土地、开发、销售综合指数历史走势



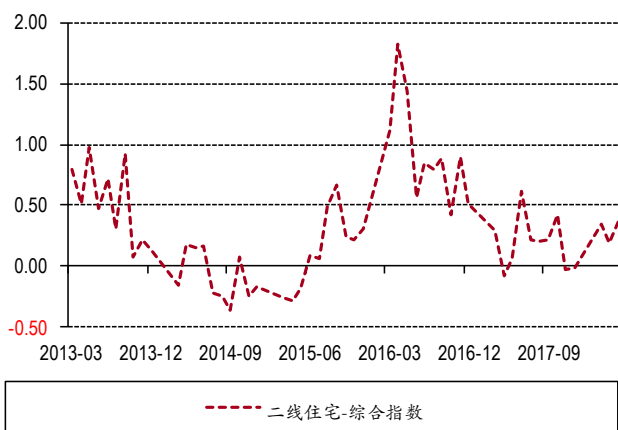
资料来源：万得资讯，中银证券

二线城市住宅

二线住宅房地产是本轮周期的峰值缔造者。从二线住宅房地产指数来看，本轮房地产行业周期的峰值明显超过2013年的房地产周期，并且在本轮周期中，二线住宅房地产指数的表现也明显强于一线住宅和三线住宅指数。从指数构成来看，在本轮周期上行趋势中，土地指数持续上行，同时拉动销售指数、开发指数先后上行，但在周期下行阶段中，土地指数明显回落，并且开发指数也表现出提前回落并维持在低水平波动，这是二线住宅房地产指数与其他指数的最大不同。我们认为这或许意味着部分二线城市房地产出现供地限制以及延缓开发等行为。

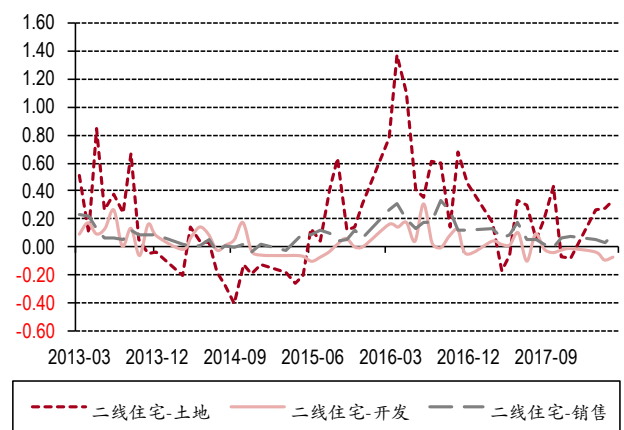
受人口流动影响，二线城市或将是未来主导房地产周期的主要力量。相比一线城市人口饱和及房价畸高，二线城市在人口流动、户籍政策、发展潜力等方面更具吸引力，因此未来或进一步出现由人口净流入带动的二线城市房价上涨。但从本轮二线城市房地产指数来看，须警惕部分城市为抬高地价而采取的土地供给收缩等问题。我们认为二线城市住宅的未来发展方向，一是需要加强土地供给平稳增长，二是规范房地产开发和销售行为，三是加强租赁住房等长效机制建设。

图表 18. 二线城市住宅指数的历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 19. 二线住宅中土地、开发、销售综合指数历史走势



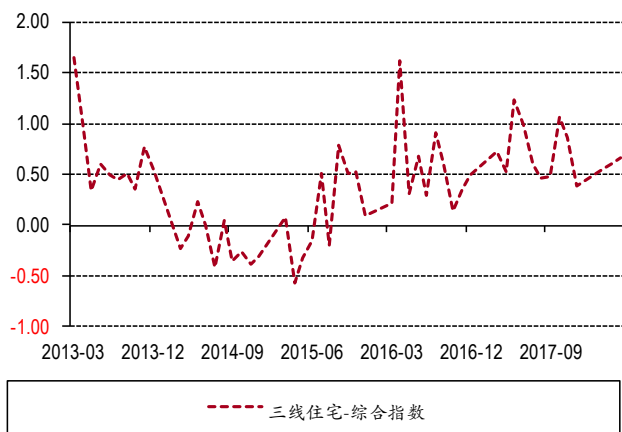
资料来源：万得资讯，中银证券

三线城市住宅

开发和销售先行，土地指标未央。与一线和二线城市住宅地产不同的是，三线城市住宅地产指数在本轮房地产上行周期中，是由开发和销售指数推动上升的，并且从周期持续性的角度看，三线城市住宅指数上行趋势一直持续到2017年中，较一二线城市推后了约一年半，同时回落的趋势较为缓慢。从分项指标来看，三线城市住宅销售指数一直较为强劲，同时土地指数的表现特别强劲，虽然自2017年中之后有所回落，但回落速度和幅度都较为平缓。

