

证券研究报告 — 深度报告（事件点评）

房地产开发

2019 年房地产投资趋势分析

2019 年 4 月 30 日

评级：中性

市场表现：（前复权 01/31）



行业关键数据：（2019Q1）

	2017	2018	19Q1
房地产投资增速	7.00%	9.50%	11.80%
土地购置费增速	23.4%	57.00%	32.65%
建安投资额增速	3.37%	-3.18%	5.04%
商品房销售额增速	13.70%	12.20%	5.60%
新开工面积增速	7.00%	17.20%	11.9%

撰写团队：

证券分析师：者倩

电话：0871-63577102

E-mail: zheqian@hongtastock.com

从业资格证书编号：S1200514080001

研究助理：念凌云

E-mail: nianly@hongtastock.com

从业资格证书编号：S1200118090001

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告起因：

2018 年传统分析框架与实际出现更多的偏离情况，主要是房地产新开工面积增速与房地产建安投资增速出现背离，在 2018 年 1 月-12 月当中，房地产建安投资同比增速下滑至负增长，而同期新开工面积同比增速加快，这与传统分析框架的情况相悖，通常情况下，新开工必然伴随建筑安装工程投资的开始，但 2018 年全年的情况是新开工后建安投资并未跟进。那么 2019 年房地产开发投资将以何种方式变化就值得关注。

投资亮点：

1、2019 年由于棚改大幅下滑、销售增长不乐观等多重因素叠加，预计今年土地投资同比略有减少，建安投资由于交房压力、新开工面积增长等因素预计同比略有增加。由于土地投资不计入 GDP 核算，因此房地产开发投资中土地投资对于宏观经济影响并不大，预计 2019 年土地投资下滑主要影响财政收入，特别是地方政府的财政收入，可以通过地方专项债来看地方的财力紧张状况，另外未来由此导致的区域分化将进一步严峻。

2、由于交房压力、土地投资收缩使房企资金相对宽裕等多重因素的叠加，预计 2019 年建安投资将扭转 2018 年的负增长态势，预计 2019 年小幅增长，对上游行业影响较为利好，有利于拉动工业品需求，对 GDP 的拉动作用也将明显改善。总体上看今年房地产投资趋势有利于宏观经济向好。

风险提示：

- 1、房地产市场持续收缩，销售情况同比下滑；
- 2、土地供给方式改变可能导致部分地区经济失速；
- 3、美国经济向好，美联储提高美元利率可能导致全球资本回流；
- 4、房产税开征的时间和方式，以及对市场的影响存在不确定性。

## 目录

一、分析框架 .....	3
(一) 近年房地产投资基本情况 .....	3
(二) 传统分析框架 .....	6
(三) 本文分析框架 .....	12
二、土地投资趋势预判 .....	13
(一) 预计棚改推进速度显著下滑 .....	13
(二) 销售金额预计小幅下滑 .....	14
(三) 房地产开发企业土地获取意愿下降 .....	17
三、建安投资趋势预判 .....	19
(一) 房屋新开工面积小幅上升 .....	19
(二) 商品房去库存基本结束 .....	20
(三) 交房高峰期来临 .....	21
(四) 前序年份新开工叠加影响 .....	22
四、政策面影响 .....	23
(一) 强调因城施策 .....	23
(二) 户籍政策进一步放松 .....	25
(三) 棚改货币化告一段落 .....	26
(四) 政策总结 .....	26
五、综合预测 .....	27
(一) 中性预测 .....	27
(二) 乐观预测 .....	27
(三) 悲观预测 .....	28
六、2019 年房地产投资下行的经济含义 .....	30
(一) 土地投资收缩对财政收入的影响 .....	30
(二) 建安投资增长对上游行业影响 .....	31
(三) 建安投资对 GDP 增长贡献的影响 .....	33
(四) 总结 .....	33
七、风险揭示 .....	34
(一) 房地产市场持续收缩 .....	34
(二) 部分区域经济失速 .....	34
(三) 外部环境不利 .....	34
(四) 房产税开征预期 .....	35

## 图表目录

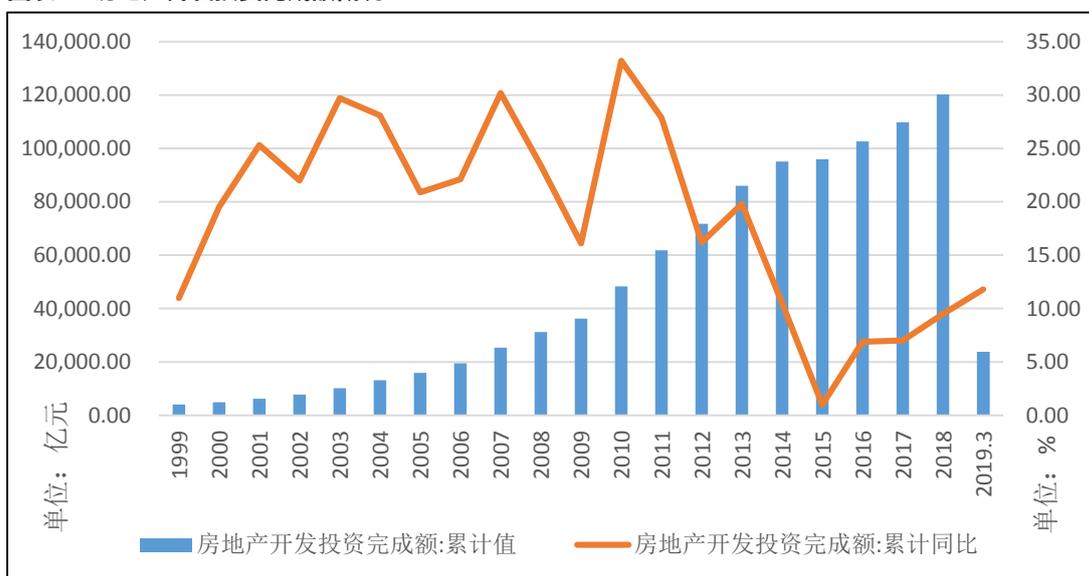
图表 1 房地产开发投资完成额概况.....	3
图表 2 房地产开发投资业态比例 .....	4
图表 3 房地产开发投资项目比例 .....	4
图表 4 房地产开发投资项目资金来源分布.....	5
图表 5 传统分析框架 .....	6
图表 6 房屋新开工与建安投资关系.....	7
图表 7 棚改货币化中的资金流向 .....	8
图表 8 棚改货币化基本情况 .....	8
图表 9 商品房库存情况 .....	9
图表 10 成交土地溢价率 .....	10
图表 11 社会融资规模存量 .....	11
图表 12 A 股房地产板块资产负债率.....	11
图表 13 销售与土地投资同比增长情况.....	12
图表 14 本文分析框架 .....	13
图表 15 棚改实际执行预测数量.....	14
图表 16 商品房销售额及增速.....	15
图表 17 个人住房按揭贷款与销售面积相关关系.....	15
图表 18 商品房销售额及增速.....	16
图表 19 住房贷款与储蓄情况.....	16
图表 20 土地储备情况 .....	17
图表 21 土地购置面积增长情况.....	18
图表 22 二手房供给水平 .....	18
图表 23 房屋新开工情况 .....	19
图表 24 商品房销售期现比 .....	20
图表 25 商品房去化周期 .....	21
图表 26 期房销售与建安投资缺口.....	22
图表 27 建安投资增长情况 .....	23
图表 28 自然资源部供地“五类”调控.....	24
图表 29 近 10 年住宅单位建安成本.....	24
图表 30 2019 年户籍政策放松对比.....	25
图表 31 2019 年房地产投资增速中性预测 .....	27
图表 32 2019 年房地产投资增速乐观预测 .....	28
图表 33 2019 年房地产投资增速悲观预测 .....	28
图表 34 2019 年房地产开发投资完成额预测结果 .....	29
图表 35 2019 年建安投资预测结果 .....	29
图表 36 土地使用权出让金占地方财政收入比重.....	31
图表 37 建安投资与建材产量关系.....	32
图表 38 建安投资与 PPI 对比.....	32
图表 39 建安投资对 GDP 的拉动作用.....	33

## 一、分析框架

### (一) 近年房地产投资基本情况

通常所说的地产投资，是指房地产开发投资完成额。这说明投资金额是按照开发完成的进度计入这一口径的，而非拨款的时点。因此一个房地产项目的投资是按照建设推进的百分比，计入对应比例的总投资款，与其他固定资产投资一样，地产投资是名义值。从投资项目的不同，地产投资可分为建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资、其他费用投资，其他费用主要是土地购置费和相关中间费用。

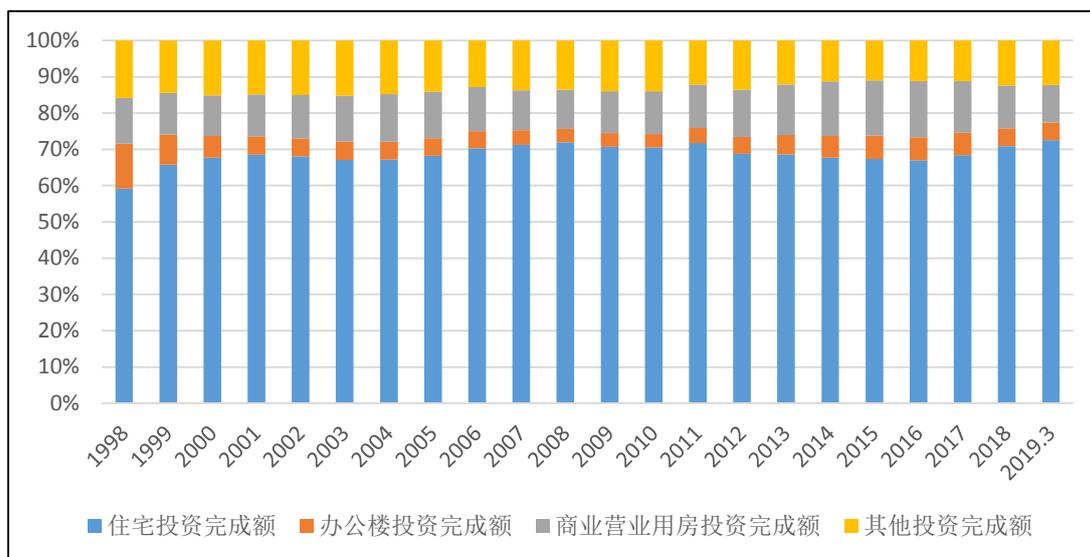
**图表 1 房地产开发投资完成额概况**



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

从我国房地产投资完成额常年处于正增长状态，投资额持续增高，2018 年房地产投资完成额达到 12.03 万亿元，同比增速为 9.50%，高于 GDP 的增速，增速与房地产市场趋势基本一致，但在 2013 年以前由于基数较小，且产销基本平衡，增速维持较高水平，2013 年以后由于商品房库存压力较大，加上房地产投资完成额总体基数增大，房地产投资完成额同比增速降至低位区间，与我国 GDP 增速趋势也大致保持一致。由于房地产投资额体量巨大，因此对宏观经济影响十分明显。

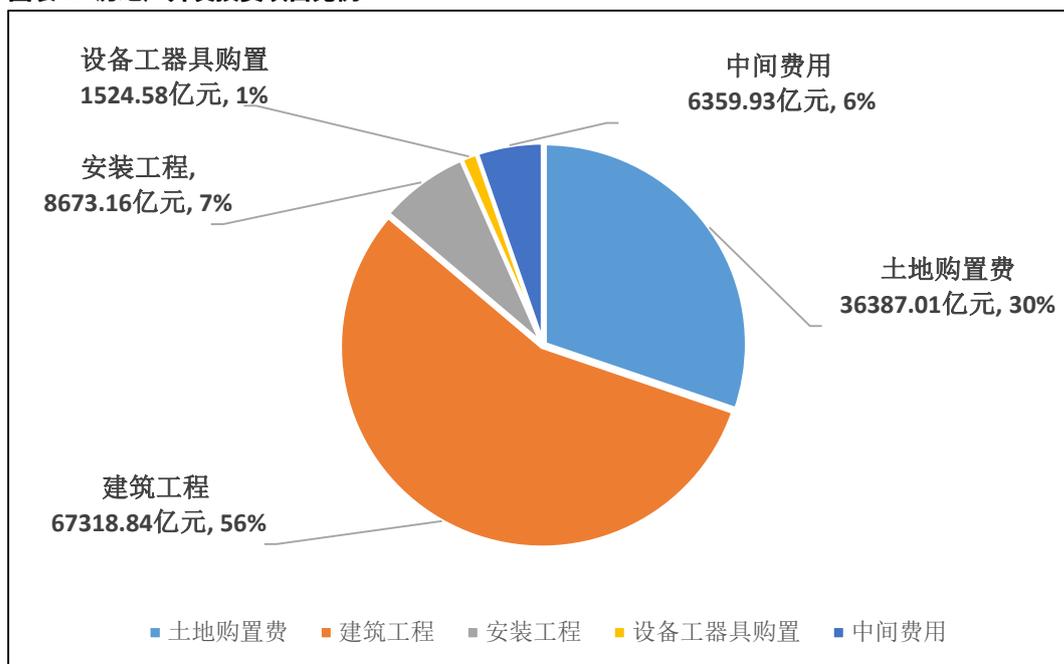
图表 2 房地产开发投资业态比例



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

从房地产投资业态分布来看，住宅物业的投资占较高份额，2001 年之后常年稳定在 70%左右，其次是商业营业用房投资，占比约为 15%左右，其他投资主要是工业用地的产业研发用房、附属配套设施等，其他投资与办公楼投资合计占比约 15%。这一数据说明我国房地产投资以住宅为主，目前市场较为成熟，住宅、办公楼、商业营业用房和其他物业的投资比重大致保持稳定。

