

# 大成若缺 大盈若冲

## 中国房地产市场2018年回顾与2019年展望

完美的事物，不可避免地带有残缺，越充盈的事物，反而越看似空虚，但它们的作用永不衰竭；  
房地产走到了15万亿的高度，其在中国经济、居民生活中的意义已经比数值的意义更大，  
纵使行业颇受非议，无可质疑的是它在过去和未来城市化发展、居民生活改善中的重要意义，  
稳定的房地产即是宏观经济需要的，也是所有参与者需要的，  
我们对促进市场平稳健康发展的长效机制抱以期待。

2019.01

# 目 录

<b>现 实</b> .....	<b>5</b>
特征一：高位增长，量价背离 .....	6
特征二：土拍回落，流拍高走 .....	18
特征三：业绩无忧，回款见肘 .....	23
特征四：预期降温，风险激增 .....	30
<b>预言 《大成若缺 大盈若冲》</b> .....	<b>34</b>
破 90 万亿之后，经济需要房地产稳定 .....	37
1 亿人落户的任务，抢人大战高潮未至 .....	49
绕不过的 29.1%剪刀差和 7 千亿债务 .....	53
政策到期在即，新供应模式可期 .....	60
<b>2018 年政策大事记</b> .....	<b>67</b>

# 图表目录

图表 1	商品房销售额累计同比情况	6
图表 2	商品住宅销售额累计同比情况	6
图表 3	商品房销售面积累计同比情况	6
图表 4	商品住宅销售面积累计同比情况	6
图表 5	历年全国不同类型物业销售金额增长情况	7
图表 6	历年全国不同类型物业销售面积增长情况	7
图表 7	全国商品房销售面积及销售均价同比走势	7
图表 8	2018 年主要城市住宅销售金额同比(%)	8
图表 9	2018 年主要城市住宅销售面积与销售金额同比	9
图表 10	2018 年重点城市全年新房销售套数	11
图表 11	2018 年重点城市全年新房销售均价	11
图表 12	2018 年一线城市及销售面积同比±20%以上城市及市场概况	12
图表 13	商品房待售面积及同比增速走势	14
图表 14	历年全国商品房住宅产品待售面积及同比增速	14
图表 15	历年全国商品房非住宅产品待售面积及增速	15
图表 16	主要城市可售面积及去化周期(2018.12, 根据全年销售金额/销售面积计算)	15
图表 17	主要城市群商品住宅库存和去化周期	16
图表 18	主要城市群商品房库存和去化周期	17
图表 19	历年全国招拍挂出让金及供应建面情况(2007-2018, 所有用地类型)	18
图表 20	历年全国招拍挂出让金及供应建面情况(2007-2018, 住宅用地)	18
图表 21	2016 年 1 月-2018 年 12 月土地出让规划面积与出让金额累计同比增速(所有土地类型)	19
图表 22	2016 年 1 月-2018 年 12 月土地出让规划面积与出让金额累计同比增速(住宅用地)	19
图表 23	2015-2018 年各线城市土地出让金累计同比	20
图表 24	2015-2018 年各线城市土地规划建面累计同比	20
图表 25	2015-2018 年各线城市土地溢价率表现	20
图表 26	2015-2018 年各线城市土地流拍率表现	20
图表 27	一线城市楼面价及同比走势	20
图表 28	二线城市楼面价及同比走势	20
图表 29	都市圈三线城市楼面价及同比走势	20
图表 30	非都市圈三线城市楼面价及同比走势	20
图表 31	2018 年住宅用地楼面价 Top30 城市	21
图表 32	2018 年住宅用地建面供应总量 Top30 城市	22
图表 33	A 股上市营收和利润情况	23
图表 34	A 股上市房企存货及去化情况	23
图表 35	A 股上市房企三费占比情况	24
图表 36	销售费用占比变动(百分点)	25
图表 37	管理费用占比变动(百分点)	25
图表 38	财务费用占比变动(百分点)	25
图表 39	房地产开发企业到位资金及同比走势	26
图表 40	房地产开发企业各类到位资金同比走势(%、2016-2018)	26
图表 41	国内贷款分类同比走势(%、2016-2018)	26
图表 42	各类到位资金占比情况(年)	26
图表 43	本开发商回款率走势(%)	27
图表 44	样本企业债务结构	27
图表 45	样本企业现金短债比及净负债率	27

图表 46	按属性划分样本企业净负债率走势	28
图表 47	按规模梯队划分样本企业净负债率走势	28
图表 48	房企负债率及现金情况	29
图表 49	世联行客户上门指数((2010W01=100,2008-2018))	30
图表 50	各线城市客户上门指数(2010W01=100,2017-2018)	30
图表 51	央行储户调查情况(2010-2018))	31
图表 52	购房意愿比例(2010-2018)	31
图表 53	预期房价上涨比例(2010-2018)	31
图表 54	历年首套、二套房贷款平均利率(%)	32
图表 55	35 个监测城市首套房实际利率情况	32
图表 56	35 个监测城市二套房实际利率情况	32
图表 58	居民部门长短贷款额同比走势	33
图表 59	2018 年棚改计划开工 > 20 万套省份情况 (万套)	33
图表 60	美国:GDP:不变价:折年数:同比	38
图表 61	美国制造业 PMI(ISM 及 Markit)	38
图表 62	美国耐用品订单及工业总产出指数	38
图表 63	美国成屋签约套数及房价指数	38
图表 64	美国新增就业人口和失业率	38
图表 65	美国职位空缺率和离职率	38
图表 66	美国核心 CPI 及 PCE	38
图表 67	美国进口价格指数及 PPI	38
图表 68	欧元区 GDP 当季同比走势(不变价,季调)	39
图表 69	欧元区制造业与服务业 PMI	39
图表 70	欧元区投资者及消费者信心指数	39
图表 71	欧元区工业生产指数及营建产出	39
图表 72	欧元区贸易与零售情况	40
图表 73	欧元区失业人数与失业率情况	40
图表 74	欧元区 CPI 与 PPI	40
图表 75	英国 GDP 同比走势(不变价,季调)	41
图表 76	英国制造业与服务业 PMI	41
图表 77	英国工业与消费情况	41
图表 78	英国物价情况	41
图表 79	英国劳工成本和失业率情况	41
图表 80	日本 GDP 当季同比走势(现价)	42
图表 81	日本 PMI 与消费者信心指数	42
图表 82	日本工商业情况	42
图表 83	日本物价情况	42
图表 85	日本就业总人数走势	42
图表 86	日本就业人口年龄分布情况	42
图表 87	新兴经济体 GDP	43
图表 88	新兴经济体物价	43
图表 89	新兴经济体汇率	43
图表 90	GDP 现价总额及不变价同比增速走势(当季)	44
图表 91	PMI 及 PMI 新订单分项指数	44
图表 92	消费者信心指数及同比变化走势	45
图表 93	基建投资累计同比走势	45
图表 94	制造业投资总额及比增速	45
图表 95	社会消费品零售总额累计值及同比增速	46

图表 96	三大需求对 GDP 贡献	46
图表 97	社销零名义总额与实际总额同比增速	47
图表 98	城镇与乡村社销零增速走势	47
图表 99	历年进出口金额累计值及累计同比走势	47
图表 100	历年进口和出口金额累计同比走势	48
图表 101	主要经济体 PMI 走势	48
图表 102	出口、汇率及广交会走势	48
图表 103	2018 年各地区新落户政策一览	49
图表 104	各城市人口变动情况(2015-2017)	51
图表 105	各城市人口变动情况(2013-2017)	52
图表 106	房屋新开工面积	53
图表 107	房屋竣工面积	53
图表 108	房地产开发投资额	53
图表 109	近 3 年投资开发完成额构成平均占比	54
图表 110	投资开发完成额构成项同比增速	54
图表 111	水泥、螺纹钢价格(元/吨)	54
图表 112	房屋新开工、竣工面积累计同比增速	54
图表 113	房屋新开工面积	55
图表 114	地产行业未到期债券余额情况(2019.01.01-2023.12.31,亿元)	56
图表 115	境内债券余额国企、民企占比	56
图表 116	境外债券余额国企、民企占比	56
图表 117	行业债务发行规模情况(以金额计,亿元)	57
图表 118	民企发行规模情况(以金额计,亿元)	57
图表 119	债券发行加权平均票面利率情况	57
图表 120	央企发行债券加权平均票面利率情况	57
图表 121	地方国企发行债券加权平均票面利率情况	58
图表 122	民企发行债券加权平均票面利率情况	58
图表 123	民企境外发行债票面利率情况	58
图表 124	行业债务到期规模情况(以金额计,亿元)	59
图表 125	民营房企债务到期规模情况(以金额计,亿元)	59
图表 126	限购政策到期情况	60
图表 127	合肥商品住宅销售套数及均价(2014-2018)	62
图表 128	区域人口(单位:万人,2017)	63
图表 129	区域面积(单位:km <sup>2</sup> )	63
图表 130	区域基本面情况	64
图表 131	日本都市结构	65
图表 132	东京圈通勤半径及人口分布(万人,2015)	65
图表 133	香港住房结构(万户,%;2017)	65
图表 134	2018 年全国出让含租赁住宅用地情况	66

# 现实

2018 年，行业 15 万亿收官，又创高峰。

全年商品房销售额 15.0 万亿，同比增长 12.2%，其中销售面积 17.2 亿  $m^2$ 、同比增长 1.3%，年末销售均价 8,737 元/ $m^2$ 、同比增长 11.3%。待售面积 5.2 亿  $m^2$ ，同比下降 11.0%，新开工面积 20.9 亿  $m^2$ 、施工面积 82.2 亿  $m^2$ 、竣工面积 9.4 亿  $m^2$ ，分别同比增长 17.2%、5.2%和-7.8%，从数据看来形势喜人。

2018 年，政策频繁的微调延续，年末略有松动。

从年初兰州部分区域限购调整，到二季度政策小高潮，上半年调控以各类微调为主，首套房认定调整、房贷利率持续上浮、公积金门槛提高陆续出台；房地产市场各类频繁整顿中夹杂着各地愈演愈烈的人才导入政策，以及意料之中的降准，购房从连夜排队发展到“500 万蹲”，客户买房除了要看产品还要看缘分。

下半年公积金额度不断上调、用地指标流转规模扩大、房贷利率增速持续放缓，渡过三季度政策加码的尾声后，以广州放开限价为第一枪，试探性的政策向上微调于年末到来。五限政策(限购、限贷、限售、限价、限商)的出台进入尾声，全年共录得 86 宗，一至四季度分别为 20 宗、33 宗、33 宗和 0 宗，全年总量比 2017 年下降 63.4%，按季度分别下降 59.2%、67.0%、36.5%和 100.0%；11 月房贷利率松动迹象明显，以部分商业银行为首的下调上浮比例为开端，至年末已有多家银行对首套房贷款执行上浮 5%-10%，比年中的 15%甚至 20%有了明显的下降。

抑制政策出台力度持续放缓，从单一的抑制向保压并举过渡，不仅是城市之间有保压之别，城市内部政策也遵循着“房住不炒”持续深化。四季度确立政策底，但并不意味着新一轮的托举将再现，我们更愿意阐述为：支持居住，遏制投机。

在此纷繁乱眼的环境中，市场仍然持续向上，再创新高的市场背后，有着一些值得关注的事实：

## 特征一：高位增长，量价背离

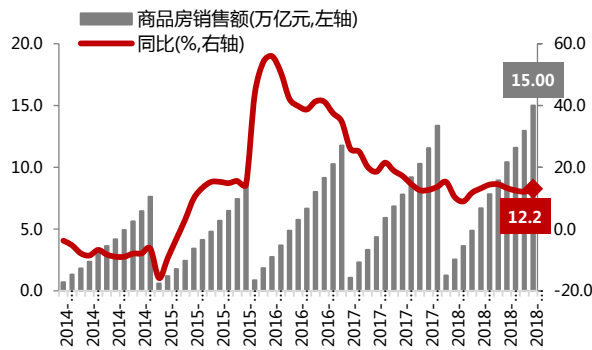
热点城市调控手段延续 2017 年的强硬，限购限贷几乎为一二线城市“标配”。总体来看，调控手段除五限外，金融、社保、公积金等手段继续保持，大部分城市在 2017 年出台的调控政策在 2018 年全年充分显现影响，加之四季度棚改货币化安置缩减等都进一步削弱了购买力；城市销售量跌价稳虽是主流，但不同城市群大区之间，库存与销售分化加剧。

### (1)全国销售额 15 万亿，增速微降至 12.2%

2018 年在政策引导下，销售规模基本持平于 2017 年，增速延续去年缓和下降的趋势。2018 年全国商品房销售额累计实现 15.0 万亿、累计同比增长 12.2%，其中商品住宅累计销售额 12.6 万亿、累计同比增长 14.7%，办公楼累计销售额 0.63 万亿、累计同比减少 2.6%，商业营业用房累计销售额 1.33 万亿、累计同比增长 0.7%，其他未列明属性商品房累计销售额 0.40 万亿、累计同比增长 5.0%；商品住宅销售额占商品房整体的 84.3%，比去年同期再增长 1.8 个百分点，贡献了 103.8% 的份额增长，商品住宅仍然是商品房市场最大的增长动力来源，办公楼、商业营业用房和其他物业占比和增速在限商政策中持续走低，占比依次为 4.2%、8.9%和 2.6%，贡献率依次为-1.0%、0.6%和 1.2%。

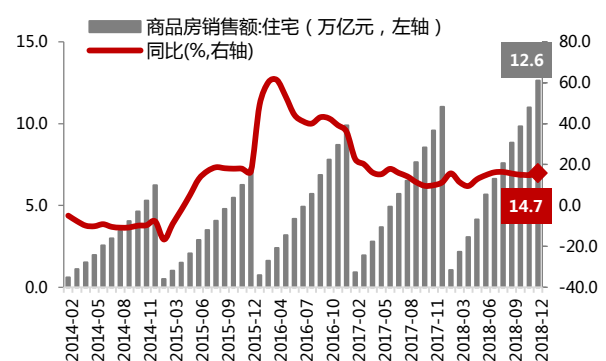
2018 年整体态势未变，全年各城市的调控贯穿着因城施策的主线，既有少数城市调控力度加大，如海南、深圳；也有部分城市对调控政策进行了微调，出现松动，如珠海、菏泽、中山、广州等；但大部分城市对调控的态度未变，限购限贷对需求端进行抑制依然持续。

图表 1 商品房销售额累计同比情况



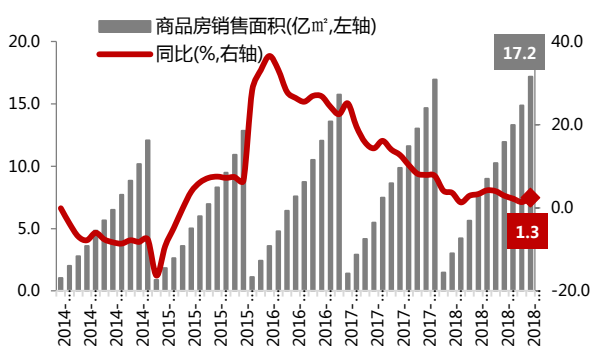
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 2 商品住宅销售额累计同比情况



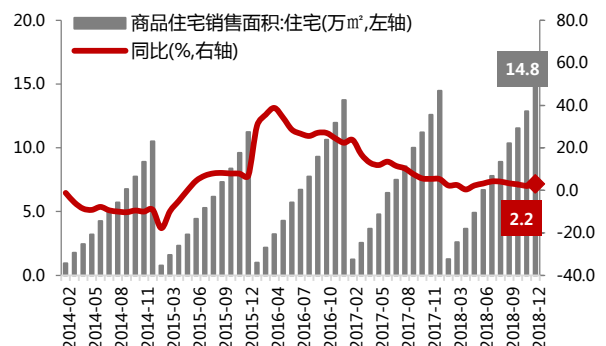
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 3 商品房销售面积累计同比情况



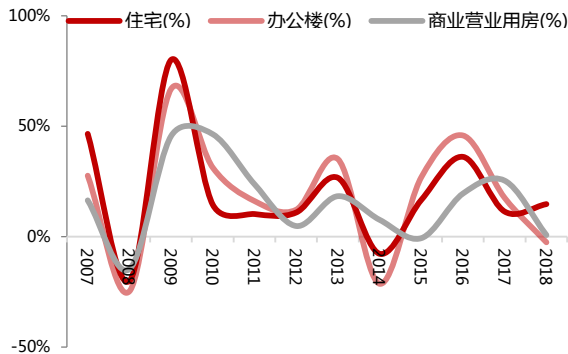
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 4 商品住宅销售面积累计同比情况



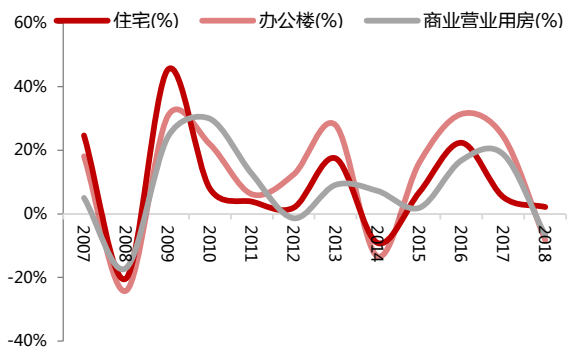
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 5 历年全国不同类型物业销售金额增长情况



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 6 历年全国不同类型物业销售面积增长情况



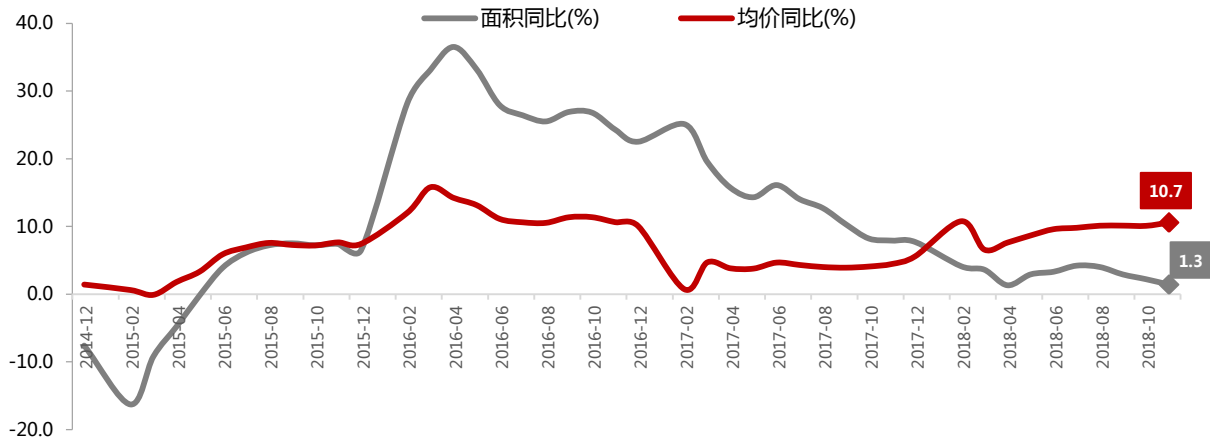
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

## (2) 销售额的增长不能掩盖销售面积的下行，量跌价升的顶背离是全年主基调

从均价来看，调控政策在一定程度上抚平了价格的增速。

2018 商品房均价 8,737 元/㎡，同比增长 10.7%，而累计销售面积增速全年持续向下至年末，4 月下探回升后于年末再次下降至 1.3%；商品住宅更为明显，均价保持 10% 以上的增长，累计销售面积增速持续下滑至 2.2%。价格增长与 2017 年严厉的政策，特别是多地的限价、限备案直接相关：2017 年多数城市核心区因调控政策交易缩水甚至停滞，成交的主力区域在非中心区，结构调整叠加政策调控，全国均价同比增幅控制在 5% 左右；2018 年，开发商年初受制于按揭款回款几近停滞叠加市场向下预期，使得成交放缓，部分开发商不再固守预期价格，主动下调备案价以实现销售和资金回笼，带动核心区域交易量上行，同时滞后的成交进入备案期，成交结构再次调整，两相作用均价温和上行。

图表 7 全国商品房销售额面积及销售均价累计同比走势



数据来源：WIND，国家统计局，世联研究

销售面积的下行是客观事实。4 月全国商品房累计销售面积 4.22 亿 ㎡、累计同比增长 1.3%，当月销售面积 1.21 亿 ㎡、同比下降 4.1%，商品住宅累计销售面积 3.67 亿 ㎡、累计同比增长 0.4%，当月销售面积 1.06 亿 ㎡、同比减少 4.4%；在这样的压力之下有了上述开发商的主动销售策略，销售面积一度回到正增长。然而在市场强烈向下的预期，9 月当月商品房销售面积 1.68 亿 ㎡、同比下降 3.6%，比 8 月增速减少 6 个百分点，至 11 月当月销售面积 1.55 亿 ㎡、同比减少 5.1%，降速呈持续扩大趋



势；商品住宅也一样，11 月单月实现销售面积 1.3 亿 m<sup>2</sup>、同比下降 3.7%，比 10 月降速(-1.3%)再扩大 2.4 个百分点，单月销售面积 3 连跌。

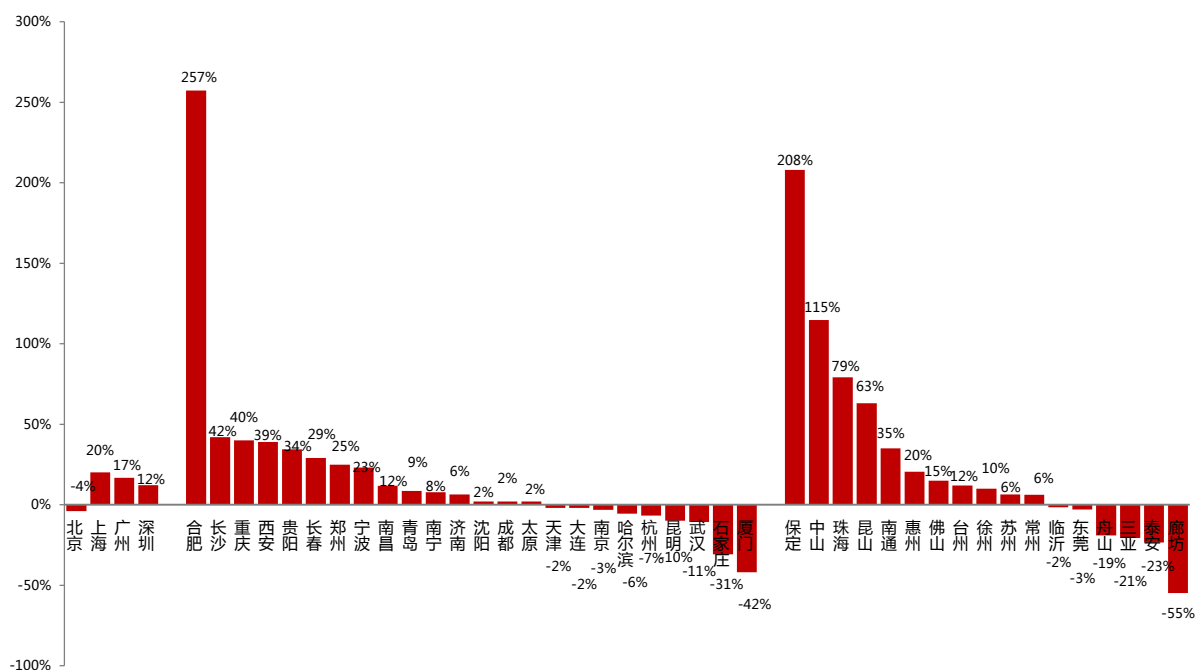
### (3)城市各有独立行情，重点监测城市价格稳中向上

总体来看，45 个重点监测城市市场呈现与 2017 年出现极大变化，与 2016 年整齐的步伐截然不同。

一方面，去年的热点城市销售额除了北京下降了 4%以外，上海、广州、深圳均扭转了去年销售额同比大降的局面，今年分别上涨了 20%、17%、12%；2017 年二线城市中销售增速亮眼的重庆(2017 年增长 66%)、哈尔滨(2017 年增长 37%)、大连(2017 年增长 24%)中，除重庆录得 40%的涨幅外，哈尔滨与大连表现平平，涨幅分别为-6%、-2%；而去年表现较差的合肥(2017 年下降 47%)、长沙(2017 年下降 36%)、西安(2017 年下降 19%)今年出现大反转，销售额增速分别为 257%、42%、39%，合肥的大涨与回迁房纳入备案有关，更重要的是购买力释放的结果（后文详述）。

另一方面，在监测的三线城市中，去年销售额涨幅较大的三亚(2017 年上涨 126%)、临沂(2017 年上涨 80%)，今年分别下降 21%、2%，同样情况的还有廊坊和珠海；而去年表现较差的如中山(2017 年下降 68%)、昆山(2017 年下降 58%)、南通(2017 年下降 28%)，今年大幅反转，涨幅分别为 115%、63%、35%。

图表 8 2018 年主要城市住宅销售金额同比(%)



数据来源：世联研究；注：长沙、重庆、廊坊、石家庄等为主城区，杭州含萧山余杭；深圳、天津、长沙、合肥、南京、南昌、重庆为商品住宅数据；杭州、临沂为商品房数据；中山、太原、昆明为商品房-剔除保障房数据；其余城市皆为商品住宅-剔除保障房数据。

图9 2018年主要城市住宅销售面积与销售金额同比

等级	城市	销售面积 (万m <sup>2</sup> )	销售面积 同比(%)	销售金额 (亿元)	同比增长 (%)	等级	城市	销售面积 (万m <sup>2</sup> )	销售面积 同比(%)	销售金额 (亿元)	同比增 长(%)
一线	北京	441	-11%	2,038	-4%	二线	杭州	1274	-24%	3596	-7%
	上海	635	7%	3,422	20%		昆明	958	-27%	1294	-10%
	广州	988	-2%	1,949	17%		武汉	1667	-8%	1634	-11%
	深圳	292	13%	1,583	12%		石家庄	126	-34%	239	-31%
二线	合肥	742	217%	1,247	257%	厦门	71	-49%	284	-42%	
	长沙	1398	34%	1,252	42%	保定	246	173%	342	208%	
	重庆	2780	14%	3,174	40%	中山	940	58%	931	115%	
	西安	1712	6%	1,965	39%	珠海	208	68%	462	79%	
	贵阳	711	-14%	727	34%	昆山	359	26%	588	63%	
	长春	926	7%	814	29%	南通	271	10%	366	35%	
	郑州	1031	11%	1,398	25%	惠州	1692	17%	1875	20%	
	宁波	1260	15%	2,123	23%	佛山	1362	6%	1492	15%	
	南昌	750	7%	775	12%	台州	587	10%	716	12%	
	青岛	1478	-13%	1,972	9%	徐州	534	-3%	554	10%	
	南宁	838	-4%	975	8%	苏州	819	0%	1635	6%	
	济南	740	-1%	932	6%	常州	460	-14%	636	6%	
	沈阳	1487	-12%	1,309	2%	临沂	633	-19%	511	-2%	
	成都	2241	-18%	2,342	2%	东莞	513	-12%	917	-3%	
	太原	710	-17%	889	2%	舟山	127	-32%	186	-19%	
	天津	1157	-1%	1,813	-2%	三亚	246	-33%	752	-21%	
	大连	661	-15%	884	-2%	泰安	269	-39%	213	-23%	
	南京	694	-10%	1,623	-3%	廊坊	53	-54%	65	-55%	
	哈尔滨	862	13%	814	-6%	保定	246	173%	342	208%	

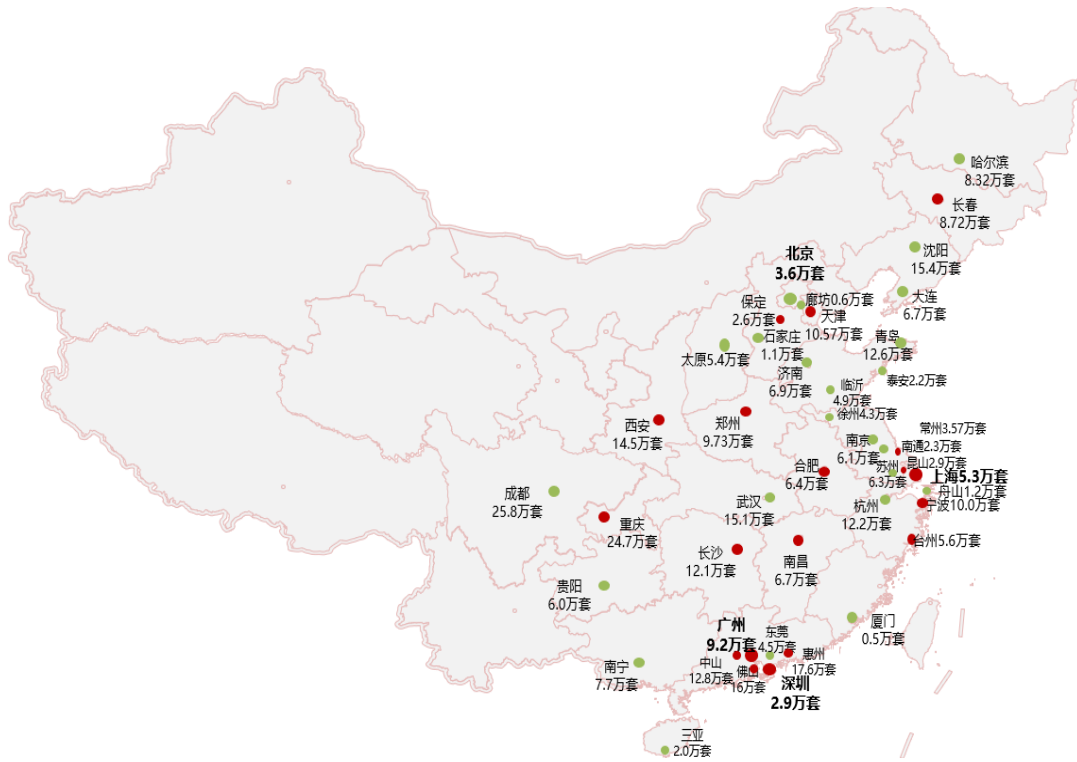
数据来源：世联研究；注：长沙、重庆、廊坊、石家庄等为主城区，杭州含萧山余杭；北京、上海、深圳、天津、长沙、合肥、南京、南昌、重庆为商品住宅数据；杭州、临沂为商品房数据；中山、太原、昆明为商品房-剔除保障房数据；其余城市皆为商品住宅-剔除保障房数据。

拆分价格和面积来看，重点监测的 45 个城市以量缩价扬为主。量(销售面积)价齐跌的有 3 个，分别是武汉、天津、廊坊；量价齐涨的城市有 15 个，量跌价涨的城市 27 个，深圳属于唯一的量涨价跌的城市(全年均价同比-1%)。

细分一下可以看出，成交量继续萎缩，继去年销售面积普遍大降(45 个城市中 37 个同比下降，降幅超 20%的城市占 27 个)，今年销售面积同比下降的城市有 27 个，降幅超过 20%的城市有 10 个，以泰安(-39%)、郑州(-40%)、珠海(-51%)、廊坊(-54%)尤甚。

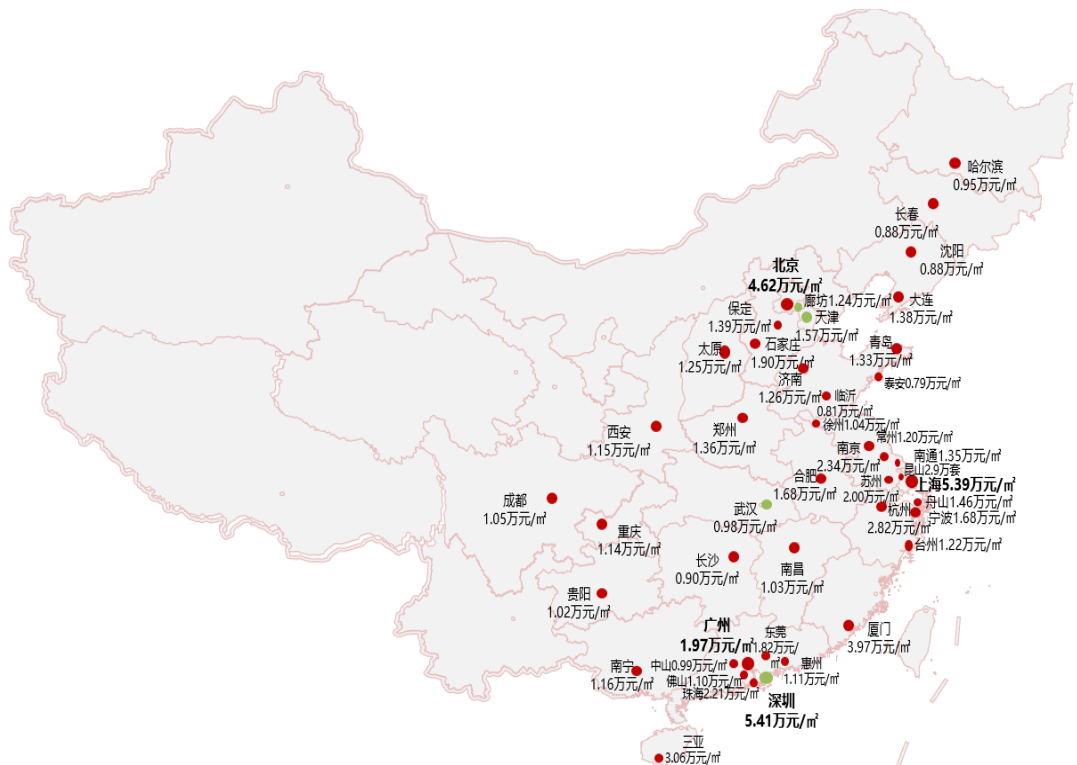
从均价涨幅来看，绝大部分城市仍保持正增长，但涨幅有所收窄。在世联跟踪的 45 个重点城市中，下跌的城市仅有深圳、武汉、天津、廊坊，跌幅分别为 0.6%、2.5%、1.9%、2.8%，相对平稳。从时间上看，上半年大部分城市依旧处于上涨趋势中，限价限签的强政干预依旧，催生多地一二手房价格倒挂现象，市场情绪火爆，“日光盘”频现，甚至上海、南京、长沙、成都、杭州、西安、武汉和深圳等被迫采取实行摇号购房，出现了成都和杭州“万人抢房”、深圳“500 万蹲”的奇观。拐点出现在 6-7 月的两个标志性事件：一方面，受 2018 年 6 月国开行总行传出消息上收棚改项目审批权，棚改货币化安置比例大降影响，虽其后明确仍然按计划进行，但对预期仍然是重大影响；另一方面，2018 年 7 月 31 日召开的中央政治局会议上，首次提出“坚决遏制房价上涨”，坚定的措辞使得民众对于中央“房住不炒”的信心增强，且伴随着下半年二手房市场量价齐跌的表现，场外持币观望情绪愈加浓厚。