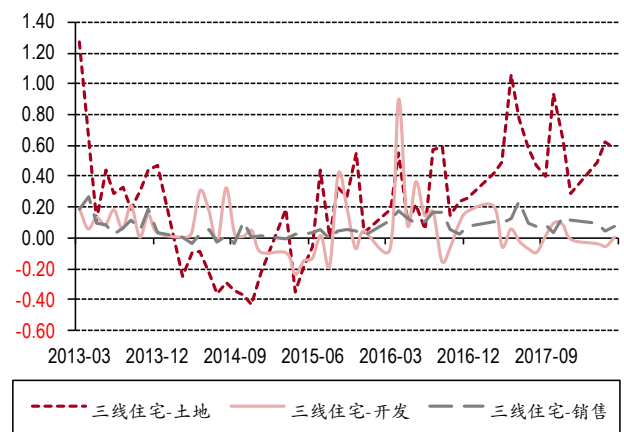
三线城市需要保障住宅房地产市场平稳回落。本轮三线城市住宅地产周期较大程度上受到棚改货币化安置和房地产去库存政策的影响，因此至今商品房销售金额及房价走势都较为强劲。我们认为在城镇化率继续提升的背景下，人口净流入能够一定程度上分担房价过快上涨的压力，但仍需警惕棚改政策微调、信用政策环境偏紧的背景下，三线城市住宅房地产市场可能出现的大起大落问题。对三线城市房地产来说，维持行业平稳健康发展、坚守房住不炒的定位是长期发展需要。

图表 20. 三线城市住宅指数的历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 21. 三线住宅中土地、开发、销售综合指数历史走势

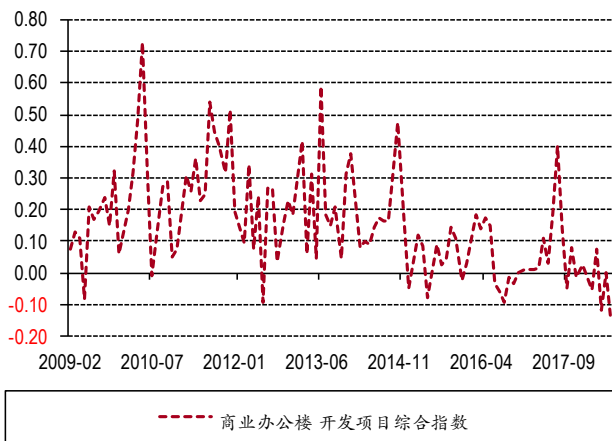


资料来源：万得资讯，中银证券

商业房地产：周期的回落

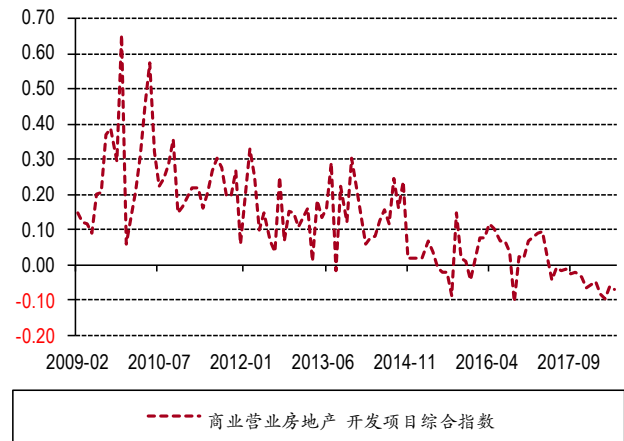
独特的周期，持续的回落。商业房地产指数反映出的趋势与住宅房地产有所不同，一是2010年以来的房地产周期，在商业房地产行业表现的并不明显，特别是在商业营业房地产行业，仅表现为下行趋势中的小幅波动，二是从商业地产的分类看，商业办公楼的表现比商业营业房地产略好，三是从商业地产的细分指标来看，商业地产的土地溢价率较高，但供地控制较为紧张。我们认为造成商业房地产周期与住宅不同的主要原因是需求持续回落，特别是商业营业房地产受到网上消费的冲击，线下消费需求走弱，导致商业营业房地产开发需求回落。

图表 22. 商业办公楼开发综合指数历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 23. 商业营业房地产开发综合指数历史走势

