

首席房地产研究员：夏磊

研究员：黄什

联系人：陈雨田

联系人：王菁菁

相关研究：

1. 传统周期延续，还是长效机制破局？——2019年房地产市场展望
2018-12-26
2. 高房价之困——香港住房制度反思
2018-11-06
3. 新加坡如何实现“居者有其屋”？——新加坡住房制度启示录
2018-09-25
4. 全面解码德国房价长期稳定之谜
2018-08-14
5. 当前房地产融资渠道和形势
2018-08-10
6. 棚改货币化即将落幕：去库存任务完成，深刻改变三四线房地产市场
2018-07-19
7. 本轮房地产调控的回顾、反思和展望(2014-2018)
2018-06-10
8. 住房租赁融资：渠道与风险
2018-04-08
9. 房地产税何时推出？如何征收？影响多大？
2018-03-08
10. 新房地产周期：开启产销平稳新时代
2017-11-27
11. 从春秋到战国：房地产进入强者恒强的王者时代
2017-07-19
12. 房地产调控二十年：回顾、反思与抉择
2017-03-08

导读：

2014年9月到2016年2月，四组政策刺激组合拳开启中国房地产新一轮景气周期。2016年930以来，中央明确“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，中央统一指导，地方政府因城施策，房地产调控的力度加码，房价回归理性。

2018年9月以来，全国房价逐渐回归平稳，4季度商品住宅均价微涨0.06%，本轮地产小周期渐近尾声。当前，房地产是否回落到平稳健康发展的轨道上？我们选取19个指标，从“价、量、信用”三个维度进行评估。

摘要：

• 参照国际经验，我们认为，房地产市场是否平稳健康发展，主要看：**第一，房价是否稳定**，用房价涨幅、房价收入比、租金回报率3个指标度量；**第二，供求是否平衡**，短期用4个层次的库存去化周期度量、长期用套户比度量。**第三，居民和企业是否有信用风险**，居民层面用住房贷款余额/GDP等6个指标度量，房企层面用真实负债率等5个指标度量。

• 中国房地产市场是否实现平稳健康发展？

(1) 价：房价涨幅趋稳，不存在全局性房价泡沫风险

全国房价趋稳。2016年“930”后，一二线热点城市房价先行停涨，2018年9月以来，全国房价逐渐回归平稳。一、二、三线城市二手住宅价格指数环比涨幅均连续四个月回落，上涨城市数占比从94.3%下滑至67.1%。

房价收入比处于安全区间。2000年以来，全国商品住宅均价年均增8.6%，城镇居民人均可支配收入年均增10.6%，房价上涨幅度小于收入增长幅度，房价收入比整体呈下行趋势。2018年全国房价收入比7.3，相比2014年上升0.4，但处于历史最低25%分位。

租金回报率回升。2018年样本一、二线城市静态租金回报率分别上升0.1、0.2个百分点。

(2) 量：库存有效去化，存量住房尚未过剩。

短期指标看，不存在房地产库存风险。全国层面，竣工未售库存、开工未售库存、含未开发土地的广义库存降至1.9、11.5、17.3个月，相比2014-2015年峰值下滑60.4%、57.6%、52.4%；城市层面，一、二、三四线取证未售库存为15.0、11.8、11.0个月，一线城市处于历史最高5%分位，主要源自强调控下销售较弱，但产业和基础设施支持下潜在需求强、

风险可控；二线、三四线城市处于历史中值附近，相比 2014 年峰值下滑 19.5%、69.8%，处于较健康水平。

长期指标看，尚无明显住房过剩。根据《中国住房存量：过剩还是短缺》测算，2017 年城镇住宅套户比 1.07，供求基本平衡。但住房质量不高的问题仍很突出，存量住房中商品房占比仅 40.7%；1999 年以前修建的住房占 41.4%；设施不完备住房占比高，如 25.8%的住房无独立抽水马桶，7.6%的住房无独立厨房。

（3）信用：居民、企业加杠杆放缓，信用风险可控。

居民层面，2017 年居民住房贷款余额/GDP 上升 3.7 个百分点，增速放缓 2.6 个百分点；居民住房贷款发放额/住房成交金额回落 4.2 个百分点。

我国居民债务风险相比国际均值不高。2017 年，住房贷款余额/GDP 为 33.7%，低于发达国家 50.9%的均值；住房贷款余额/可支配收入为 51.4%，低于发达国家 68.0%的均值。我国居民住房杠杆安全边际尚充足，商业个贷不良率维持在 0.4%以内。

企业层面，截止 2018 年 6 月末，A+H 股上市房企真实负债率为 55.3%，较 2017 年底小幅回落 0.6 个百分点；房企债务结构趋于合理，2018H1 短长期有息债务比为 45.1%，较 2017 年下降 2.5 个百分点；偿债能力明显增强，速动比率和现金短债比分别从 2014 年的 46.5%、81.6%提升至 2018H1 的 57.6%、112.3%。分梯队看，当前龙头房企杠杆水平最低、短期偿债能力最好且债务结构合理，发生风险可能性最小；小房企杠杆水平最高、短期偿债压力最大且高度依赖短期债务，财务稳健性最弱。

• 启示

调控成果来之不易，当前房地产市场已回归平稳运行轨道上。

但若将观察周期拉长，2014 年 930 以来的本轮房价上涨幅度大，积累了一定风险，“稳地价、稳房价、稳预期”仍须放在突出位置。2014-2018 年，本轮房价上涨幅度居世界第六；房价收入比上升，偏离了 2009-2014 连续 5 年的下行趋势；居民杠杆率提升速度历史最高，超过 2000-2003、2008-2010 两轮加速加杠杆期；部分小房企高度依赖短期债务，面临一定的流动性压力。

部分城市房价上涨累积风险未完全消化。2014 年以来，房地产市场开始呈现“总量放缓，区域分化”的新阶段特征，不同城市风险水平差异明显。例如全国房价收入比虽处安全区间，但 96 个样本城市中，有 10 个城市房价收入比处于历史中值之上、16 个城市房价收入比超过同能级均值 20%。在风险积累基础上，如果房价再度反弹，会有演变成泡沫的可能。因此，因城施策，由地方政府根据自身情况调节，中央加强考核，是短期防风险的重要手段。

房地产市场面临增速换挡，由高速转向中高速增长，阶段切换后更需防范房地产风险。1998 年起，中国房地产进入“大建设”阶段，城镇化大幅推进、经济高速增长，住宅新开工年复合增速 16.8%。2013 年，城镇住宅新开工峰值出现；2017 年，城镇住宅套户比达到 1.07，北京、深圳等 5 个城市二手房成交套数稳定超过新房，进入存量房市场。各项指标

均显示，我国房地产市场已基本告别短缺，将逐步切换至中高速、高质量发展阶段。国际经验表明，阶段切换后，住房市场风险滋生的概率将大幅提高。房地产政策应适应新发展阶段特征，避免寄希望于刺激房地产重归高增长轨道，注重提高住房质量、改善人居环境、提高住房成套率、保持住房金融制度长期稳定。

要防止政策风格切换引发风险。宏观政策的实施有明显时滞，从发现问题到研究对策、确定政策、具体实施，最后到政策产生效果，都需要时间，而在这段时间里，形势已发生变化，政策往往产生相反的效果。房地产政策尤其如此。

当房地产市场高歌猛进之时，紧急踩刹车并不会立刻带来市场降温，“越调越涨”，严厉的政策在短期甚至能刺激购房欲望。随着调控政策的轮番出台，房地产市场逐渐降温，从“价涨量跌”，到“价平量稳”，如果政策持续加码，会进一步过度到“量价齐跌”，因此，房地产政策的节奏和力度尤为重要。

要防止政策信号加速市场下行。房地产市场下行，意味着抵押物价格下跌。由于中国直接融资体系不发达，信用创造严重依赖房地产，房价一旦进入下跌通道，经济将进入“债务-通缩”循环。

城镇化是吸纳房地产风险的最优途径。中国人口有四种迁移方向：从农村到县城、从县城到中小城市、从中小城市到省会城市、从大都市圈到大城市，四个流动方向，以及城镇化带来的住房消费升级，不断创造需求。应顺应人口流动趋势，调整区域及城市发展规划、产业布局、土地供应等推进人地挂钩、供地与库存挂钩，减少空置风险。

风险提示：城市层面价格数据为中指院公布的一手住宅数据，不含二手房，对热点城市市场真实价格存在一定低估。

目录

1 如何评估房地产市场是否平稳健康发展?	7
1.1 三个维度, 19 个指标	7
1.1.1 房价是否平稳? 3 个指标评估	7
1.1.2 供求是否平衡? 5 个指标评估	8
1.1.3 是否有信用风险? 11 个指标评估	10
1.1.4 三类指标表现和房地产市场发展阶段的关系	12
1.2 中国房地产市场平稳健康发展评估汇总	14
2 价: 房价涨幅趋稳, 尚不存在全局性泡沫风险	16
2.1 房价涨幅: 趋于平稳, 部分前期急涨的城市房价回调	16
2.2 房价收入比: 短期上升, 多数城市尚处安全区间	19
2.3 租金回报率: 2018 年起逐步回升	24
3 量: 库存有效去化, 存量住房尚未过剩	26
3.1 短期: 商品住宅库存有效去化, 降至历史低位	26
3.2 长期: 住房基本告别短缺, 但不存在过剩	28
4 信用: 居民、企业加杠杆放缓	29
4.1 居民杠杆: 加杠杆增速放缓, 债务风险相比国际不高	29
4.1.1 住房杠杆: 持续上升, 增速放缓	29
4.1.2 房贷偿还能力: 偿债压力增加, 安全边际尚且充足	31
4.1.3 负债结构: 居民负债的房贷占比低于国际水平	32
4.1.4 房贷质量: 不良率显著低于国际水平	33
4.2 企业杠杆: 加杠杆节奏放缓, 不同规模房企分化明显	33
4.2.1 房企杠杆: 加杠杆节奏放缓, 债务结构趋于合理	33
4.2.2 分梯队看: 龙头房企去杠杆降风险, 大中型房企加杠杆冲规模, 小房企高杠杆高风险	34
4.2.3 偿债能力: 整体小幅提升, 财务风险可控	35
5 总结与启示	36

图表目录

图表 1: 三个维度评判房地产市场是否平稳健康发展	7
图表 2: 美国名义房价走势	8
图表 3: 美国房价收入比、租金回报率	8
图表 4: 日本名义房价走势	8
图表 5: 日本房价收入比、租金回报率	8
图表 6: 低库存下房价上涨压力大	9
图表 7: 发达国家 60-90 年代名义房价趋势性上涨	9
图表 8: 高库存时房价下跌压力大	10
图表 9: 高空置高发于市场走出短缺阶段后	10
图表 10: 流动性风险度量指标	10
图表 11: 美国 2001-2007 居民加速加杠杆	11
图表 12: 日本 1986-1991 居民加速加杠杆	11
图表 13: 房价泡沫破灭后住房按揭贷款不良率迅速走高	11
图表 14: 18 年 2 家债券违约的房企净负债率走势	12
图表 15: 18 年 2 家债券违约的房企现金短债比走势	12
图表 16: 英国新开工峰值出现在 1972 年	12
图表 17: 美国新开工峰值出现在 1972 年	12
图表 18: 日本新开工峰值出现在 1973 年	13
图表 19: 德国新开工峰值出现在 1994 年	13
图表 20: 全球典型房地产风险事件梳理	13
图表 21: 当前中国房地产平稳健康发展状况评估	14
图表 22: 16 年“930”后, 核心一二线城市价格横盘	16
图表 23: 2018 年三季度以来一二三线房价环比涨幅回落	16
图表 24: 前期涨幅较大的城市 2018 年房价回调	17
图表 25: 2014 年以来全球房价处于上涨周期	17
图表 26: 2014 年以来全球房价处于上涨周期	17
图表 27: 全球名义房价涨幅三梯队 (2014Q3-2018Q2)	18
图表 28: 本轮周期一线城市房价上涨过快	18
图表 29: 2014-2018 年涨幅在 50% 以上的三四线城市分布	19
图表 30: 不同机构房价收入比计算方法汇总	20
图表 31: 2014 年以来全国房价收入比回升	21
图表 32: 三个时间段房价涨幅高于收入涨幅	21
图表 33: 1999 年来收入累计涨幅高于房价涨幅	21
图表 34: 可比口径下中国房价收入比绝对值偏高	22
图表 35: 中国房价/人均 GDP 绝对值偏高	22
图表 36: 全球主要地区房价收入比指数 (1999=100)	22
图表 37: 2017 年全球主要地区房价收入比所处历史分位	22
图表 38: 百城房价收入比分布 (2018)	23
图表 39: 房价收入比“偏高”的城市	24
图表 40: 2018 年以来静态租金回报率开始回升	25
图表 41: 6 个城市租金指数	25
图表 42: 6 个城市 5 年租转售租金回报率	25
图表 43: 库存的四个层次	26

图表 44:	全国竣工未售库存去化周期	26
图表 45:	各能级城市已取证未售库存去化周期.....	27
图表 46:	各能级城市已取证未售库存去化周期.....	27
图表 47:	中国城镇套户比测算（1978-2017）	28
图表 48:	城镇存量住宅性质占比（2017）	28
图表 49:	城镇存量住宅建成年代分布（2015）（面积占比）	28
图表 50:	城镇存量住宅设施情况（2015）	29
图表 51:	城镇存量住宅设施情况（2015）	29
图表 52:	1997 年以来经历三轮居民加速加杠杆.....	29
图表 53:	2017 年住房贷款余额/GDP	30
图表 54:	中美英三国住房抵押贷款发放额/住房成交金额.....	30
图表 55:	中国个人住房新增杠杆率拆分	31
图表 56:	中国个人住房存量杠杆率拆分	31
图表 57:	近年来中国居民房贷偿还压力持续增加.....	32
图表 58:	2017 年住房贷款余额/居民可支配收入	32
图表 59:	2017 年住房贷款余额/居民金融资产	32
图表 60:	2017 年房贷余额/居民负债	32
图表 61:	样本经济体住房按揭贷款不良率.....	33
图表 62:	我国商业个贷和公积金个贷不良率情况.....	33
图表 63:	房企从“加杠杆”步入“稳杠杆”时代.....	34
图表 64:	房企近年来债务结构趋于合理	34
图表 65:	2008-2018H1 净负债率对比	35
图表 66:	2008-2018H1 剔除预收账款负债率对比	35
图表 67:	2008-2018H1 长短期债务比对比	35
图表 68:	2008-2018H1 现金短债比对比	35
图表 69:	房企速动比率较 2014 年明显提升.....	36
图表 70:	房企现金短债比从 2015 起一直大于 1.....	36
图表 72:	主要城市二手房成交占比：5 个城市进入存量房市场.....	37

1 如何评估房地产市场是否平稳健康发展？

2018年12月，中央经济工作会议再次强调“构建房地产市场健康发展长效机制”；2019年1月，习近平总书记强调“防范化解重大风险”、“稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。促进房地产市场平稳健康发展一直是房地产政策的重要目标。如何评估房地产市场是否平稳健康发展？本文选取价、量、信用三个维度19个指标，对当前房地产市场发展状况进行评估。

1.1 三个维度，19个指标

房地产市场是否平稳健康发展，主要看“价”、“量”、“信用”三个维度，即：(1) 房价是否稳定、(2) 供求是否平衡、(3) 居民和企业是否有信用风险。

图表1：三个维度评判房地产市场是否平稳健康发展

	风险	指标
1 价	房价过快上涨/下跌风险	房价涨幅 房价收入比 租金回报率
2 量	供给不足/过剩风险	短期 库存去化周期 长期 套户比
3 信用	居民和企业信用风险	居民 住房杠杆率 房贷偿还能力 负债结构 贷款质量 企业 杠杆水平 负债结构 偿债能力

资料来源：恒大研究院

1.1.1 房价是否平稳？3个指标评估

房价是否平稳，用房价涨幅、房价收入比、租金回报率三个指标评估。

房价不平稳的典型案例是全球历次房价泡沫。在房价泡沫中，三个指标的规律是：

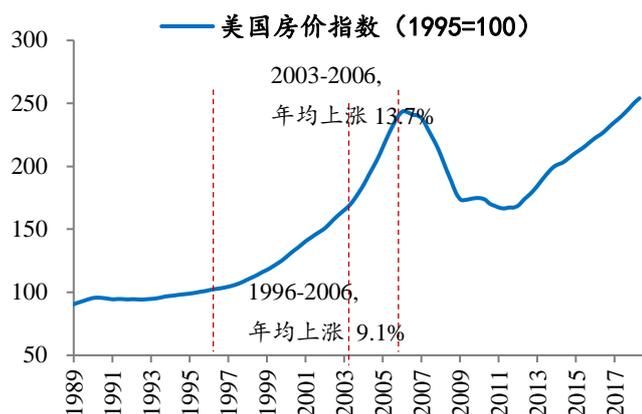
①房价连续上涨（泡沫破裂前十年，名义房价年均涨5-10%），临近峰值涨幅加快（泡沫破裂前三年，名义房价年均涨10%以上），后大幅下跌（连续下跌5-20年，累计跌幅30%-50%）；

