

TOSPUR 同策 | TOSPUR 同策研究院



1998-2020  
深耕地产二十二年

# 物生谓之化，物极谓之变

——2020 年楼市定位调整及“十四五”房地产再出发专题研究报告

Tospur Real Estate Consulting Co., Ltd.

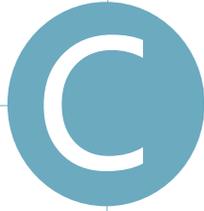
代理 · 咨询 · 金融 · 商业 · 产业 · 公关 · 养老

让置业体验更美好  
Professional · Sincere

“物生谓之化，物极谓之变”（摘自《黄帝内经》），是说万物生长的规律就是不断变化，发展到极致将迎来改变，这句话很好地诠释了中国楼市二十多年的发展进程。98年房改后，中国楼市经历“黄金十年”的蓬勃发展、极大地推动了中国经济增长。08年经济危机后，先后经历三轮市场周期，房地产对实体经济的挤出成为社会关注的焦点。十九大定调“房住不炒”，房地产业迎来前所未有的制度监管，值此“十四五”开局之际，我们再度审视近年来的宏观环境变化及楼市政策脉络，深刻意识到楼市即将进入新的发展阶段。

面临不断变化的国内外经济形势，“十四五”明确构建“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。然而外需难以成为新的增长点、内需中的消费也无法快速提振，未来在双循环发展格局下，将走向“房产”、“基建”双驱动的发展模式，房地产定位将重新塑造、楼市进入新的发展阶段。“物极谓之变”深刻阐述了当前楼市面临的转折。《十四五规划和2035远景目标的建议》中明确提出“推动金融、房地产同实体经济均衡发展”、“促进住房消费健康发展”，“十四五”期间将强化房地产合理的经济地位，相关的政策措施也将围绕房地产合理的经济地位进行安排、确保房地产业“不越位”！

新起点、新征程，“十四五”期间房地产业依然大有可为。当住房回归消费属性、房地产同实体经济均衡发展之时，我们建议房企未来主要把握两大核心投资逻辑，一是把握以人为核心的新型城镇化发展机会、二是把握跟随产业发展路径的市场机会。短期依然关注货币周期下的投资窗口，合理分配投资比例、调整货值结构，既要做好长远战略、也要落地实施拿好每一块地。



# 目录

## CONTENTS

- ◆ 01 十四五新发展格局下的楼市新定位
- ◆ 02 2020十三五收官年楼市市场特征
- ◆ 03 十四五期间楼市总体趋势及机会
- ◆ 04 对房企的投资建议



1998-2020  
深耕地产二十二年

# 第一章

## 十四五新发展格局下的楼市新定位



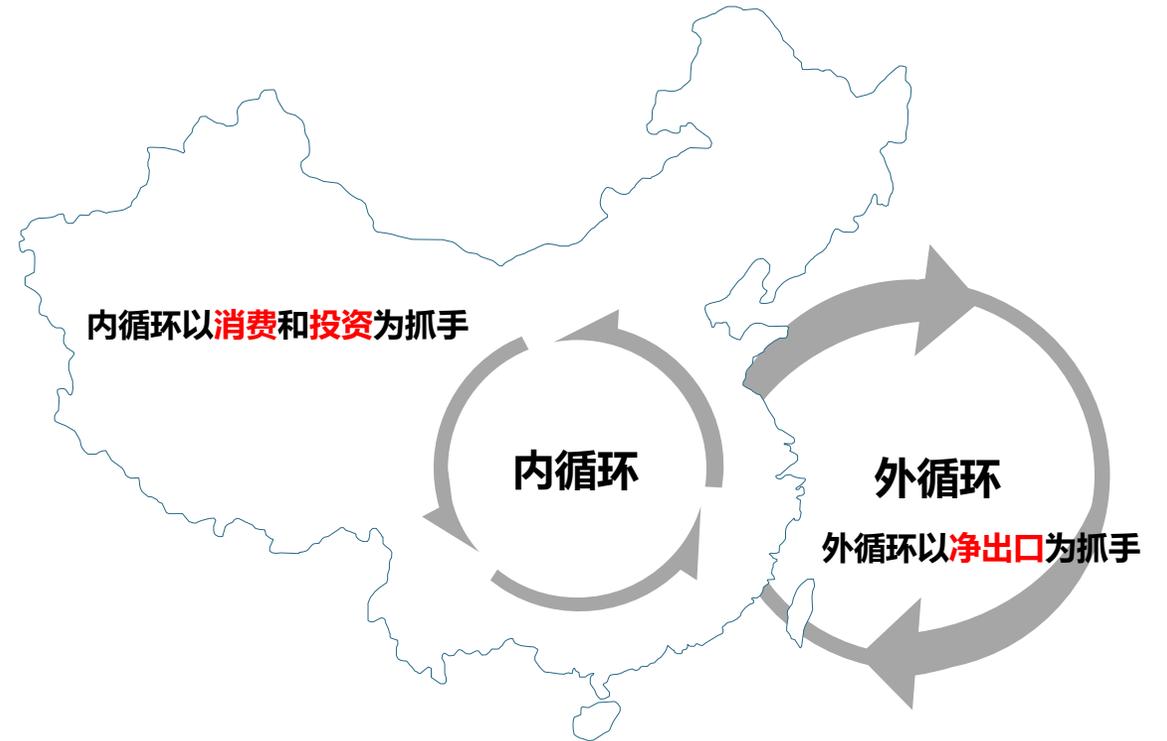
1998-2020  
深耕地产二十二年

- ◆ 01 **十四五确立双循环相互促进的新发展格局**
- ◆ 02 **十四五期间强化房地产合理的经济地位**

# 中国确立“双循环相互促进”的中长期发展格局

“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”写入《十四五规划和2035远景目标的建议》，实际上是明确未来“消费、投资、净出口”三架马车在经济当中的中长期定位

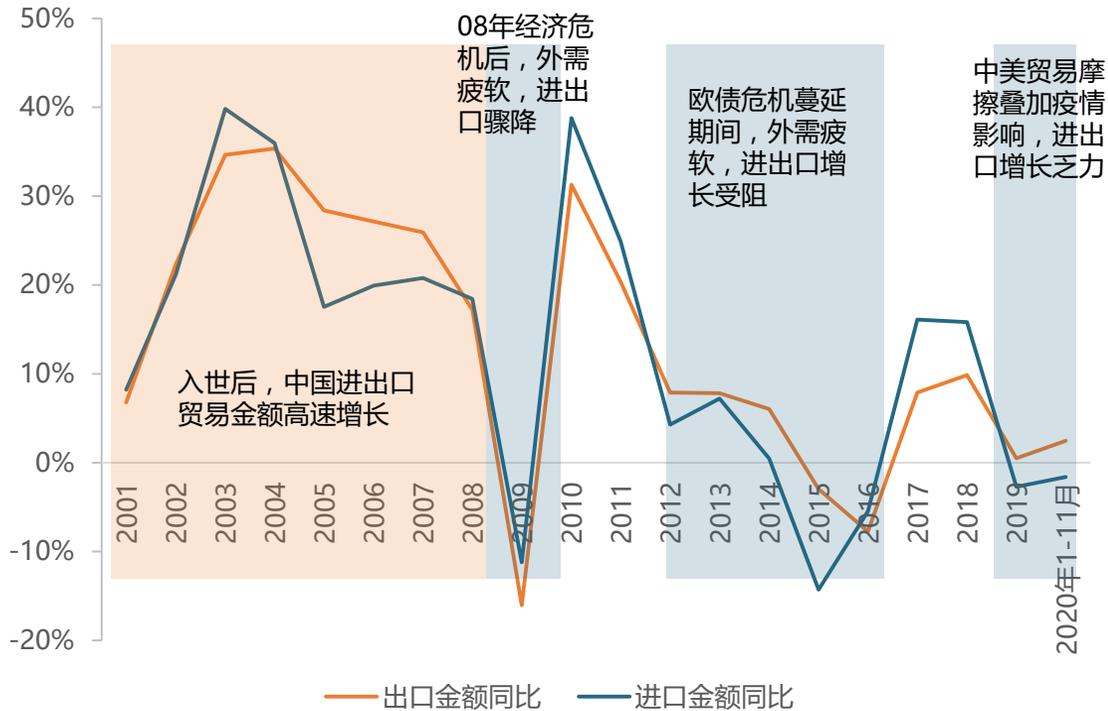
“双循环”格局实际上是明确“消费、投资、净出口”三架马车的中长期定位



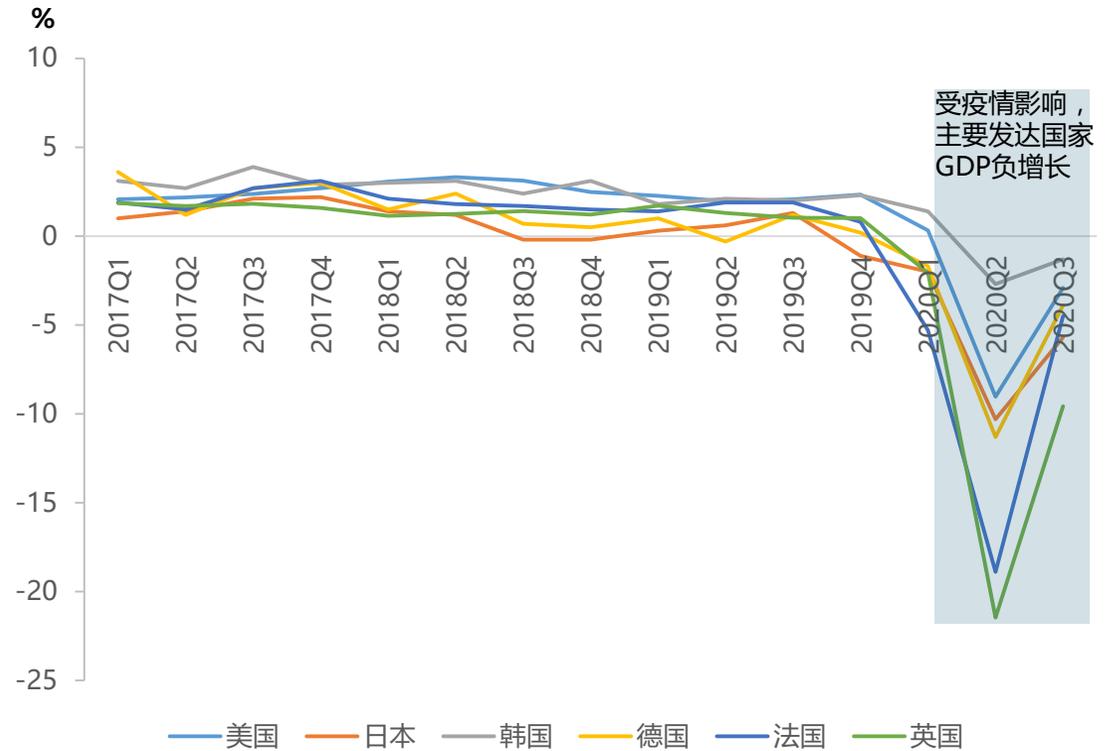
# 外循环：进出口短期难以成为经济增长点

**短期：**入世后中国进出口贸易增长与外部环境变化密切相关，每当外需疲软时，中国进出口金额增速放缓乃至金额下降。短期来看，受新冠疫情影响，全球主要经济体GDP负增长，外需疲软势必影响中国进出口贸易金额的增长

2001-2020年中国进出口金额同比增速（美元计价）



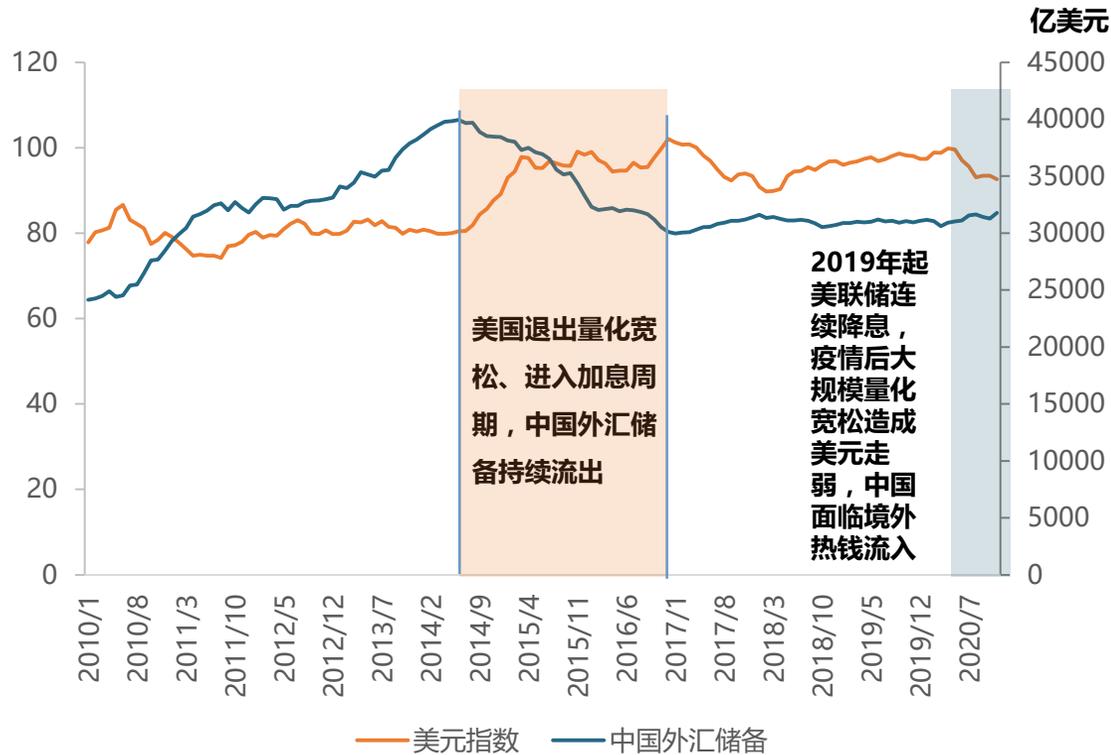
2017-2020年3季度主要发达国家实际GDP分季度同比增速



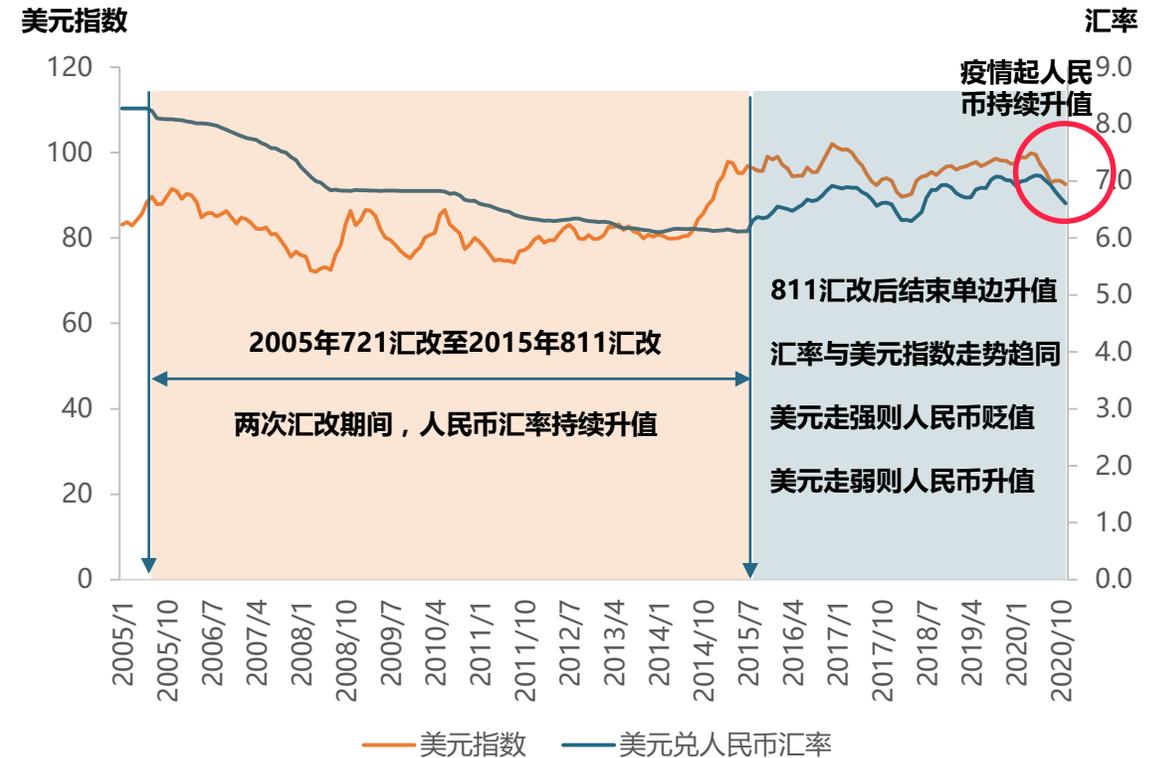
# 外循环：中期面临热钱流入以及货币升值压力

**中期**：从美元大周期角度看，2021年起美元指数进入周期性弱势阶段，全球资本流入高投资汇报国家，中国将面临新一轮热钱流入。另一方面，811汇改后美元兑人民币汇率与美元指数（代表美元强弱）趋同，未来弱美元阶段热钱流入推动人民币面临升值压力，不利于中国出口增长而提高进口产品性价比，同时打击面向内需外需的生产及制造企业

2010-2020年美元指数与中国外汇储备



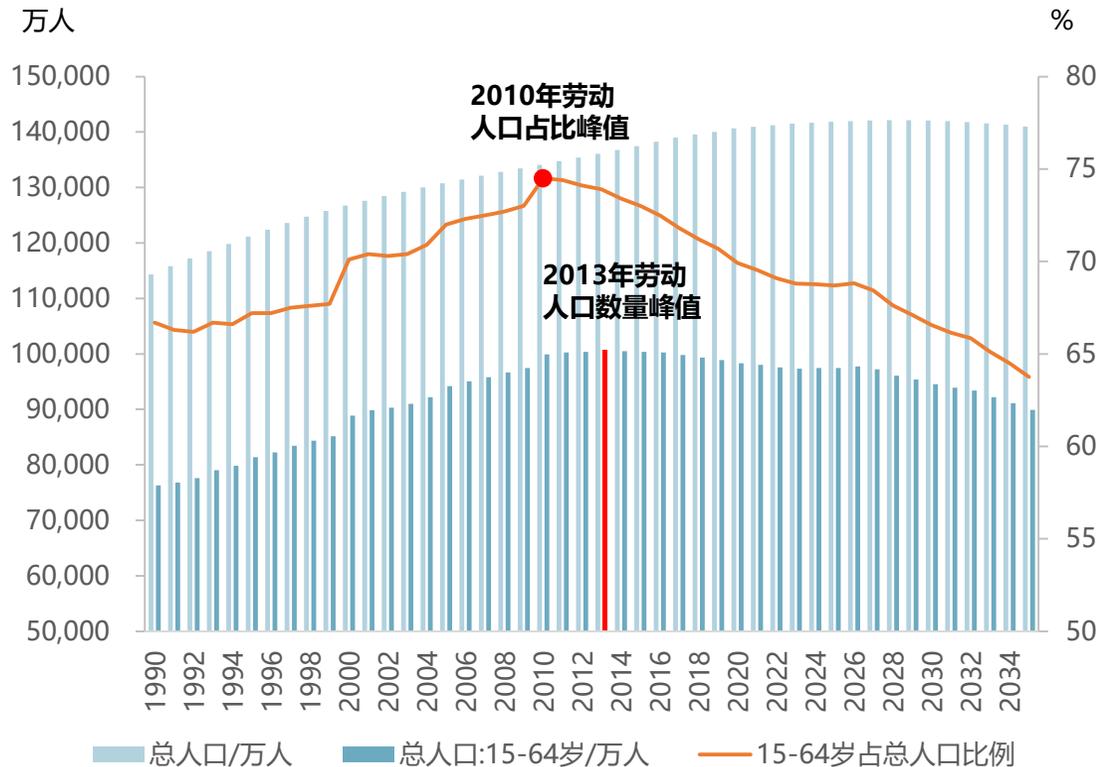
2005-2020年美元指数与汇率



# 外循环：长期逐渐丧失人口红利及低成本优势

**长期：**中国劳动力人口数量及低成本优势面临长期走弱的趋势，如果不能实现产业升级，仍以出口劳动密集型或低附加值的产品为主，那么将陷入拉美式的“中等收入陷阱”。在《十四五规划和2035远景目标的建议》中明确将“创新”放在现代化建设全局中的核心地位，把“科技自立自强”作为国家发展的战略支撑

1990至2035年全国人口及劳动人口预测



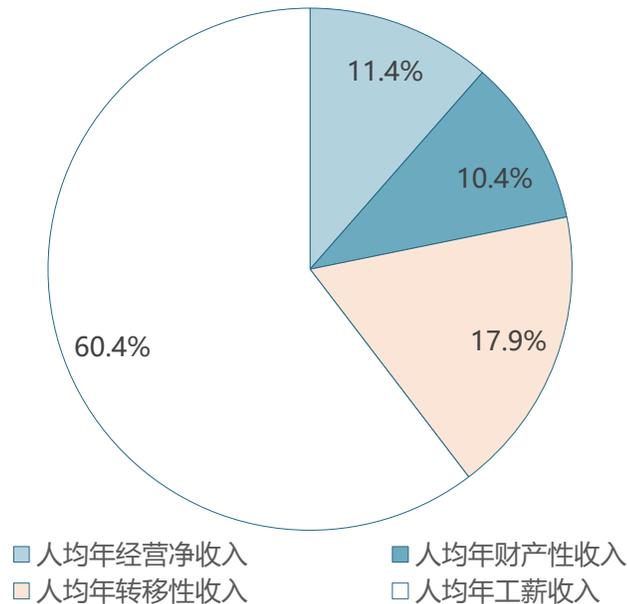
中国及部分东南亚国家城市的月均税后收入

国家	城市	月均税后收入/美元
中国	上海	1,523.22
中国	北京	1,430.77
中国	深圳	1,290.30
中国	广州	1,166.32
中国	苏州	1,104.66
中国	南京	1,035.04
印度	孟买	639.44
印度	德里	463.48
印度	班加罗尔	755.49
印度	加尔各答	388.48
越南	胡志明	463.7
越南	河内	447.33
泰国	曼谷	714.23
泰国	清迈	607.02
印度尼西亚	雅加达	452
印度尼西亚	万隆	314.7

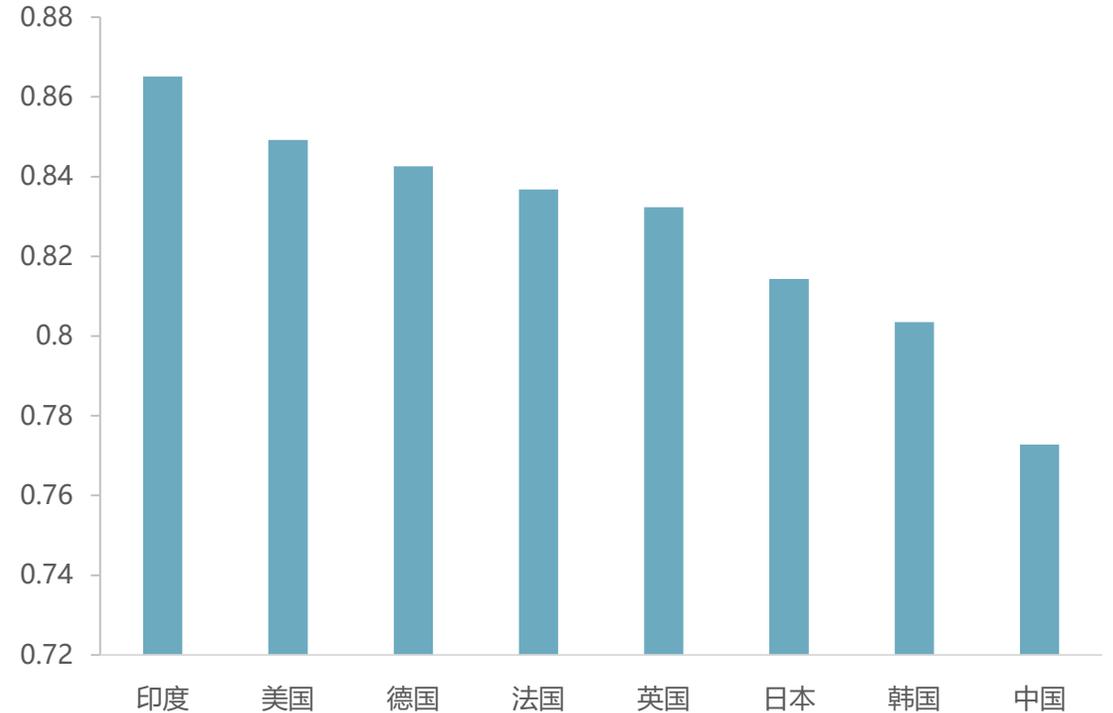
# 内循环：消费依赖就业，难以快速提振

从居民家庭的收入结构看，工薪收入占绝大份额比例。从收入分配角度看，中国国民净人均收入与人均GDP的比值远低于欧美及东亚的发达国家，体现了在国民生产者总值分配中外资、政府等部门拿走较大比重，不利于居民消费增长。在内循环体系中，稳定消费需求的基础是稳定居民就业、同时增加居民收入，是长期持续性发力的落脚点而非短期刺激的抓手

2019年中国城镇居民家庭人均年可支配收入结构



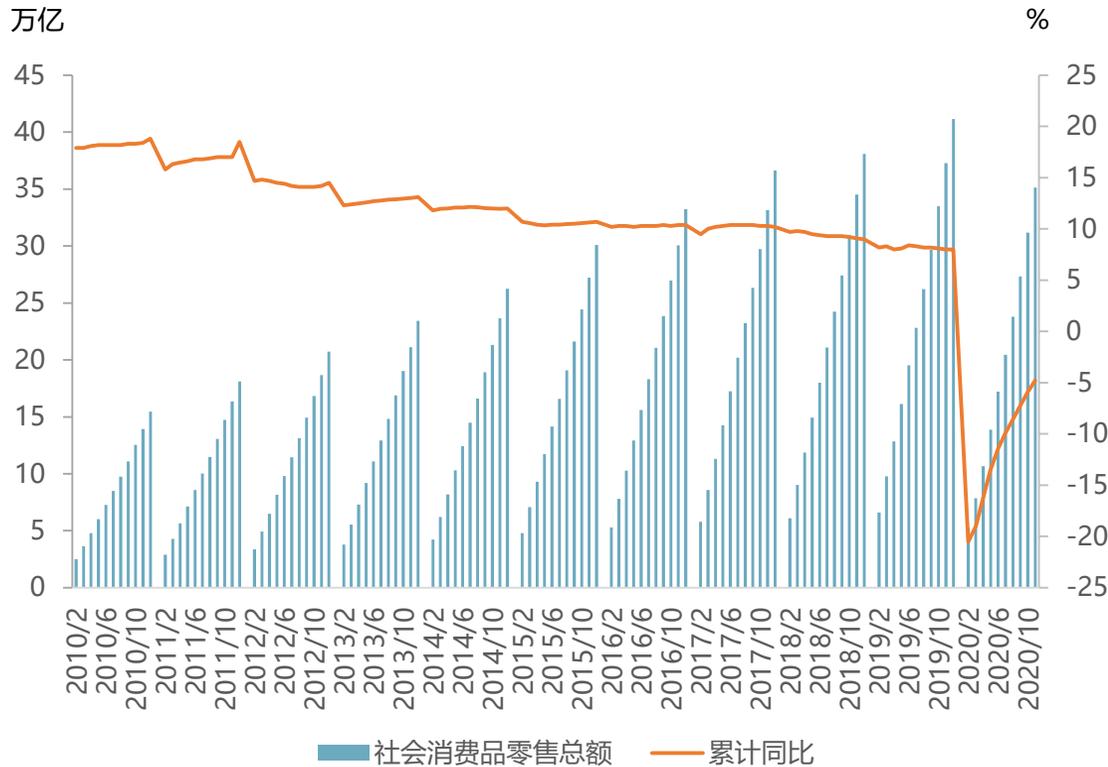
2018年不同国家国民净人均收入与人均GDP比值



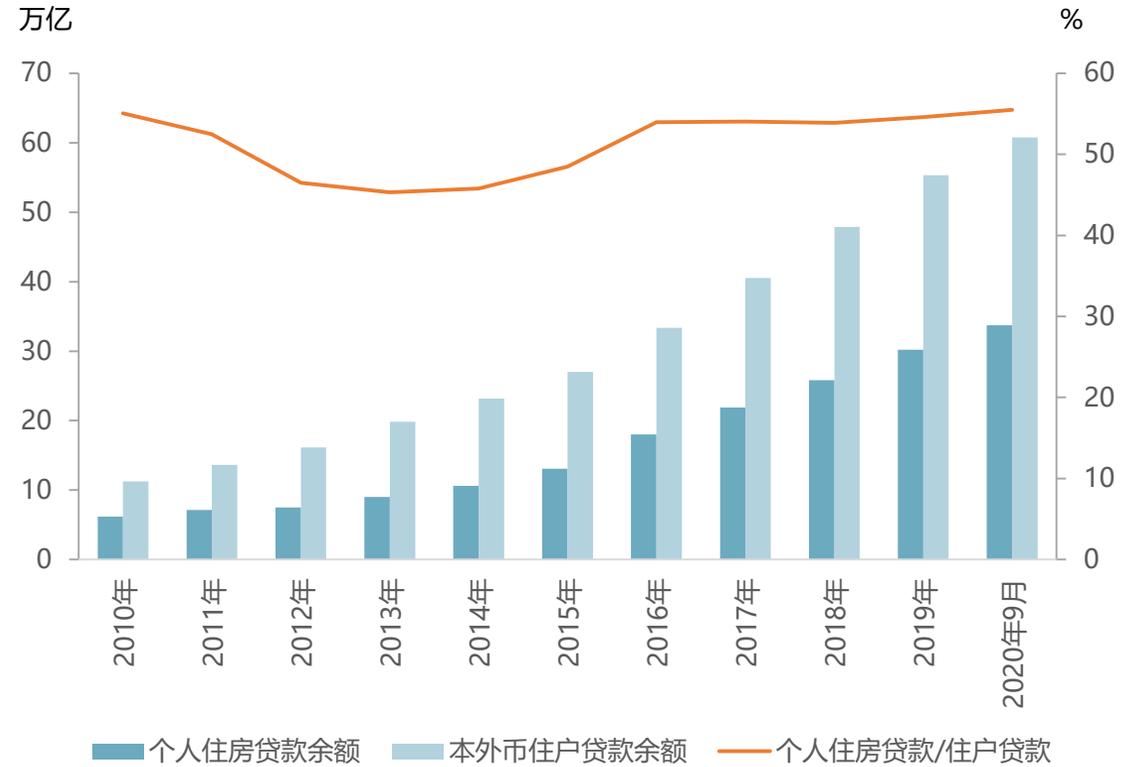
# 内循环：扭转居民贷款消费结构需稳步进行

社零增速的持续放缓，同样源于中国家庭部门的消费结构固化，2010至2020年，个人住房贷款余额占家庭部门贷款余额的比例稳定在50%以上，中长期住房贷款对中短期的社会消费品零售形成挤出，且短时间内无法逆转