图表 10 2018 年重点城市全年新房销售套数



数据来源：世联研究

图表 11 2018 年重点城市全年新房销售均价



数据来源：世联研究

图表 12 2018 年一线城市及销售面积同比±20%以上城市及市场概况

等级	城市	销售面积 同比增长(%)	城市点评
一 线	北京	-11.0%	<p>1、2018 年北京商品住宅新增供应量 820 万平，同比大幅上升 86%，主要受下半年限竞房项目集中入市拉动。新增供应增长的情况下，成交量 440 万平，走势依然同比下降，但 11%的降幅较 2017 年大幅收窄；</p> <p>2、产品结构发生明显变化，共有产权房和限竞房占比达 37%。成交均价为 46260 元/m<sup>2</sup>，同比上涨 9%，较 17 年同比涨幅减少 18%</p>
	上海	7.0%	<p>1、从市场表现来看，上海的房价在 2018 年均呈上涨趋势，这是因为 2018 年市场继续调整，外围城区低价项目去化受阻、中心城区由于限价原因项目性价比凸显，以中心城区项目成交为主的成交结构下，城市均价必然延续上升趋势：前期限价导致中心城区上涨幅度小于外围城区，当市场回归理性时，中心城区由于稀缺性价格更为坚挺、楼盘热销；</p> <p>2、外围城区、尤其是供应量相对较大的城区（如青浦、奉贤、松江）有项目率先降价，但浦东新区降价项目少。</p>
	广州	-2.4%	<p>1、2018 年网签表现供略大于求，网签同比表现“量价齐升”，下半年补签放量趋势更为明显，中心区体现“以价换量”，周边部分区域出现“价升量跌”；二次改善类产品出现补签放量；库存出现上行趋势，目前主要集中在增城、花都、南沙、番禺等区；</p> <p>2、实际市场进入全面降价阶段，售价优惠及购房成本优惠同时出现，下半年各个刚需区域价格回调明显。</p> <p>3、用签约对冲实际市场下行，进而释放房企流动性的方式，在 2019 年或将走到尽头。</p>
	深圳	12.8%	<p>1、受深圳限价影响，2018 年新成交均价 54120 元/m<sup>2</sup>，同比下降 0.60%，除 7 月份成交均价略有回升，其他各月均环比微跌；受“730”新政影响，“金九银十”成交情况不如预期，市场观望情绪浓重，11 月份各开发商集中推盘，降价促销冲刺年底指标，市场略有回暖，但全年整体呈供过于求的状态；</p> <p>2、二手房市场方面，受“三价合一”以及“730”新政影响，政策初期影响虽未及时显现，但进入第四季度，二手房市场频频遇冷，成交跌至全年低谷，市场低迷，降价成交情况频现，年末市场政策释放放松信号，二手房市场有所回暖趋于平稳；在全国“稳”字当头的大基调之下，深圳 2018 年政策频出，严调控稳房价，预计 2019 年政策环境相对乐观，但依旧以维稳为主。</p>
二 线	合肥	216.9%	2018 年 5 月份回迁房纳入备案，导致数据上暴涨，11 月备案放开，数据亦大涨，限价盘入市引客户哄抢。
	长沙	34.1%	<p>1、长沙“抢人大战”成效显著，17 年长沙人口净流入涨幅较大，且排名全国前五；</p> <p>2、2017.05.20 限购政策后（非市内户籍连缴 12 个月税/社保可购 1 套），2018 年 5 月一批达到购房资格的客户涌入市场；</p> <p>3、长沙在世联跟踪的 28 个一二线城市中，GDP 排第 12 位，GDP 增速第 5 位，房价却处于第 26 位，与其他省份对比，可谓是相对的价值洼地，房价在 2017 年的市场火爆状态的延续，一房难求的情况加剧了市民的恐慌心理，客户难以保持理智。在精装政策和首套刚需优先等政策陆续出台后更加上升；</p> <p>4、6.25 新政后，市场反应需要一定时间，在 8、9 月份市场才开始真正下行，18 年大半年的时间都是处于一个火热状态。</p>
	杭州	-24.2%	受限价政策影响，2018 年杭州一二手房出现严重倒挂，直接导致了“万人摇号抢房”的奇观，由于政策扭曲市场，诸多楼盘选择推迟开盘计划，成交量也随之大降。
	昆明	-27.0%	<p>1、昆明的购房群体中外省投资客占比很高，2018 年下半年限购政策出台后，限制了这部分购房群体，购房群体数量减少。</p> <p>2、开发商因回款压力，推出大量特价房，客户买涨不买跌，观望情绪加重；</p> <p>3、2017 年的销量、价格齐走高，潜在购买群体消耗较多。</p>

图表 12 2018 年一线城市及销售面积同比±20%以上城市及市场概况

等级	城市	销售面积 同比增长(%)	城市点评
	石家庄	-34.4%	1、2015 年之前，石家庄房产销售方面管理不规范，继 2015 年政府严查以来，核查力度越来越大，导致大量非五证项目停售，继 2017 成交量大降 60%后，2018 年新一轮更严厉的严查供应量大幅减少，后续虽有品牌房企房源大量上市，但以中高端为主，加之石家庄本身房价在二线城市里较高，客户预期降低及支付能力受限，市场表现持续低迷； 2、另受“严查、限价、限购、限售”等调控影响，价格在一季度出现大幅上涨外，后续表现都较为平稳，购房者观望情绪较浓。
	厦门	-48.8%	厦门属于四限未放开城市，楼市调控政策保持高压，土地方面限制条件先紧后松，房企拿地较为谨慎，而早期拿地价格较高，在降价潮来临后，较高的楼面价使得房企在限价叠加，一些房企原定 2018 年的推盘计划折戟，推盘量大降导致全市成交量同比大降。
三 线	保定	173.0%	保定 2017 年前一直处于无证销售状态，房地产市场管理不规范，无证期房过度透支市场（拿到预售证后已是 3-5 年），2017 市场严查，导致市场上合规可销售的产品大减，所以成交量爆降，而随着近两年更多的品牌房企入驻较多，带来的新合规房源增多，导致成交量大涨，但与 2016 年的销量比依旧是降低不少。
	珠海	67.6%	1、珠海调控政策 2017 年 4 月升级，个税/社保要求连缴 5 年，当年成交量大降，导致基数较低； 2、2018 年 3 月入户新政出台，入户条件更为宽松，4 月份后市场有所回暖，10 月后限购政策微调后，非珠海市户籍人才购房缴纳社保降至 1-12 个月，网签量迎来大幅增长。
	中山	57.5%	2018 年下半年开始，政府放开备案限制，网签备案速度加快，之前被限制的高价楼盘网签速度大幅加快。
	昆山	26.0%	1、2018 年城西、城中多个改善老楼盘集中加推，多以大面积产品为主； 2、2017 年土拍地块基本于 2018 年推出，且由于昆山限价政策，去化情况均较好； 3、全年市场整体成交较 2017 年好，限签导致存在部分已售出未网签，实际销售比数据更好。
	舟山	-32.0%	1、2018 年住宅土地开始流拍，8 月后住宅土地至今未拍，购房者观望情绪愈发明显；2、近几年舟山的楼市的火爆行情吸引众多大牌房企入驻，推盘量连年大涨，房价自 2015 年起迅猛上涨至高位停滞，在下行市场中，购房者选择多样，观望情绪浓厚；
	三亚	-33.2%	1、2017 年库存量去化的较大，2018 年 3 月限购升级，个税/社保须缴满 5 年，大大限制了省外购房者；2、新增楼盘较少，房源同比大减。
	泰安	-39.2%	2016-2017 土地供应收紧，之前土地储备消耗较多，商品住宅供应大幅回落，而 2018 年第三季度未开始，价格已涨至高位，市场观望情绪浓厚，导致成交下滑
	廊坊	-53.5%	1、2017 年 3 月廊坊政府出台限购政策，当年 6 月限购升级，范围扩大，非本省购房者须缴 3 年社保，2017 年销量大降，2018 年政策影响充分显现继续大降； 2、2017 年下半年，政府严查非五证销售严重，要求各项目必须取得预售证才能卖，2018 年政策充分显现，在此前管理相对不规范，无证销售严重。

资料来源：世联研究

#### (4)写字楼仍是库存重灾区，北方去化压力不减

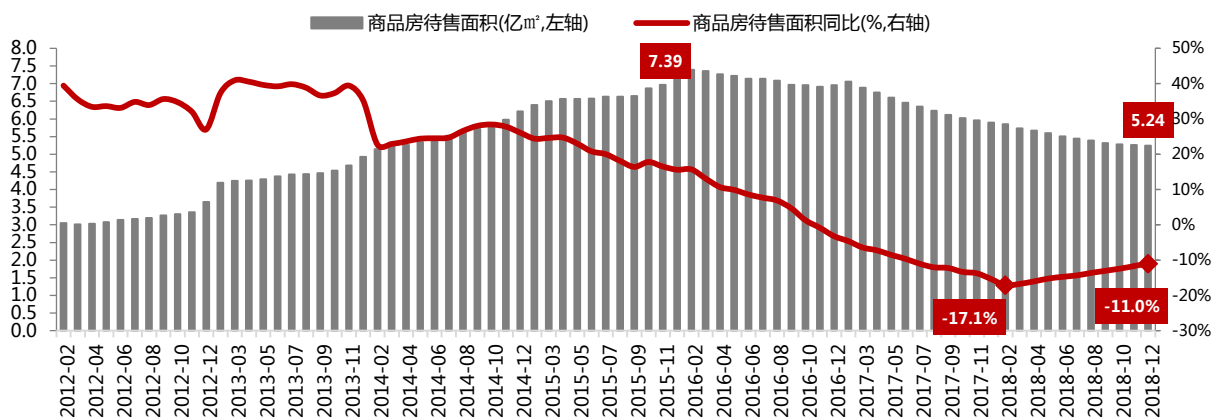
截止至 12 月底，全国商品房待售面积 5.24 亿 m<sup>2</sup>、同比减少 11.0%，比 2016 年初高点 7.39 亿 m<sup>2</sup> 减少 2.15 亿 m<sup>2</sup>、下降 29.1%，当前待售面积相当于 2014 年 4 月水平。待售面积迅速下降缘于商品住宅库存去化迅速：商品住宅待售面积 2.51 亿 m<sup>2</sup>、同比下降 16.8%，比 2016 年初高点 4.60 亿 m<sup>2</sup> 减少 2.05 亿 m<sup>2</sup>、下降 45.4%，当前商品住宅待售面积相当于 2012 年末水平、占商品房总待售面积的比重从 2016 年高点 63.1% 下降到 48.5%、去化量占商品房整体的 96.2%。

全年商业用房待售面积也有明显的下降，商业营业用房待售面积 1.38 亿 m<sup>2</sup>、同比下降 9.3%，降幅

自年初以来呈持续扩的趋势，比历史高点 2016 年末 1.61 亿  $m^2$  减少 0.23 亿  $m^2$ 、下降 14.3%，当前待售面积相当于 2015 年末水平。

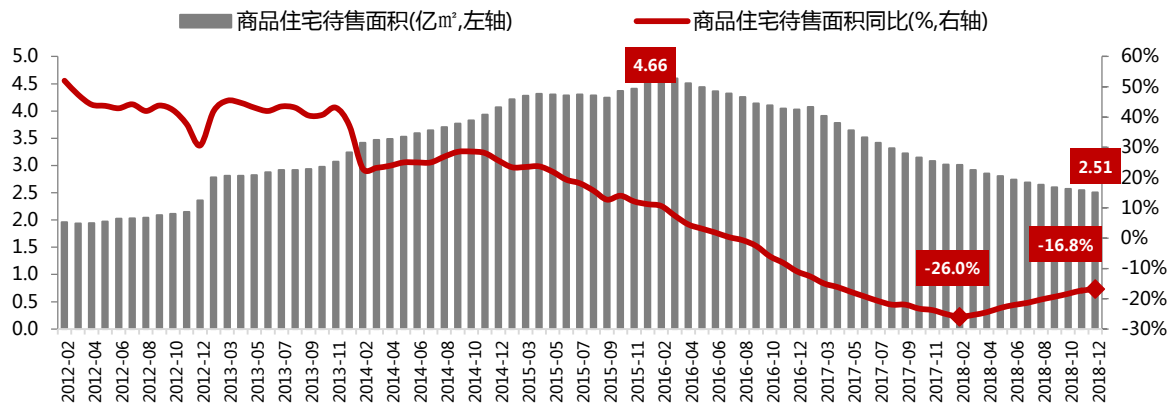
另外，12 月底，办公楼待售面积 0.36 亿  $m^2$ 、同比微跌 0.4%，与历史高位相差无几。2017 年，各类型待售面积都下行的环境中办公楼待售面积仍维持正增长，至 2018 年降速也仅为 0.4，办公楼待售面积降速不明显除了对产业的偏爱之外，还与各地陆续执行的限商政策有关：一二线、环一线等城市办公楼长期供大于求，住宅去化迅速和限购叠加，客户和开发商都转向公寓类产品，各类限商政策的出台及时遏止了公寓产品走向过热，在办公楼本身去化困难的前提下，公寓产品的边际影响变得突出；但办公楼与城市具体经济相关，考虑供大于求的客观环境，办公楼待售面积的去化仍需要相当一段时间。

图表 13 商品房待售面积及同比增速走势



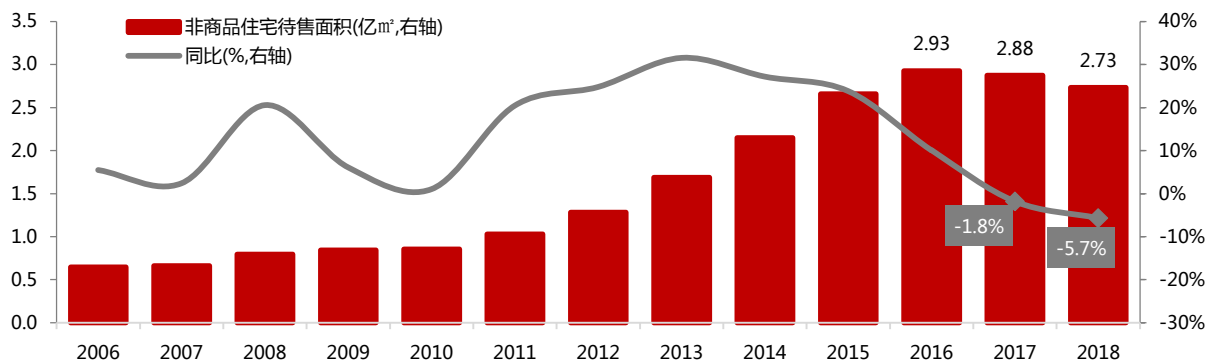
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 14 历年全国商品房住宅产品待售面积及同比增速



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

图表 15 历年全国商品房非住宅产品待售面积及增速



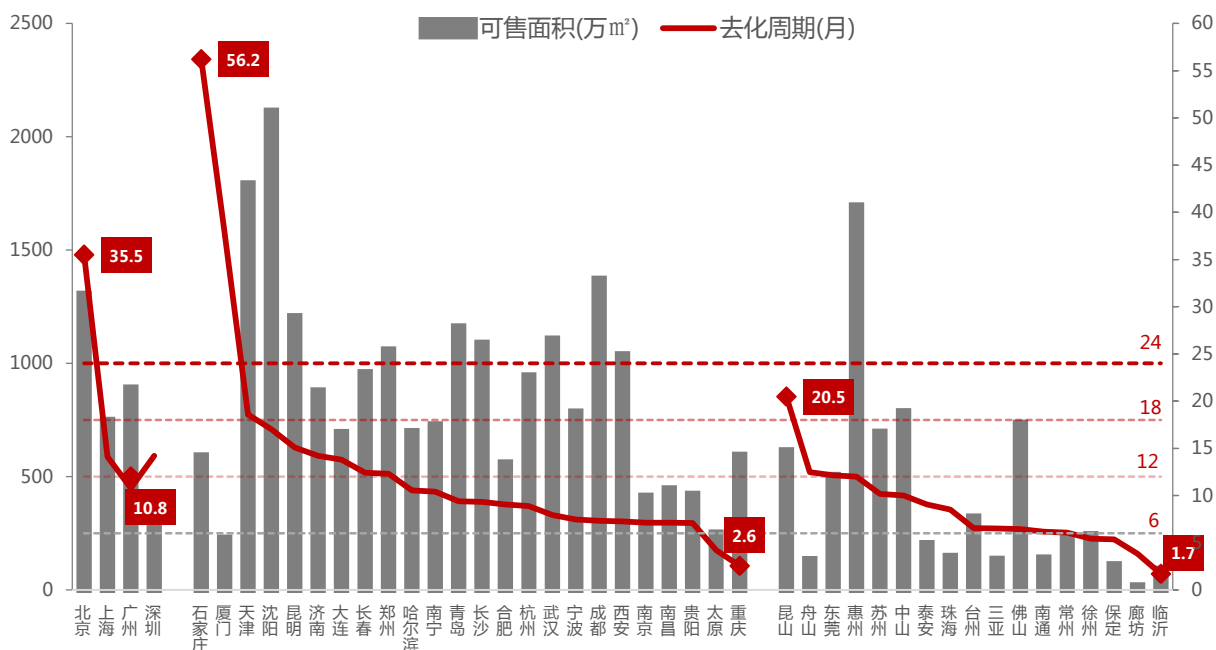
数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

2018 年全国的调控继续因城施策引导，城市库存呈现高低分化。

从去化周期来看，根据 2018 年去化速度计算，在世联跟踪的 45 个城市中，去化周期高于 18 个月的仅石家庄、厦门、北京、天津、昆山，分别为 56.2 个月、37.8 个月、35.5 个月、18.6 个月、20.5 个月，北京、天津主要是由于全年供应量大增的缘故，2018 年可售面积同比分别增长了 41.1%、53.3%；昆山是因限签导致有部分已售出但未网签，数据失真；石家庄、厦门是因为在调控下，2018 年去化速度大降。

从可售面积看，可售大于 1000 万 m² 的有沈阳、天津、北京、青岛、郑州、西安、长沙、成都、昆明及惠州，但除了北京去化周期高达 35.5 个月外，其余城市去化周期均低于 18 个月，处于合理区间。另外，合肥、中山虽因为政策微调今年成交量大涨，去化速度加快，但目前库存量依然与去年同期水平相当。

图表 16 主要城市可售面积及去化周期(2018.12, 根据全年销售金额/销售面积计算)



数据来源：世联研究；注：长沙、重庆、廊坊、石家庄、郑州等为主城区，杭州含萧山余杭；深圳、天津、长沙、合肥、南京、重庆、南昌为商品住宅数据；杭州、临沂为商品房数据；中山、太原、昆明为商品房-剔除保障房数据；其余城市皆为商品住宅-剔除保障房数据。



据我们推算，至 2019 年全国住宅累计可售量降为 28.4 亿  $m^2$  (假设项目新开工 1 年后陆续进入市场；上一年的新开工面积-当年的销售面积=可售面积，逐年累加即为累计可售面积。另外，2000 年之前部分地区数据不可得，根据我们推算，此部分与 2000-2018 年累计开工面积中的不可售部分相当，故不进行系数折算)，这些量将在未来几年陆续入市。待售面积按照 2018 年的去化速度计算去化周期(去化周期=可售面积/销售面积)，预计 2019 年在不考虑新开工住宅的情况下，消化全部库存需大约 1.9 年。

以相同的方法计算不同城市群的库存及去化周期，结果如下表：

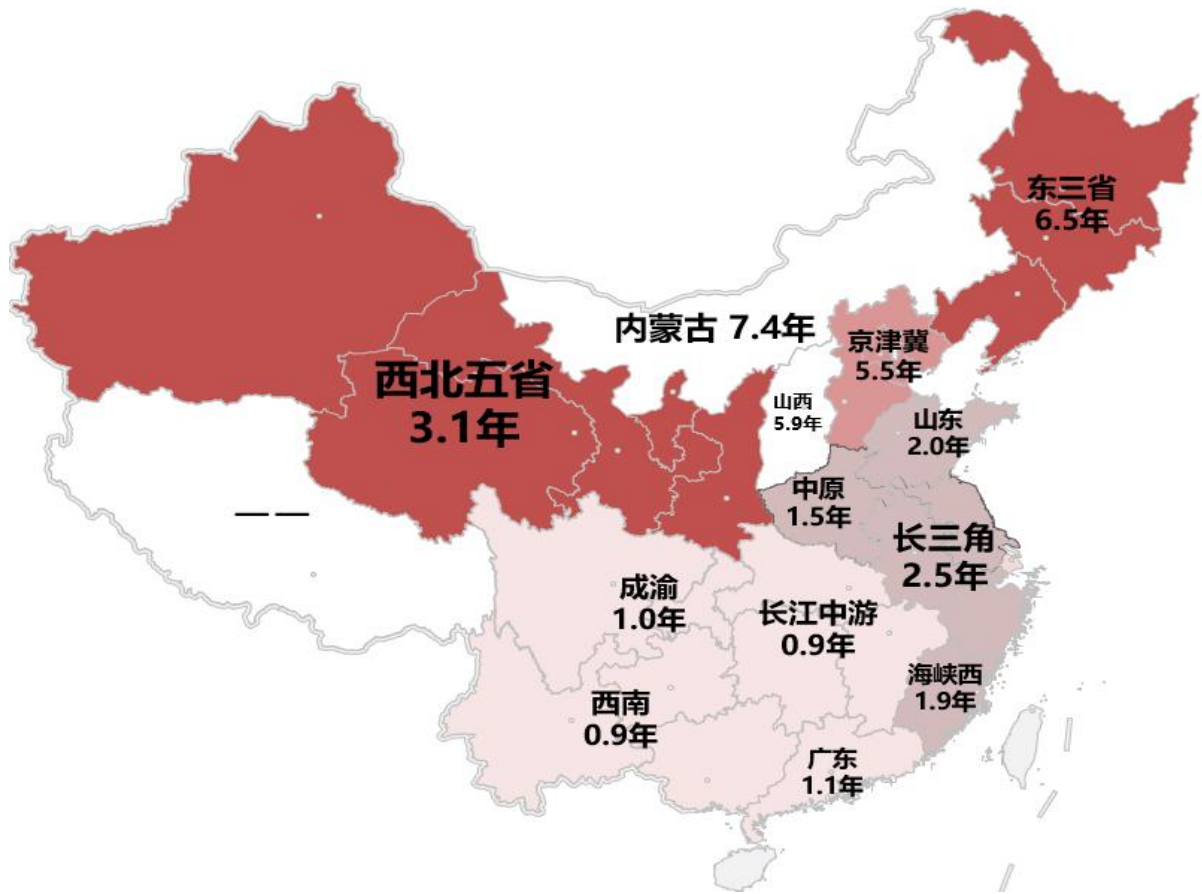
**图表 17 主要城市群商品住宅库存和去化周期**

城市群	2019 年初可售面积(万 $m^2$ )	去化周期(年)	同比
东三省	45,599	6.5	0.4
京津冀	34,817	5.5	0.9
海峡西	8,849	1.9	-0.1
中原(河南)	19,332	1.5	-0.5
山东半岛	23,012	2.0	0.0
长三角	74,239	2.5	1.0
长江中游(赣湘鄂)	19,574	0.9	-0.3
成渝	4,879	1.0	-0.1
西北(五省)	23,247	3.1	-2.2
西南(云贵桂)	12,042	0.9	-0.3
广东	13,593	1.1	0.1
山西	13,070	5.9	--
内蒙古	12,677	7.4	--
全国	284,276	1.9	-0.3

数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

结果显示，城市群的库存分布不均仍然持续，大范围看，北方地区库存大大高于南方。东三省、京津冀、内蒙、山西库存高企，去化周期都在 5 年以上；成渝、长江中游、西南四个地区的去化周期均低于 1 年，显著低于全国 1.9 年的整体水平。

图表 18 主要城市群商品房库存和去化周期



数据来源：世联研究

另外值得注意的是，长三角 2018 年末可售面积增加较多，按照 2018 年的全年去化速度看，长三角城市群的去化周期将拉长 1 年至 2.5 年，在全国销售面积单月增速连续下滑的形势下，2019 年长三角地区或进入去库存攻坚阶段。

综上，全国不同区域间的库存及去化周期分化加剧，或将导致 2019 年全国不同区域间，因城施策的着力方向及力度的差异化也将更加明显。

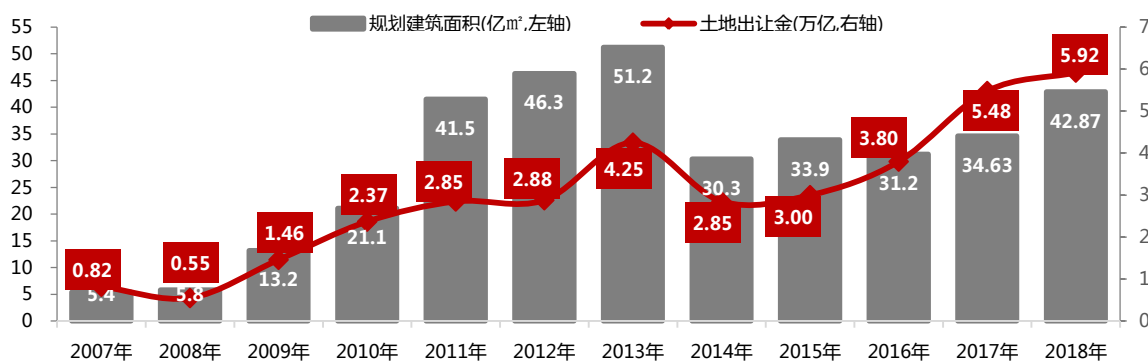
## 特征二：土拍回落，流拍高走

土地供应从全国齐步走的增供应演变为有增有减，从价高者得走向摇号、熔断、限价、自持、资金审核细则更替。土储不足倒逼土地成交价格上行的形势已进入尾声，地价涨幅与溢价已收窄；除了按需供给的新原则外，租赁用地大规模落地和集体用地租赁入市也开创了土地利用新模式。

### (一)土地市场：上半场如火如荼，下半场骤然转冷

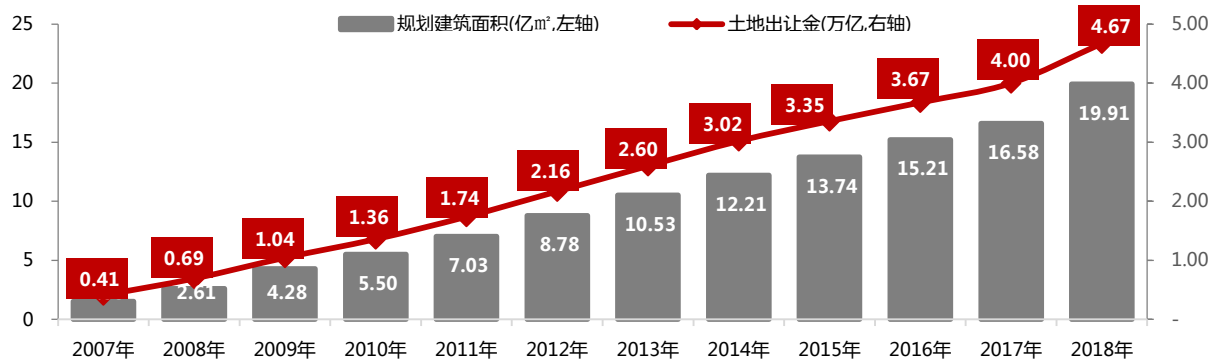
全年招拍挂成交土地出让金 5.92 万亿、同比增长 8.0%，其中住宅用地出让金 4.67 万亿，同比增长%，住宅用地出让金占总出让金的 78.9%；全年出让建筑面积 42.9 亿  $m^2$ 、同比增长 23.8%，其中住宅用地 19.9 亿  $m^2$ ，同比增长 25.9%，住宅用地供应建面占总建面的 46.4%。全国平均楼面价（所有用地类型）为 1,381 元/ $m^2$  比 2017 年 1,501 元/ $m^2$  下降 8.0%；住宅类用地情况类似，2018 年全国平均楼面价为 2,346 元/ $m^2$  比 2017 年 2,612 元/ $m^2$  下降 10.2%。其中地价降幅最为突出的是都市圈三线城市，全年住宅用地楼面均价 2,286 元/ $m^2$ ，较 2017 年下降了 32.0%。

图表 19 历年全国招拍挂出让金及供应建面情况(2007-2018，所有用地类型)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

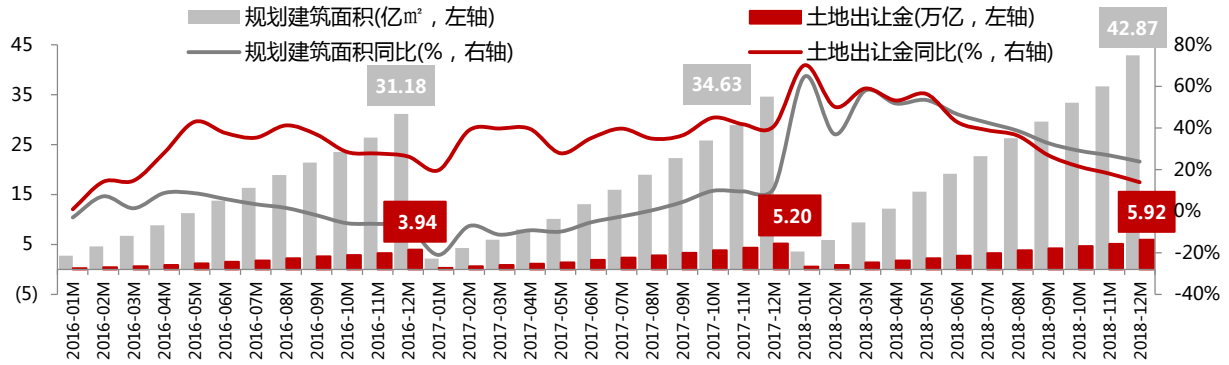
图表 20 历年全国招拍挂出让金及供应建面情况(2007-2018，住宅用地)



数据来源：WIND、国家统计局、世联研究

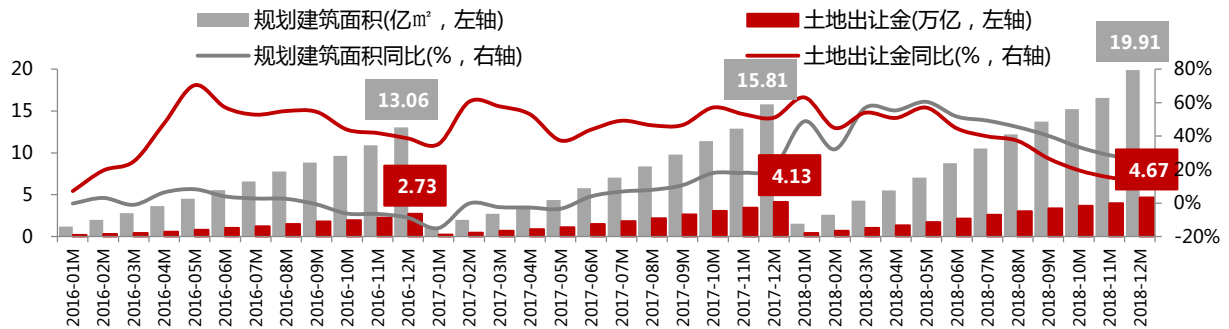
土地出让面积及金额均双双创近年新高，全年政府供地相当积极，全年招拍挂推出（包括流拍地块）规划面积共计 46.6 亿  $m^2$ ，较 2017 年 36.4 亿  $m^2$  增长了 28%，相比 2017 年 11.1% 的增长有较大幅度的提升。

图 表 21 2016 年 1 月-2018 年 12 月土地出让规划面积与出让金额累计同比增速（所有土地类型）



数据来源：世联研究

图 表 22 2016 年 1 月-2018 年 12 月土地出让规划面积与出让金额累计同比增速（住宅用地）



数据来源：世联研究

就全年的情况来看，上半年补库存推动成交火热，土地市场一路高歌猛进；但进入下半年后，除一线城市外，二三线城市成交均直转而下。所有用地出让的规划建面累计同比增速、出让金额累计同比增速分别由 2018 年 6 月份的 46.8%、43.0% 年末下降至 12 月的 23.8%、13.9%；同期，住宅用地出让的规划建面增速、出让金额增速分别由 52%、45% 分别降至 12 月的 25.9%、13.1%。

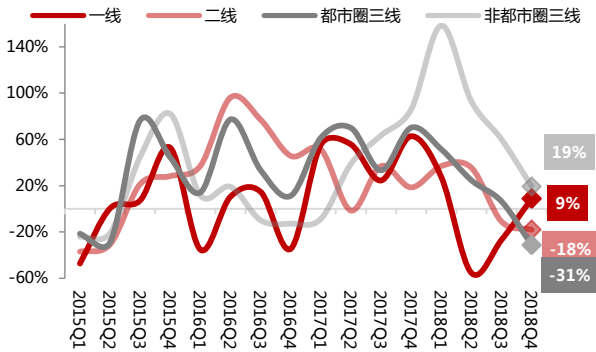
细分来看，二线城市、都市圈三线城市与非都市圈三线城市 2018 年土地规划建面、出让金的增速在下半年持续向下，12 月二线、都市圈三线和三线城市规划建面同比增速分别为-3%、-5%和 18%，出让金增速分别为-18%、-31%和 19%。

期间溢价率显著下降、流拍率上升，二线、都市圈三线和非都市圈三线城市流拍率分别由一季度的 4.9%、5.3%、5.9%，上升至 12 月的 7.5%、5.5%、6.2%，尤以二线城市流拍率上升最为显著。另外，全年溢价率持续下行，四季度一线、二线、都市圈三线与非都市圈三线的流拍率较一季度分别降低了 8%、10%、17%和 11%。全年溢价率持续下行、流拍率总体上升，我们不能否认与 2016 年地王年之后地方政府推地力度加大有关，但这并非主要原因，市场降温和房企补库存周期叠加才是背后的关键。

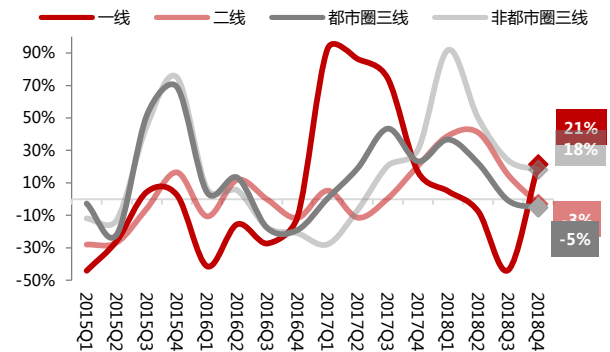
值得注意的是，一线城市在下半年出现回暖的迹象，土地出让金和规划建面增速均率先触底回升、土地流拍持续下降。土地出让金增速由 2017 年 63% 的高点探底至 2018 年第二季度的 -55%，随后连续回升至四季度的 9%；土地规划建面增速由 2017 年初 92% 的高点探底至 2018 年第三季度的 -44%，四季度回升至 21%。