②房价收入比持续上升，远超历史均值（创15年以上新高），泡沫破裂后向历史均值回归；

③租金回报率持续下降，远低于历史均值（创15年以上新低），泡沫破裂后向历史均值回归。

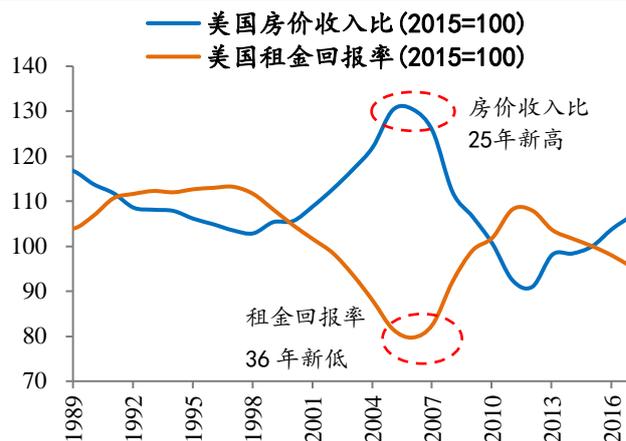
以美国和日本为例，美国1996-2006年房价年均涨幅9.1%，2003-2006年加速至13.7%，2006年房价收入比创25年新高、租金回报率创36年新低，此后房价连续下跌5年、累计跌幅31.3%。日本1981-1991年房价年均涨幅6.4%，1988-1991年加速至11.2%，1991年房价收入比创16年新高、租金回报率创22年新低，此后房价连续下跌18年、累计跌幅45.8%。

图表2：美国名义房价走势



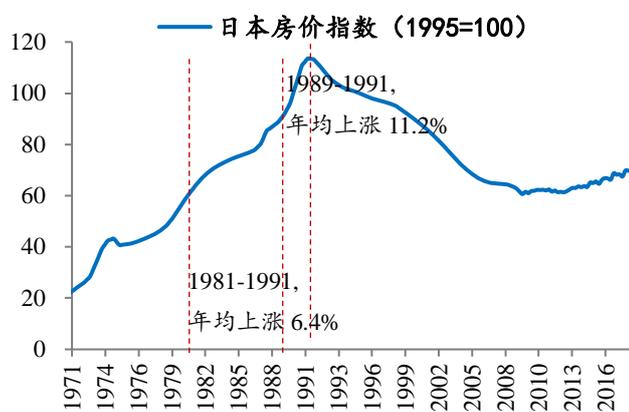
资料来源：BIS，恒大研究院

图表3：美国房价收入比、租金回报率



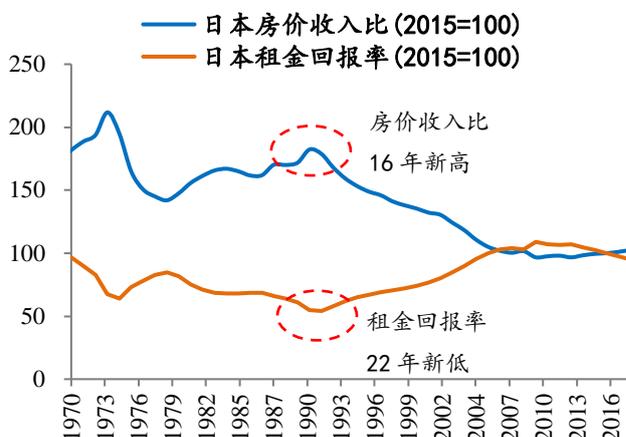
资料来源：OECD，恒大研究院

图表4：日本名义房价走势



资料来源：BIS，恒大研究院

图表5：日本房价收入比、租金回报率



资料来源：OECD，恒大研究院

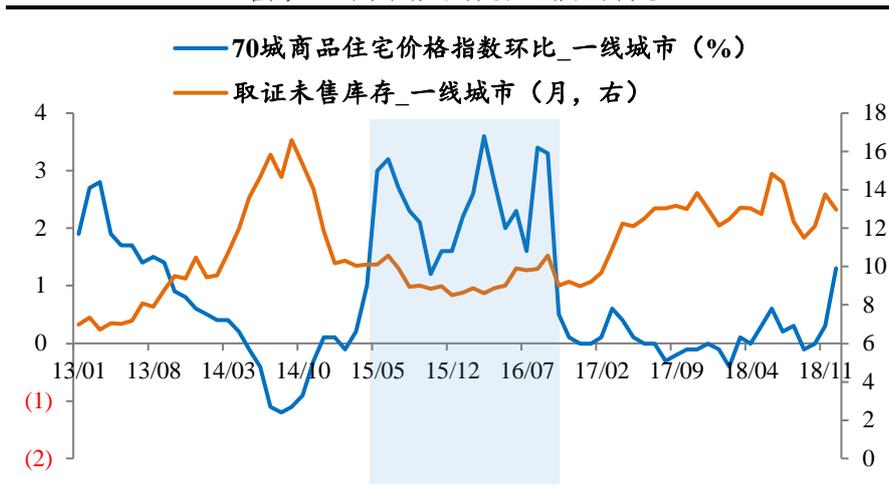
1.1.2 供求是否平衡？5个指标评估

供求是否平衡，需区分短期和长期，短期关注新建商品房库存（随地产小周期波动），长期关注存量房面积（随市场发展累积）。短期用4个层次的去化周期度量，从狭义到广义依次是：①竣工未售库存、②已取得未售库存、③已开工未售库存、④含未开发土地的广义库存；长期用套户比度量。

（1）供给不足时的指标表现及影响

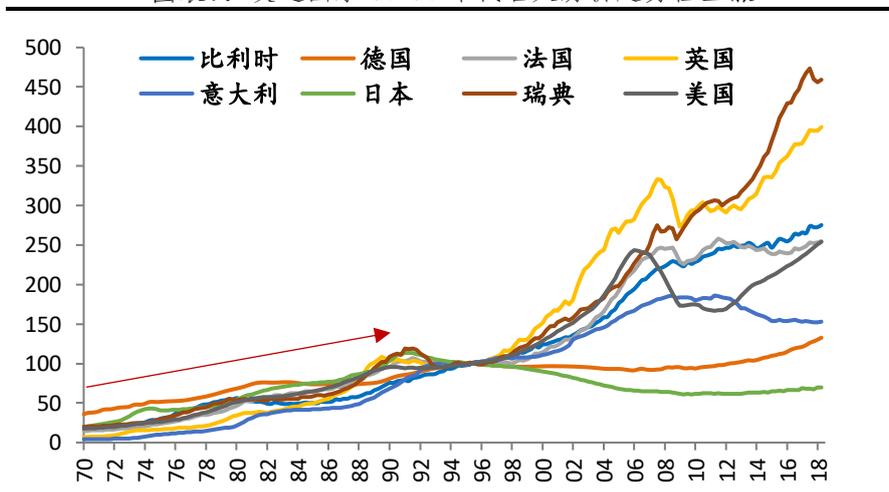
短期表现为：商品房库存处于历史低位，房价短期上涨压力大。例如2015-2016年一线城市房价大幅上涨，对应2015年7月-2016年8月取证未售去化周期连续14个月小于10；**长期表现为：**存量住房短缺，房地产处于高速增长阶段，房价长期上涨压力大。例如很多发达国家二战后面临房荒，在90年代以前，大多经历过房价长期、趋势性上涨阶段。

图表6：低库存下房价上涨压力大



资料来源：统计局、中指院，恒大研究院

图表7：发达国家 60-90 年代名义房价趋势性上涨

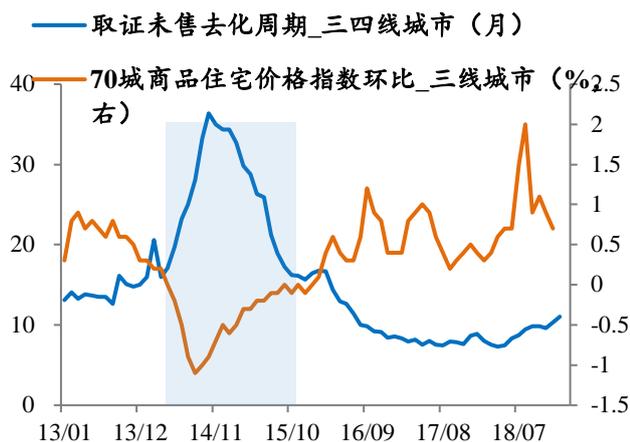


资料来源：BIS，恒大研究院

(2) 供给过剩的指标表现及影响

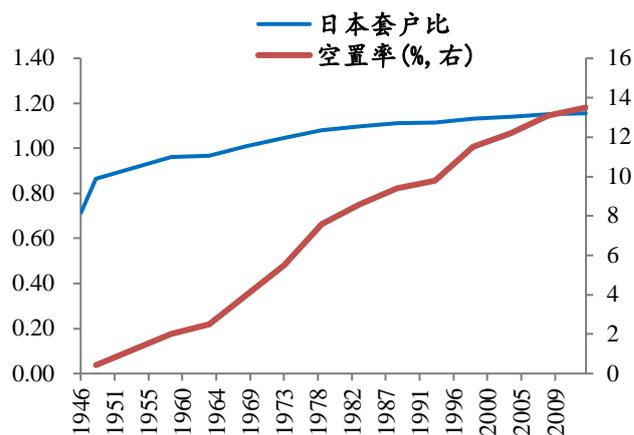
短期表现为：商品房库存处于历史高位，房价下跌压力大。例如，2014年6月起，三四线城市去化周期连续14个月在20以上，对应三线城市商品住宅价格指数（70城）连续20个月环比下跌；**长期表现为：**存量住房供大于求，对应房地产市场已告别短缺、进入成熟阶段。此时容易产生两方面问题，一是高空置，例如日本，1988年套户比突破1.1，此后空置率连续上行，由1988年的9.4%上升至2013年的13.5%；二是此时如果房价过快上涨，易引发“危机”。全球主要房价泡沫引发金融、经济危机的案列，多发生在套户比大于1后。例如，美国2006年、日本1991年、香港1996年房价泡沫破裂，随后引发金融、经济危机，对应套户比分别为1.15、1.11、1.10。

图表8: 高库存时房价下跌压力大



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9: 高空置高发于市场走出短缺阶段后



资料来源: 日本统计局, 恒大研究院

1.1.3 是否有信用风险? 11个指标评估

房地产市场的信用风险, 源于行业的高杠杆属性, 分为居民和企业两个层面。

居民信用风险, 用4类6个指标度量。①居民住房杠杆率, 用住房贷款余额/GDP等2个指标度量; ②房贷偿还能力, 用住房贷款余额/居民可支配收入等2个指标度量; ③居民负债结构, 用住房贷款余额/居民负债余额1个指标度量; ④房贷质量, 用住房贷款不良率1个指标度量。

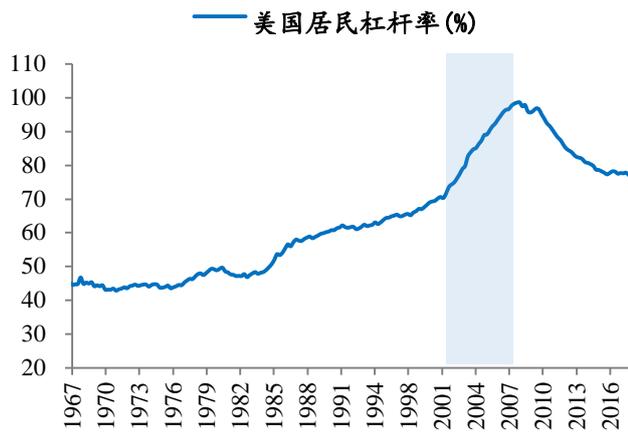
居民信用风险水平与房价涨幅高度相关, 例如日本1986-1991年房价累计上涨45.3%, 居民杠杆率从54.7%上升至68.6%, 是历史上升幅最大的五年; 美国2001-2006年房价累计上涨61.7%, 居民杠杆率从74.3%上升至96.4%, 相当于1985-2001年16年的升幅。而房价大幅下跌常诱发居民信用违约, 例如美国2009年住房按揭贷款坏账率高达10.9%。

图表10: 流动性风险度量指标

分类	维度	指标
居民	居民住房杠杆率	✓ 住房贷款余额/GDP ✓ 住房贷款净增额/房地产成交额
	房贷偿还能力	✓ 住房贷款余额/居民可支配收入 ✓ 住房贷款余额/居民金融资产
	居民负债结构	✓ 住房贷款余额/居民负债余额
	房贷质量	✓ 住房贷款不良率
房企	杠杆水平	✓ 真实资产负债率 ✓ 净负债率
	债务结构	✓ 短期有息负债/长期有息负债
	偿债能力	✓ 速动比率 ✓ 现金短债比

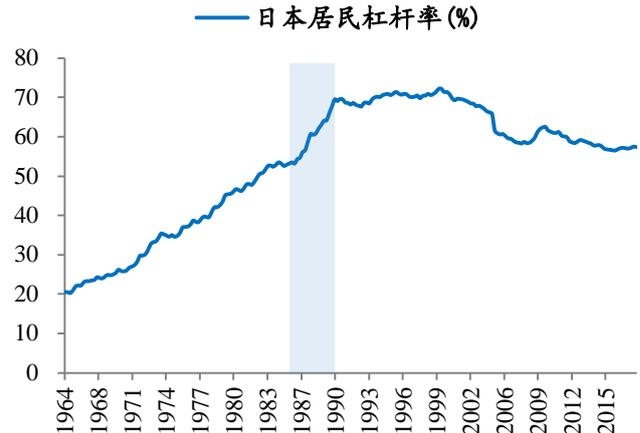
资料来源: 恒大研究院

图表11：美国 2001-2007 居民加速加杠杆



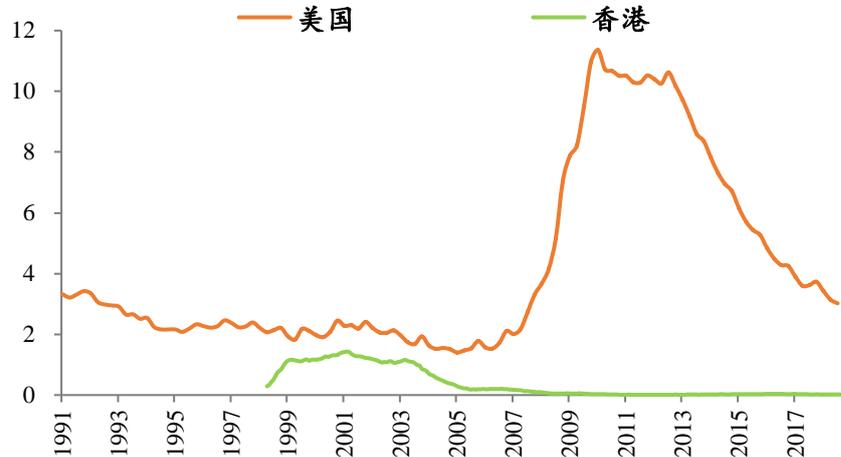
资料来源：BIS, 恒大研究院

图表12：日本 1986-1991 居民加速加杠杆



资料来源：BIS, 恒大研究院

图表13：房价泡沫破灭后住房按揭贷款不良率迅速走高



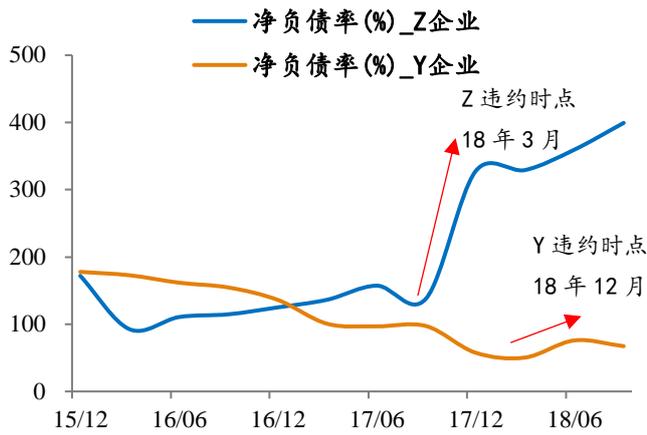
资料来源：Wind, 恒大研究院

房企信用风险，用 3 类 5 个指标度量，①企业杠杆水平，用真实资产负债率、净负债率 2 个指标度量；②企业债务结构，用短期有息负债/长期有息负债 1 个指标度量；③企业偿债能力，用速动比率、现金短债比 2 个指标度量。