2010-2020年11月社会消费品零售总额及累计同比



2010-2020年个人住房贷款余额及占住户部门贷款余额比例



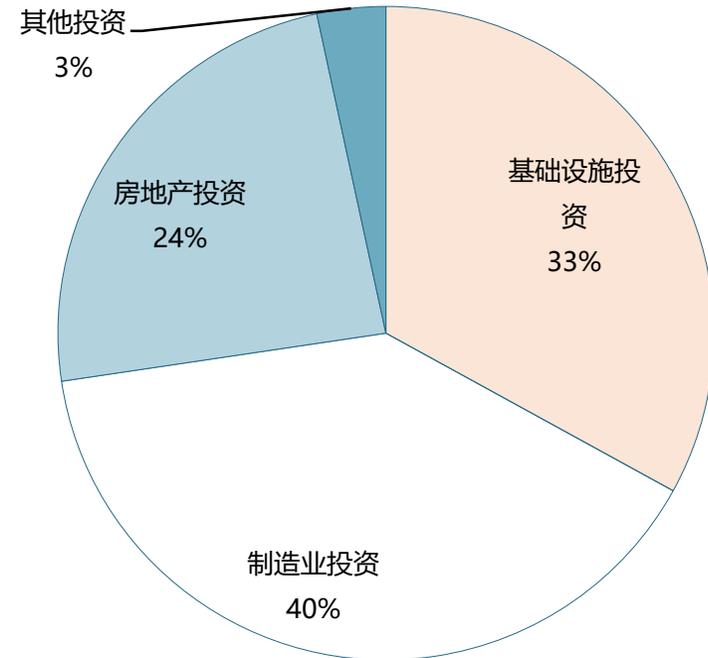
# 内循环：投资是应对经济短期波动的主要手段

从中国政府部门杠杆率走势看，历次面临较大经济下行压力的时点，都伴随着政府部门加大逆周期调节力度（投资）、提升政府部门杠杆率推动经济增长。从投资结构来看，十四五继续投资发力传统制造业可能面临内新一轮产能过剩。房地产相关税收及土地出让金能为基建投资提供资金来源，协调好两者的关系是下一阶段建设内循环体系的重要组成部分

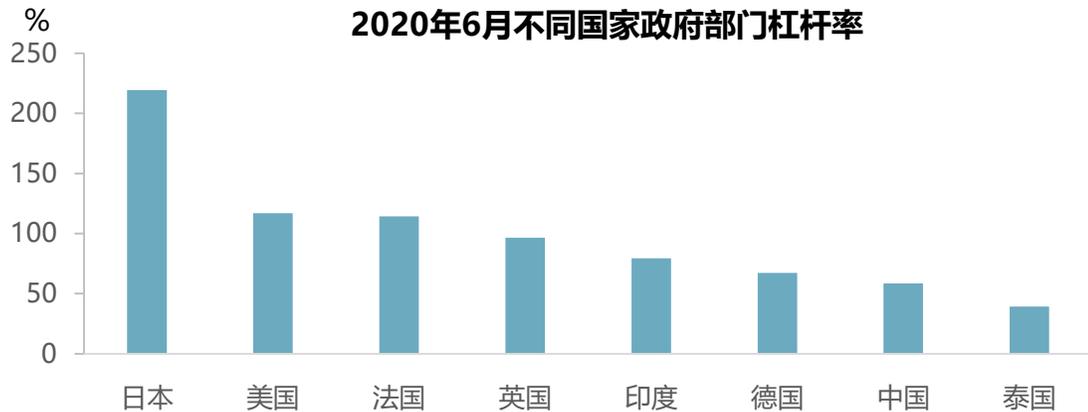
我国政府部门杠杆率变动情况



2019年固定资产投资组成结构情况



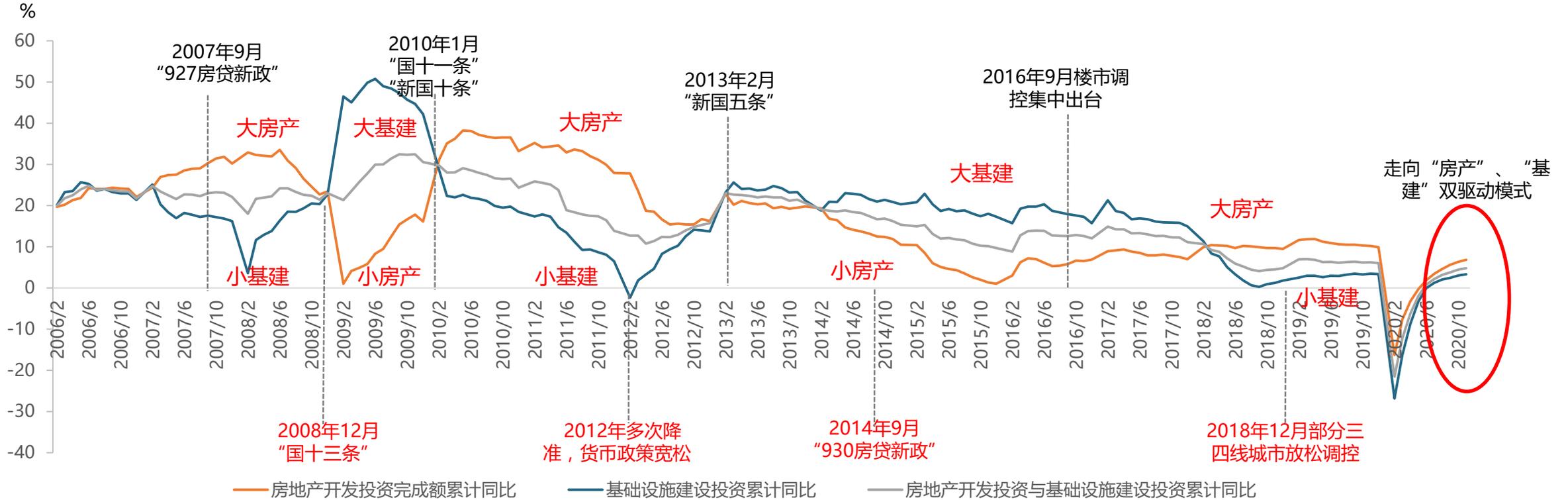
2020年6月不同国家政府部门杠杆率



# 内循环：未来投资走向“房产”、“基建”双驱动模式

基础设施和房地产投资占据固定资产投资的半壁江山，从历史来看，两者呈现明显的此消彼长的关系（跷跷板），一旦两者中一者处于周期低点时就会出台措施进行拉动。近年来政府大规模施行减税降费、同时疫情后财政进一步承压，如果顺应规律进入“小房产、大基建”阶段则面临财政更为紧张局面。结合2020年政府定向放松楼市并大规模获取土地出让金行为，综合判断未来投资走向“房产”、“基建”双驱动模式

中国房地产投资与基础设施投资增速



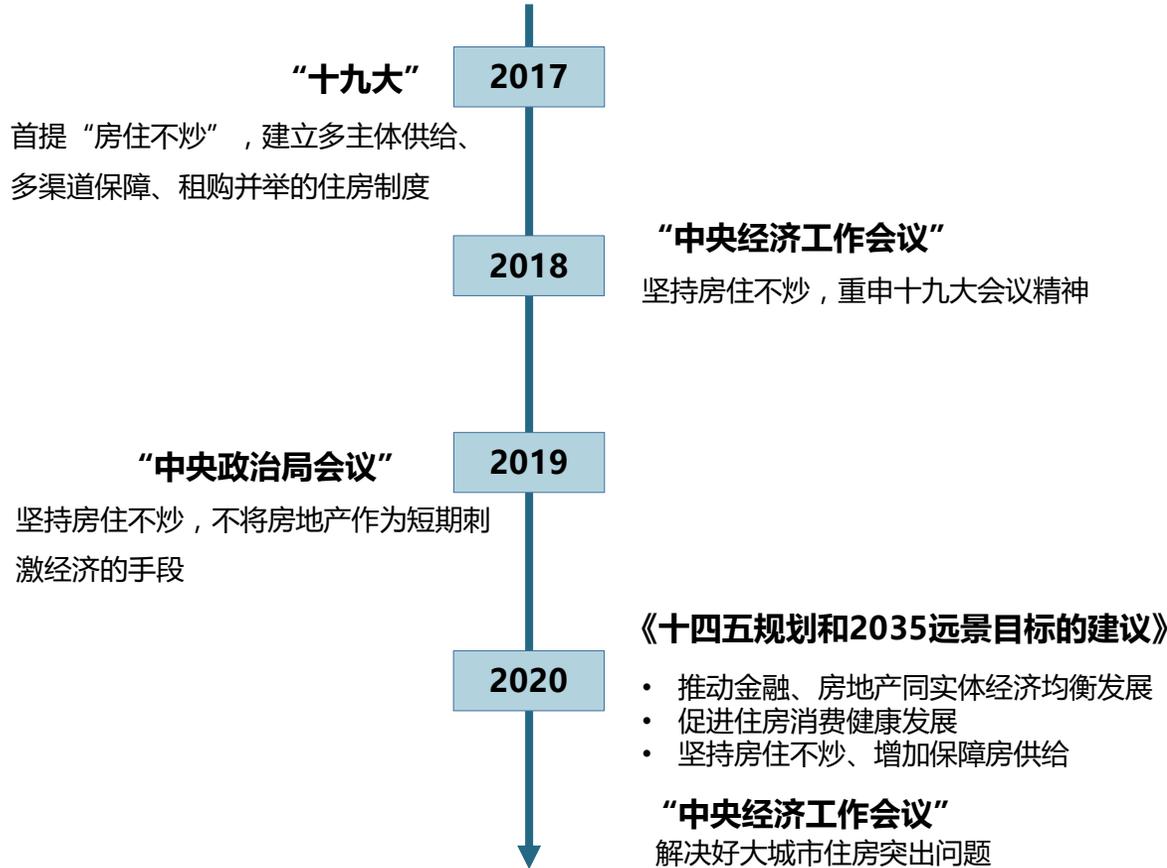


1998-2020  
深耕地产二十二年

- ◆ 01 十四五确立双循环相互促进的新发展格局
- ◆ 02 十四五期间强化房地产合理的经济地位

# 政策定调强化房地产业合理的经济地位

“十九大”首提“房住不炒”，2017-2020年政策导向以稳定楼市的短期调控逻辑为主导，强调因城施策。《十四五规划和2035远景目标的建议》中明确了“金融、房地产同实体经济均衡发展”的关系，支持“住房消费”，从长期上强化房地产业合理的经济地位



## 第十六条：畅通国内大循环

推动**金融、房地产**同实体经济均衡发展，实现上下游、产供销有效衔接，促进农业、制造业、服务业、能源资源等产业门类关系协调。

## 第十八条：全面促进消费

增强消费对经济发展的基础性作用，顺应消费升级趋势，**提升传统消费**，培育新型消费，适当增加公共消费。**促进住房消费健康发展。**

## 第十九条：拓展投资空间

**保持投资合理增长**，加快补齐基础设施、市政工程、**农业农村设施**。推进新型基础设施、**新型城镇化**、交通水利等重大工程建设，支持有利于**城乡区域协调发展**的重大项目建设。

## 第二十六条：实施乡村建设行动

统筹县域城镇和村庄规划建设，完善乡村水、电、路、气、通信、广播电视、物流等基础设施，**提升农房建设质量。改善农村人居环境。**提高农民科技文化素质，推动乡村人才振兴。

## 第二十七条：深化农村改革

**推动城乡要素平等交换、双向流动**，增强农业农村发展活力。**健全城乡统一的建设用地市场**，积极探索实施**农村集体经营性建设用地入市制度。建立土地征收公共利益用地认定机制**，缩小土地征收范围

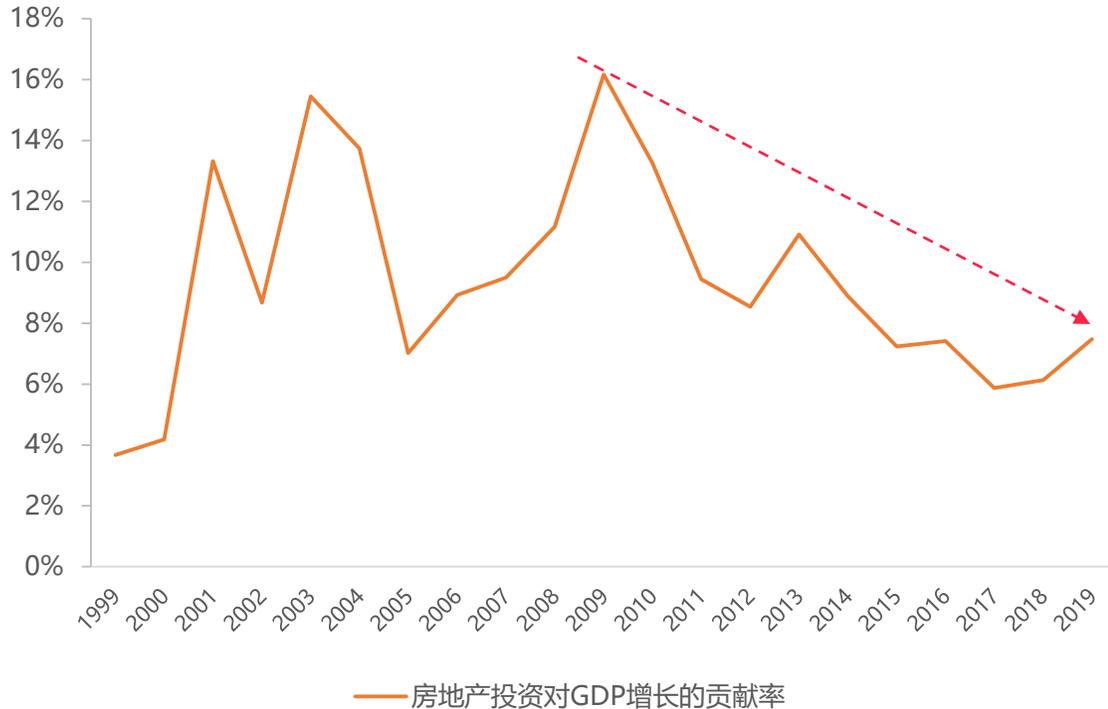
## 第三十一条：推进以人为核心的新型城镇化

**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位**，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，**探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房**

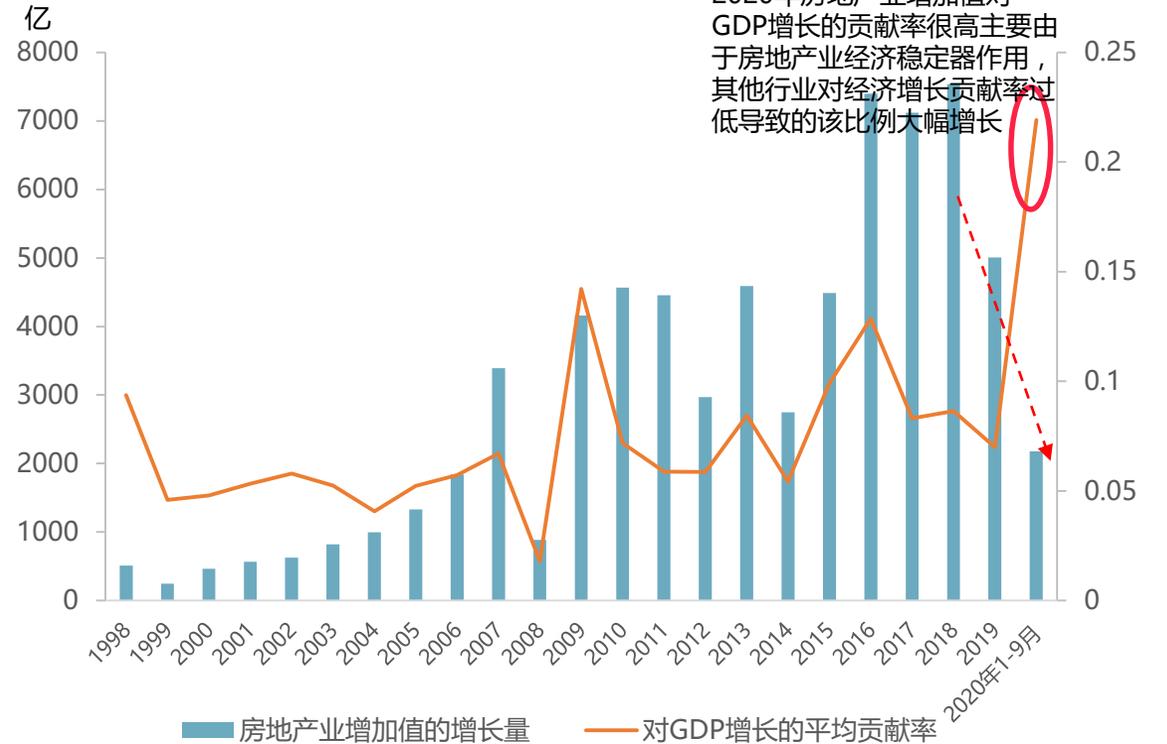
# 房地产业长期发挥经济稳定器作用而非增长器

“不把房地产作为短期刺激经济的手段”是因为经济呈现去地产化趋势。房地产投资对于GDP增长的贡献边际递减，决定了靠房地产业拉动经济需要付出更多的代价。另一方面，房地产业总量大、需求稳定，在疫情期间发挥经济稳定器的作用尤为凸显出来

近年来房地产投资对GDP增长的贡献率



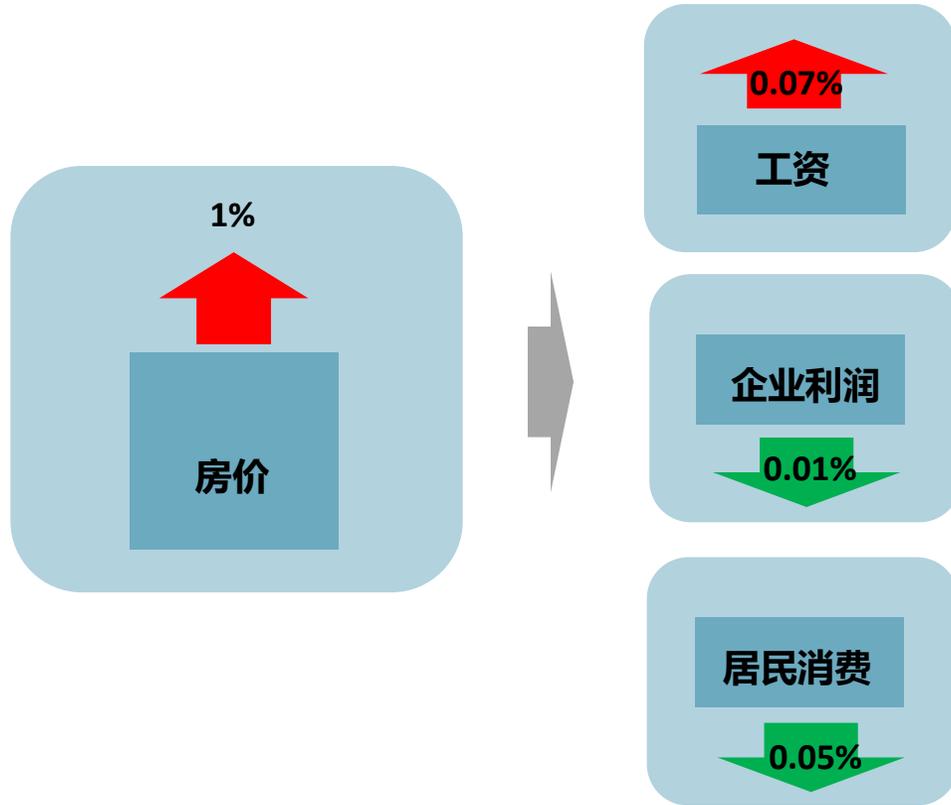
房地产业对经济增长的贡献率



# 房地产“经济稳定器”作用：1、同实体经济均衡发展

从历史经验看，房价上涨直接导致企业用工成本增加、利润下降、以及居民消费需求下滑。《十四五规划和2035远景目标的建议》以及近期中央经济工作会议均提及的扩大保障性租赁住房供给，其目的是区分“买房消费”与“租房消费”，尤其在大城市，以相对便宜的租房消费来缓解房价上涨对生产部门的不利影响

2020年部分一二三线城市租房月租金和买房月供的比例关系



城市	二手房挂牌价 元/平米	60平米住宅		租金/月供	城市	二手房挂牌价 元/平米	60平米住宅		租金/月供
		月租金/元	月供/元				月租金/元	月供/元	
厦门	47798	2810	10007	0.281	蚌埠	8050	904	1685	0.536
深圳	74254	4708	15546	0.303	成都	16690	1897	3494	0.543
三亚	36909	2553	7727	0.330	郑州	14233	1634	2980	0.548
青岛	21605	1732	4523	0.383	武汉	18450	2133	3863	0.552
苏州	23047	1875	4825	0.389	南昌	12669	1465	2652	0.552
南通	16271	1350	3406	0.396	中山	11870	1389	2485	0.559
广州	36606	3040	7664	0.397	西安	15454	1820	3235	0.563
福州	26189	2197	5483	0.401	昆明	14007	1666	2933	0.568
上海	56703	4773	11871	0.402	佛山	13635	1628	2855	0.570
天津	25898	2189	5422	0.404	海口	15250	1907	3193	0.597
南京	31668	2700	6630	0.407	大连	16053	2017	3361	0.600
北京	64649	5530	13535	0.409	沈阳	11679	1476	2445	0.604
宁波	23789	2069	4980	0.416	兰州	12992	1751	2720	0.644
常州	16404	1451	3434	0.423	重庆	12428	1677	2602	0.644
石家庄	14840	1350	3107	0.435	南宁	12832	1733	2687	0.645
珠海	23433	2159	4906	0.440	湖州	11883	1716	2488	0.690
无锡	16853	1566	3528	0.444	银川	6819	998	1428	0.699
东莞	18514	1761	3876	0.454	哈尔滨	10883	1637	2279	0.718
合肥	16658	1653	3488	0.474	长春	10197	1551	2135	0.727
徐州	11349	1139	2376	0.479	贵阳	9391	1436	1966	0.730
济南	16248	1645	3402	0.483	西宁	10017	1532	2097	0.731
杭州	31002	3326	6491	0.512	长沙	11081	1697	2320	0.731
绍兴	13435	1458	2813	0.518	湘潭	5599	921	1172	0.785
太原	11906	1336	2493	0.536	乌鲁木齐	8562	1533	1792	0.855

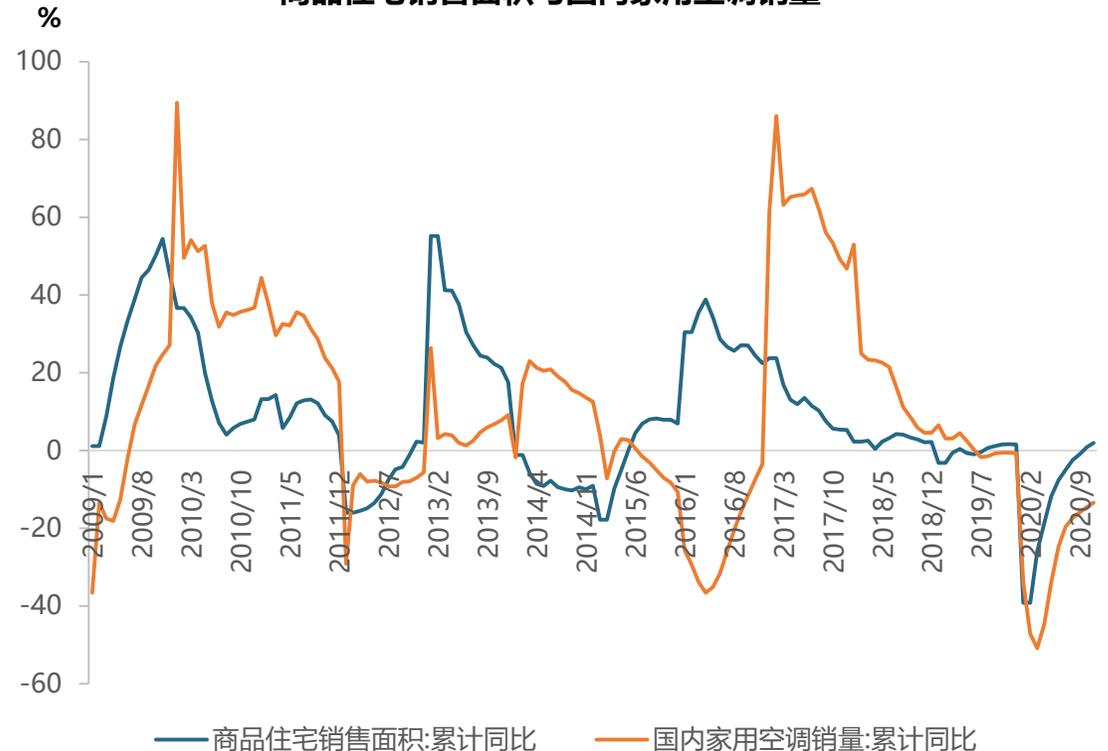
# 房地产“经济稳定器”作用：2、消化上下游产能

房地产业在拉动产业链上下游销售方面具有明显效果，一方面商品房开发阶段持续消化钢铁、水泥、玻璃等低技术含量的产能，另一方面商品房销售后也能带动市内装修及家用电器的销量增长。稳定释放的住房需求对产业链上下游的产能消化具有积极意义