结合一线城市住宅销售量价表现相对稳健，在政策边际改善的预期下，房企对于一线城市已表现出积极的态度。

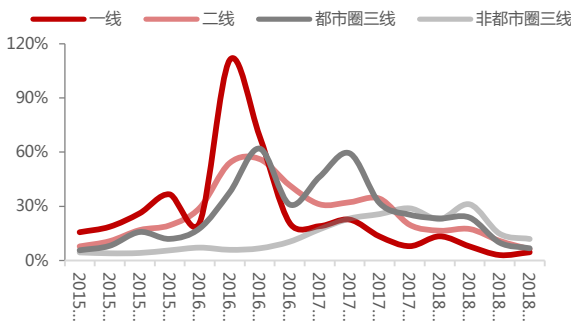
图表 23 2015-2018 年各线城市土地出让金累计同比



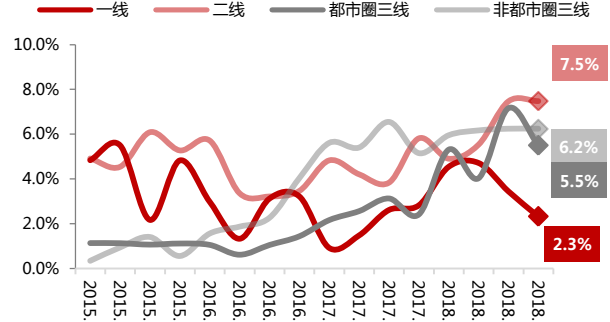
图表 24 2015-2018 年各线城市土地规划建面累计同比



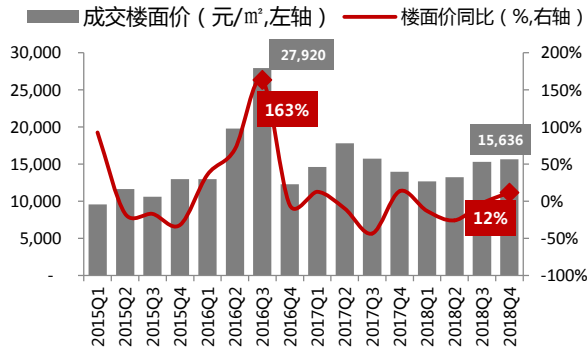
图表 25 2015-2018 年各线城市土地溢价率表现



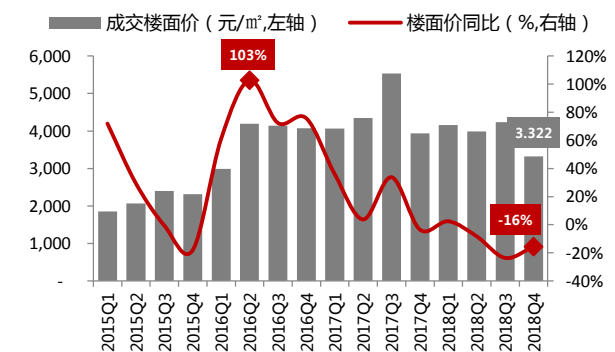
图表 26 2015-2018 年各线城市土地流拍率表现



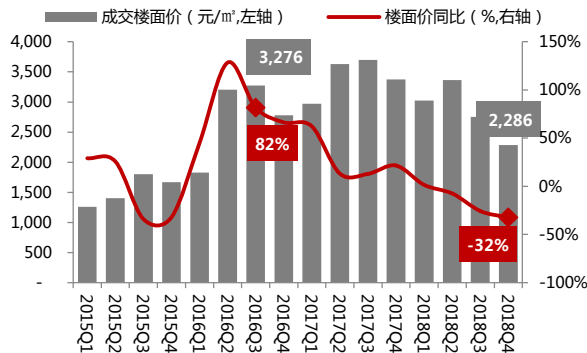
图表 27 一线城市楼面价及同比走势



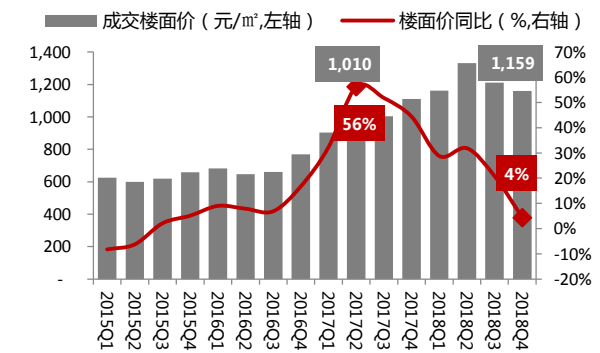
图表 28 二线城市楼面价及同比走势



图表 29 都市圈三线城市楼面价及同比走势



图表 30 非都市圈三线城市楼面价及同比走势



数据来源：世联研究

数据来源：世联研究

## (二)核心城市楼面价向稳，租赁用地拖地价

2018年，楼面价的增幅和溢价率都得到了有效的控制。从楼面价 Top30 城市榜单中全年楼面价同比增速大于 30% 的只有深圳、舟山、丽水，溢价率大于 30% 的也只有佛山及合肥；相比于 2017 年 10 城楼面价同比增速过 30%、18 城溢价率过 30%，可以说在地市场全面愈加强理性，其中除了商品房销售下半年降温外，政府通过大幅增加供应土地也起到了极大的作用。

图表 31 2018 年住宅用地楼面价 Top30 城市

排名	城市	2018 年			2017 年		
		楼面价 (元/㎡)	同比 (%)	溢价率 (%)	楼面价 (元/㎡)	同比 (%)	溢价率 (%)
1	厦门市	24,265	-4.7%	9.4%	25,456	-11.5%	32.9%
2	北京市	23,499	-5.1%	15.4%	24,749	3.6%	25.9%
3	杭州市	15,419	4.6%	26.9%	14,737	12.7%	53.1%
4	深圳市	15,383	109.5%	24.8%	7,342	-74.5%	15.3%
5	广州市	11,547	-7.5%	4.0%	12,479	26.6%	12.2%
6	上海市	10,641	17.5%	0.0%	9,061	-48.6%	4.1%
7	东莞市	10,227	4.8%	17.8%	9,763	26.8%	29.5%
8	苏州市	8,216	1.2%	10.6%	8,122	-14.0%	29.4%
9	南京市	8,047	-31.8%	6.7%	11,796	-16.4%	37.8%
10	舟山市	7,845	56.0%	15.6%	5,029	16.2%	31.3%
11	天津市	7,281	-29.3%	3.8%	10,301	17.1%	16.8%
12	福州市	7,050	-7.5%	13.9%	7,622	8.8%	30.8%
13	佛山市	7,041	-6.1%	32.3%	7,501	22.6%	69.4%
14	珠海市	6,483	-35.9%	15.4%	10,110	-20.8%	52.7%
15	温州市	6,353	-7.2%	10.8%	6,848	-8.9%	22.1%
16	中山市	6,110	10.9%	16.8%	5,511	11.2%	64.2%
17	嘉兴市	6,050	3.5%	29.4%	5,843	77.0%	66.2%
18	合肥市	6,031	-11.6%	69.0%	6,826	-21.6%	134.7%
19	无锡市	5,939	0.4%	10.5%	5,917	-22.3%	29.0%
20	金华市	5,579	-0.9%	14.0%	5,630	44.7%	40.3%
21	绍兴市	4,971	28.4%	22.6%	3,872	106.0%	39.4%
22	台州市	4,749	-10.4%	26.9%	5,298	80.8%	61.4%
23	武汉市	4,722	-5.4%	3.7%	4,992	-1.0%	11.2%
24	宁波市	4,649	-7.0%	17.0%	5,000	-23.5%	55.9%
25	湖州市	4,590	27.3%	16.2%	3,605	66.0%	29.3%
26	常州市	4,549	0.7%	12.9%	4,517	133.0%	33.6%
27	大连市	4,548	26.6%	26.0%	3,592	26.7%	61.7%
28	成都市	4,507	-36.7%	12.7%	7,124	143.3%	47.3%
29	济南市	4,498	-27.4%	2.9%	6,197	82.0%	34.7%
30	丽水市	4,317	42.4%	26.2%	3,032	51.5%	75.8%

数据来源：世联研究

从楼面价来看，住宅用地楼面价超过 2 万的城市仅有厦门和北京，同比微跌；而楼面价在 1 万~2 万之间的城市有杭州、深圳、广州、上海和东莞；除深圳因 2017 年大推租赁用地造成低基数高增长(同比增长 109.5%)，其他城市波动相对较小。租赁用地的大力推进拉低土地楼面价，深圳全年出让 10 宗地，其中含租赁地块占了 3 宗，三宗地楼面均价为 9,935 元/㎡，而上海全年出让的 127 宗

地中，动迁安置房用地占了 57 宗，剩下 70 宗用地几乎尽数带有租赁规划，将全市的均价拉低至 10,641 元/㎡。

### (三)榜单格局延续，城市供地持续放量

2018 年住宅用地建筑面积 Top30 城市大体延续了 2017 年的格局，2017 年的 TOP30 城市有 25 个继续位列 2018 年的 TOP30 榜单中，2018 年建面排名中近 6 成为三线城市，其余均为二线城市，其中郑州、重庆、武汉、西安在 2017 年也位列住宅用地建面供应总量前 10。从总的供应上看，TOP30 城市中 25 个保持供应增长态势，其中 15 个保持 30% 以上的供应增长，增长最高的为许昌市，同比倍增；郑州、重庆继续保持 TOP2 的位置，另外，引人注意的是在 TOP30 城市榜中 9 个城市属于山东省，30 个城市中同比增长 50% 以上的 9 个城市中，山东占据 4 个，可以看出，山东的城市较 2017 年推地更为积极。

供地的大幅增长仍然源于中央要求根据商品房去化周期制定推地策略，棚改大省山东就是其中典型；另一方面也有快速建设和发展的城市加入推地行列，比如郑州。开发商经历一轮大涨家底丰厚也乐于配合，然则连续两年的大力推地走向尾声，地方财政殷实的同时我们需要关注：

在下行的市场预期中，快速增长的土储里面有多少在来年会成为畅销的货值。

图表 32 2018 年住宅用地建面供应总量 Top30 城市

排名	城市	规划建筑面积 (万㎡)	同比(%)	排名	城市	规划建筑面积 (万㎡)	同比(%)
1	郑州市	5011	14.6%	16	济宁市	1883	51.7%
2	重庆市	4609	-4.1%	17	长沙市	1781	21.3%
3	菏泽市	4225	79.2%	18	昆明市	1730	5.7%
4	潍坊市	2917	38.1%	19	赣州市	1713	67.3%
5	武汉市	2579	-6.9%	20	驻马店市	1696	17.6%
6	阜阳市	2545	46.4%	21	威海市	1650	-21.8%
7	遵义市	2161	49.4%	22	石家庄市	1647	13.9%
8	保定市	2133	57.5%	23	济南市	1619	16.0%
9	成都市	2108	36.5%	24	德州市	1601	14.9%
10	西安市	2064	24.3%	25	南通市	1588	9.4%
11	临沂市	1971	64.6%	26	苏州市	1522	-18.2%
12	徐州市	1956	-42.7%	27	毕节地区	1511	75.8%
13	青岛市	1930	51.3%	28	商丘市	1475	34.1%
14	宁波市	1914	46.2%	29	许昌市	1418	100.4%
15	烟台市	1906	19.6%	30	常州市	1368	67.3%

数据来源：世联研究

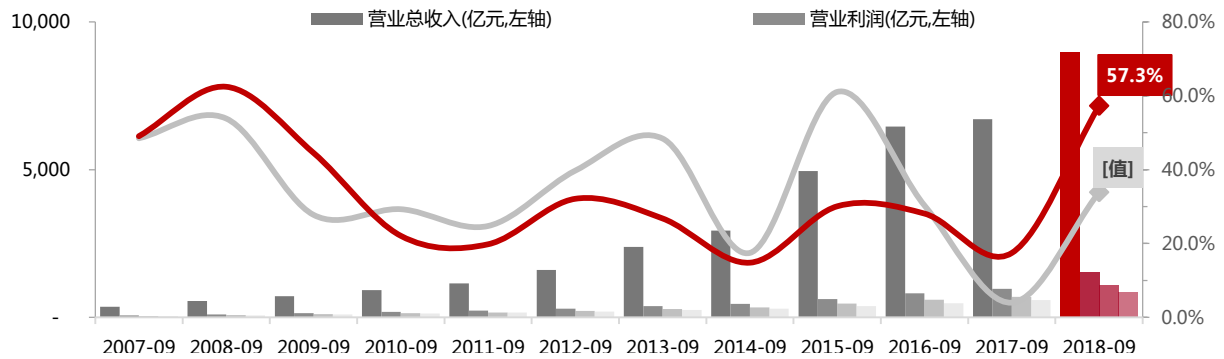
## 特征三：业绩无忧，回款见肘

自 2017 年全年政策频繁落地，房地产市场确立进入下行周期。与过去不同的是，本轮的下行周期降速缓慢而平稳，不再有以往大起大落的，纵观前几轮周期，销售额增速从顶峰下降至负增长，间隔都在 1 年左右，而本轮自 2016 年 9 月开始的下行趋势至今已历时逾 2 年，至 4 季度销售额仍然有两位数的增长，销售面积也才刚开始负增长。两次中央经济会议不再提及房地产颇有深意，我们更关心目前开发商的经营情况如何，现金情况如何。技术上来说，在上市公司的会计准则之下，开发商结算周期存在滞后，并且上市开发商全年结算集中在四季度，第三季度的财务指标一则粗略二来有一定偏颇，并不能全面地反映情况。因而开发商的年报数据才是我们真正需要的，可惜年报需要等到 3 月之后。

即便如此，我们还是希望从三季报中获得关于收入、费用、利润、回款和债务的信息：

### (1) 营收增长保业绩，去化上扬现隐忧

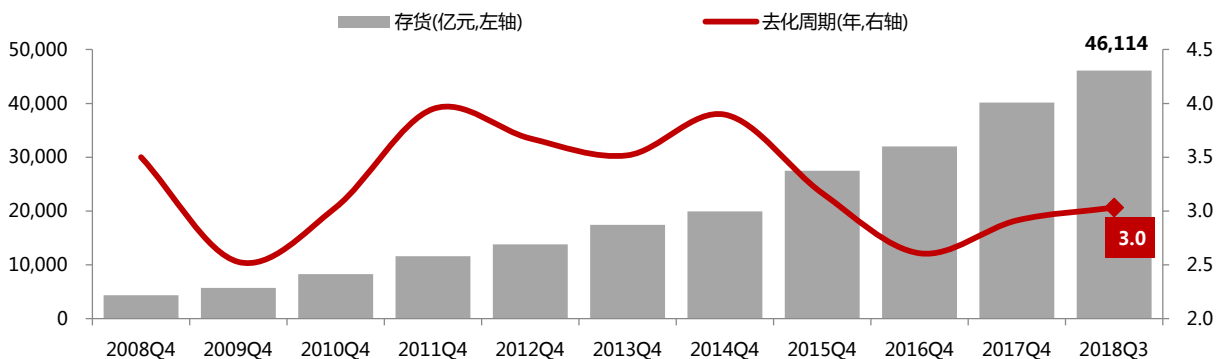
图表 33 A 股上市营收和利润情况



数据来源：WIND、世联研究

从上市房企整体角度来看，前三季度营业收入和利润都有了相当幅度的增长，纳入部分跨界企业的地产板块，A 股市场房地产总营业收入达到 8,989 亿元、同比增长 33.9%，实现经营利润 1,530 亿元、同比增长 58.5%，其中净利润 1,098 亿元、同比增长 57.3%，归属母公司的股东净利润 860 亿元、同比增长 47.4%，从数据看来市场一片繁荣。

图表 34 A 股上市房企存货及去化情况



数据来源：WIND、世联研究



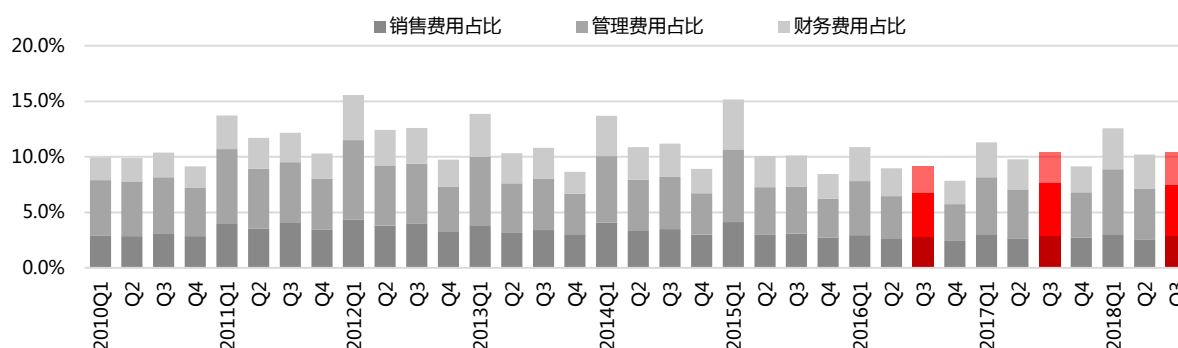
以毛利率和货值估算真实去化情况，截止至三季度末，A股上市房企的存货总量约为4.6万亿，同比增长23.1%，与2017年末相比总量增长约6千亿、增速下滑2.5个百分点；在市场销售增速下行的环境中，积极推售起了一定的作用，去化周期拉长，达到3.0年、比2017年末增加0.1年；并且考虑四季度的大力度促销，我们认为年末去化周期上扬幅度不会比2017年高，将保持在3.0年上下，但仍值得注意：

1.样本企业去化周期已达3.0年，考虑开发商需要储备2-3年的货量，去化周期虽正常但已处于上升通道中；从杠杆的边际效率考虑，进一步上扬意味着回款大幅减速和资金成本迅速抬升；

2.在房企普遍主动降杠杆的过程中，中大型规模房企增速亮眼但存货依旧上涨较快，表明着存货并非主动加杠杆扩规模所致，而是销售速度跟不上供应速度（前期储备项目较多）而使得库存被动增加。而中大型房企资金实力和营销能力都有相当水平，目前该类房企去化周期趋势上行，意味着中小型房企的销售正面临着更大的考验。

## (2)财务费用大幅增长，三费周期示底部形成

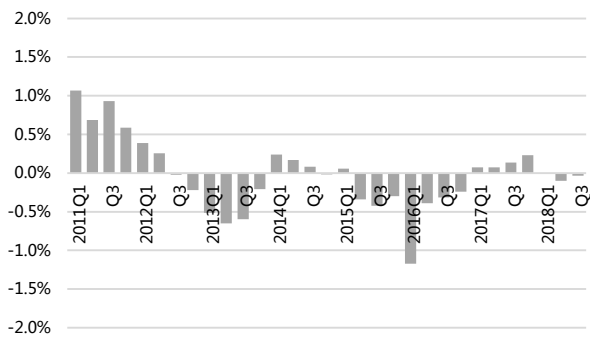
图表 35 A股上市房企三费占比情况



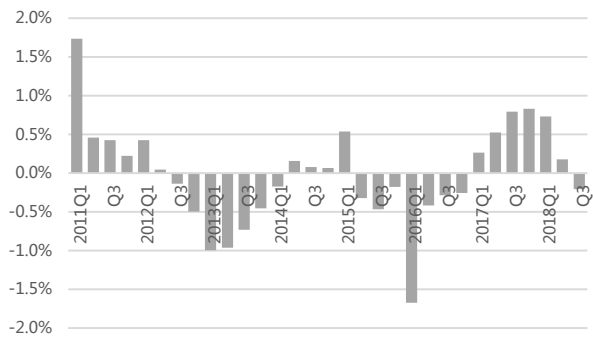
数据来源：WIND、世联研究

在查看开发商三费占比的时候，基于营收与销售的滞后关系，原应考虑以销售额作为参考基数，然则一来适用的权益销售额只有三年数据，二来在更长的时间尺度里滞后已被抚平，因而在考虑三费整体走势时候，我们更倾向于使用营业收入作为基数。筛选从2010年至2018年三季度数据完整，且房地产业务占比超过80%的房企作为研究样本，可以看到，2018年3季度样本房企销售费用、管理费用、财务费用分别为302.7亿元、480.3亿元和323.7亿元，同比增速分别为27.1%、22.9%和40.0%，对应营业收入10,597亿元、同比增长28.5%。

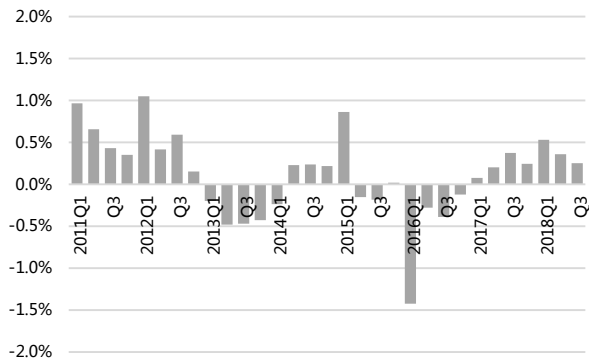
开发商的销售费用中，以代理佣金为主要影响部分，大多占开发商销售费用4成以上(少数佣金不计入销售费用的除外)，因而随收入规模增长呈线性相关状态；管理费用以人力成本为最主要部分，其余折旧摊销、办公费用等属固定成本增速较缓且占比不大，2018年3季度管理费用增速比营业收入增速低5.6个百分点，一方面是规模效应的结果，另一方面也与销售业绩进入释放期相关；财务费用增速显著高于营业收入增速，是近年资金面紧、融资受限、利率抬升所致，有记录以来财务费用增速达到40%以上的年份分别为2011年和2015年。

**图表 36 销售费用占比变动(%)**


数据来源：WIND、世联研究

**图表 37 管理费用占比变动(%)**


数据来源：WIND、世联研究

**图表 38 财务费用占比变动(%)**


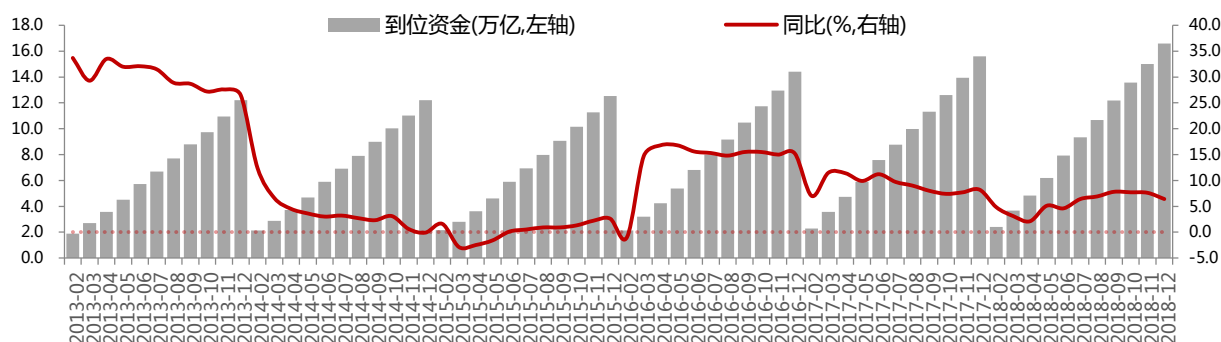
数据来源：WIND、世联研究

从更长的尺度来观察来看占比变动，可以看到，在市场向好上行通道中，溢价扩张收入快速增加，三费占比明显下降；市场增速见顶回落的下行通道中，因人力成本不易迅速减少，则体现为管理费用占比迅速提升，叠加在市场下行过程中加大营销力度和资金吃紧，销售费用和财务费用也处于攀升过程中；在下行通道后半段，量缩引致销售费用负增长，人力精简管理支出减少，融资额加大财务费用持续扩张。据此，我们可以看到，从资金面来说，房企调整进入尾声，行业小周期底部已经形成。

### (3) 资金到位缓慢，回款见肘难续

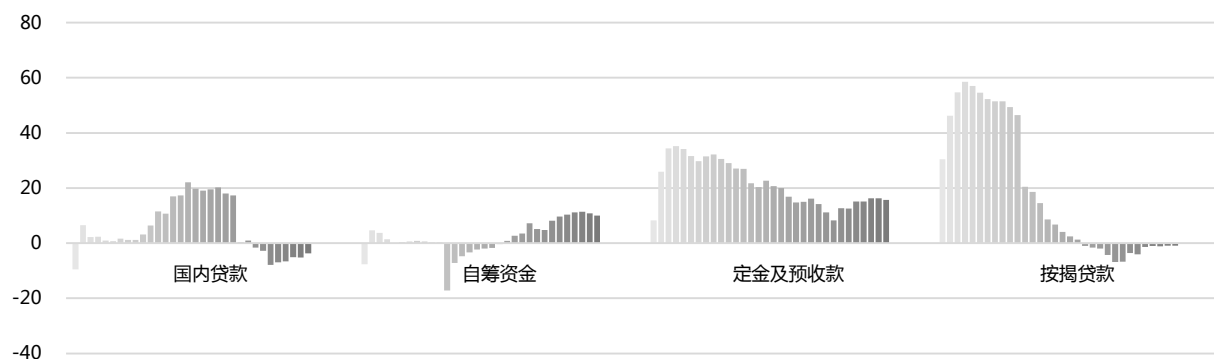
据统计局公布资料分类，开发商到位资金大致分为国内贷款、利用外资、自筹资金、定金及预收款和按揭贷款 5 项，其中利用外资占比极小可忽略不计，国内贷款又可划分为银行贷款和非银行贷款，银行贷款以房产开发、地产开发贷为主，是贷款的主要来源，非银行贷款包括信托、基金等非标融资，是必要的补充。

图 39 房地产开发企业到位资金及同比走势



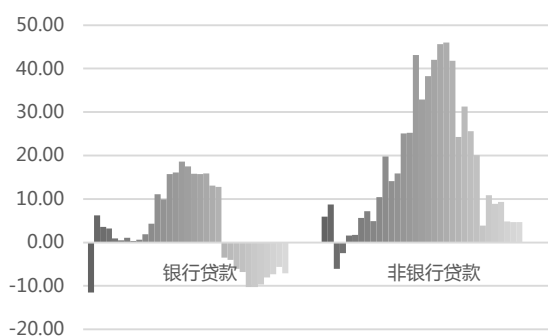
数据来源：WIND、世联研究

图 40 房地产开发企业各类到位资金同比走势(%，2016-2018)



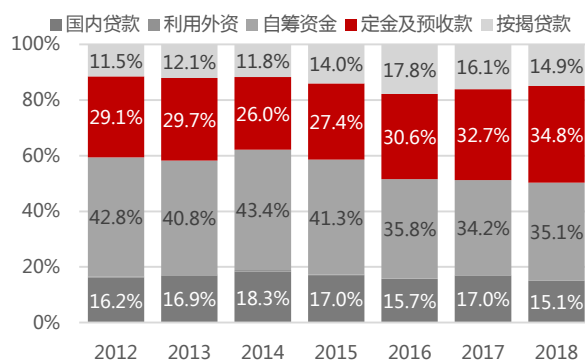
数据来源：WIND、世联研究

图 41 国内贷款分类同比走势(%，2016-2018)



数据来源：WIND、世联研究

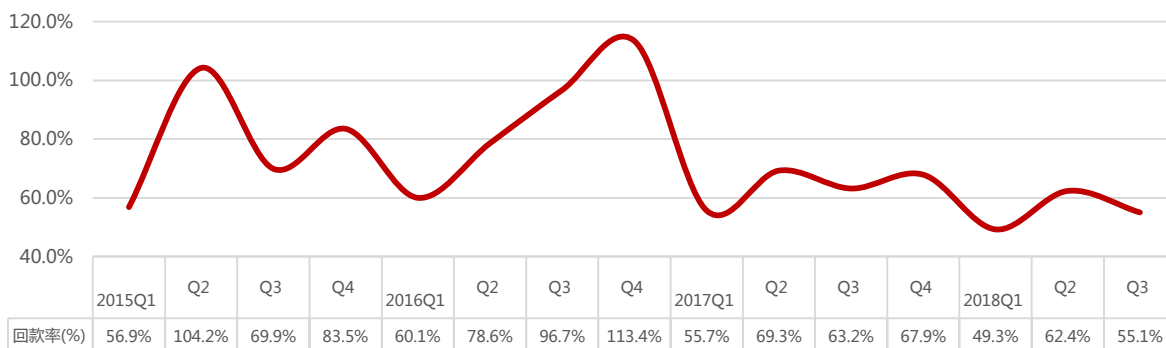
图 42 各类到位资金占比情况(年)



数据来源：WIND、世联研究

2018 年上半年，银行额度几近枯竭、房贷利率大幅提升、叠加资管新规和严控金融资金流入房地产等多项资金管制政策，开发商 4 月到位资金 4.8 万亿、同比增长 2.1%，增速一度逼近负值；当月银行贷款到位 0.7 万亿、同比下降 6.8%，非银行贷款 0.1 万亿、同比增长 20.1%，自筹资金 1.5 万亿、同比增长 8.1%，定金及预收款 1.5 万亿、同比增长 12.7%，按揭款到位 0.7 万亿、同比下降 3.6%，另有 1.6 万亿各类工程占款，同比增长 12.1%；下半年房贷额度松动，批复周期回归正常，但市场已明显降温，各路开发商先后推出分期付款、全款折扣、定金优惠等等促销手段以补充流动性，表现为销售业绩、自筹资金和定金逆市上扬，但按揭贷款持续缓慢下行。

图表 43 本开发商回款率走势(%)

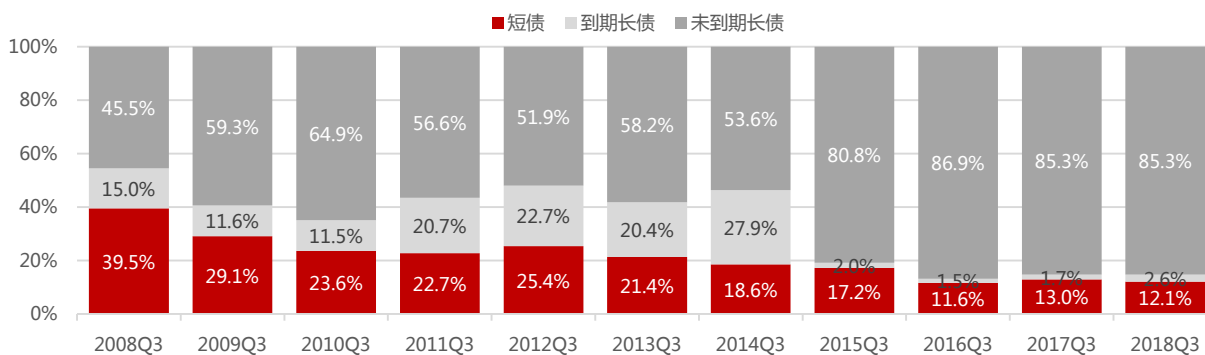


数据来源：世联研究，样本开发商涵盖已上市且数据公布较为完整的 99 家房企。

销售业绩高位增长，按揭款持续下降，也意味着回款下行趋势不减。以 99 家数据完整的 A 股上市房企为样本测算回款率，可以看到 2018 年 1 季度，回款率已降至近年来的低点 49.3%，年中略升至 62.4%，至三季度又再下滑至 55.1%；一季度回款率大幅下行，与年初银行额度枯竭直接相关，按揭贷款到位周期一度长达 6 个月，个别项目更有 12 个月内难到账的消息；三四季度虽是结算高峰期，但也是冲业绩的重要关口，两相对冲之下，回款率大幅提升的可能性较低，在 60% 以下是大概率事件，意味着 2018 年开发商整体销售回款情况降至有记录以来的新低。

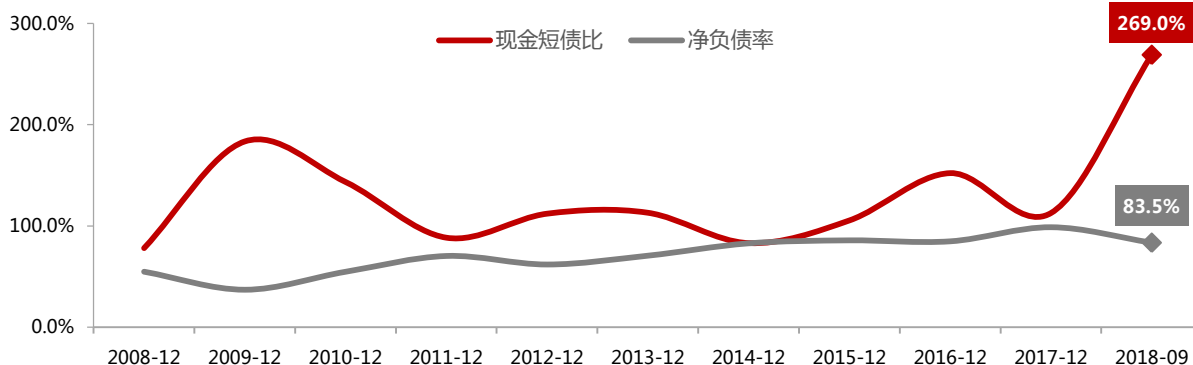
#### (4)央、国、民企八仙过海，债务结构持续向好

图表 44 样本企业债务结构



数据来源：WIND、世联研究

图表 45 样本企业现金短债比及净负债率

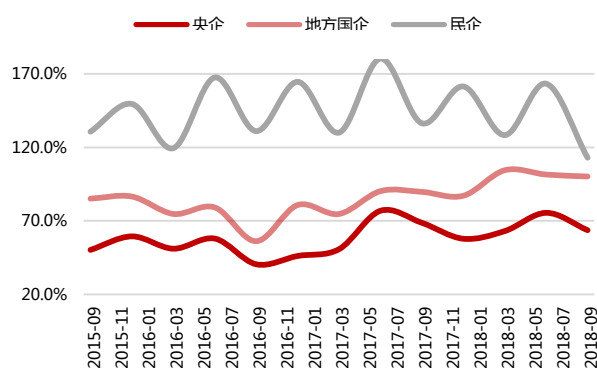


数据来源：WIND、世联研究

从债务结构来看，房企债务保持着十年以来的最优水平。以三季报数据公布完整的企业来看，上市房企短期借款总计 3,183 亿元，占总债务比例 12.1%，长期借款 4.27 万亿、占总债务比例超过 87.9%，其中长期借款当期到期额 681 亿元、占总债务比例 2.6%，长期借款未到期额 2.25 万亿，占总债务 85.3%。短期债务、到期长债占比为近十年以来的次低点，仅比资金充裕债务融资便捷的 2016 年 3 季度略高 2 个百分点；看数据较为齐全的半年报也一样，短债 1.3 万亿、占总债务 22.7%，到期长债 0.6 万亿、占总债务 10.9%，未到期长债 3.6 万亿、占总债务 66.4%，相较而言，第三季度的短债占比还比半年度情况下下降 10 个百分点。

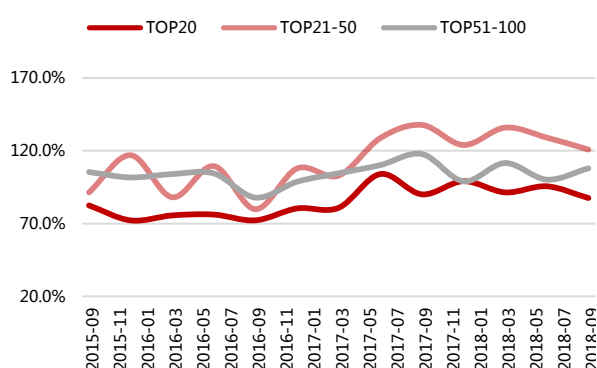
债务结构保持优异水平，得益于 2016 年流畅的债务融资渠道，和 2018 年下半年的发债敞口。销售回款和确认潮在即，带动现金短债比显著提升，目前上市房企现金短债比达到 2.69 的高位、比上年末提高 1.56，净负债率也下降至 83.5%、比上年末下降 15 个百分点。第三季度的现金和债务情况通常是年内低点，一方面是上半年销售回款集中，另一方面是工程占款尚未结算，造成手上现金充裕而相对债务降低的表象。我们预计全年整体情况难有大的变化，与前面所述相近：1.今年新增债务以短债为主，长债置换占比低，增量近 0；2.市场下行对回款的影响暂未显现，目前更多的是早期的回款和确认；3.融资利率抬升，主要影响的是非标融资和海外融资，在整体债务结构上影响不明显。