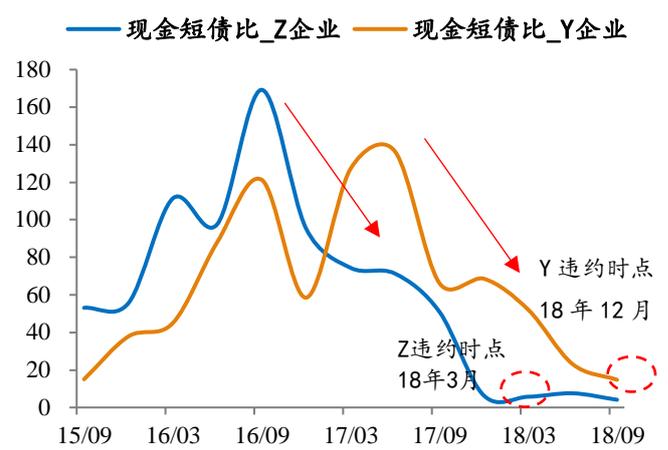
房企信用风险爆发前夕，指标表现为：杠杆水平迅速上升、债务结构恶化、偿债能力持续恶化。以 2018 年发生信用债违约的两家上市公司为例：Z 公司 18 年 3 月违约，净负债率由 17Q3 的 138.2% 上升至 18Q1 的 327.2%，现金短债比由 16Q3 的 169.2% 直线下行至 18Q3 的 5.7%；Y 公司对应指标走势相似。



图表14: 18年2家债券违约的房企净负债率走势



图表15: 18年2家债券违约的房企现金短债比走势

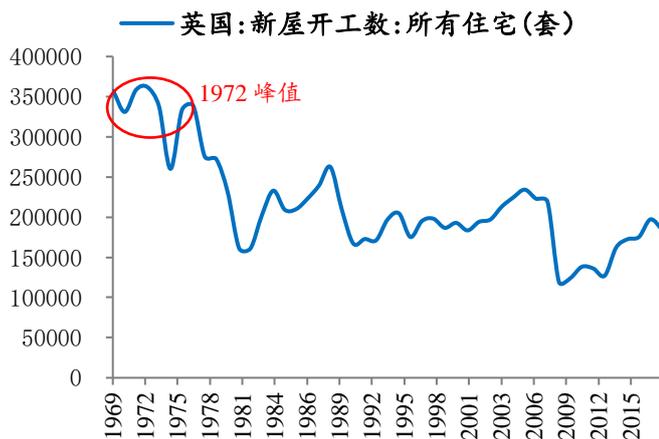


资料来源: Wind, 恒大研究院

1.1.4 三类指标表现和房地产市场发展阶段的关系

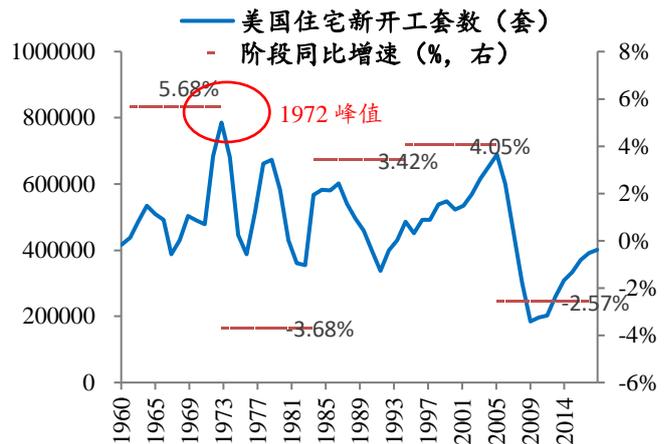
根据发达国家经验,房地产市场发展经历三个阶段。(1)高速增长阶段,为战后20-40年,英国、美国、日本、德国此阶段(1946年-新开工峰值年份)新开工年均增速分别达4.6%、6.6%、12.5%、6.1%;(2)提质降速阶段,70-90年代,发达国家普遍出现新开工峰值,如英国1972年、美国1972年、日本1973年、德国1994年,此后住房建设增速换挡,四国新开工增速降至-0.4%、0.1%、-1.0%、-2.1%(新开工峰值年份-2018年)。(3)成熟阶段,或称存量房阶段,二手房取代新房成为主要交易品种,如2017年美国、日本(首都圈)二手房交易占比分别达80.7%、58.7%。阶段演变背后的推力是经济增长、城镇化和人口年龄结构。

图表16: 英国新开工峰值出现在1972年



资料来源: Wind, 恒大研究院

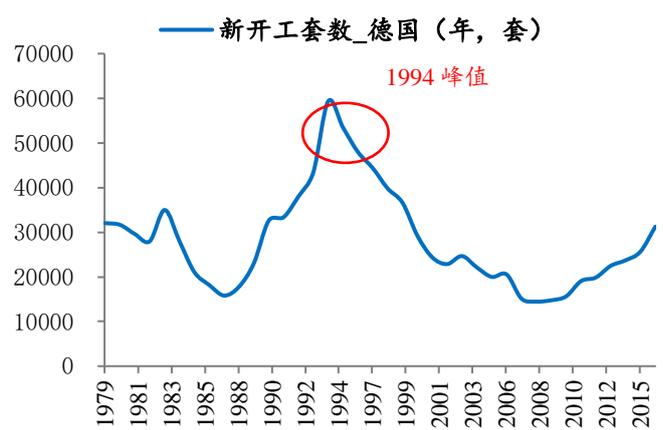
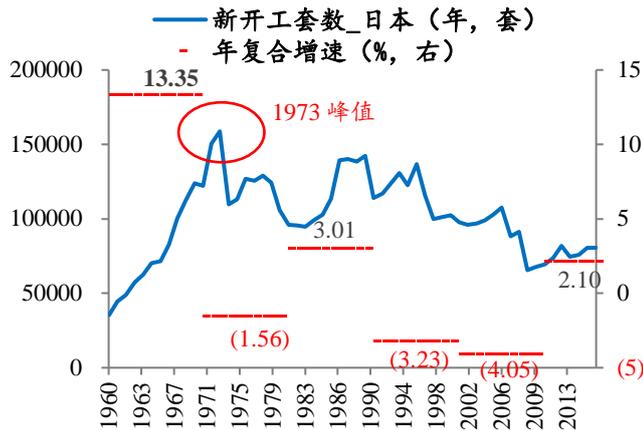
图表17: 美国新开工峰值出现在1972年



资料来源: FRED, 恒大研究院

图表18: 日本新开工峰值出现在1973年

图表19: 德国新开工峰值出现在1994年



资料来源: FRED, 恒大研究院

资料来源: FRED, 恒大研究院

房地产告别第一发展阶段后, 三类指标更易出现异常、引发危机

在房地产发展第一阶段, 住房短缺(套户比小于1)、经济增速较高、城镇化快速推进、20-50岁人口占比保持高位。此时:(1) 房价上涨的风险可被高速增长的收入、充足的需求稀释;(2) 不存在长期供给过剩;(3) 居民、企业债务水平尚处于低位, 信用风险较小。三类指标不易出现异常, 即使出现也较易被化解。如日本1969-1974年, 套户比小于1、城镇化率未超70%、20-50岁人口占比处于高位, 房地产尚处于第一发展阶段。期间尽管名义房价年均上涨20%, 1974年进入调整期, 但房价仅下跌五年又重回上涨通道, 房价下跌未引发严重的信用风险和经济、金融危机。

在房地产发展二、三阶段, 住房短缺缓解(套户比大于1)、经济增速换挡、城镇化放缓、20-50岁人口占比下滑。此时:(1) 房价上涨风险缺乏化解动力;(2) 供给过剩风险初现;(3) 居民/企业杠杆水平已处高位。三类指标均易出现异常, 演变成“危机”。历史上由房地产风险引发危机主要案例: 日本1986-1991年房地产泡沫、香港1991-1996年房地产泡沫、美国2001-2006年房地产泡沫, 市场均处于第二、三发展阶段(对应套户比分别为1.11、1.10、1.15左右)。

图表20: 全球典型房地产风险事件梳理

	房价过快上涨/下跌风险	供给过剩、不足风险	居民和企业信用风险	房地产市场所处阶段	是否演变成危机
日本 1968-1974	✓	✗	✗	第一阶段	否
	1968-1974 名义房价年均增20%; 1973 房价收入比历史最高、租金回报率历史次低	1973 年套户比 1.05	居民杠杆率年均上升 1.7pct, 上升速度低于 80-90 年代; 1974 年居民杠杆率 35%, 绝对值尚处于较低水平。		
日本 1986-1991	✓	✓	✓	第二阶段	是
	1986-1991 名义房价年均增 7.8%; 1990 年房价收入比 16 年新高、租金回报率 21 年新低	1988 年套户比 1.11	居民杠杆率年均上升 2.6pct, 上升速度历史最高。1991 年居民杠杆率 67%, 绝对值已处较高水平。		

美国 2001-2006	✓	✓	✓	第三阶段	是
	2001-2006 名义房价年均增 10.1%;2006 年房价收入比 26 年新高、租金回报率 37 年新低	2006 年套户比 1.15	居民杠杆率年均上升 4.4pct, 上升速度历史最高。2006 年居民杠杆率 96%, 绝对值历史最高。		
海南 1991-1993	✓	✓	✓	-	是
	1988-1993 名义房价年均增 40.9%, 从 1350 元/平方米涨至 7500 元/平方米。	房地产公司总数达到 2 万余家, 平均 300 人一家地产公司	泡沫破裂后个别银行坏账率达 60%。		
中国 2014	×	✓	×	第二阶段	否
	房价局部下跌	15 年 9 月竣工未售去化周期达 4.8 个月峰值。	居民杠杆率 36%, 绝对值尚处于较低水平。		

资料来源：恒大研究院

备注：居民杠杆率数据来自 BIS，计算公式为居民部门负债/GDP

1.2 中国房地产市场平稳健康发展评估汇总

“房住不炒”的政策基调下，目前市场基本回归平稳健康轨道。2016 年 930 后，核心一二线城市房价先行停涨；18 年 3 季度以来，房价涨幅全局回落；2018 年全国房价收入比尚处于历史中值之下；2018 年以来，租金回报率回升。居民加杠杆增速放缓，杠杆水平低于发达国家均值；企业负债率、债务结构、偿债能力指标边际优化；库存降至低位，套户比 1.07，尚未出现供给过剩。

图表21：当前中国房地产平稳健康发展状况评估

类别	指标	全国	一线城市	二线城市	三四线城市	
价	房价涨幅	近 4 年涨幅	+44.0%，6 年新高，仅次于 2012、2009、2006	+57.8%，历史最高 35% 分位（2011 年起）	+32.8%，历史最高 2% 分位（2011 年起）	+23.4%，历史最高 2% 分位（2011 年起）
		近 1 年涨幅	+12.2%，9 年新高，仅次于 2009、2004-2005	+2.6%，历史中值（2011 年起）	+9.9%，历史最高 27% 分位（2011 年起）	+10.2%，历史最高 6% 分位（2011 年起）
		近 3 月涨幅	+0.3%，历史中值（1999 年起）	+1.3%，历史中值（2011 年起）	+0.7%，历史最低 40% 分位（2011 年起）	+0.7%，历史最低 35% 分位（2011 年起）
	房价收入比	7.3，历史最低 25% 分位（1999 年	22.4，3 个城市处于历史中值之上（2008 年	10.2，6 个城市处于历史中值之上（2008 年	7.8，1 个城市处于历史中值之上（2008 年起）	

		起)	起)	起)		
	租金回报率	2.7%，18年起回升	1.6%，18年起回升	2.7%，18年起回升	2.8%，18年起回升	
量	短期	竣工未售库存去化周期	全国 1.9 个月，相当于 2012 年水平，比 2015 年峰值低 60.4%			
		取证未售库存去化周期	-	15.0，历史最高 5%，高库存源于强调控下销售弱，潜在需求仍较强，风险可控	11.8，历史中值（2013 年起）	11.0，历史最低 40%（2013 年起）
		开工未售库存去化周期	全国 11.5 个月，相当于 2010 年水平，相比 2014 年峰值下滑 57.6%			
		广义库存去化周期	全国 17.3 个月，相当于 2010 年水平，相比 2014 年峰值下滑 52.4%			
	长期	套户比	1.07，基本充足，但不存在过剩			
信用	居民	住房杠杆率	住房贷款余额/GDP 33.7%，低于发达国家 50.9% 均值 住房贷款发放额/住房成交金额 48.7%，比上年回落 1.2 个百分点			
		房贷偿还能力	住房贷款余额/居民可支配收入 51.4%，低于发达国家 68% 均值。 住房贷款余额/金融资产 21.9%，低于发达国家均值			
		居民负债结构	住房贷款余额/居民负债余额 54.8%，低于发达国家均值。			
		贷款质量	不良率 0.4% 以内，显著低于国际水平			
	企业	杠杆水平	18H1 真实负债率 55.3%，较 17 年回落 0.6 个百分点 18H1 净负债率 86.4%，较 17 年增幅收窄至 1 个百分点			
		负债结构	18H1 短长期有息债务比 45.1%，较 17 年下降 2.5 个百分点			
		偿债能力	18H1 速动比率 57.6%，18H1 现金短债比 112.3%，较 2014 年明显提升			
图例		风险高	风险中等	风险低		

资料来源：恒大研究院

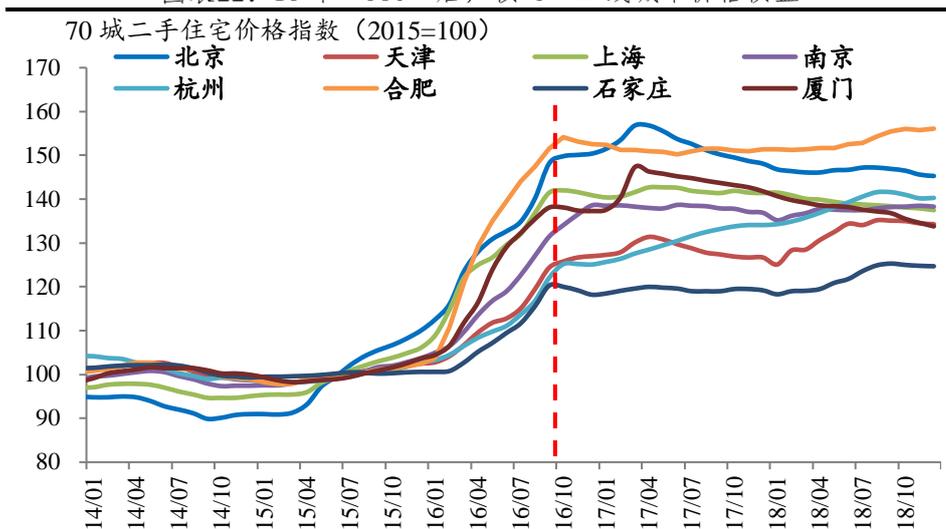
备注：统计截止时间 2018.12。全国房价用统计局公布的商品住宅销售额/商品住宅销售面积计算；分能级房价涨幅用统计局 70 城商品住宅价格指数计算。

2 价：房价涨幅趋稳，尚不存在全局性泡沫风险

2.1 房价涨幅：趋于平稳，部分前期急涨的城市房价回调

16年“930”后，一线城市和强二线城市房价已先行停涨。2016年9月30日前后，北京等16个一线城市和强二线城市重启限购/限贷，成为房价拐点。根据统计局70城二手住宅价格指数，16年“930”至2018年12月，厦门、上海、北京3个城市房价下跌；合肥、石家庄、深圳等13个城市上涨幅度在10%以内。