房屋新开工面积与玻璃销量同比增速



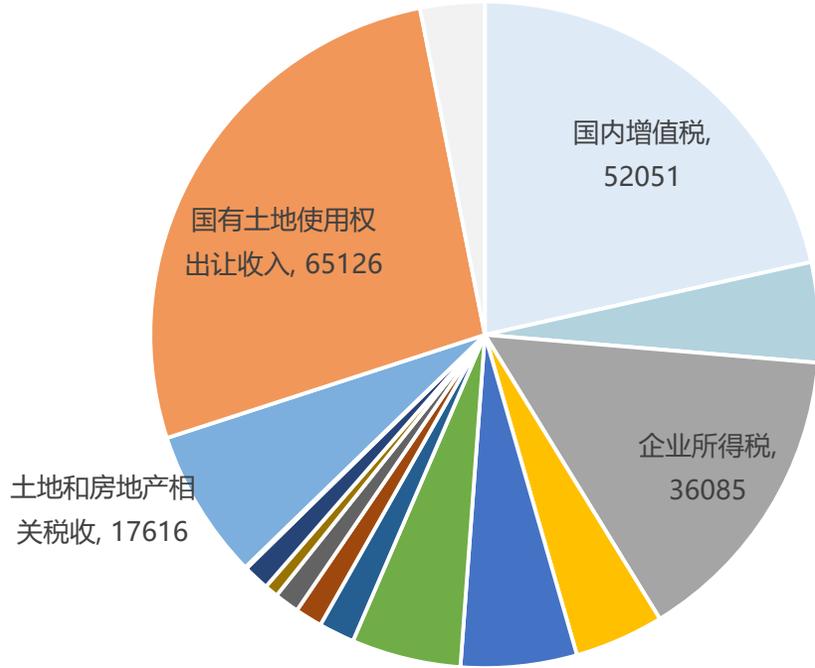
商品住宅销售面积与国内家用空调销量



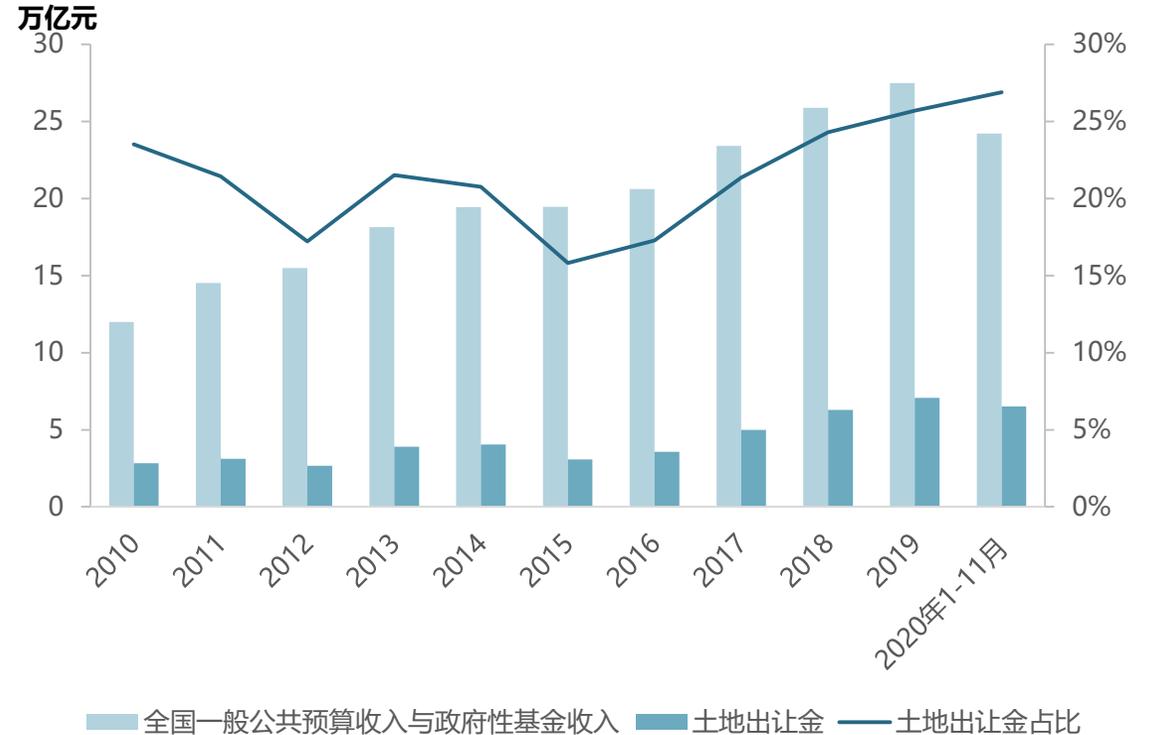
# 房地产“经济稳定器”作用：3、稳定的财税来源

2020年1-11月全国一般公共预算收入与政府性基金预算收入合计24.22万亿元，其中土地出让收入以及土地和房地产相关税收占比达34.2%。未来继续施行稳健财政政策、强化国家宏观调控能力势必需要稳定的房地产业来提供稳定的税源支撑

2020年1-11月全国财政收入来源/亿元



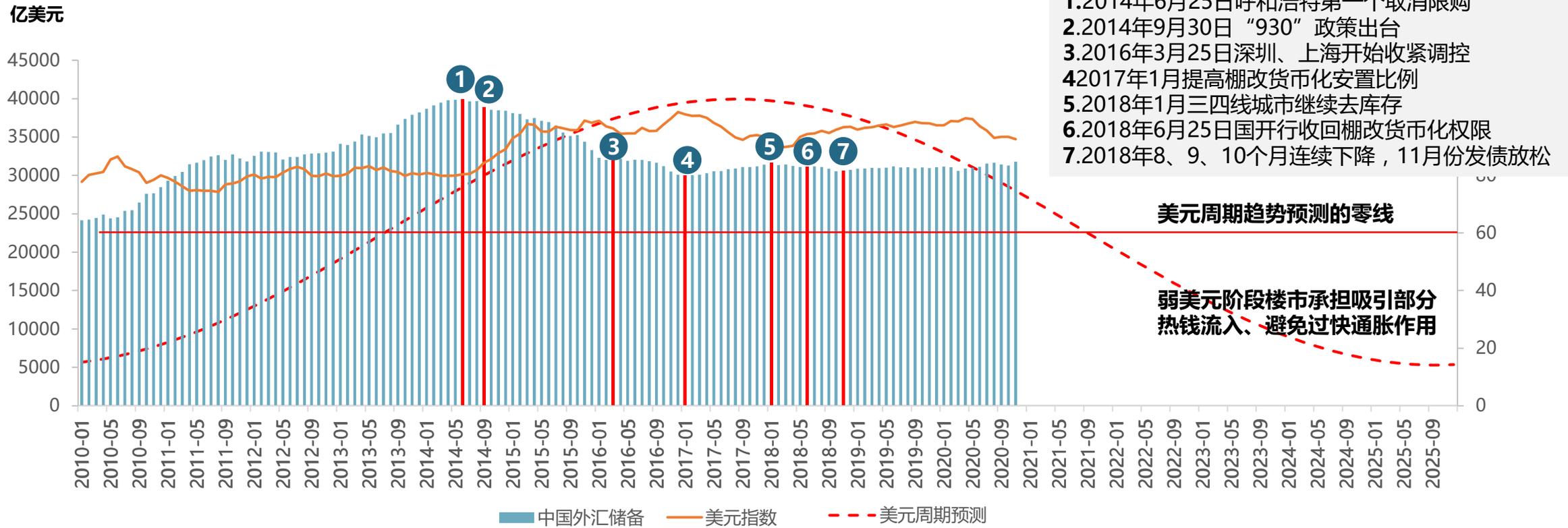
2010至2020年全国财政收入与土地出让金占比



# 房地产“经济稳定器”作用：4、防范金融系统风险的利器

强势美元时，国际资本回流美国，新兴市场国家外汇储备大量流出造成金融危机（如1982年拉美危机、1998年亚洲金融危机）。2014年下半年美元走强，中国外汇储备快速流出，政府果断启动楼市引导热钱留在国内，避免了外汇储备大量流出造成的金融系统风险。**未来进入弱美元阶段，中国货币环境总体宽松，楼市同样承担吸引部分热钱流入、避免过快通胀的作用**

2010-2020年美元指数与中国外汇储备





1998-2020  
深耕地产二十二年

## 第二章

# 2020十三五收官年楼市市场特征

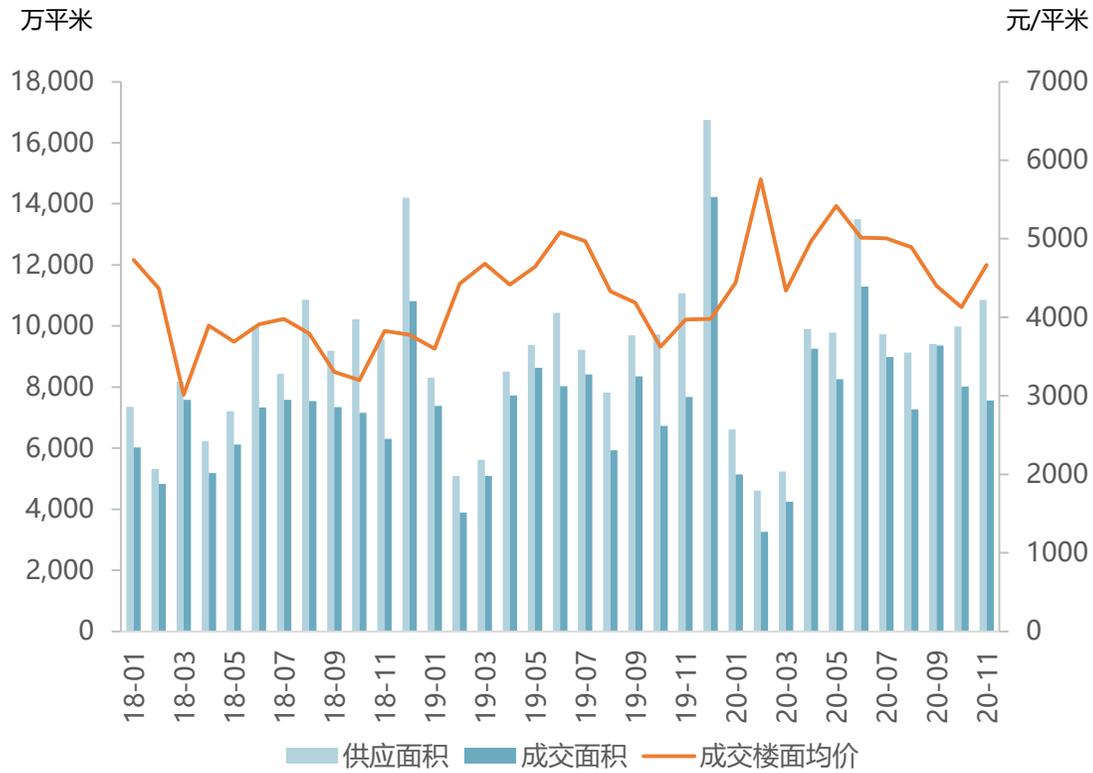


- ◆ **01 2020年土地市场特征**
- ◆ **02 2020年商品住宅市场特征**
- ◆ **03 三道红线前后房企变化特征**

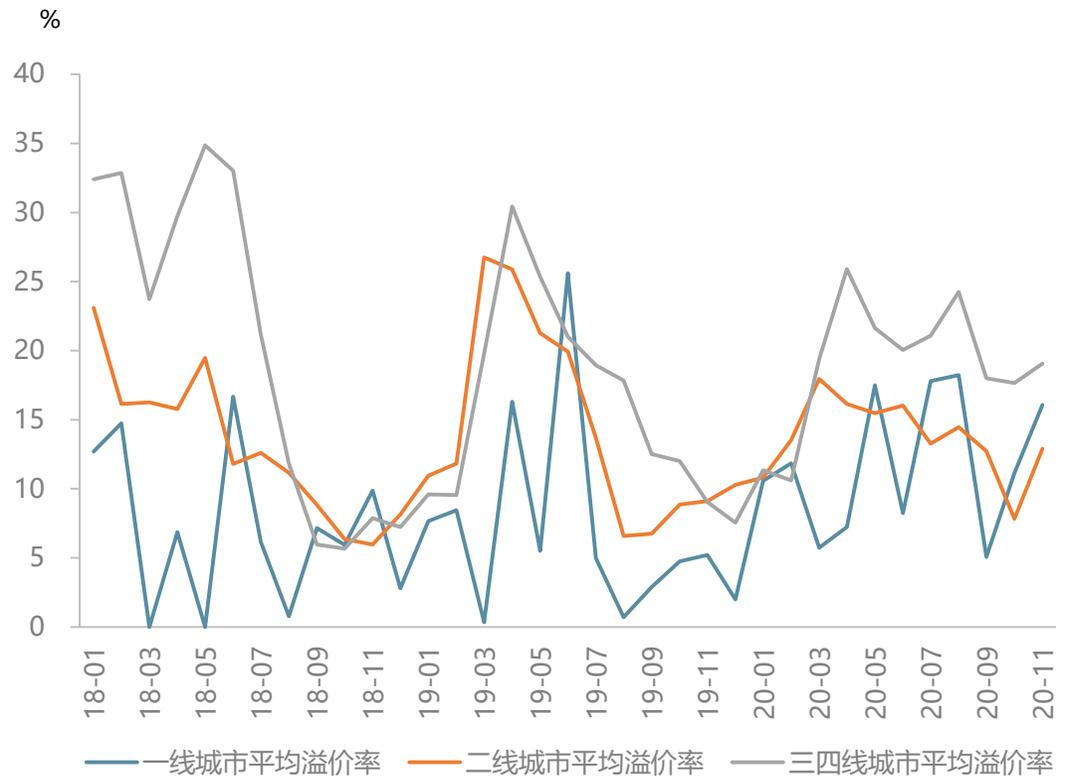
# 全国土地特征：土地市场经历低谷、反弹、平复三个阶段

2020年全国土地市场先后经历**疫情期间的低谷期**、**年中的反弹期**、以及**三道红线后的平复期**三个阶段。8月房企融资“三道红线”及后续管理细则公布后，房企参拍热情下降，土地市场量价震荡下行，二线及三四线城市溢价率也出现波动下滑

2018年-2020年11月全国300城市住宅用地供应成交情况



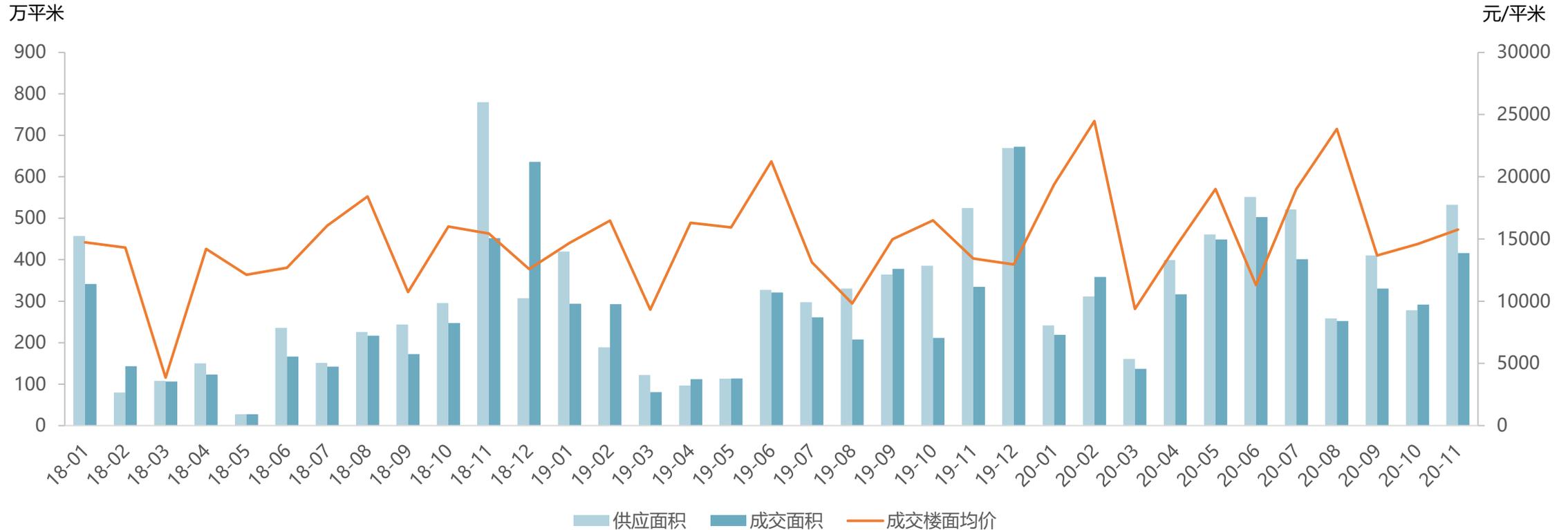
2018年-2020年11月全国300城市住宅用地成交溢价率（分城市能级）



# 一线城市土地市场特征

今年以来，一线城市土地市场供应、成交规模同比大幅走高，1-11月一线城市住宅用地成交面积同比增加40.9%。其原因是：1、一线城市疫情持续防控力度大、财政承压，加大供应量、供应优质地段稀缺土地来保证财政充足；2、房企出于避险考量，回归核心城市，加大投资力度

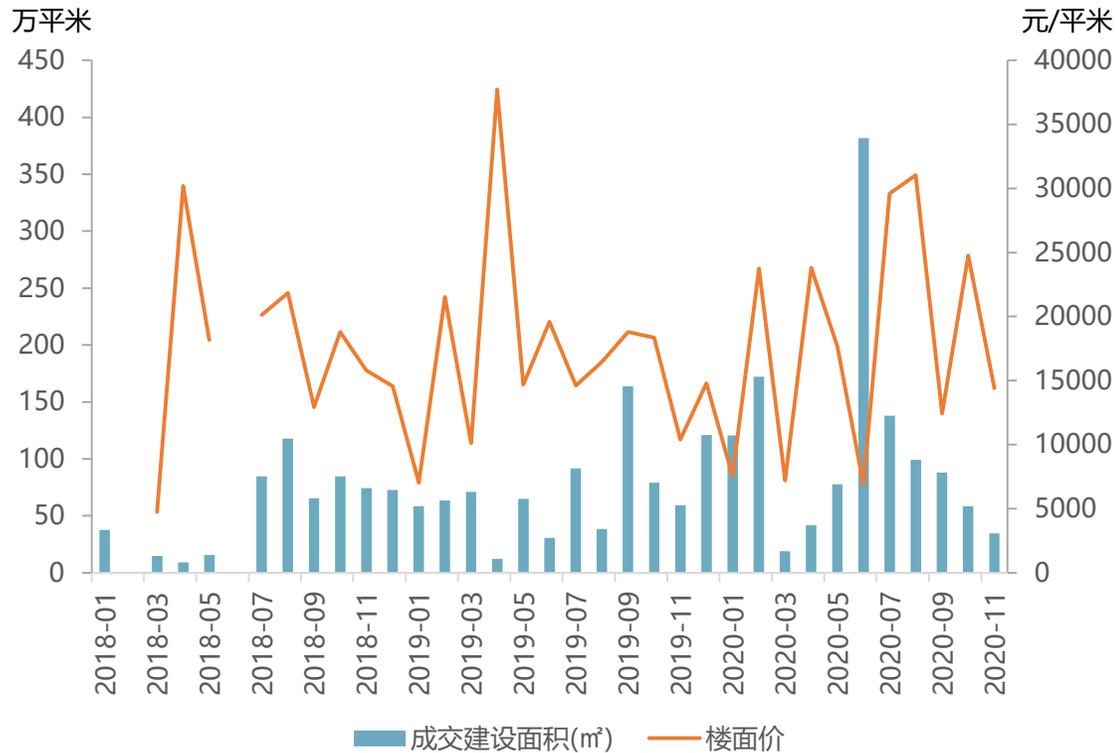
2018-2020年11月一线城市住宅土地月度供应、成交（按规划建筑面积）



# 典型城市—上海：成交放量，热门区域楼面价创新高

1-11月，上海商品住宅用地建筑面积1238.24万平方米，已超越去年全年土地成交规模，同比增长45.1%，热门区域楼面价也有明显上涨。主要是由于疫情后上海阶段性放松土拍政策（取消自持要求、放宽参拍房企数量限制），使得房企积极参拍，多个板块楼面价创出新高，即使“三道红线”政策之后，土地市场热度也未见明显下滑，其余一线城市热度同样居高不下

2018-2020年11月上海住宅土地成交建筑面积（剔除保障房地块）



2020年1-11月上海典型高价地块情况

区域	板块	拿地房企	拿地时间	楼面价 (元/m²)	板块楼面价次高 (元/m²)	次高楼面价年份
杨浦	控江路	金隅	07-31	85764	53772	2019年
虹口	四川北路	招商	07-03	81089	近六年无出让	
杨浦	东外滩	融创&上海城建	10-29	70808	49236	2014年
闵行	七宝	旭辉&融信	08-06	54814	近六年无出让	
浦东	周康	华发&仁恒	08-18	49263	43607	2016年
浦东	唐镇	华侨城	07-21	44239	29697	2015年
闵行	颛桥	华发	08-11	40558	近六年无出让	
浦东	花木北蔡	浦发&浦开发	10-20	40550	40208	2020年
嘉定	南翔	融信	08-17	38763	近六年无出让	
嘉定	江桥	南山	07-09	32687	30500	2018年
浦东	高桥高行	宝华	06-29	28715	近六年无出让	
崇明	陈家镇	路劲	10-10	12701	11664	2019年
金山	朱泾镇	上海城投	02-17	10960	5853	2015年

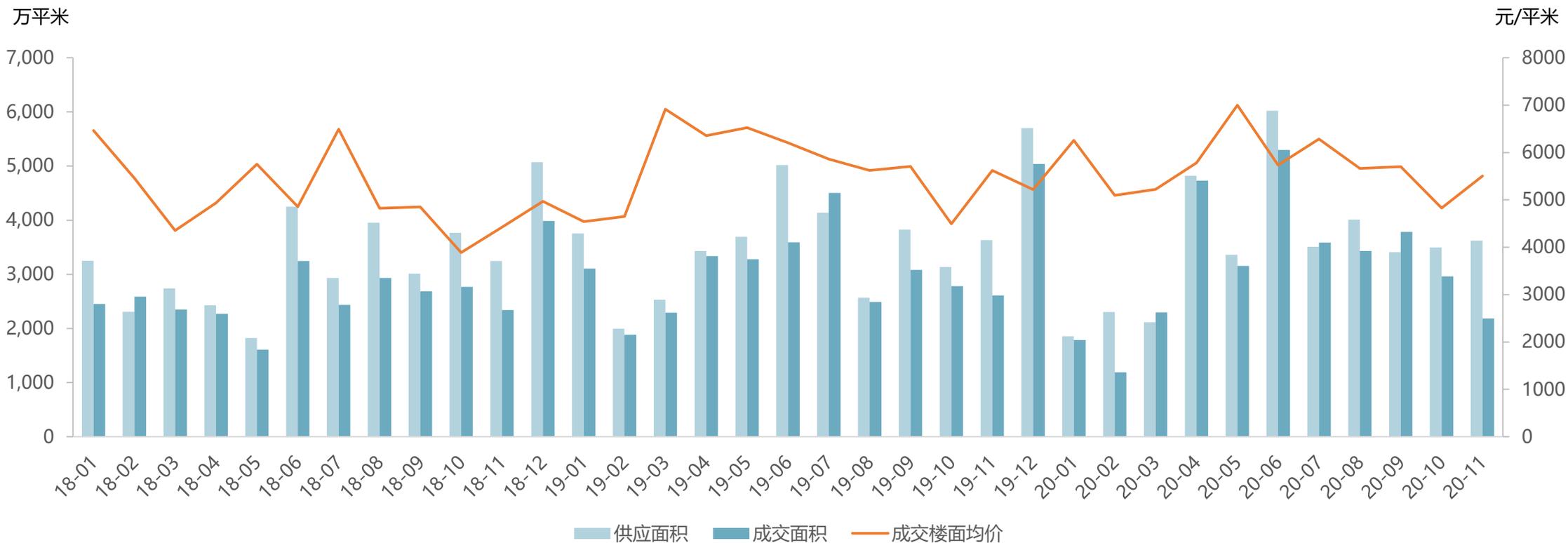
# 二线城市土地市场特征



1998-2020  
深耕地产二十二年

二线城市土地市场冲高回落特征明显，主要原因是上半年各地放松土地出让条件、二线核心城市作为市场焦点纷纷迅速回温，量价大幅走高，7月以后，多个二线城市由于市场过热被住建部约谈，各地政府通过加大非核心区域供地力度、修改土拍规则等方式控制供地节奏，叠加“三道红线”政策影响，二线城市整体回归理性

2018-2020年11月二线城市住宅土地月度供应、成交（按规划建筑面积）



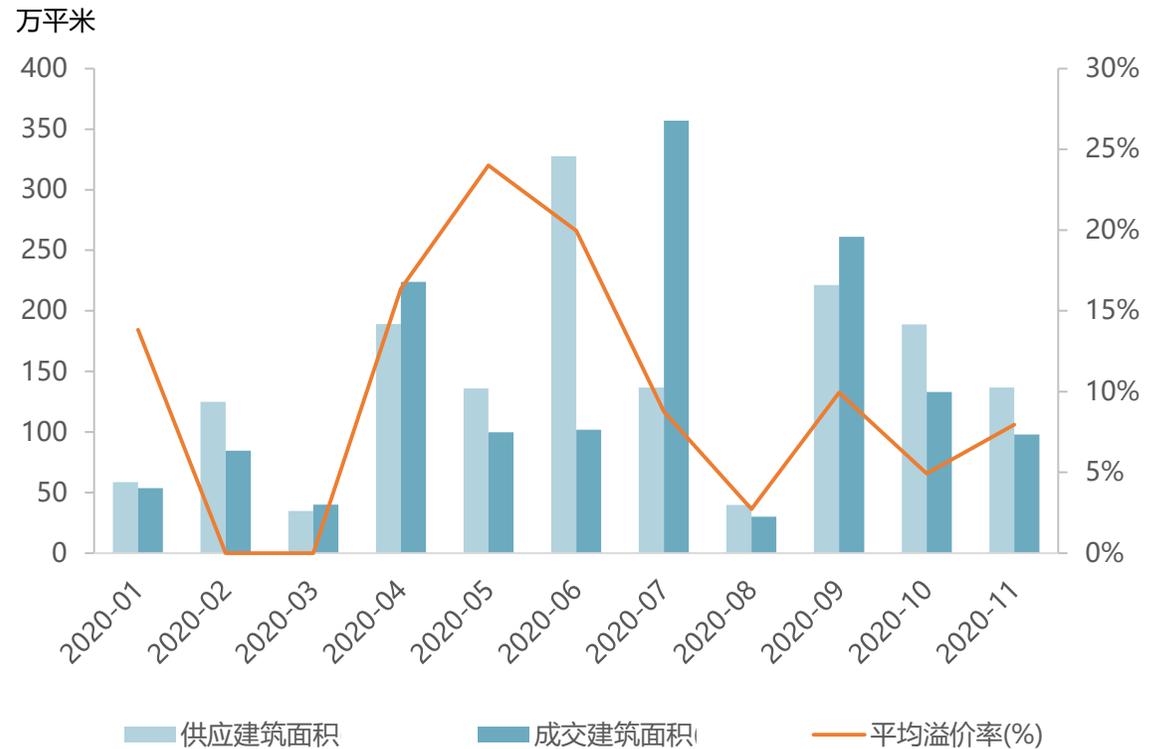
# 典型城市—南京：下半年新政出台后市场逐渐平复

疫情结束后，南京市场率先复苏，土拍频频触顶，二季度市场平均溢价率持续高于15%；8月南京出台多条土地新政，调整土拍规则，当月土地供应大幅减少，其后土地供应、成交规模、溢价率较前一阶段都大幅下滑，市场热度逐渐平复，但优质地块依然竞争激烈

2020年8月南京修改土拍规则，进一步严格住宅用地公开出让

措施	具体措施
1、调整竞价成交方式	明确住宅（商住）用地竞价达到土地出让最高限价时仍有竞价的，不再竞争人才房面积，改为通过现场摇号方式确定竞得人
2、严格开发资质要求	要求报名参与住宅（商住）用地的竞买人应具备房地产三级及以上开发资质(不含暂定资质)
3、提高竞买资金要求	提高住宅（商住）用地竞买保证金比例，根据地块区域土地市场竞争情况，由出让起始价的20%调整为20%-80%，热点区域不低于50%，并要求一个月内付清全部土地成交价款
4、严格竞买资金审查	要求住宅（商住）用地的竞买保证金及后续购地资金须为竞买人自有资金，竞买人须按要求提供符合条件的相关材料，通过审查后方可报名
5、限制竞买地块数量	要求在同一批次出让公告中，同一竞买人及同一集团所属成员企业不得竞得(含联合竞买)两块及以上的住宅(商住)地块

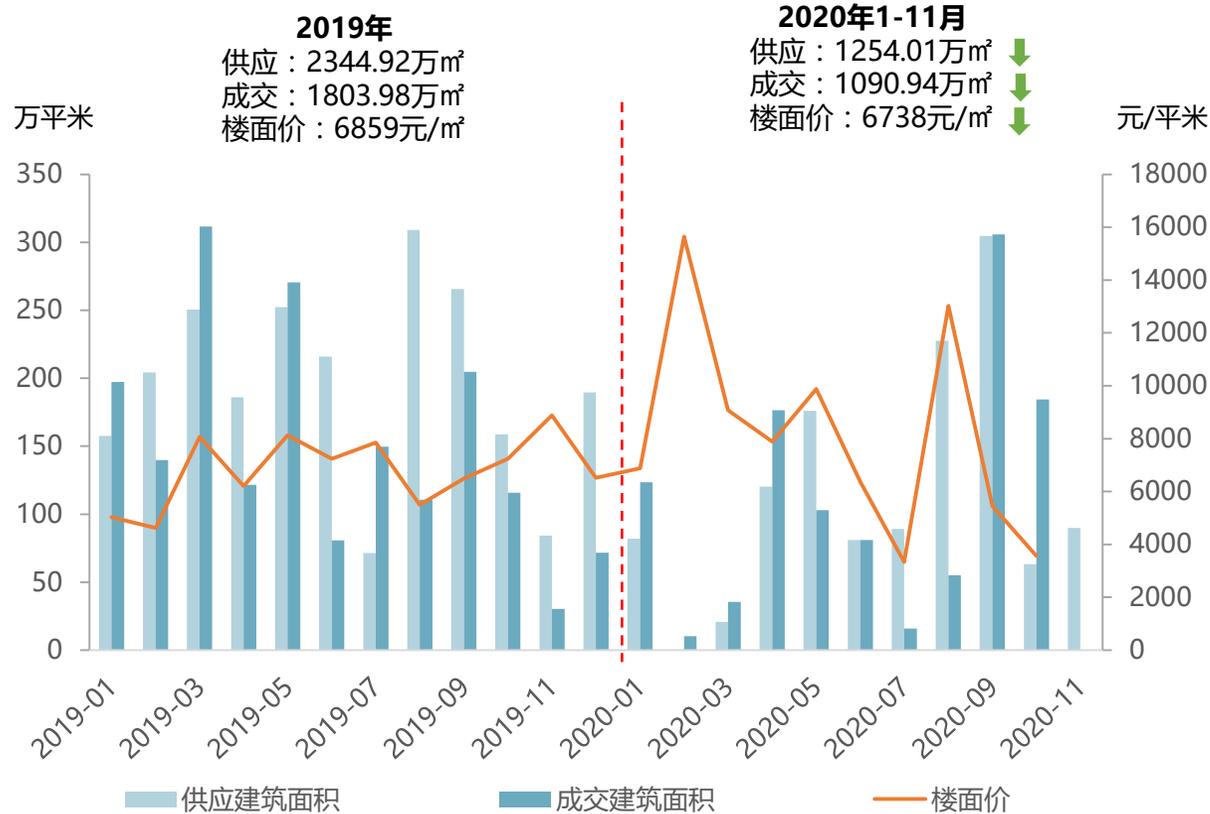
2020年1-11月南京住宅用地供应、成交及溢价率情况



# 典型城市—天津：市场平淡，超七成宅地底价成交

也有部分二线城市土地市场表现始终平淡，以天津为例，2020年宅地供应、成交规模明显下滑，且溢价率持续低位，成交的113宗住宅用地中，74%为底价成交，仅个别市区地块溢价率突破20%