图表 46 按属性划分样本企业净负债率走势



数据来源：WIND、世联研究

图表 47 按规模梯队划分样本企业净负债率走势



数据来源：WIND、世联研究

如果我们细究净负债率的结构，可以看到不一样的结论。按销售规模梯度从上市房企中挑出 Top20、Top21-50 和 Top51-100 三组，可以看到仅 Top51-100 的中大型房企有净负债率上行的压力，但并不明显，其余两组呈现显著下行。按企业性质来看则表现为央企净负债率低位回调站稳新台阶，地方国企净负债率向稳难降，民企净负债率高位下滑降速喜人。净负债率是带息债务减现金与净资产的比值，用以反映企业的核心债务水平，央企短期走势相对平稳略有下降主要归功于净资产稳步增加，反映的是央企目前持有相对保守的态度，积极回款、少拿地、稳杠杆；地方国企净负债率难降源于带息债务的高位增长，今年以来增速均保持在 30%以上，反映的是地方国企一方面背靠地方政府融资渠道和成本有天然优势，另一方面承担着地方建设的重任，在目前环境中对资金的渴求更甚以往；民企净负债率迅速下行源于增量债务是三类中最低的但现金增速明显高出一筹，反映的是目前市场增速放缓的大环境中，民企动作迅速回款顺畅的优势。

**图表 48 房企负债率及现金情况**

类型	指标	2017-09		2017-12		2018-03		2018-06		2018-09	
		指标增速 (%)	净负债率	指标增速 (%)	净负债率	指标增速 (%)	净负债率	指标增速 (%)	净负债率	指标增速 (%)	净负债率
央企	带息债务	40.5%		35.8%		31.8%		29.3%		19.9%	
	现金及等价物	8.7%	<b>68.7%</b>	19.4%	<b>57.9%</b>	8.3%	<b>63.1%</b>	33.2%	<b>75.5%</b>	18.8%	<b>63.7%</b>
	净资产	12.2%		17.3%		<b>19.5%</b>		<b>18.7%</b>		<b>20.4%</b>	
地方国企	带息债务	46.8%		29.8%		<b>34.2%</b>		<b>31.6%</b>		<b>30.5%</b>	
	现金及等价物	8.1%	<b>89.7%</b>	41.1%	<b>87.0%</b>	-4.7%	<b>104.4%</b>	25.1%	<b>101.4%</b>	19.5%	<b>100.1%</b>
	净资产	9.9%		12.6%		12.6%		14.2%		15.8%	
民企	带息债务	39.7%		26.7%		17.9%		17.5%		11.8%	
	现金及等价物	32.0%	<b>136.3%</b>	27.4%	<b>161.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>128.3%</b>	<b>20.9%</b>	<b>163.2%</b>	<b>22.1%</b>	<b>113.0%</b>
	净资产	36.8%		21.4%		18.6%		21.6%		19.4%	
TOP20	带息债务	36.7%		39.5%		28.7%		26.3%		24.9%	
	现金及等价物	20.0%	<b>90.0%</b>	19.8%	<b>99.1%</b>	8.2%	<b>91.4%</b>	27.7%	<b>95.6%</b>	26.6%	<b>87.5%</b>
	净资产	17.1%		25.2%		19.1%		21.2%		17.5%	
TOP 21-50	带息债务	99.3%		29.5%		35.6%		22.7%		16.4%	
	现金及等价物	40.4%	<b>137.6%</b>	13.7%	<b>123.9%</b>	0.7%	<b>135.8%</b>	21.9%	<b>129.0%</b>	17.5%	<b>120.8%</b>
	净资产	53.3%		15.2%		19.0%		17.5%		21.3%	
TOP 51-100	带息债务	36.9%		21.5%		28.1%		21.5%		22.5%	
	现金及等价物	13.5%	<b>117.8%</b>	15.1%	<b>99.0%</b>	21.5%	<b>111.6%</b>	35.8%	<b>100.1%</b>	39.0%	<b>107.9%</b>
	净资产	13.5%		16.6%		14.0%		20.0%		15.3%	

数据来源：WIND、世联研究

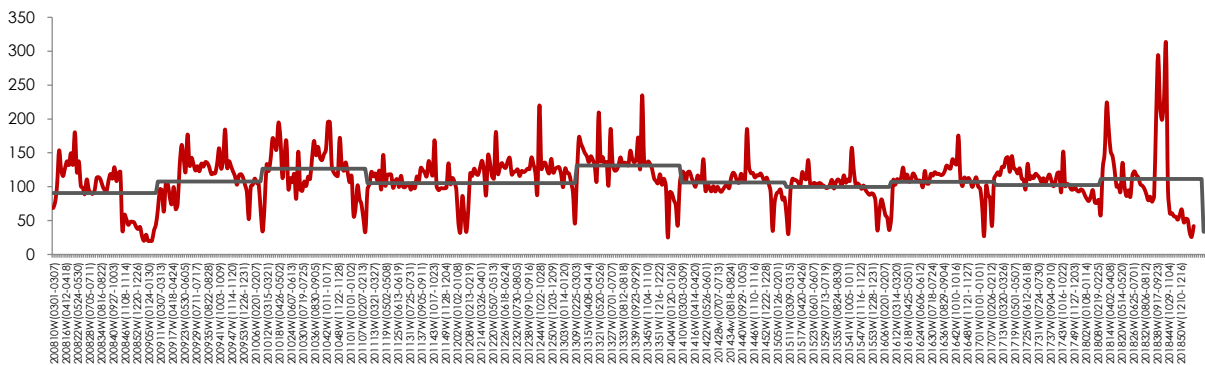
结合四季度市场和政策的情况，我们认为，三类房企的净负债率都有持续下降的能力，杠杆向下是主流，而其中央企有充裕的空间可以适度提高债务水平实现扩张。

## 特征四：预期降温，风险激增

### (1) 上门不振，预期管理见效

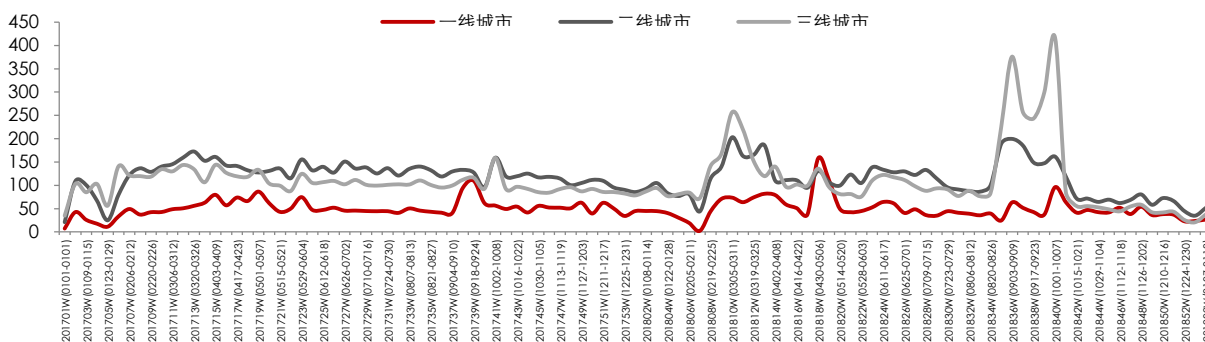
从世联上门指数来看，全年客户观望情绪日渐浓厚，尤以 10 月跳涨后断崖式回落为突出。一季度上门指数持续下挫，带动成交面积增速一度降至 1.4%，叠加摇号出台打击预期，市场营销、激励手段一波比一波强，上门量迅速拔升至 223.7，到达 2010 年以来的新高，其后上门量逐步下滑。年中因房企业绩需求上门量略有回升但难阻市场向冷，三季度开始开发商普遍采取更积极的营销策略，9 月末上门量收报 294.5 达到有记录以来的最高点，然而收效甚微，销售面积正是从 9 月开始进入负增长区间。积极的营销手段不抵持续向冷的市场情绪，一、二、三线城市的轮动和分化在下行的市场中结束，一同进入寒冬。

图表 49 世联行客户上门指数((2010W01=100,2008-2018)



数据来源：世联研究

图表 50 各线城市客户上门指数(2010W01=100,2017-2018)

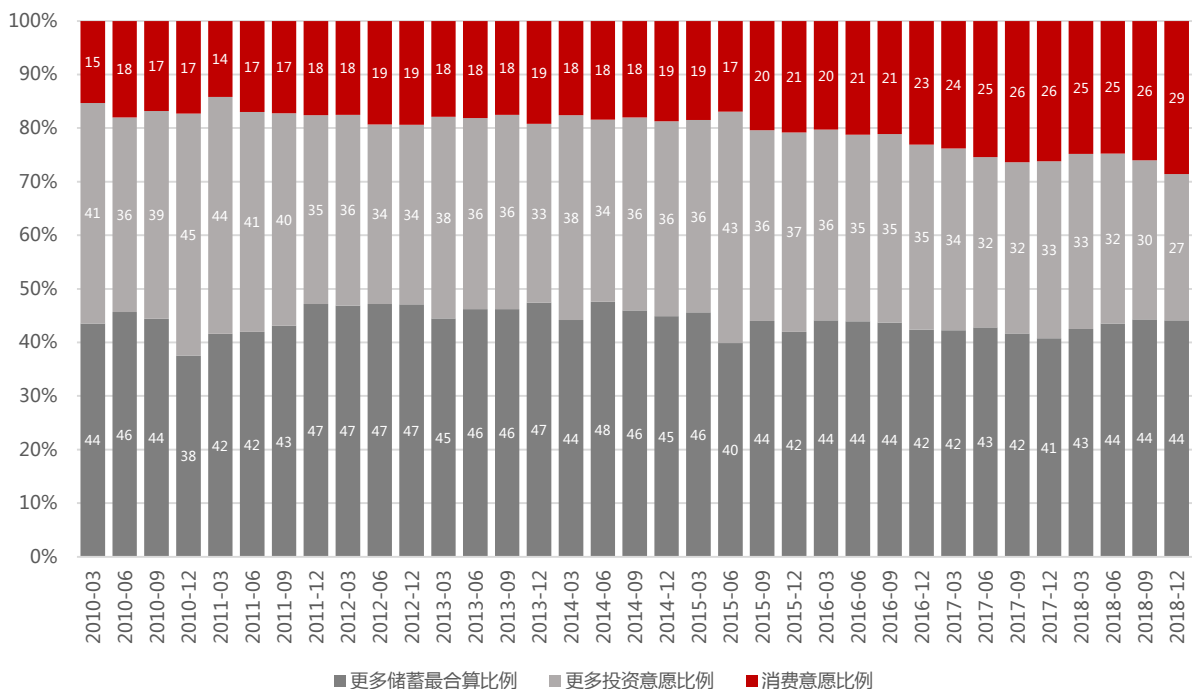


数据来源：世联研究

浓厚的观望情绪中，预期管理已见成效。从央行储户调查结果来看，2018 年四季度，44.1%的储户表示更青睐于储蓄、环比下降 0.2 个百分点、同比提升 3.3 个百分点，27.3%表示更青睐于投资(股票、债券、理财等)，环比下降 2.4 个百分点、同比下降 2.7 个百分点，28.6%表示更愿意消费、环比提升 2.6 个百分点、同比提升 2.4 个百分点，消费意愿比例扩张至近 10 年以来的高点，消费意愿的持续扩张，源于购房和外出旅游意愿的积极增长。购房意愿自 08 年起持续在低位徘徊，于本轮周期初跳升至 20%并维持高位；2017 年末中央强调“房住不炒”，购房意愿阶段触顶达到 23.2%后呈

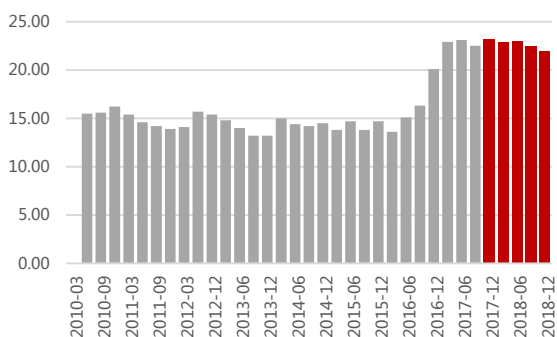
现缓步下行的态势，2018 年末降至 21.9%。相应地，对房价看涨的预期更表现出加速下行的态势，上涨预期在 2018 年年中达到 2013 年以来的高点 36.5%后，节节下行至年末的 27.4%。

图表 51 央行储户调查情况(2010-2018)



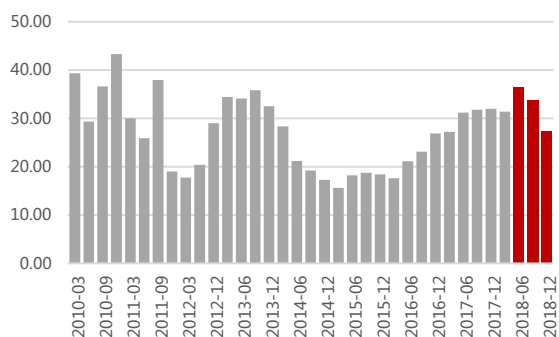
数据来源：世联研究

图表 52 购房意愿比例(2010-2018)



数据来源：世联研究，国家统计局

图表 53 预期房价上涨比例(2010-2018)



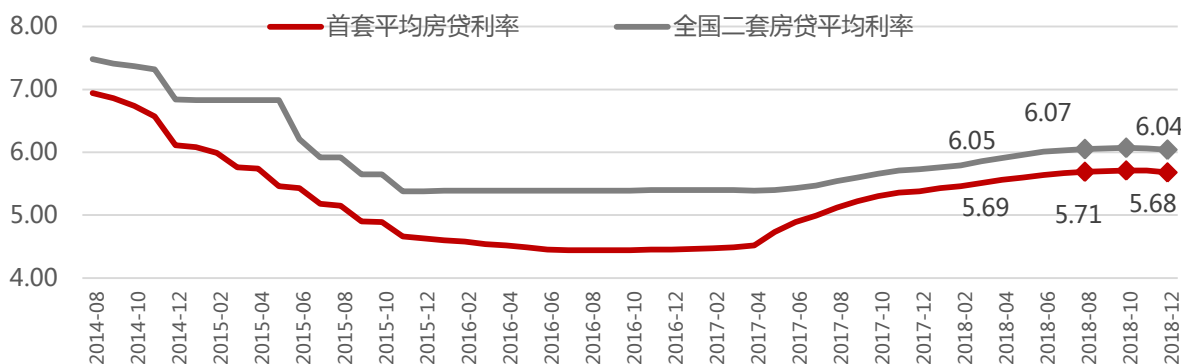
数据来源：世联研究，国家统计局

## (2)利率触顶，短贷激增酿风险

自 2017 年以来房贷利率不断走高至 2018 年 10 月触顶，全国首套房平均利率上浮 16.5%达到 5.71%，二套房平均利率上浮 23.9%达到 6.07%，监测城市中 65.7%的城市首套房利率执行上浮 10%，20%的城市执行上浮 20%，二套房 77.2%的城市执行上浮 20%以上利率，更有 8.1%的城市二套房停贷。以深圳个别银行明确首套房执行上浮 10%利率为标志，房贷利率进入了缓步下行的阶段，年末全国首套房平均利率 5.68%，二套平均利率 6.04。利率已实现阶段触顶，将进入缓步下行区间。

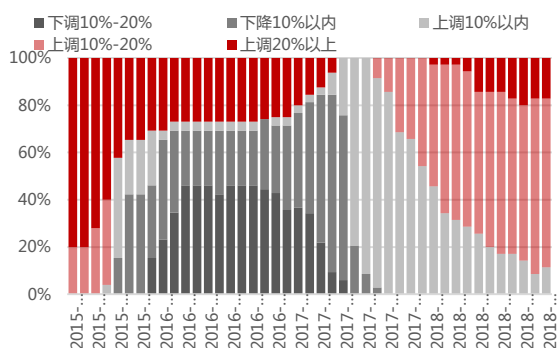


图 54 历年首套、二套房贷款平均利率(%)



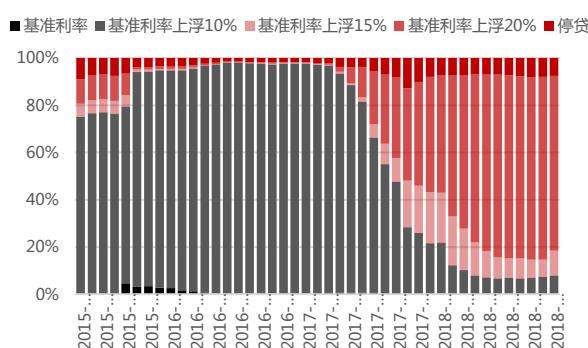
数据来源：世联研究，融 360

图 55 35 个监测城市首套房实际利率情况



数据来源：世联研究，国家统计局

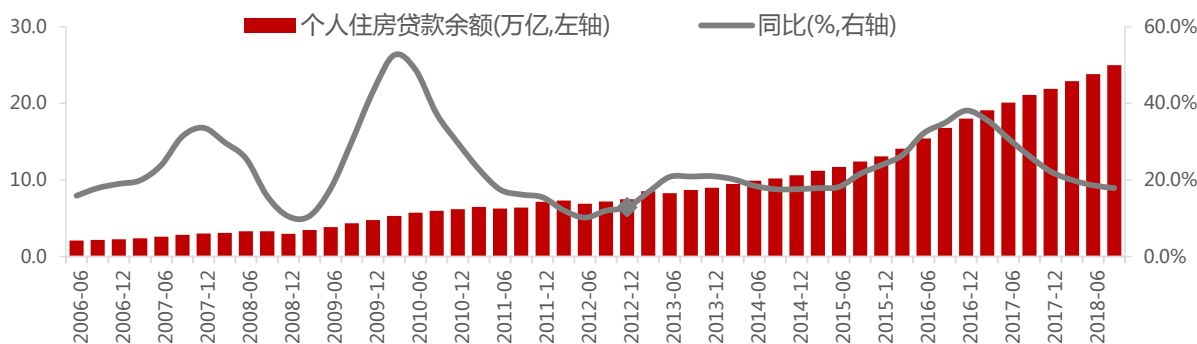
图 56 35 个监测城市二套房实际利率情况



数据来源：世联研究，国家统计局

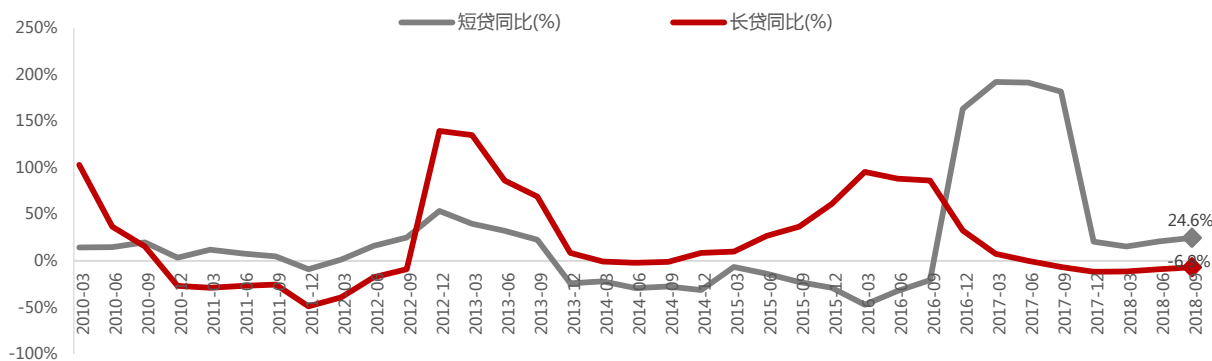
在房贷利率抬升和限购大规模执行的影响下，房贷规模得到有效的控制，增速延续 2017 年的趋势下滑，三季度末个人住房贷款余额 25 万亿、同比增长 17.9%，居民中长期贷款增量 0.87 万亿，同比减少 6.9%。另一方面，对行业交易流程的严格管控之下，短贷增速得到一定程度的遏止。长久以来居民短期贷款都是用于消费，比如汽车、大件家电等，2017 年 P2P 理财收益高走，叠加部分不规范业主变相加杠杆仓惶入市，推高短期贷款总额，引致短贷与社会消费品零售总额的增速背离。2018 年严管 P2P 理财，严管商品房交易流程之下，短贷增速迅速回调。

图 57 全国个人住房贷款余额走势(2010W01=100,2008-2018)



数据来源：世联研究

图表 58 居民部门长短贷款额同比走势



数据来源：世联研究

在汽车消费低迷、家电高峰已过、实业仍处于转型过程的客观环境里，金融监管从严，短贷流入楼市的途径和可能性日益消减，与此同时消费信贷业务仍在加速渗透。短贷仍然保持正增速，无论资金是流入楼市还是消费扩张，对居民而言短期债务不断累积也意味着风险不断加大，需要多加警惕。

图表 59 2018 年棚改计划开工 > 20 万套省份情况 (万套)

区域	2018 计划开工	2018 年实际开工	2019 年计划开工	2019 年计划开工同比
全国	580.0	626.0	*920.0	-20.7%
山东	84.3	85.17(1-11 月)	-	-
河南	50.0	66.3	15.0	-70.0%
新疆	47.1	47.1	-	-
贵州	38.5	39.8	-	-
浙江	29.2	40.6	18.3	-37.3%
湖南	28.6	28.8(1-11 月)	-	-
安徽	28.2	29.4	21.5	-23.9%
江西	27.8	32.9	27.8	0.0%
四川	25.5	25.5	15.0	-41.2%
湖北	24.2	24.3	*45.6	-5.7%
甘肃	23.2	23.2	*47.7	2.8%
河北	23.0	23.5	*43	-6.5%
江苏	21.5	25.6	22.0	-
陕西	20.2	20.3	*44.4	9.9%

资料来源：住建部，世联研究；注:标注\*数据为 2019-2020 两年计划数据

2018 年 10 月召开的棚改座谈会明确了政府购买棚改服务模式取消、融资以发行棚改专项债为主，且要求商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。

据估算，2017-2018 年棚改货币化安置比例均高达 60%以上，是此轮房价走高的重要力量之一。在 2019 年棚改计划开工数量大降叠加货币安置比例下降的情况下，按照 2018 年实际开工 626 万套、投资额 1.74 万亿计算，2019 年棚改计划开工套数（按年均 460 万套计算）较 2018 年实际开工减少 166 万套，预计将减少投资额约 4300 亿；基于政府购买模式的取消，来自专项贷款的政策资金传导将受阻，而棚改专项债融资情况尚有待观察，但可确定的是，大比例的货币安置将一去不复返。

综合上述原因，按照按我们对过去几年数据统计，货补资金约 1/4 会形成新的购房力量流向省内核心城市，在棚改大降、货币安置比例大降双重作用下，预计棚改大省的三四线城市房价将承压。

## 预言 《大成若缺 大盈若冲》

一直以来，我们并非置身事外的预言家，我们是房地产服务的提供者，是房地产市场的积极参与者和忠实的观察者，我们探寻市场发展的逻辑，并形成观点。

自 2011 年的《岁暮天寒 渴望春天》起，每年为这个市场送上一本年报，已经持续到第八个年头，也成为了我们的传统；其后的《心有猛虎 细嗅蔷薇》、《花开花落 云卷云舒》、《胸有惊雷 面如平湖》、《明道若昧 进道若退》、《一花世界 一沙天堂》、《月阴月晴 潮起潮平》，一一记录着当年的故事，每每翻阅都感慨良多。回顾过去，从《岁暮》的不安、到《花开》的欣喜、到《明道》的释怀和《一花》的恬适，每年市场都给予我们一些惊喜，也都为我们敲响一声警钟，行业在这八年间持续向上，膨胀的速度和集中度的提高总让我们感叹不已。

2018 年，我们看到许多熟悉的场景：政策从严执行、疯狂的房价有效回落、贯彻差异贷款政策、一二手房价格倒挂、融资受限利润下滑、市场交易热度向下、资金链吃紧，银行停贷各大开发商勒紧裤带过日子，这一切都与 2008 年那样相似。

2019 年开局，面临的是与以往完全不一样的场景，行业过去 30 年持续增长的支撑是居民部门杠杆水平低、房企快周转高杠杆和住房商品化，这些条件有了变化。

居民杠杆不一样了。2008 年，以债务 GDP 占比衡量，居民杠杆率为 24%，以存贷比看是 25.5%、以收入债务比衡量是 31.1%，居民部门仍然有广阔的加杠杆空间；而如今我们看到以债务 GDP 比看居民部门杠杆已至 57.0%、以存贷比看达到 63.4%、以收入债务比衡量更高至 88.1%，居民杠杆快速提高是不争的事实，杠杆还有多少空间我们不得而知，但可以预见的是短期内进一步提升的难度越来越大，并伴随着风险边际增速扩大。

金融环境不一样了。2008 年，4 降准 3 降息 4 万亿刺激政策推动各行各业扩张，房地产作为经济支柱产业受惠最大，短暂的低谷过后地产行情应声而起，顶峰 2010 年 4 月 70 个大中城市新房价格指数同比增长 15.4%，该指标的历史记录至今未打破。这一年也被称作高周转的元年。2018 年至 2019 年 1 月 4 日累计降准 5 次，向市场投放 3.6 万亿长期资金，货币流动性已宽；但降准所释放的流动性不仅在实体经济未见成效，行业资金仍然持续承压：银行资金持续向下，回款速度持续放缓。从早期深圳现楼不限价 到中山推出 11 块现售地，资金承压之上还有现售的逐步推行，高周转还能延续多久是个问号。

供应结构不一样了。2008 年，为应对国际金融海啸冲击，国家强调加快保障性安居工程建设，至 2010 年累计竣工 800 万套、年均供应 266 万套，但其中六成以上或在城市的郊区，或作为体制单位的职工住房；2008 年是取消实物分房 10 周年，商品房是城镇居民解决居住需求的最主要方式，租仍然是民间活动。2017 年租购并举、十二城试点，2018 年 6 月，深圳“二次房改”敲定未来 6 成住房为各类保障房，上海推出住宅地块尽数含带租赁规划，多个二线城市限价房入市引哄抢，集体用地可入市租赁，全年北京保障性住房销售 221.7 万  $m^2$ ，占商品房总量的 45.2%，而这一比例在 2008 年仅为 10.4%， “多渠道多主体” 的供应模式已然拉开。

2019 年，并非又一次轮回的开始。站在 2019 年的开端，我们看到了熟悉的场景，嗅到了熟悉的花香，但眼前是与当年完全不一样的景象；变化的场景中，我们确信不变的是房地产的重要职责。完美的事物，不可避免地带有残缺，越充盈的事物，反而越看似空虚，但它们的作用永不衰竭；房地产走到了 15 万亿的高度，其在中国经济、居民生活中的意义已经比数值的意义更大，纵使行业颇受

非议，无可质疑的是它在过去和未来城市发展、居民生活改善中的重要意义。景象不一样、环境在变化，不变的是房地产的稳定既是宏观经济需要的，也是所有参与者需要的。

是以，在 2019 年开篇之际，我们落笔写下《大成若缺 大盈若冲》。

国际形势复杂多变延续，贸易保护主义和全球增速放缓或将更严峻，英国脱欧的结果或使欧美加息周期超预期拉长，叠加中美贸易摩擦的不确定性和外需疲软；事隔十年，新一轮的震荡似乎即将到来，一切看起来就像“四万亿”的前夕。不同的是这一次我们已经作好准备：“三去一降一补”已见成效并将进入下一个阶段：补短板。四季度，中央一方面敦促地方加快发债，另一方面密集批复多个基建项目，部分高速和城市地铁项目也重新提上日程，种种安排都是为了实现基建补短板托经济，也看到了一定的成效。贸易摩擦促进出口抢单、年末顺差超预期增长，一定程度改善制造业现金情况，但外需疲软的现状并未好转，收效有待持续观察；出口型制造业、消费品制造业下行压力大，但高端制造业和污染防治投资提升，是制造业的韧性所在；房地产高走的开工量意味着投资下行空间有限，但大幅上扬的动因暂未体现，流动性是能稳投资的关键；当前经济环境中实物消费需求阶段触顶、服务消费快速成长，服务消费、虚拟消费是消费整体有力的支撑，并且家电、汽车促进政策或有意外之喜。我们对基建“深 V”反转持有积极态度，一是基于国内老基建仍然有相当发展空间，二是以 5G、特高压等为首的新基建更新在即前景和效益足够广阔，需要关注的是基建对经济的拉动作用递减情况如何，以及融资是否能顺利跟进：稳杠杆的基调不宜打破，对地方政府来说降税背景下土地财政仍然是最有效的途径，只是目前来看，经济需要房地产稳定而非冒进。

2019 年新的形态正在形成，全局性、轮动式的机会可能再也看不到，局部、点状的机遇稍瞬即逝，相比之下我们更关注一些中长期的趋势：

基建补短板和 1 亿人的落户目标将推动三大超级城市群和多个都市圈的格局形成，二线、都市圈三四线在其中快速发展；并且伴随资金、人口、技术、产业依次转移，都市圈三四线城市会有更多黑马跃出，卫星城的数量和规模都会有显著的提升，迎来更为迅速的崛起时代。这也意味着人口不断集聚，新晋人口将持续支撑核心城市改善、高端改善需求扩张，其速度和规模会超乎我们的想象。同时，新晋人口的居住需求理应得到更好的解决途径，深圳“二次房改”已昭示着更加完善的供应结构正在形成，“多渠道、多主体供给住房”、险资入租和集体用地入市租赁推动着各类政策房、租赁房加速建设，1:1 的二元制供应结构也许不需要等太久。棚改货补之后，非都市圈三四线城市核心区域迎来一段人口红利；然则产业是城市的心脏，红利过后产业仍空缺的城市，难以加入城市的职能网，也不得不面对直面人口流出、老龄化和资产收益递减的难题。

金融和政策环境都意味着企业杠杆不得不降，我们不排除短期局部或有择机提升的可能，而更需要关注的是行业资金管制、成本高抬，周转率、杠杆率依次下降的时间会比预想中长。然而房地产即金融，现售制预期愈发强烈之下，供应链金融和预制件技术将迎来大发展，以解决制度革新对商业逻辑的影响；期间行业职能的深化和定位分化推进，参与主体更加丰富、风险有效分摊，行业降杠杆从被动走向主动。

经济增速放缓抑制收入上扬预期，但对美好生活的向往持续提高。住房的内涵不仅仅只是空间，配套、精装、环保和服务都是亟待满足的需求。特别地，目前我们所看到的精装只是特殊时期的政策产物，是被动的产出；中长期来看收入放缓和人口持续流入，意味着需求推动精装发展的格局提上日程：低总价、精致、多功能的室内环境，是首置人群收入增速放缓下的合理选择；装修的噪音、污染、时间成本和不确定性，是改善、高端改善人群眼里的减分项。在需求的推动下，精装应实现其应有的品质、品味和溢价。

2019 年，在这微妙的一年里，也许我们会看到城市抢人、房企促销、居民筹粮并行的景象。

立足于行业，我们相信在接下来的相当长的一段时间里，房住不炒，抑投资促刚需仍然是主基调。开工量持续高走对投资有一定的支撑，经济尚未出现需要房地产托底的难题；两次经济会议并未提及房地产，调控已达目的，楼市“窄区间”已形成；接下来全局维持稳定，区域各自对症下药即可。

资金方面，过去降准所带来的增量资金一般首先进入基建和房地产，因两者见效快、赋效率高，但这一轮降准首先支持民企、小微企业，而此也造成目前宽货币向宽信用的传导效果不佳；信用难宽背后逻辑大约是：1.经济下行小微企业利润受抑制，资本金不足信贷扩张的能力较弱；2.不明朗的经济预期促使银行“惜贷”，控风险成为主流的选择；3.非标、通道业务受限，即使意愿提高风险偏好也不能获得匹配的收益。信用不扩张大河水再满小河也难滋润，可以预见进一步的降准仍会到来，短期内行业的流动性边际持续改善但程度有限，借新偿旧和促销的顺畅与否决定行业能否顺利度过 2019。

在市场情绪退潮的大环境中，叠加不断高走的开工竣工剪刀差，房企促销已经开始：无理由退房、首付分期、送车位送精装等策略又再登台，来年会更多城市发生，对价格形成向下压力；相应地，抢人大战以及限购到期释放的购买力是有力的支撑，个别城市价格或有较强的上扬压力。全面放松调控的基础不存在，全局政策见底、区域松紧不一，库存与市场情绪推动因城施策持续深化，价格不具有大面积下行的条件，货量的增长推动销量上扬是更可能的结果，预期来年全局价格稳定，销量下挫后翘尾。

经济的持续发展和城市建设的不断升级仍然是一二线城市持续向好的发动机，落户目标、生育率下降和“人地钱”挂钩政策共同推动抢人大战愈演愈烈；市场需求持续改善，在新供应模式实现之前，房价回稳、租金向上是主流的形态。都市圈三线城市需要时间消化过去三年激昂市场带来的变化，所幸我们已经看到珠三角三线城市有了暖相，迈向下一阶段的都市圈三线将稳中向上。非都市圈三四线进入后棚改时代，总量仍然庞大但货补规模缩水是事实，局部市场将有明显的震荡；不可忽略的是三四线如火如荼的城镇化和住房的消费升级是中长期强力的支撑，短期断崖式下跌的可能性不存在，稳中有降是大概率事件。

世联上门指数和央行储户调查都反映购房情绪向冷，同时房贷余额增速持续放缓。居民部门中长期债务持续负增长的同时我们也看到短期债务激增：近两年居民户短期贷款年均增速达 86%，3 季度末个人信用卡半年逾期总额增长 32.9%，一、二季度增速仅为 17.7%和 16.3%，似乎也预示着居民债务结构不乐观；这将在相当程度上影响来年的消费能力，经济下行收入不及预期的风险加大，叠加棚改货币缩水和杠杆难增，来年我们或许会看到两拨居民在积极筹粮：一拨在筹粮还短贷，一拨在促销中筹粮圆购房梦；无可否认，这两类居民都在动用“六个钱包”，也意味着个别区域将出现购买力阶段性的超预期萎缩，所谓销量下挫大致源于此。

对企业而言，融资边际宽松、政策边际松动是客观的利好，大量的在途工程也能实现房地产在经济中重要角色的职责。但我们更关注的是建安工程的持续向下是否意味着停工项目、延迟进度项目规模远超预期，来年究竟是畅销的货值还是滞销的库存需要重视。不得不再一次强调，从 2018 年四季度起第一轮偿债高峰已经到来，贯穿 2019 年的是近 7 千亿的到期债务；长短债务结构虽已优化，无法改变的是短债的刚性支出，外债发行平均利率已达 10%以上，内债发行顺畅与否并不可控，借新偿旧的故事能在多少房企中持续是未知之数。毫无疑问一线已有暖象，开发商和购房者都积极安排着来年。但以往市场大好的动因和逻辑已不尽适用，全盘上扬或者轮动上扬的可能性变得渺茫，结构性的机会稍瞬即逝，我们细述每一个市场的结构和趋势，最终无法回避一个事实：回款才是核心命题。

毕竟，在不一样的 2019，预测春天何时到来，不如多穿一件衣服要来得实在些。

## 破 90 万亿之后，经济需要房地产稳定

2018 年国际经济形势复杂多变，贸易保护主义抬头，全球经济增速放缓。中国 GDP 突破 90 万亿，而增速从一季度 6.8% 降至四季度 6.4%，全年增速 6.6%，经济增速呈现降中向稳的态势。展望 2019，全球增速放缓，作为全球贸易金丝雀的韩国出口数据于 12 月超预期降至 -1.2%，与一致预期的 2.5% 大相径庭，全球需求疲软比预想之中要严重得多；时隔十年，金融海啸的余震似乎即将到来。