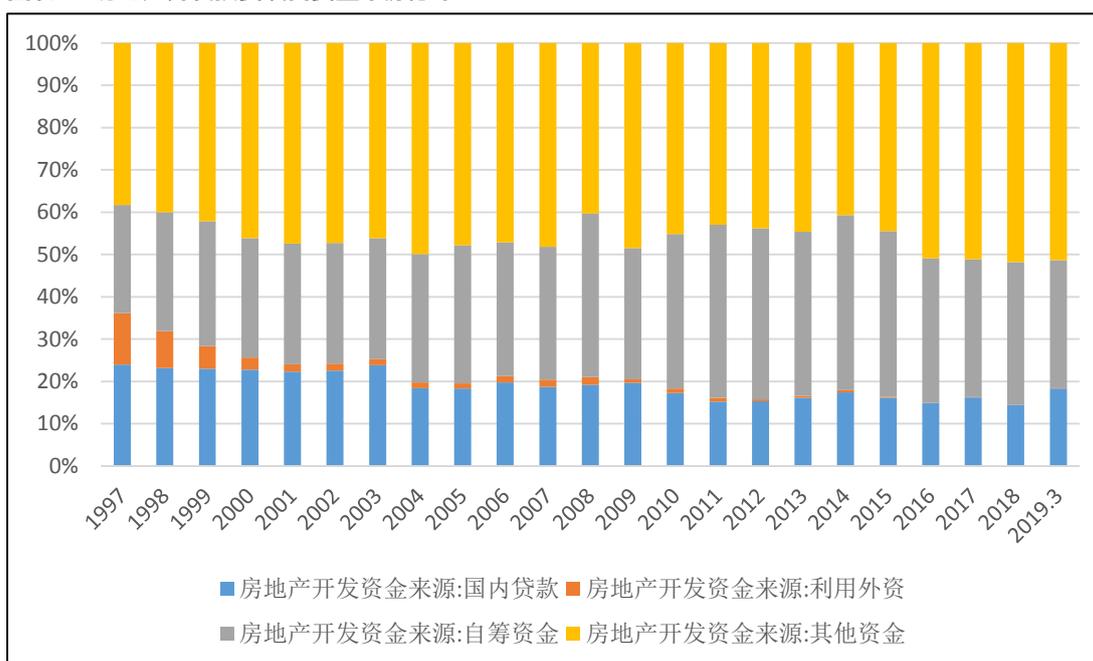
图表 3 房地产开发投资项目比例



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

从投资项目上来看，房地产开发投资主要是三大部分构成，第一部分是土地购置费，也就是通常所说的土地投资部分，该部分由房地产开发商土地获取环节的投资形成，由开发商主观决定，根据 2018 年数据，当年土地购置费 3.64 万亿元，占全部房地产投资完成额的 30%；第二部分是建安投资，主要有三个项目构成，一是建筑工程投资，主要是房屋主体结构等结构施工形成的工程实体，二是安装工程投资，通常包括电气、通风、给排水以及设备安装，不包括房屋内部的装潢施工，三是设备工具购置投资，是用于购置或自制达到固定资产标准的设备、工具、器具的投资，三者合称建安投资，是实实在在拉动上游钢铁、水泥、玻璃等建材行业的投资，一般滞后于土地投资，2018 年我国建安投资 7.75 万亿元，占房地产投资完成额的 64%；第三部分是中间费用，包括房地产开发企业应计入固定资产的人工费用和财务费用，2018 年中间费用为 0.64 万亿元，占房地产投资完成额的比重为 6%。

图表 4 房地产开发投资项目资金来源分布



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

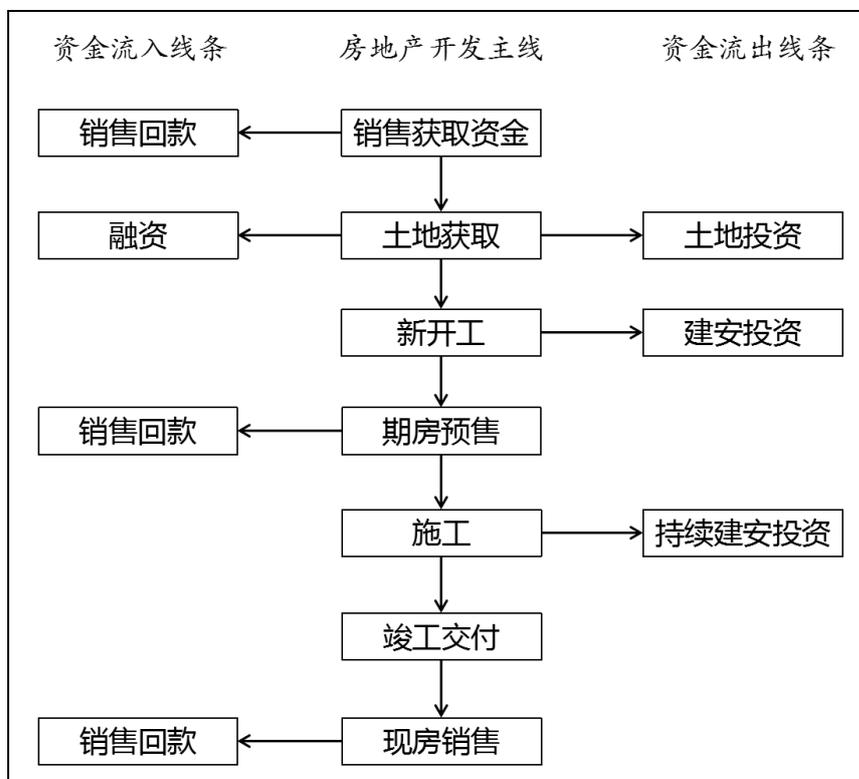
从资金来源上看，房地产开发投资的资金来源主要由四部分构成，最大的部分为其他资金，这一部分近年占房地产开发资金来源的比重超过 50%，主要是由商品房预售形成的预收账款；其次为自筹资金，这一部分主要是房地产开发企业自有资本、股权融资、发行债券等形成，近年这一部分占房地产开发资金来源的

比重在 30%左右；第三部分为国内贷款，主要是以银行为主的金融机构发放的房地产开发贷款，占比在 15%--18%直接；最小的一部分为利用外资，这一部分在我国房地产市场发育初期有一定占比，特别是在 90 年代初期以港资为主，但随着我国房地产市场的发育成熟，目前外资部分在我国房地产开发投资中基本可以忽略不计。

## （二）传统分析框架

在传统的房地产投资分析框架中，房地产开发企业投资的现金流为：先进行销售获得项目回款，用回款获得的资金去获取新的项目，拿地后开工，不断投入建安成本，达到预收条件进行预收，完成一次资金运营。销售是决定土地投资的核心因素，销售情况的好坏，一方面决定房地产开发企业对未来市场的预判，另一方面限制房地产开发企业投资新项目的资金。而土地投资决定新开工面积，从而决定建安成本，三者至存在时间差，总体趋势基本一致。

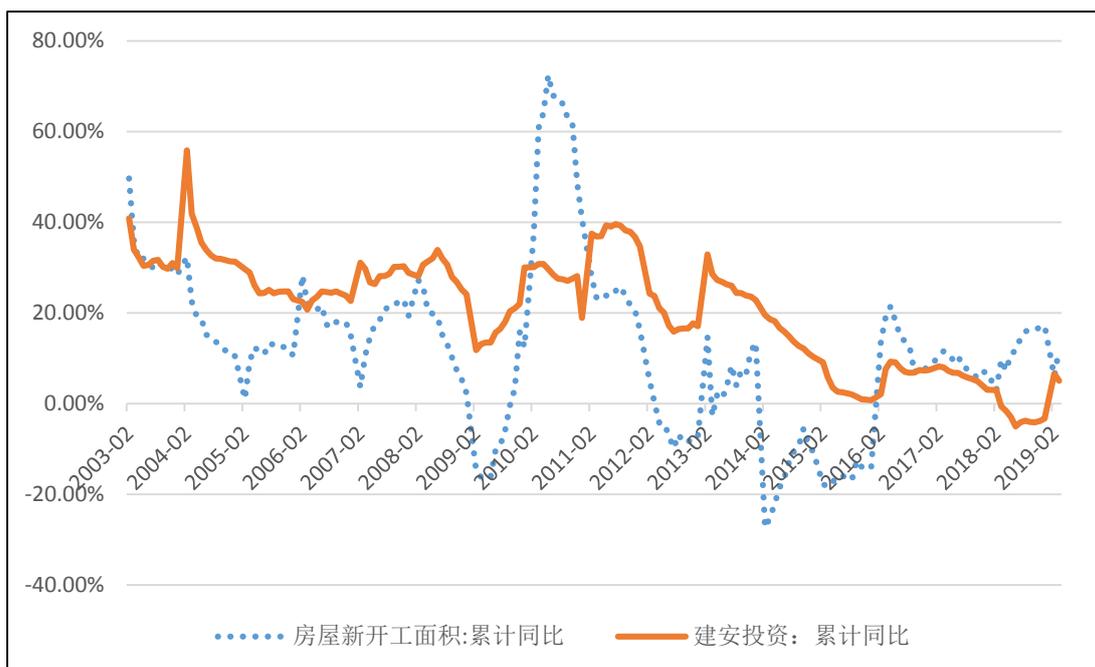
图表 5 传统分析框架



数据来源：红塔证券

但是在过去的一年中，传统分析框架与实际情况出现更多的偏离情况，主要是房地产新开工面积增速与房地产建安投资增速出现背离，在 2018 年 1 月-12 月当中，房地产建安投资同比增速下滑至负增长，而同期新开工面积同比增速加快，这与传统分析框架的情况相悖，通常情况下，新开工必然伴随建筑安装工程投资的开始，但 2018 年全年的情况是新开工后建安投资并未跟进。

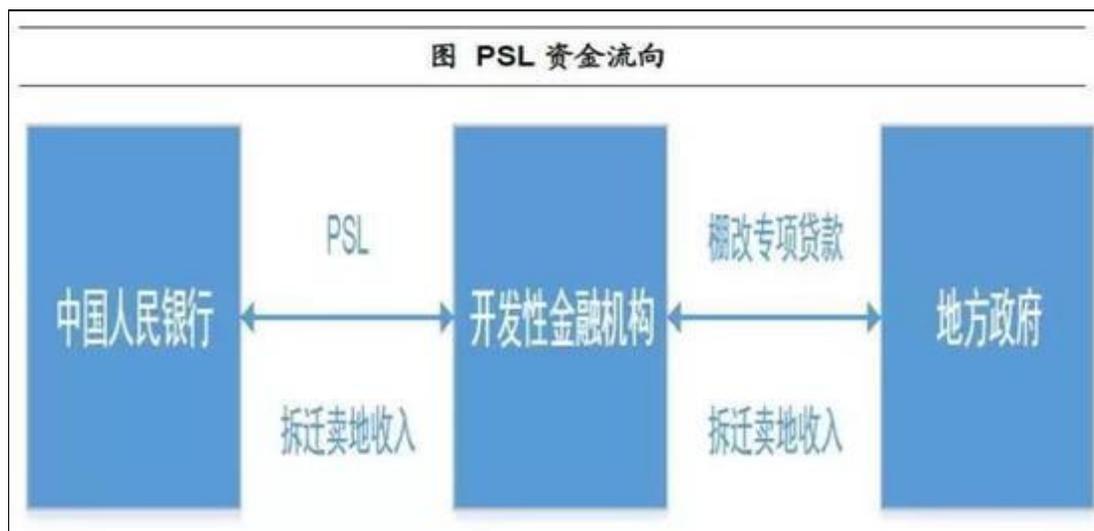
**图表 6 房屋新开工与建安投资关系**



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

究其原因，本文认为主要是四个方面，一是受到 2016 年年初以来的商品房去库存影响，从图表 4 可以看出，2010 年至 2016 年间，房地产建安投资增速一直高于新开工面积增速，房地产开发企业在这一区间积累了大量的库存商品房，而随后进入去库存阶段。