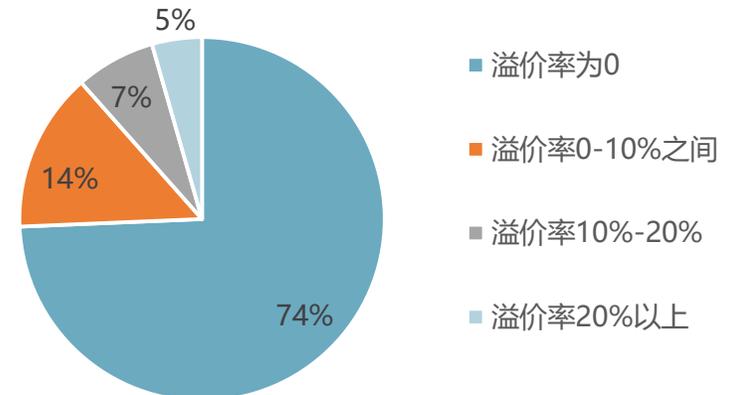
2019-2020年11月天津住宅用地月度供应、成交量价情况



2019-2020年11月天津住宅用地月度成交溢价率情况



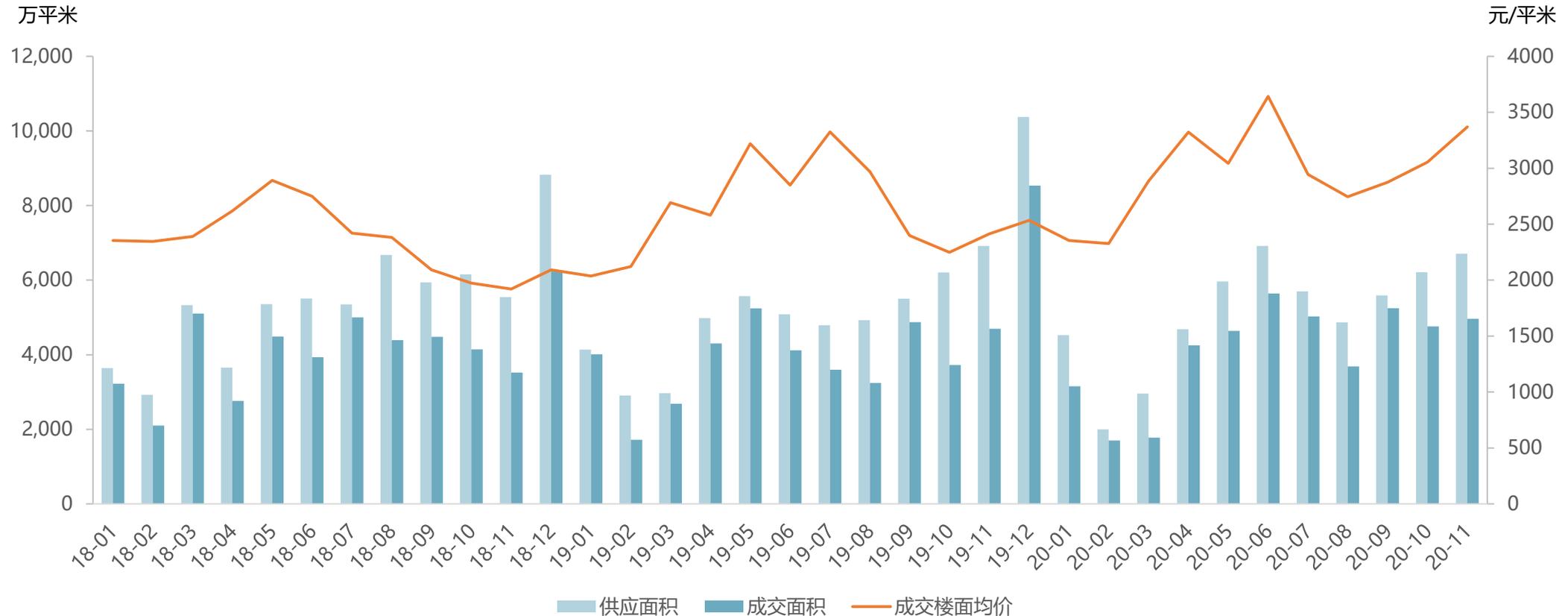
2020年1-11月天津住宅用地成交溢价率结构（按土地宗数）



# 三四线城市土地市场特征

今年以来，三四线城市整体并未出现较大波动，土地成交规模与去年同期基本持平，主要是由于三四线房地产市场不确定性较大，且经济支撑不足，多数房企在三四线城市投资偏谨慎，各城市间市场分化明显；下半年以来三四线城市土地成交量稳价涨，主要是由于强三线城市市场表现更突出，拉高整体均价，其中多个长三角三线城市表现尤为突出

2018-2020年11月三四线城市住宅土地月度供应、成交（按规划建筑面积）



# 典型城市—南通：政策加码难抑土拍热潮

南通作为优质强三线城市的代表，2020年土拍市场火热，在土拍政策不断收紧的情况下，各区依然地王频出，目前南通已有62块万元地，其中2020年新增万元地37块；海门受今年撤市设区的利好刺激，贡献出11宗万元地

南通2020年土地市场时间轴

## 土拍政策不断升级

4月，南通首次公布**土拍双限摇号规则**，即“限房价、限地价+摇号”，此后主城区热门区域全部实行双限摇号政策

6月，**提高土拍保证金要求**，报名参与竞拍的房企需要缴纳与起始总价相同的竞买保证金

9月，**双限摇号规则升级**，房企大规模的马甲战术宣告失败，摇号确定3家候选竞得人，审核不通过则顺位替补，延长了保证金时间，设置摇号结果公示期

10月28日，南通成立房地产领导小组，将对**海门、通州实行双控**

11月7日，**通州挂出首宗双限摇号地块**

## 各区地价频频刷新

4月20日，上海裕景以97%的溢价率获得通州区R2020-003地块，楼面价14000元/m<sup>2</sup>。成为**通州区新地王**

5月8日，江苏中杰鏖战265轮获得海门市中心地块，楼面价14543元/m<sup>2</sup>。成为**海门区新地王**

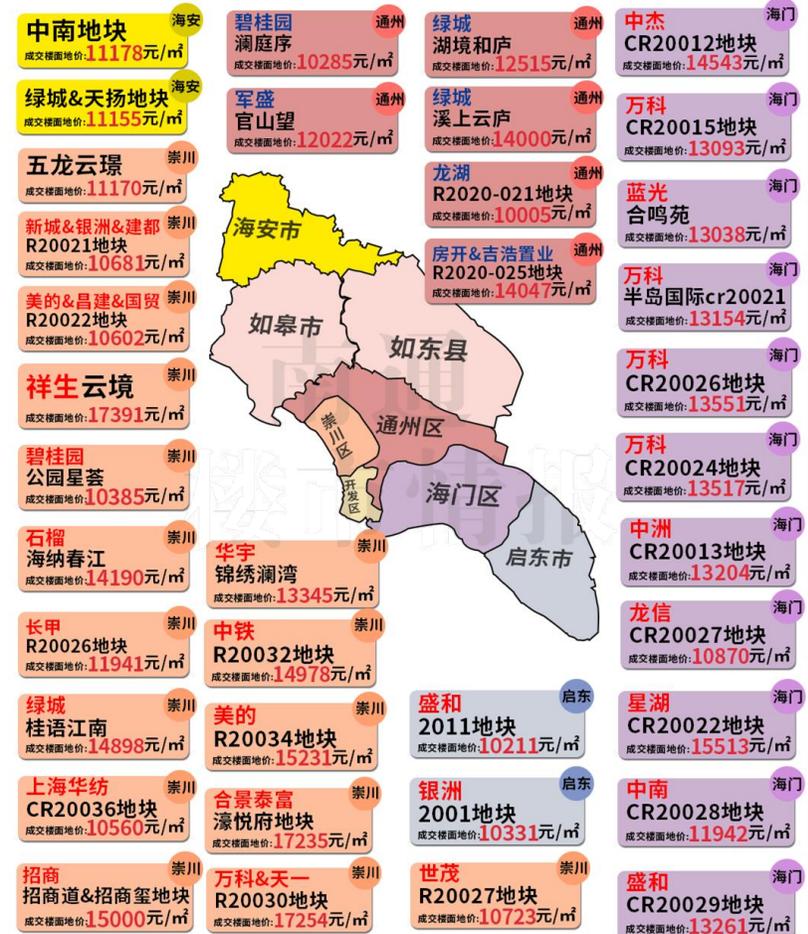
9月29日，龙信置业以楼面地价7620元/m<sup>2</sup>、7753元/m<sup>2</sup>，**1天连续2次刷新海安地价**，成为**海安新地王**

11月25日，阳光城以楼面成交价9571元/m<sup>2</sup>竞得R20035地块，成为**锡通园区新地王**

11月27日，海安一天内拍出两宗万元地，**海安楼面价再度一天之内两次刷新**

12月，吉浩置业成功竞得通州区R2020025地块，楼面成交价14047.37元/m<sup>2</sup>，溢价率高达40.47%，成为**通州新地王**

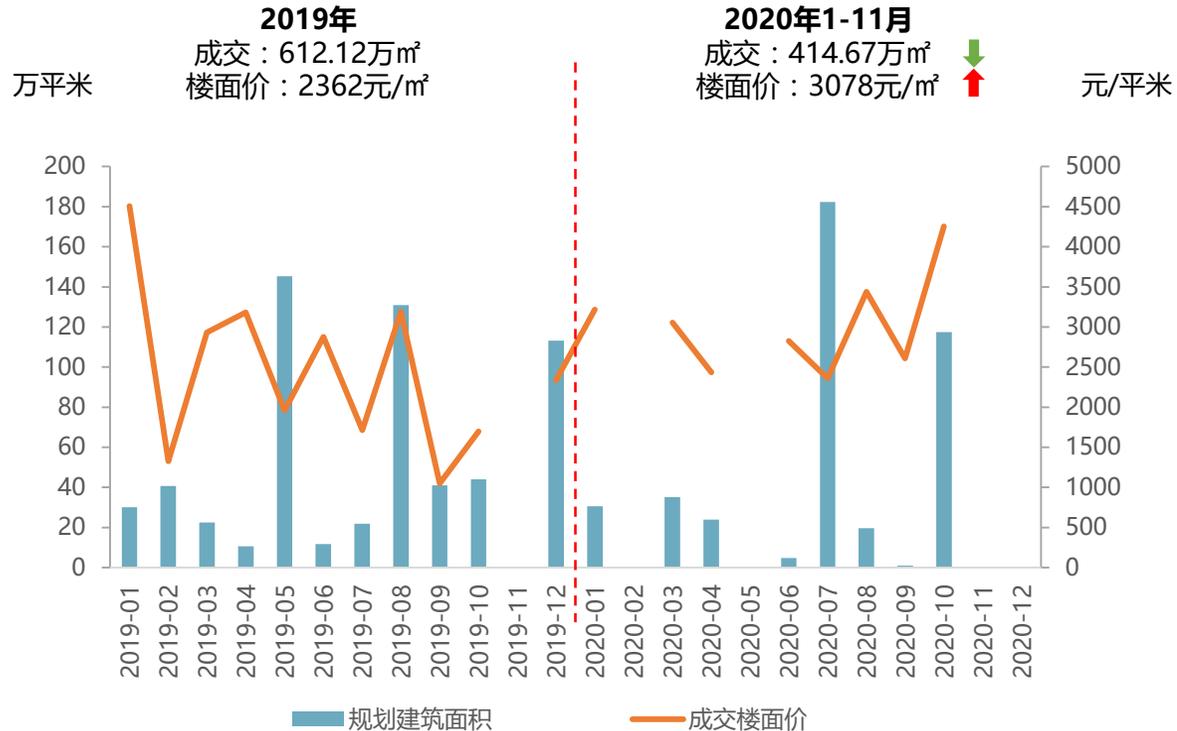
2020年南通新增万元地（成交楼面价超1万元）



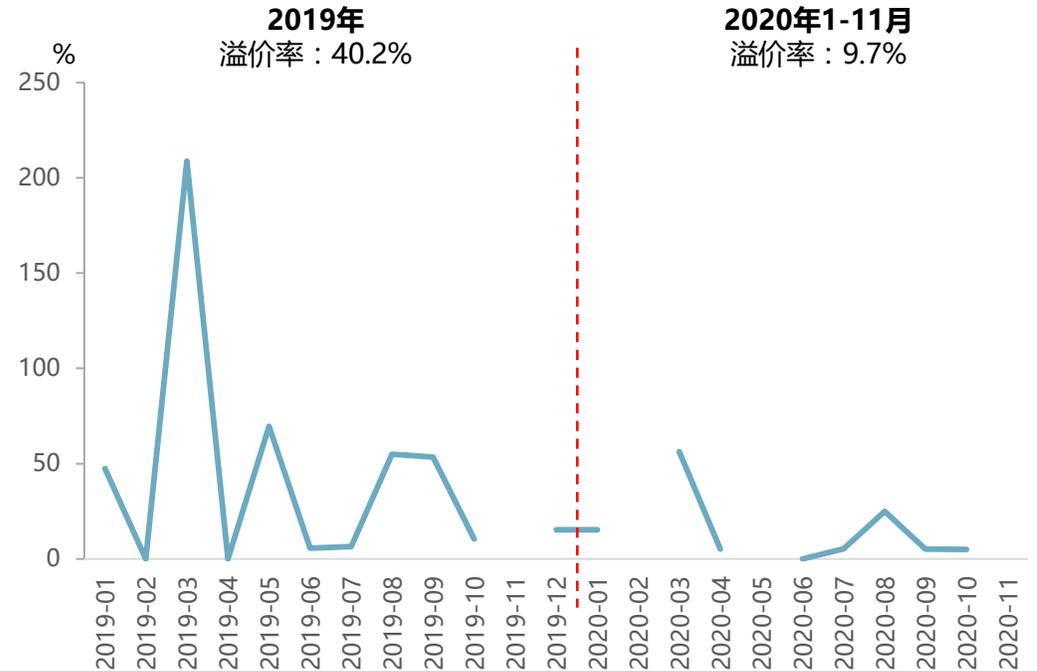
# 典型城市—洛阳：市场行情不佳，土拍热度明显下滑

洛阳作为中西部三四线城市的代表，2020年土拍市场表现平淡。2018-2019年，洛阳市出现一波上涨行情，市场供需两旺，推升土地市场热度。今年以来，由于前期棚改红利已接近尾声，市场需求缺乏支撑，且中西部整体市场行情不佳，洛阳土地市场热度显著下降。宅地成交量和溢价率与去年相比明显走低，虽然宅地成交楼面价有所上涨，但主要是由于政府为鼓励企业参拍热情，优质地块供应增加

2019-2020年11月洛阳住宅用地月度供应、成交量价情况



2019-2020年11月洛阳住宅用地月度成交溢价率情况

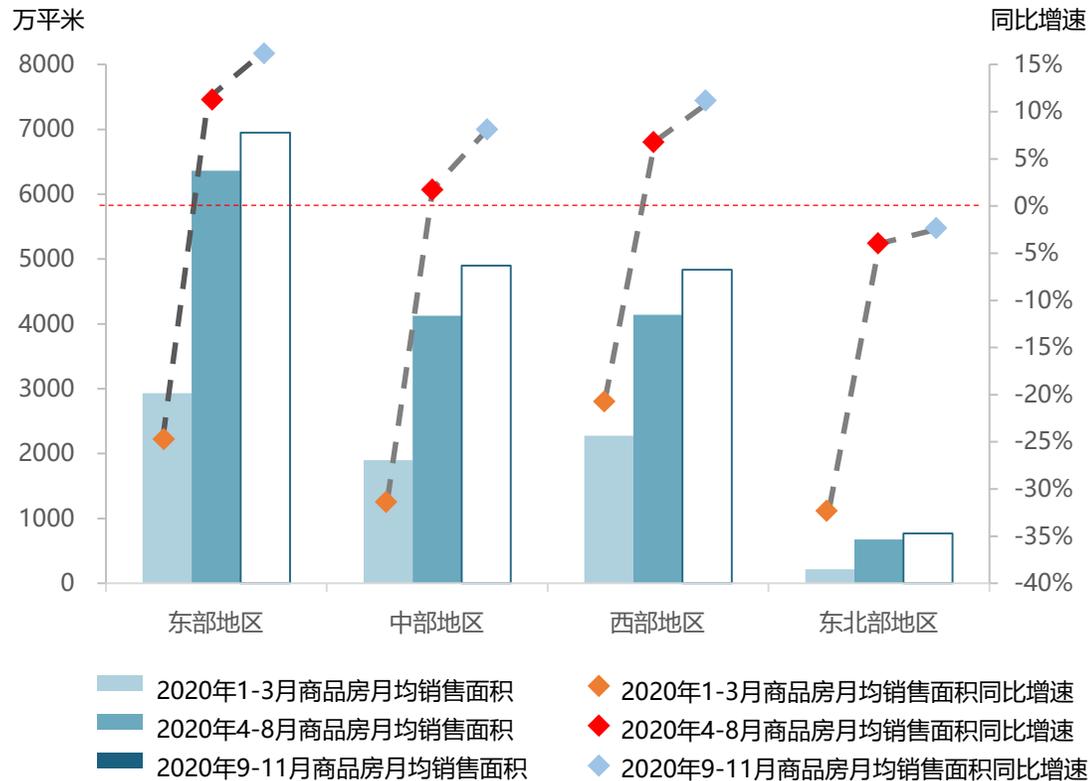


- ◆ 01 2020年土地市场特征
- ◆ 02 **2020年商品住宅市场特征**
- ◆ 03 三道红线前后房企变化特征

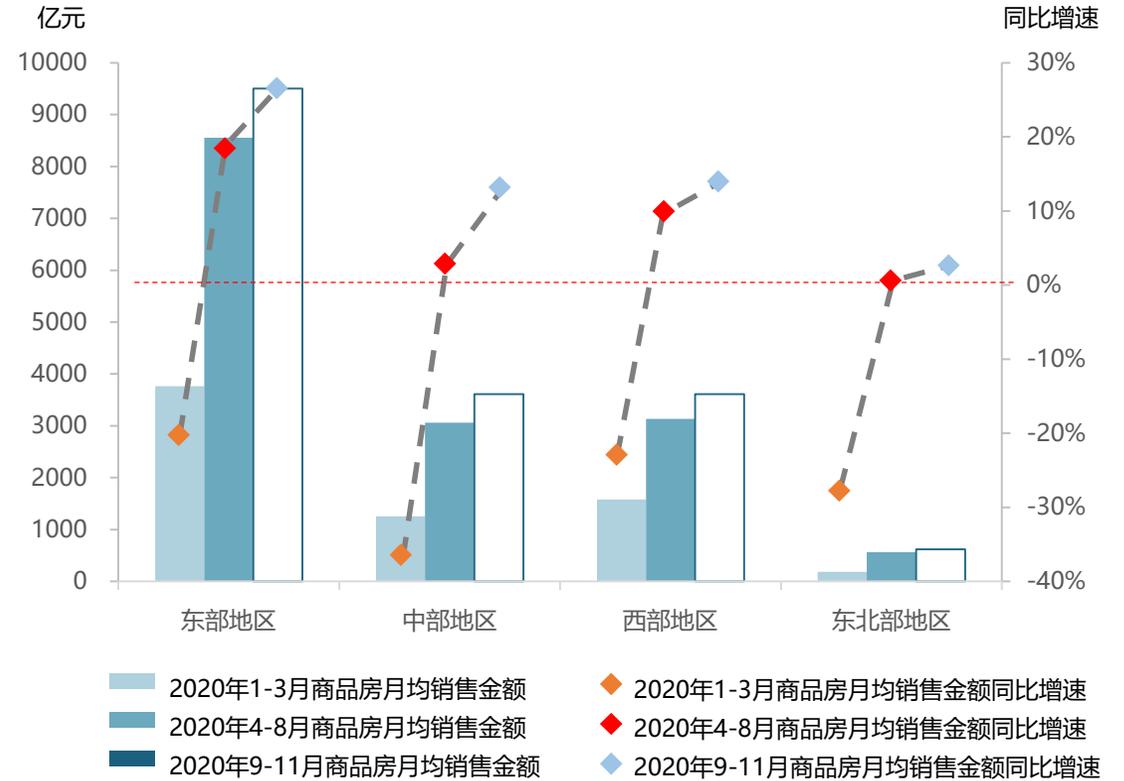
# 全国分区域商品房销售特征

1-3月受疫情影响，全国各地区商品房销售均负增长，尤其是疫情重灾区的中部地区（湖北），同比下跌超过30%；4-8月除东北地区外，其他地区商品房销售同比增速已经回正，其中，东部地区是复苏的领涨区域，市场整体热度较高，其次为市场较为封闭的西部区域；9-11月全国商品房销售延续恢复态势

2020年1-11月 全国分区域商品房销售面积及同比增速



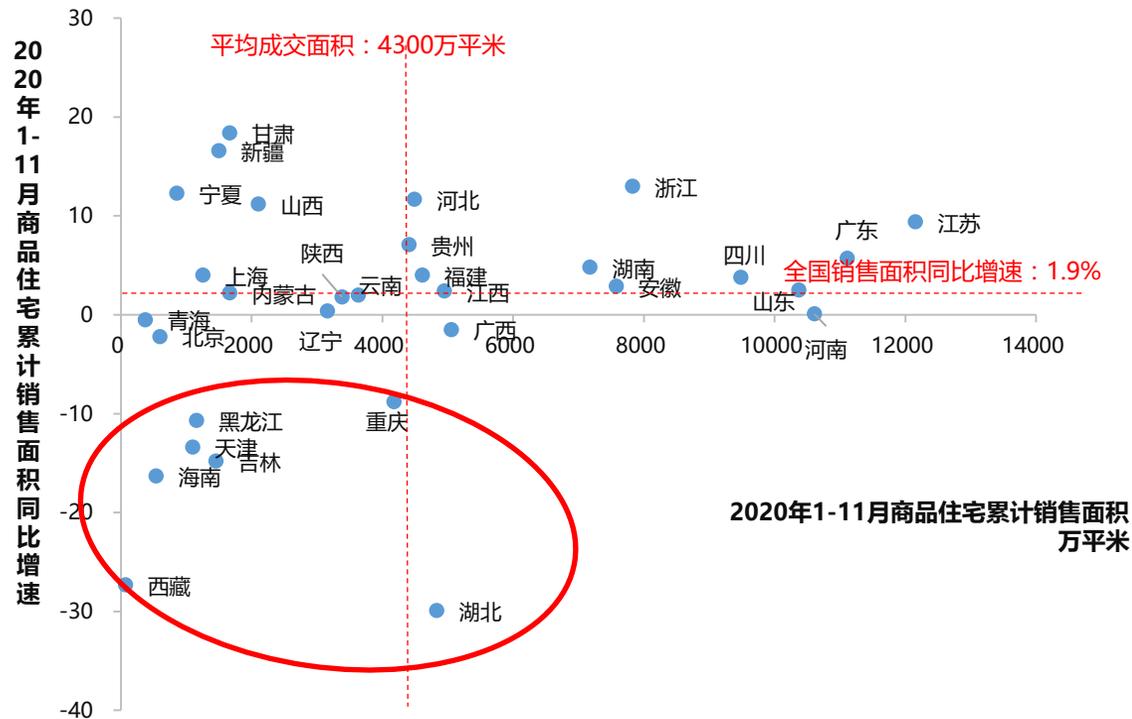
2020年1-11月 全国分区域商品房销售金额及同比增速



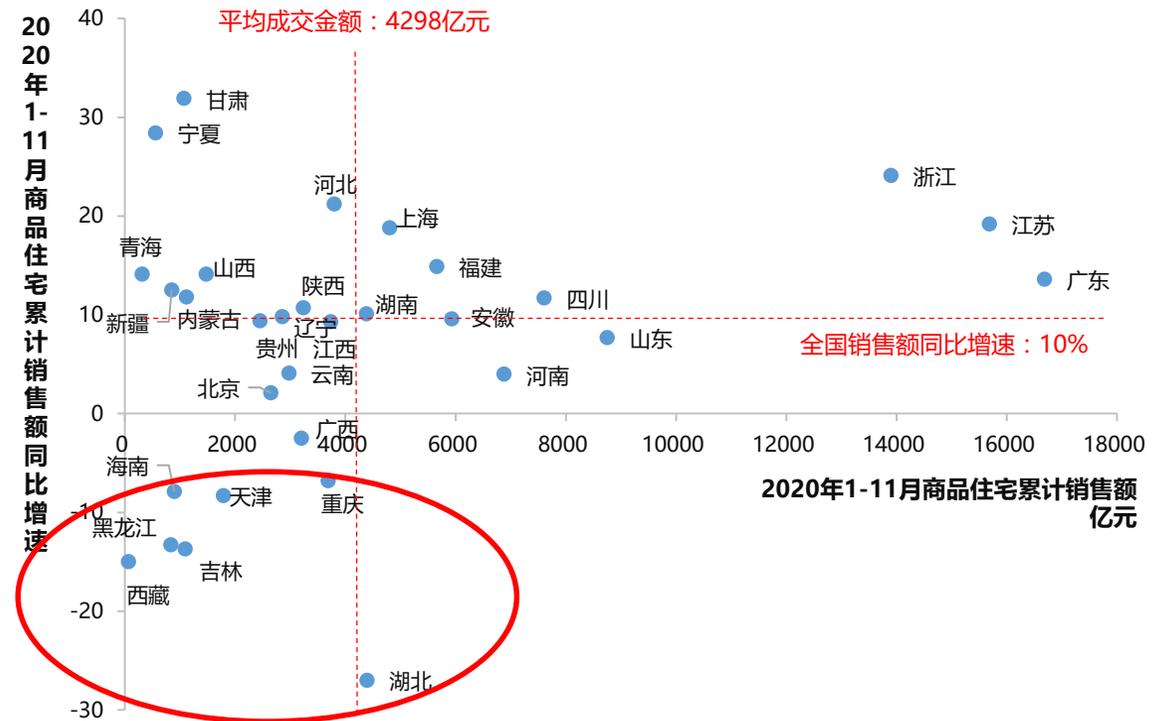
# 全国各省市商品住宅销售情况

分省市看，2020年1-11月全国大部分省市商品住宅销售面积、金额累计同比增速已经回正，但受疫情影响较大省份如湖北、东北部省份（如黑龙江、吉林）住宅累计成交依旧不及2019年同期水平；东部地区如浙江、江苏等省份的商品住宅销量及增速在全国均位于领先水平