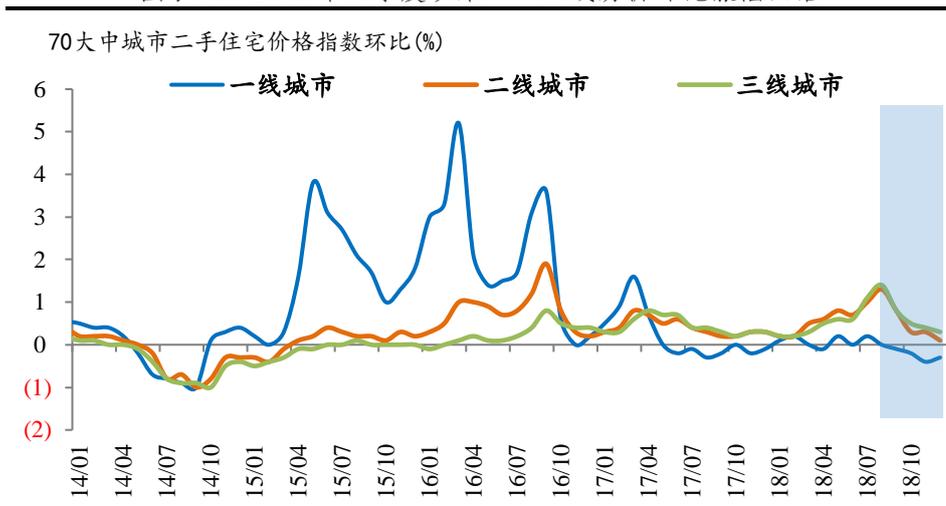
图表22：16年“930”后，核心一二线城市价格横盘



资料来源：国家统计局，恒大研究院

2018年四季度以来房价涨幅普遍回归平稳。“731”会议要求“坚决遏制房价上涨”。2018年9月起，70城二手住宅价格指数环比涨幅连续四个月回落。2018年12月，一、二、三线城市环比涨幅降至-0.3%、0.1%、0.3%，相比8月回落0.3、1.2、1.1个百分点，二三线城市回落幅度大。

图表23：2018年三季度以来一二三线房价环比涨幅回落

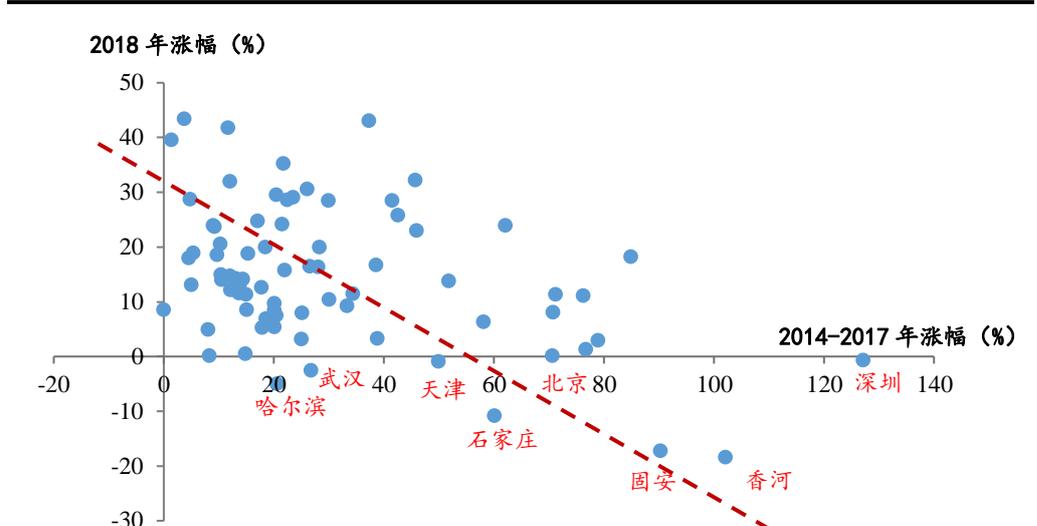


资料来源：国家统计局，恒大研究院

部分前期上涨过快的区域房价回调。根据中指院百城数据，2018年有9个城市商品住宅价格环比2017年下跌，主要为前期涨幅过高的城市，

如环京区域的香河、固安跌幅最大，分别下跌 18.3%、17.1%，此前的 2014-2017 年，两地房价分别大幅上涨 102.0%和 90.2%。

图表24：前期涨幅较大的城市 2018 年房价回调



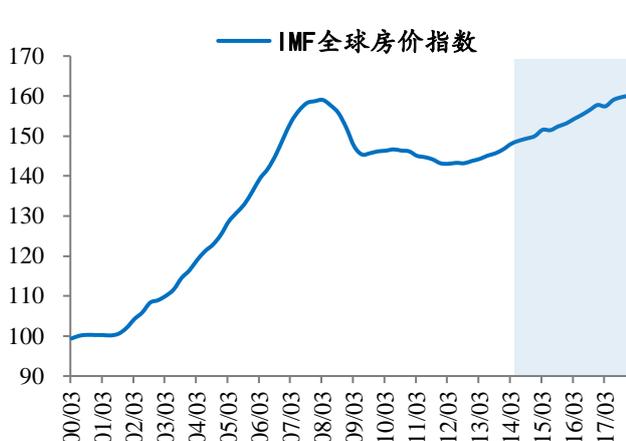
资料来源：中指院，恒大研究院

备注：价格取中指院商品住宅平均价格（不含保障房），房价涨幅和统计局 70 城新建商品住宅价格指数涨幅略有差异。

当前房价涨幅趋稳，市场风险回落，但若将观察周期拉长，2014 年 930 以来的本轮房价上涨幅度大，部分城市积累了一定风险。稳房价、稳地价、稳预期仍然十分必要。

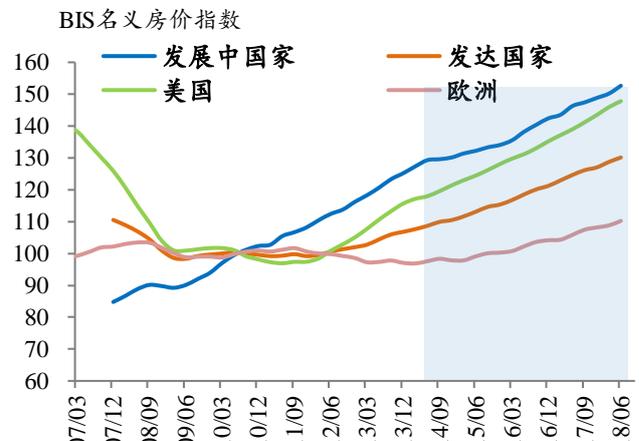
本轮中国房价涨幅居世界前列。2014 年以来，全球普遍处于低利率环境，房价普涨。根据 BIS 数据，2014 年 3 季度至 18 年 2 季度，发展中国家、发达国家名义房价分别累计上涨 17.8%和 18.4%。而中国房价在此期间上涨 41.4%¹，涨幅在全球 58 个主要国家中排名第六，仅次于土耳其 (+62.1%)、冰岛 (+50.4%)、匈牙利 (+49.3%)、香港 (+47.9%) 和新西兰 (+41.6%)。其中 2016 年 930 以前的涨幅尤其明显，2014 年 3 季度-2016 年 3 季度，中国房价上涨 23.1%，排名全球第五。2016 年“930”后，伴随调控加严，房价涨幅趋缓，2016 年 3 季度-2018 年 2 季度，上涨 14.8%，排名全球十二。

图表25：2014 年以来全球房价处于上涨周期



资料来源：IMF Global Housing Watch，恒大研究院

图表26：2014 年以来全球房价处于上涨周期

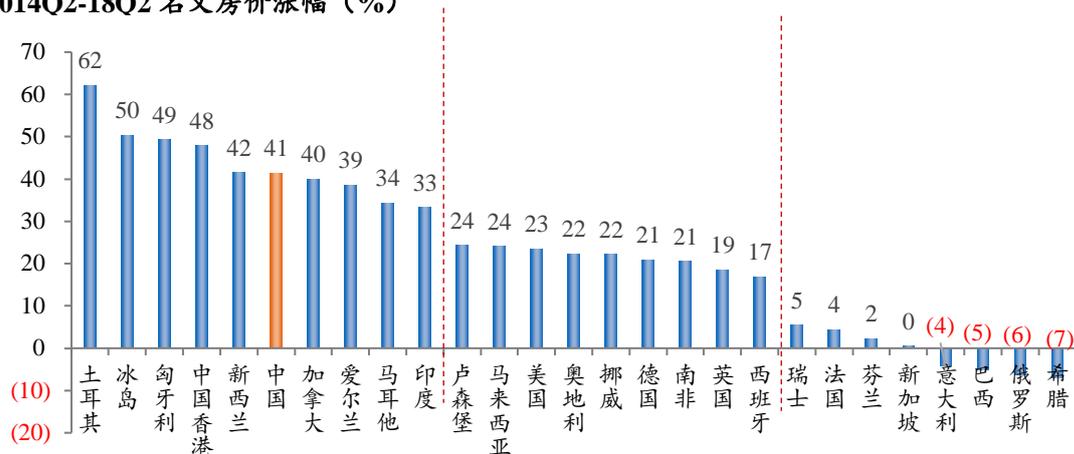


资料来源：BIS，恒大研究院

¹ 由于 BIS 提供的中国房价指数数据失真，采用国家统计局公布的商品住宅成交均价计算涨幅。

图表27：全球名义房价涨幅三梯队（2014Q3-2018Q2）

2014Q2-18Q2 名义房价涨幅（%）

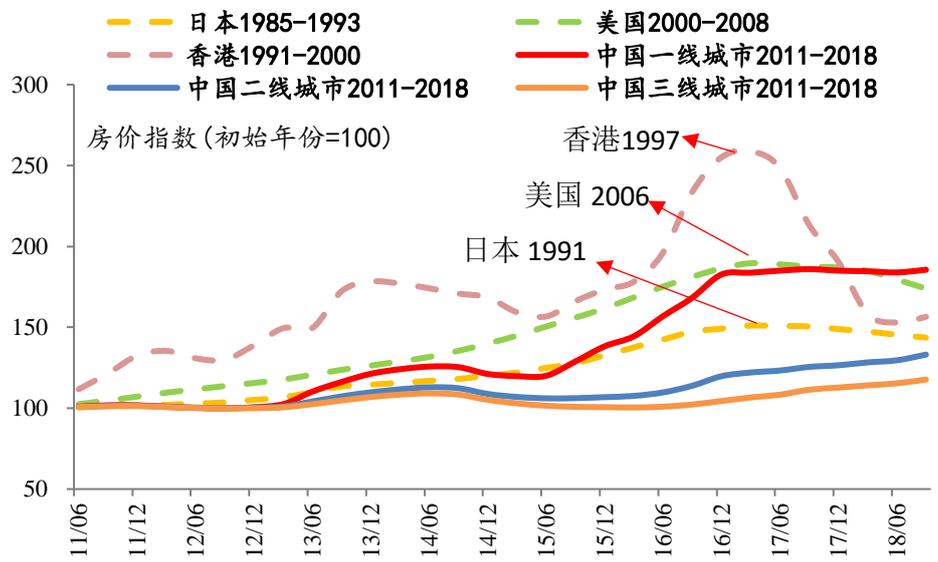


资料来源：BIS，恒大研究院

备注：由于BIS提供的中国房价指数数据失真，中国涨幅采用国家统计局公布的商品住宅成交均价计算。

14年930-16年930期间，一线城市房价上涨速度超过美国、日本金融危机前夕。根据BIS数据，美国2006年房价泡沫破灭前十年、前三年，房价年均涨幅9.1%、13.7%；日本1991年房价泡沫破灭前十年、前三年，房价年均涨幅8.1%、11.2%；香港1997年房价泡沫破灭前十年、前三年，房价年均涨幅20.1%、27.5%。而中国一线城市，2014年“930”-2016年“930”期间，房价年均涨幅23.5%，仅低于香港金融危机前三年的上涨速度，高于美国、日本金融危机前长、短期上涨速度。短期急涨积累了一定风险，稳房价、稳地价、稳预期仍然十分必要。

图表28：本轮周期一线城市房价上涨过快



资料来源：BIS，国家统计局，恒大研究院

部分三四线城市房价大幅上涨。根据中指院百城数据，2014-2018年房价累计涨幅在50%以上的城市有30个，除3个一线城市、13个二线城市²外，还有14个三四线城市。这些三四线城市分为两类：一是发达城市群中，核心城市的卫星城，上涨主要收益于核心城市需求外溢。如环北京

² 13个涨幅超50%的二线城市为：合肥、贵阳、杭州、苏州、厦门、济南、南京、郑州、昆明、福州、宁波、西安、呼和浩特

的衡水(+118.6%)、廊坊(+79.4%);环深圳的东莞(+84.5%)、惠州(+68.2%);环上海的南通(+56.1%)、环南京、合肥的芜湖(+79.6%);二是部分欠发达的三四线城市,上涨主要受益于去库存政策,如焦作(+55.5%)、九江(+54.0%)。

图表29: 2014-2018年涨幅在50%以上的三四线城市分布



资料来源:中指院,恒大研究院

2.2 房价收入比:短期上升,多数城市尚处安全区间

(1) 房价收入比衡量住房支付能力,计算方法各异、横向不可比。

房价收入比是国际常用于衡量住房支付能力(Affordability)的指标,基本计算思路是一套住房的价格和家庭年收入的比值。世界各机构采用的计算方法各异,是该指标横向可比性较差的原因之一,如房价和收入可采用平均值(Numbeo)、中位值(Demographia)、指数(OECD);房价可采用新房价格(Deloitte、易居),也可包含新房和二手房价格(OECD);同时,对套均面积、户均人口的假定也有所不同。

此外,一般而言,基础设施越好的地区房价收入比越高,不同城市“合理的房价收入比”存在差异。因此监测房价收入比的可行方法是和历史趋势、相似城市对比。本文看重房价收入比的历史分位、与同能级城市均值偏离度两个指标。

本文房价收入比通过(新建商品住宅销售均价*100)/(城镇居民人均可支配收入*3)计算。全国、城市层面房价分别选用统计局、中指院的新建商品住宅销售均价;由于商品住宅套均面积、家庭户均人口部分年度数据缺失,为避免人为推算数据的主观性,采用与OECD、Numbeo、Global Property Guide等相同的不考虑套均面积、家庭户规模变动的方法,统一取套均面积100平方米、家庭户均人口取3。则指标绝对值的含义为一个收入为平均水平的三口之家,购买一套100平米、价格处在平均水平的商品房需要多少年,指标的核心是反应平均房价变化和平均收入变化的关系。

图表30：不同机构房价收入比计算方法汇总

机构	计算公式		数据来源	是否固定套均	是否采用家庭收入	备注
	套均价格	家庭/个人收入				
Numbeo	市中心和郊区房价均值*90平方米	年人均工资*1.5	网友问卷调查	√	√	半年报发布全球 302 个城市、91 个国家数据。但问卷数据受被调查者的主观影响，可能有偏
Global Property Guide	平均房价*100平方米	人均GDP	房价来自入户调查结合各地统计局数据；人均GDP来自IMF	√	×	采用人均GDP作为分母，样本含全球92个国家。
Deloitte	新房价格（元/平方米）*70平米	年人均工资	各地统计局	√	×	采用年人均工资作为分母；样本为欧洲国家
Demo-graphia	住房价格中位数（元/套）	家庭年收入的中位数	各地统计局	×	√	采用中位数数据；不固定套均面积；样本含9个国家的293个大城市（澳大利亚、加拿大、香港、日本、美国等）
OECD	名义房价指数（含新房和二手房）	名义人均可支配收入	各地统计局	√	×	以指数形式呈现，更关注和历史趋势的对比。
易居	2013年以前：新建商品住宅成交均价*人均住房建筑面积*城镇家庭户均人口；2013年以后：新建商品住宅成交均价*100平方米	城镇居民人均可支配收入*城镇家庭户均人口	统计局、克瑞瑞	×	√	价格采用新建商品住宅价格，套均面积未对应商品住宅套均面积，而采用估算的存量房套均面积。导致计算出的房价收入比上升很大程度由人均住房面积上升所致。