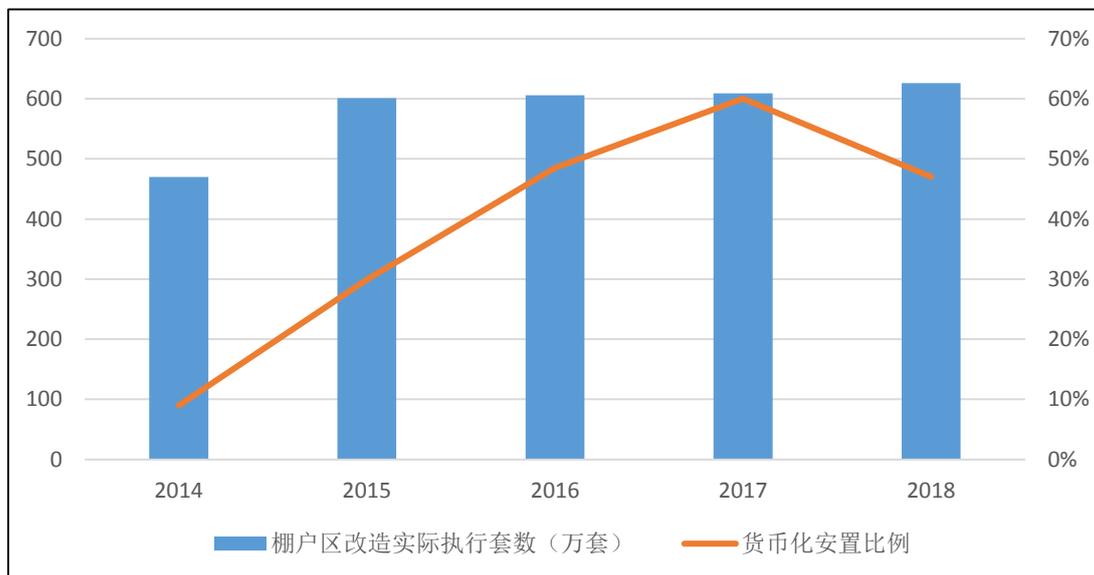
图表 7 棚改货币化中的资金流向



数据来源：红塔证券

2016 年初以棚改货币化为主要推进方式开始商品房去库存进程，央行通过货币工具 PSL 向政策性银行注入资金，政策性银行向地方政府注入棚改专项资金，地方政府完成棚户区改造后，拆迁买地取得收入，归还政策性银行贷款，在本轮棚改货币化中，主要是国家开发银行执行开发性金融机构这一职能。

图表 8 棚改货币化基本情况



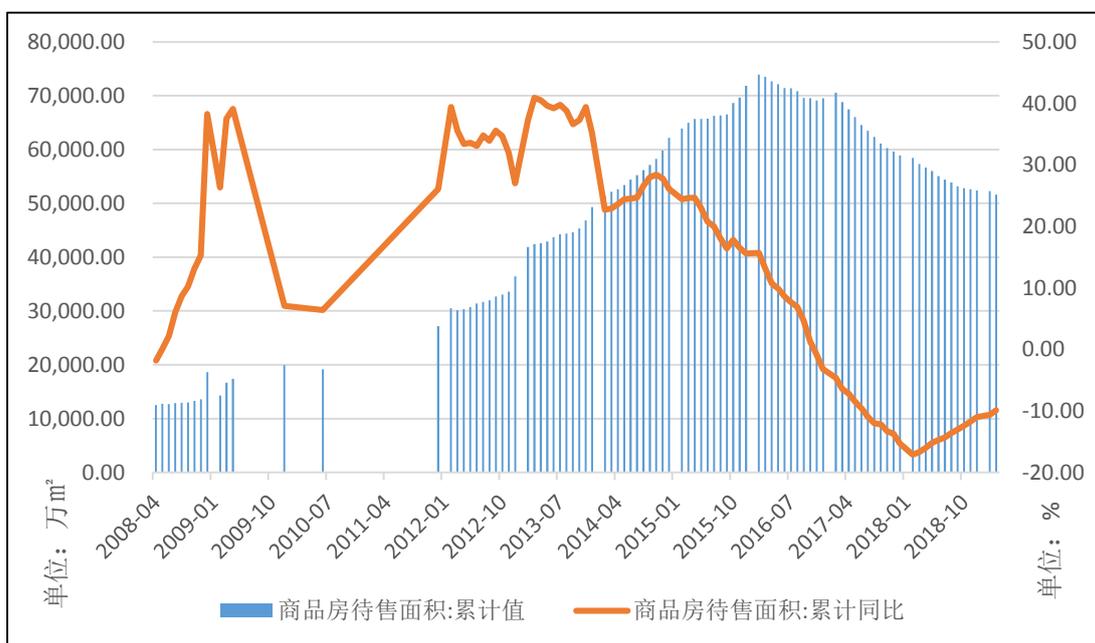
数据来源：财政部、红塔证券

棚改货币化实质上相当于央行通过国开行和地方政府针对房地产市场的一轮货币宽松政策，在棚改货币化之前，大部分被拆迁方选择实物安置，实质上是以物易物，新建商品住宅没有进入市场流通，被拆迁方也没有向市场购买住房，

一方面导致市场冷清，开发企业库存高企，另一方面由于货币性安置需要大量前期资本投入，无论是开发企业还是地方政府都不愿意先期投入。

在棚改货币化阶段中，从被拆迁方拿到货币性补偿到新房建成期间约有 2—3 年时间，被拆迁房通常拿到货币补偿后随即进入新房市场购买新房，这一时间错配导致在首批棚改开始时，需求急速增长，对应的供给滞后 2—3 年，形成供需结构错配，短时间内新房供不应求，住宅市场转暖，引起其余刚需和观望资金顺势加入买房队伍，从而带来销售投资双增长，库存降低、销售向好的情况下，新开工面积增速保持高位增长。

图表 9 商品房库存情况



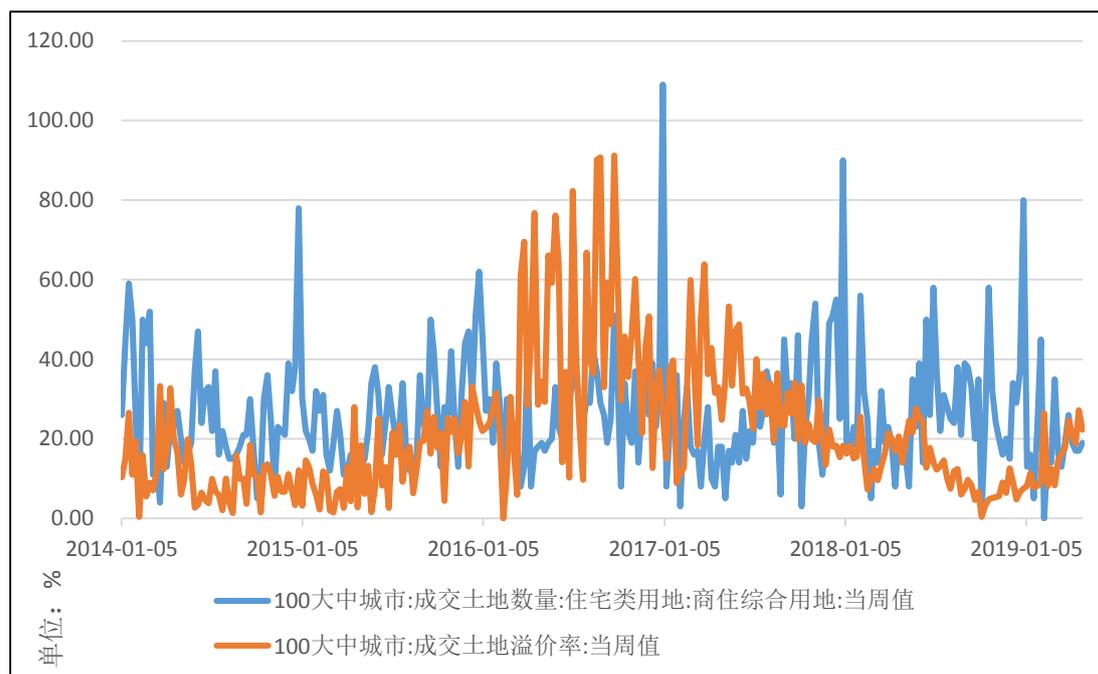
数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

第二个原因是房地产开发企业加速拿地，提高土地溢价，导致土地购置费加速上行。土地供应到对房价的影响中间还有一个重要的传导环节，房地产开发企业的土地获取意愿，决定最终土地价格的高低，从而影响房价和地价。在 2012 年—2015 年间，土地供应充沛，市场低迷，开发企业拿地意愿不强，土地溢价率在 25% 以下波动，到了 2016 年，由于棚改货币化引发的销售向好，房地产开发企业拿地意愿开始出现转变，市场逐渐恢复，库存逐步下滑，开发企业拿地意愿高涨，开发建设用地溢价率在峰值时突破 80%。

土地购置费加速上行，由于土地投资属于房地产开发环节中的早期投资，对

房地产开发企业构成较大的资金压力，在市场火爆的区域，房地产开发企业对土地的竞争异常激烈，由于面临这样的资金压力，大量房地产开发企业选择在预售开始后减缓建安成本的投入，将资金集中用于土地获取方面。因此在这一阶段，房地产开发企业的资源和速度主要集中于土地获取到预售这一区间，预售至竣工这一区间投入减少，导致建安投入减少。

**图表 10 成交土地溢价率**

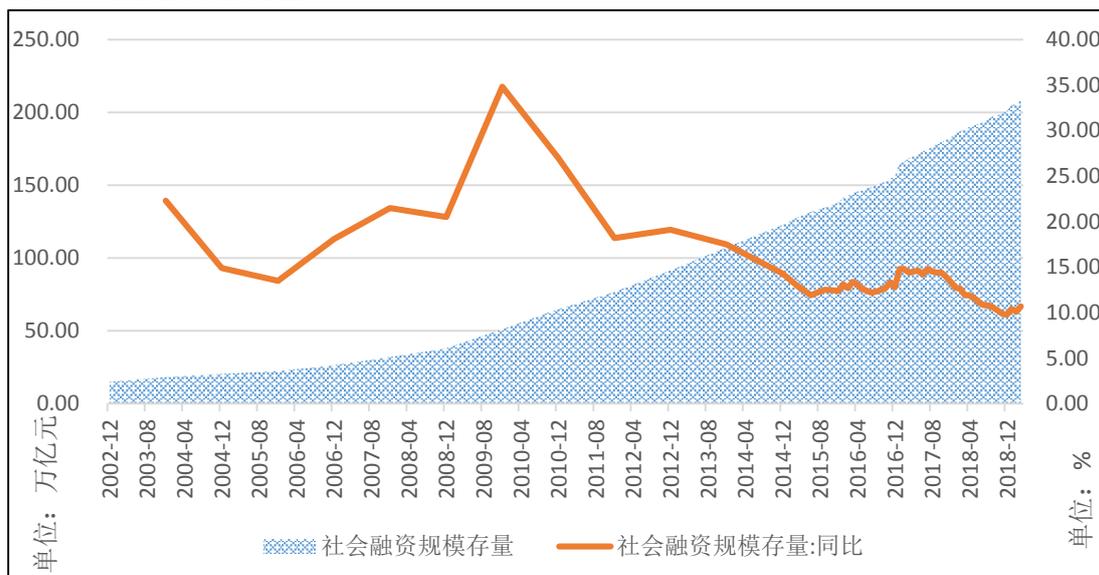


数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

第三个原因是随着房地产行业信用收紧，进一步压缩房地产开发企业资金。2017年及2018年上半年房地产开发企业拿地积极性提高，拿地增多，2018年需要集中缴纳大量拿地价款。

由于需要缴纳大量的拿地价款，房地产开发企业面临资金紧张问题。此外，整体社融增速下降，信用收紧导致房地产开发企业资金来源不能像信用扩张期间那么宽松，房地产开发企业资金压力进一步加大。

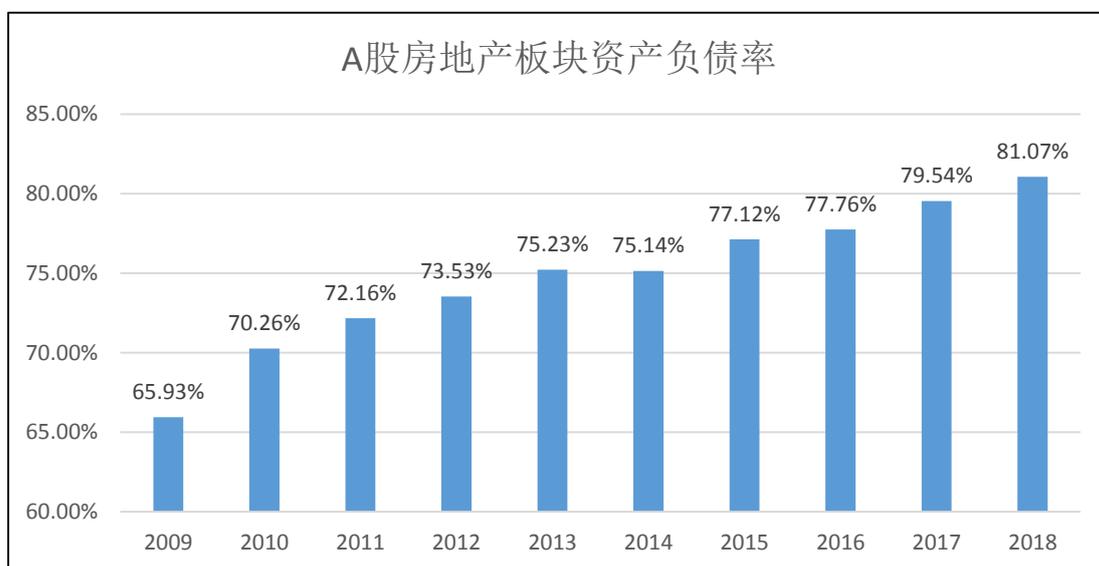
图表 11 社会融资规模存量



数据来源：中国人民银行、wind、红塔证券

在资金压力增大的背景下，房地产开发企业的资产负债率也达到空前的高度，A股上市的126家房地产开发企业中，资产负债率达到81.7%，为历史最高值，由此可见房地产开发企业的资金压力。