2020年1-11月 全国分省商品住宅销售面积及同比



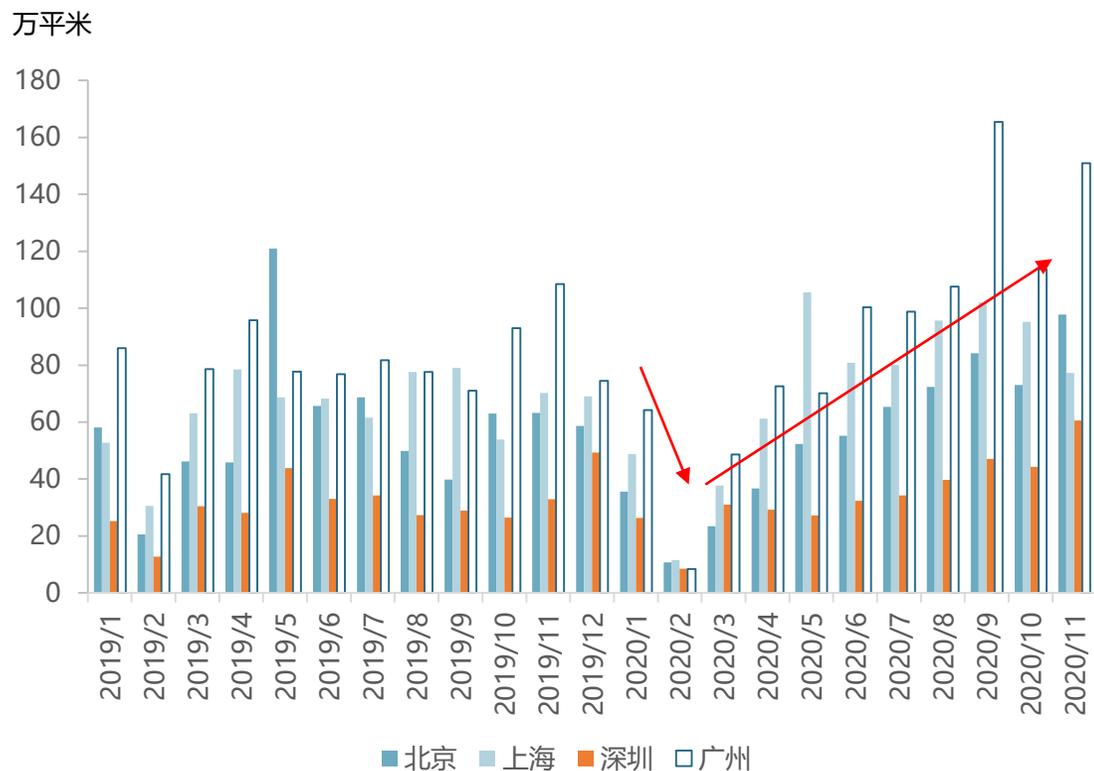
2020年1-11月 全国分省商品住宅销售金额及同比



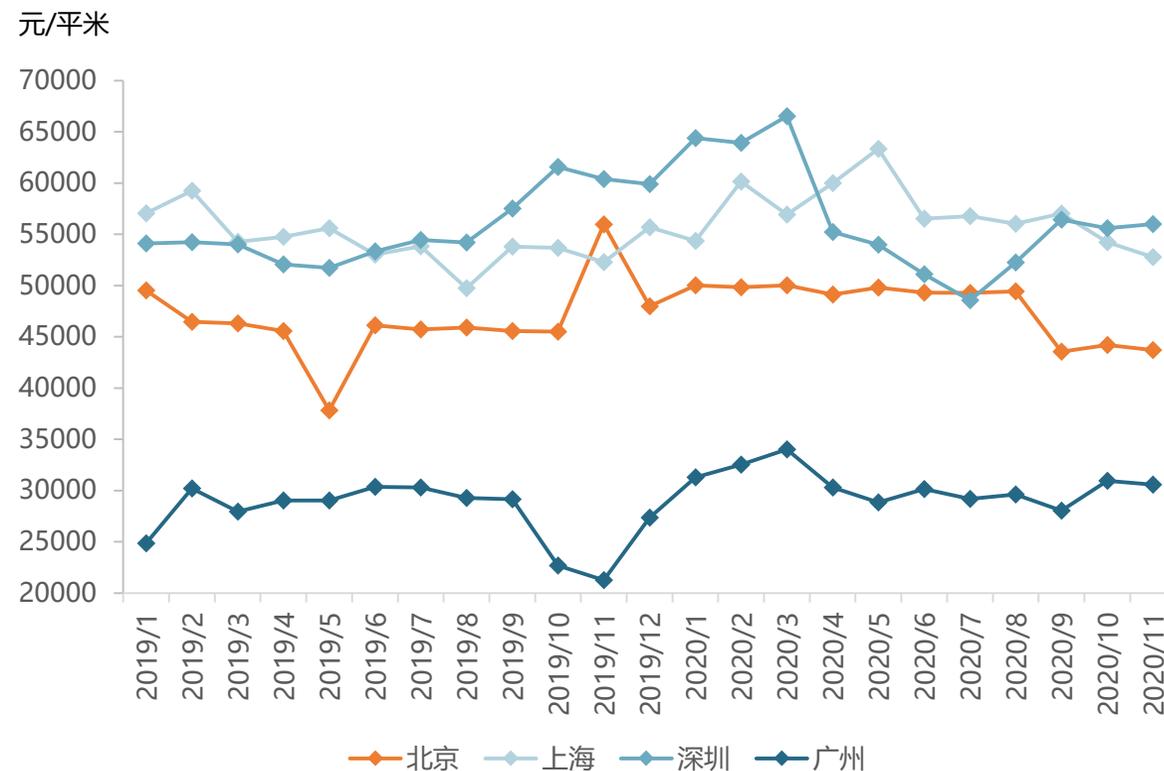
# 商品住宅市场特征：一线城市

整体来看，2020年一线城市商品住宅市场在疫情下表现出较强韧性。3月过后市场成交规模快速反弹，疫情期间压抑需求得到释放，进入下半年市场销售延续火热趋势。除北京外，其他一线城市2020年1-11月商品住宅累计成交量均超过去年全年

### 2019-2020年一线城市商品住宅成交面积



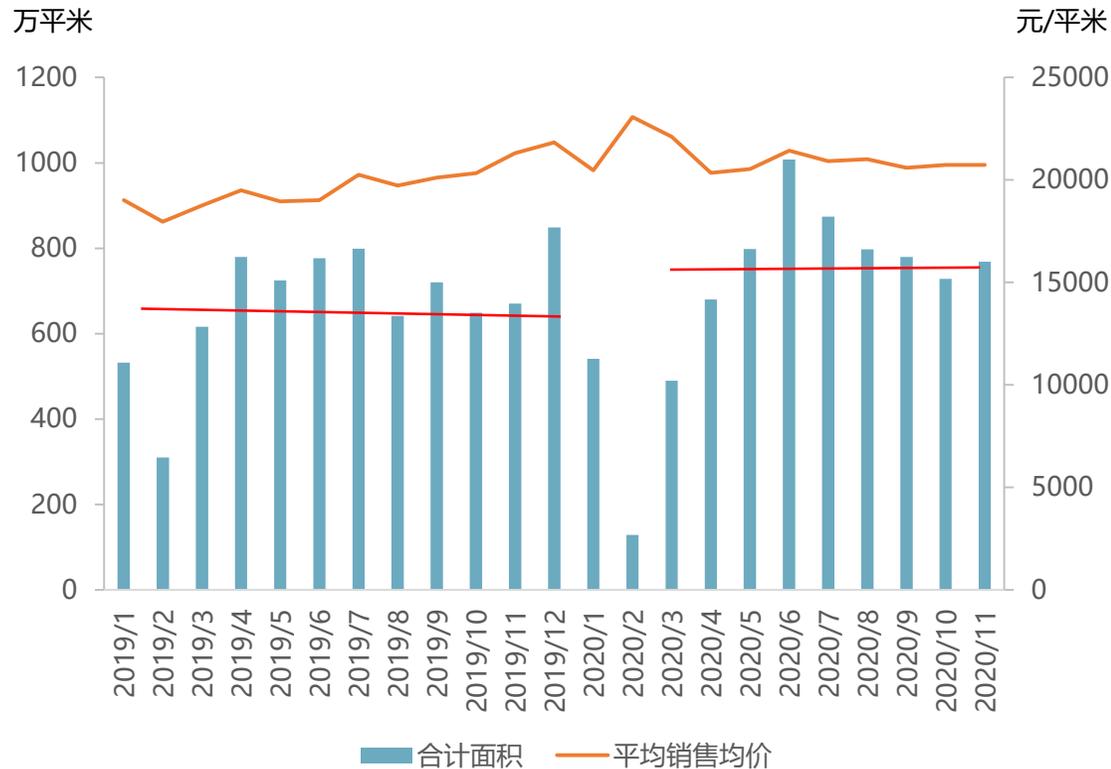
### 2019-2020年一线城市商品住宅成交价格



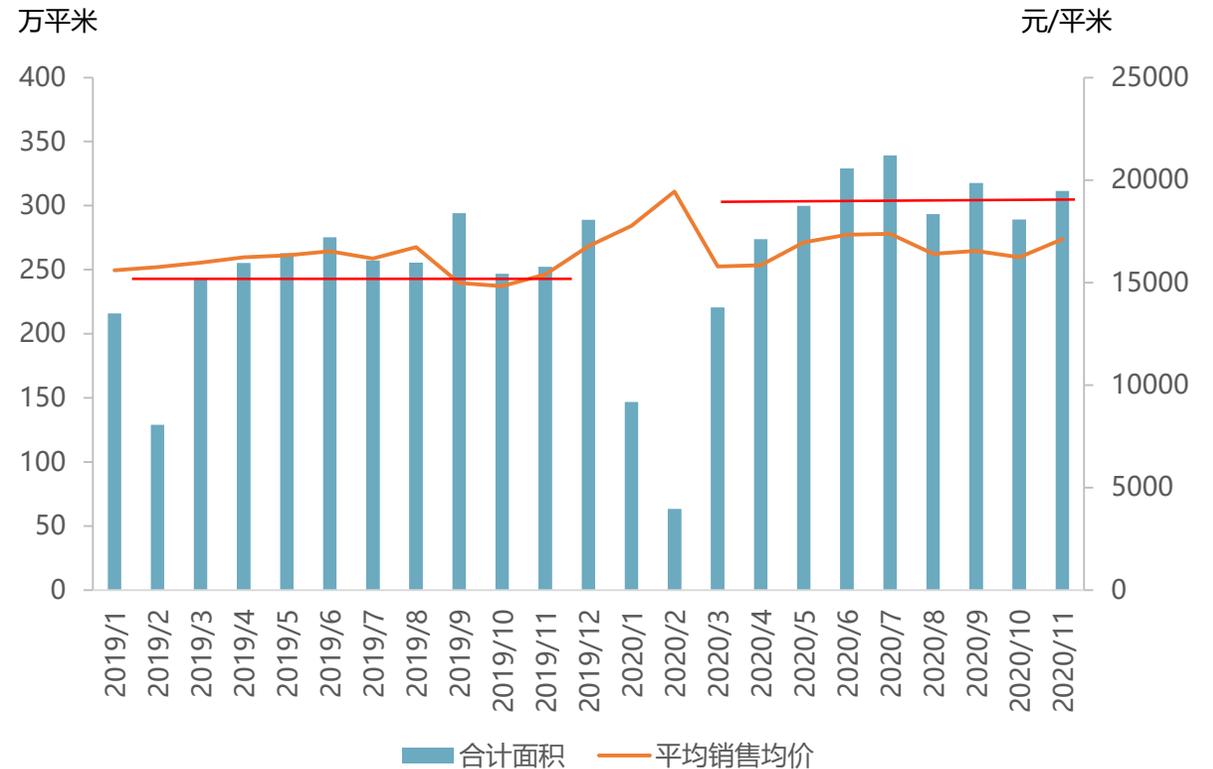
# 商品住宅市场特征：东部及沿海二线城市

东部及沿海二线城市疫情过后，市场复苏较快，2020年1-11月累计成交量同比去年有所上涨。但8月过后，市场出现降温，一方面疫情期间积累的购房需求在2-3季度集中释放；另一方面热点城市调控的持续升级及三道红线政策出台，促使市场回归理性，房价归于平稳

2019-2020年东部三大经济圈二线城市成交量价



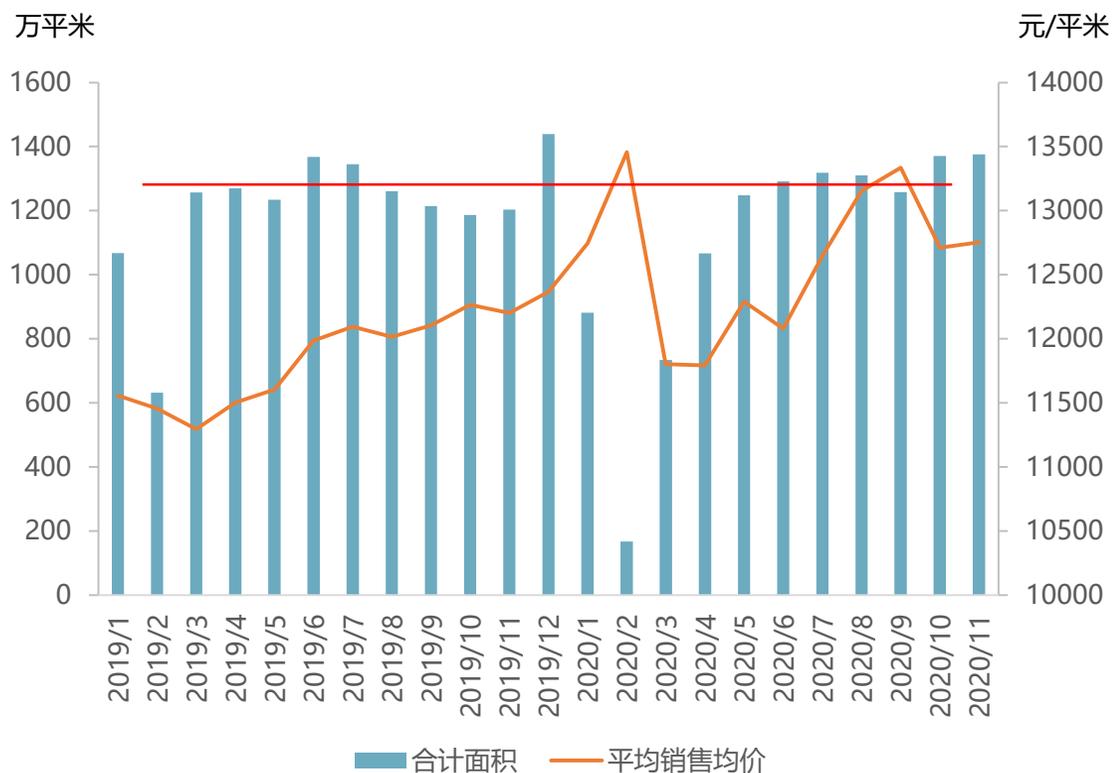
2019-2020年沿海（福建、山东）二线城市成交量价



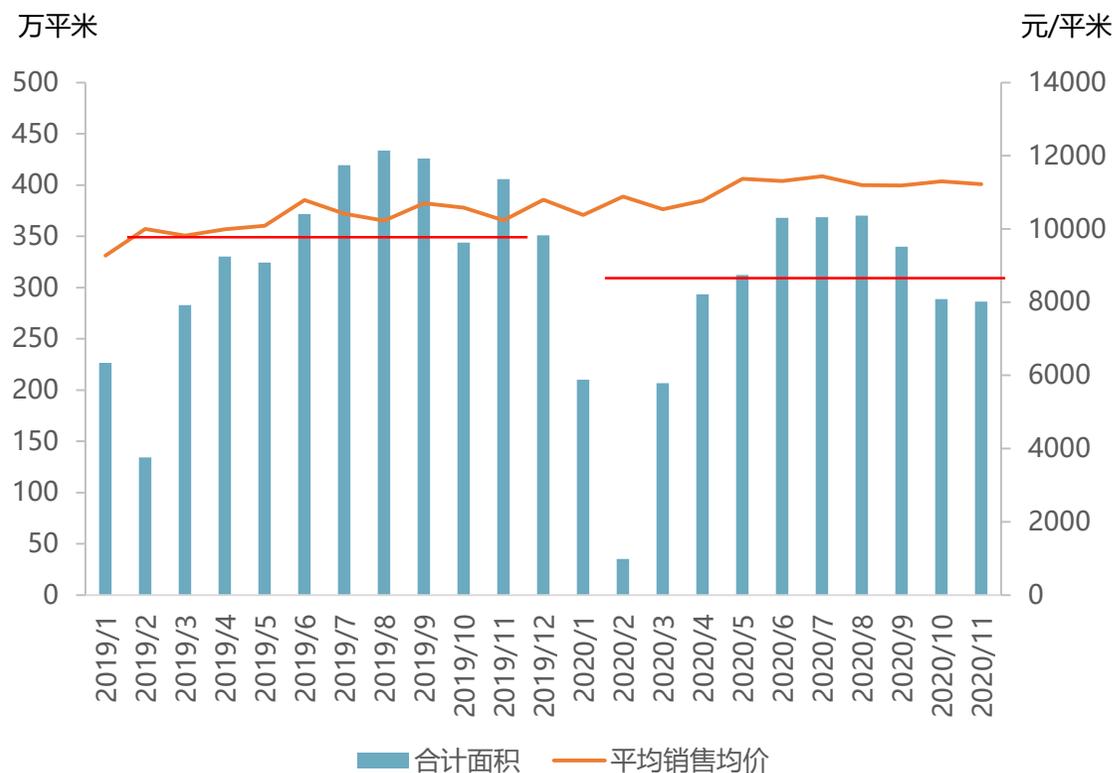
# 商品住宅市场特征：中西部、东北二线城市

中西部二线城市因为市场相对封闭与滞后，2020年成交量同比基本持平；东北部二线城市2020年成交量相对于2019年出现明显回调，疫情过后市场复苏乏力，成交均价稳中微涨，核心城市如沈阳房企依然看好

### 2019-2020年中西部二线城市成交量价



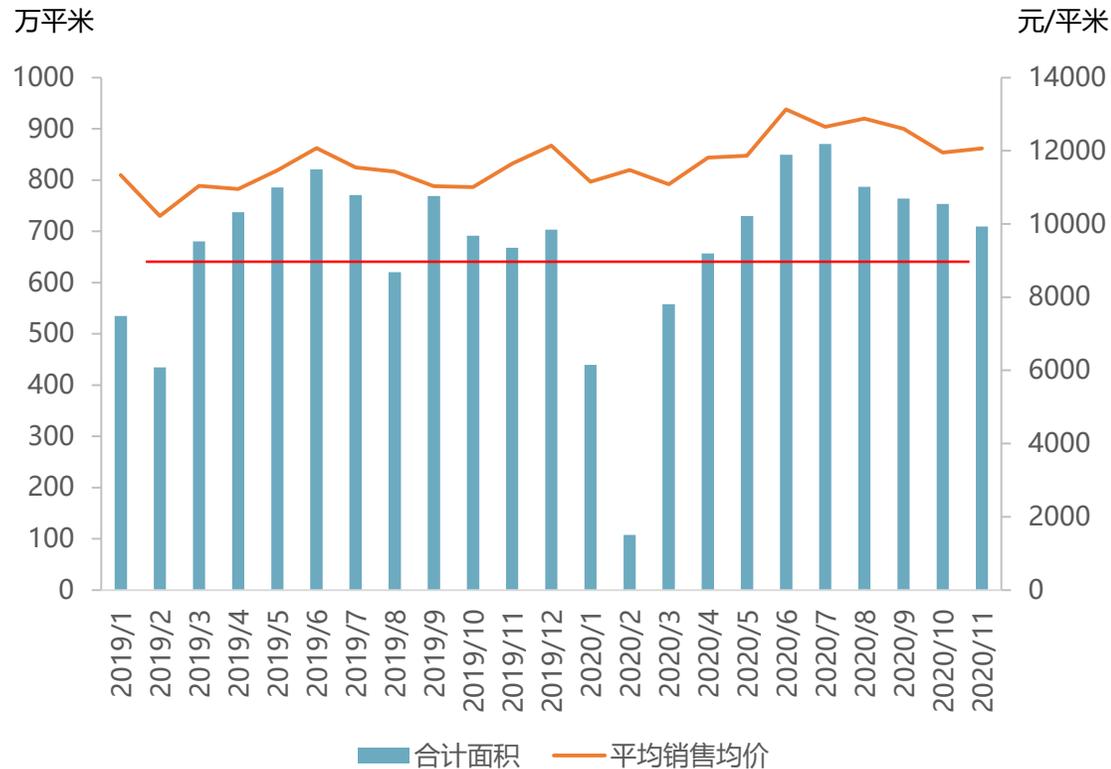
### 2019-2020年东北部二线城市成交量价



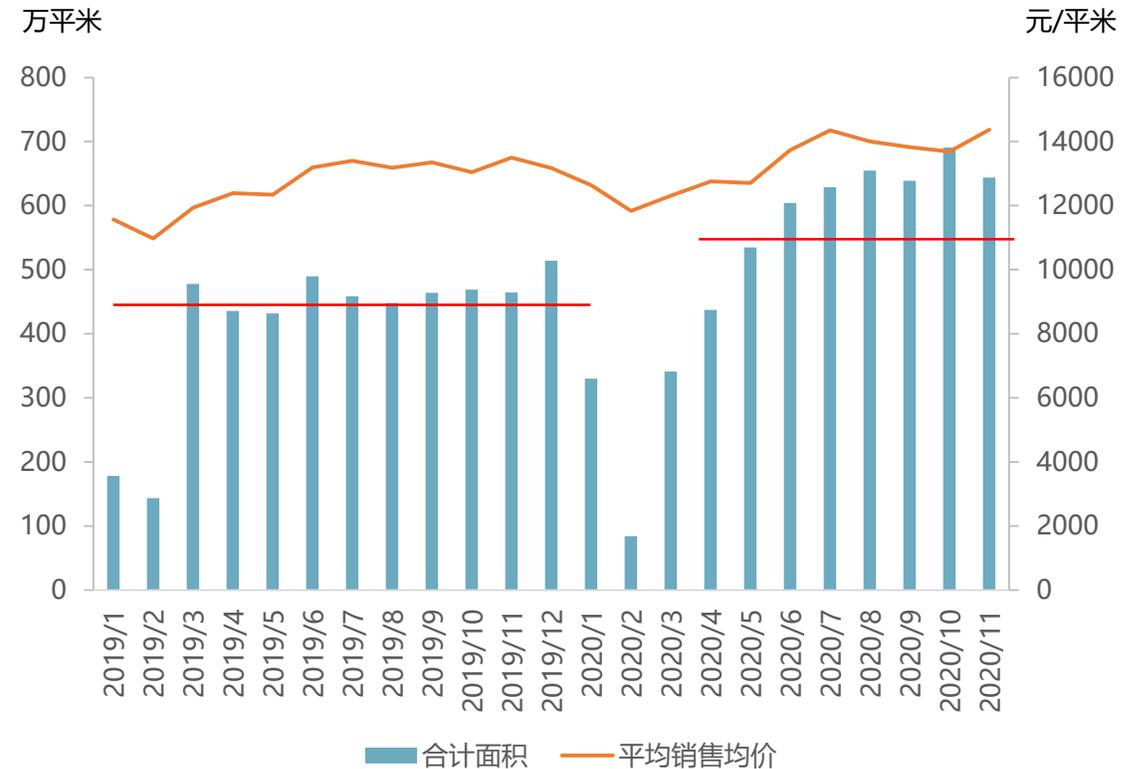
# 商品住宅市场特征：长三角、珠三角三四线城市

三四线城市中，珠三角城市表现较为突出，2020年成交量价相比于2019年上涨明显，主要源于大湾区核心城市深圳调控不断加码，促使需求外溢流向环深三四线城市，带涨市场热度；而长三角区域三四线城市市场复苏力强，上半年市场热度高涨，但下半年热点城市调控加码，市场明显降温

2019-2020年长三角三四线城市成交量价



2019-2020年珠三角三四线城市成交量价



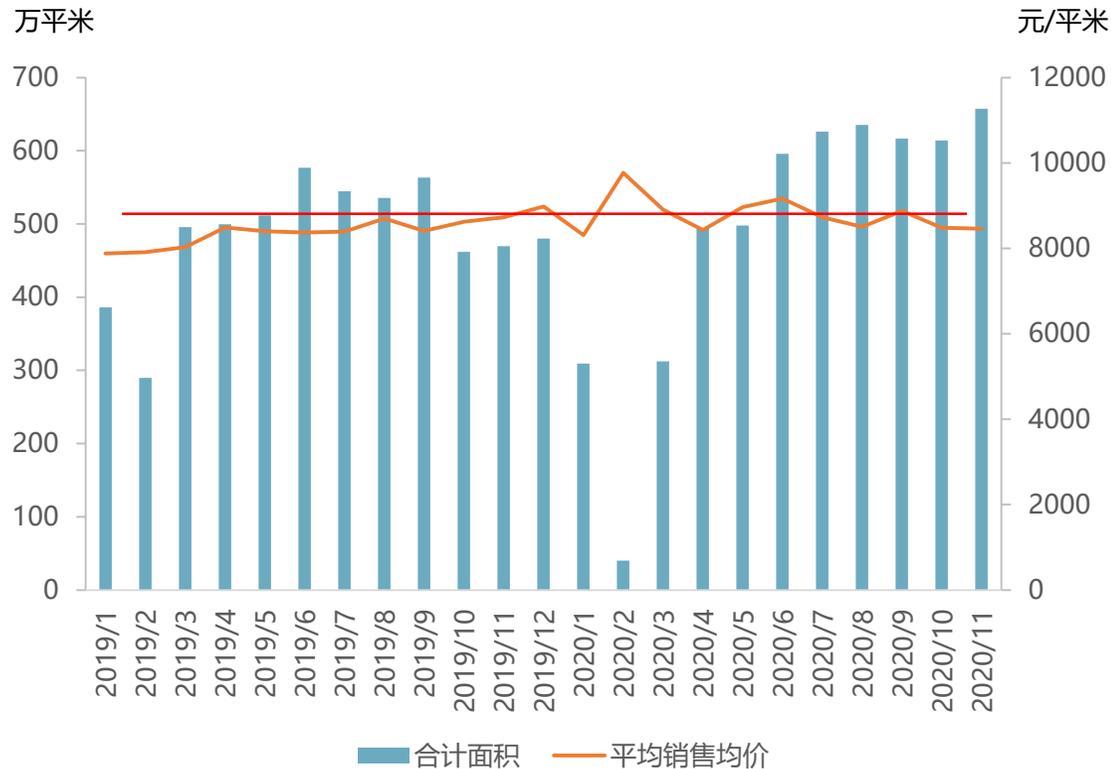


1998-2020  
深耕地产二十二年

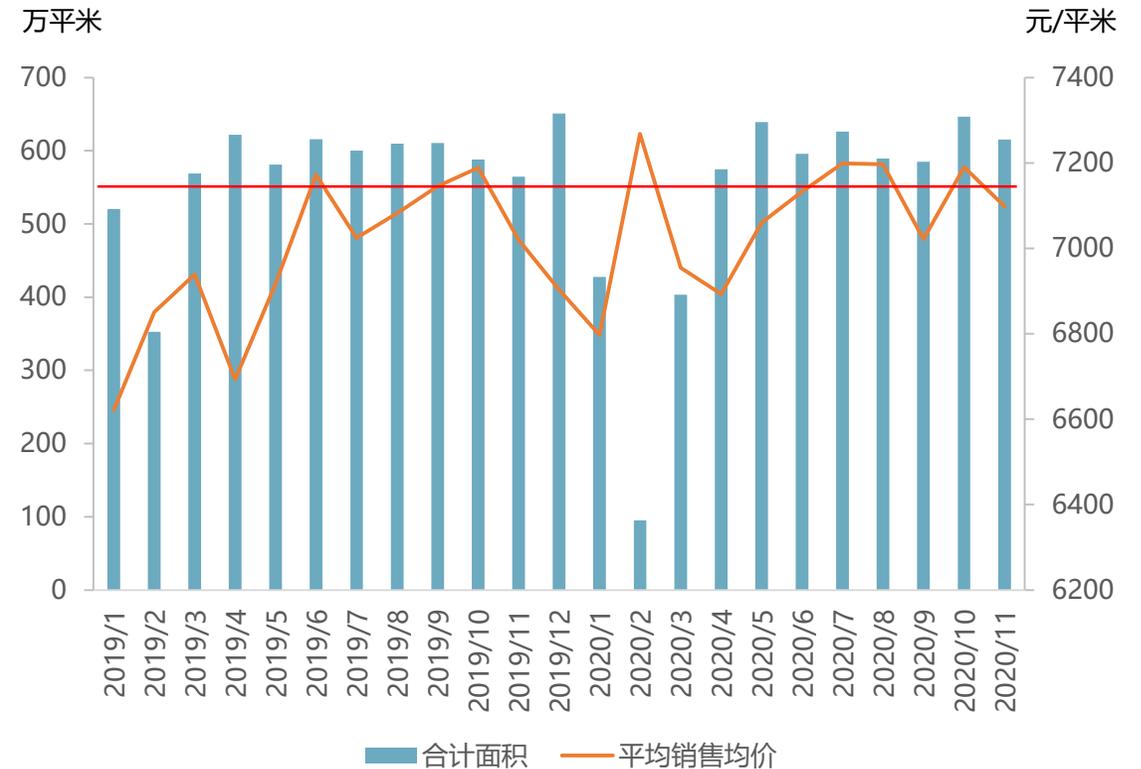
# 商品住宅市场特征：环渤海、中西部三四线城市

2020年1-11月环渤海三四线城市累计成交量价基本与2019年同期持平，“三道红线”政策后，市场成交量价未出现回调、4季度成交量价维持全年平稳的走势；2020年中西部三四线城市整体成交量略有下调，但因市场封闭，调整不明显

### 2019-2020年环渤海三四线城市成交量价



### 2019-2020年中西部三四线城市成交量价



# 长三角、京津冀市场特征

长三角经济圈本年市场特征为：核心城市领涨，三四线城市普遍升温，内生、外溢市场下半年出现分化；京津冀经济圈本年市场特征为：核心城市火热，其余城市需求依旧不足

## 长三角经济圈

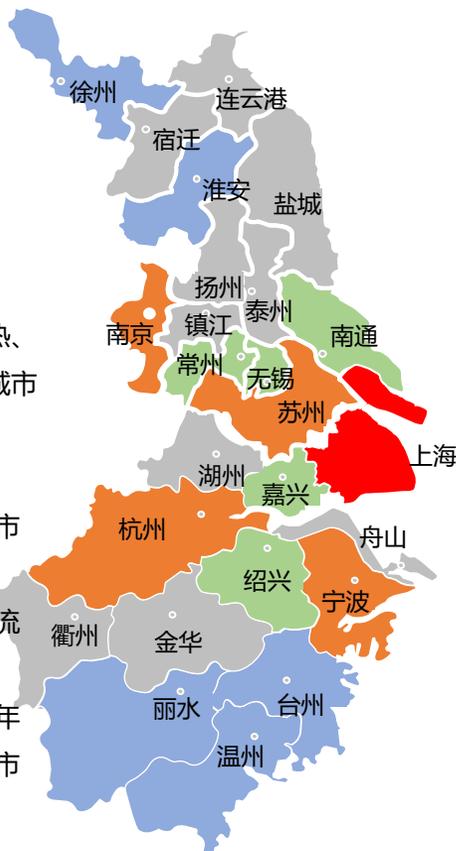
- 核心城市
- 核心二线城市
- 苏南、浙北典型城市
- 苏北、浙南典型城市

### ◆ 核心城市：上海、杭州、宁波、苏州、南京

年初疫情过后市场率先复苏，市场持续火热、倒挂盘千人摇号，下半年政策收紧后二线城市市场出现回调

### ◆ 三四线城市：

- 苏南、浙北三四线城市上半年受核心城市带动整体快速回暖，下半年由于土拍降温、政策收紧，市场有所回调，但整体流速依然有保证
- 苏北、浙南城市主要为内生市场，上半年回暖幅度较小，但下半年在苏南浙北城市回调时，市场依然基本维持平稳