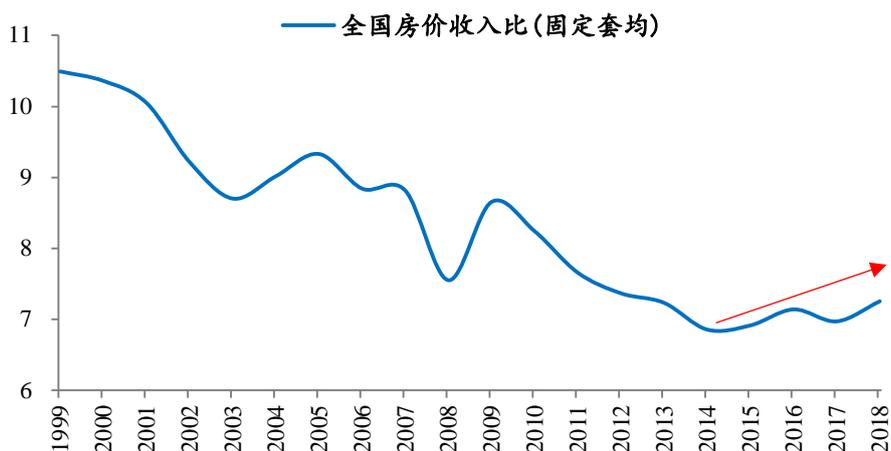
资料来源：OECD等，恒大研究院

（2）全国层面：房价收入比上升，尚处于安全区间

2014年“930”以来，全国房价收入比上升，居民购房压力加大。2014-2018年，全国商品住宅销售均价累计上涨44.0%，而同期全国城镇居民人均可支配收入仅上涨36.1%，房价收入比从6.9上升至7.3，结束了2009-2014长达5年的连续下行，居民购房压力加大。

从历史对比来看，当前房价收入比尚处安全区间。2000年以来，城镇居民人均可支配收入年平均增10.6%，而商品住宅均价年均增8.6%，房价收入比总体呈现下行趋势，仅在三个区间明显反弹：2004-2005、2009、2015-2018。当前的房价收入比相当于2012年的水平、处于历史最低25%分位，仍处安全区间内。

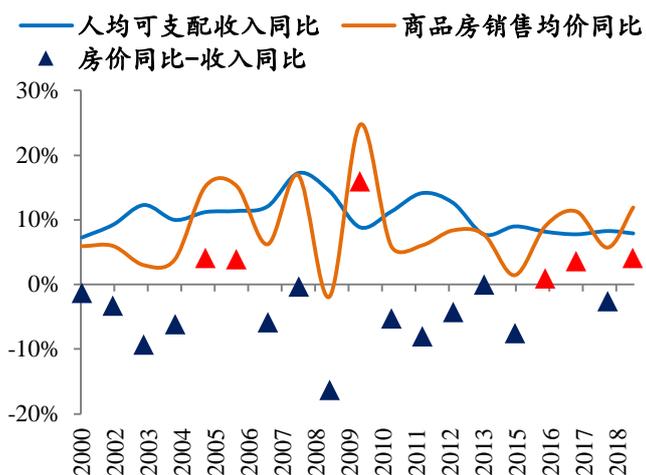
图表31：2014年以来全国房价收入比回升



资料来源：统计局，恒大研究院

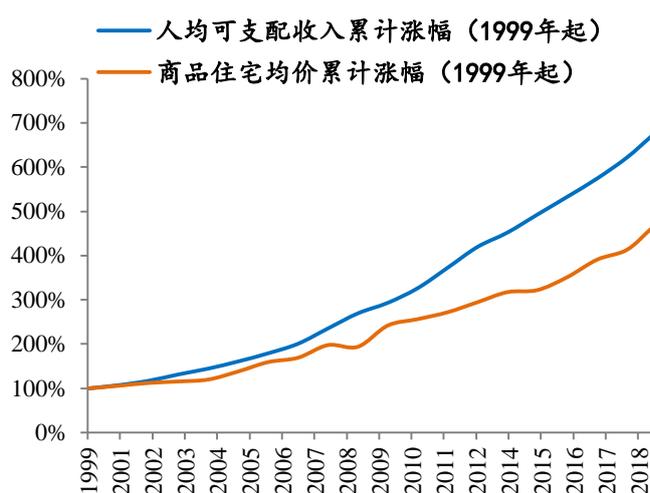
备注：房价收入比=（全国商品住宅平均售价*100）/（城镇居民人均可支配收入*3）

图表32：三个时间段房价涨幅高于收入涨幅



资料来源：统计局，恒大研究院

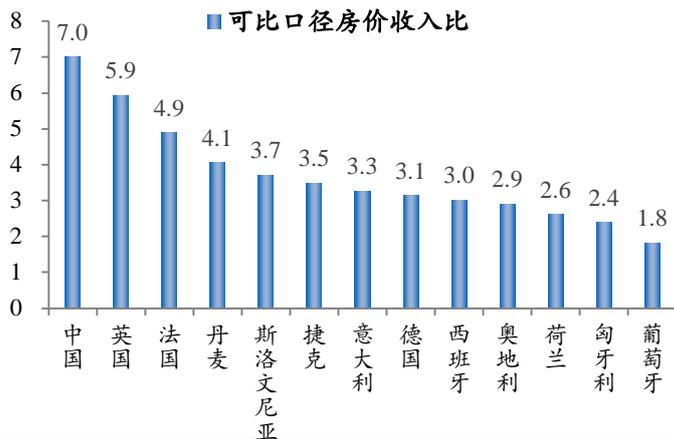
图表33：1999年来收入累计涨幅高于房价涨幅



资料来源：统计局，恒大研究院

从国际对比来看，中国房价收入比绝对值偏高，但处在相对安全的水平。以欧洲国家为对照样本，我们测算，可比口径下，中国房价收入比7.0（可支配收入用住户部门可支配收入/总人口计算），高于绝大多数欧洲发达国家，中国居民购房压力偏高。但从历史趋势来看，很多发达国家房价经历了00-06年、13年至今的两段快速上涨后，当前房价收入比处于历史高位。如加拿大、新西兰、澳大利亚处在历史（1999年起）最高10%分位以上；英国、德国、美国、日本处在历史中值之上；OECD国家整体处于历史最高31.6%分位。而中国和韩国、希腊、南非、意大利等国家，均处于历史中值之下，房价收入比处在较安全的水平。

图表34：可比口径下中国房价收入比绝对值偏高



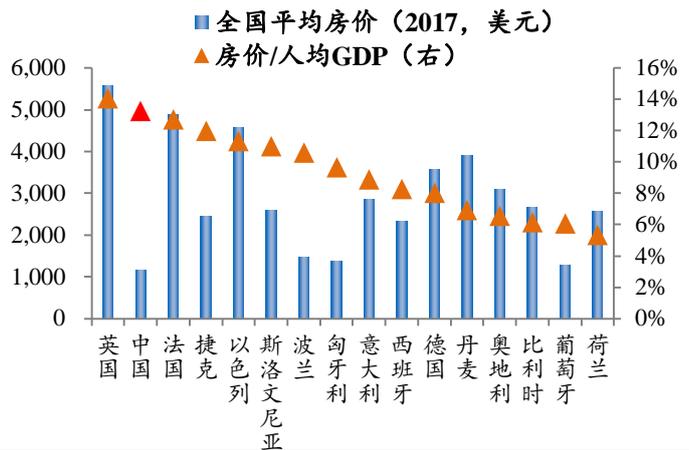
资料来源：OECD、世界银行、德勤等，恒大研究院

备注：房价收入比=(平均房价*100)/(居民人均可支配收入

*3)，国外可支配收入来自OECD经PPP平价处理后的值，中国

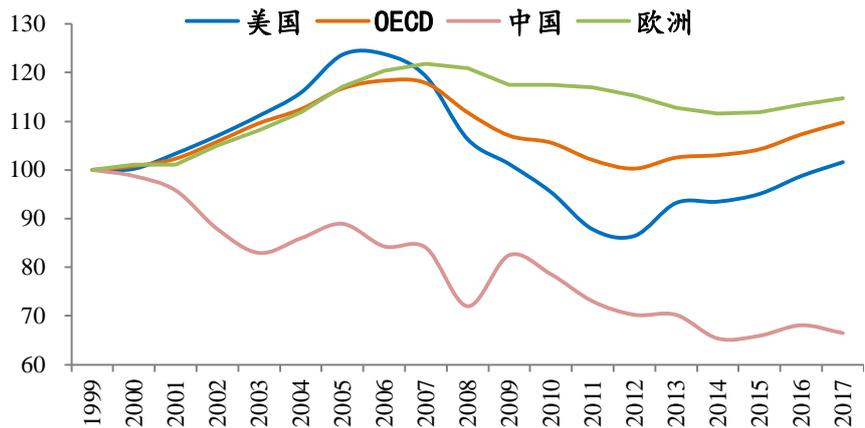
不采用调查数据，而用住户部门可支配收入/总人口计算

图表35：中国房价/人均GDP绝对值偏高



资料来源：世界银行、德勤等，恒大研究院

图表36：全球主要地区房价收入比指数（1999=100）



资料来源：OECD、中国统计局，恒大研究院

图表37：2017年全球主要地区房价收入比所处历史分位



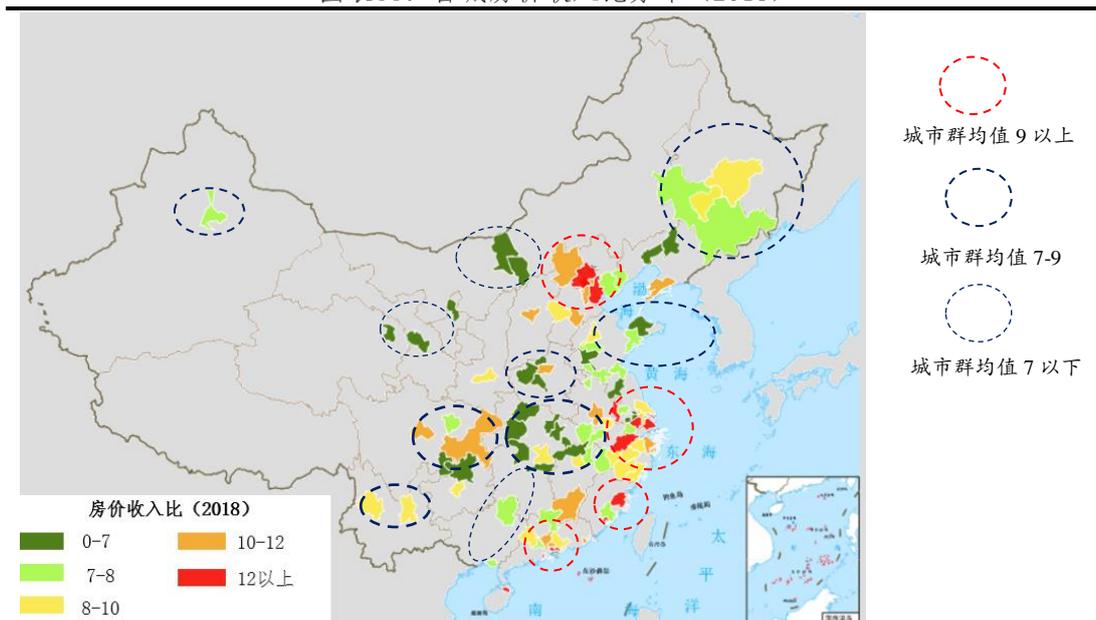
资料来源：OECD、中国统计局，恒大研究院

(3) 城市层面：三类城市房价收入比偏高

分城市能级来看，一线城市房价收入比整体高于二三线城市。2018年，4个一线城市、34个二线城市、58个三四线城市，平均房价收入比分别为22.4、10.2、7.8³。

分城市群来看，东部发达城市群房价收入比整体高于中西部。珠三角、海峡西岸、京津冀、长三角四大城市群房价收入比最高，分别为12.6、12.2、10.9、9.7；西北（含呼包鄂榆、兰州西宁、宁夏沿黄、天山北坡城市群）、长江中游、北部湾三大区域房价收入比最低，分别为6.3、6.8、7.3。

图表38：百城房价收入比分布（2018）



资料来源：中指院，恒大研究院

备注：城市群划分参考十三五规划。

从具体城市来看，三类城市房价收入“偏高”，但长期看风险水平不同。将满足下列条件之一的城市作为房价收入比“偏高”的城市，（1）房价收入比超过对应能级均值20%；（2）房价收入比处在2008年以来历史中值之上；（3）房价收入比在10以上。96个样本城市中我们筛选出23个可能存在风险的城市，其中16个城市房价收入比超过对应能级均值20%，10个城市处于历史均值之上。这23个城市分为三类：

一是城市群的核心城市，如深圳（长三角）、上海（珠三角）、厦门（海峡西岸）、北京（京津冀）、郑州（中原）、重庆（西南）等，这些城市处于城市群的核心，人口流入动力强、经济发展水平在区域内领先、有较多外来人口，是本轮周期中房价最先上涨、涨幅最大的区域。这些城市房价有较强的基本面支撑，中长期来看，房价大幅下跌的风险较小。

二是发达城市群的次核心城市，如南京（长三角）、珠海（珠三角）、苏州（长三角）、宁波（长三角）等，这些城市人口集聚度虽略低于核心城市，但自身有较好的产业支撑，经济发展水平较高，人口流入动力较强，风险也较可控。

³由于样本城市不包含四线以下小城市和县城，房价均值12253元/平方米，高于全国平均8521元/平方米，因此样本城市整体房价收入比高于全国均值7.3。

三是部分过去两年房价大幅上涨，但收入仍然较低的三四线城市，这些城市又可分为两类，一类是核心城市的卫星城，如廊坊、沧州、东莞，上涨主要受益于核心城市调控收紧，需求外溢，中长期仍受城市群发展支撑；另一类是受益去库存政策的三四线城市，如赣州，近两年房价上涨较快，偏离基本面，风险水平更高。

图表39：房价收入比“偏高”的城市

城市	城市能级	2018年房价收入比	与能级均值偏离度	2008年以来历史分位（从高到低）	类别
深圳	一线	31.3	40%	27%	城市群核心
上海	一线	26.7	19%	9%	城市群核心
厦门	二线	19.9	101%	20%	城市群核心
北京	一线	19.4	-13%	45%	城市群核心
福州	二线	19.1	93%	17%	城市群核心
海口	二线	15.2	54%	-	城市群核心
南京	二线	14.3	45%	18%	城市群次核心
珠海	三四线	13.5	72%	-	城市群次核心
天津	二线	12.3	24%	62%	城市群次核心
广州	一线	12.3	-45%	91%	城市群核心
苏州	二线	12.1	23%	8%	城市群次核心
太原	二线	11.9	20%	-	城市群核心
郑州	二线	11.8	20%	8%	城市群核心
宁波	二线	11.7	18%	-	城市群次核心
廊坊	三四线	11.6	47%	-	卫星城
沧州	三四线	11.6	47%	-	卫星城
东莞	三四线	11.4	44%	9%	卫星城
莆田	三四线	11.3	43%	-	普通三四线
重庆	二线	11.2	13%	30%	城市群核心
成都	二线	11.0	11%	-	城市群核心
赣州	三四线	10.6	34%	-	普通三四线
昆明	二线	10.5	6%	-	城市群核心
汕头	三四线	10.4	32%	91%	普通三四线

资料来源：中指院，恒大研究院

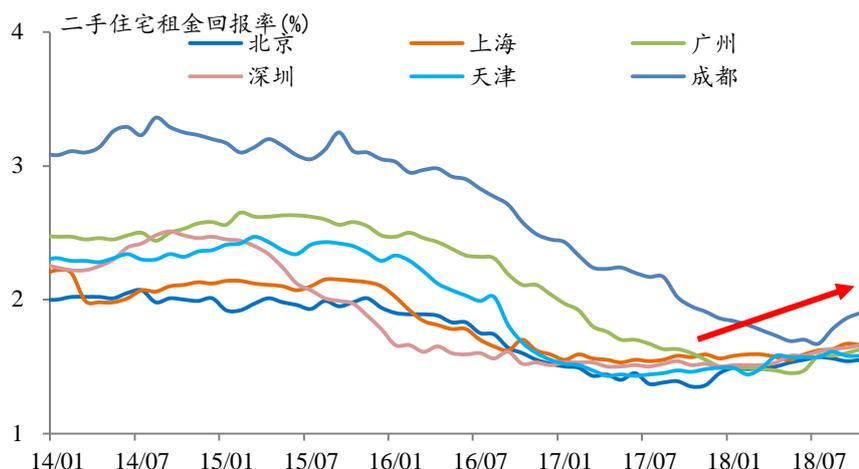
备注：房价收入比=（不含保障房的商品住宅平均售价*100）/（城镇居民人均可支配收入*3）；18年城镇居民人均可支配收入=17年人均可支配收入*（1+18年前3季度人均可支配收入累计同比）

深圳人均可支配收入为城乡一体化口径，房价收入比存在一定高估。

2.3 租金回报率：2018年起逐步回升

伴随房价上涨，2014年以来静态租金回报率持续下行，18年起回升。以4个一线城市、2个热点二线城市天津和成都为例，2015-2017年，6地静态租金回报率均大幅下行，其中成都、广州、深圳下行最明显，分别下滑1.3、1.1、1个百分点。2018年以来，伴随房价涨幅回归平稳、租金上涨，静态租金回报率回升，6城回升幅度在0.1-0.2个百分点之间。