### (1) 全球经济放缓，轮动加息或将开始

距 2008 年金融海啸已十年，全球经济同步复苏的势头未能得到良好的延续，各主要经济体从共振走向分化，美国经济增速阶段触顶、欧元区隐然有下行态势、日本向下趋势持续、新兴经济体明显下滑，不得不提的是英国脱欧对欧洲环境的巨大影响。

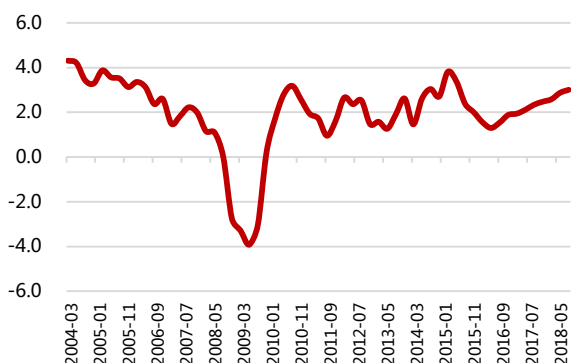
#### a) 美国经济触顶，加息进入尾声

2018 年前三季度，在特朗普减税政策促进之下，美国经济一路蓬勃向上，一至三季度 GDP 环比增速分别为 2.2%、4.2% 和 3.4%，显著高于近年同期水平。然而税改效应边际减弱是既定的事实，10 月 ISM 制造业 PMI 报 57.7 较前值下滑 2.1、创 4 月以来新低，11 月 Michigan 消费者信心指数持续回落至 97.5、创 1 月以来新低；11 月 Sentix 投资者信心指数为 24.1 较前值下滑 1.2、创 7 月以来新低；多项数据现实经济仍在扩张区间，但四季度放缓迹象明显，消费者和投资者对经济增长的持续性表示怀疑，对消费和投资产生负面影响。

同时，10 月耐用品订单环比 -4.4%，环比增速 -5.1 个百分点，同比增长 6.7%、下降 0.3 个百分点创 5 月以来新低；新屋销售环比 -5.5%，增速再降 2.5 个百分点，连续两个月下滑，9 月 20 个大中城市房价指数同比增长 5.2%、下降 0.3 个百分点，连续 3 个月下滑，全美房地产量价齐跌延续、贷款利率持续攀升，大额消费收到明显抑制。国内外贸易显示贸易逆差在贸易摩擦中并未得到良好的修复，反而有持续扩大的趋势：10 月零售销售同比增长 5.9%、虽然提升 3.4 个百分点但仍为年内低点，9 月进口同比 11.4% 创 6 年以来新高，出口同比 7.2% 比 4 月大幅回落 4.1 个百分点，贸易逆差同比扩大至 21.7%，为 3 月以来新高。

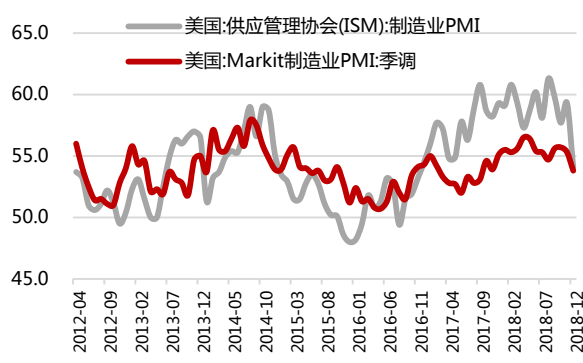
最后是强势的就业和温和的通胀：10 月非农 25 万又创新高，失业率 3.7% 创 1970 年以来新低，CPI 同比 2.5%、核心 CPI 同比 2.1%，自年初以来高于 2% 的目标水平，PPI 同比 2.9% 环比 0.6% 连续两月回升，进口物价指数年率 3.5% 出口 3.1% 各提升 0.4 个百分点。减税刺激薪资增长和居民消费也提升了通胀预期，叠加贸易摩擦、钢铝关税上调、原油价格上涨也助推通胀，但并不强势；在此背景下可以预见，减税效应边际弱化和联邦基金利率上调叠加，就业强势上扬、通胀温和增长利好，贸易逆差和摩擦仍然是重大风险变量，经济强势上扬的支撑并未明确，阶段触顶是大概率事件。

图表 60 美国:GDP:不变价:折年数:同比



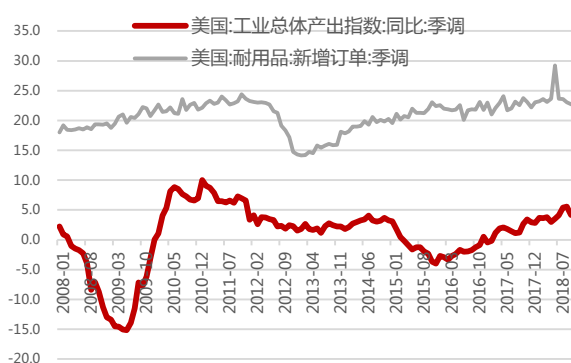
数据来源:Wind, 世联研究

图表 61 美国制造业 PMI(ISM 及 Markit)



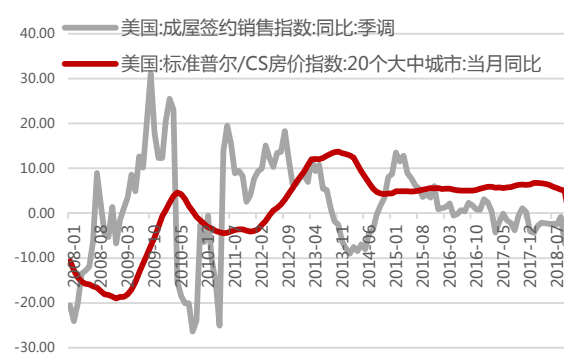
数据来源:Wind, 世联研究

图表 62 美国耐用品订单及工业总产出指数



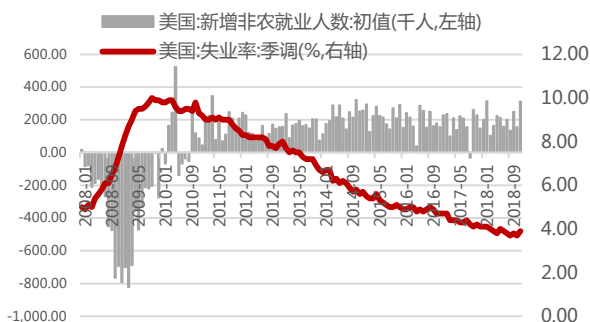
数据来源:Wind, 世联研究

图表 63 美国成屋签约套数及房价指数



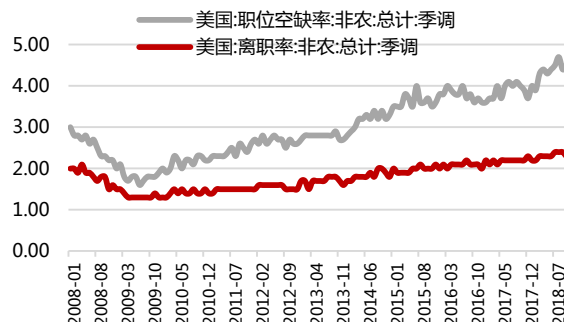
数据来源:Wind, 世联研究

图表 64 美国新增就业人口和失业率



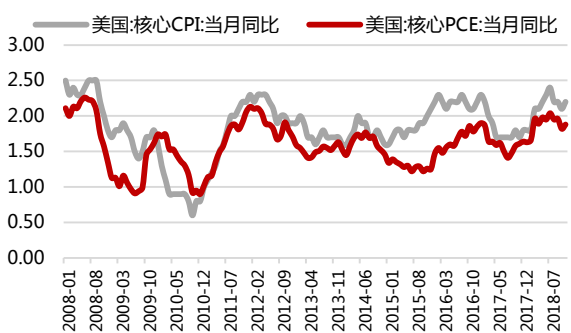
数据来源:Wind, 世联研究

图表 65 美国职位空缺率和离职率



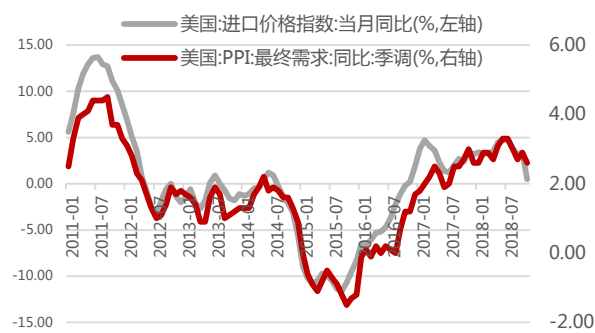
数据来源:Wind, 世联研究

图表 66 美国核心 CPI 及 PCE



数据来源:Wind, 世联研究

图表 67 美国进口价格指数及 PPI



数据来源:Wind, 世联研究

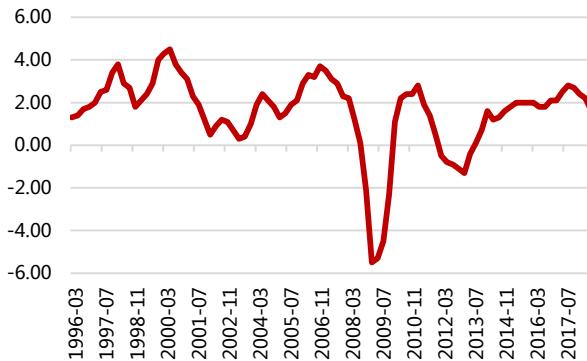
**b) 欧元区增长阻力将褪，货币政策正常化大概率持续**

2018 年以来欧元区经济增长明显放缓，主要受美国贸易政策、意大利政治局势、英国脱欧三大影响，前三季度 GDP 增速依次为 2.5%、2.1%和 1.7%；叠加货币政策和财政政策的裁量权不统一，整个欧元区协同效益有待改善，也制约了经济上行的能力。然而随着特朗普税改和贸易政策的效应边际减弱，意大利预算案通过和英国脱欧协议敲定，可以预见上行阻力将明显弱化褪去，只是动力未明，企稳向上迹象不明显。

领先指标中，12 月制造业 PMI 降至 51.4、服务业 PMI 降至 51.2，分别下降 0.4 和 2.2，全年分别下降 8.2 和 6.8，并且降速有显著扩大的趋势，经济景气指数连续 13 个月下滑至 107.3，创 2017 年以来新低，Sentix 投资信心指数跌至-0.3，是 2014 年以来首次降为负值。同步指标中，11 月工业生产指数同比下降 3.3%，较之年初下降 7.2 个百分点、为 2016 年末以来的首次负值，营建产出全年低位震荡，11 月同比增长报 0.9%，比去年同期下降 2 个百分点；9 月房价指数报 113.37 同比增长 4.3%，已在近十年内高点徘徊多时。从内外贸易来看，11 月进出口同比增长 3.24%，其中进口 4.7%、出口 1.9%，进出口 10 月冲高后又再回落，比去年同期下降 5.95 个百分点，截止至 11 月全年累计实现顺差 1,752 亿欧元、同比下降 16.7%，降幅持续扩大。就业走强且通胀稳定，11 月失业率降至 7.9%为 08 年以来低点，CPI 报 104.29 同比增长 1.6%，2 年以来的持续稳定在目标水平。

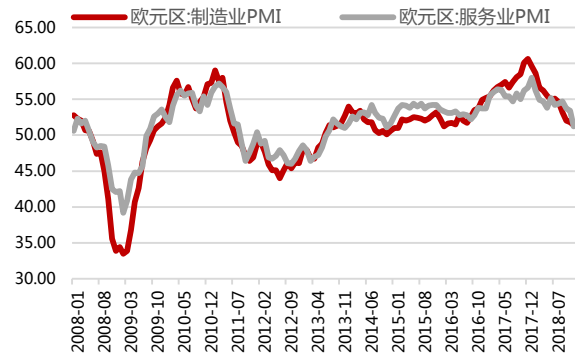
内需未起外需疲弱，投资信心走低，但所幸资产价格和就业向好；考虑政治环境向稳，欧元区房价趋势上行是大概率事件，经济数据显示风险正在累积而阻力将褪，全盘向下可能性不大，货币政策正常化有望渐进而务实地推进。

**图表 68 欧元区 GDP 当季同比走势(不变价,季调)**



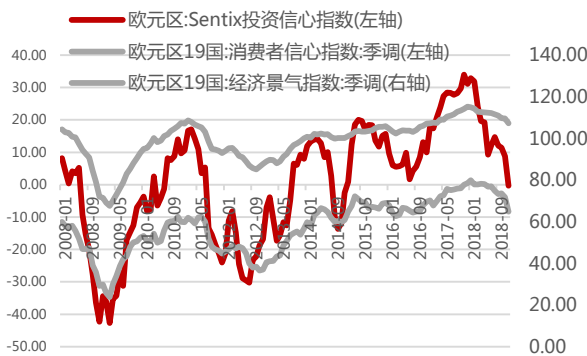
数据来源:Wind, 世联研究

**图表 69 欧元区制造业与服务 PMI**



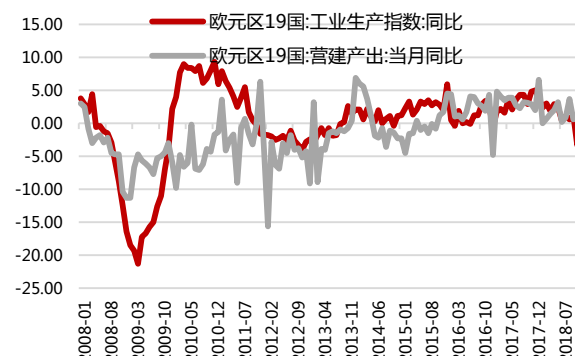
数据来源:Wind, 世联研究

**图表 70 欧元区投资者及消费者信心指数**



数据来源:Wind, 世联研究

**图表 71 欧元区工业生产指数及营建产出**



数据来源:Wind, 世联研究

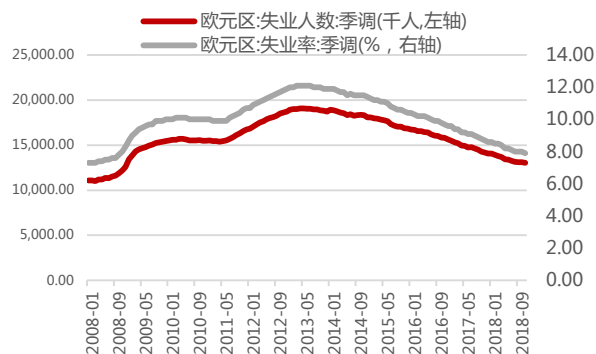


图表 72 欧元区贸易与零售情况



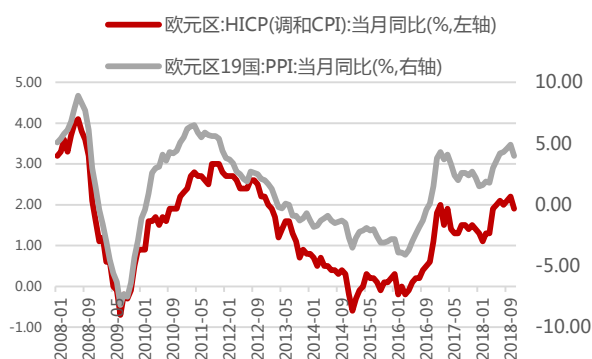
数据来源:Wind, 世联研究

图表 73 欧元区失业人数与失业率情况



数据来源:Wind, 世联研究

图表 74 欧元区 CPI 与 PPI



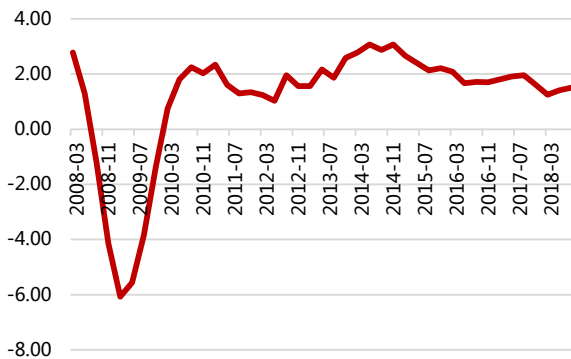
数据来源:Wind, 世联研究

### c) 英国脱欧协议大概率达成，从紧的货币政策未有支撑

自 2014 年二季度冲高至 3.07% 以来，英国经济增速频现阶梯式下行，2018 年前三季度 GDP 增速分别为 1.25%、1.41% 和 1.50%，增速分别比去年同期下降 0.56、0.5、0.46 个百分点，又再呈现一跌两升的步伐，脱欧的负面影响集中释放引致货币贬值、通胀上升和经济显著放缓。

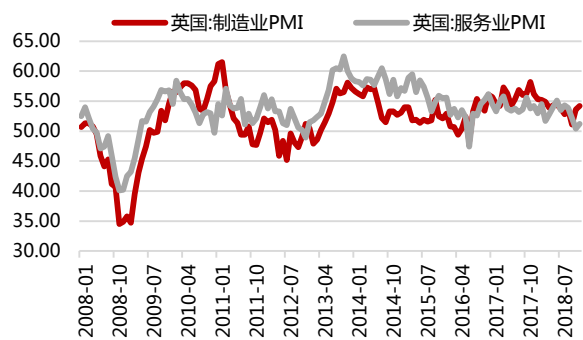
领先指标中，12 月制造业 PMI 报 54.2 环比回升 0.6、服务业 PMI 报 51.2 环比回升 0.8，GFK 消费者信心指数降至 -14.0，为 2013 年以来新低。同步指标中，11 月工业生产指数同比下降 1.45，零售销售同比增长 3.40，出口总额累计同比增长 2.26%，进口总额增长 2.96%，顺差累计下降 20.85%；特别地，作为英国经济构成主导地位的服务出口累计增速 0.85% 持续下滑，进口增速 4.38% 持续上扬，顺差下降 4.32%，服务业出口降进口升，不排除与脱欧有关，对英国经济中长期产生向下压力。最后，局势不明朗消费下行引致通胀回落，12 月报 107.1 同比增长 2.1% 隐现下行态势；10 月就业率报 61.1% 失业率 4.1%，周薪增幅 3.89%。消费信心与劳动力市场充分就业且薪资增长的明显矛盾或仍源自于脱欧，梅姨 230 票败走后的 B 计划诚意欠缺，是否会无协议脱欧变得更加捉摸不定，对预期和信心都是一大打击；加之部分富裕地区房价已下降 25%，居民财富受明显挤压，信心短期修复的难度颇大。而整体来看，最终能够达成协议是对欧盟和英国而言双赢的局面，仍然占上风，若顺利达成协议两个经济体都能获得再度增长的活力，从紧的货币政策或在议程中，但暂未有明确迹象支撑。

图表 75 英国 GDP 同比走势(不变价,季调)



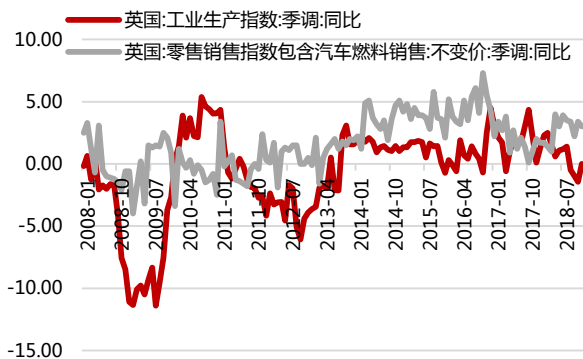
数据来源:Wind, 世联研究

图表 76 英国制造业与服务业 PMI



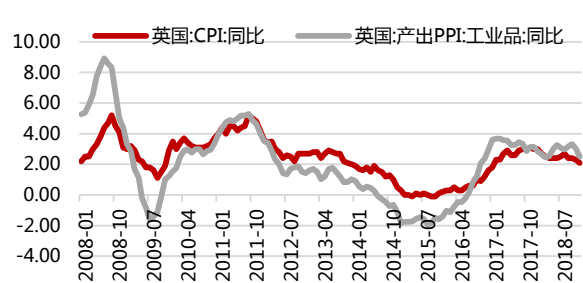
数据来源:Wind, 世联研究

图表 77 英国工业与消费情况



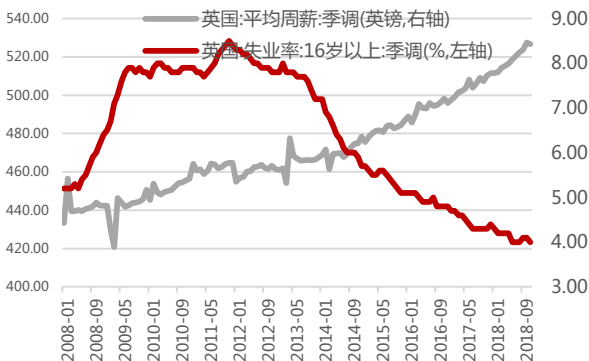
数据来源:Wind, 世联研究

图表 78 英国物价情况



数据来源:Wind, 世联研究

图表 79 英国劳工成本和失业率情况



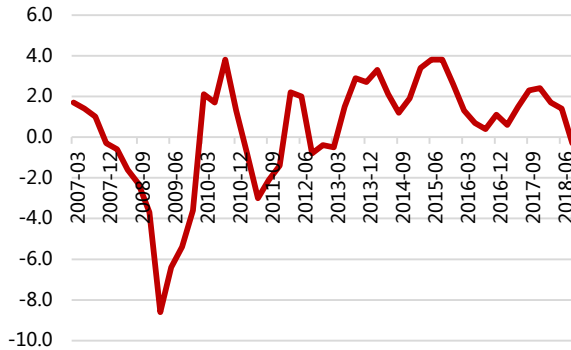
数据来源:Wind, 世联研究

#### d) 日本经济持续萎缩, 货币政策调整空间有限

自 2015 年显著复苏至 3.8% 以后, 日本 GDP 增速一路下滑, 三季度名义增速报 -0.3%, 实际增速 -2.5%, 创 4 年来新低, 又再进入衰退风险区。整体来看各项经济数据皆乏善可陈, PMI 下降、消费者信心下降、投资者信心下降、景气指数下降、工业产出创两年最大跌幅、销售下降、出口较去年同期下降 14 个百分点、通胀仍显著低于目标、PPI 持续高涨; 所幸就业人数创有记录以来新高, 失业率持续下降, 但让人担心的是增量就业人口集中在 65 岁以上和 15-25 岁, 25-45 岁就业人口持续下降, 老龄化依旧是经济中长期发展的难题。

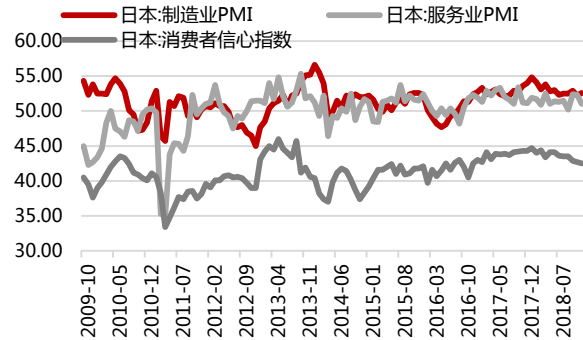
全球增长放缓的背景中，日本又一次陷入萎缩，通胀缓慢上行但距离目标仍有相当距离，原油下跌已抑制汽油成本，核心通胀或将停滞，日本央行或将不得不面对在庞大刺激计划上继续加码的压力，然则利率已负，能够调整的空间有限。

图 80 日本 GDP 当季同比走势(现价)



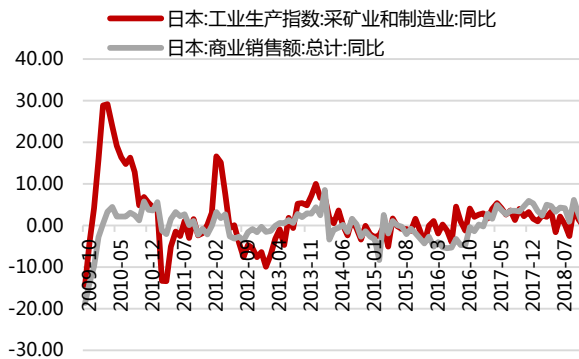
数据来源:Wind, 世联研究

图 81 日本 PMI 与消费者信心指数



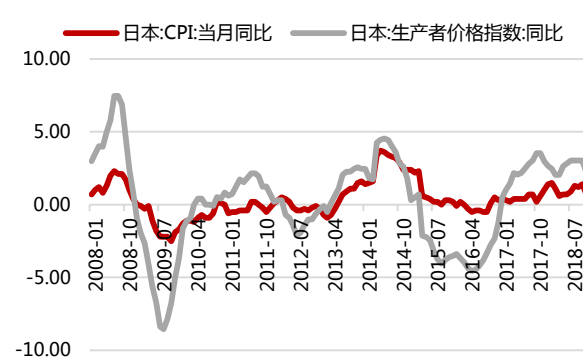
数据来源:Wind, 世联研究

图 82 日本工商业情况



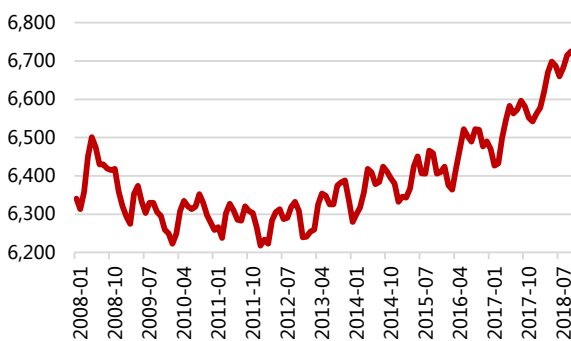
数据来源:Wind, 世联研究

图 83 日本物价情况



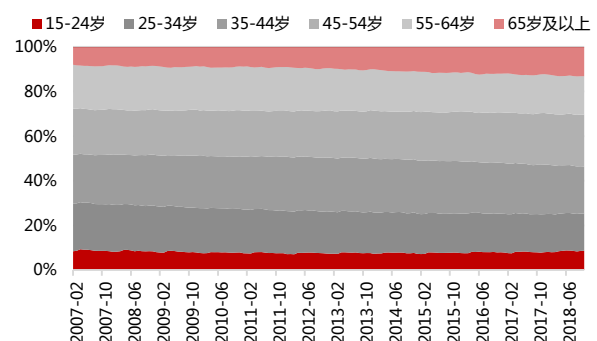
数据来源:Wind, 世联研究

图 85 日本就业总人数走势



数据来源:Wind, 世联研究

图 86 日本就业人口年龄分布情况



数据来源:Wind, 世联研究

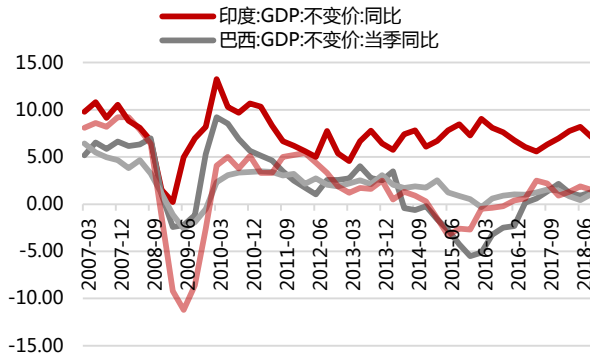
### e) 新兴市场增速下滑，被动加息保稳定

新兴市场在这一轮 QE 中获得相当的发展机遇，然则随美元二季度以来的走强，新兴市场货币剧烈贬值，土耳其里拉、墨西哥比索贬值幅度创历史新高，新兴市场在发达经济体加息进程中愈发脆弱。从经济数据来看，印度自废钞运动后又调整统计口径，经济数据先挫后扬，2018 年三季度略显疲态收 7.11%，环比下降 1.09 个百分点；俄罗斯前三季度依次为 1.3%、1.9%和 1.5%，全年稳于 1.5% 以上是大概率事件；巴西前三季度依次为 1.22%、0.91%和 1.27%，仍未有稳势；南非前三季度分别

为 0.82%、0.42%和 1.09%，下行趋势不再但上行动力也不足。总体而言，以上经济体反映新兴市场目前上下胶着的状态。

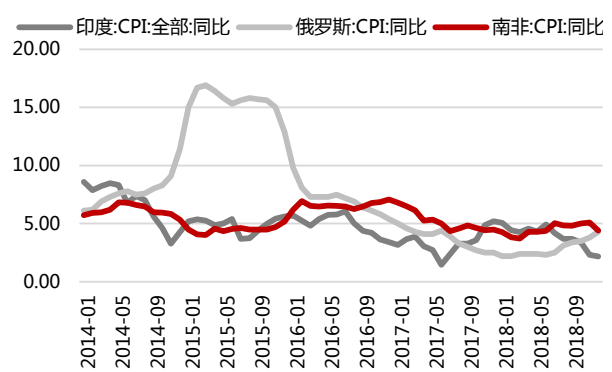
货币政策方面，6 月印度央行开始加息、9 月俄罗斯央行加息、11 月南非央行加息，巴西央行 12 次降息后也将进入加息进程，新兴市场全面呈现被动加息的状态，以应对通胀上升、货币贬值和资本外流的压力。

图表 87 新兴经济体 GDP



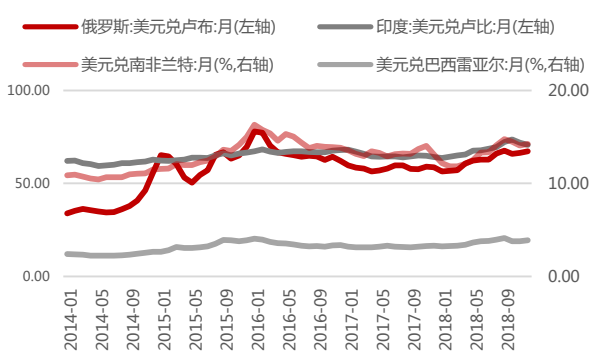
数据来源:Wind, 世联研究

图表 88 新兴经济体物价



数据来源:Wind, 世联研究

图表 89 新兴经济体汇率



数据来源:Wind, 世联研究

## (2)国内经济有向稳能力，房地产仍需保稳定

全年国内 GDP 增速 6.6%收官，按季分别为 6.8%、6.7%、6.5%和 6.4%，增速缓步下行与预期一致，趋势上来看，经济仍在下行通道但不具备断崖式下滑的可能，但人口出生率仅为 10.94%值得重视。另一方面，12 月 PMI 报 49.4、新订单分项报 49.7，明确进入收缩区间，消费者信心指数意外上扬，11 月报 122.1 环比增长 2.5%同比增长 0.7%，延续自年中以来的上行趋势，或与减税有一定关系，但暂未见明显支撑。

整体来看，目前的形势与 2012 年更相近，以基建发力来对冲房地产投资增速放缓，房地产目前的责任是稳而非托；制造业环保限产后利润回升促进投资，受进出口制约的同时也有消费提升的促进，整体或稳中有降；促消费补贴力度应比以往更大，三四线作为经济缓冲垫的角色或再担大梁；进出口一方面受贸易摩擦影响年末跑单翘尾难持续，另一方面全球经济放缓外需疲软提升空间有限，顺差萎缩是大概率事件；当然不可忽视的是一带一路或有超预期效果，只是暂时难寄望于此。

### a) 基建上扬可期，地方融资待创新

全年基建投资不含电力口径 14.5 万亿、同比增长 3.8%，老口径推算投资 17.6 万亿、同比增长 1.8%，分项推算结果显示，水利、环境和公共设施管理业实现完成投资 8.4 万亿、同比增长 3.3%，交通运输、仓储和邮政业完成投资 6.4 万亿、同比增长 3.9%，不纳入考量的电力、热力燃气及水的生产和供应业完成投资 2.8 万亿、同比下降 6.7%。以不含电力的新口径来看，基建投资自 2017 年 2 月增速 27.3% 登顶后一路滑坡至 2018 年末的 3.8%，下行与去产能、降杆杆、PPP 严管和破刚兑直接相关，兼有地方债务和赤字率管制，地方举债受抑制相关。

四季度，国家发展改革委密集批复了多个高铁项目，投资规模超千亿元。与此同时，发展改革委还明确表示，进一步加强重大项目储备，进一步加快推进重大项目前期工作。10 月 31 日至 12 月 2 日财政部连发 24 份文件，向地方提前下达资金 21195 亿元。2019 年 1 月 8 日，发改委副主任宁吉喆表示，将进一步增加中央预算内投资规模，进一步加快中央预算内投资下达进度，并提前下达一批投资，进一步吸引和扩大社会资本投入国家重点项目的领域和规模；并将加大债券融资的支持力度，扩大优质民营企业债券发行规模，进一步加快核准的进度。2018 年全年，地方债发行规模 4.17 万亿元。已发行的地方政府专项债主要集中在土地储备、棚户区改造、收费公路等领域，其对投资的撬动效应已经逐步显现。

目前基建投资的政策有了明显的放松，虽然核心矛盾在于整体债务限制未有松动，2019 年地方债发行的压力与去年相比或将不减，但近期地方债投资渠道扩容以及地方政府层面积极探索制度创新等，都将为 2019 年地方债顺利发行奠定基础。

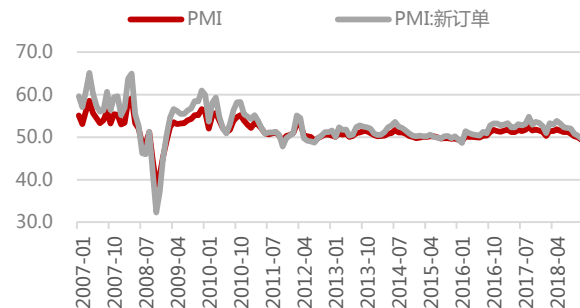
国内基建总量大、突出成果列世界前位，但密度和人均水平不高是不争的事实，国内公路密度仅为世界平均水平的 70%、铁路密度是世界平均水平 60%，并且铁路仅覆盖 212 个行政区占比 55.8，覆盖面仍有相当大的提升，另外分布不均衡东西部日均高铁途径班次相差 10 倍，另外还有即将大范围开展的 5G 更新工程。长远来看基建投资仍有相当大的发展空间，基建投资短期能否实现类似 2012 年的“深 V 反转”，作为 2019 年投资企稳的主要力量，取决于融资途径是否能跟上投资计划。

图表 90 GDP 现价总额及不变价同比增速走势(当季)