## 京津冀经济圈

- 核心城市
- 核心二线城市

### ◆ 核心城市：北京

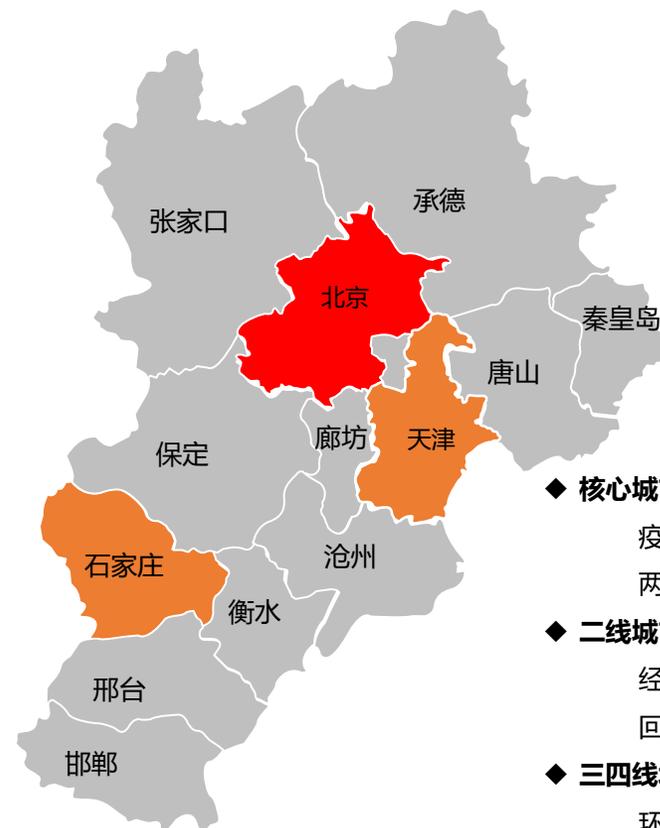
疫情以后市场率先复苏，全年土地、住宅供需两旺，市场火热，市场热度延续至年底

### ◆ 二线城市：天津、石家庄

经历上半年疫情后回暖阶段，下半年楼市出现回落，热度走低

### ◆ 三四线城市：

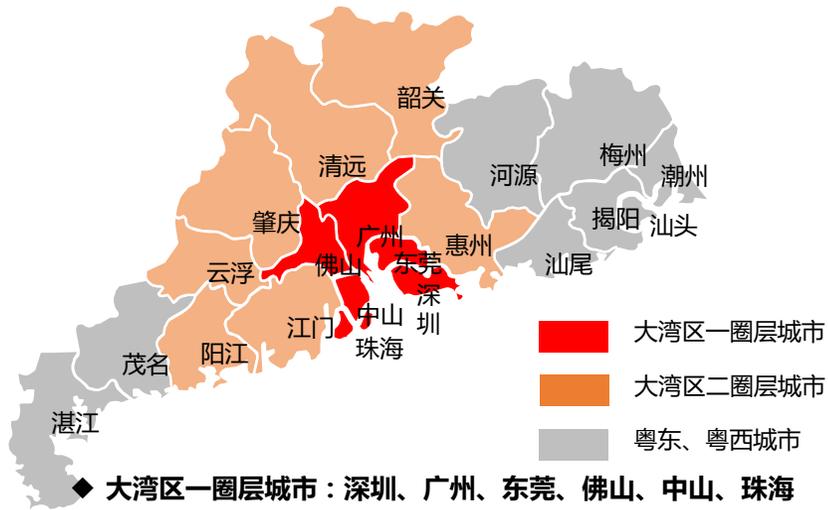
环京区域（如廊坊、保定）经历疫情后的反弹期，在下半年楼市普遍出现回调



# 大湾区、成渝市场特征

大湾本年市场特征为：一圈层领涨、二圈层平淡、粤东粤西封闭且相对平稳；成渝经济圈本年市场特征为：核心城市火热，其余城市恢复乏力

大湾区



◆ **大湾区一圈层城市：深圳、广州、东莞、佛山、中山、珠海**

深圳广州疫情以后市场率先复苏，市场持续火热；深圳调控升级后，需求迅速外溢，带火东莞市场，至下半年市场回暖从东岸传导到西岸中山、珠海；但广州北部、佛山北部，如三水明光市场依然较差

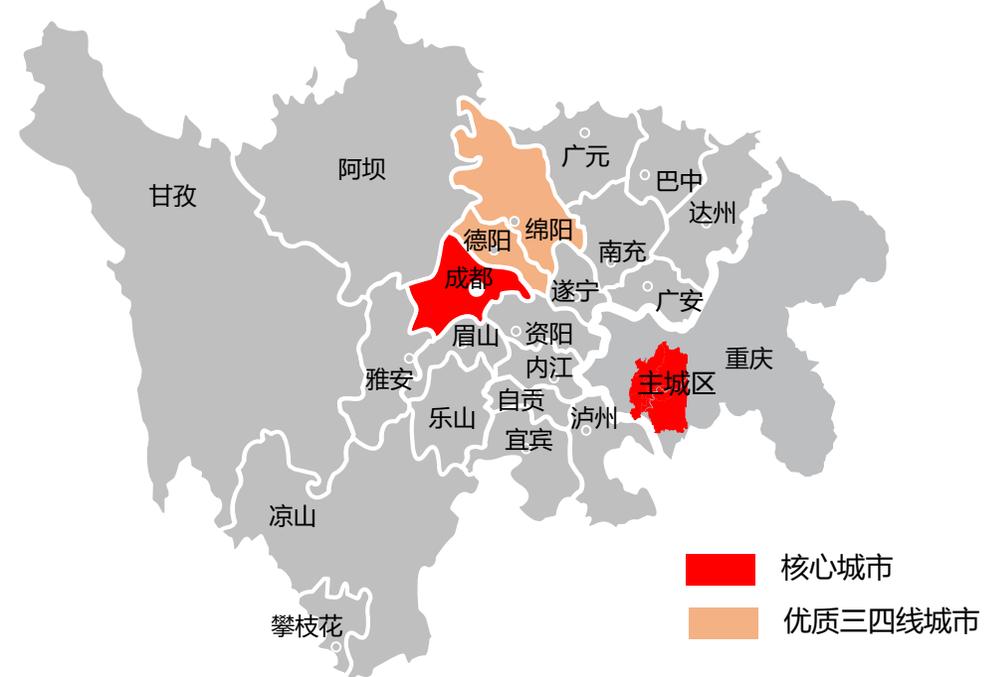
◆ **大湾区二圈层城市：**

- 市场具有外溢投资型特征，而且产业基础较差，是大湾区风险最大的一类城市
- 珠三角二圈层城市如清远、江门市场平淡，存在一定风险

◆ **粤东粤西城市：**

- 是典型封闭型市场。市场容量小、流速慢、土地市场排外，但不要求装配式建筑，具有一定利润空间

成渝经济圈



◆ **核心城市：成都、重庆（主城九区）**

3-9月市场强势复苏，随后成都市场回调、重庆市场维持平稳  
成都限购限价政策严，一二圈层拿地竞争大，新进房企可以关注三圈层机会  
重庆市场价格低、供地较多，可以做规模，但山城格外注意前期项目勘察

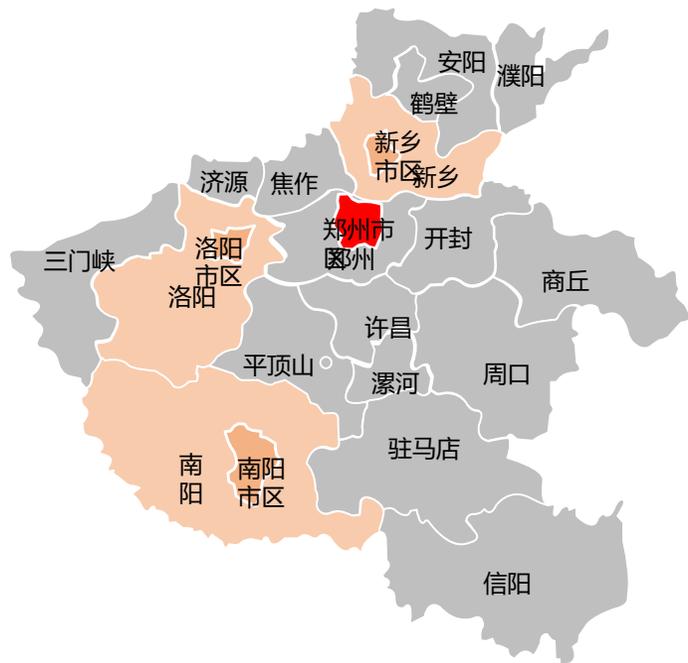
◆ **较优质三四线城市：绵阳、德阳等**

疫情后市场需求恢复平稳，疫情期间本地开发商降价对市场正常秩序造成扰动

# 中原、长江中游市场特征

中原经济区市场特征为：核心城市量跌价稳、市区郊区分化，三四线城市略微平淡，存在点状突破；长江中游本年市场特征为：核心城市疫情后反弹、市场维持平稳，三四线城市V型反弹后出现回调

## 中原经济区



■ 核心城市  
■ 优质三四线城市

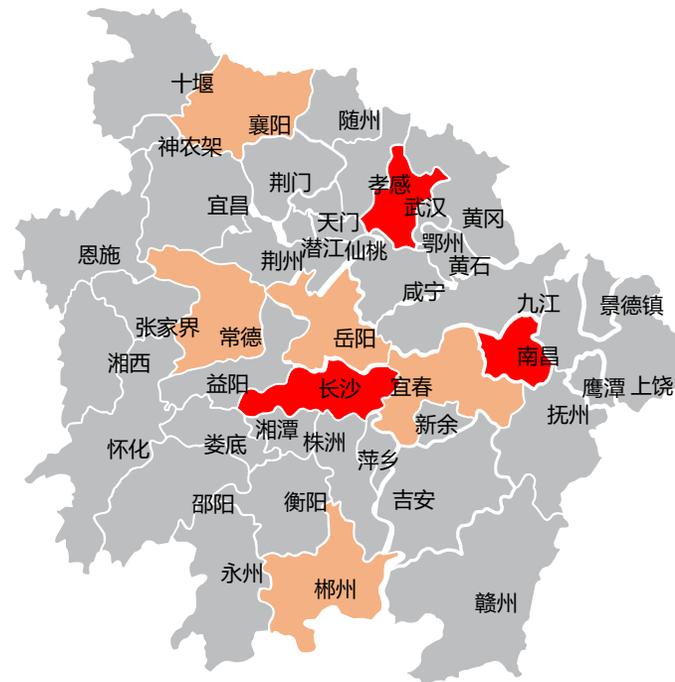
### ◆ 核心城市：郑州（市区）

中原经济区唯一核心城市，土地市场供应收缩但成交热度较高，住宅市场供大于求，量跌价稳，市区与郊区出现分化

### ◆ 三四线城市：

三四线城市住宅成交量价普遍维持平稳或小幅下滑，洛阳、南阳、新乡市区呈现点状热度，此类城市多有人口支撑或当地有集群性产业

## 长江中游



■ 核心城市  
■ 优质三四线城市

### ■ 核心城市：武汉、长沙、南昌

3月起核心城市市场快速反弹，至6月份成交量恢复至往年正常水平，随后市场维持平稳，作为核心城市项目去化有保证

■ 区域内三四线城市经历疫情反弹后，下半年市场普遍出现回调



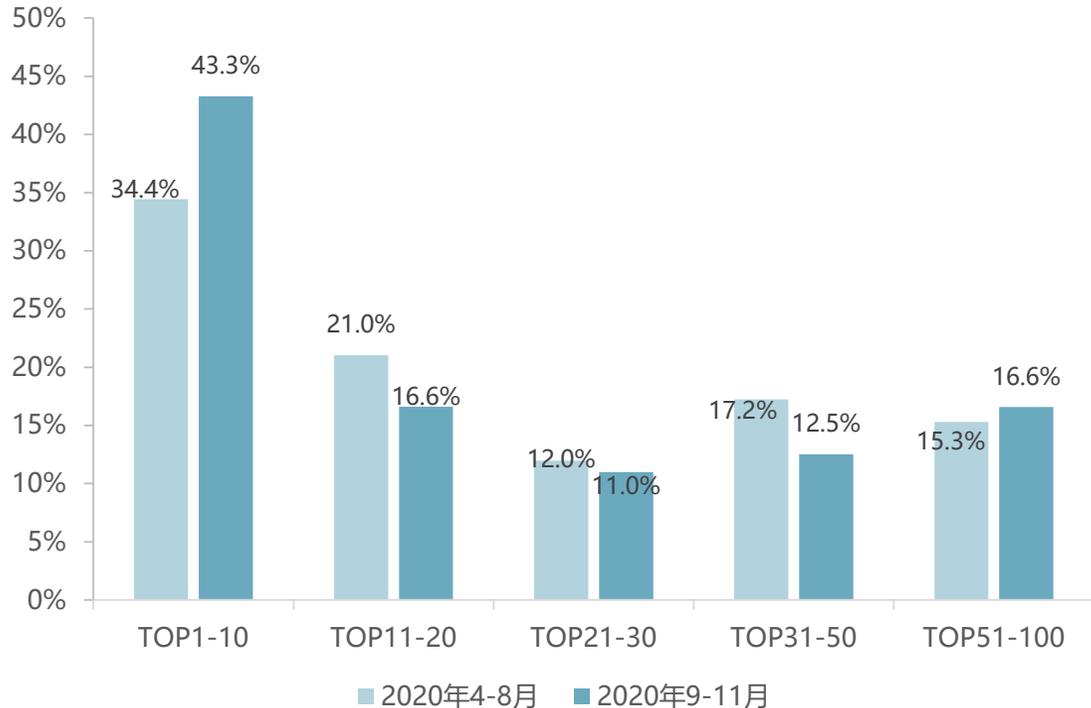
1998-2020  
深耕地产二十二年

- ◆ 01 2020年土地市场特征
- ◆ 02 2020年商品住宅市场特征
- ◆ 03 **三道红线前后房企变化特征**

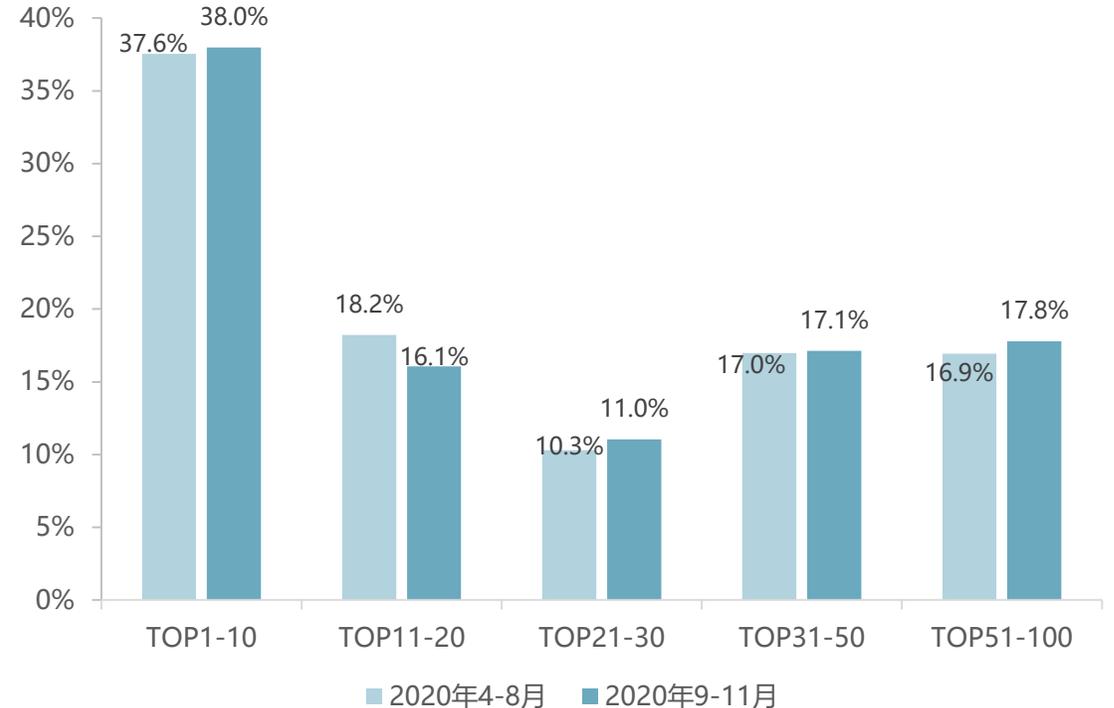
# 房企投资销售集中度

从投资拿地集中度来看，规模房企“强者恒强”的格局仍在延续，近七成土地资源集中在三成房企手中，尤其是TOP10房企在“三道红线”政策出台之后，权益拿地金额占比集中度不断走高，超过40%。从销售集中度来看，除TOP11-20房企在9月份之后销售集中度小幅下降之外，其他梯队房企销售额占比均稳中有升。值得注意的是，随着投资集中度不断走高，大型房企的规模效应将更加显著

2020年1-11月权益拿地金额TOP100各梯队房企拿地集中度



2020年1-11月销售金额TOP100各梯队房企销售集中度



# 房企拿地销售比

2020年品牌房企把握机会逆周期拿地，百强房企拿地销售比与2019年相比普遍上涨；分梯队来看，10强房企的拿地态度相对谨慎，拿地销售比仅有0.2左右，而TOP10-30位房企拿地力度明显高于其他梯队。2020年分阶段来看，疫情过后的二三季度房企积极补仓，保持较高投资积极性，但“三道红线”政策后的9-11月拿地销售比整体已有明显下降，金融监管政策对企业投资带来显著抑制作用

2020年销售TOP100各梯队房企连续3年拿地销售比

拿地销售比	2018年	2019年	2020年	较2019年变化情况
TOP1-10	0.20	0.20	0.24	上涨
TOP11-20	0.24	0.26	0.29	上涨
TOP21-30	0.21	0.27	0.29	上涨
TOP31-50	0.24	0.27	0.27	持平
TOP51-100	0.21	0.20	0.26	上涨
百强平均	0.22	0.23	0.26	上涨

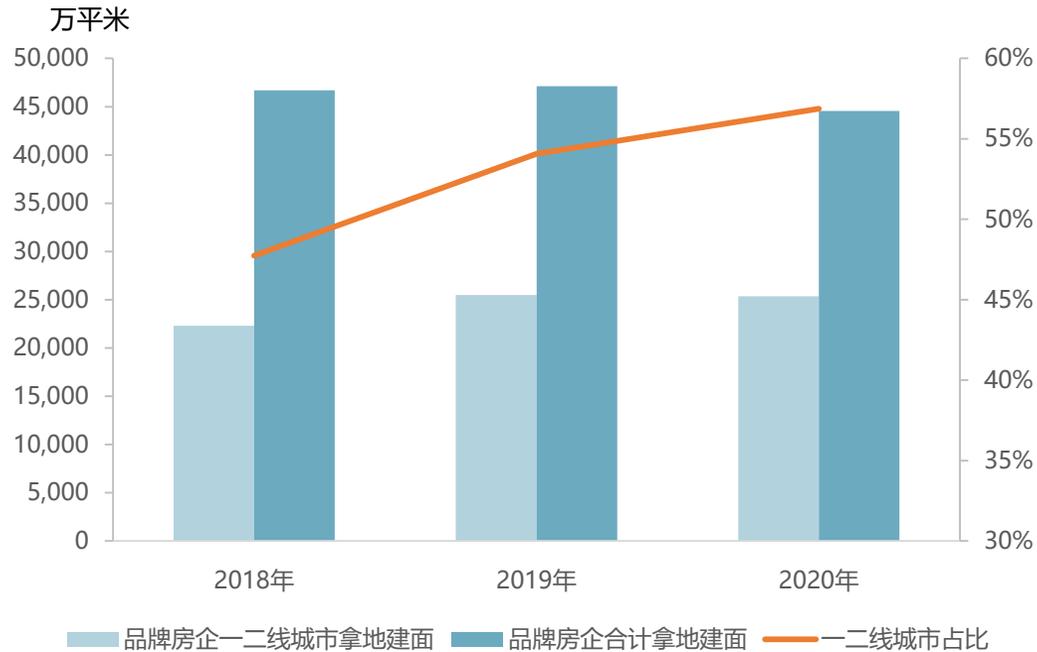
2020年销售TOP100各梯队房企不同阶段拿地销售比

拿地销售比	2020年1-3月	2020年4-8月	2020年9-11月	三道红线前后对比
TOP1-10	0.15	0.27	0.23	下降
TOP11-20	0.28	0.35	0.21	下降
TOP21-30	0.34	0.35	0.20	下降
TOP31-50	0.33	0.30	0.15	下降
TOP51-100	0.35	0.27	0.19	下降
百强平均	0.23	0.30	0.20	下降

# 房企加速布局一二线等重点城市

2020年，品牌房企持续加大一二线城市布局比例，包括一些前期在三四线城市投资比例较大的房企。例如恒大时隔7年再次在沪拿地，且地处重点板块北外滩；中梁加速换仓二线城市，1-11月一二线城市投资金额占比超50%；受此影响，一二线城市投资拿地难度也显著提升

品牌房企2018、2019、2020年1-11月一二线城市拿地占比对比



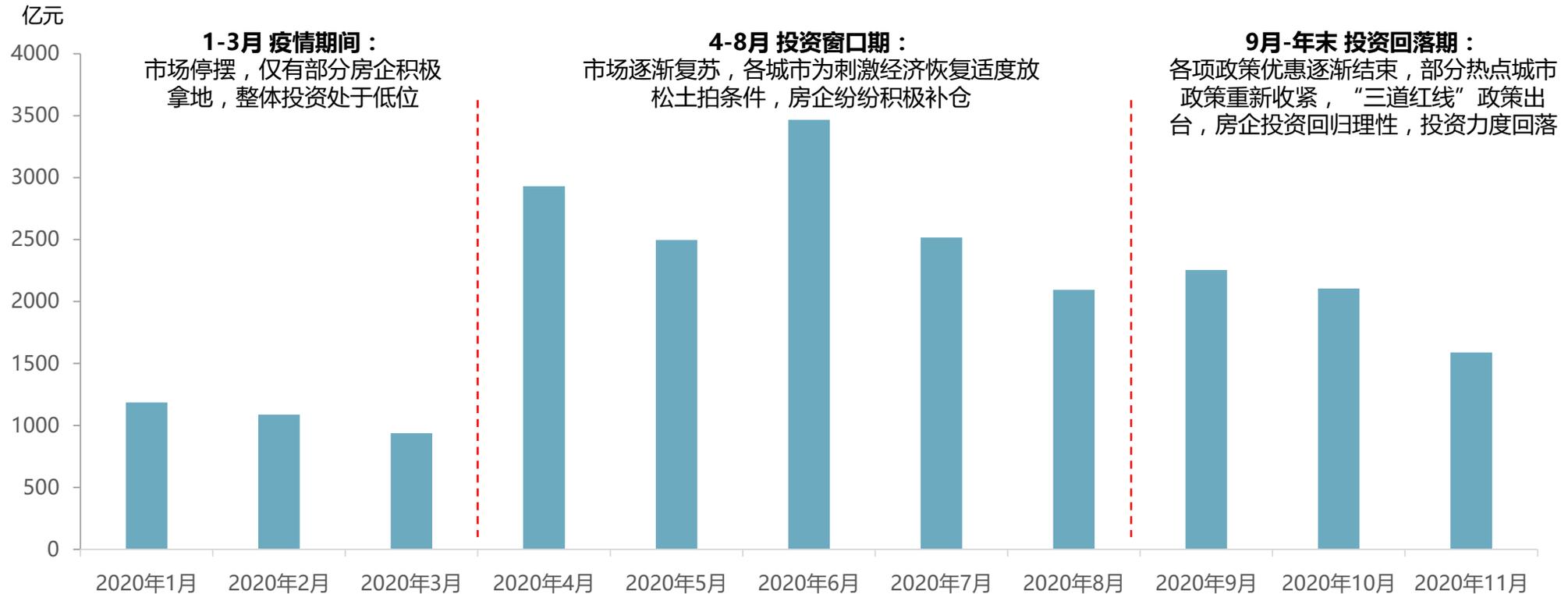
恒大时隔7年再次在沪拿地，剑指北外滩

地块名称	虹口区北外滩街HK286A-03a、HK286A-03c
用途	商住
出让面积	1.25万平方米
容积率	3.59
楼面价	51000元/平米
溢价率	10.87%
保障房比例	5%
中小套占比	70%

# TOP30房企年度投资走势

从TOP30房企1-11月投资拿地金额来看，2020年房企投资分为三个阶段：第一阶段，1-3月，受疫情影响，市场停摆，房企拿地陷入谷底；第二阶段，4-8月，以长三角、珠三角城市为首，各地市场逐渐复苏，监管政策放松叠加土地供应放量，各大房企纷纷积极拿地，投资金额达到年度高点；第三阶段，热点城市政策收紧，叠加“三道红线”政策影响，多家品牌房企放缓拿地，投资金额持续下滑

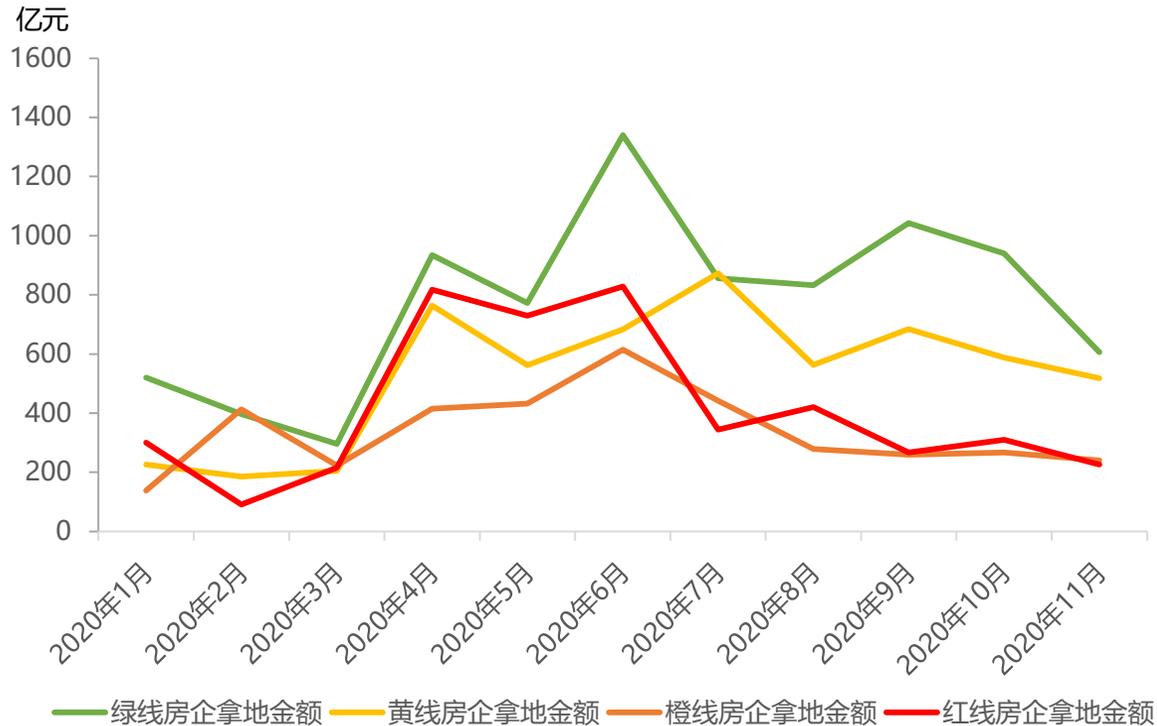
2020年1-11月Top30房企月度投资拿地金额



# “三道红线”政策后房企投资分化

按踩线情况对TOP30房企进行分类，观察各类房企投资金额变化情况。其中橙线和红线房企9-11月月均投资力度明显下滑，红线房企月均投资金额下滑幅度达到42.8%；黄线房企9-11月月均投资力度上升，主要是由于万科在9月大举拿地，同档位其它房企实际投资金额有所回调；绿线房企月均投资金额增长较明显，利用自身优势加紧补仓

2020年1-11月Top30房企月度投资拿地金额（按踩线情况分类）



各档位房企1-8月与9-11月月均拿地金额对比

房企分类	1-8月月均投资金额	9-11月月均投资金额	月均投资金额变化幅度
绿线房企	743.40	862.82	16.1%
黄线房企	507.54	596.34	17.5%
橙线房企	369.48	255.31	-30.9%
红线房企	468.22	267.99	-42.8%
合计	2088.65	1982.45	-5.1%