图表40：2018年以来静态租金回报率开始回升

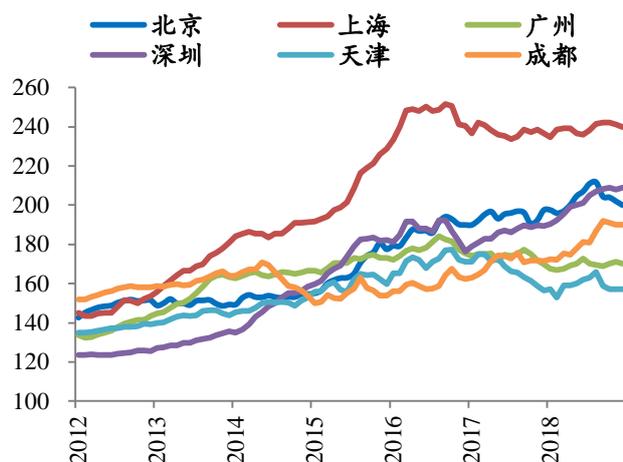


资料来源：中原地产，恒大研究院

当前全国静态租金回报率2.7%，一线城市显著低于二三线城市。以云房数据披露租金的101个城市⁴为样本，2018年一、二、三四线城市静态租金回报率分别为1.6%、2.7%、2.8%。

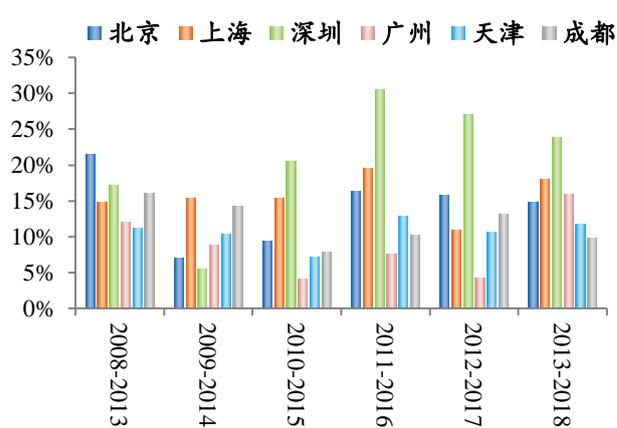
和国际对比，中国静态租金回报率偏低。根据Numbeo数据，全球304个主要国家，静态租金回报率平均值6.6%，中位值5.4%，中国租金回报率整体偏低。有三个原因：一是静态收益率计算未考虑持有成本，为毛收益率，由于中国住房持有成本几乎为0，国外普遍征收房产税等保有环节税收，如考虑出租净收益，与中国的差距应该更小；二是我国处于工业化和大规模城镇化阶段，经济和居民收入增长较快，租金有较强的上涨动力，动态租金回报率并不低。2012-2018年，一、二线城市租金平均累计上涨43.3%、16.5%，动态租金回报率(2018年租金/2012年房价)为3.5%、3.3%；三是伴随收入增长，房价有较强的上涨预期，居民持有住房的低租金回报可从房价上涨得到弥补。以北京、上海、深圳、广州、天津、成都6个城市为样本，2008-2013年间，5年租转售回报率(买入出租五年再卖出的年化收益率)维持在4.2%-30.5%之间。

图表41：6个城市租金指数



资料来源：Wind，中原地产，恒大研究院

图表42：6个城市5年租转售租金回报率



资料来源：Wind，恒大研究院

备注：5年租转售租金回报率=买入出租5年后卖出年化收益率

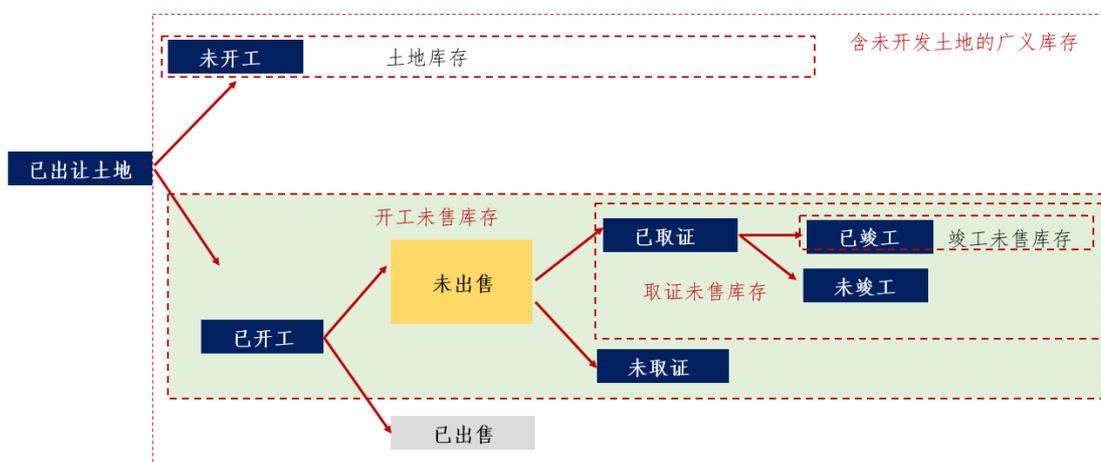
⁴ 包括4个一线城市、33个二线城市、63个三四线城市

3 量：库存有效去化，存量住房尚未过剩

3.1 短期：商品住宅库存有效去化，降至历史低位

我们对库存的判断从狭义到广义分为四个层次：(1)竣工未售库存，指已竣工、但仍未销售的商品住宅，数据采用统计局公布的商品住宅待售面积；(2)取证未售库存，指已取得《商品房预售许可证》，但仍未销售的商品住宅，数据采用各地房管局公布的商品住宅可售面积；(3)已开工未售库存，由于一部分项目已开工但尚未申请到预售证，未来也将投入销售，将这部分和(2)类库存加总，则为已开工未售库存。计算方法为累计新开工*转化率-累计销售；(4)含未开发土地的广义库存，除已开工项目外，开发商还持有大量未开发土地，将逐渐开工并投入销售，将这部分和(3)加总，全面反应各类形式的库存，是最广义的口径。未开发土地数据采用统计局公布的待开发土地面积。去化周期采用库存/近6个月销售面积平均计算。

图表43：库存的四个层次



资料来源：恒大研究院

全国竣工未售库存约 1.9 个月，相比 2015 年峰值已有效去化。2018 年 12 月，全国商品住宅待售面积 2.5 亿平，对应去化周期 1.9 个月，相比 2015 年峰值 4.8 个月下行 60.4%，相当于 2012 年的水平

图表44：全国竣工未售库存去化周期

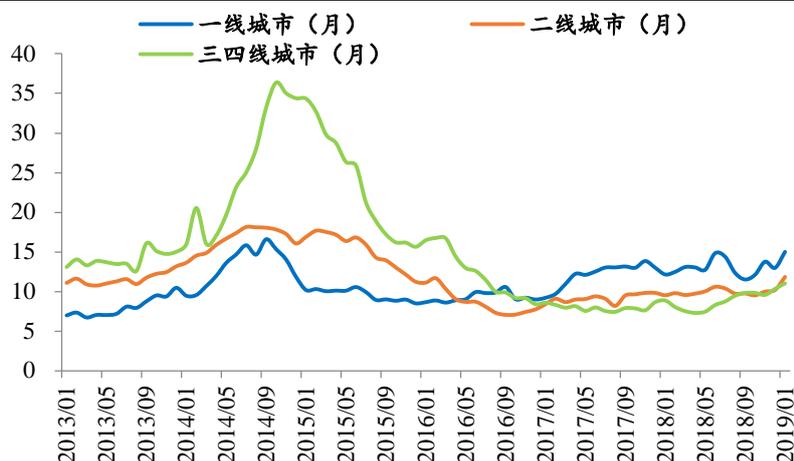


资料来源：Wind，恒大研究院

备注：全国竣工未售去化周期=商品住宅待售面积/近六个月住宅销售面积平均

各能级城市取证未售库存尚处合理区间。2019年1月，一线、二线和三四线城市取证未售商品住宅去化周期分别为15.0、11.8和11.0个月。其中，一线城市处于2013年以来最高5%分位，相当于2014年10月的水平，由于一线城市高库存主要源自强调控下销售面积低，但产业、基础设施支持下潜在需求较强，风险较可控；二线、三四线城市处于2013年以来从低到高63%、40%分位，相比2014年峰值下行19.5%、69.8%，处于较健康水平。

图表45：各能级城市已取证未售库存去化周期

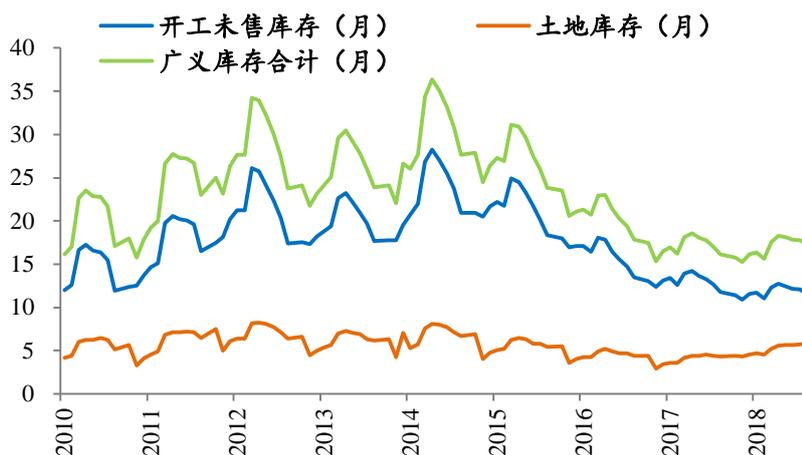


资料来源：中指院，恒大研究院

备注：取证未售去化周期=商品住宅可售面积/近六个月住宅销售面积平均

全国开工未售库存11.5个月、含未开发土地的广义库17.3个月，相比2014年峰值有效去化。2015年以来，全国开工未售库存持续下行，当前水平为11.5个月，相比2014年峰值下行57.6%；未开发土地库存2018年以来反弹，推动广义库存从2017年底的16.1个月小幅升至2018年底的17.3个月，但该水平仍处于历史低位，相比2014年峰值下行52.4%。

图表46：各能级城市已取证未售库存去化周期



资料来源：中指院，恒大研究院

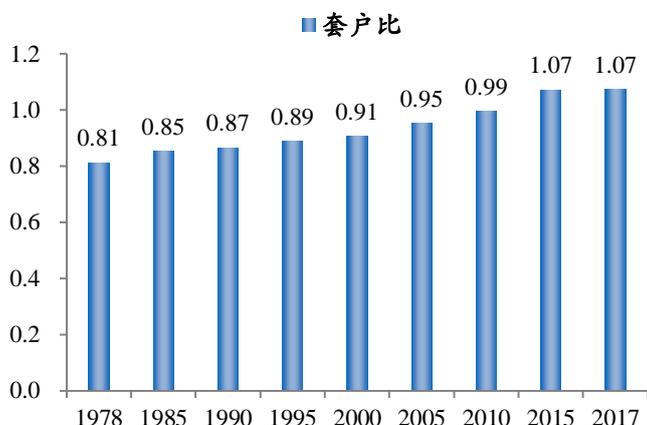
备注：开工待售库存=累计商品住宅新开工*0.95（转化率）-累计商品住宅销售
 土地库存=待开发土地面积*2（估计容积率）
 广义库存=开工待售库存+土地库存

3.2 长期：住房基本告别短缺，但不存在过剩

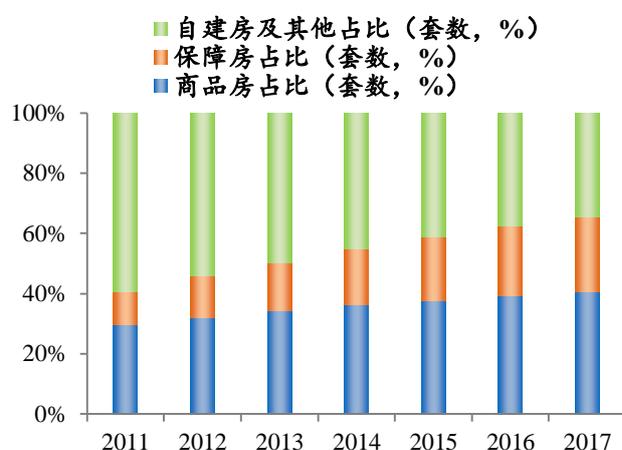
2017年城镇住宅套户比达到1.07，基本告别短缺。根据恒大研究院《中国住房存量：过剩还是短缺》测算，2017年中国城镇住房存量2.9亿套、对应面积267亿平，人均住房建筑面积34.2平方米，套户比1.07，基本达到告别短缺。

但存量住房质量欠佳，尚不存在过剩。第一，商品房占比低。结合商品住宅竣工数据，估算当前存量住房中商品房套数占比仅40.7%，除去24.9%的保障房，高达34.4%的住房为自建房或已出售的老公房；第二，房改以前修建的住房占比高。根据2015年小普查数据，城镇住宅中1999年以前修建的面积占比41.4%，这部分修建于房改以前的住房，多执行“小户型、低配套”标准，住房成套率低，住房质量欠佳。第三，居住设施不完善突出。2015年，城镇7.6%的家庭户无独立厨房、25.8%的家庭户无独立抽水马桶。

图表47：中国城镇套户比测算（1978-2017）



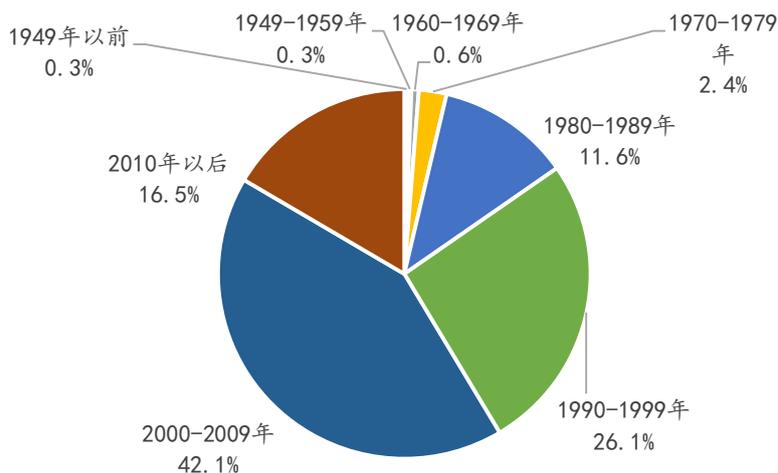
图表48：城镇存量住宅性质占比（2017）



资料来源：《中国住房存量：过剩还是短缺》，恒大研究

资料来源：第六次人口普查等，恒大研究院测算

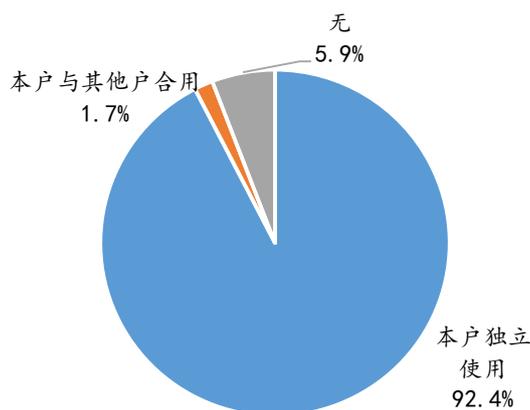
图表49：城镇存量住宅建成年代分布（2015）（面积占比）



资料来源：2015年1%人口抽样调查，恒大研究院

图表50：城镇存量住宅设施情况（2015）

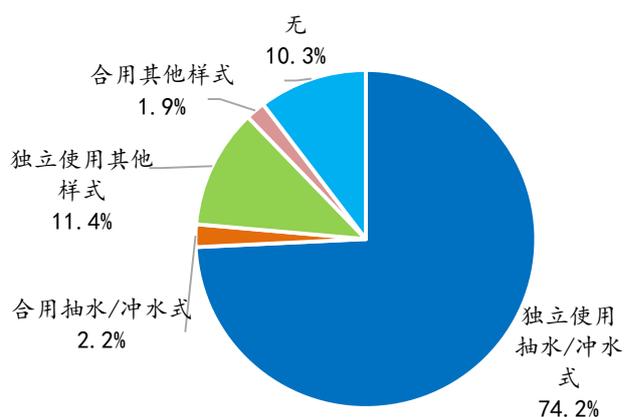
有无独立厨房（户数占比）



资料来源：2015年1%人口抽样调查，恒大研究院

图表51：城镇存量住宅设施情况（2015）

有无独立抽水/冲水厕所（户数占比）



资料来源：2015年1%人口抽样调查，恒大研究院

4 信用：居民、企业加杠杆放缓

4.1 居民杠杆：加杠杆增速放缓，债务风险相比国际不高

4.1.1 住房杠杆：持续上升，增速放缓

本轮居民住房杠杆率提升速度显著较快。1997-2017年，居民住房贷款余额/GDP从0.3%上升至33.7%，年均上升1.7个百分点。三个时间段上升较快，2000-2003年、2008-2010年、2014-2017年，分别年均上升2.5、2.8、4.3个百分点，本轮居民住房杠杆率提升速度历史最高。