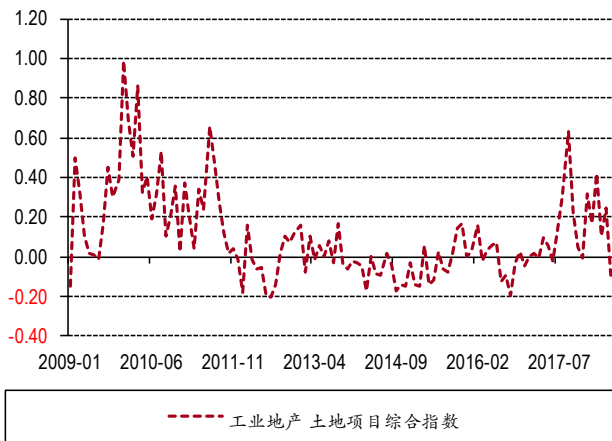


资料来源：万得资讯，中银证券

工业地产：出现起色

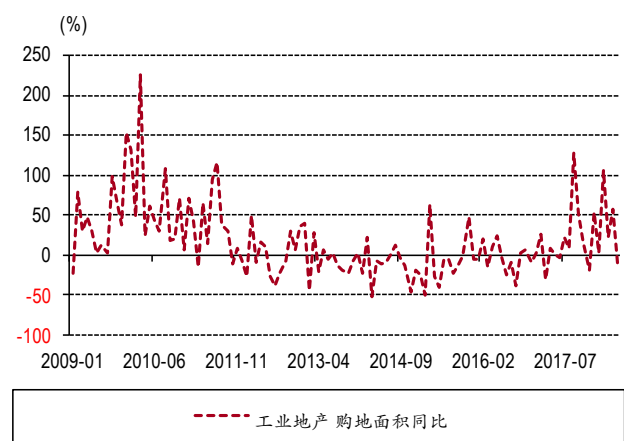
工业地产购地面积明显改善。工业地产的周期相对较独立，从指数走势来看，跟工业行业表现的相关性更大。2011-2016 年间工业地产土地项目走势低迷，与之对应的是同期工业企业盈利逐渐走弱，PPI 同比增速处于负增长区间。值得注意的是，自 2016 年 9 月 PPI 同比转正后，2017 年初之后工业地产土地项目指数走势持续走强，从购地面积同比增速来看，一直维持在较高水平震荡。我们认为工业购地增速走高，或许未来一定程度上会带动工业固定资产投资增速改善。

图表 24. 工业行业土地综合指数历史走势



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 25. 工业土地购地面积同比出现上行趋势



资料来源：万得资讯，中银证券

房地产行业投资增速预测

土地购置面积此前走强，以及新开工面积同比回升，是支持房地产投资增速维持较高增速的因素；但资金来源紧张以及现房销售同比大幅回落，可能成为制约房地产投资增速的重要因素。考虑到今年以来房地产单位面积投资额同比超预期增长，以及住宅在房地产开发投资中的占比持续上升等原因，我们认为年内房地产投资增速虽仍以下降为主，但将维持在中高速水平，预计到年底将回落至8.5%。

房地产投资增速上行的影响力

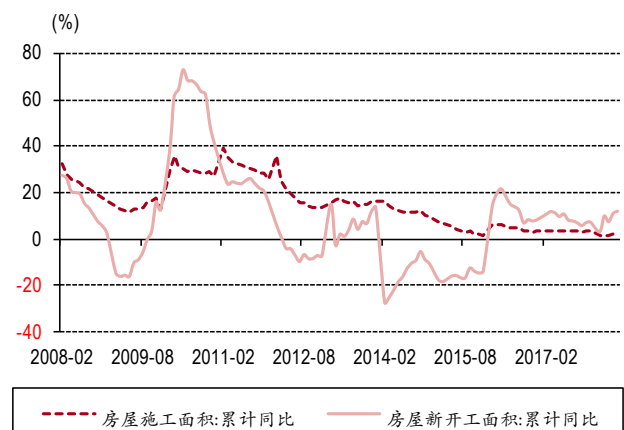
购地和新开工将是支持房地产持续开发的重要因素。从历史规律来看，土地购置领先房地产开发投资大约3个月至半年，从目前的情况来看，土地购置面积累计同比增速在2017年持续保持高增速，与前述分析一致的是，以三四线城市为代表的住宅地产在2017年之后加大了土地供应，保障了未来房地产开发的可持续性。与之对应的是，房屋新开工面积累计同比增速自2018年开始震荡上升，在新开工回升的带动下，施工面积累计同比在5月也出现小幅上升。