1998-2020  
深耕地产二十二年

## 第三章

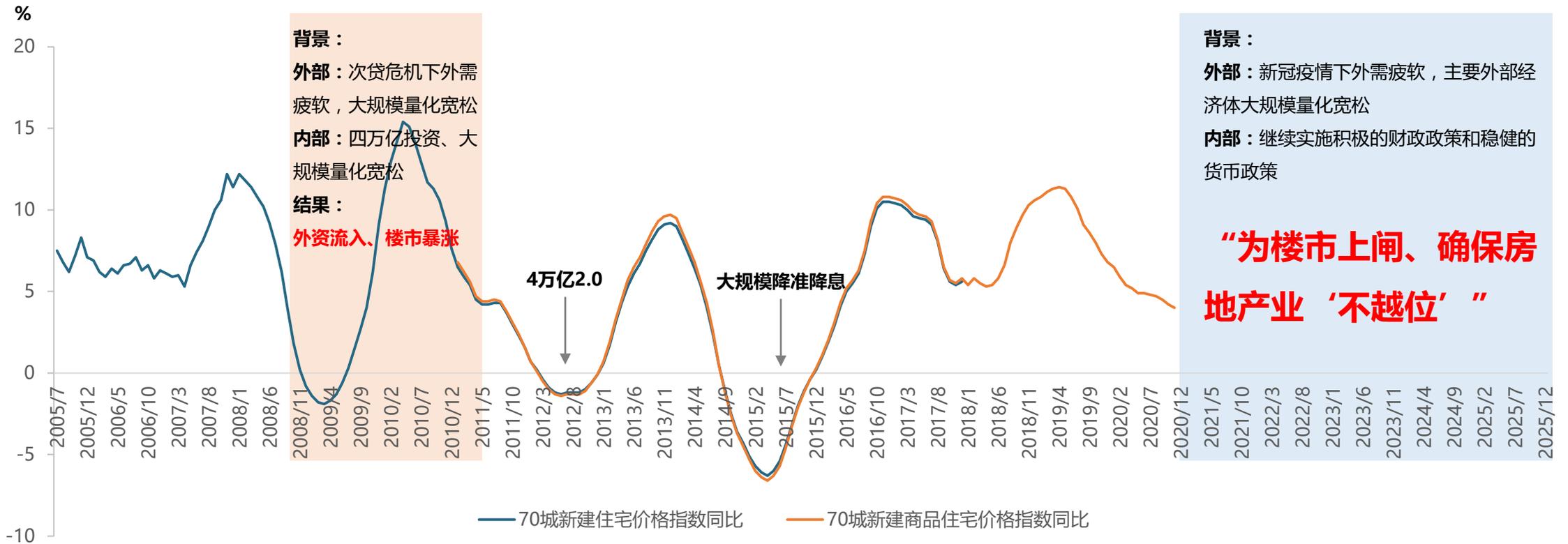
# 十四五期间楼市总体趋势及机会

- ◆ 01 **十四五围绕房地产合理经济地位安排政策**
- ◆ 02 **十四五期间房地产业主要机会判断**
- ◆ 03 **2021十四五开局年楼市短周期趋势**

# 十四五期间楼市政策确保房地产业“不越位”

回顾历史，当国内推出大规模宽松政策、稳定经济发展时都会造成一轮楼市暴涨，当前面临与2008年次贷危机时相似的外部环境以及内部政策环境。为避免新一轮楼市暴涨，十四五前出台“三道红线”、完善房地产调控长效机制，提前为楼市上闸，**确保房地产业“不越位”，逐步实现房地产同实体经济均衡发展**

十四五期间楼市政策维持房地产业“不越位”



# “三道红线”从房企端完善楼市防火墙

2020年全国住宅市场总价值约400万亿元，是“现阶段我国金融风险方面最大的‘灰犀牛’”。在十三五期间“楼市防火墙”按照“**风险分散冻结存量、控制增量、降低存量**”三步走的方式逐步完善，目的是在“十四五”前为楼市上闸，防止十四五期间热钱集中流入时楼市无序暴涨，使房地产回归合理经济地位

我国住宅市场价值估算

区域	单价（元/平米）	人口（万人）	人均居住面积（平米/人）	资产总额（万亿）
城镇	9950.564	84843	40	337.69
农村	2985.169	55162	47.3	77.89



10%交易，达到**40万亿**

2016年起逐步构建防火墙机制



“三道红线”完善楼市防火墙

红线一	剔除预收款后的资产负债率大于 70%
红线二	净负债率大于 100%
红线三	现金短债比小于 1 倍



档位	标准	有息负债规模增速阈值
红色	踩“三条红线”中的三条	0%
橙色	踩“三条红线”中的两条	5%
黄色	踩“三条红线”中的一条	10%
绿色	未踩线	15%

# “房地产贷款集中度管理制度”从银行端完善楼市防火墙

2020年12月31日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布新规，对银行业金融机构涉及房地产贷款及个人住房贷款的比例进行明确要求，其背后的核心思路依然是完善楼市防火墙，避免十四五资金宽松时期大量资金流入房地产业，对实体经济形成挤出效应，重复上一轮楼市周期内的脱实向虚

$$\text{房地产贷款占比} = \frac{\text{房地产贷款余额}}{\text{人民币各项贷款余额}} \times 100\%$$

$$\text{个人住房贷款占比} = \frac{\text{个人住房贷款余额}}{\text{人民币各项贷款余额}} \times 100\%$$

2020年12月末，银行业金融机构房地产贷款占比、个人住房贷款占比超出管理要求

- 超出2个百分点以内的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起2年；
- 超出2个百分点及以上的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起4年。
- 房地产贷款占比、个人住房贷款占比的业务调整过渡期分别设置。

银行业金融机构分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
<b>第一档：中资大型银行</b>		
中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40%	32.50%
<b>第二档：中资中型银行</b>		
招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.50%	20%
<b>第三档：中资小型银行和非县域农合机构<sup>1</sup></b>		
城市商业银行 <sup>2</sup> 、民营银行 大中城市和城区农合机构	22.50%	17.50%
<b>第四档：县域农合机构</b>		
县域农合机构	17.50%	12.50%
<b>第五档：村镇银行</b>		
村镇银行	12.50%	7.50%

注：1. 农合机构包括：农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社。  
 2. 不包括第二档中的城市商业银行。

# 十四五期间各城市政策低频波动

“十九大”后，从近两年楼市调控政策节奏看，在“房住不炒”的总体基调下，楼市调控的短期手段呈现低频波动的特征。在楼市出现下滑的时期及时小幅放松，避免楼市过快调整引发趋势性下滑（如2018年人才政策、2020年纾困政策）。在楼市过热时及时动态跟进补丁政策、约谈城市负责人或企业负责人

## 十四五期间各城市政策低频波动



- ◆ 01 十四五围绕房地产合理经济地位安排政策
- ◆ 02 十四五期间房地产业主要机会判断
- ◆ 03 2021十四五开局年楼市短周期趋势



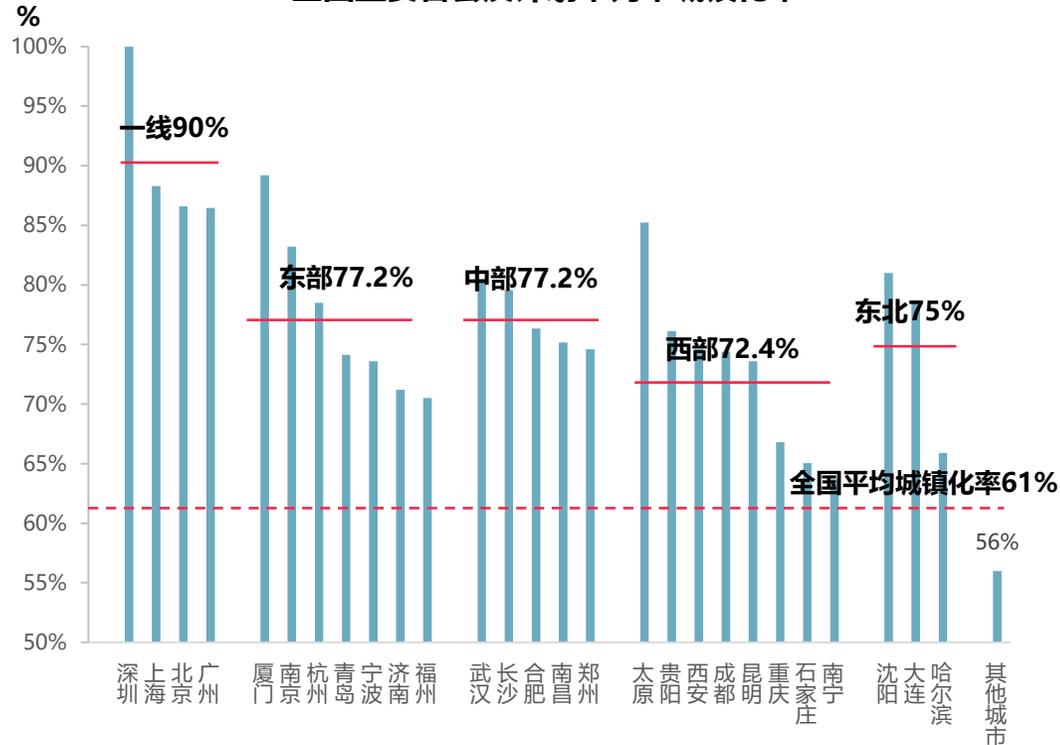
1998-2020  
深耕地产二十二年

## 机会一：以人为核心的新型城镇化发展机会

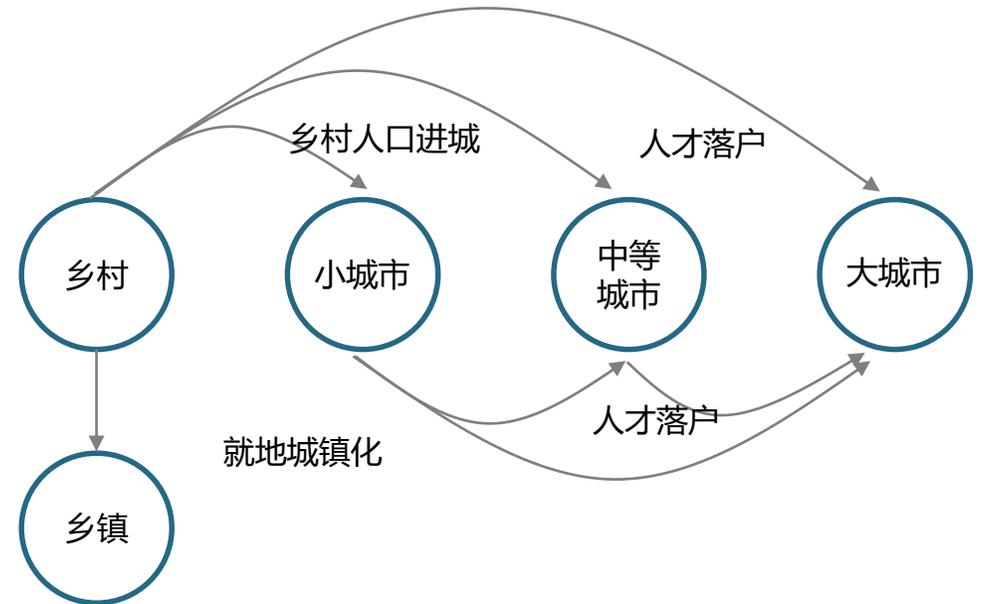
# 人口流动与房地产市场机会

从全国不同城市的城镇化率来看，大部分省会及计划单列市城镇化率水平已超过72%，未来城镇化率增速放缓。而绝大多数的非省会城市（三四线城市及县城）城镇化水平低、仍有较大的发展空间。从人口流动与房地产机会看，未来省会等二线城市主要靠人才落户带来的增量以及本地改善的存量市场机会。三四线城市及县城乡村人口进城买房的需求依然旺盛

全国主要省会及计划单列市城镇化率



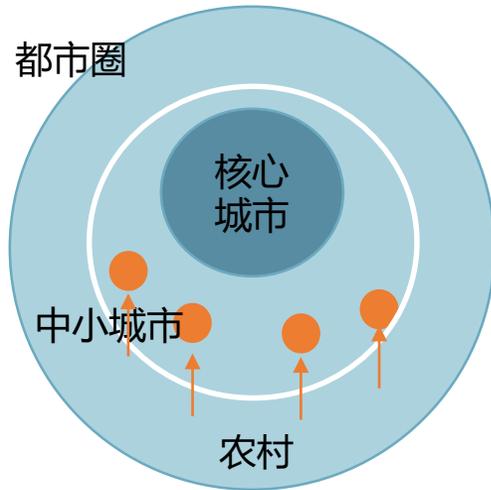
未来中国人口流动的主要趋势



# 大中小城市和小城镇协调发展

“大中小城市和小城镇协调发展”是建立在都市圈发展格局下，从以往工业化阶段农村反哺工业走向核心城市转移疏解产业推动都市圈生产效率整体提升。在这一过程中，通过土地改革盘活农村生产要素提升生产效率、政府投资提升乡镇及中小城市基础设施建设和服务、同时放松落户限制承载农村人口进城释放合理住房需求

城市化再建设中城市与农村发展模式



- 进一步提升核心城市产业结构
- 提升都市圈生产效率，核心城市低端制造业向中小城市转移
- 中小城市消化农村剩余劳动力

- 常住人口300万以下城市全面取消落户限制，相应配套政策也将同步跟进，基础设施建设将加力提效；
- 区域协同、区域一体化为未来趋势，强调都市圈城市群腹地厚度；
- 旧改、城市更新大势所趋，政府端的城市治理逻辑将更完善，核心城市产业用地增加，推动产业升级；
- 全面推开农村集体经营性建设用地直接入市，提高土地利用效率

## 城镇化发展

### 区域协同

- 三大都市圈+新晋都市圈（如成渝等）：具有都市圈协同发展基础，产业基础好，人口基数大，同时强调都市圈城市腹地厚度，即不仅要看核心城市，更要看周边县域城市的支撑和良性互动。一二线核心城市仍是最优投资选择，部分三四线城市存在结构性机会

### 人口流动趋势

- 满足楼市可控和城市承载力充足的条件下，落户政策将持续全面放宽，将拉动房地产需求释放，同时配套政策将会同步跟进，基建投资将提速
- 大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求

### 农村发展

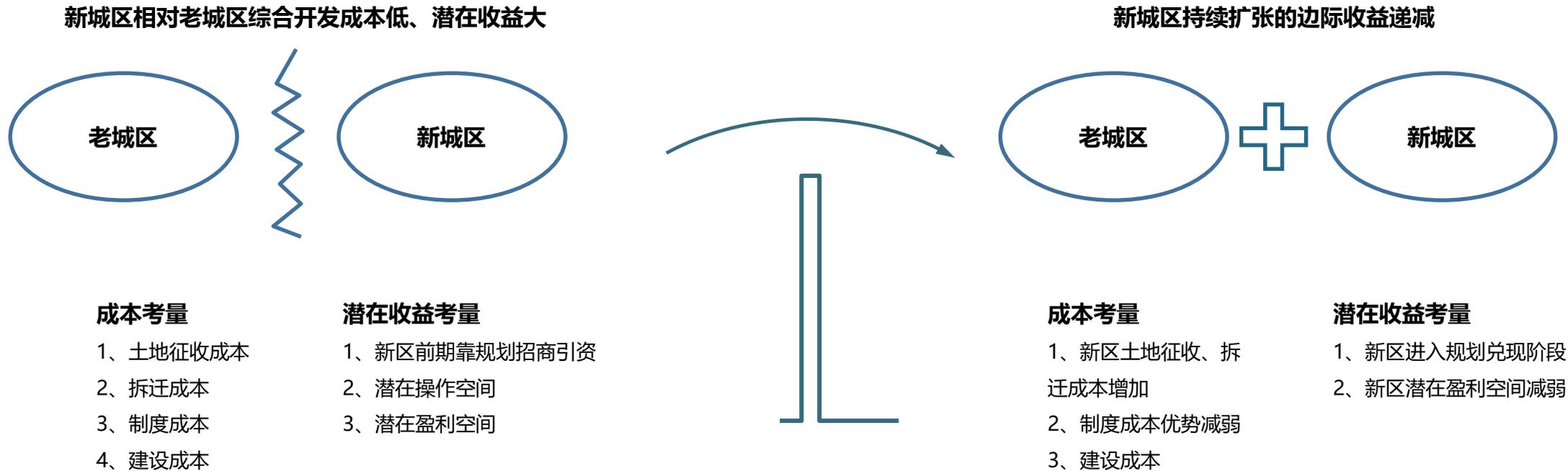
- 农村“新旧改”，提升城镇化率，同时置换出农村低效用地
- 推行农村集体经营性建设用地直接入市，提高土地利用效率，探索农民增收路径



# 城市内空间结构变化的市场机会

从城市内部空间结构变化来看，2010至2020年间中国各城市普遍通过开发新区的方式打开城市新的发展空间，也带来了可观的房地产市场机会。进入“十四五”阶段，当新区开发普遍进入兑现阶段时，继续投资扩张新区面临边际收益递减、政府继续打造另一个新区可能面临公众对政府财力的质疑。**对于大多数中小城市，未来新老城区融合发展，增加对老旧城区改造的投资将成为下一阶段的发展机遇之一**

从建新区模式走向新老城区融合发展模式





1998-2020  
深耕地产二十二年

## 机会二：跟随产业发展路径的市场机会

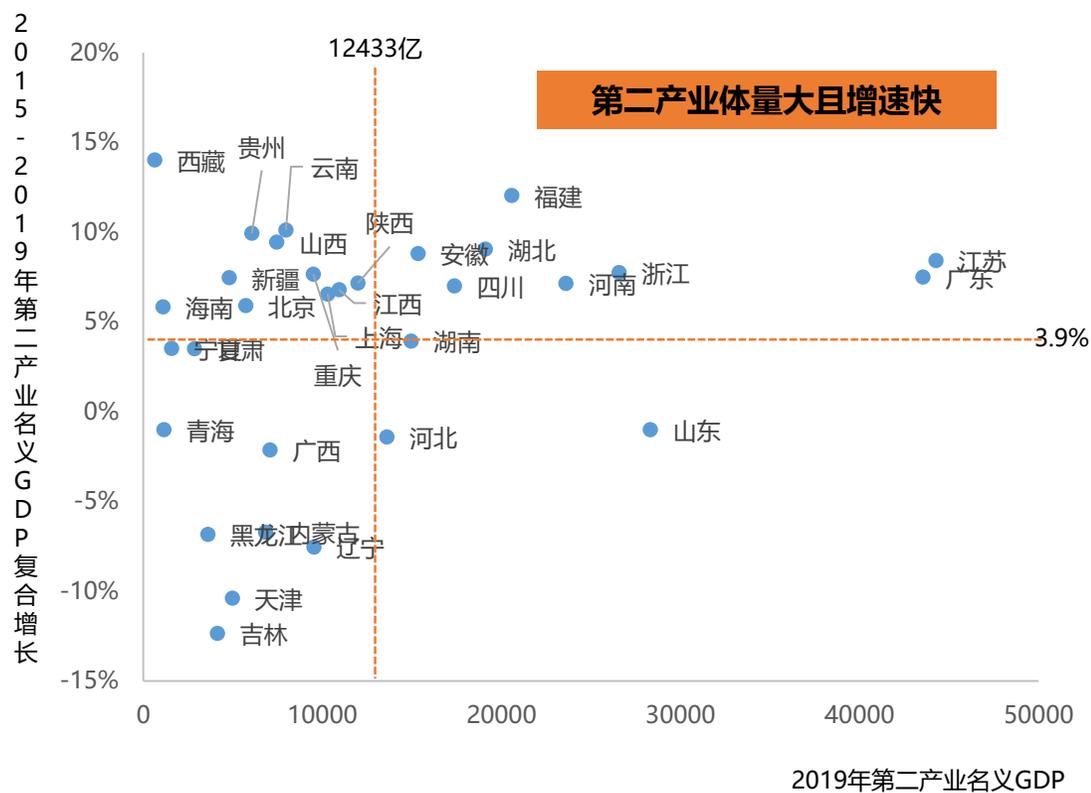
# 全国产业发展格局



1998-2020  
深耕地产二十二年

《十四五规划和2035远景目标的建议》提出“促进产业在国内有序转移，优化区域产业链布局”。从全国各省市第二产业格局来看，第二产业体量大的，且复合增速较强的区域主要遵循两条发展逻辑主线，第一，沿东部沿海的产业发展带；第二，沿长江发展的产业带

2019年全国各省市第二产业名义GDP及5年复合增长



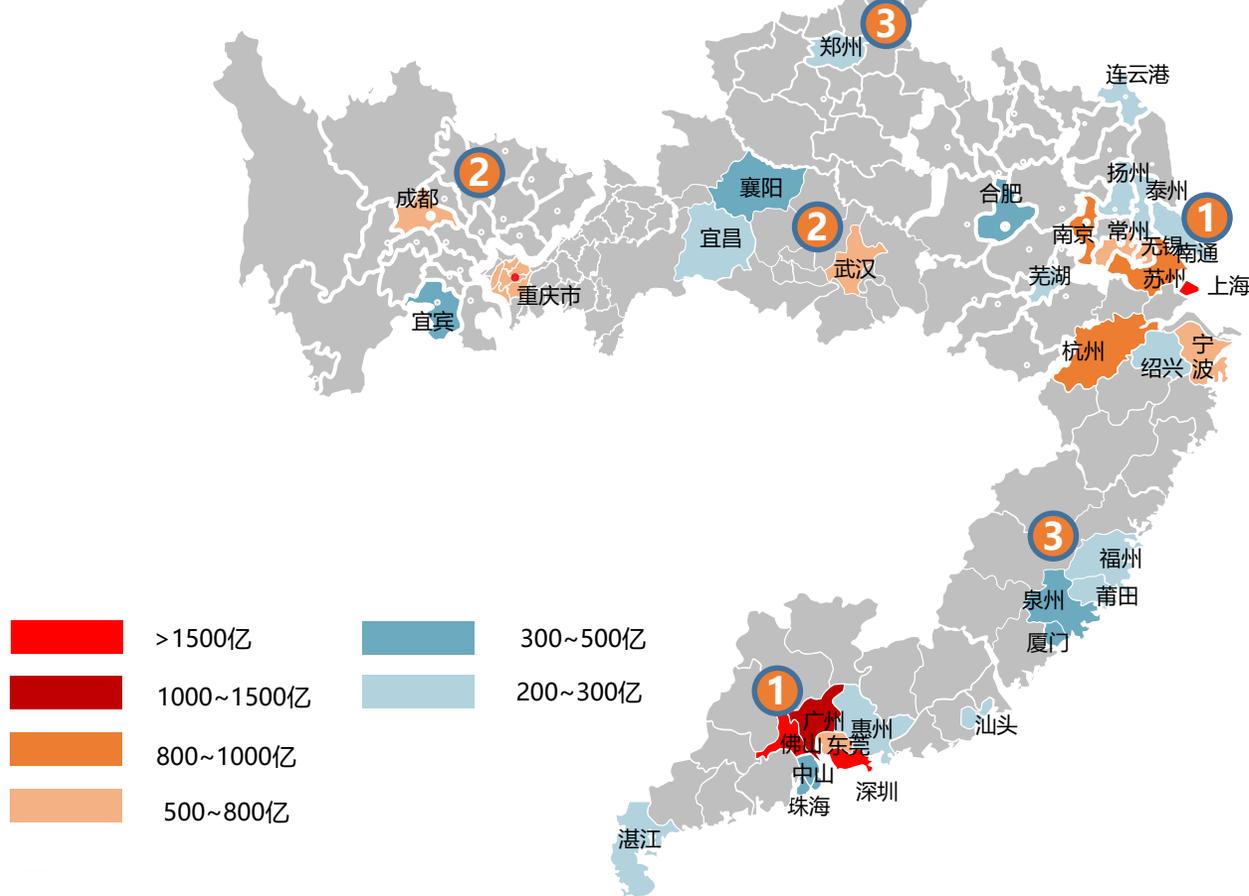
全国省市产业转移示意图



# 区域间产业转移的逻辑

从规模以上工业利润总额角度看，珠三角和长三角区域为“强者恒强”，而成渝、武汉、郑州等城市，利用当地的劳动力成本优势、高校人才资源优势，已形成了“光谷系”、“天府系”及“富士康系”等电子信息加工制造业，沿海产业向中西部核心城市转移的趋势明显

重要省市城市的市区规模以上工业利润总额

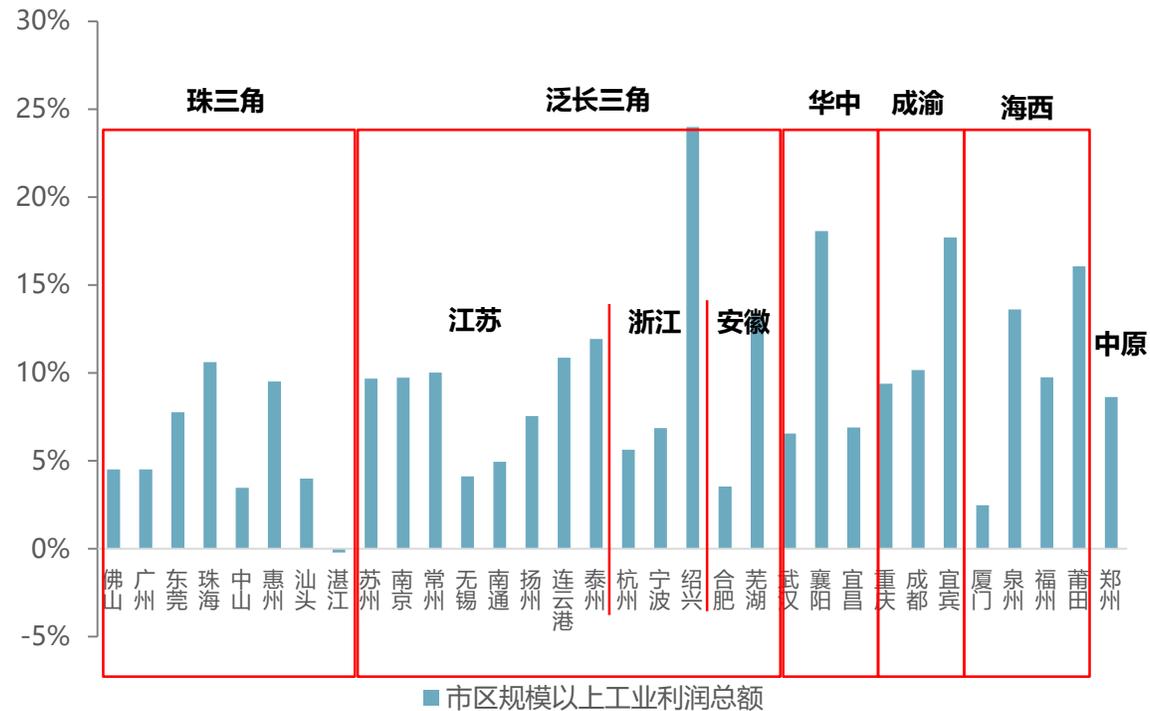


区域	主要产业特点
珠三角	小区域产业聚集，表现为“一镇一品”，形成以信息设备制造为主的东莞石龙；以家电制造业为主的顺德；以五金制品业为主的中山等
长三角	沿江与沿线产业链，形成上海-苏州电子产业链；上海-宁波出口导向产业链
华中	武汉形成光电子产业制造及研发的武汉“光谷系”，“东风系”汽车制造
成渝	成都形成以电子信息产业加工制造业的“天府系” 重庆具有传统的“力帆”系及长安系汽车制造，形成“达丰”系的计算机及通讯设备制造
海西	厦门形成以电子、机械等为主导的制造业 泉州形成以纺织鞋服、工艺制品等传统劳动密集型与机械设备制造并重的产业结构
中原	郑州形成信息设备制造为主的“富士康系”

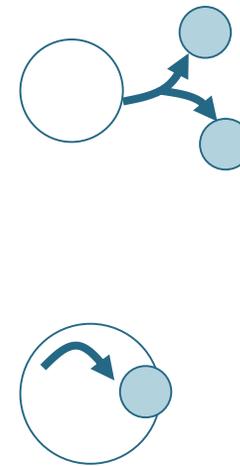
# 区域内产业转移逻辑

从区域内产业转移的逻辑来看，第一，传统制造业优势区域内，核心城市产业向邻近的低用工成本城市转移；第二，中西部区域存在城市点状突破，但未形成与核心城市之间的产业承接关系

2010-2019年主要城市市区规模以上工业利润总额复合增长率



2010-2019年主要城市市区规模以上工业利润总额复合增长率



传统优势制造业优势区域内，核心城市产业向邻近的低用工成本城市转移

- 如电子设备制造业、电器机械行业等劳动密集型产业，对工人用工成本敏感度较高，由南京向扬州、芜湖转移，或者上海向南通、泰州等苏中城市做产业转移

中西部区域存在城市点状突破

- 如华中中的襄阳和宜昌，均以汽车制造业及装备制造业为主导产业，与武汉未形成较强的产业承接关系，目前仍处于单城市点状突破阶段

# 聚焦核心经济圈投资机会

《十四五规划和2035远景目标的建议》提出“推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展，打造创新平台和新增长极。”其中**长江经济带、粤港澳大湾区以及长三角不仅处于全国产业发展的两条主轴上，也是全国房地产市场规模最大的区域，销售面积及金额超过全国的50%**