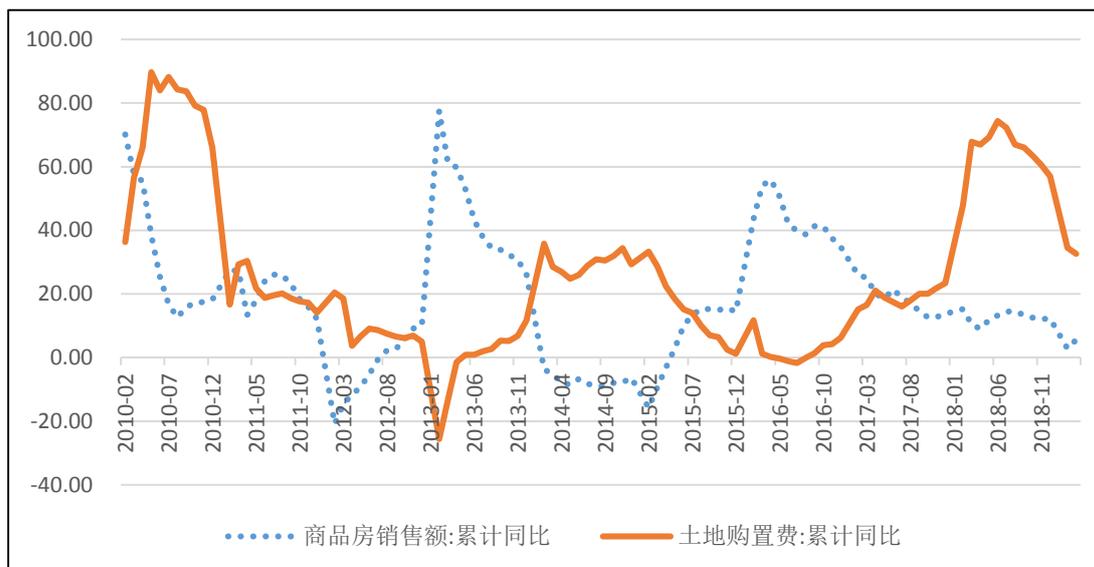
图表 12 A股房地产板块资产负债率



数据来源：wind、红塔证券

在支出增加融资困难的情况下，房地产开发企业通过增加期房，特别是住宅期房销售力度以解决资金难题，叠加商品库存不算高，新开工增速回升，新开工累计同比与建安投资累计同比背离。

图表 13 销售与土地投资同比增长情况



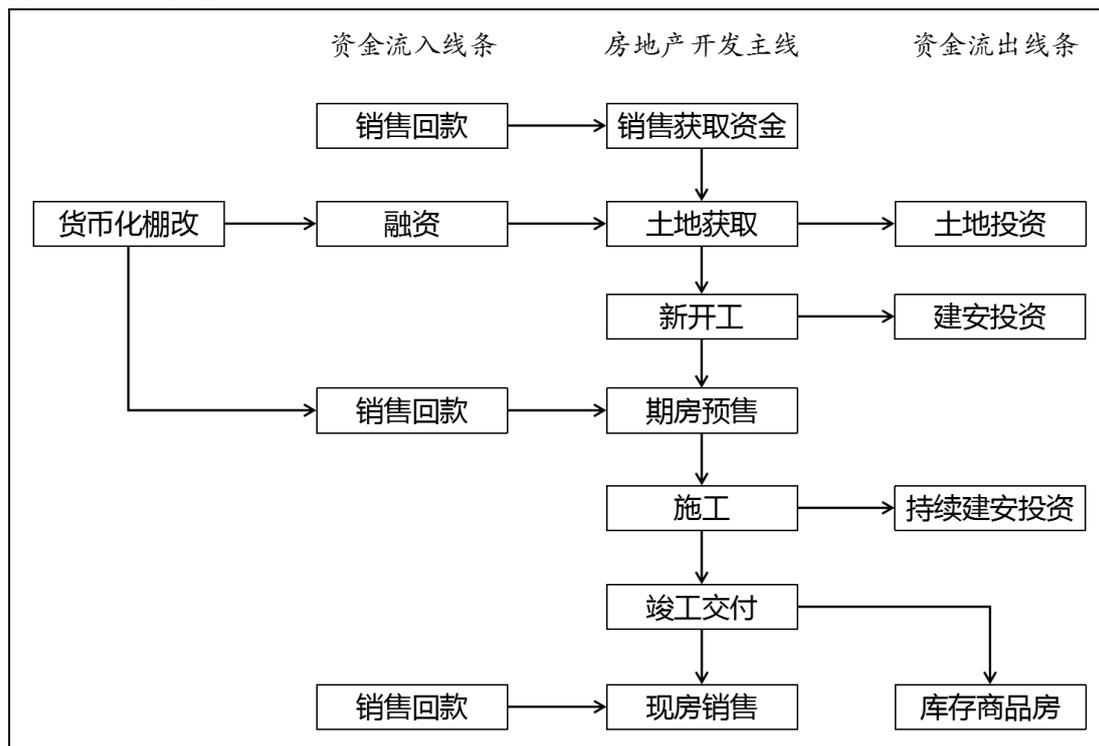
数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

但是因各地政策不一，大部分城市要求在建工程达到一定要求后才能开盘预售，叠加房地产开发企业认为商品房库存并不算高，房地产开发企业开工积极性提高，2018年下半年以来房屋新开工面积累计同比逐渐回升。虽然新开工增加，但是房地产开发企业施工的力度并未显著加快，建安投资增速依然维持在较低的位置。由此，新开工累计同比与建安投资累计同比背离。

### （三）本文分析框架

对于 2019 年房地产投资趋势的预测，大致基于房地产投资由土地投资和建安投资两部分构成的逻辑进行预测，土地投资受到房地产开发企业主观判断进行投资决策的影响，而房地产开发企业进行判断的主要依据就是商品房未来的销售情况，建安投资受到前序年份的开工情况和当年度库存压力的影响，因此本文依据自下而上的逻辑对 2019 年房地产投资趋势进行预测，本文的分析中，加入了棚改推进情况和库存数量对房地产投资完成额的影响，并对现阶段中央和各级地方政府的房地产相关政策进行了考虑。

图表 14 本文分析框架



数据来源：红塔证券

## 二、土地投资趋势预判

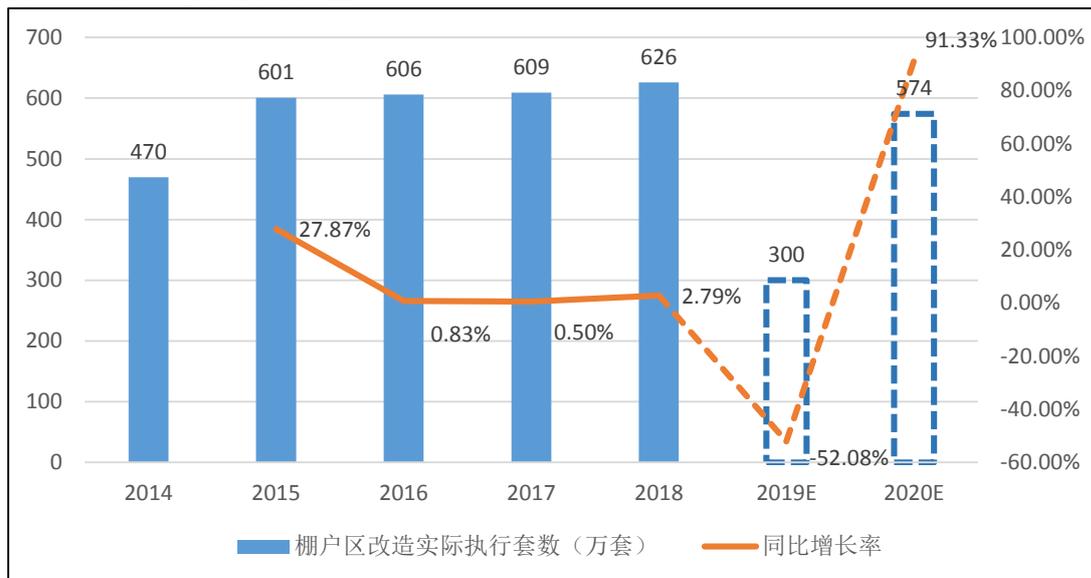
### （一）预计棚改推进速度显著下滑

棚户区改造，是过去三年支撑房地产行业发展尤其是三四线城市房地产市场繁荣的重大政策变量。

根据 2018 年政府工作报告提出 2018 年~2020 年改造各类棚户区 1500 万套的目标，其中 2018 年棚改实际执行 626 万套，2018 年 11 月住建部重申这一三年计划保持不变，那么 2019 年和 2020 年所剩余的棚户区改造指标仅剩余 874 万套，无法达到 2015 年--2018 年的巅峰水平。

根据目前各省上报棚户区改造计划，以及财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知财综〔2019〕14 号》文，2019 年全国城镇棚户区计划改造套数 285.29 万套，预估 2019 年棚改计划完成 300 万套左右，相比 2018 年下滑 52.8%，对应减少棚改建筑面积约 3.21 亿平方米。

图表 15 棚改实际执行预测数量



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

在当前棚改货币化率 60%的情况下，棚改数量下滑对商品房销售和土地投资同时构成较大负面影响，其中对于土地投资的影响更为直接。

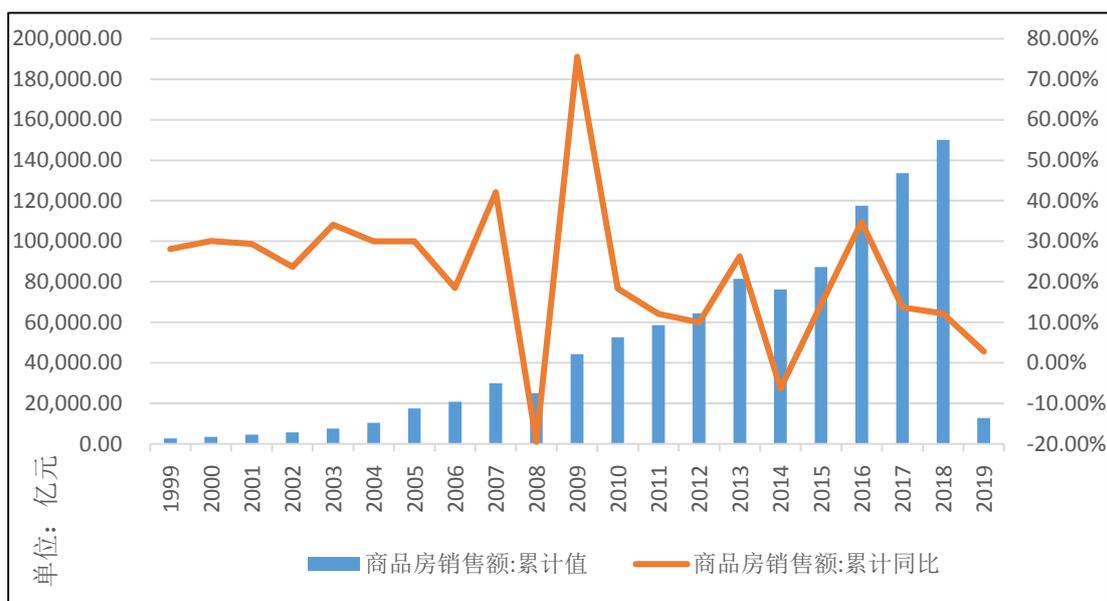
2018 年 7 月 12 日，住建部表示：“要因地制宜推进棚改货币化安置。商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方，应有针对性地及时调整棚改安置政策，采取新建棚改安置房的方式。”

如果货币化率也进一步下降的话，2016 年开启的这轮房地产市场行情也将告一段落。

## （二）销售金额预计小幅下滑

受棚改力度减弱和短期内房地产调控政策无放松预期的影响，预计 2019 年商品房销售增速依然维持较低位置，房地产开发企业拿地积极性较弱，土地购置费增速下行。

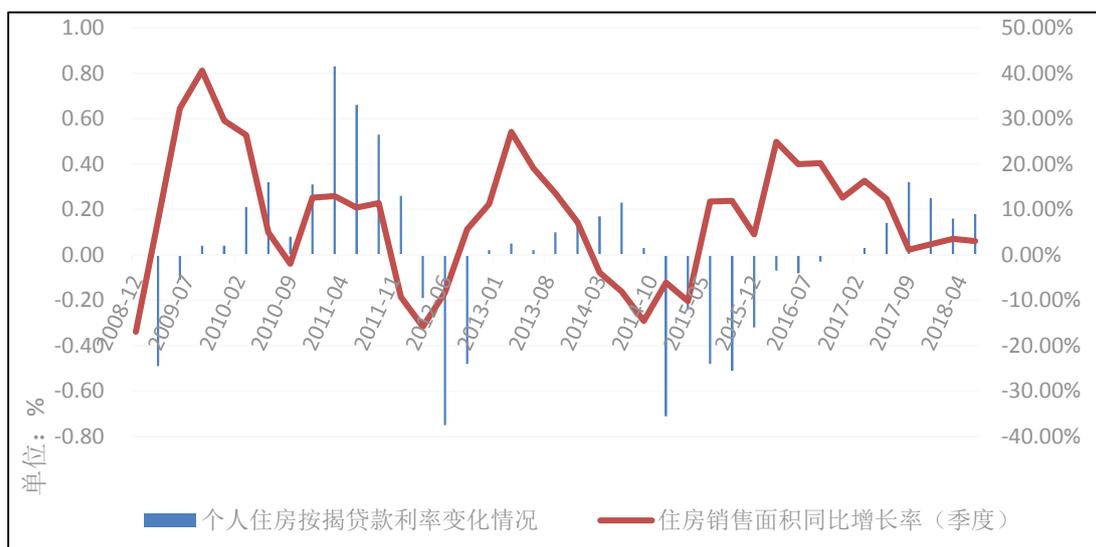
图表 16 商品房销售额及增速



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

根据本团队在过往行业报告中的研究结果显示，个人住房按揭贷款利率与住房销售面积具有明显的负相关性，由上图可以看出，在个贷利率变化由升转降的时间点基本上也是住房销售面积增长率的谷值，而个贷利率由降转升时也四住房销售面积增长率的峰值。