图表 26. 待开发土地面积累计同比快速增长



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 27. 新开工面积同比明显上升

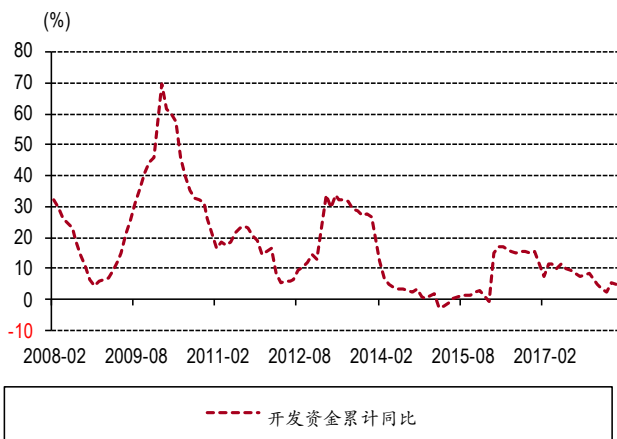


资料来源：万得资讯，中银证券

房地产投资增速下行的影响力

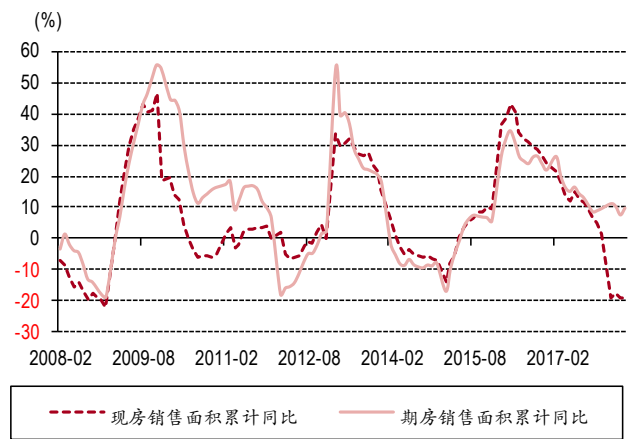
资金和销售或是两大瓶颈。本轮房地产周期的波动中，受到货币政策收紧的较大影响，明显体现在2017年货币政策管住货币供给总闸门，加之金融严监管收紧了对房地产行业的信贷投放，导致房地产开发资金来源增速持续下滑。从资金来源的结构看，目前信贷资金来源增速下滑最为显著，与之相对应的，当前的房地产开发投资资金更加依赖销售回款，也即定金预付款和个人房贷。从房地产销售的增速来看，2018年之后由于房地产去库存进行的较为顺利，因此现房销售增速同比大幅下降，只有期房销售增速仍维持在中高水平。预计未来针对房地产行业的信贷政策较难放松，同时销售增速下滑将导致销售回款增速随之下滑，进而导致房地产开发资金来源同比增速进一步承压，拖累房地产开发投资增速。