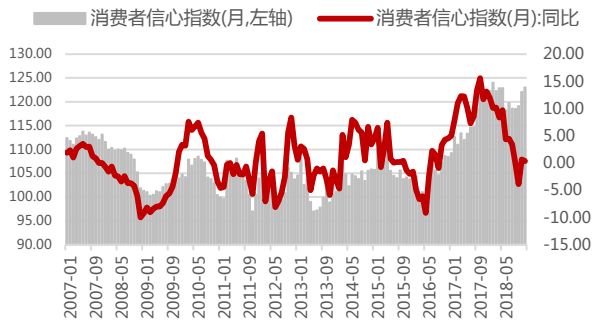
数据来源:Wind, 世联研究

图表 91 PMI 及 PMI 新订单分项指数



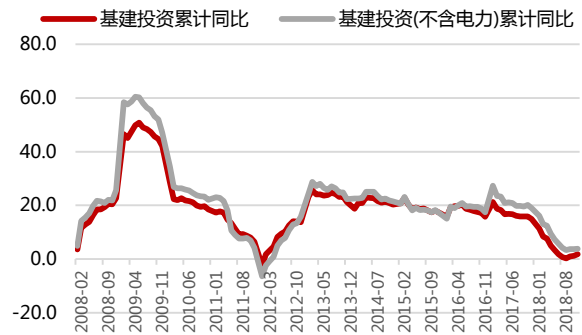
数据来源:Wind, 世联研究

图表 92 消费者信心指数及同比变化走势



数据来源:Wind, 世联研究

图表 93 基建投资累计同比走势



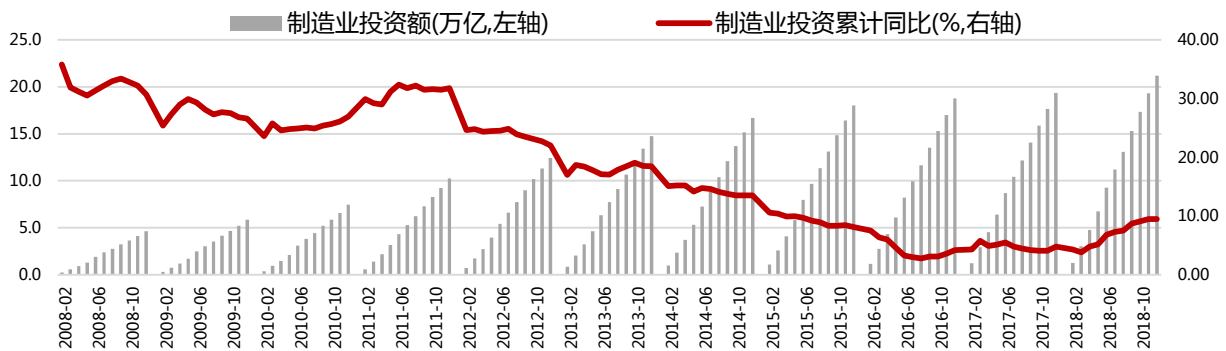
数据来源:Wind, 世联研究

### b) 限产松跑单推，制造业上行动力待定

全年制造业投资增长 9.5%，估算投资额 21.2 万亿，高位企稳结束了连续上涨的态势。制造业增速显著快于房地产和基建，一方面源于限产松动、采矿业带动工业生产增速回升，另一方面是高端制造业的发展与污染防治相关投资需求提升，间接推动制造业投资，最后是中美贸易摩擦引起的外贸跑单，推动制造业投资阶段上行。

目前来看，制造业投资向上与外部因素直接相关，而非制造业利润水平抬高的主动投资，另一方面是国有企业杠杆率的约束和出口放缓的预期；产能利用率若没有及时提升，仅依靠商品和高端制造业的推动整个制造业投资是不现实的，所幸消费仍有一定的支撑。

图表 94 制造业投资总额及比增速



数据来源:Wind, 世联研究

### c) 服务消费拉经济，新一轮刺激有看点

全年社会消费品零售总额 38.1 万亿、同比增长 9.0%，剔除价格因素后实际增长 6.9%，增速较 1-11 月分别回落 0.10 个百分点和 0.11 个百分点；但若看按月数据，实际年末略有翘尾，12 月当月社消零 3.6 万亿、名义同比增长 8.2%、实际同比增长 6.7%，增速较 11 月分别上扬 0.10 个百分点和 0.91 个百分点，反映的是实际的消费品物价上扬。从三大需求来看，最终消费支出对 GDP 拉动持续提高，消费的贡献率全年都保持在 75%以上的高位，综合来看反映的是目前虚拟消费、服务消费迅速提升，商品零售、实物消费的增加值下降，尤其是汽车销量明显回落拖累消费整体。

消费的根基是居民存款和可支配收入，全年城镇居民人均可支配收入 3.9 万元、名义同比增长 7.8%，实际同比增长 5.6%，实际增速与名义增速都降至 2008 年以来的低点。所幸总储蓄余额回升，2018

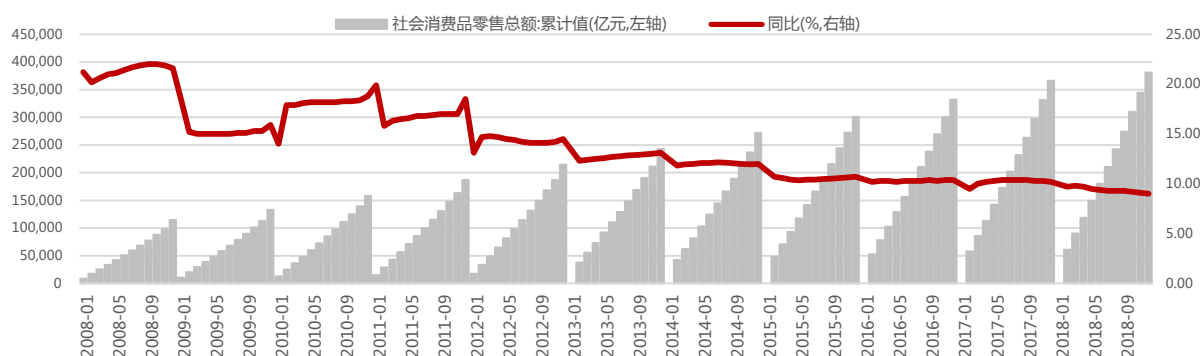
年上半年城乡居民储蓄存款余额 61 万亿、同比增长 0.3%，连续 18 个月保持正增长；结合目前货币类基金、理财渗透率迅速提高，实际居民财富应有更大程度的提振，是居民消费意向提高的原因，也是接下来促消费的基础。

拆分城镇和乡村消费来看，乡村消费增速在近年持续高于城镇，一方面是因为城镇生活成本不断走高，另一方面是城镇居民消费外流的原因，在此不作展开。2019 家电下乡十周年，家电甚至汽车下乡会不会加码我们拭目以待，我们对此也抱有信心：三四线乡镇乡村作为经济缓冲垫，经历三年货补和房地产繁荣，客观的现金盈余增加和家电购置需求需要释放，补贴的边际提高或许会带来超预期的效果。

不可忽略的是外需疲软出口向下承压，不容乐观的外贸形势或带来衰退式顺差，叠加经济下行的事实和不明朗的预期，还有居民短期债务的快速增长也将影响消费。同时，招工指标下滑是既定的事实，用工缩减甚至于裁员也会发生；新业态在过去几年间吸纳了相当多的就业人口，目前流动性已释放但信贷仍未扩张，对新业态的影响或许比想象之中要大得多，以上种种都直指城镇居民收入向下承压，同时城镇居民也是杠杆偏高的群体，需要予以重视。

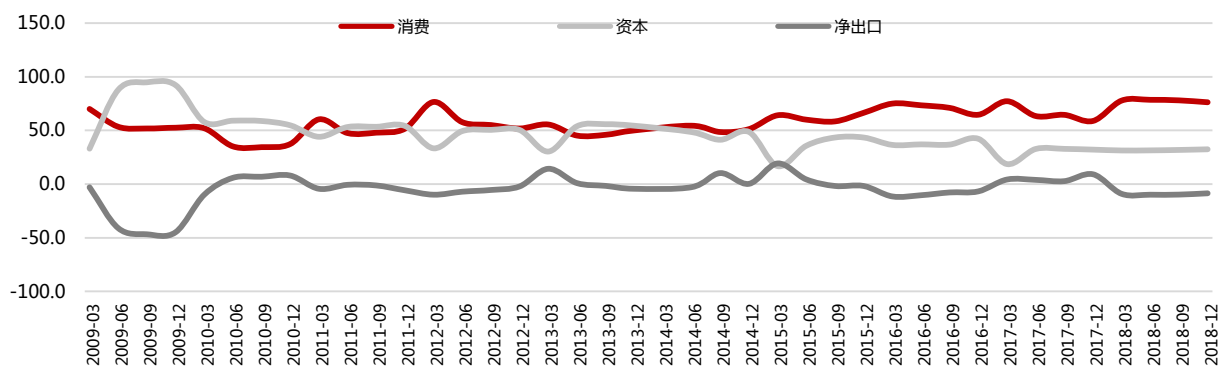
总体来看服务消费能否拉动整体持续向上尚需观察，但暂未形成明显的向下压力。

图表 95 社会消费品零售总额累计值及同比增速



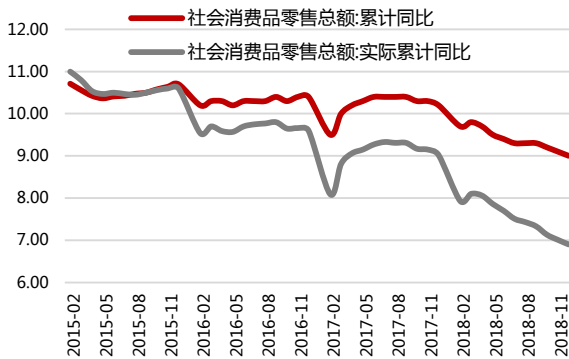
数据来源:Wind, 世联研究

图表 96 三大需求对 GDP 贡献



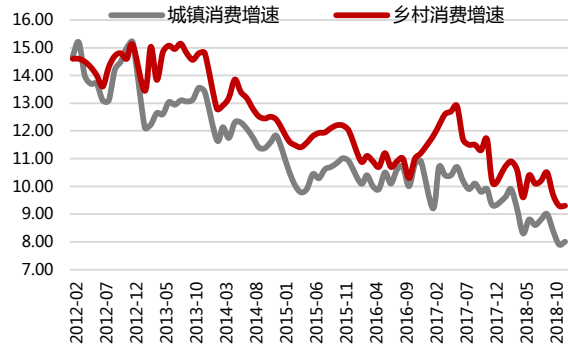
数据来源:Wind, 世联研究

图表 97 社销零名义总额与实际总额同比增速



数据来源:Wind, 世联研究

图表 98 城镇与乡村社销零增速走势



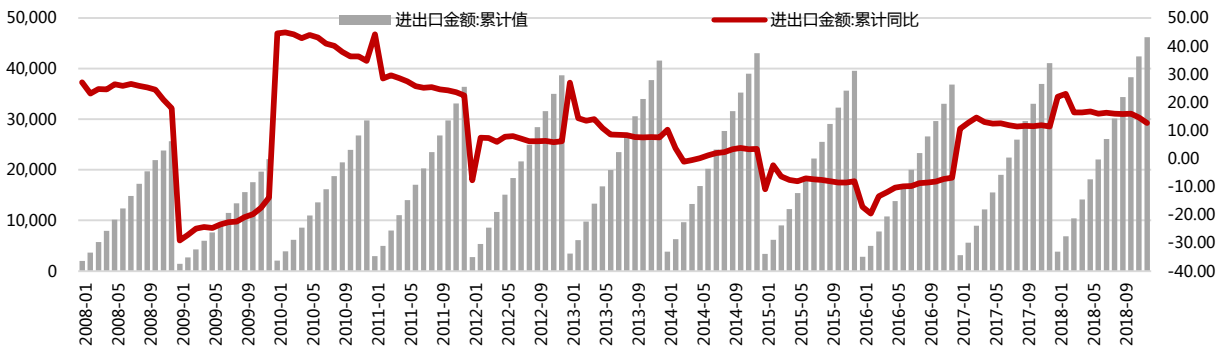
数据来源:Wind, 世联研究

### d) 贸易摩擦之上，是全球放缓的乌云

全年进出口额累计实现 4.6 万亿美元、同比增长 12.6%，其中出口 2.5 万亿美元、增长 9.9%，进口 2.1 万亿美元、增长 15.8%，按月顺差持续扩大，但仍不及去年，全年累计实现顺差 3,518 亿美元、同比减少 16.2%。自 2018 年 3 月特朗普正式签署关税协议开始，出口额呈现明显跳涨，对关税提高和惩罚性税收的担忧引致大量订单抢出口，随贸易摩擦不断升级，未来不确定性引起的担忧推使越来越多订单抢出口，推高全年进出口贸易总额。

从经济发展方向和客观消费需求来看，国内消费市场都将持续向上，进口产品降税和电商也为进口提供了更便利的通道；另一方面，除却贸易摩擦之外，全球放缓外需疲软仍然是绕不开的话题，出口的需求边际减弱甚至总量下行都是可能的事件，这一点从广交会和实际汇率走势也能看出；90 天的休战期或再促进一段增长，但全年顺差缩窄是大概率事件，甚至不排除进出口总量缩减。

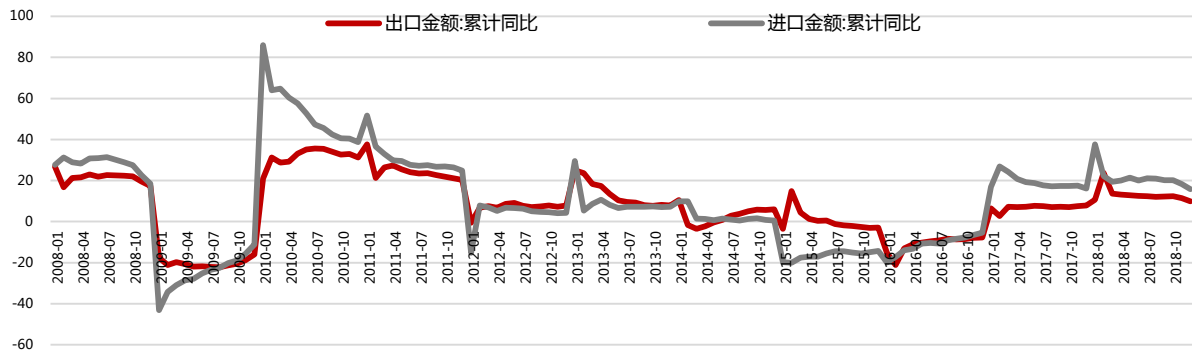
图表 99 历年进出口金额累计值及累计同比走势



数据来源:Wind, 世联研究

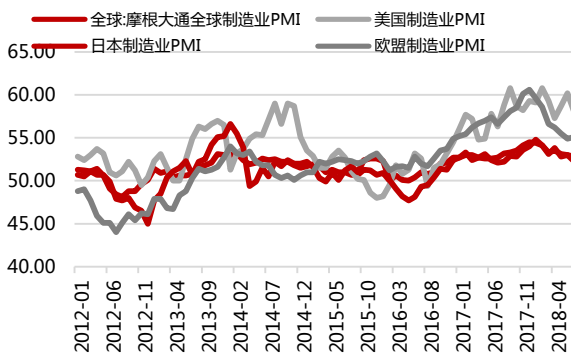


图100 历年进口和出口金额累计同比走势



数据来源:Wind, 世联研究

图101 主要经济体 PMI 走势



数据来源:Wind, 世联研究

图102 出口、汇率及广交会走势



数据来源:Wind, 世联研究

综上，在整体局势不明朗之际，制造业摇摆不定、进出口不振、外部轮动加息或起，但基建有足够的发展空间以托起大梁，三四线作为缓冲垫再度托底消费，对经济而言，房地产的职责是稳而非托。我们认为，2019年房地产市场向冷难回暖亦难，客观的外部既定需求之下，价格不能再上扬；叠加供给和需求的内部增长(后文详述)，价稳量扬是大概率事件，作为联系上下游五十多个行业的产业，房地产稳定是整体经济稳定的大前提。

## 1 亿人落户的任务，抢人大战高潮未至

2018 年，围绕国家“再落户 1300 万人”、“继续落实 1 亿非户籍人口在城市落户”的方针，各地“抢人”动作愈发频密；全年共录得人才引进、落户放宽政策 55 条，其中 10 条为省级及以上政策，45 条为城市具体政策，涵盖内容之广、力度之大更甚 2017。常规的降低学历门槛至大专、中专已不足为奇，3 省 23 市降低学历门槛；住房保障也是标配，3 省 31 市提供相应住房保障；各类补助、现金奖也屡见不鲜，2 省 16 市对高端人才、急需人才、战略人才等给予高额奖励，西安开出每人每年 15 万的安家补助、洛阳可选一次性 100 万或每月 4,000 元、柳州引进人才最高补贴更达到了令人乍舌的 500 万；除此之外还有安排子女入学的，比如吉林、三亚、太原、珠海；更令人暖心的是海南、新余、漳平三市，人才落户还可以由地方政府安排配偶的工作，实现一人落户全家受惠。

图表 103 2018 年各地区新落户政策一览

日期	文件/事件	细则
3 月 5 日	李克强总理代表国务院第十三届全国人民代表大会第一次会议作《政府工作报告》	<ul style="list-style-type: none"> <li>•提高新型城镇化质量。今年再进城落户 1300 万人，加快农业转移人口市民化。</li> </ul>
3 月 13 日	《国家发展改革委关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>•全面放宽城市落户条件。继续落实 1 亿非户籍人口在城市落户方案，加快户籍制度改革落地步伐，促进有能力在城镇稳定就业生活的新生代农民工、在城镇就业居住 5 年以上和举家迁徙的农业转移人口、农村学生升学和参军进入城镇人口在城市举家落户，鼓励对高校和职业院校毕业生、留学归国人员及技术工人实行零门槛落户。</li> <li>•中小城市和建制镇要全面放开落户限制。大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，其中 II 型大城市不得实行积分落户，有条件城市要进一步降低社保年限要求；I 型大城市中实行积分落户的要大幅提高社保和居住年限的权重，鼓励取消年度落户数量限制。</li> <li>•超大城市和特大城市要区分城区、新区和所辖市县，制定差别化落户条件，探索搭建区域间转积分和转户籍通道。探索租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。落实地方政府主体责任，2018 年实现进城落户 1300 万人。</li> <li>•强化常住人口基本公共服务。实现居住证制度覆盖城镇全部未落户常住人口，显著提高居住证发放量。以居住证为载体向未落户人口提供城镇基本公共服务及办事便利，鼓励城市群及都市圈内居住证互认。落实“两为主、两纳入”要求，实现公办学校普遍向随迁子女开放。</li> </ul>
3 月 26 日	山东关于印发《加快推进新型城镇化建设行动实施方案(2018-2020 年)》的通知	<ul style="list-style-type: none"> <li>•推进重点群体落户。以农村学生升学和参军进入城镇的人口、国家机关和企事业单位招录的农村人员、在城镇就业居住 3 年以上和举家迁徙的农业转移人口以及新生代农民工为重点，促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口及其家属进城落户。全面放开对高校毕业生、技术工人、职业院校(含技工院校)毕业生、留学归国人员的落户限制。青岛市要全面取消购房面积、投资纳税等落户限制。</li> </ul>
5 月 3 日	《国家发展改革委办公厅关于印发第一批国家新型城镇化综合试点经验的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>•持续降低大城市、特大城市和超大城市落户门槛。一些城市在参加城镇社保年限不得超过 5 年的国家规定下，进一步降低落户门槛。</li> <li>•探索大学生在特大城市和超大城市零门槛落户。一些城市取消就业、参加城镇社保和居住年限的落户前置条件，允许大学毕业生持毕业证、户口本、身份证先落户后就业。</li> <li>•探索在特大城市和超大城市不同区域差异化落户。</li> <li>•允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。保障农业转移人口住房需求。一些城市将符合条件的常住人口纳入公租房保障范围和住房公积金制度覆盖范围。</li> </ul>
5 月 8 日	山东《全省公安机关服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>•急需人才可直接落户。进一步深化户籍制度改革，放宽人才落户条件，取消省级高层次人</li> </ul>

日期	文件/事件	细则
5月13日	新旧动能转换 20 条工作措施》  海南省委七届四次全会审议通过《百万人才进海南行动计划（2018—2025 年）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>才及其共同居住的父母、配偶、子女落户限制；</li> <li>取消高校毕业生以及各类具有专业职称、技能等级人才的就业年限、社保年限、单位性质、居住场所限制；<b>新旧动能转换重点项目急需人才凭人社部门证明直接落户。</b></li> <li>全日制大专以上学历、中级以上专业技术职称、技师以上职业资格或执业资格的人才，可在我省<b>工作地或实际居住地落户。</b></li> <li>各类高层次人才、硕士毕业生、“双一流”高校和海外留学归国本科毕业生，以及拥有重大科研成果的创新人才、产品符合重点产业支持方向的创业人才可在我省<b>任一城镇落户。</b></li> <li>全职引进的大师级人才、杰出人才直系亲属就读我省中小学、幼儿园采取“一事一议”方式予以解决。</li> <li><b>领军以上层次人才子女户籍转入我省的</b>，参加高考不受报考批次限制；其他高层次人才子女高中转学的，按与原就读学校等级相当的原则予以解决。</li> <li>全职引进的各类高层次人才，配偶为公务员或事业单位人员的，对口安排相应工作；配偶为企业人员的，安排到企业工作；配偶未就业且符合岗位条件的，经考核安排到事业单位就业；其他未就业的，按引才当地社会平均工资一定比例发放生活补助，3 年内为其缴纳基本养老保险和医疗保险。</li> </ul>
9月10日	广东省住建厅发布《关于推进共有产权住房发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> <li>每户家庭只能购买一套共有产权住房，并享受与购买商品住房同等的落户、入学等公共服务；</li> <li>购买共有产权住房不满 5 年的，不得转让；满足购买共有产权住房不少于 5 年等条件的，允许承购人转让；</li> <li>满足购买共有产权住房不少于 10 年等条件的，允许承购人一次性增购代持机构所持的产权份额，取得完全产权，住房性质转变为商品住房。</li> </ul>
10月10日	国家发展改革委办公厅关于督察《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》落实情况的通知	<ul style="list-style-type: none"> <li>“十三五”期间，<b>户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上，年均转户 1300 万人。</b>到 2020 年，全国户籍人口城镇化率提高到 45%，各地区户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距比 2013 年缩小 2 个百分点以上。</li> </ul>
11月11日	江苏户籍新政	<ul style="list-style-type: none"> <li>明年 1 月 1 日，徐州、连云港、淮安、盐城、宿迁 5 市率先实施户口通迁制度，具有合法稳定住所或稳定就业居民可<b>5 市范围内自由迁移户口。</b></li> </ul>
12月21日	青海印发《关于“昆仑英才”行动计划的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> <li>从现在起至 2035 年，将分三个阶段安排全省人才发展工作，着力构建“昆仑英才”战略体系；</li> </ul>

数据来源：世联研究；55 条人才落户政策清单列于附件。

人才引进政策力度之大可谓空前，20 年前求一城市户口而不得，20 年后各大城市向人才频招手，对各类强力促进政策乍舌之余，关于房地产，我们认为应该关注以下一组数字：2012 年全国总人口 13.54 亿人、户籍城镇化率 35.0%，2018 年全国总人口 13.95 亿人，户籍城镇化率 42.35%，6 年间城镇户籍人口增加 1.17 亿人、年均增长约 1,949 万人，远超国家目前制定的未来年均 1,300 万人的目标。也就意味着，农村人口流向城镇的速度在放缓，要进一步提高城镇化水平，需要施以政策引导。

以 44 个数据完整的城市作为样本，可以看到，总人口基本都保持正增长，其中以广州、深圳、成都的增速最为喜人，两年间总人口增量都在百万以上，而北京和上海因为控制人口的原因，增量明显小于广深。另一方面，我们也能看到 44 个样本城市中，除广深外还有有苏州、东莞、沈阳等 19 个城市两年间人口增量为个位数，其中苏州、东莞、惠州、江门、中山等呈现一个明显的特征：户籍人口增量比常住人口增量更大（新增户籍人口过快，部分新落户的人还未来得及纳入常住人口范围（需居住六个月）），非户籍人口缩减，类似的还有成都、天津、南京、合肥、佛山等，反映的是这一类城市“抢人大战”取得了不俗成效，正在急剧膨胀的过程中，这一类城市是下一阶段人口红利和经济发展的希望之城。

图表 104 各城市人口变动情况(2015-2017)

单位：万人

序号	城市	2017 年			2015 年			增量(2015 至 2017)		
		总人口 (常住人口)	户籍人口	非户籍 人口	总人口 (常住人口)	户籍人口	非户籍 人口	总人口 (常住人口)	户籍人口	非户籍 人口
1	北京	2,171	1,361	810	2,171	1,345	825	0	15	-15
2	上海	2,418	1,455	963	2,415	1,443	972	3	12	-9
3	广州	1,450	898	552	1,350	854	496	100	44	56
4	深圳	1,253	435	818	1,138	355	783	115	80	35
5	成都	1,604	1,435	169	1,466	1,228	238	139	207	-69
6	天津	1,557	1,050	507	1,547	1,027	520	10	23	-13
7	武汉	1,089	854	236	1,061	829	232	29	24	4
8	石家庄	1,088	973	115	1,007	1,029	-22	81	-56	137
9	苏州	1,068	691	377	1,062	667	395	7	24	-17
10	郑州	988	842	146	957	810	146	31	32	-1
11	西安	962	906	56	871	816	55	91	90	1
12	杭州	947	754	193	902	724	178	45	30	15
13	青岛	929	803	126	910	783	127	19	20	-1
14	泉州	865	742	123	851	722	129	14	20	-6
15	东莞	834	211	623	825	195	630	9	16	-7
16	南京	834	681	153	824	653	170	10	27	-17
17	沈阳	829	737	92	829	730	99	0	7	-6
18	宁波	801	597	204	783	587	196	18	10	8
19	合肥	797	743	54	779	718	61	18	25	-7
20	长沙	792	709	83	743	680	63	49	28	20
21	福州	766	693	73	750	678	72	16	15	1
22	佛山	766	420	346	743	389	354	23	31	-8
23	济南	732	644	89	713	626	87	19	18	1
24	昆明	678	563	115	668	556	112	11	7	3
25	无锡	655	493	162	651	481	170	4	12	-8
26	台州	612	604	8	605	597	7	7	6	1
27	南昌	546	525	22	530	520	10	16	4	12
28	绍兴	501	446	55	497	443	54	4	3	1
29	贵阳	480	408	72	462	392	70	18	17	2
30	惠州	478	369	108	476	357	118	2	12	-10
31	常州	472	379	93	470	371	99	2	8	-6
32	嘉兴	466	356	109	459	349	109	7	7	0
33	江门	456	396	60	452	391	61	4	5	-1
34	太原	438	369	69	432	367	64	6	2	4
35	厦门	401	231	170	386	211	175	15	20	-5
36	中山	326	170	156	321	159	162	5	12	-7
37	镇江	319	271	48	318	272	46	1	-1	2
38	呼和浩特	311	243	69	306	239	67	5	4	1
39	湖州	300	266	33	295	264	31	5	2	2
40	西宁	236	206	30	231	201	30	4	4	0
41	海口	227	171	56	222	165	58	5	6	-1
42	银川	223	189	34	216	179	37	6	9	-3
43	珠海	177	119	58	163	112	51	13	6	7
44	舟山	117	97	20	115	97	18	2	0	2

数据来源:WIND 世联研究

如果我们再考虑 2013-2015 年的数据，如下表，可以得出 3 个明显的结论：

1. 户籍人口增速明显下滑，2013-2015 年 44 个样本城市的户籍人口增量为 1,217 万人，2015-2017 年间仅为 891 万人；
2. 名单城市中除江门、西宁、太原和舟山四个城市的户籍人口增量提升外，40 个城市户籍人口增量都在下降；
3. “中转站城市”出现，以石家庄、郑州、镇江、西宁为代表的城市，非户籍人口正增长而户籍人口负增长，是人口从低能级城市向高能级城市流动过程中滞留的结果，这类城市是否能“截流”取决于城市的发展是否能让流动的人口停下脚步。

图表 105 各城市人口变动情况(2013-2017)

单位：万人

序号	城市	2013 至 2015 增量			2015 至 2017 增量			序号	城市	2013 至 2015 增量			2015 至 2017 增量		
		总人口	户籍人口	非户籍人口	总人口	户籍人口	非户籍人口			总人口	户籍人口	非户籍人口	总人口	户籍人口	非户籍人口
合计		1,583	1,217	366	987	891	95	23	济南	32	30	2	19	18	1
1	北京	56	43	13	0	15	-15	24	昆明	20	16	4	11	7	3
2	上海	3	23	-20	3	12	-9	25	无锡	7	21	-14	4	12	-8
3	广州	157	66	92	100	44	56	26	台州	8	9	-1	7	6	1
4	深圳	190	124	66	115	80	35	27	南昌	28	15	13	16	4	12
5	成都	175	247	-73	139	207	-69	28	绍兴	6	5	1	4	3	1
6	天津	85	43	41	10	23	-13	29	贵阳	28	29	-1	18	17	2
7	武汉	67	32	36	29	24	4	30	惠州	8	26	-18	2	12	-10
8	石家庄*	38	-30	68	81	-56	137	31	常州	3	13	-10	2	8	-6
9	苏州	11	37	-27	7	24	-17	32	嘉兴	10	10	-1	7	7	0
10	郑州*	69	-77	146	31	32	-1	33	江门	6	3	3	4	5	-1
11	西安	103	99	4	91	90	1	34	太原	10	2	8	6	2	4
12	杭州	62	47	15	45	30	15	35	厦门	28	34	-6	15	20	-5
13	青岛	33	30	3	19	20	-1	36	中山	9	16	-8	5	12	-7
14	泉州	29	39	-10	14	20	-6	37	镇江	2	-1	3	1	-1	2
15	东莞	3	22	-20	9	16	-7	38	呼和浩特	11	9	2	5	4	1
16	南京	15	38	-23	10	27	-17	39	湖州	8	4	4	5	2	2
17	沈阳	4	10	-6	0	7	-6	40	西宁	9	-21	30	4	4	0
18	宁波	34	17	17	18	10	8	41	海口	10	8	2	5	6	-1
19	合肥	35	31	4	18	25	-7	42	银川	14	16	-2	6	9	-3
20	长沙	70	46	24	49	28	20	43	珠海	18	10	7	13	6	7
21	福州	32	38	-6	16	15	1	44	舟山	3	0	3	2	0	2
22	佛山	36	38	-2	23	31	-8	--	--	--	--	--	--	--	--

数据来源：世联研究，Wind 数据；另，石家庄与郑州数据已于地方政府网站核实，但两地统计局公布数字隐去对口指标，在此不考虑是否存在其他未知原因，仅以数据作示例。

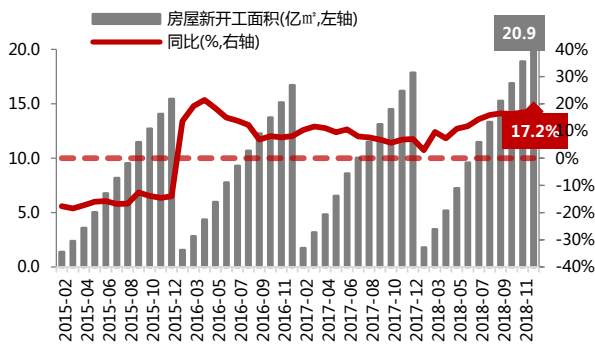
据此，我们可以预见，在接下来相当一段时间里，人口的争夺将愈演愈烈，高能级的一线城市有着天然的优势吸引人口，低能级的三四线城市或不得不面对人口净流出和老龄化的客观事实，中段的二三线城市会有如成都、西安、佛山、苏州、东莞、惠州等实现急剧的膨胀，也会有如石家庄、郑州一样的中转站城市，是持续扩大还是被动抽血，取决于城市的发展是否能实现“截流”。

## 绕不过的 29.1%剪刀差和 7 千亿债务

### (1) 开工竣工剪刀差，大量货值在路上

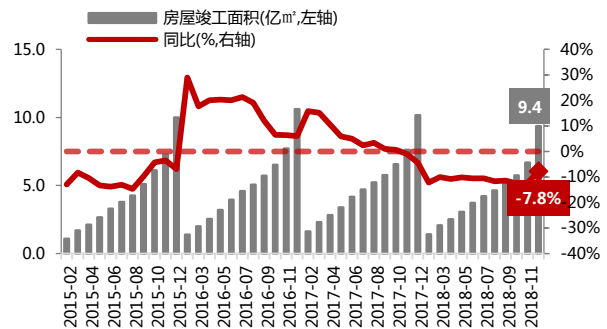
12 月末，房地产新开工面积 20.9 亿 m<sup>2</sup>、同比增长 17.2%，剔除基数效应来看，新开工面积增速创四年以来新高(2014、2015 年负增长，致 16 年增速异常)；另一方面，竣工面积 9.4 亿 m<sup>2</sup>、同比减少 7.8%，延续自 2017 年四季度以来的下行趋势，开工竣工剪刀差持续扩大中。从结构来看，开工竣工面积集中在东南沿海一带，山东、广东、江苏、浙江、安徽、福建 6 省开工、竣工面积皆占全国四成；从增速来看，贵州、湖南、吉林、重庆 4 省开工面积增速均超过 30%，特别地，贵州全省房地产新开工同比增速达到 66.0%；相应地，这些地区也是开工竣工剪刀差突出的区域，开工增速和竣工增速差额普遍达到 60%以上。

图表 106 房屋新开工面积



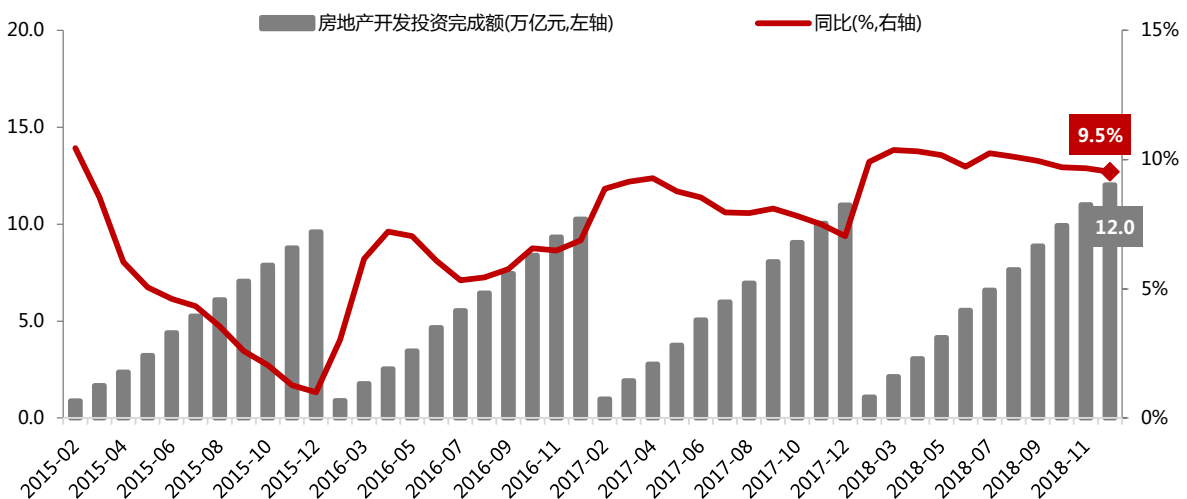
数据来源：wind,国家统计局,世联研究

图表 107 房屋竣工面积



数据来源：wind,国家统计局,世联研究

图表 108 房地产开发投资完成额

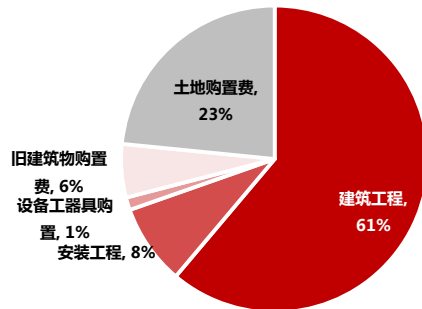


数据来源：wind,国家统计局,世联研究

2018 年,在房地产开发投资完成额全年月均 10%左右的增速情况下,房屋新开工面积增速持续走高,而房屋竣工面积不仅未有起色还隐有减少的趋势。

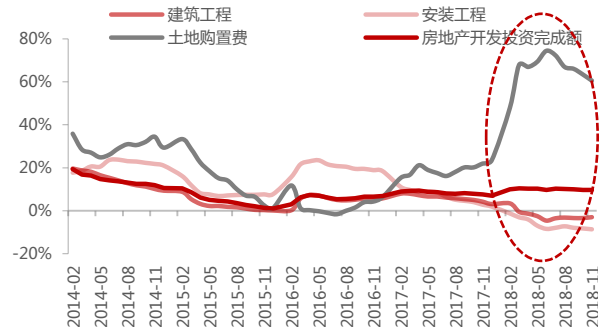
进一步对投资开发完成额进行解构:投资开发完成额=建筑工程费+安装工程费+设备工器具购置+土地购置费+旧建筑物购置。可以从上图对比看出,2018 年投资开发完成额的稳定增速主要是由房企大规模购地推高的,而非房企实际开工、施工活动比之前更活跃。