图表 17 个人住房按揭贷款与销售面积相关关系



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

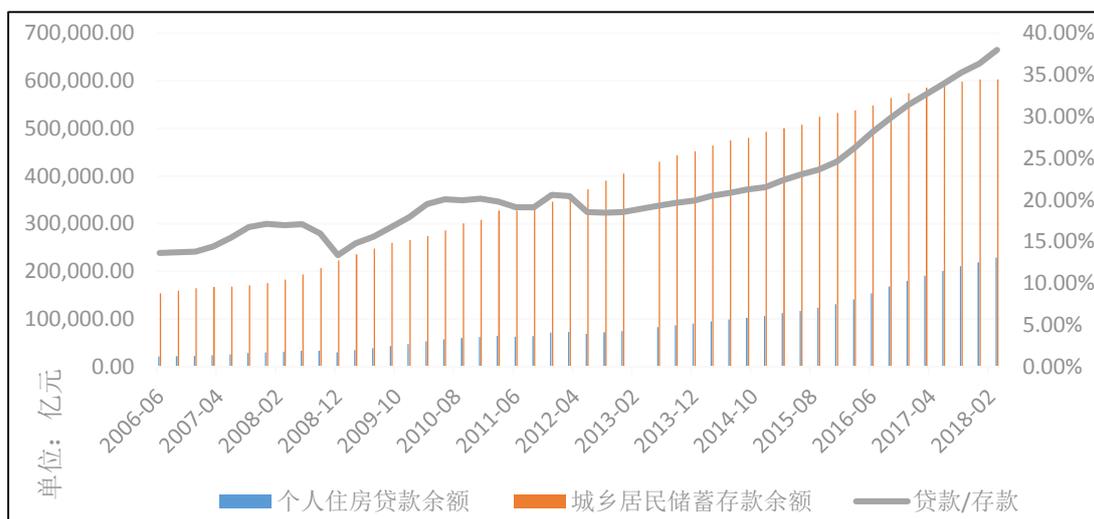
图表 18 商品房销售额及增速

周期	时间段	时长
减息周期	2009Q1-2009Q2	2 个季度
加息周期	2009Q3-2011Q4	10 个季度
减息周期	2012Q1-2012Q3	3 个季度
加息周期	2012Q4-2014Q3	8 个季度
减息周期	2014Q4-2016Q4	9 个季度
加息周期	2017Q1-2018Q4	7 个季度

数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

2016 年三季度开始，个贷利率不再降低，2017 年一季度开始个贷利率开始上升，进入个贷加息周期，目前仍保持一定速度上升，住房销售面积增长率下降至 0 附近，目前仅有少数城市个人住房按揭贷款利率出现下行，尚未出现全国性的整体个贷利率下行，加上利率变化向销售情况的传导需要一定的传导时间，因此目前尚无法认为短期内销售趋势有明显改善的情况。

图表 19 住房贷款与储蓄情况



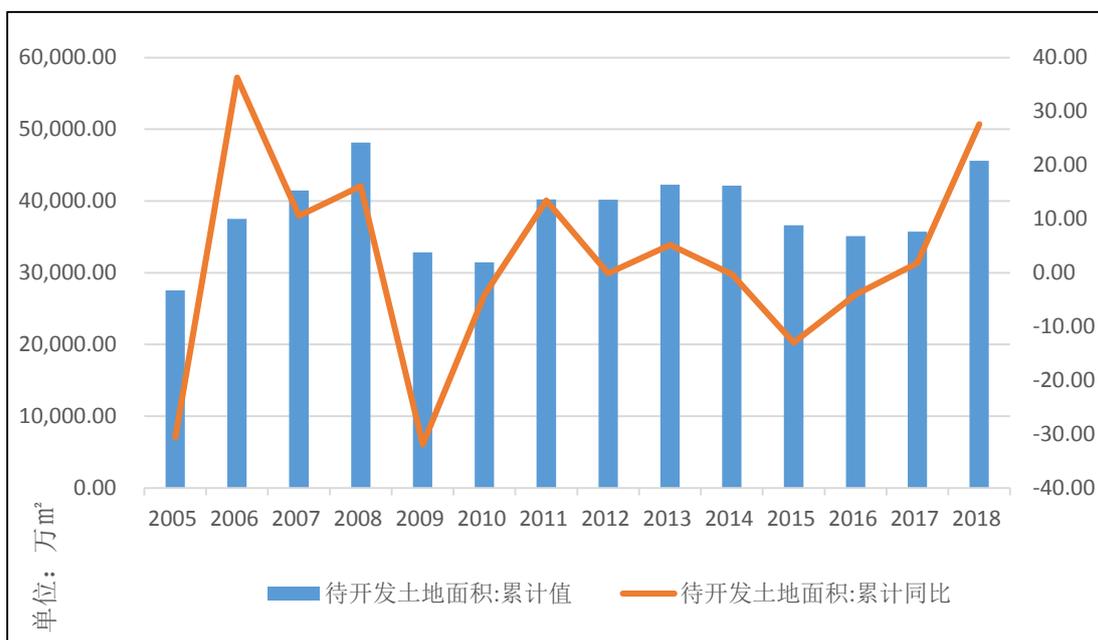
数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

2015 年开始，个人住房贷款余额上升加速，此处个人住房贷款余额为银行业数据，仅为商业贷款，城乡居民储蓄存款余额增速放缓，贷款/存款比值开始从 21.5% 上升至 37.98%，这一数据表明目前房贷对于居民的压力在快速增加。

综上，根据本团队前序研究成果，对于 2019 年和 2020 年住宅商品房销售情况的中性预测，销售金额预测增速同比分别为-2.34%、0.94%，目前仍维持这一判断。由此可见在目前市场情况下，2019 年销售情况并不乐观，房地产开发企业土地获取意愿降低可能性较大。

### （三）房地产开发企业土地获取意愿下降

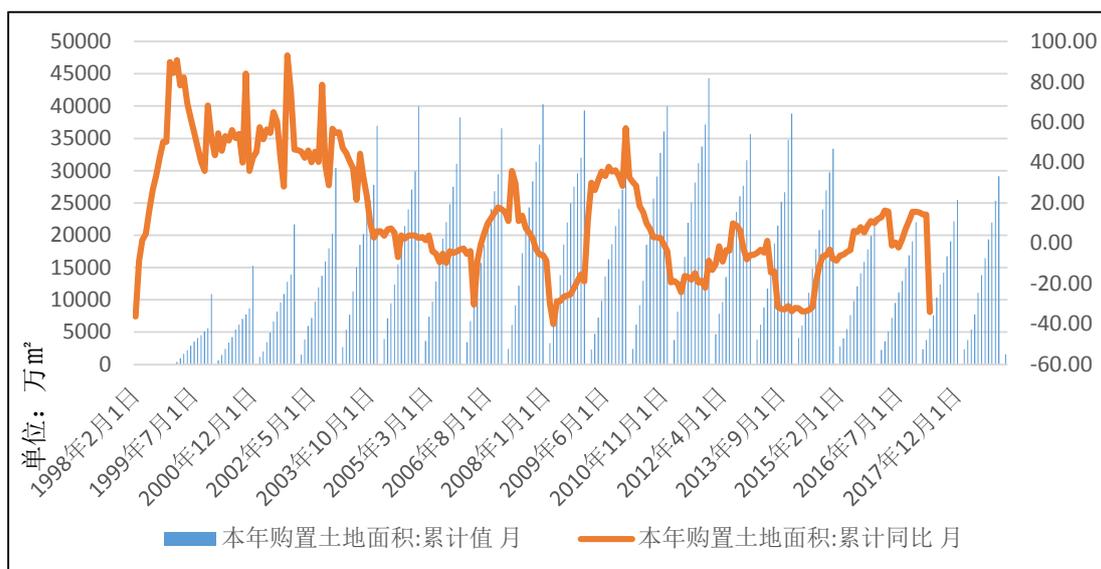
图表 20 土地储备情况



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

2017 年到 2018 年上半年房地产开发企业拿地较多，土地储备较为充足。2018 年待开发的土地储备面积累计同比为 27.6%，为历年来的非常高的水平。目前房地产开发企业土地储备较为充足，在销售不看好、资产负债率较高的情况下，增加拿地力度的动机较小。

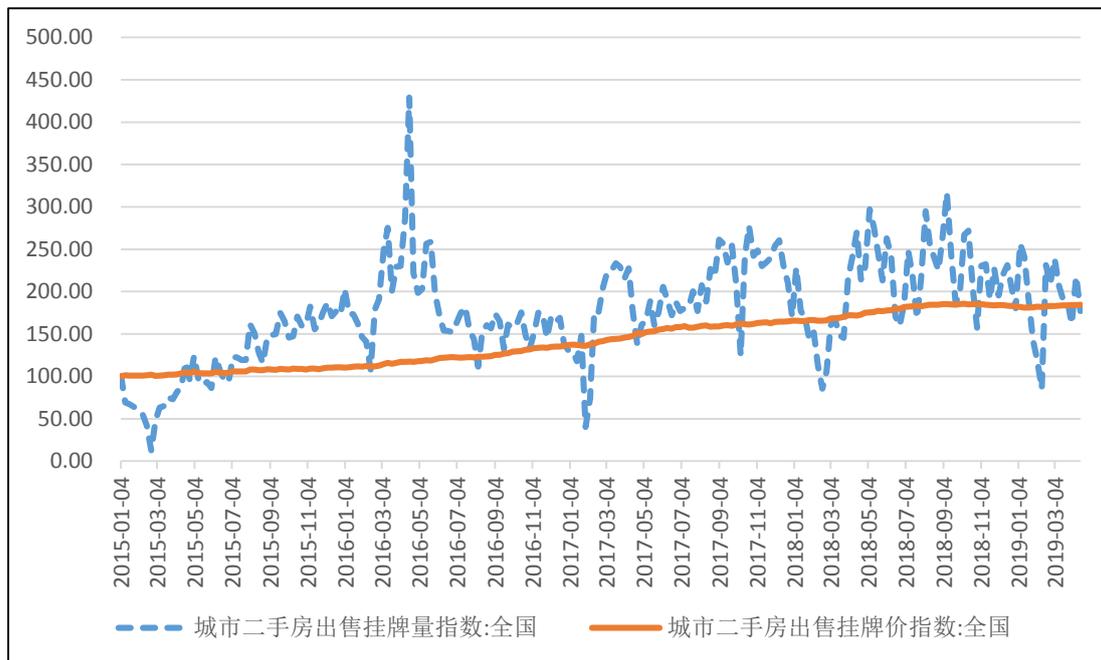
图表 21 土地购置面积增长情况



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

事实上 2019 年 2 月房地产开发企业土地获取面积上看，同比下降 34.1%，出现较大幅度下滑，2019 年 2 月土地获取金额看，同比增长 34.5%、环比增长 4.09%，增速虽然较高，但下滑明显，说明房地产开发企业拿地意愿确实不高。

图表 22 二手房供给水平



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

从从区域上看，今年一季度房地产开发企业拿地主要向一线和新一线城市收缩，二、三、四线城市拿地普遍下滑，3 月份由于社融扩张，二手房供给收缩影

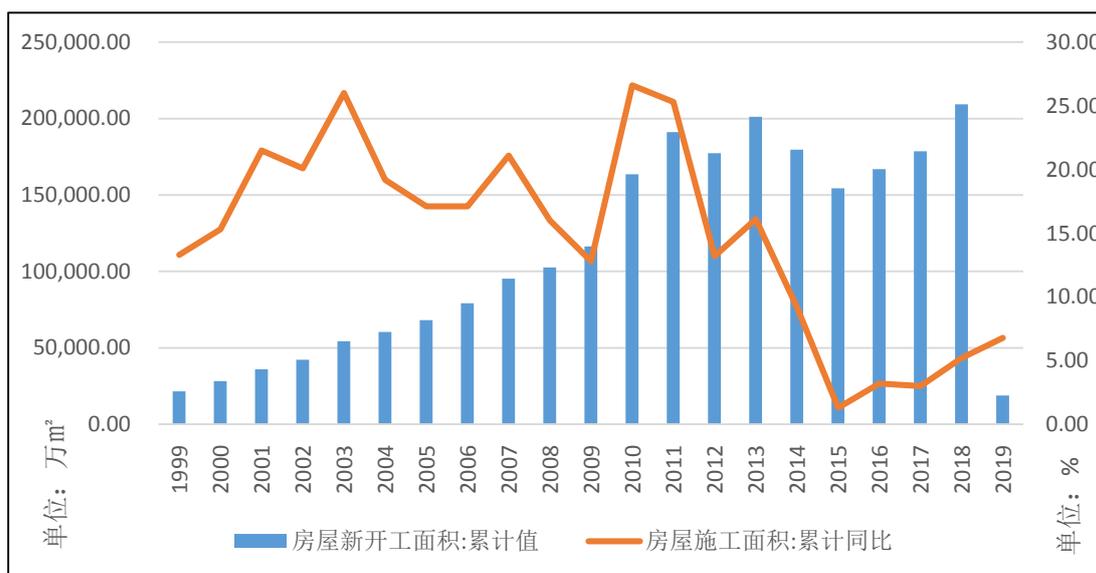
响，导致房地产开发企业增加部分拿地，但随后央行再次强调防止大水漫灌，中央政治局工作会议再次强调房住不炒，因此 3 月土地投资向好本文认为只是短期情况，叠加政策面尚不支持大规模的销售和拿地扩张，本文认为 2019 年全年土地投资增速预计同比下滑。