图表52：1997年以来经历三轮居民加速加杠杆



资料来源：央行，Wind，恒大研究院

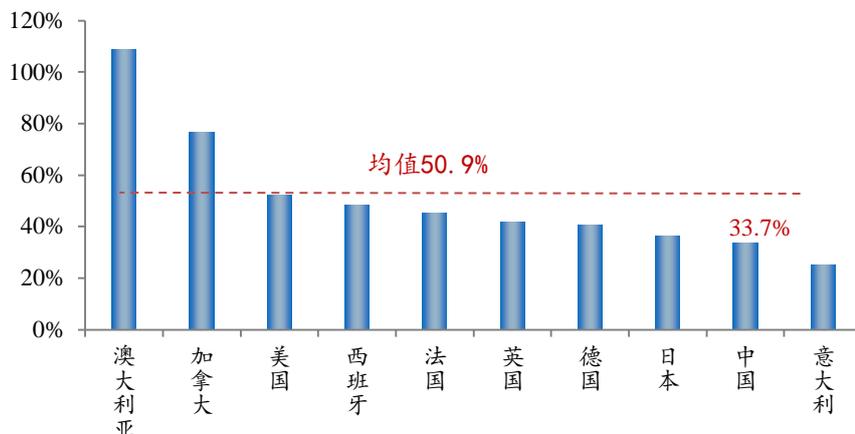
备注：居民住房贷款余额=个人住房贷款余额+公积金余额+消费贷流入

2017年居民住房杠杆增速开始显著放缓。其中，居民住房贷款余额/GDP在2017年上升3.7个点，增速放缓2.6个百分点；居民住房贷款发放额/住房成交金额在2017年由升转降，回落1.2个百分点。

我国居民住房杠杆率低于发达国家水平，债务风险相比国际均值不高。截止2017年，我国住房贷款余额/GDP为33.7%，低于发达国家50.9%

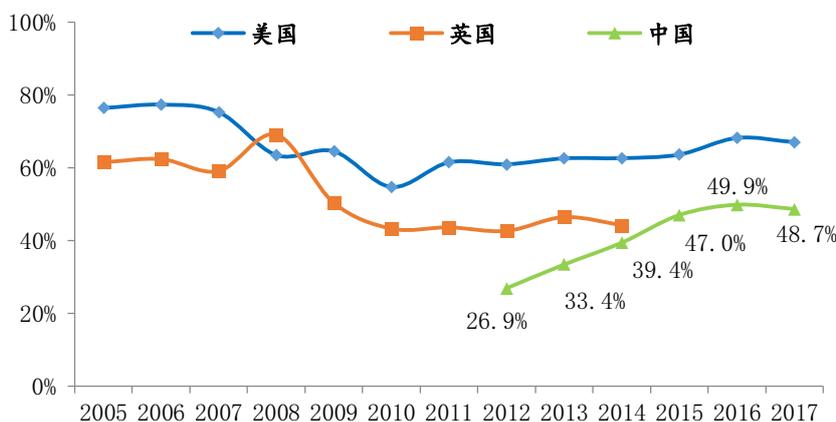
的均值,在样本国家中仅高于意大利;住房贷款余额/房地产市值为 15.2%,低于样本国家 18.8%的均值。

图表53: 2017年住房贷款余额/GDP



资料来源: OECD, Wind, 恒大研究院

图表54: 中美英三国住房抵押贷款发放额/住房成交金额



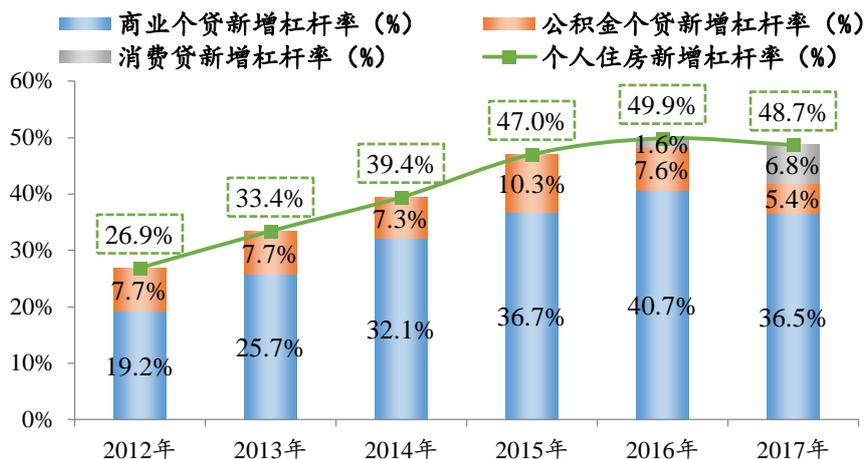
资料来源: Wind, NAR, MBA, CML, 英国统计局, 恒大研究院

根据贷款来源,我国居民住房杠杆分为三部分:商业个贷杠杆、公积金个贷杠杆和消费贷杠杆。其中,商业个贷杠杆占比最高,2017年存量占比 78.5%,是引起个人住房杠杆变化的核心因素;其次是公积金杠杆,在政府直接管理下保持平稳,2017年存量占比 16.3%;违规流入房地产市场的消费贷,从2016年3季度开始大规模出现,2017年存量杠杆占比 5.3%。

2013-2016年购房杠杆率大幅增长,主要是因为商贷杠杆率提升。其中新增杠杆率从 19.2%提升至 40.7%,存量杠杆率从 13.9%提升至 24.2%。公积金贷款保持稳定,新增杠杆率基本稳定在 7.6%左右,存量杠杆率仅小幅增长 2.4 个百分点。

2017年,由于限贷收紧,我国新增个人住房杠杆率见顶回落、存量杠杆率增速放缓。其中:新增商业个贷杠杆率 36.5%,2012年以来首次由升转降,回落 4.2 个百分点;新增公积金个贷杠杆率 5.4%,下降 2.2 个百分点,首次降至 7%以下;存量商业个贷和公积金个贷杠杆率分别上升 2.3、0 个点,比 2016 年少上升 3、0.7 个点。值得注意的是违规流入购房市场的消费贷,从 2016 年 930 热点城市严格限贷后规模快速增长,估计 2017 年规模高达 1.2 万亿,分别推升个人住房新增杠杆率和存量杠杆率 6.8 和 1.1 个点。

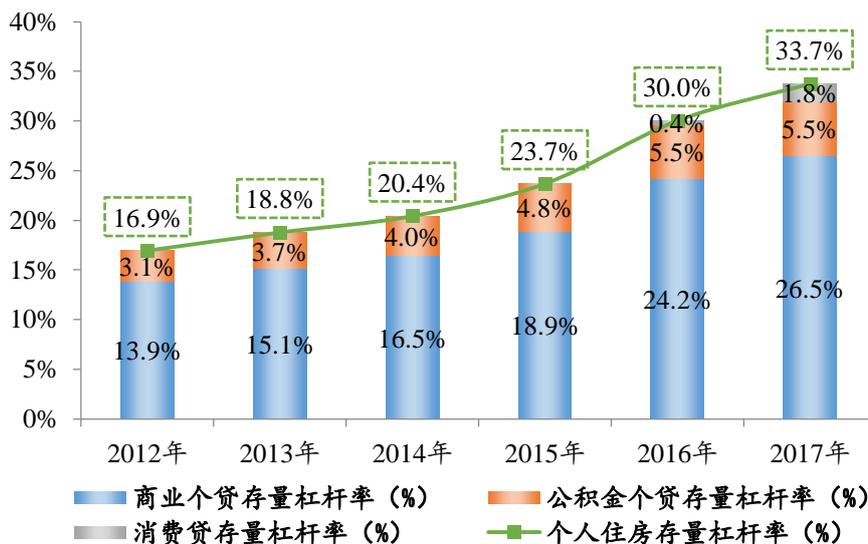
图表55：中国个人住房新增杠杆率拆分



资料来源：Wind，易居，链家，恒大研究院

注：新增个人住房杠杆率=（当年商业个贷发放额+当年公积金个贷发放额+当年流入住房市场消费贷金额）/（当年新房成交金额+当年二手房成交金额）

图表56：中国个人住房存量杠杆率拆分



资料来源：Wind，易居，链家，恒大研究院

注：个人住房存量杠杆率=（商业个贷余额+公积金个贷余额+流入住房市场消费贷余额）/GDP

4.1.2 房贷偿还能力：偿债压力增加，安全边际尚且充足

近年来，我国居民房贷偿还压力持续增加。2012-2017年，房贷收入比和房贷金融资产比分别从28.5%上升至54.1%，12%上升至21.9%。

目前，我国居民房贷偿还能力高于发达国家平均水平，安全边际尚且充足。2017年，我国房贷收入比为51.4%，低于样本国家68%均值，仅小幅高于日本和意大利；我国房贷金融资产比21.9%，大幅低于50.2%均值，低于所有样本国家。考虑到我国居民总资产中金融资产占比更低，居

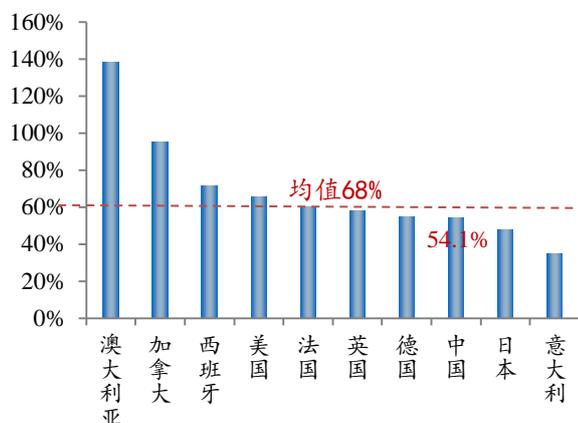
民资产对房贷的保障度更高:2014年我国居民金融资产占总资产比重41%,明显低于2017年美国71%、加拿大52%。

图表57:近年来中国居民房贷偿还压力持续增加

指标	住房贷款余额/居民可支配收入	住房贷款余额/居民金融资产	居民金融资产/居民总资产
2017	54.1%	21.9%	
2016	47.4%	18.5%	
2015	38.8%	14.7%	
2014	33.6%	12.7%	40.7%
2013	31.3%	13.0%	40.0%
2012	28.5%	12.0%	39.8%

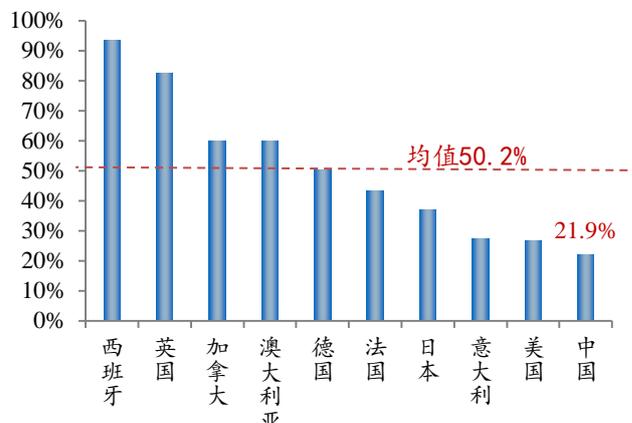
资料来源: Wind, 人民银行, 恒大研究院

图表58: 2017年住房贷款余额/居民可支配收入



资料来源: OECD, 国家统计局, 恒大研究院

图表59: 2017年住房贷款余额/居民金融资产

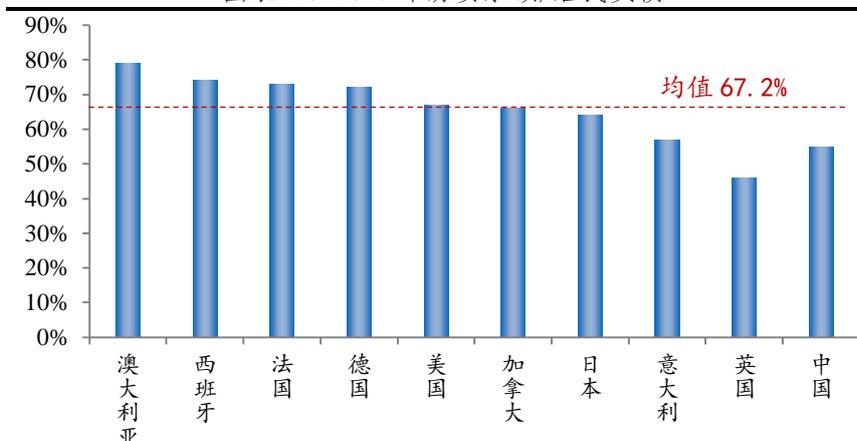


资料来源: OECD, 国家统计局, 恒大研究院

4.1.3 负债结构: 居民负债的房贷占比低于国际水平

用居民负债的房贷占比衡量居民负债结构,即居民住房贷款余额/居民负债余额,表示房贷对居民部门的负债贡献度。2017年我国居民负债的房贷占比为54.8%,低于OECD国家67.2%的均值。

图表60: 2017年房贷余额/居民负债



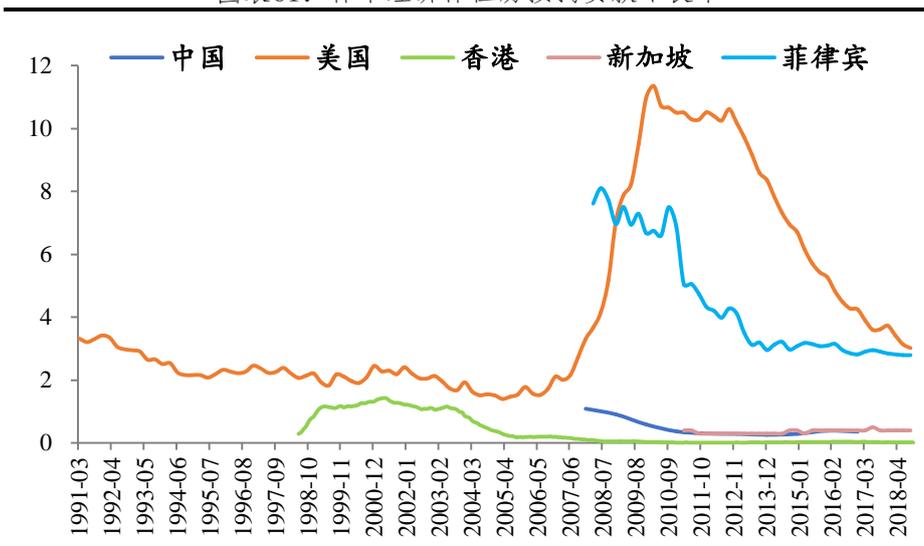
资料来源: OECD, wind, 恒大研究院

4.1.4 房贷质量：不良率显著低于国际水平

我国居民房贷资产质量良好，违约率低。2012年以来，我国商业个贷不良率一直维持在0.4%以内，公积金个贷不良率更是在0.02%以内。

对比国际，我国住房按揭贷款不良率和新加坡相当，低于美国。房贷不良率短期快速上升，是住房金融市场发生风险的重要特征：美国次贷危机发生期间，住房按揭贷款拖欠率从2007年初2%快速提升至2009年底11%。我国居民房贷不良率稳定在非常低的水平，表明当前住房金融市场稳定。

图表61：样本经济体住房按揭贷款不良率



资料来源：Wind, 恒大研究院

图表62：我国商业个贷和公积金个贷不良率情况

年份	按揭贷款不良率 (%)	公积金贷款不良率 (%)	按揭贷款余额 (万亿)	公积金贷款余额 (万亿)
2017	0.36%	0.02%	21.9	4.5
2016	0.39%	0.01%	18.0	4.1
2015	0.29%	0.01%	10.6	2.6
2014	0.26%	0.01%	9.0	2.2
2013	0.29%	0.01%	7.5	1.7