图表 109 近 3 年投资开发完成额构成平均占比



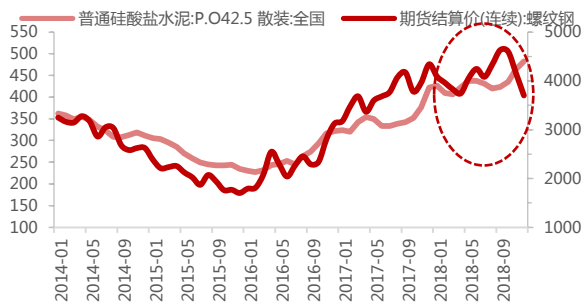
数据来源:wind,国家统计局,世联研究

图表 110 投资开发完成额构成项同比增速



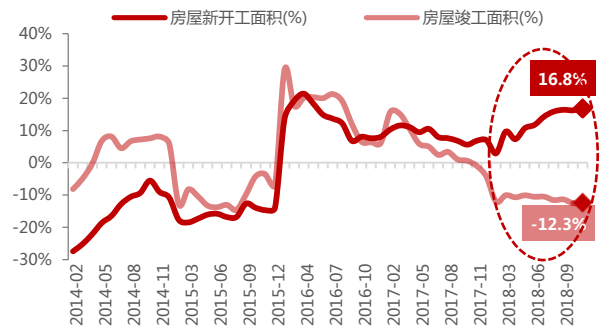
数据来源:wind,国家统计局,世联研究

图表 111 水泥、螺纹钢价格(元/吨)



数据来源:wind,国家统计局,世联研究

图表 112 房屋新开工、竣工面积累计同比增速



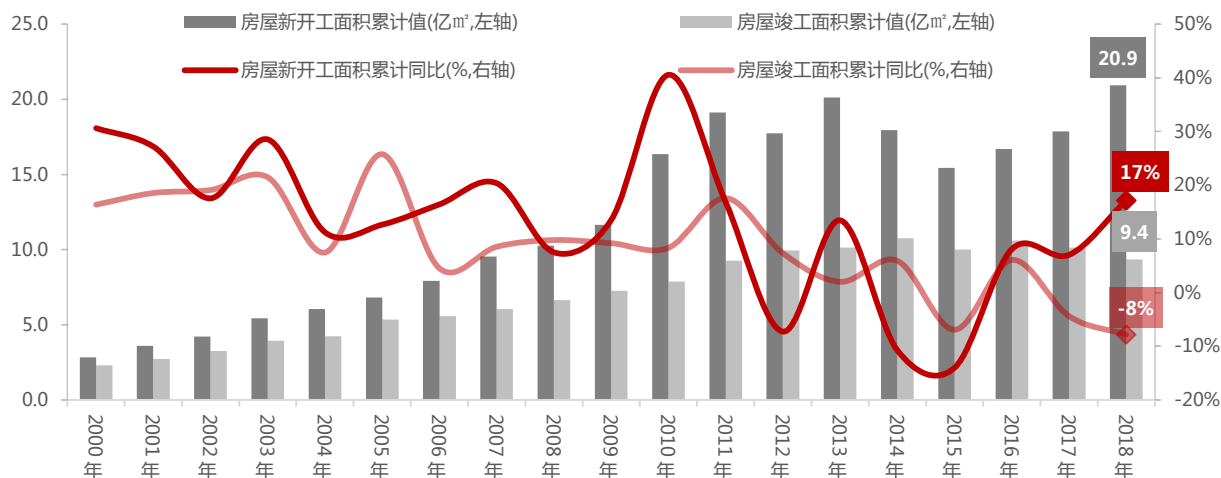
数据来源:wind,国家统计局,世联研究

自 2017 年 4 月起,房地产开工增速和竣工增速呈现剪刀差背离,持续扩大至今已达 20 个月;在销售增速持续下行的背景下,积极开工反映的是目前出让金制度变更后开发商资金紧,加快开工推进预售实现回款,现金回流后不急于推进下一步建设竣工。从建材市场也能反映以上情况:项目前期建设所需钢筋、水泥需求持续旺盛,而中后期管材、板材、玻璃价格支撑自年初以来持续疲软。

值得关注的是,不仅竣工面积增速历史新低,建筑工程、安装工程增速持续转负,以上种种或意味着更多的新开工面积更多处于预售阶段之前,并且达到预售阶段之后的这部分后续施工明显放缓。

这种资金使用的偏向差别,究竟是基于想尽快变现并减少期房之后的施工投入,持币渡过松绑前的黑暗?还是因为已有相当部分房企资金链紧张,手中的资金无法支撑后期建设?值得关注。

图表 113 房屋新开工面积



数据来源：wind,国家统计局,世联研究

考虑预售制改革的预期愈发强烈、待开发土地面积创新高(4.56 亿 m<sup>2</sup>、同比增长 33.4%)，开发商的不断升高的土储既是未来收益的有力保障，也占用了相当的资金，加紧开工回款是解决目前资金问题和降低长远风险的客观需求。

房地产的开工、竣工受销售周期影响，整体呈脉冲式发展，目前的开工竣工背离，短期内或先后有以下 4 个方面的影响：

1. 开发商短债增速明显，叠加到期债务，兑付压力更甚 2018；
2. 为解决回款而向价格抑制妥协，以价换量引起局部地区的价格调整；
3. 价格预期管理受冲击，地方决策层政策调整幅度扩大；
4. 价稳量涨，现金回笼竣工增加，下游家电建材利好，租金向下承压，对部分开发商而言或许是赚吆喝多于赚银子。

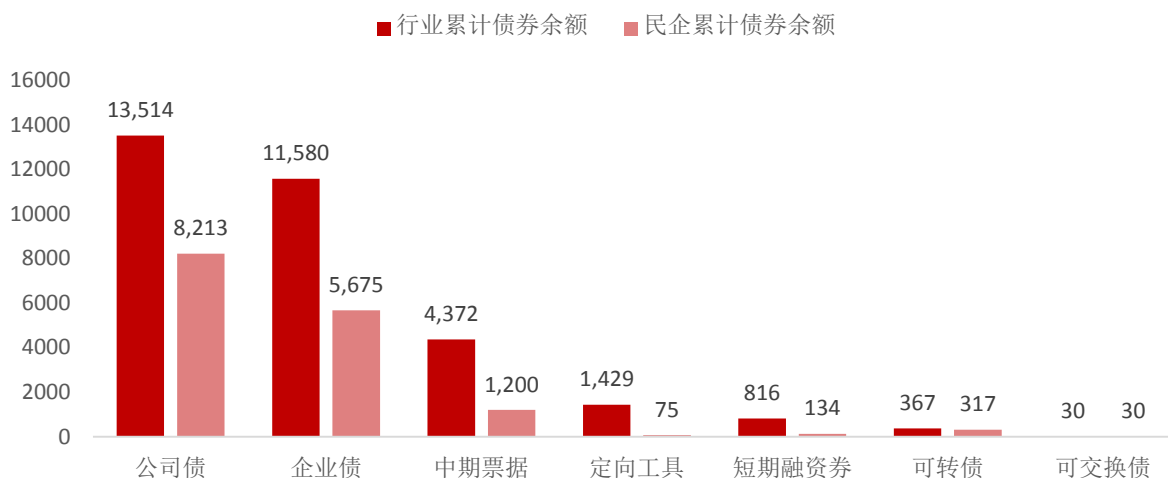
## (2)借债终归要偿还，10.6%的利率如何继续

自 2014 年全面取消限购、棚改货币化安置的井喷，以及 2015 年央行全年 5 次降息 5 次降准，在流动性宽松和新增购买力（棚改货币安置）迅速壮大的环境下，房地产企业掀起了一波大幅扩张的浪潮，伴随扩张的是大幅的债务扩张。

截止 2018 年 12 月 31 日，全行业境内外发行债券余额（仅考虑 2023.12.31 前到期且不包含 ABS 类的债券）约 3.2 万亿，债券类型主要以公司债（含私募债）、企业债、中期票据为主，占总债权余额的 91.7%。从发行主体属性来看，民企占比为 48.7%，剩下的为国企与集体企业；从发行地域来看，未到期的境内债券余额规模约为 2.47 万亿，境外债券余额为 0.77 万亿，且民营房企在境外发债的比例远大于国企。

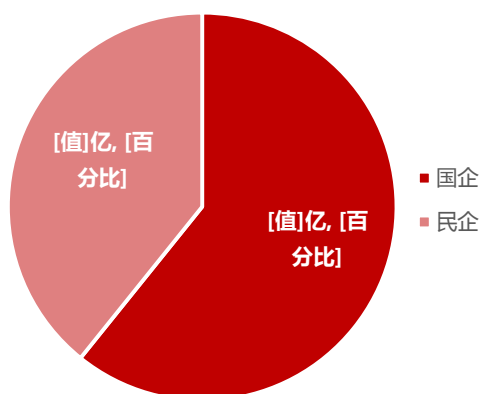


图表 114 地产行业未到期债券余额情况(2019.01.01-2023.12.31,亿元)



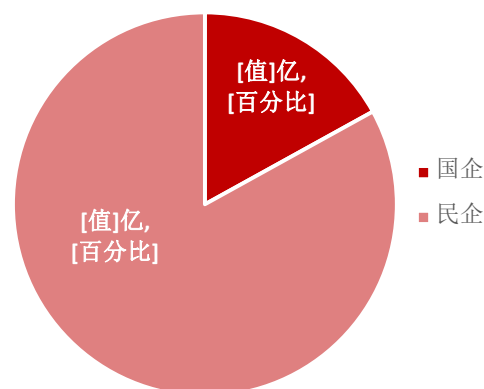
数据来源：wind,国家统计局,世联研究

图表 115 境内债券余额国企、民企占比



数据来源：wind,世联研究

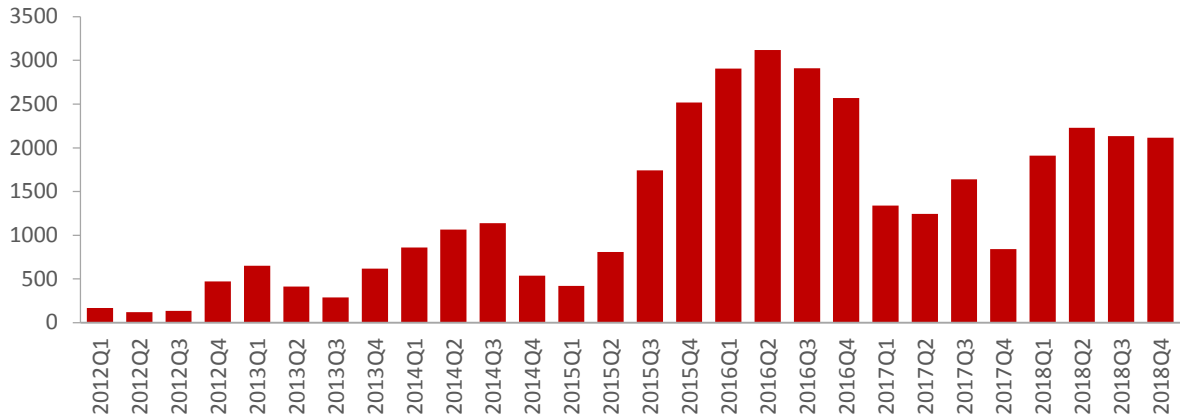
图表 116 境外债券余额国企、民企占比



数据来源：wind,世联研究

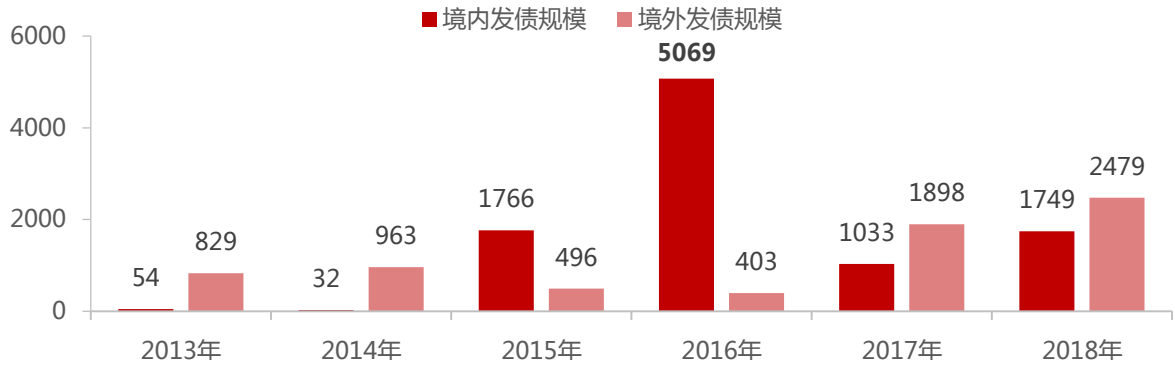
从发行时间上来看，2015 年下半年开始债券发行的井喷，高峰持续到了 2016 年底。自 2016 年 10 月后，房企公司债发行监管趋严后，这类发行融资一直处于封闭状态，2017 年民企的发债规模相对 2016 年缩减近 80%；相比国企在融资方面的便利程度而言，民营企业只能转向境外发行，2017 年开始，房企在境外发债规模开始急速扩张，该年境外发债规模较上一年增长了 390%。

图表 117 行业债务发行规模情况(以金额计,亿元)



数据来源：wind,国家统计局,世联研究

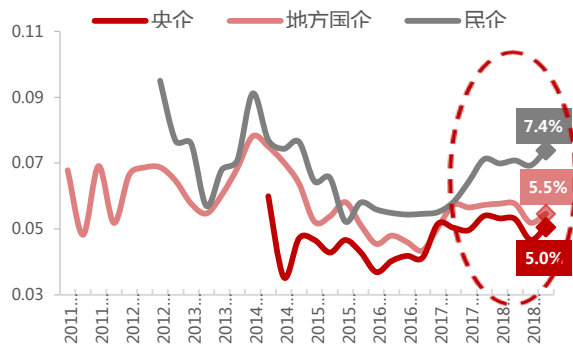
图表 118 民企发行规模情况(以金额计,亿元)



数据来源：wind,国家统计局,世联研究

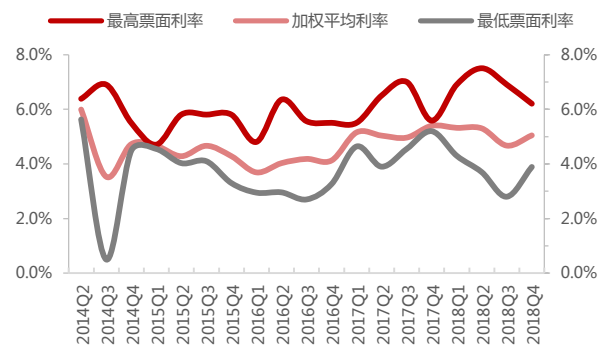
从房企在境内发行债券的票面利率来看，明显央企 > 地方国企 > 民企，且利差自 2017 年下半年开始显著拉大，截止第三季度看，三者的加权平均利率（按金额与利率算）分别为 5.0%、5.4%、7.4%，即民企平均融资成本比国企高 2%以上，预计在 2019 年流动性并不宽松叠加楼市下行的环境里，与国企的票面利差将进一步拉大，民企的发债成本也将继续提升。

图表 119 债券发行加权平均票面利率情况



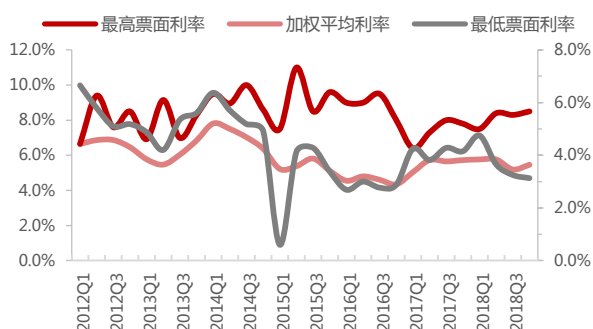
数据来源：wind,世联研究

图表 120 央企发行债券加权平均票面利率情况



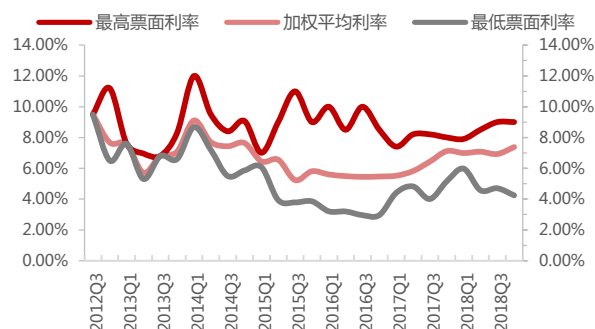
数据来源：wind,世联研究

图表 121 地方国企发行债券加权平均票面利率情况



数据来源：wind,世联研究

图表 122 民企发行债券加权平均票面利率情况



数据来源：wind,世联研究

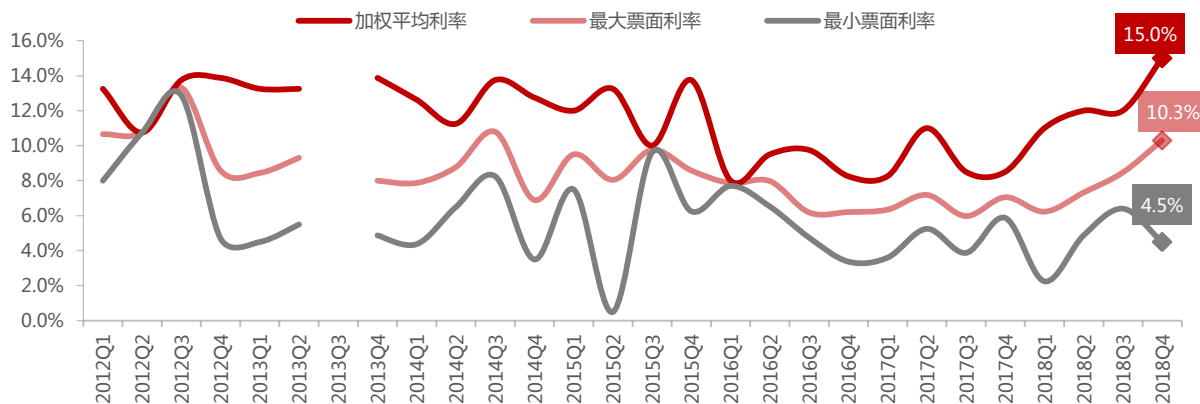
值得注意的是，而民企在境外发债的票面利率方面，成本高于境内，且从 2018Q2 起，加权平均票面利率显著提升，从 2018Q1 的 6.2% 提升至 10.3%，似乎预示着在楼市增速大大放缓、美联储缩表、加息的尾期，市场上的美元愈加稀缺，只要这个过程继续持续，民营房企在美债的借新还旧付出的成本将继续提升。

从偿债压力来看，2018 年房企开始进入偿债高峰期，2018 年行业已在提及该年是偿债高峰，但实际上从 2018 年 4 季度开始才进入真正的压力期，2018 年、2019、2020、2021 年每年须兑付的债券分别为 2304 亿元、4464 亿元、5050 亿元、8918 亿元，以 2021 年偿债压力最为巨大。

另外值得注意的是，在进入 2019 年 2 季度后，境外偿债压力也较大，且绝大部分为美元债。折算成人民币后，2019、2020、2021 年须兑付的境外债券金额分别为 1944 亿元、2766 亿元、3234 亿元。考虑到 2019 年依旧处于美国加息+缩表周期中，而国内对资本流出约束趋严的情况下，若美元降息的进程在 2021 年后且期间国内楼市不大幅松绑，对于部分房企在境外债券兑付上，2019-2020 年的借新还旧将面临极大压力。

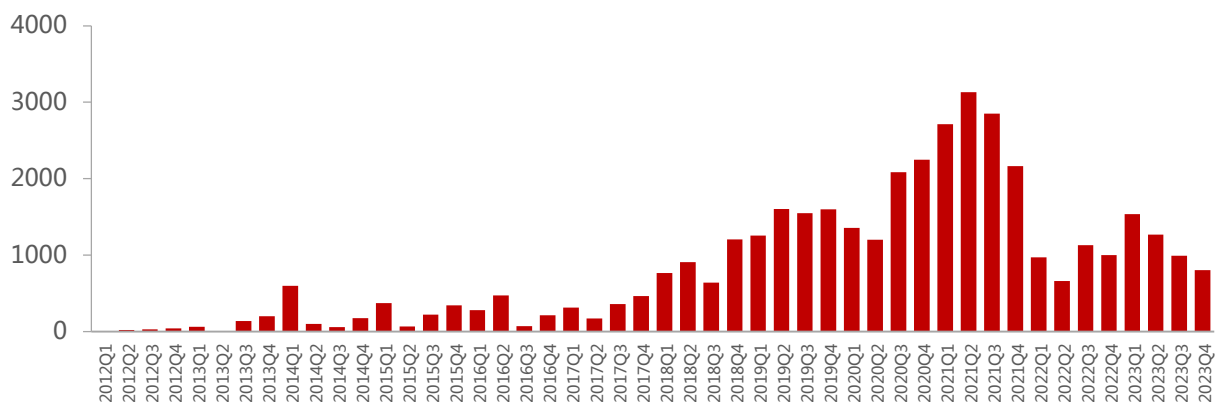
2019 年全年利息加本金近 7 千亿人民币的债务支出，和未来 3 年 1.8 万亿的待偿债务迫在眉睫，我们并不希望年初所述的“百强房企资金链绷断”能应验，只是目前看来并不乐观。

图表 123 民企境外发行债票面利率情况



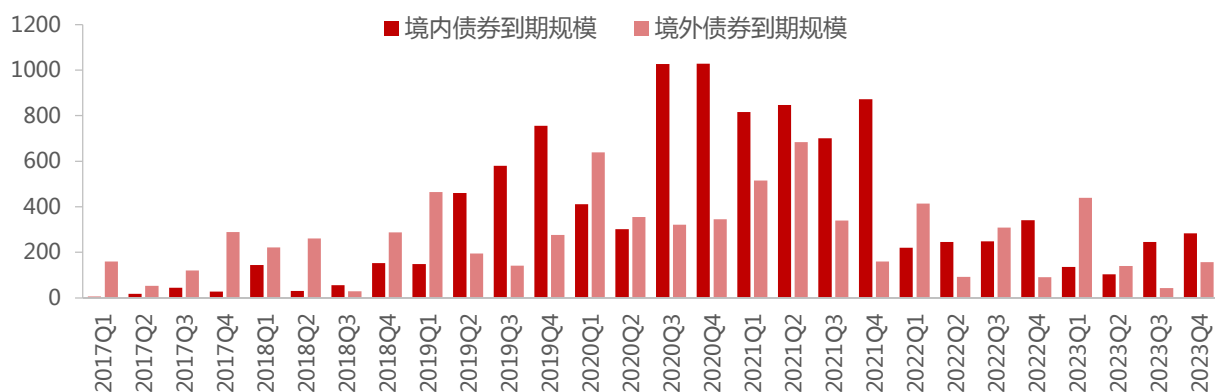
数据来源：wind,国家统计局,世联研究

图表 124 行业债务到期规模情况(以金额计,亿元)



数据来源：wind,国家统计局,世联研究

图表 125 民营房企债务到期规模情况(以金额计,亿元)



数据来源：wind,国家统计局,世联研究

## 政策到期在即，新供应模式可期

在本轮周期的尾端，需要回顾这一轮周期的调控政策，不难发现限购政策期限将满。这一轮调控政策前前后后涉及近百个城市，二线城市中最早参与的城市如杭州、合肥、苏州、武汉等，已先后进入释放期。

图表 126 限购政策到期情况

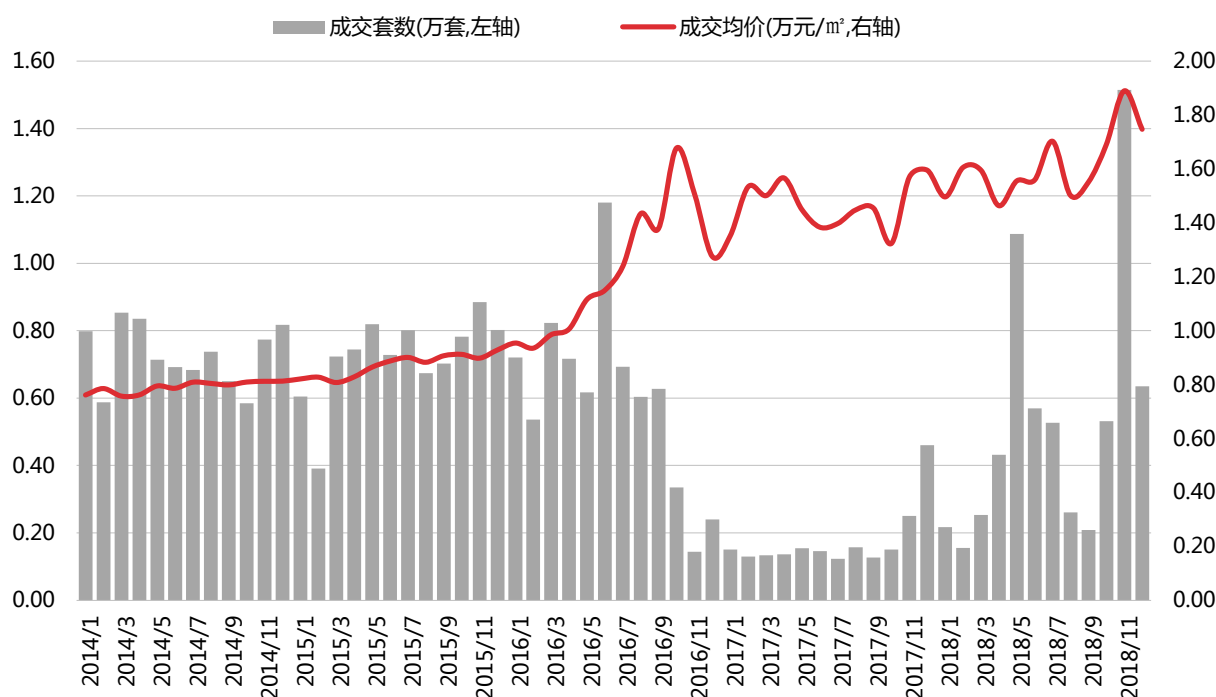
城市	更新时间	更新情况	到期时间
<b>一线</b>			
北京	2017.2.17	已拥有 1 套住房的本市户籍居民家庭和非本市户籍需连续五年社保和个税的限购一套	2022.2.17
上海	2016.3.25	自购房之日前 63 个月中累计连续缴纳满 60 个月及以上	2021.3.25
	2018.7.2	企业购房同时满足设立年限满 5 年、累计缴纳税款金额已达 100 万元人民币、企业职工人数 10 名及以上，且按照规定在该企业缴纳社保和公积金满 5 年	2023.7.3
广州	2017.3.18	社保及纳税期限提至 5 年	2022.3.18
深圳	2016.10.4	社保和纳税条件由以前的 3 年提高至 5 年	2021.10.4
<b>二线</b>			
天津	2017.3.31	在本市 3 年内连续缴纳 2 年以上社会保险或个人所得税证明	2019.3.31
南京	2017.3.16	南京（六合、溧水、高淳）非本市 3 年内连续 2 年社保或个税	2019.3.16
杭州	2017.3.3	非本市户籍居民需 3 年内在本市连续缴纳 2 年及以上社保证明，并暂停向拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民出售新房	2019.3.3
成都	2018.5.15	在天府新区成都直管区、成都高新区南部园区、成都高新区西部园区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、龙泉驿区、新都区、温江区、双流区、郫都区新购买商品住房或二手住房的非户籍人口需满足：户籍不在拟购房所在区但在当地稳定就业且连续缴纳社保 24 个月以上。	2020.5.15
	2018.5.15	在成都市其他区（市）县新购买商品住房或二手住房的，购房人应具有本市户籍，或非本市户籍但在本市稳定就业且连续缴纳社保 12 个月以上。	2019.5.15
武汉	2016.11.14	江岸、江汉、硚口、汉阳、武昌、青山、洪山区以及武汉东湖新技术开发区、武汉经济技术开发区（不含汉南区）、市东湖生态旅游风景区等区域实施住房限购政策外地 2 年纳税或社保证明	2018.11.14
	2016.12.22	新增东西湖区、江夏区、黄陂区的部分区域	2018.12.22
厦门	2017.3.29	对无法提供购房之日前 4 年内在本市逐月连续缴纳 3 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭，暂停向其销售 180 平方米及以下商品住房	2020.3.29
西安	2017.9.13	限购区域（新城区、碑林区、莲湖区、雁塔区、未央区、灞桥区、长安区行政管理区域以及高新区、经开区、曲江新区、浐灞生态区、航天基地、国际港务区、沣东新城等开发区规划区域范围内），本地户籍暂停第 3 套及以上套数住房、非本市户籍限购暂停第 2 套及以上套数住房购房。在限购区域内无住房且能提供 2 年以上（含 2 年）所得税或社会保险证明的非本市户籍（外地人士）可购买 1 套住房	2019.9.13
宁波	2017.10.1	非本市户籍居民家庭在海曙区、江北区、鄞州区行政区域内拥有 1 套及以上住房的或不能提供自购房之日起前 3 年内在本市连续缴纳 24 个月及以上个人所得税或社会保险缴纳证明的，暂停在限购区域内购买住房	2019.10.1
合肥	2016.10.2	在市区（不含四县一市，下同）范围内，暂停向拥有 2 套及以上住房的本市区户籍居民家庭出售新建商品住房；暂停向拥有 1 套及以上住房或无法提供购房之日前 2 年内在本市区逐月连续缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市区户籍居民家庭出售新建商品住房和存量住房（四县一市：长丰县、肥西县、肥东县、庐江县、巢湖市）	2017.10.2
长沙	2018.6.25	市外迁入新户籍家庭（已落户两年，退伍转业、家属随军落户的除外）落户满 1 年且在本市稳定就业（在本市连续缴纳 12 个月个人所得税或社会保险的），在限购区域内限购 1 套商品住房。 非本市户籍需满足在本市稳定就业且无住房的，在本市连续缴纳 24 个月的个人所得税或社会保险，在限购区域内限购 1 套商品住房。	2020.6.26
青岛	2018.4.18	2018.4.18 升级为在市南区、市北区、李沧区、崂山区、黄岛区、城阳区（包括高新区）范围内，对已拥有 1 套住房的本市（七区三市，下同）户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭，包括夫妻双方及未成年子女，下同）、能够提供从购房申请之日起前 2	2019.4.18

		年内在本市连续缴纳 12 个月及以上个人所得税纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭（家庭成员均不拥有本市户籍），限购 1 套住房（含新建商品住房和二手住房，下同）；对在上述区域内已拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭、无法提供上述纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭，暂停向其售房	
沈阳	2018.8.8	8 月升级为限购区域扩大为全市行政区域(不含辽中区、新民市、法库县、康平县)；本地居民限购 2 套，外地居民限购 1 套（2 年内连续缴纳 6 个月及以上个人所得税或社会保险证明）	2019.2.8
大连	2018.3.21	本市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）在中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区及高新园区（以下简称中心城区）拥有 2 套及以上住房的，暂停向其销售中山区、西岗区、沙河口区及高新园区（以下简称限制区域）的住房（含商品住房和二手住房，不含公寓，下同）。 非本市户籍居民家庭在本市中心城区拥有 1 套及以上住房的，暂停向其销售限制区域的住房。非本市户籍居民家庭在本市中心城区没有住房的，在限制区域可购买 1 套住房，购房时需提供购房申请之日起前 2 年内在本市连续缴纳 12 个月及以上个人所得税或社会保险证明，通过补缴的个人所得税或社会保险证明不予认定。	2019.3.21
苏州	2016.10.3	非本市户籍居民家庭购首套房需提供两年内在苏州市区(含吴江区)、昆山市、太仓市累计一年纳税或社保证明;非本市户籍居民家庭限购二套房;本市户籍家庭限购第四套房;	2017.10.3
	2018.11.1 相城区限购政策升级	相城区 2018 年 11 月 1 日起试行积分购房新规，参照《苏州市流动人口积分管理办法》中积分入户的做法，将积分纳入非苏州市户籍居民家庭在相城区购买商品住房的资格审查条件，暂停对申请人积分小于 600 分的非本市户籍居民家庭出售新建商品住房。	
郑州	2017.5.3	2017.5.3 暂停向已拥有一套以上(含一套)住房的本市户籍单身人士出售住房,暂停向注册不满三年的企业销售住房 购房条件:1)在郑州连续缴纳社保满 24 个月;2)在郑州连续缴纳个税 24 个月;3)在郑州工作的全日制本科或者以上学历毕业生;4)在郑州工作的副高级(高级技师)职称或者以上职称的对象;5)具有郑州市户籍	2019.5.3
南昌	2017.3.8	除九龙湖区域（红谷滩新区祥云大道以南区域）和儒乐湖新城（东至赣江，西至皇姑路，北至儒乐湖大街，南至英雄大道）外，在市区范围内，暂停向在市区已拥有 1 套及以上住宅的本市户籍居民出售住宅（含新建商品住宅和存量住宅，下同。航空城国家重点工程配套项目除外）；暂停向在市区已拥有 1 套及以上住宅的，或无住宅但无法提供自购房之日起前 3 年内在本市连续缴纳 2 年以上个人所得税或社会保险（城镇社会保险）证明的非本市户籍居民（非本市户籍居民不得通过补缴个人所得税或社会保险）出售住宅；未成年人不得在市区购买住宅。	2019.3.8
太原	2018.5.14	城六区户籍居民家庭限购 2 套住房，在本市 1 年以上（或逐月连续缴满 6 个月）个税或社保的城六区非户籍居民家庭限购 1 套住房。	2019.5.14
兰州	2018.1.8	取消西固区、九州开发区、高坪偏远区域的住房限购政策	
<b>三线</b>			
东莞	2017.4.10	东莞户籍限购两套 非本市户籍首套需一年社保，二套需两年社保 非本市户籍本科或初级以上职称，首套半年社保	2018.4.10
佛山	2017.6.1	在佛山限购区内买房，本地户籍最多可以购买两套住宅，非佛山户籍居民家庭，需要在购房之日起两年内连续缴纳 1 年社保或个税，且限购一套	2018.6.1
中山	2017.3.26	本市户籍居民家庭拥有三套房及以上的，暂停向其销售新建商品住房；限外，非本地户籍购买首套商品住房，需提供半年社保或个税证明；对拥有 1 套住房的非本市户籍，需提供两年社保	2017.9.26
廊坊	2017.6.2	限购的区域为廊坊市主城区（含广阳区、安次区、廊坊开发区）、三河市、大厂回族自治县、香河县、固安县、永清县、霸州市和文安县外地户籍买房需 3 年社保或纳税，本地户籍限购 2 套	2020.6.2
无锡	2017.9.25	调整梁溪区、滨湖区（不含马山）、新吴区（不含鸿山）、惠山新城、锡东新城范围内限购政策。暂停向已拥有 2 套及以上住房的无锡市户籍居民家庭出售新建商品住房；继续暂停向已拥有 1 套及以上住房的非无锡市户籍居民家庭出售新建商品住房和二手住房，非本地户籍提供 2 年以上个税或社保	2019.9.25