### 三、建安投资趋势预判

#### (一) 房屋新开工面积小幅上升

由于 2017 年以来建安投资增速始终低于期房销售金额，商品房销售以期房为主，房地产开发企业面临交房压力，房地产开发企业施工力度会增加，预计 2019 年建安投资增速上行。

图表 23 房屋新开工情况



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

从近期房屋新开工面积来看，随着去库存的推进，2018 年房屋新开工面积已经创出历史新高，达到 20.93 亿平方米，增速也连续回升，2019 年三季度房屋新开工面积增长率回升至 6.8%，新开工处于回暖阶段。

## （二）商品房去库存基本结束

在 2017 年年底之前，我国商品房销售额中的现房和期房销售增长率基本保持一致。但 2017 年年底开始，我国商品房销售的期房和现房的销售同比增速开始显著加大，现房销售率快速下滑至负增长，期房销售仍保持一定幅度的正增长。相对而言，在期房和现房价格差别不大的情况下，消费者和投资者更愿意购买现房，作为消费者而言，购买现房能够看到房屋的真实情况，能够避免期房销售中的预期与实际差异的风险，作为投资者而言，现房可以避免资金被房地产开发企业无息占用，从而提高投资回报率。

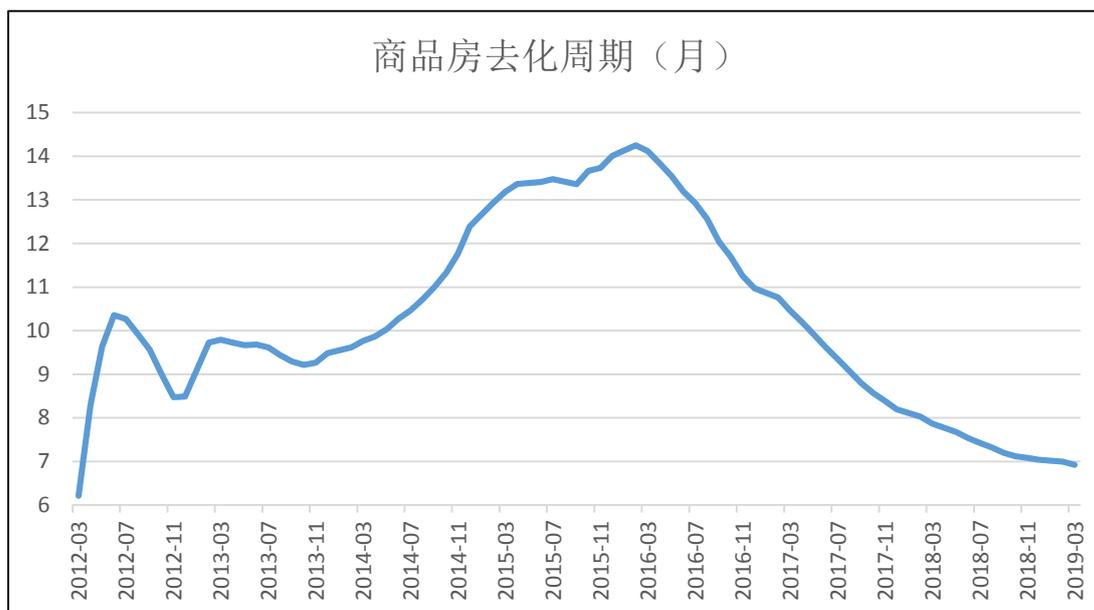
图表 24 商品房销售期现比



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

因此期房和现房的销售同比增速出现较大差异的情况很有可能是商品房库存已经快速下滑，已经没有更多的商品房库存可以销售，这一点从去化周期上可以较好反映。

图表 25 商品房去化周期



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

商品房去化周期是反映目前商品房库存能够维持销售水平多长时间的客观指标，公式为：商品房去化周期=商品房待售面积/近 12 个月商品房销售面积均值，从图表 24 可以看出，全国房地产市场在经历了 2014—2015 年高库存阶段后，进入一个快速去库存的周期中，目前商品房去化周期已经下降至 6.9 个月，已经回到 2012 年的水平，为近 5 年最低值，其中还有部分库存是已交房未办证的商品房。

因此可以看出，目前现房储备已经处于历史较低水平，以目前的库存水平，基本可以认为本轮去库存结束。

### （三）交房高峰期来临

随着库存水平降低，最近一年的住房销售期房为主，根据房地产项目全周期 3.5 年，资金回收期 1.8 年计算，预收至竣工验收约为 1.7 年，那么未来 1~2 年将是这一批期房交房的高峰期。

加上前文所述，在 2016—2018 这轮房地产销售热潮中，房地产开发企业为集中资金获取土地，在取得预售证后拖延部分工期，延缓建安投资，在交房高峰期即将来临前，建安投资必然随着交房赶工而增加。

图表 26 期房销售与建安投资缺口



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

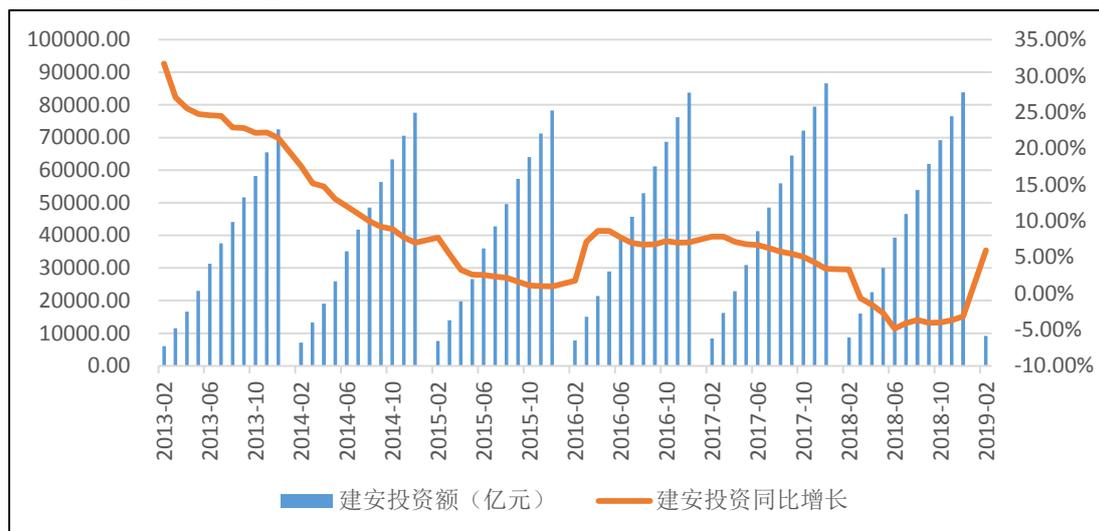
由图表 26 可以看出，在 2015 年年底至今，商品房期房销售增长率原高于建安投资增长率，这部分差额就是期房交房需赶工期的部分，这一缺口在 2017 年下半年时有所缩小，但 2018 年全年又呈现扩大趋势。未来销售增长有限且交房压力显著的情况下，这一交房缺口预计在 2019 年下半年至 2020 年来临，因此 2019 年上半年开始，建安投资恢复增长是大概率事件。

#### （四）前序年份新开工叠加影响

从新开工增长情况也可以印证上述分析，自 2016 年开始房屋新开工面积回升，根据 A 股上市公司项目全周期 3.5 年的情况，除去 0.5 年设计及报批报建时间，2019 年和 2020 年交房预计受 2016 年和 2017 年影响较大，较 2018 年开始压力加大，2018 年当年开工面积也创下历史新高，上述因素预计叠加到 2019 年，预计 2019 年建安投资将加大。

由于预计工业品长期来看价格涨幅有限，而且原材料价格波动与房地产开发商实际支出成本之间还有建筑商作为缓冲，因此本文暂时不考虑物价因素对建安投资的影响。

图表 27 建安投资增长情况



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

从 2019 年 2 月数据看，建安投资同比增长 5.91%，为连续 11 个月以来首次正增长，说明目前情况下房地产开发企业建安投资已经在正向增长，这一情况进一步印证了上述论据的分析。

## 四、政策面影响

### （一）强调因城施策

中国房地产市场宏观调控始于 2002 年，直到 2016 年中央经济工作会议之前中央都是房地产市场的调控主体。这种全国性调控忽略地区差异，调控效率低：14 年 930 以来宽松的货币大量流向热点一二线城市，引发房价非理性上涨，而急需去库存的三四线城市在政策传导上出现了较为明显的滞后性。

2016 年中央经济工作会议开始强调“因城施策”，将调控职责下放到地方，中央政府则着眼长效机制的建立。同时首次以“房子是用来住的、不是用来炒的”重新定位了中国房地产市场之后，之后的十八大报告以及后续各次中央经济工作会议均重申“住房不炒”这一定位，并且在随后的政策制定中陆续出台了多种房地产更为细微的调控措施。

今年 4 月，自然资源部办公厅下发通知，各省级自然资源主管部门组织地级以上城市、县级市，根据“五类”调控目标，结合 2018 年和 2017 年住宅用地供

应数据，分类制定 2019 年住宅用地供给指标。

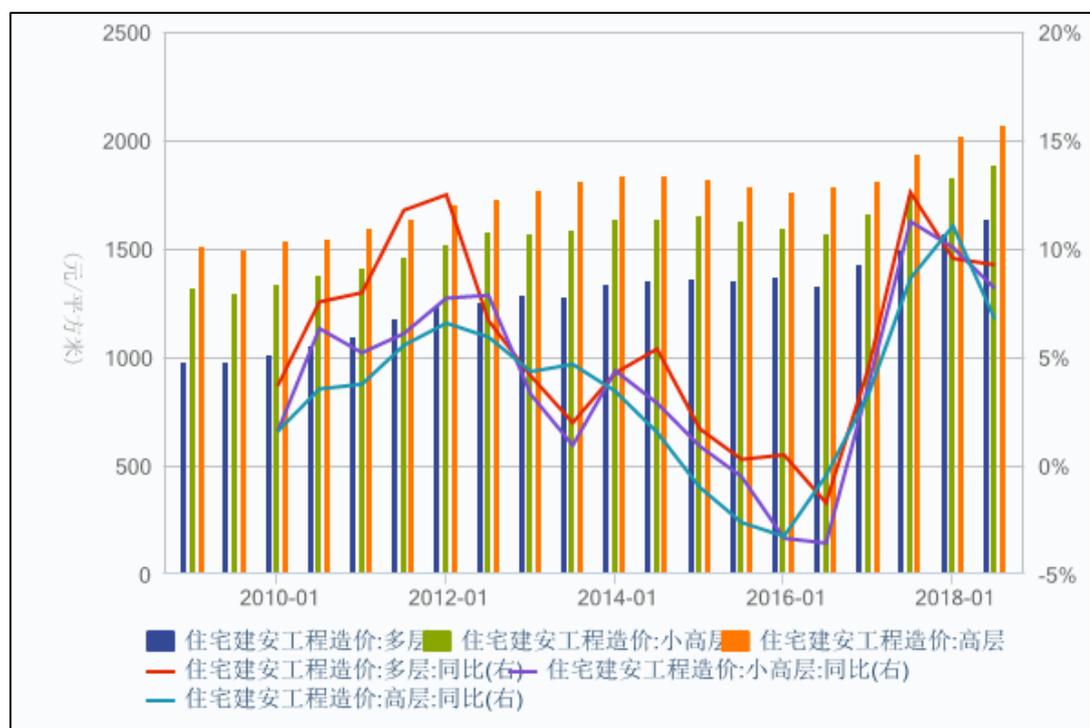
图表 28 自然资源部供地“五类”调控

去化周期	措施
36 个月以上	停止供地
36--18 个月	适当减少供地
18--12 个月	维持供地持平水平
12--6 个月	增加供地
6 个月以下	显著增加并加快供地

数据来源：自然资源部、红塔证券

在建安成本总体波动较小的情况下，土地价格才是决定房价最直接的因素，从房地产开发企业角度来看，房价的上涨对于企业而言除了赚取正常利润水平外，还有土地增值的收益。而在目前“住房不炒”的基调下，因城施策力度越来越显著，通过调节土地供给实现各地房地产市场的供需趋于平衡，而且采用去化周期这一指标，相对于以往的绝对量指标而言，考虑了供需两方面的因素，更具有指导意义。