图表 28. 房地产开发资金来源同比增速趋势性回落



资料来源: 万得资讯, 中银证券

图表 29. 期房与现房销售增速分化

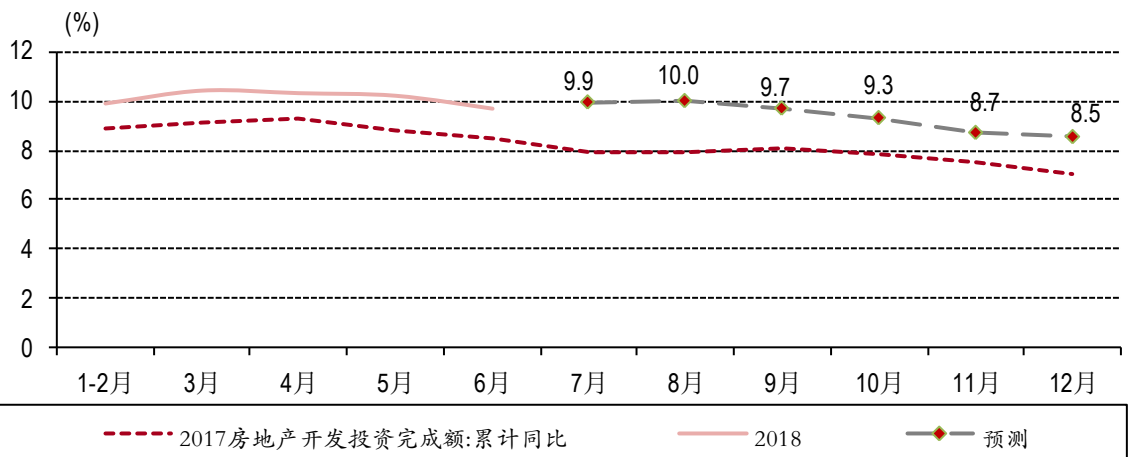


资料来源: 万得资讯, 中银证券

预测房地产投资增速

年内房地产投资增速仍将以下降为主, 但将维持在中高水平。考虑到受到 PPI 同比增速持续维持在较高水平影响, 房地产投资的单位面积投资额持续维持在高位; 房地产新开工面积中住宅的比例持续上升, 开工结构的变化也有利于提升房地产单位面积投资额, 综合各方面因素, 我们预计今年房地产投资增速或持续维持在中高水平, 到年底回落至 8.5%。

图表 30. 预测 2018 年房地产开发投资累计同比增速



资料来源: 万得资讯, 中银证券

结论：一切有尽头

1. 预测 2018 年底房地产投资增速回落至 8.5%。2018 年以来房地产行业投资增速持续超出市场预期，从房地产投资构成来看，土地购置费的快速上升是拉高房地产投资的重要因素，剔除土地购置费的房地产实际投资同比增速已经回落至负增长区间。但是通过我们的分析预测发现，2018 年以来住宅地产开发在房地产投资的占比明显上升，以及受到 PPI 同比增速持续处于较高水平影响、房地产单位面积投资额同比超预期增长，也是拉动房地产投资上升的两个重要因素。综合各方面影响因素，我们预测 2018 年下半年房地产投资增速将有所回落，到年底回落至 8.5%。

2. 2013 年是房地产行业的市场化周期，当前是房地产行业的政策周期。从房地产行业整体周期来看，2013 年的房地产周期是在前期价格充分调整、叠加土地供应减少导致供给减少的背景下，由资金和土地等因素共同推动的市场化周期。但 2013 年的周期存在两个问题，一是周期上行阶段一二线城市没有通过房价联动向三四线城市传导，二是周期下行阶段三四线城市累计了大量的房地产库存。2016 年的房地产周期是以房地产去库存政策以及棚改货币化政策实施开启的，这轮周期较为不同的是，房价上涨从一线城市递次向二线和三四线城市传导、二线城市土地成交溢价率处于较高水平、三四线城市房地产销售持续强劲。

3. 住宅地产行业的周期在三四线城市延续，商业地产周期持续回落，工业地产土地需求缓慢升温。从房地产的细分行业来看，住宅地产行业的周期与房地产行业周期较为一致，当前处于周期下行阶段，但以三四线城市为代表的土地市场和销售金额仍较强劲。商业地产的周期受到需求和消费上网趋势的双重影响，自 2010 年以来持续下行。工业地产与工业企业盈利的相关性更明显，但自 2017 年工业企业盈利增速好转之后，工业地产的土地需求稳步上升。

4. 房地产资金来源高度依赖销售回款。我们对房地产资金来源增速保持谨慎，从 2018 年以来房地产资金来源同比增速一直维持在较低水平。我们认为这与当前的货币政策背景有关，一方面央行管住货币供给总闸门，M2 同比增速屡创历史新低，另一方面金融严监管严控资金流入房地产行业，导致房地产行业融资渠道收缩。因此从资金来源的结构和增速看，房地产行业今年更加依赖销售回款，也即定金和预付款，以及个人按揭贷款。

5. 三四线城市房价持续走高可能成为存款搬家、挤出消费的导火索，不排除下半年可能出台政策抑制房价过快上涨。我们认为当前对房地产行业定位“房住不炒”的基调没有变化，但从 5、6 月社零同比增速下台阶的情况来看，房地产政策存在调整的可能。一是考虑到房地产库存已经明显回落到 2013 年水平，不排除在合适的时间，房地产去库存政策可能结束；二是棚改货币化安置政策从制度上有边际调整的可能；三是基于不动产信息全国联网，针对首套以外的购房需求出台更严厉的政策在技术上可行。

等风景看透，看细水长流。我们认为“房住不炒”是未来较长时期内对房地产行业的定位，考虑到 2016 年的房地产周期启动一定程度上是受到政策提振的结果，如果下半年房地产政策出现调整，可能会导致本轮房地产周期的加速结束。我们认为若房地产去库存和棚改货币化安置等政策出现调整，短期可能同时出台针对房地产市场秩序的严监管政策、以及后续可能出台房地产行业的长效机制政策。届时房地产行业将重归市场周期波动规律。

风险提示：资金对房地产投资的制约超预期；销售增速超预期下行；房价超预期下行。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371