2018 年合肥住宅市场冰火两重天，限价盘每开每罄，高价盘持续站岗、优惠折扣最多已经到 7 折，土地流拍量创五年新高，楼面价基本回到 15 年，本土房企抄底拿地、合作开发拿地越来越多。经历市场 2017 的冰点，购房者回归理性之后不再追高，客观存在的住房需求释放，以住为目的购房推动成交量上扬。

进入释放期的城市，都意味着前期被抑制的购买力集中释放，在此我们不必介意实际释放到底是在5月还是8月，因限购之初引起恐慌导致部分有资格意向不明确的购买力急于上车释放，限购期限将至时被抑制的购买力会提前准备踩点成交，促成阶段性的持续上扬，因而我们更关注的是目标期间前后的表现，详细逻辑和表现在已在去年年报中论述，在此不再赘述(见2017年年报《月阴月晴，潮起潮平》)。

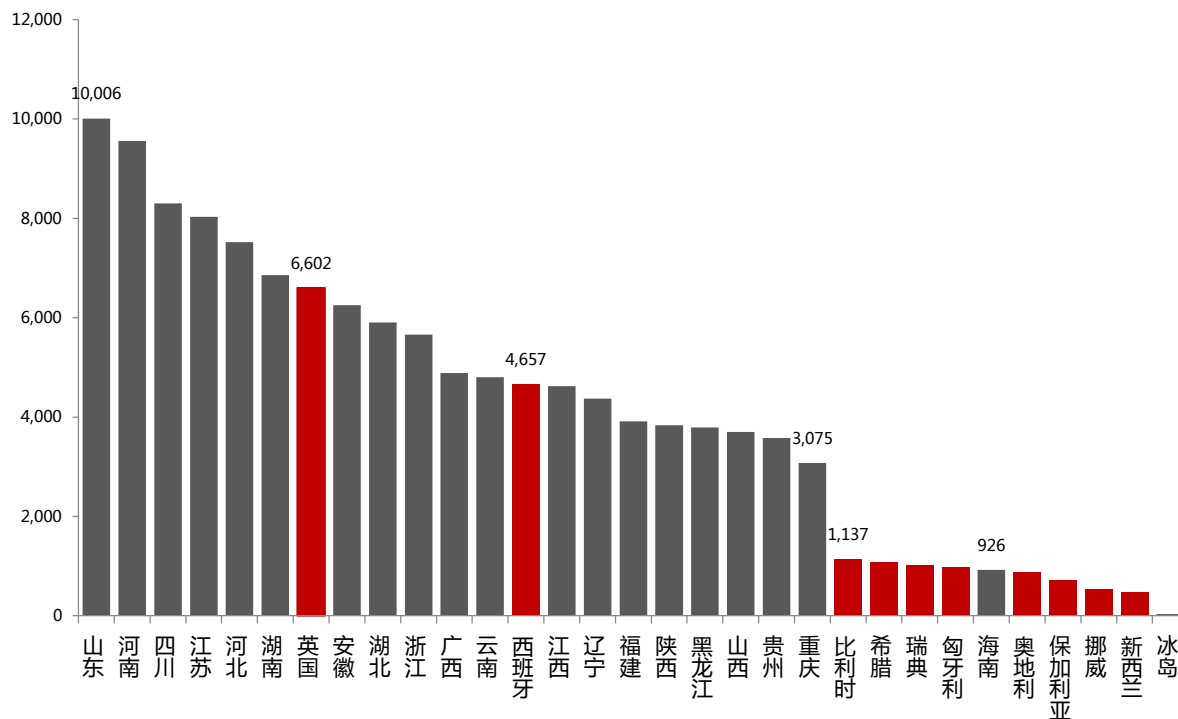
图表 127 合肥商品住宅销售套数及均价(2014-2018)



数据来源：世联研究，合肥世联

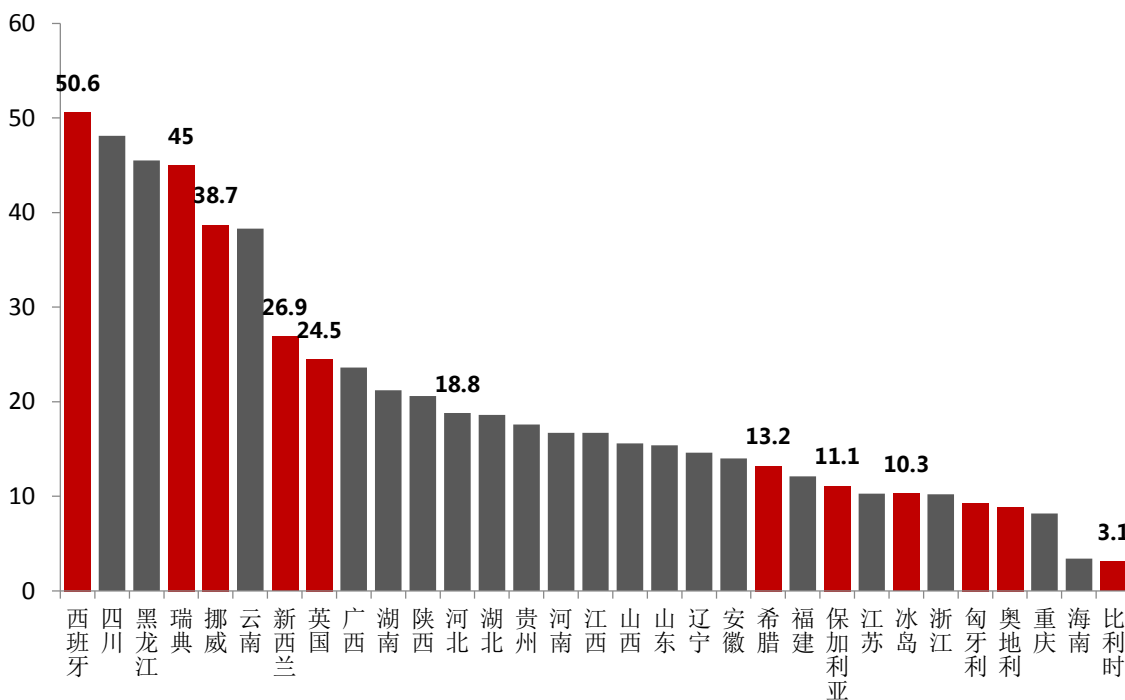
站在中长期的视角，二线、强三线城市都会发展成为特大甚至超大型城市。从人口基数来看，将各省份和欧洲发达国家作对比，诸如英国、西班牙的人口放在中国，也仅仅只能排第7和第11，在人口基数上各省就有着得天独厚的优势；从行政区域面积上来看，最大的西班牙也仅比四川多2平方公里，相应地四川的人口是西班牙的2倍，意味着四川的人口密度是西班牙的2倍，人口密度的提高不可避免地带来城市治理的问题，而更重要的是分工协作效率的大幅提高，为生产效率和生产质量进一步发展提供坚实的基础。人口向高能级城市持续聚集是客观的规律，毕竟在就地城镇化的指导之下，还有各城市的抢人大战。

图表 128 区域人口(单位：万人,2017)



数据来源:世联研究, Wind 数据

图表 129 区域面积(单位：km<sup>2</sup>)



数据来源:世联研究, Wind 数据



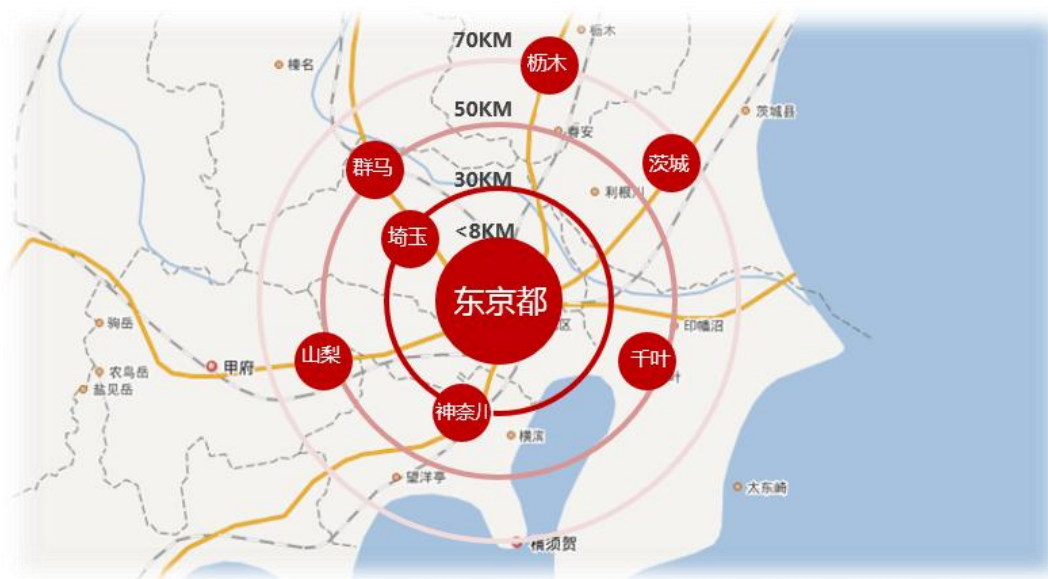
图表 130 区域基本面情况

序号	省份	省会	面积 (万 km <sup>2</sup> )	人口 (万人)	GDP (亿元)	人均 GDP (元)	城市 首位度	对标国家	面积 (万 km <sup>2</sup> )	人口 (万人)	GDP (亿元)	人均 GDP (元)
1	四川	成都	48.1	8,302	36,980	44,544	2.50	西班牙	50.6	4,657	88,538	190,109
2	黑龙江	哈尔滨	45.5	3,789	16,200	42,758	2.05	瑞典	45.0	1,007	36,327	360,830
3	云南	昆明	38.3	4,801	16,531	34,437	1.23	挪威	38.7	528	26,928	509,790
4	广西	南宁	23.6	4,885	20,396	41,753	1.41	新西兰	26.9	475	13,895	292,531
5	湖南	长沙	21.2	6,860	34,591	50,422	1.07					
6	陕西	西安	20.6	3,835	21,899	57,096	1.79					
7	河北	石家庄	18.8	7,520	35,964	47,828	1.38					
8	湖北	武汉	18.6	5,902	36,523	61,882	1.93					
9	贵州	贵阳	17.6	3,580	13,541	37,824	0.77					
10	江西	南昌	16.7	4,622	20,819	45,041	0.56	英国	24.5	6,602	177,061	268,184
11	河南	郑州	16.7	9,559	44,988	47,063	1.45					
12	山西	太原	15.6	3,702	14,974	40,443	0.82					
13	山东	济南	15.4	10,006	72,678	72,636	0.79					
14	辽宁	沈阳	14.6	4,369	23,942	54,801	1.19					
15	安徽	合肥	14.0	6,255	27,519	43,996	2.16					
16	福建	福州	12.1	3,911	32,298	82,583	1.91	保加利亚	11.1	708	3,837	54,226
17	江苏	南京	10.3	8,029	85,901	106,984	0.78	冰岛	10.3	34	1,614	473,030
18	浙江	杭州	10.2	5,657	51,768	91,511	1.18	匈牙利	9.3	978	9,394	96,047
19	重庆	重庆	8.2	3,075	19,500	63,412	--	奥地利	8.9	881	28,128	319,302
20	海南	海口	3.4	926	4,463	48,204	2.97	比利时	3.1	1,137	33,265	292,513

谈及未来和城市结构，我们仍然认为几个值得关注的数字需要重提和重视：

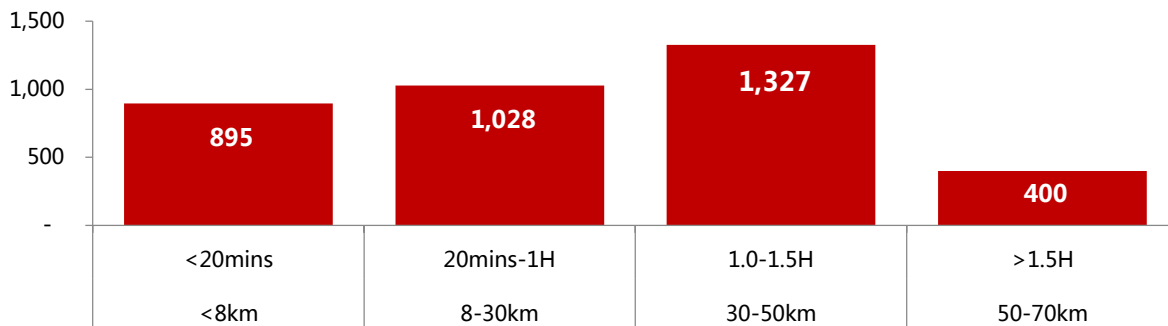
1. 1/3 的人口将居住在副中心、卫星城，带动卫星城、副中心的快速拔起，形成以时间而非地理空间来衡量的 1.5 小时都市圈，在这其中是轨交决定了城市的辐射范围；
2. 1: 1 的租与购、供与求结构是稳态，租房居住和自有住房的居民比例是 1: 1，政府供应和市场供应的比例是 1: 1；
3. 2/3 的新增供应是非交易型住房，供应的主体不一定是政府，是社会资本和国有资本的合作，是通过金融工具组合实现的居住权、所有权、收益权分离的新模式。

图表 131 日本都市结构



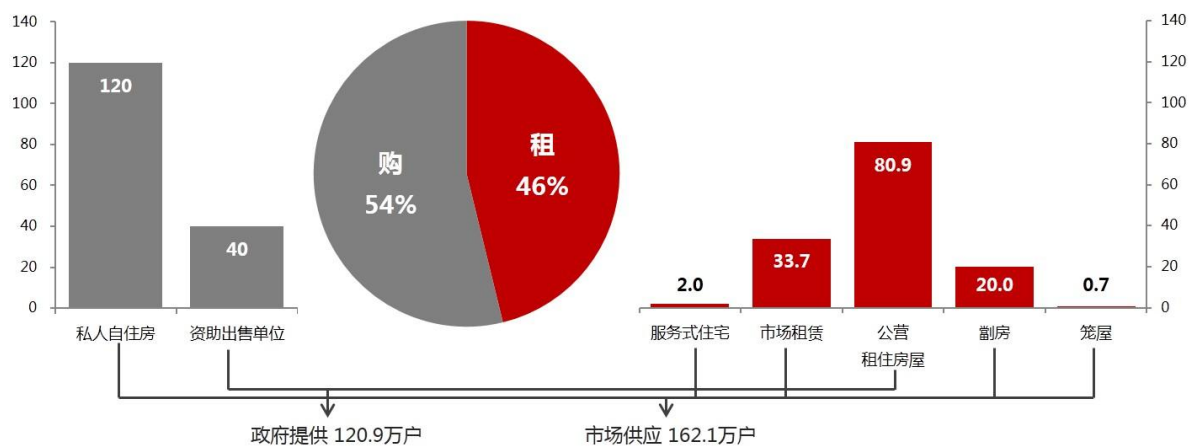
数据来源：世联研究,公开资料收集

图表 132 东京圈通勤半径及人口分布(万人, 2015)



数据来源：世联研究,公开资料收集

图表 133 香港住房结构(万户,%;2017)



数据来源：世联研究,公开资料收集

2017 年，上海已经实现了增量供地中租赁房 12%、保障房 52%和商品住宅 36%的布局，深圳安居集团成立开展国有资本市场运作提供保障房的道路；2018 年 6 月，深圳“二次房改”落地，明确新增供应中 40%为商品房、60%为各类保障房；期间珠海表示即将组建成立安居集团供应保障房，截止至 2018 年末，不计动迁安置房，上海供应地块中 78 宗住宅地块尽数附带租赁住房比例。

供应结构调整的步伐已经开始，但我们希望更快一些；政策到期在即，我们不希望见到购买力释放引起的二次恐慌，也不希望见到政策再度强力干预市场，对于一个 15 万亿规模的行业而言，再一次的大涨和大跌对任何市场参与者而言，都不是一件值得高兴的事情。

**图表 134 2018 年全国出让含租赁住宅用地情况**

城市	地块数量	规划建筑面积(亿㎡)	成交价(亿元)
上海市	78	632	958.9
武汉市	15	483.5	226.7
合肥市	15	146.3	96.8
广州市	14	323.8	323.9
东莞市	14	120.4	129.5
杭州市	11	56.9	17.2
青岛市	10	127.7	45.1
天津市	9	168.6	119.8
成都市	7	74.6	71.9
重庆市	6	156.8	58.8
南京市	5	38.5	10.5
西安市	5	51.5	20.6
北京市	3	50.2	89.6
深圳市	3	12.7	12.6
佛山市	2	56.8	58.4
南宁市	2	53.2	11.9
惠州市	2	43.1	22.4
大连市	1	43.9	35.6
泉州市	1	1.3	0.2
襄阳市	1	5.7	2.2

# 2018 年政策大事记

## [1]中央政府

1月15日 全国国土资源工作会议，要改变政府作为居住用地唯一供应者的情况，非房地产企业依法取得使用权的土地作为住宅用地的办法，完善促进房地产健康发展的基础性土地制度，推动建立多主体供应、多渠道保障租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。

2月4日 《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》公布 提出实施乡村振兴战略，对集体经营性建设用地试点、宅基地改革、特色小镇、创建适合农业农村特点的农村金融体系、继续推进农村劳动力就业转移等方面有了新的强调。

3月26日 国务院办公厅印发《城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂管理办法》城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂，是指“三区三州”及其他深度贫困县城乡建设用地增减挂钩节余指标由国家统筹跨省域调剂使用。

3月20日 国土资源部《不动产登记资料查询暂行办法》进一步细化了法定查询主体，明确了“谁能查”的问题；并首次对利害关系人的概念进行了界定，明确了“什么利害关系人可以查”和“查到什么程度”的问题。

3月22日 国务院办公厅《关于促进全域旅游发展的指导意见》将旅游发展所需用地纳入土地利用总体规划、城乡规划统筹安排，年度土地利用计划适当向旅游领域倾斜，适度扩大旅游产业用地供给，优先保障旅游重点项目和乡村旅游扶贫项目用地。

4月25日 中国证监会、住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》明确了开展住房租赁资产证券化的基本条件。明确优先支持大中城市、雄安新区等国家政策重点支持区域和利用集体建设用地建设租赁住房试点城市的住房租赁项目开展资产证券化。

4月27日 全国人大常委会公布2018年立法工作计划 房地产税法被列入预备审议项目。立法项目由有关方面抓紧调研和起草工作，视情在2018年或者以后年度安排审议。

5月19日 《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》切实提高中低价位、中小套型普通商品住房在新建商品住房供应中的比例。要加强个人住房贷款规模管理，落实差别化住房信贷政策。严格落实企业购地只能用自有资金的规定，加强住房用地购地资金来源审查，严控购地加杠杆行为。

5月11日 住房城乡建设部财政部、人民银行《关于改进住房公积金缴存机制进一步降低企业成本的通知》各地区2016年出台的阶段性适当降低企业住房公积金缴存比例政策到期后，继续延长执行期至2020年4月30日。

6月17日 全国统一不动产登记信息管理基础平台已实现全国联网，不动产登记体系进入到全面运行阶段。全国335个地市、2853个县区共设立3001个不动产登记办事大厅、3.8万个窗口，8万多一线登记工作人员平均每天为30多万企业和群众提供不动产登记服务。

8月7日住房和城乡建设部在辽宁沈阳召开部分城市房地产工作座谈会，各地要加快制定实施住房发展规划，抓紧调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场，完善和落实差异化住房信贷、税收政策，支持合理住房消费，坚决遏制投机炒房，加强舆论引导和预期管理。

12月21日中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

## [2]地方政府

成都：加快住房租赁市场建设：1月3日，成都市政府发布《成都市人民政府办公厅关于加快发展和规范管理我市住房租赁市场的意见》明确住房租赁租住标准，加强住房租赁违规行为监管，提出逐步扩大承租人享受基本公共服务的权利、鼓励村镇集体经济组织开展规模化住房租赁业务。

海南：加强土地宏观调控：1月4日，海南省政府通过《海南省人民政府关于进一步加强土地宏观调控提升土地效益的意见》实行建设用地总量和强度双控制度，禁止将商品住宅用地与其他产业项目用地捆绑或搭配供应。

广东：加快保障性住房建设：2月2日，广东省住房城乡建设工作会议明确落实国家新的三年棚户区改造攻坚计划，加快保障性住房建设。2018年新开工棚户区改造安置住房2.5万套。

昆明：促进房地产市场平稳健康发展：3月1日，昆明《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，调整新建商品住宅限售政策，完善差异化的住房信贷政策，调整住房公积金政策。适时推出限价商品房建设，进一步完善住房保障体系。

湖北：建立房地产市场调控会商制度：3月29日，湖北《关于建立房地产市场调控会商制度的通知》加强市场研判。省级会商领导小组成员单位要加强对全省房地产市场交易、供地、金融等信息的监测和共享，共同研判会商房地产市场形势。

广州：加强土地管理：4月2日，广州《关于加强土地管理的实施意见》明确公开出让方式。公开出让方式包括招标、拍卖和挂牌，优先采取挂牌或拍卖方式。商品住宅用地可采取“限地价、竞配建保障性住房”“限地价、竞配建拆迁安置房或人才公寓等其他政府性房源”“限地价、竞房价”“限房价、竞地价”、超过溢价率一定比例后竞自持面积或现房销售等方式出让。

杭州：采取商品住房销售公开摇号全程公证制度：4月4日，杭州《关于实施商品住房公证摇号公开销售工作的通知》房地产开发企业采用公证摇号方式公开销售商品住房，应在申领商品房预售许可证前制定商品住房公证摇号公开销售方案，一次性公开销售当期准售房源。

成都：进一步完善市场调控政策：5月15日，成都《关于进一步完善我市房地产市场调控政策的通知》在天府新区成都直管区、成都高新区南部园区新购买商品住房或二手住房的，应当同时符合：两人及以上户籍家庭限购2套（户籍迁入所在区24个月或连续缴纳社保12个月以上）；非户籍居民家庭在全市范围内无自有产权住房限购1套（续缴纳社保24个月以上）。

海南：进一步做好商品住宅销售价格备案管理工作：6月6日，海南《关于进一步做好商品住宅销售价格备案管理工作的通知》达到预售（现售）条件的商品住宅项目，房地产开发企业在办理商品住宅预售许可证（现售备案表）前，应当向所在市县价格主管部门进行预售（现售）价格备案。

深圳：多主体供给多渠道保障租购并举：6月5日，《深圳市人民政府关于深化住房制度改革加快建立多

主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见(征求意见稿)》提出了关于“八大供给主体、六类保障渠道、三类(四种)住房、三类补贴”的深圳市住房供给和保障体系的总体设计,大力实施住房领域供给侧结构性改革,明确了面向未来18年(2018年至2035年)的住房发展目标。

上海:加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度:7月2日,上海继续坚持房地产限购限贷政策,推进旧区改造。上海市长应勇公开表示,将加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。坚持“一个定位”“两个不是权宜之计”不动摇,坚持限购限贷“双限”政策不放松,继续加强房地产市场调控,继续稳房价、稳地价。

深圳:进一步加强房地产调控:7月31日,深圳《关于进一步加强房地产调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》通知发布之日起,停止办理企事业单位、社会组织等法人单位购买新建商品住房和二手住房网签手续。通知发布之日起,个人、企事业单位或社会组织等法人单位新购买的商务公寓,自取得不动产权登记证书之日起5年内禁止转让。

南昌:重拳整治房地产市场违法违规行为:9月21日,南昌开展治理房地产市场乱象专项行动,重拳打击投机炒房、黑中介、房企违规违法、虚假房地产广告等违法违规行为;开发商拒绝办理公积金和组合贷款,一经举报,房管局将暂停其网签,并纳入征信系统;卖房“捆绑车位”将暂停楼盘网签,并严厉查处装修等价外加价行为。

广州:进一步规范房地产市场管理,10月19日,在保持调控力度不放松、保持成交价格稳定运行的前提下,对新建商品住房预售和网签价格指导机制进行优化,严禁开发企业拆分价格报备。将继续保持调控政策连续性和稳定性,继续坚决执行现行各项调控措施不动摇,继续严格对新建商品住房开展价格指导。

深圳:修订房地产市场监管办法:11月23日,发布《深圳市房地产市场监管办法(修订草案征求意见稿)》房企确需调整销售价格且调整幅度超出备案价格15%的,应当在调整价格前办理备案变更;预售要符合:1、项目资本金账户余额应当不低于项目资本金10%。2、七层以下(含本数)的商品房项目已封顶3、七层以上的商品房项目已完成地面以上三分之二层数,但经市房地产产业化主管部门认定的产业化项目已完成地面以上三分之一层数等条件。

### [3]中央政府和地方政府

国土资源部、住房城乡建设部:1月16日,国土资源部办公厅、住房城乡建设部办公厅发布《关于沈阳等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案意见的函》原则同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案。

国务院同意批复宁波、温州建设国家自主创新示范区:2月11日,国务院印发《关于同意宁波、温州高新技术产业开发区建设国家自主创新示范区的批复》同意宁波、温州2个高新技术产业开发区(以下统称宁波、温州高新区)建设国家自主创新示范区。批复同意宁波、温州高新区享受国家自主创新示范区相关政策,同时结合自身特点,不断深化简政放权、放管结合、优化服务改革,积极开展科技体制改革和机制创新。

国务院决定开展工程建设项目审批制度改革试点:5月18日,国务院办公厅印发《关于开展工程建设项目审批制度改革试点的通知》决定在北京市、天津市、上海市、重庆市等15城市和浙江省开展工程建设项目审批制度改革试点。2018年,试点地区建成工程建设项目审批制度框架和管理系统,审批时间

压减一半以上。2020年，基本建成全国统一的工程建设项目审批和管理体系。

住房城乡建设部等七部委联合开展治理房地产市场乱象专项行动：2018年7月初至12月底，在北京、上海、广州、深圳、天津、南京、苏州、无锡、杭州、合肥、福州、厦门、济南、郑州、武汉、成都、长沙、重庆、西安、昆明、佛山、徐州、太原、海口、宁波、宜昌、哈尔滨、长春、兰州、贵阳30个城市先行开展治理房地产市场乱象专项行动。

住建部约谈部分城市要求促进房地产市场平稳健康发展：8月17日，住建部约谈海口、三亚、烟台、宜昌、扬州五市政府主要负责同志，约谈强调，切实把思想和行动统一到促进房地产市场平稳健康发展的重要精神上来，下决心解决好房地产市场问题。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，坚持分类调控、因城施策、一城一策，完善和落实房地产调控措施，防范化解市场风险，促进建立房地产长效机制，努力实现全体人民住有所居目标。

## [4] 货币政策

央行：完善住房金融体系，建立健全住房租赁金融支持体系：2月5日，2018年中国人民银行工作会议，提出完善住房金融体系，建立健全住房租赁金融支持体系，继续实施“分城施策”差别化住房信贷政策，强化房地产金融宏观审慎管理，积极支持棚户区改造等保障性安居工程建设，支持培育和发展住房租赁市场。

稳健的货币政策：3月5日，李克强总理代表国务院第十三届全国人民代表大会第一次会议作《政府工作报告》稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。疏通货币政策传导渠道，用好差别化准备金、差异化信贷等政策。

央行：8月1日，中国人民银行召开2018年下半年工作电视会议，实施稳健的货币政策，把好货币供给总闸门，加强预调微调，保持流动性合理充裕；继续改善小微企业的金融服务。强化考核激励，落实好小微企业金融服务的各项政策措施；进一步扩大金融开放，稳步推进人民币国际化，有序实现人民币资本项目可兑换。

## [5] 土地政策

全国国土资源工作会议：1月15日，国土资源部部长姜大明表示，要改变政府作为居住用地唯一供应者的情况，研究制定权属不变、符合土地和城市规划条件下，非房地产企业依法取得使用权的土地作为住宅用地的办法，深化利用农村集体经营性建设用地建设租赁住房试点，完善促进房地产健康发展的基础性土地制度，推动建立多主体供应、多渠道保障租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。

广州：4月2日，广州《关于加强土地管理的实施意见》明确公开出让方式。公开出让方式包括招标、拍卖和挂牌，优先采取挂牌或拍卖方式。

最高法争取尽快出台有关国有土地上房屋征收与补偿的司法解释：5月16日，最高法召开新闻通气会，最高人民法院争取尽快出台有关国有土地上房屋征收与补偿的司法解释，明晰司法实践中的难点、热点问题，统一裁判尺度，进一步明确补偿的范围、形式和标准。

深圳：关于完善国有土地供应管理：7月16日，深圳《关于完善国有土地供应管理的若干意见》建立土

地供应与企业信用联动机制，将土地供应过程中，违法违规企业列入失信“黑名单”，一旦被列入将不得参与深圳的城市更新、土地竞拍等土地供应活动。

河北：提升土地利用质量效益：7月19日，河北《关于提升土地利用质量效益的指导意见》大力推进存量用地盘活利用，坚持分类施策，有效处置供而未用土地；市、县政府要全面清理供而未用土地，依法确定处置方式。其中，对已超过合同约定的开工时间未开工、尚未构成闲置土地的，追缴违约金，责令其限期开工。对企业原因造成土地闲置满一年未开工的，足额征缴闲置费，连续两年未开工的，坚决依法收回。

海南：将实行最严格的节约用地制度：8月13日，海南省国土资源厅、发改委联合印发《海南省建设用地出让控制指标（试行）》和《关于实施产业项目发展和用地准入协议的指导意见》海南将实行最严格的节约用地制度，将设定单位土地投资强度、产值、税收等相关用地效益指标作为土地供应的门槛，并约定履约要求和土地退出机制，倒逼企业提高土地开发利用效益；将进一步严格把好招商引资的项目用地关，不断提升土地开发利用效益，为实现高质量发展提供坚实保障。

北京：提高土地利用质量及效率：9月27日，《北京市土地资源整理暂行办法》引导和鼓励优先利用存量建设用地，严格控制新增建设用地，促进城乡建设用地减量提质和集约高效利用，提升人居环境质量与人民生活品质，实现经济、社会、生态效益相统一。

海南：整治违法用地：9月12日，海南《关于实施整治违法用地与土地供给增减挂钩机制的通知》要实行整治违法用地与新增建设用地计划指标增减挂钩，对违法用地查处整治不力的市县，经省土地行政主管部门核实后，按不同情形扣减、直至暂停安排市县新增建设用地计划指标。

全国人大：审议农村土地承包法修正案草案：10月23日，十三届全国人大常委会第六次会议分组审议农村土地承包法修正案草案，草案拟明确对土地经营权流转的保护，国家保护承包方依法、自愿、有偿流转土地经营权，任何组织和个人不得侵犯。

上海：推进土地资源高质量利用：11月21日上海发布《关于本市全面推进土地资源高质量利用的若干意见》一是五方面的产业用地供应政策，二是五条存量土地盘活路径，三是综合性的开发强度策略，助力提升城市经济密度。

## [6]保障房

2017年全国棚户区改造任务顺利完成：2017年，全国各类棚户区改造开工609万套，顺利完成年度目标任务，完成投资1.84万亿元，全国6000多万棚户区居民“出棚进楼”，2600多万住房困难群众住进了公租房。

财政部、住房和城乡建设部：4月2日，财政部、住房和城乡建设部联合发布《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》为完善地方政府专项债券管理，规范棚户区改造融资行为，坚决遏制地方政府隐性债务增量，2018年在棚户区改造领域开展试点，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度，发挥政府规范适度举债改善群众住房条件的积极作用。

深圳：5月23日，《深圳市住房建设规划2018年度实施计划》本年度新增安排建设人才住房、安居型商品房和公共租赁住房约5万套、268万平方米。将通过棚户区改造、购买、租赁、综合整治等方式，筹集人才住房、安居型商品房和公共租赁住房约6.38万套，合计新增安排筹建三类住房约11.38万套。



6月26日，国开行称棚改融资工作正有序开展，针对国开行收紧棚改融资的市场传闻，国开行日前回应称，今年以来，开发银行严格执行国家有关棚改政策，在国务院相关部委指导下，配合地方政府依法合规开展棚改融资工作。目前各项工作正在有序开展。截至5月末，开行今年发放棚改贷款4369亿元，有力支持了棚改续建及2018年580万套新开工项目建设。

住建部：7月12日住建部召开吹风会，要因地制宜地推进棚改货币化安置。对于商品住房库存不足，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。商品住房库存量较大的地方，可以继续推进棚改货币化安置。要进一步合理界定和把握棚改的范围和标准，不搞一刀切、不层层下指标、不盲目举债铺摊子。前六月棚户区改造已开工363万套，占目标任务的62.5%。下一步，住建部将在加大棚改配套基础设施建设力度的同时，依法依规控制棚改成本，严禁违规支出。

国新办：住建部继续扎实推进棚户区改造工作：10月11日，国新办举行介绍棚户区改造有关工作例行吹风会答记者问：下一步，住建部继续扎实推进棚户区改造工作。重点督促各地做好四项工作：一是督促各地确保按时完成2018年580万套棚改任务。二是严格把好棚改范围和标准，重点攻坚改造老城区内脏乱差的棚户区和国有工矿区、林区、垦区的棚户区。三是因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快调整货币化安置优惠政策。四是严格评估财政承受能力，严禁借棚改之名盲目举债和其他违法违规行为，科学确定好2019年度棚改任务。

住建部：10月22日，住建部披露1-9月全国棚户区改造开工超过530万套，《政府工作报告》明确，2018年全国棚改新开工580万套。1-9月，已开工534万套，占年度目标任务的92%，完成投资13700多亿元。

北京：提前完成全年保障房和棚户区相关任务，截至10月底，北京市保障房新开工50041套，完成市政府确定的全年建设5万套任务的100%；北京市棚户区改造2.61万户，完成市政府2.36万户任务的111%。

报告出品：世联行集团董事会办公室

总 指 导：陈劲松 董事长

总 协 调：朱 敏 总经理

执行总指导：袁鸿昌 集团副总经理兼董事会秘书

版 式 设 计：蔡俊波 集团首席平面设计师

研究团队：



### 黄 煌

深圳大学应用数学系学士，注册数据分析师，广东省房地产协会特约研究员，6年数据及房地产行业分析经验。



### 戴 毅

贵州大学区域经济学硕士，3年行业及市场研究工作经验。

### 免责声明：

本报告仅提供资料之用，属于非盈利性的市场信息交流行为。如需引用，请增加“由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，最终以政府部门权威数据为准”的提示。本公司力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归深圳世联行地产顾问股份有限公司所有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上申明。

推广：世联行集团战略支持与发展中心

电话：0755-2216 2600

地址：深圳市罗湖区深南东路2028号罗湖商务中心大厦15楼

E-mail: editor@worldunion.com.cn

www.worldunion.com.cn



世联行官方微信