图表 29 近 10 年住宅单位建安成本



数据来源：wind

但是，在房地产调控过程中，地方有空间和中央进行博弈。一方面，地方通过限购、限价、限售、限土拍等行政手段抑制销售、防范“地王”，另一方面又通过放宽公积金、人才引进等鼓励刚需需求的政策以对冲因打压炒房而减少的需求，由于房地产这一行业的重要性和复杂性，中央的地方的政策在以前容易出现反复性，强调“因城施策”后，中央制定标准，地方有调控余地，相对而且更有利于房地产长远发展。

## （二）户籍政策进一步放松

2019年4月8日，国家发改委印发了《2019年新型城镇化建设重点任务》，从加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局形态、推动城市高质量发展和加快推进城乡融合发展等多方面提出了发展目标及实施途径，对于户籍政策的进一步放松。

图表 30 2019 年户籍政策放松对比

城市类型	此次政策放松	之前政策
超大特大城市	调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例	区分城区、新区和所辖市县，制定差异化落户条件，探索搭建区域间转积分和转户籍通道
I型大城市	全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制	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
II型大城市	全面取消落户限制	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
租赁住房常住人口	允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户	探索租赁住房的常住人口在城市公共户口落户
地方政府职责	压实地方政府主体责任，强化督促和监测评估	落实地方政府主体责任，2018年实现进城落户1300万人

数据来源：国家发改委、东方金诚、红塔证券

放宽户籍政策使更多人拥有了购房资格，短期内释放了部分购买需求。截至 2017 年末，我国城市数量 662 个（不含港澳台地区），其中城区常住人口超过 500 万人的超大特大城市 9 个，300 万~500 万的 I 型大城市 10 个，100 万~300 万的 II 型大城市 59 个。

随着户籍改革力度的不断加强和新型城镇化相关政策的持续落地，超大城市和特大城市受益于人口的集聚效应将会最为显著，都市圈和城市群人口在城镇总人口中的比重也将会进一步提升，这都将会对一二线城市房地产市场的需求端产生支撑。

### （三）棚改货币化告一段落

4 月 23 日，财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知财综〔2019〕14 号》文，就 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的有关事宜做出安排。据财政部公布的数据，2019 年全国城镇棚户区计划改造套数 285.29 万套，计划发放租赁补贴户数 130.45 万户，共分配中央财政城镇保障性安居工程专项资金 699.82 亿元，其中提前下达 299.31 亿元，本次下达 400.51 亿元。

相对 2018 年实际执行的 626 万套棚户区改造完成情况来看，今年棚户区改造指标直接腰斩，对应减少棚户区改造建筑面积约 3.21 亿平方米。预计对于今年房地产投资完成额将产生较大的负面影响。

### （四）政策总结

综上所述，目前房地产调控具有多层次、多角度的复杂性，综合来看，现在的调控手段更加多样化，强调因城施策的微观调控，相比以前更加具体化且更具有针对性。由于房地产市场对于投资、消费、民生都有很大影响，因此从上述几项主要改革方向可以看出，全国房地产市场冷热不均，既有一线城市户口与购房资格相绑定的情况，也出现黑龙江鹤岗的万元房。从政策上来说，既有棚户区改

造急速刹车的抑制措施，也有放开户籍政策的刺激措施，总体而言，未来的房地产政策调控将区域化、细节化，也更加以稳为主，少刺激、少打压，谋求长期的可持续发展。

## 五、综合预测

由于 2017 和 2018 年期房商品房销售较好，面对交房压力，建安投资增速将会回升。受棚改货币化力度减弱且房地产调控政策短期内不会放松的影响，2019 年上半年商品房销售增速将会维持在较低位置，房地产开发企业拿地积极性偏弱，土地购置费增速下行。

结合建安投资增速上行和土地购置费增速下行较多，预计 2019 年房地产投资增速将会小幅增长，但增幅有限。

### （一）中性预测

在政策面不出现大幅变化，金融环境没有大幅波动的情况下，市场维持现有趋势，给出 2019 年房地产投资增速中性预测如下：

图表 31 2019 年房地产投资增速中性预测

	房地产投资完成额 (亿元)	房地产投资同比增速	土地投资额 (亿元)	土地投资额同比增速	建安投资额 (亿元)	建安投资同比增长
2016	102580.61	6.90%	18778.68	6.20%	83801.93	7.02%
2017	109798.53	7.00%	23169.47	23.40%	86629.06	3.37%
2018	120263.51	9.50%	36387.01	57.00%	83876.51	-3.18%
2019E	123143.68	2.39%	36750.88	1.00%	86392.80	3.00%

数据来源：红塔证券、国家统计局、wind

### （二）乐观预测

政策出现一定松动，金融环境出现较大幅度宽松，商品房市场销售向好，开

发商拿地增加，加快储备项目施工快速进入预售阶段，给出 2019 年房地产投资增速乐观预测如下：

**图表 32 2019 年房地产投资增速乐观预测**

	房地产投资完 成额（亿元）	房地产投资 同比增速	土地投资额 （亿元）	土地投资额 同比增速	建安投资额 （亿元）	建安投资 同比增长
2016	102580.61	6.90%	18778.68	6.20%	83801.93	7.02%
2017	109798.53	7.00%	23169.47	23.40%	86629.06	3.37%
2018	120263.51	9.50%	36387.01	57.00%	83876.51	-3.18%
<b>2019E</b>	<b>126948.92</b>	<b>5.56%</b>	<b>39297.97</b>	<b>8.00%</b>	<b>87650.95</b>	<b>4.50%</b>

数据来源：红塔证券、国家统计局、wind

### （三）悲观预测

政策环境不变，金融环境收紧，或百强房地产开发企业中出现较大风险事件，商品房市场出现恐慌，销售恶化，开发商拿地意愿大幅缩减，施工维持原有水平，给出 2019 年房地产投资增速悲观预测如下：

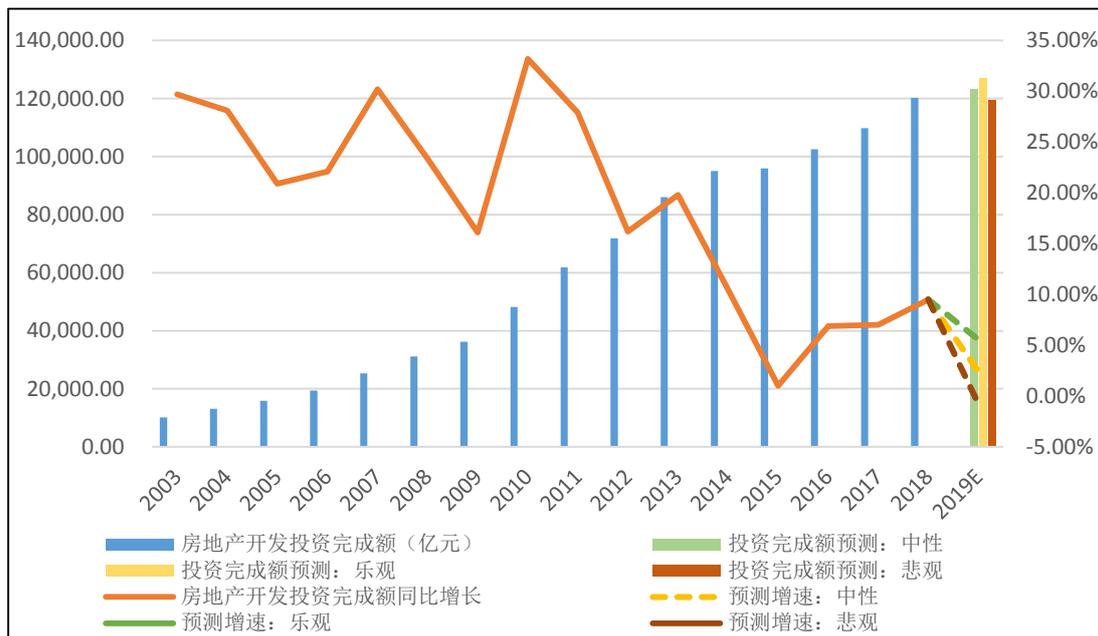
**图表 33 2019 年房地产投资增速悲观预测**

	房地产投资完 成额（亿元）	房地产投资 同比增速	土地投资额 （亿元）	土地投资额 同比增速	建安投资额 （亿元）	建安投资 同比增长
2016	102580.61	6.90%	18778.68	6.20%	83801.93	7.02%
2017	109798.53	7.00%	23169.47	23.40%	86629.06	3.37%
2018	120263.51	9.50%	36387.01	57.00%	83876.51	-3.18%
<b>2019E</b>	<b>119338.44</b>	<b>-0.77%</b>	<b>34203.79</b>	<b>-6.00%</b>	<b>85134.65</b>	<b>1.50%</b>

数据来源：红塔证券、国家统计局、wind

综上，2019 年房地产开发投资预测结果如图 6、图 7 所示：

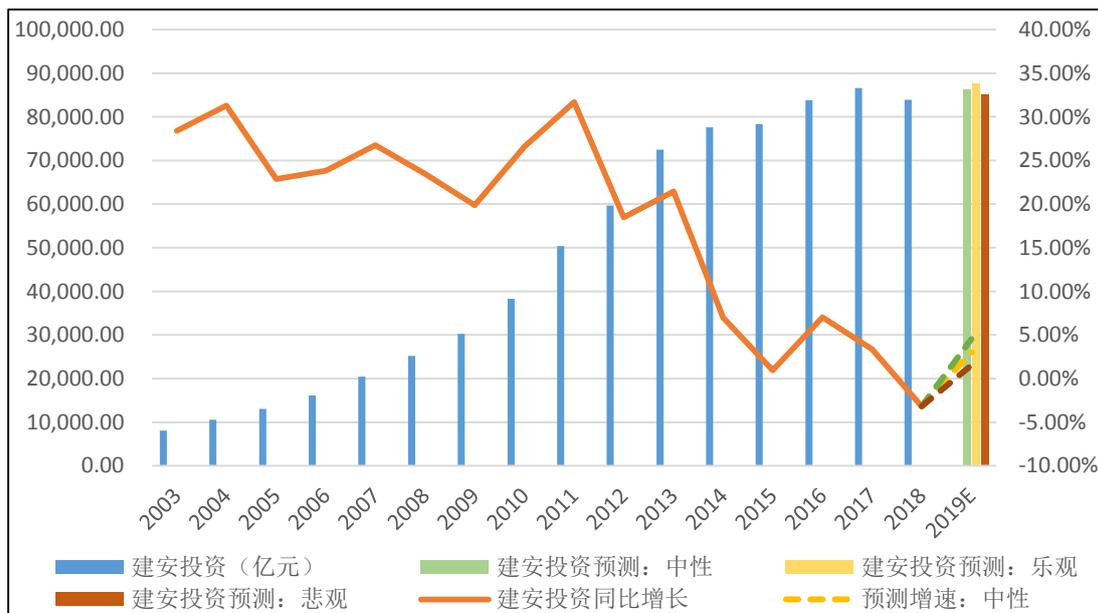
图表 34 2019 年房地产开发投资完成额预测结果



数据来源：红塔证券、国家统计局、wind

由于土地投资的下滑，预计 2019 年房地产投资整体增速同比下滑，在不同假设情况下，下滑增速略有不同，中性预测结果为 2019 年房地产开发投资完成额 123143.68 亿元，同比增长 2.39%。

图表 35 2019 年建安投资预测结果



数据来源：红塔证券、国家统计局、wind

同时由于上述多重因素叠加，建安投资略有上升，扭转 2018 年建安投资负增长的局面，中性预测结果为 2019 年建安投资 86392.80 亿元，同比增长 3.00%。

虽然我们预计 2019 年房地产开发投资整体增速下降，但从结构上看，开发商拿地意愿低，土地投资降幅明显，对地方政府财政收入构成不利影响，与此同时，建安投资恢复正增长，建安投资的增长才能对产业链上下游起到实实在在的拉动作用，因此建安投资的增长预计将对宏观经济产生积极影响。