资料来源：Wind, 公积金年度报告, 恒大研究院

4.2 企业杠杆：加杠杆节奏放缓，不同规模房企分化明显

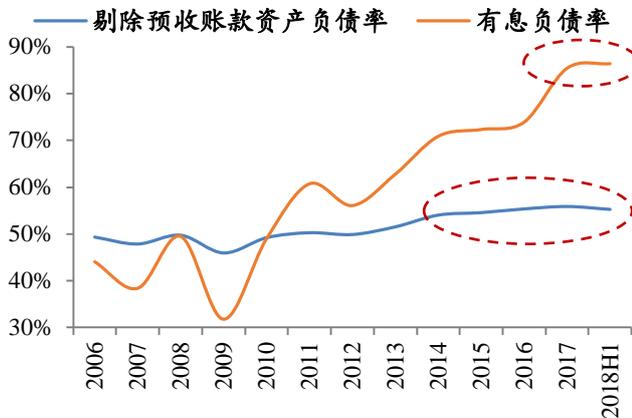
4.2.1 房企杠杆：加杠杆节奏放缓，债务结构趋于合理

2012年以来，我国房企杠杆水平大幅上升。2012-2018H1，房企真实负债率从49.9%提升至55.3%，并于2017年达到历史最高点55.9%；净负债率从56.1%大幅提升至86.4%。

2018年起，加杠杆节奏明显放缓。真实负债率出现2013年以来首次下降，2018H1为55.3%，较去年底小幅回落0.6个百分点；净负债率增幅明显收窄，仅较2017年上涨1个百分点。

债务结构趋于合理，短期债务占比明显下降。2018H1，短长期有息债务比为 45.1%，较 2017 年明显下降 2.5 个百分点。考虑到房地产重资产运营及结算周期长的行业特性，短期债务占比的下降有利于缓解房企偿债压力、降低财务风险。

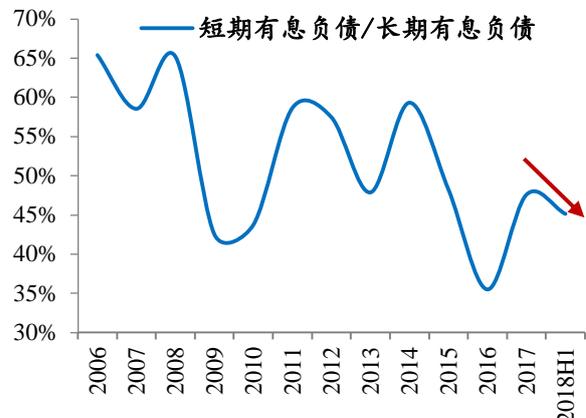
图表63：房企从“加杠杆”步入“稳杠杆”时代



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：统计口径为 A+H 股全部上市房企中剔除数据缺损后的 196 家房企，A 股（121 家），港股（75 家）

图表64：房企近年来债务结构趋于合理



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：统计口径为 A+H 股全部上市房企中剔除数据缺损后的 196 家房企，A 股（121 家），港股（75 家）

4.2.2 分梯队看：龙头房企去杠杆降风险，大中型房企加杠杆冲规模，小房企高杠杆高风险

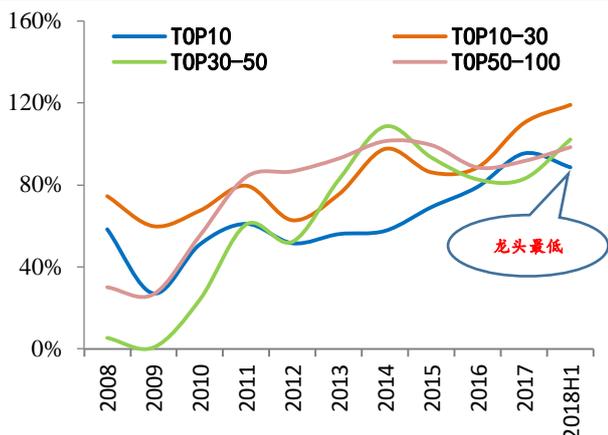
不同规模房企分化明显，我们按照销售排名将 TOP100 房企划分为四类：龙头房企（TOP10），大型房企（TOP11-30），中型房企（TOP31-50），小型房企（TOP51-100），剔除其中未上市的房企后分别计算发现：

龙头房企杠杆水平最低、短期偿债能力最好且债务结构合理，发生风险可能性最小。从净负债率看，2018H1 龙头房企为 88.6%，较 2017 年大幅下降 6.8 个百分点，杠杆水平明显低于其他三类房企；从现金短债比看，2018H1 龙头房企增至 1.33，在四类房企中处于最高水平，短期偿债能力最好；从债务结构看，2018H1 龙头房企短期有息负债/长期有息负债较 17 年大幅下降 6.9 个百分点至 43.8%，债务结构更加合理。预计随着行业集中度继续提升，龙头房企将更依赖销售回款等内源融资实现扩张，杠杆水平有望继续下降，财务较为稳健。

小房企杠杆水平最高、短期偿债压力最大且高度依赖短期债务，财务稳健性最弱。2018H1，小房企剔除预收账款后的真实负债率为 67.7%，远高于其他三类房企，长期偿债压力最大，而以现金短债比衡量的短期偿债能力也明显处于弱势地位，仅为 0.94。在债务结构上，小房企对短期债务依赖度最高，短期有息负债/长期有息负债为 53.6%，主要在于长期资金更青睐抵押物充足、销售回款多的龙头房企，小房企只能通过短期借贷缓解资金压力，随着市场持续降温，若融资环境持续收紧，小房企资金量断裂风险较大。

大中型房企继续加杠杆扩张，短期偿债能力下降，财务风险增加。在龙头房企积极降杠杆的同时，大中型房企仍未停止加杠杆的脚步，2018H1 净负债率分别为 119.1%和 102.2%，较 17 年底增加 8.9 和 19.2 个百分点；短期偿债能力也有明显下降，现金短债比从 1.09 和 1.57 分别降至 1.04 和 1.18，长短期偿债能力均有下滑趋势。这说明大中型房企在积极追赶的同时，财务风险也在累积。

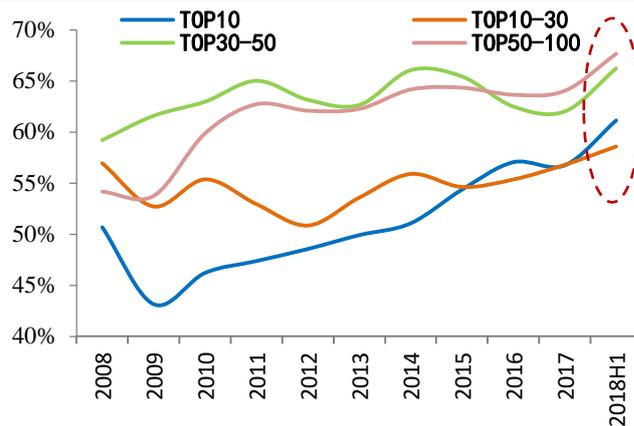
图表65：2008-2018H1 净负债率对比



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：剔除未上市公司，TOP10 房企 10 家，TOP10-30 房企 17 家，TOP30-50 房企 12 家，TOP50-100 房企 18 家。

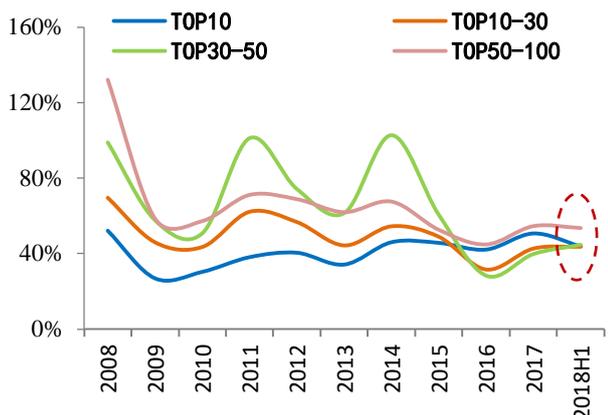
图表66：2008-2018H1 剔除预收账款负债率对比



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：剔除未上市公司，TOP10 房企 10 家，TOP10-30 房企 17 家，TOP30-50 房企 12 家，TOP50-100 房企 18 家。

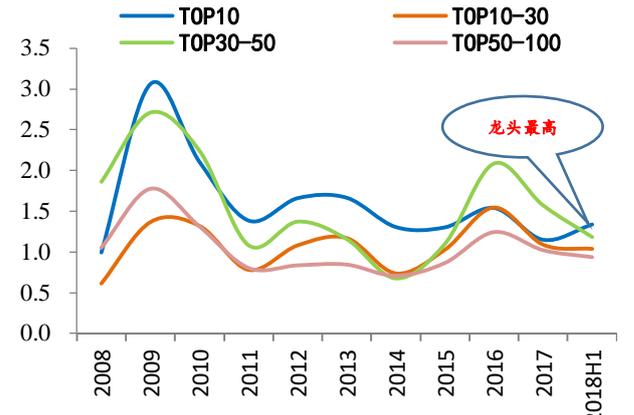
图表67：2008-2018H1 长短期债务比对比



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：剔除未上市公司，TOP10 房企 10 家，TOP10-30 房企 17 家，TOP30-50 房企 12 家，TOP50-100 房企 18 家。

图表68：2008-2018H1 现金短债比对比



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：剔除未上市公司，TOP10 房企 10 家，TOP10-30 房企 17 家，TOP30-50 房企 12 家，TOP50-100 房企 18 家；现金短债比=现金及现金等价物/短期有息负债。

4.2.3 偿债能力：整体小幅提升，财务风险可控

2015 年以来，房企短期偿债能力明显增强。速动比率和现金短债比分别从 2014 年的 46.5%和 81.6%提升至 2018 上半年的 57.6%和 112.3%，均在 2016 年达到历史峰值后小幅回落，但整体较 2014 年有明显提升。尤其是现金短债比，在 2015 年后一直大于 1，说明房企整体上账面资金较为充足，能够覆盖短期有息负债，资金链断裂风险较小。

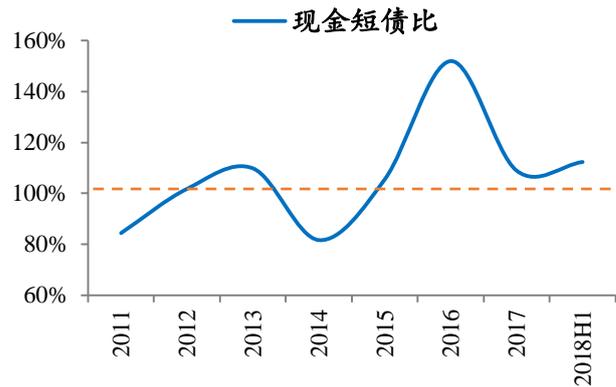
图表69：房企速动比率较 2014 年明显提升



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：统计口径为 A+H 股全部上市房企中剔除数据缺损后的 196 家房企，A 股（121 家），港股（75 家）

图表70：房企现金短债比从 2015 起一直大于 1



资料来源：公司公告，恒大研究院

注释：统计口径为 A+H 股全部上市房企中剔除数据缺损后的 196 家房企，A 股（121 家），港股（75 家）

5 总结与启示

调控成果来之不易，当前房地产市场已回归平稳运行轨道上。

但若将观察周期拉长，2014 年 930 以来的本轮房价上涨幅度大，积累了一定风险，“稳地价、稳房价、稳预期”仍须放在突出位置。2014-2018 年，本轮房价上涨幅度居世界第六；房价收入比上升，偏离了 2009-2014 连续 5 年的下行趋势；居民杠杆率提升速度历史最高，超过 2000-2003、2008-2010 两轮加速加杠杆期；部分小房企高度依赖短期债务，面临一定的流动性压力。

部分城市房价上涨累积风险未完全消化。2014 年以来，房地产市场开始呈现“总量放缓，区域分化”的新阶段特征，不同城市风险水平差异明显。例如全国房价收入比虽处安全区间，但 96 个样本城市中，有 10 个城市房价收入比处于历史中值之上、16 个城市房价收入比超过同能级均值 20%。在风险积累基础上，如果房价再度反弹，会有演变成泡沫的可能。因此，因城施策，由地方政府根据自身情况调节，中央加强考核，是短期防风险的重要手段。

房地产市场面临增速换挡，由高速转向中高速增长，阶段切换后更需防范房地产风险。1998 年起，中国房地产进入“大建设”阶段，城镇化大幅推进、经济高速增长，住宅新开工年复合增速 16.8%。2013 年，城镇住宅新开工峰值出现；2017 年，城镇住宅套户比达到 1.07，北京、深圳等 5 个城市二手房成交套数稳定超过新房，进入存量房市场。各项指标均显示，我国房地产市场已基本告别短缺，将逐步切换至中高速、高质量发展阶段。国际经验表明，阶段切换后，住房市场风险滋生的概率将大幅提高。房地产政策应适应新发展阶段特征，避免寄希望于刺激房地产重回高增长轨道，注重提高住房质量、改善人居环境、提高住房成套率、保持住房金融制度长期稳定。

要防止政策风格切换引发风险。宏观政策的实施有明显时滞，从发现问题到研究对策、确定政策、具体实施，最后到政策产生效果，都需要时间，而在这段时间里，形势已发生变化，政策往往产生相反的效果。房地产政策尤其如此。

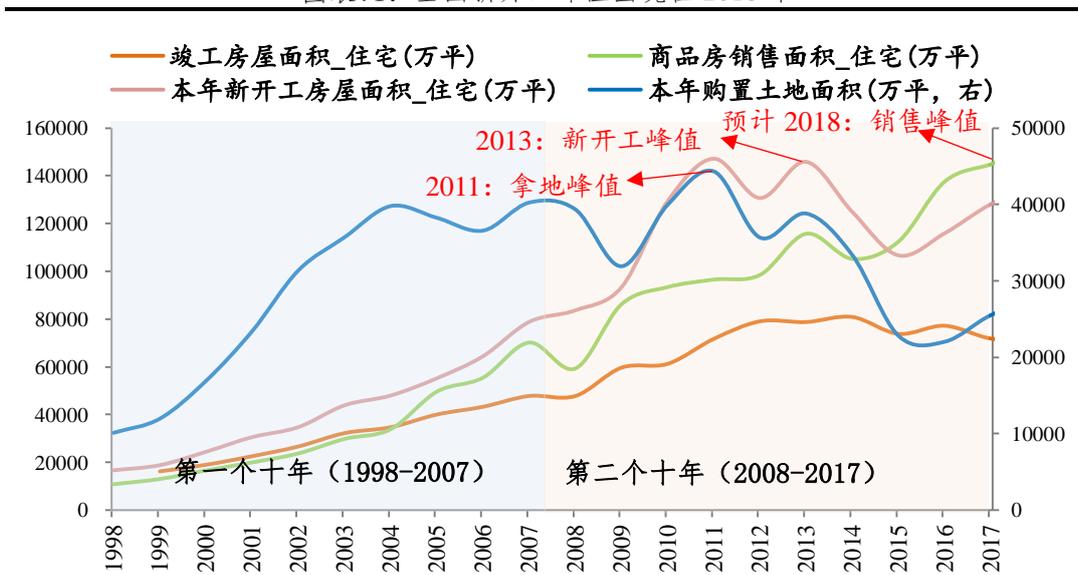
当房地产市场高歌猛进之时，紧急踩刹车并不会立刻带来市场降温，“越调越涨”，严厉的政策在短期甚至能刺激购房欲望。随着调控政策的

轮番出台，房地产市场逐渐降温，从“价涨量跌”，到“价平量稳”，如果政策持续加码，会进一步过度到“量价齐跌”，因此，房地产政策的节奏和力度尤为重要。

要防止政策信号加速市场下行。房地产市场下行，意味着抵押物价格下跌。由于中国直接融资体系不发达，信用创造严重依赖房地产（没有可信任的信用评级体系、只能用房子作为抵押物），房价一旦进入下跌通道，经济将进入“债务-通缩”循环。

城镇化是吸纳房地产风险的最优途径。中国人口有四种迁移方向：从农村到县城、从县城到中小城市、从中小城市到省会城市、从大都市圈到大城市，四个流动方向，以及城镇化带来的住房消费升级，不断创造需求。应顺应人口流动趋势，调整区域及城市发展规划、产业布局、土地供应等推进人地挂钩、供地与库存挂钩，减少空置风险。

图表71：全国新开工峰值出现在 2013 年



资料来源：Wind, 恒大研究院

图表72：主要城市二手房成交套数占比：5 个城市进入存量房市场



资料来源：中指院, Wind, 恒大研究院

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com

%