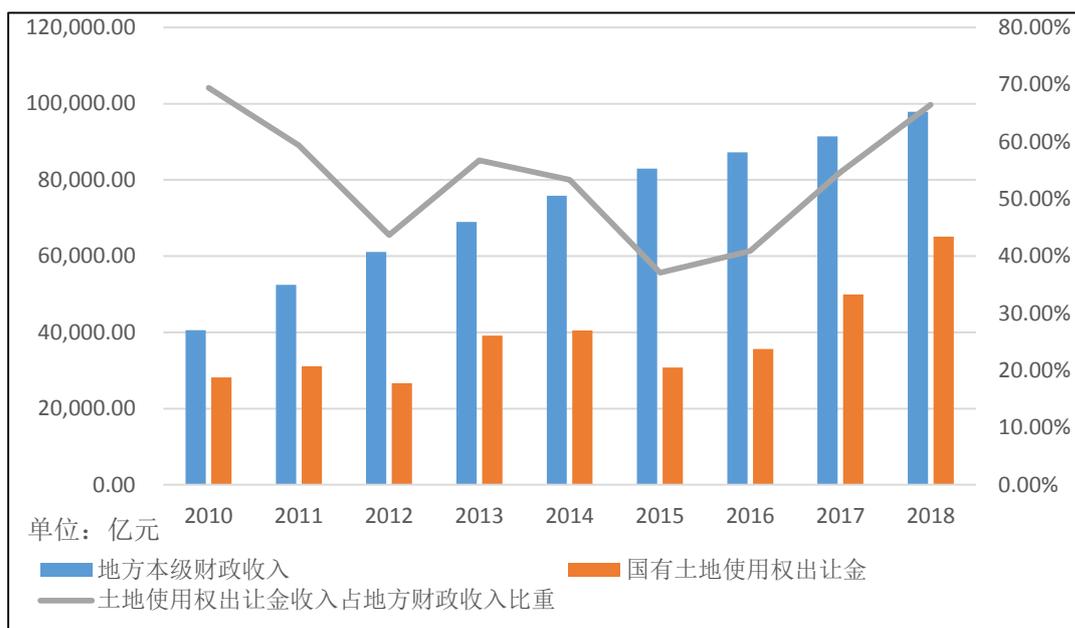
## 六、2019 年房地产投资下行的经济含义

### （一）土地投资收缩对财政收入的影响

由于我国土地财政的性质，决定了土地出让金对于财政收入的重要性，2018 年全国国有土地出让金达到 6.51 万亿，占全国公共财政收入的 37.77%，占地方财政收入的 66.50%，土地使用权出让金一直是我国财政收入的主要来源。

除此之外，房地产带动的相关税收也占有很重要的比重，房地产相关税收收入包括契税、城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税、房产税，全国国有土地使用权出让金与房地产相关税收收入合计占全国公共财政收入的比重约为 45%，此处还不包括房地产交易增值税（或营业税）、企业所得税，全国房地产企业的企业所得税 2017 年约为 4900 亿元。由此可见，房地产对于全国财政收入特别是地方财政收入而言，具有十分重要的作用。

图表 36 土地使用权出让金占地方财政收入比重



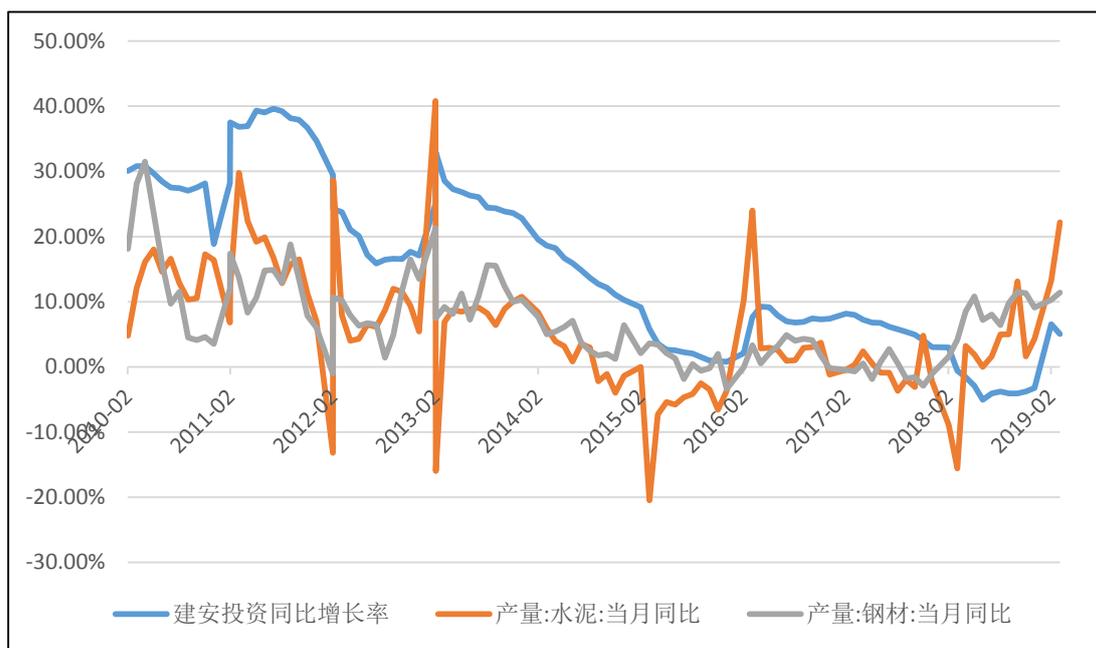
数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

预计 2019 年土地投资同比下滑，最直接的影响就是财政收入，土地投资增加的时候，不仅用地指标增加，土地成交溢价率也会大幅上升，土地投资下滑的时候，用地指标不变的情况下，土地成交溢价率会出现下滑，或者土地出让无法达成，对于地方政府的财政将是较大考验。

## （二）建安投资增长对上游行业影响

建安投资对于上游行业的影响明显，前文提到，建安投资中比重最高的为建筑工程，建安投资增速上升，钢铁、水泥等工业品需求增加。建安工程投资的过程中，需要大量钢铁、水泥等建筑建材。从历年数据来看，建安投资当月同比增速领先于钢铁、水泥价格指数均值，表明建安投资对钢铁、水泥价格影响较大。由于钢铁、水泥在 PPI 结构中占比较高，且波动较大，对 PPI 影响也较大。因此建安投资也对 PPI 形成影响。

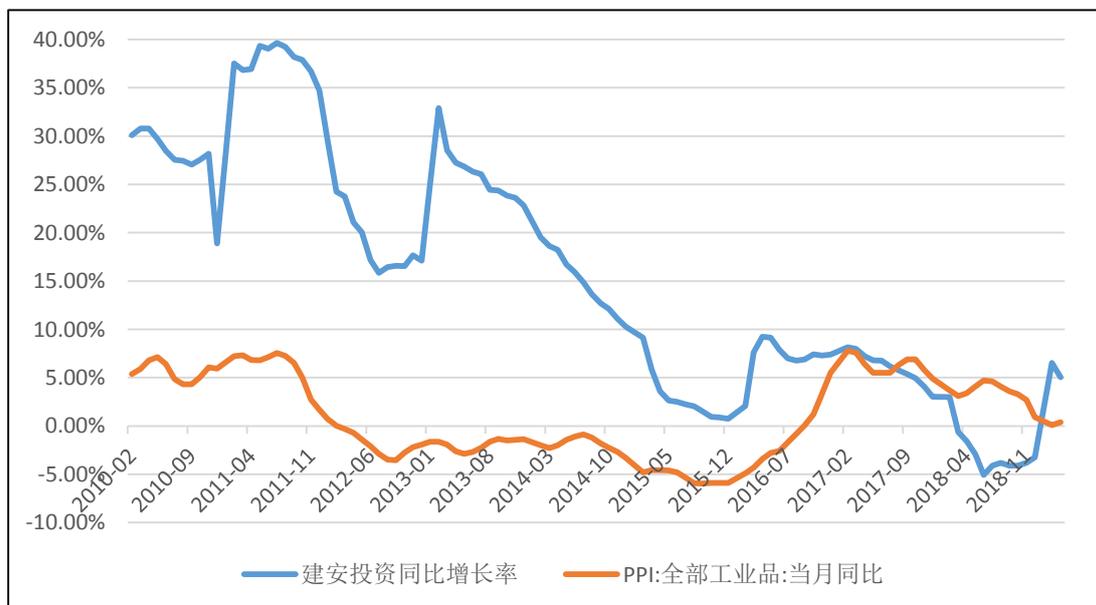
图表 37 建安投资与建材产量关系



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

2019 年建安投资增速回升，对建筑建材的需求量也会回升，能够一定程度上支撑 PPI。但 PPI 的形成因素较多，影响较为复杂，整体来看，建安投资增速上升对 PPI 具有一定的支撑作用，但是暂无法改变 PPI 下行趋势。

图表 38 建安投资与 PPI 对比

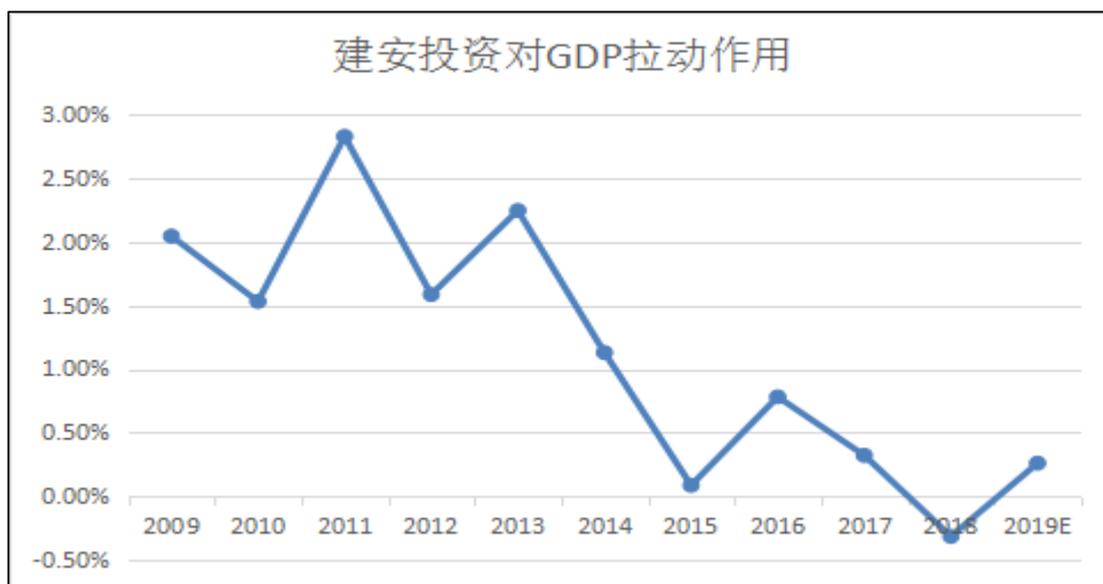


数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

### （三）建安投资对 GDP 增长贡献的影响

由于土地投资不直接构成 GDP，不是 GDP 的核算但建安投资是 GDP 核算的部分，加上建安投资在房地产开发投资中比重较高，因此建安投资增对 GDP 的增速有较为显著的影响。经测算，2018 年建安投资累计同比为-3.18%，拉动 GDP 增长-0.32 个百分点。

图表 39 建安投资对 GDP 的拉动作用



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

预计 2019 年建安投资增速回升至 3.0%，预计拉动 GDP 累计同比 0.26 个百分点，建安投资对 GDP 的拉动作用明显回升。但 GDP 的整体增长还需要考虑多方面因素。

### （四）总结

总体而言，2019 年由于棚改大幅下滑、销售增长不乐观等多重因素叠加，预计今年土地投资同比略有减少，建安投资由于交房压力、新开工面积增长等因素预计同比略有增加。

土地投资不计入 GDP 核算，因此房地产开发投资中土地投资对于宏观经济影响并不大，预计 2019 年土地投资下滑主要影响财政收入，特别是地方政府的财

政收入。对于地方政府财政压力，可能通过债务置换等方式，在中央整体的规划下稳步推进，也可能通过暂时放宽部分非标融资形式来降低短期的到期给付压力。但是长期来看，土地财政问题还需要更多政策手段来解决。各地方政府对土地财政依赖度不同，也会导致房地产市场区域分化进一步严峻。

由于交房压力、土地投资收缩使房企资金相对宽裕等多重因素的叠加，预计 2019 年建安投资将扭转 2018 年的负增长态势，预计 2019 年小幅增长，对上游行业影响较为利好，有利于拉动工业品需求，对 GDP 的拉动作用也将明显改善。总体上看今年房地产投资趋势有利于宏观经济向好。

## 七、风险揭示

### （一）房地产市场持续收缩

房地产市场持续收紧，叠加融资持续收紧超预期，可能造成部分房地产开发企业出现资金困难，轻则收缩土地储备，重则资金链断裂出局，无论哪一种情况都会对房地产开发投资产生严重冲击。

### （二）部分区域经济失速

由于目前房地产调控措施的多样化，对于区域的针对性更强，对于我国部分经济增长乏力、人口流出的区域，本来地方财力就有限，通过此次供地调整，意味着部分区域房地产市场供地可能会锐减，对地方财政会形成较大压力，同时由于地方投资依赖房地产和基础设施建设，地方财政收紧并且房地产开工锐减的情况下，这些措施是否会使这些地区经济进一步失速存有一定疑问。

### （三）外部环境不利

由于美国一季度经济增速达到 3.2%，远超预期值，美国经济向好的可能性较

大，如果美联储加快加息速度或幅度，可能会推高美元升值，导致全球资本向美国流动，新兴市场将再次面临资本流出，对于我国房地产市场可能会造成一定需求收缩。

#### **（四）房产税开征预期**

房产税一直是悬在房地产市场头上的达摩克利斯之剑，房产税什么时候落地，将以什么作为征税标准，税率是多少，是否会根据家庭或地区情况差别化征税目前均有较大的不确定性。房产税开征后，也不能确定房产税会对居民改善性需求、投资性需求产生何种影响。从而导致房地产企业的现金流压力无法准确预测，带来的整体性市场风险也无法准确预计。

**红塔证券投资评级：**

以报告日后 6 个月内的行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

类别	级别	定义
行业 投资评级	增持	行业指数相对表现优于沪深 300 指数
	中性	行业指数相对表现与沪深 300 指数持平
	减持	行业指数相对表现弱于沪深 300 指数

**公司声明：**

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

**免责声明：**

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

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、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。