全国省市产业转移示意图



2019年全国主要经济圈房地产情况

区域	省市	商品住宅销售面积 (万平方米)	商品住宅销售面积占比	区域商品住宅销售面积占比	商品住宅销售金额 (亿元)	商品住宅销售金额占比	区域商品住宅销售金额占比
泛长三角	上海	1353.7	0.90%	20.00%	4457.16	3.20%	27.40%
	江苏	12545.04	8.36%		14894.77	10.68%	
	浙江	7803.99	5.20%		12723.1	9.12%	
	安徽	8323.89	5.54%		6126.69	4.39%	
珠三角	广东	11872.61	7.91%	7.91%	16758.01	12.02%	12.02%
京津冀	北京	789.02	0.53%	4.62%	3032.4	2.17%	6.37%
	天津	1382.63	0.92%		2132.48	1.53%	
	河北	4770.38	3.18%		3714.57	2.66%	
华中	湖北	7967.09	5.31%	10.68%	6903.7	4.95%	8.34%
	湖南	8073.25	5.38%		4721.43	3.39%	
成渝	四川	10451.05	6.96%	10.39%	7869.04	5.64%	8.84%
	重庆	5149.08	3.43%		4457.8	3.20%	
山东半岛	山东	11429.01	7.61%	7.61%	9287.11	6.66%	6.66%
东三省	辽宁	3412.52	2.27%	4.49%	2814.86	2.02%	3.77%
	吉林	1873.99	1.25%		1373.54	0.99%	
	黑龙江	1461.12	0.97%		1069.97	0.77%	
中原	河南	12981.63	8.65%	8.65%	8016.93	5.75%	5.75%
海西	福建	5073.73	3.38%	3.38%	5685.25	4.08%	4.08%
关中	陕西	3818.25	2.54%	2.54%	3359.17	2.41%	2.41%
北部湾	广西	6076.88	4.05%	4.05%	3913.4	2.81%	2.81%
其他区域		23535.46		15.68%	16128.59		11.57%
全国		150144.32	100.00%	100.00%	139439.97	100.00%	100.00%

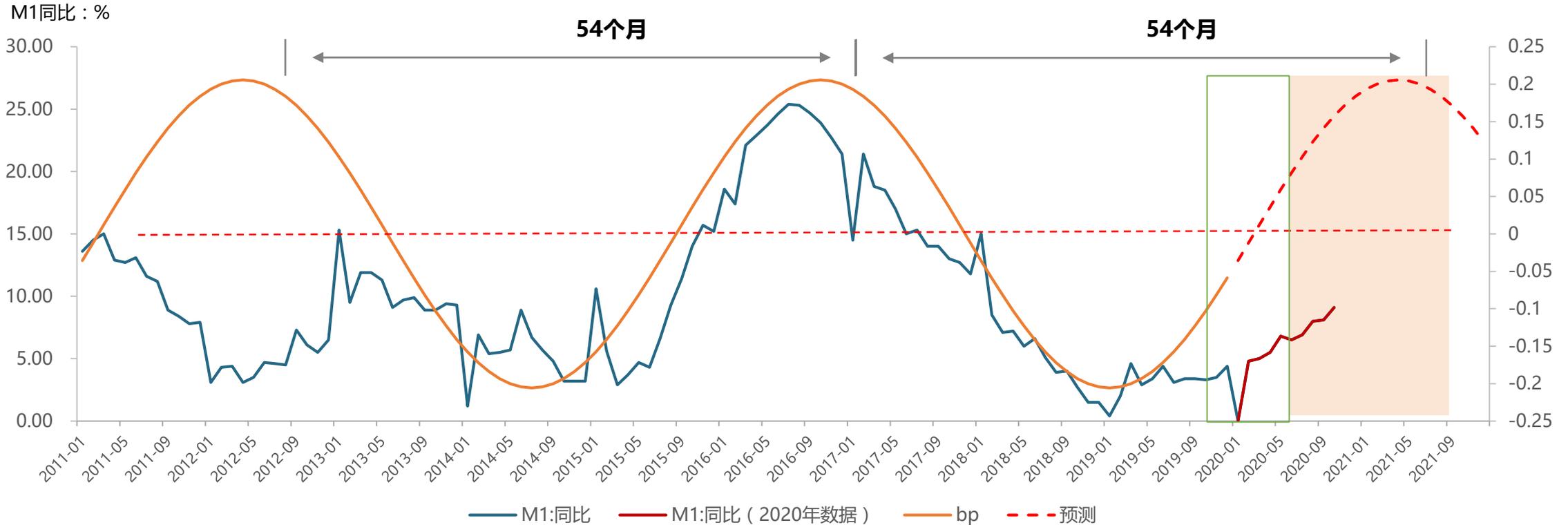


- ◆ 01 十四五围绕房地产合理经济地位安排政策
- ◆ 02 十四五期间房地产业主要机会判断
- ◆ 03 **2021十四五开局年楼市短周期趋势**

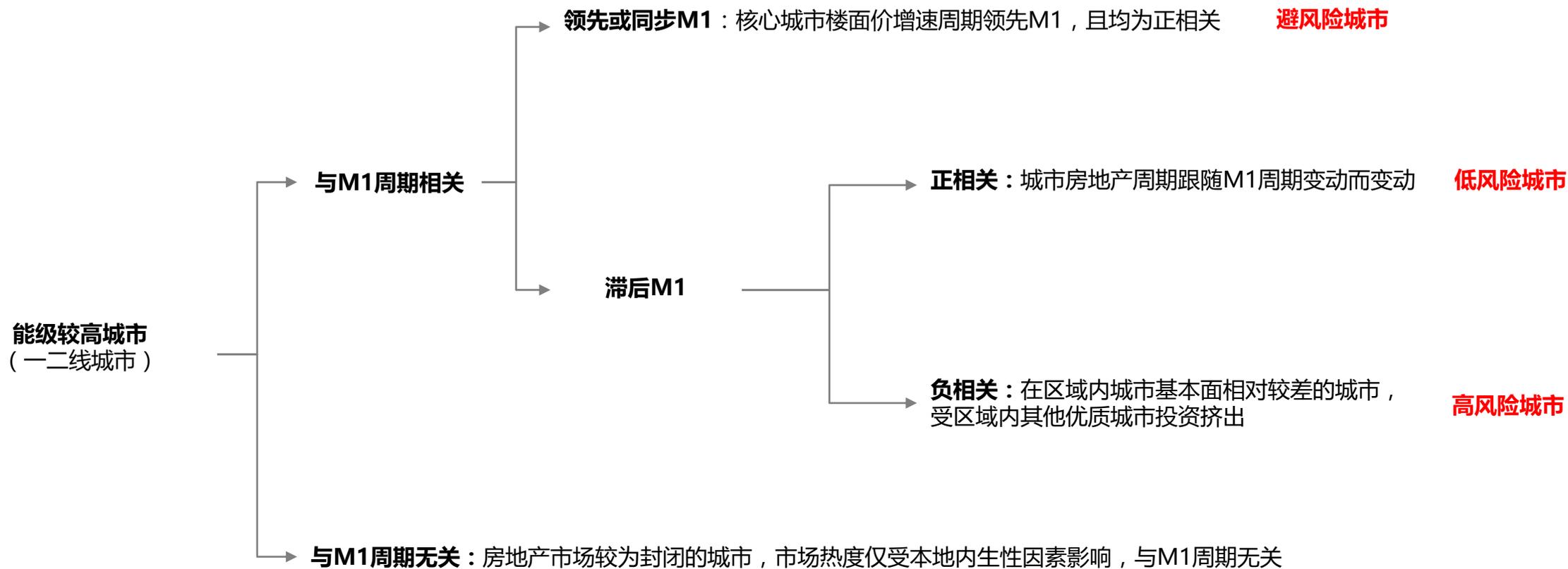
# 货币周期：M1周期预测

十四五期间由于美元走弱、热钱流入造成国内货币环境总体宽松。国内政府根据国内外形势进行政策对冲，形成国内的经济波动。其中M1是反映企业中短期潜在投资倾向的指标（类似基钦周期，完整周期为4-5年，1/4周期为13.5个月），也是经济周期的前导指标。因此，通过对M1增速的周期研究（预测有效期为1年左右），可以预测城市土地市场周期，并提前预判各城市投资窗口期。根据预测，目前M1已进入实质性上涨阶段，预计2021年为流动资金宽松期

2011年-2020年M1同比增速趋势及预测



# 受货币周期**直接影响**的城市

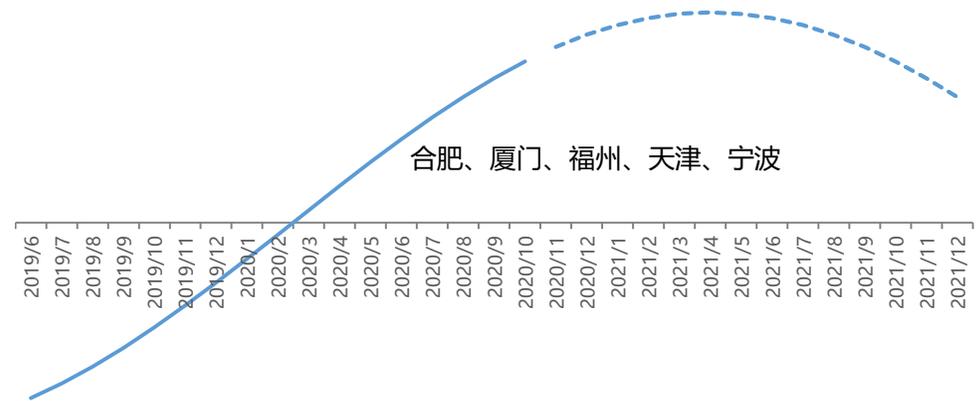
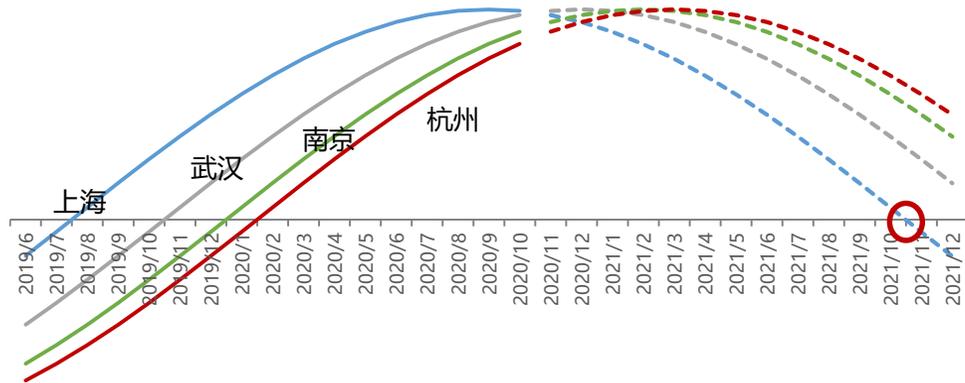


# 能级较高城市：领先或同步M1（汇总）

综合来看，领先或同步M1城市多集中在东部沿海核心一二线城市。其中，**杭州与M1相关系数最大**，近几年大量货币流向杭州土地市场，推涨杭州市场热度；其次作为“四小龙城市”的**合肥、厦门相关系数均超过0.05**。另外，**上海由于土地门槛较高，且土地限制条件较高，因此，上海土地市场受货币周期影响相对较低，相关系数较小**

城市	领先/滞后M1	相关系数	受货币影响显著	残差单位根检验	2021年楼面价周期预测
上海	+7	0.0163	显著	0.047	2021年4季度前地价处于持续上涨阶段，4季度开始下降
武汉	+4	0.0287	显著	0.003	2021年全年楼面价增速均为正，楼面价持续上涨
南京	+2	0.0309	显著	0.037	
杭州	+1	<b>0.0721</b>	显著	0.004	

城市	领先/滞后M1	相关系数	受货币影响显著	残差单位根检验	2021年楼面价周期预测
合肥	0	<b>0.0637</b>	显著	0.000	2021年全年楼面价增速均为正，楼面价持续上涨
厦门	0	<b>0.0512</b>	显著	0.000	
福州	0	0.0395	显著	<b>0.119 (弱相关)</b>	
天津	0	0.0188	显著	0.009	
宁波	0	0.0056	显著	0.008	





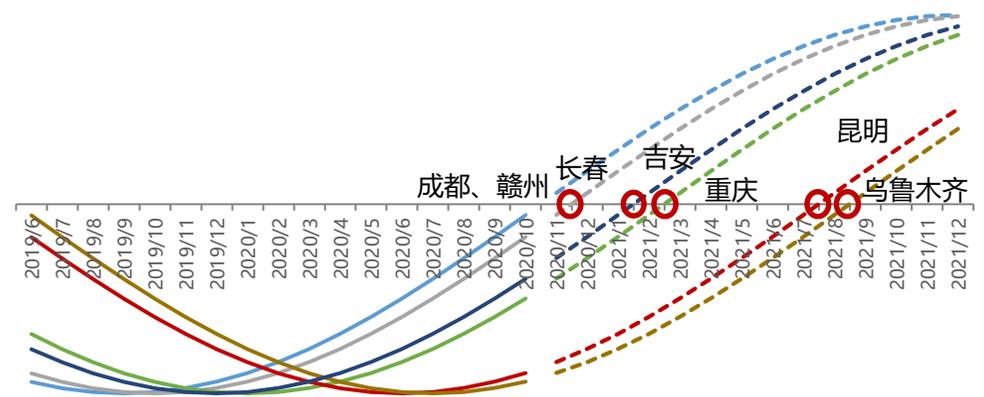
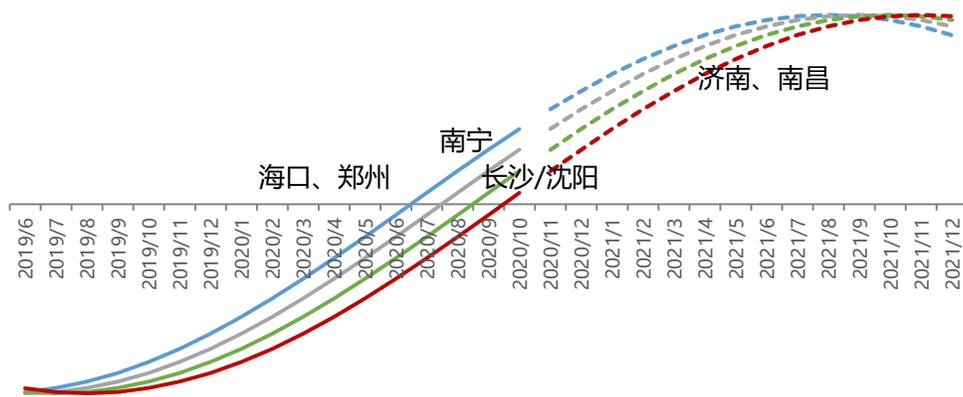
1998-2020  
深耕地产二十二年

# 能级较高城市：滞后M1-正相关（汇总）

综合来看，滞后M1城市多集中在**中西部省会城市**，主要因为**中西部城市轮动滞后东部沿海核心城市**。其中，**中西部城市中基本面相对较好、投资价值较高的城市与M1相关系数较大，如成都**

城市	领先/滞后M1	相关系数	受货币影响显著	残差单位根检验	2021年楼面价周期预测
海口	-4	<b>0.0584</b>	显著	0.0000	2021年全年楼面价增速均为正，楼面价持续上涨
郑州	-4	0.0126	显著	0.0035	
南宁	-5	0.0293	显著	0.0434	
长沙	-6	0.0310	显著	0.0411	
沈阳	-6	0.0281	显著	0.0066	
济南	-7	0.0488	显著	0.0053	
南昌	-7	0.0121	显著	0.0031	
赣州	-8	0.0418	显著	0.0019	

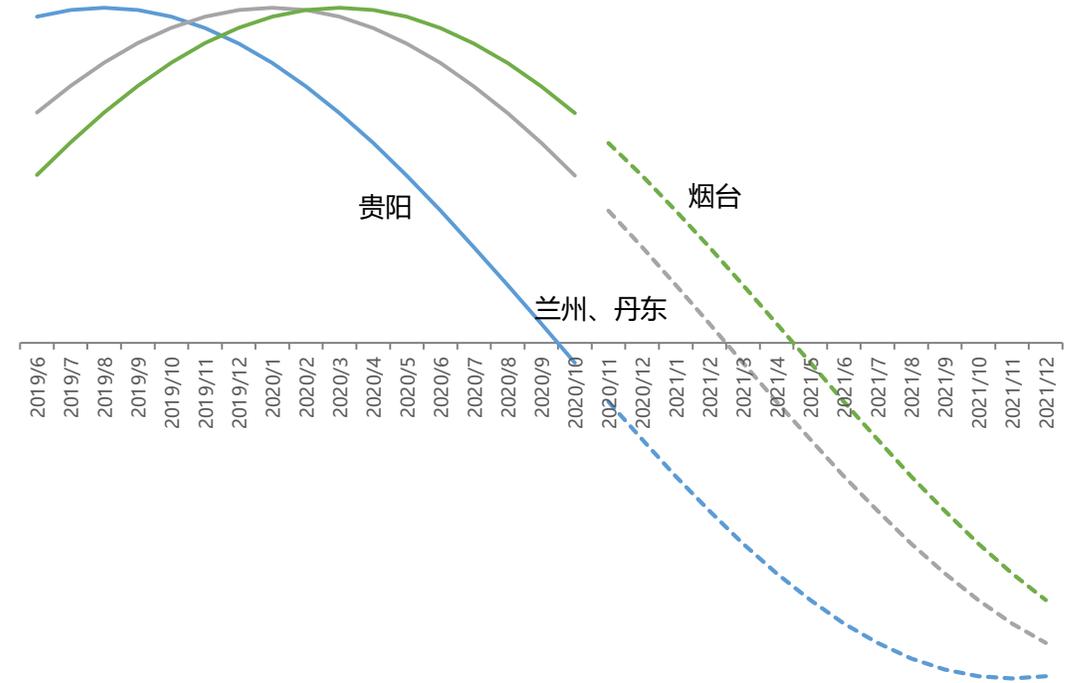
城市	领先/滞后M1	相关系数	受货币影响显著	残差单位根检验	2021年楼面价周期预测
成都	-8	<b>0.0759</b>	显著	0.0007	成都在2021年全年楼面价持续上涨
长春	-9	0.0138	显著	0.0496	长春目前楼面价处于低位运行，2020年4季度为较好的投资窗口期，预计将于2020年1季度楼面价进入上涨阶段
吉安	-11	<b>0.0561</b>	显著	0.0001	吉安、重庆目前至2021年1季度为较好的投资窗口期，地价将于明年2季度进入上行阶段
重庆	-12	0.0360	显著	0.0069	
昆明	-17	0.0356	显著	0.1701 (弱相关)	2020年4季度-2021年2季度为昆明较好的投资窗口期
乌鲁木齐	-18	<b>0.0702</b>	显著	0.0011	2020年4季度-2021年3季度为乌鲁木齐较好的投资窗口期



# 能级较高城市：滞后M1-负相关（汇总）

综合来看，与M1负相关的城市主要是**位于边缘片区的核心城市周边**，基本面相对较差，受区域内其他优质城市投资挤出效应影响，与M1形成负相关关系

城市	领先/滞后M1	相关系数	受货币影响显著	残差单位根检验	2021年楼面价周期预测
贵阳	-7	-0.0485	显著	0.0079	贵阳楼面价同比增速已开始进入负增长阶段，楼面价出现实质性下滑，因此 <b>2020年4季度-2021年为贵阳的投资窗口期</b>
兰州	-12	-0.0373	显著	0.0004	兰州、丹东楼面价目前仍处于实质性上涨阶段，预计将于 <b>2021年1季度开始下行，因此2021年全年为较好的投资窗口期</b>
丹东	-12	-0.0370	显著	0.0332	
烟台	-14	-0.0243	显著	0.014	烟台楼面价目前处于上涨阶段，预计将于 <b>2021年2季度开始下行，因此2021年2-4季度为烟台投资窗口期</b>



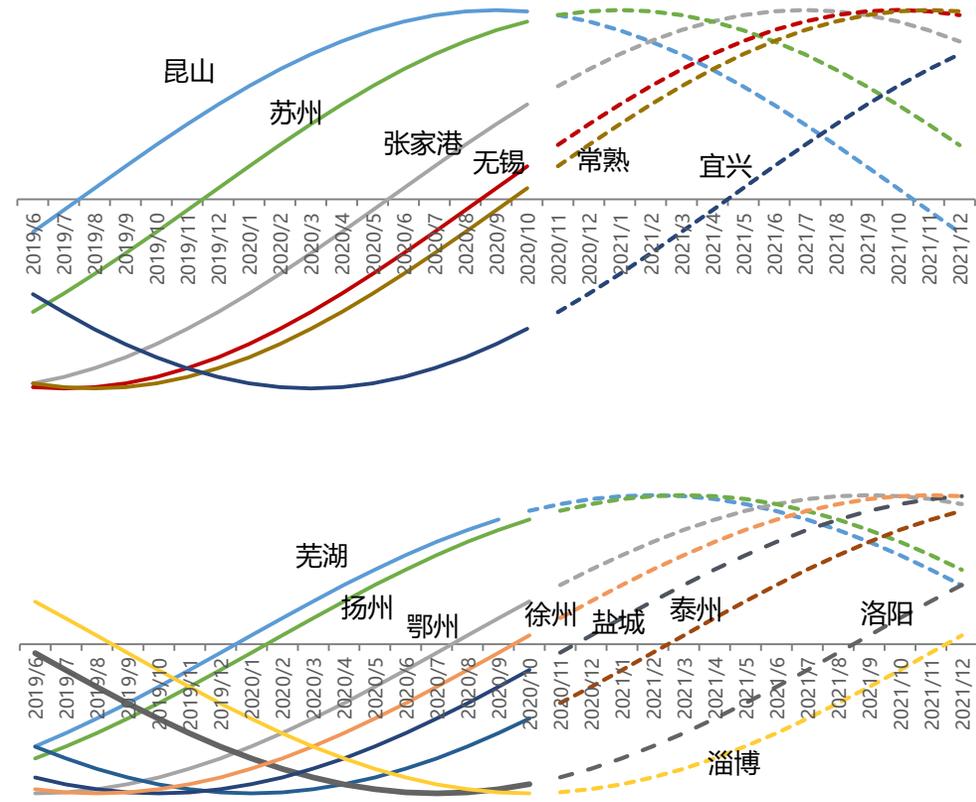
# 受货币周期间接影响的城市



# 能级较低城市：受核心城市影响（正相关）—汇总

低能级城市与核心城市协同发展，房地产市场受核心城市外溢影响，与核心城市存在正相关滞后关系，且影响系数普遍较大。其中，常熟比临近城市滞后上海时间更长，主要是受土地供应节奏影响（2015-2016年供地较少），导致上海对常熟的传导不能及时得到反映

核心城市	城市	领先/滞后	系数	受货币影响显著	残差单位根检验	投资窗口期
上海	昆山	0	0.8250	显著	0.0146	2021年4季度前地价处于持续上涨阶段，4季度开始下降
	苏州	-5	0.9983	显著	0.0002	上海/苏州外溢城市与核心城市，目前至2021年全年为楼面价上涨阶段，投资风险较大
	无锡	-12	<b>1.2953</b>	显著	0.0000	
	常熟	-14	<b>1.0031</b>	显著	0.0021	
苏州	张家港	-6	0.3584	显著	0.0142	
无锡	宜兴	-8	0.3188	显著	0.0188	宜兴从目前至2021年2季度为投资窗口期
武汉	鄂州	-8	0.4855	显著	0.0751 (弱显著)	鄂州、扬州、芜湖、徐州目前楼面价已进入上行周期，2020年4季度至2021年全年楼面价格仍处于上涨阶段，投资风险较大
南京	扬州	-1	0.5856	显著	0.0478	
	芜湖	0	0.7447	显著	0.0189	
	徐州	-10	0.5527	显著	0.0519	
	盐城	-12	<b>1.2736</b>	显著	0.0023	2020年4季度盐城楼面价仍处于下行期，是较好的投资窗口期
泰州	泰州	-14	<b>1.2857</b>	显著	0.0016	2020年4季度-2021年1季度泰州楼面价仍处于下行期，是较好的投资窗口期
	郑州	洛阳	-14	<b>1.9798</b>	显著	0.0030
济南	淄博	-14	0.4548	显著	0.0064	2020年4季度-2021年全年为投资窗口期



# 无周期城市汇总

无周期城市主要是房地产市场较为封闭或自成体系的城市，市场热度仅受本地内生性因素影响，与M1周期或核心城市周期无关。投资窗口期**建议结合前文的市场规模、利润、风险等指标，择机进入**

城市类别	城市	市场特征
政策/规划型市场	西安	西安市场是由政策为主导的市场，2014年-2017年西安市场整体平稳，自2017年开始的人口放松政策推涨市场预期，使得市场热度走高，与货币周期关系较弱；另外，西安目前库存风险相对较大，房企投资较为谨慎
	南通	南通市区市场主要与下辖县市关系密切，尤其是海门第三机场规划概念带动南通市区热度，政策规划概念让南通市区与下辖县市市场联动密切，而与上海市场关联度相对较弱
	太原	太原土地市场为旧改型市场，主要以大企业的旧改拿地项目的一二级联动开发为主，市场热度节奏取决于政府对城市的规划方向以及城中村改造方向，与货币周期关系不大
封闭型市场	银川	受文化等各方面差异，银川市场主要为内生性市场，与货币周期或其他城市市场基本没有太大关联；整体市场供应成交均较为稳定但规模较小
	平顶山	平顶山市场属于封闭型市场，与郑州市场或货币周期关系不大。平顶山整体供应量较小且稳定；城市经济排名比较靠后，购买力不强，需求较小，且存在一定库存风险；另外，城市项目价差排名在45个城市中倒数第一，同质化风险也较大
	淮安	淮安市场整体较为封闭，市场热度仅受城市自身因素影响，与南京市场关系不大
	如皋	如皋市场整体较为封闭，与南通市区或者海门市场关系不大
城市发展建面小	大连	大连城市建面较小，城市外围区域跟城区项目及土地价差并不大，对于开发商来说利润较小；另外，大连供应又以外围区域为主，对于购房者来说，阻碍需求正常释放。城市结构问题导致大连市场特征较为个性化，与货币周期脱节
土地市场进入门槛较高	青岛	青岛土地市场公开程度较低，大部分地块都是事先内定后，再挂牌走形式，主要以本地房企拿地为主，有一定的政府关系；外来房企进入门槛较高，限制条件较多，基本只能与本地房企合作才能拿地。市场透明度较低致使青岛市场自成体系，与货币周期关系较弱
不规范性市场	石家庄	石家庄主要由于土地市场不规范且目前石家庄库存风险较大，房企拿地风险较大，房企拿地趋于谨慎；另外，下辖县市收入水平较低，去市区置业较少，推动市区需求释放较少



1998-2020  
深耕地产二十二年

## 第四章

### 对房企的投资建议

- **宏观**：未来投资走向“房产”、“基建”双驱动模式

- **楼市定位**：政策定调给予房地产业合理的经济地位；十四五期间强化房地产“经济稳定器”作用

- **政策导向**：十四五期间楼市政策确保房地产业“不越位”，各城市政策低频波动，在楼市出现下滑的时期及时小幅放松，在楼市过热时及时动态跟进补丁政策

# 十四五楼市主要机会：以人为核心的新型城镇化发展机会



1998-2020  
深耕地产二十二年

- 省会及计划单列市由于城镇化率水平高，进入依靠本地内生存量及人才落户增量双驱动阶段。

- 其他普通地级市依然处于以农村人口进城为主的增量发展阶段，城市扩张对地级市（包含下辖县）人口总量较为依赖

- 对于大多数中小城市，未来新老城区融合发展，增加对老旧城区改造的投资将成为下一阶段的发展机遇之一

# 十四五楼市主要机会：跟随产业发展路径的市场机会

- **重点关注两大产业带城市：**
- 第一，沿东部沿海的产业发展带；第二，沿长江发展的产业带

- 传统制造业优势区域内，核心城市产业向邻近的低用工成本城市转移，形成产业转移下的面状投资机会

- 中西部区域存在城市点状突破，重点关注点状深耕机会

# 能级较高城市：领先或略滞后M1

2021年大部分能级较高城市均处于楼面价持续上涨阶段，应重点关注部分中西部城市在上半年土地市场相对平稳时期的错峰拿地机会

城市	领先/滞后M1	2021年楼面价周期预测	
上海	+7	2021年4季度前地价处于持续上涨阶段，4季度开始下降	
武汉	+4		
南京	+2		
杭州	+1		
合肥	0	2021年全年楼面价增速均为正，楼面价持续上涨	
厦门	0		
福州	0		
天津	0		
宁波	0		
海口	-4		
郑州	-4	2021年全年楼面价增速均为正，楼面价持续上涨	
南宁	-5		
长沙	-6		
沈阳	-6		
济南	-7		
南昌	-7		
赣州	-8		
成都	-8		
长春	-9		长春目前楼面价处于低位运行，2020年4季度为较好的投资窗口期，预计将于2020年1季度楼面价进入上涨阶段
吉安	-11		吉安、重庆目前至2021年1季度为较好的投资窗口期，地价将于明年2季度进入上行阶段
重庆	-12	2020年4季度-2021年2季度为昆明较好的投资窗口期	
昆明	-17		
乌鲁木齐	-18		2020年4季度-2021年3季度为乌鲁木齐较好的投资窗口期

# 能级较低城市：受核心城市影响

低能级城市与核心城市协同发展，房地产市场受核心城市外溢影响，与核心城市存在正相关滞后关系，2021年大部分此类城市受核心城市影响地价随着核心城市逐渐增长

核心城市	城市	领先/滞后	投资窗口期
上海	昆山	0	2021年4季度前地价处于持续上涨阶段，4季度开始下降  上海/苏州外溢城市与核心城市，目前至2021年全年为楼面价上涨阶段，投资风险较大
	苏州	-5	
	无锡	-12	
	常熟	-14	
苏州	张家港	-6	宜兴从目前至2021年2季度为投资窗口期
无锡	宜兴	-8	
武汉	鄂州	-8	鄂州、扬州、芜湖、徐州目前楼面价已进入上行周期，2020年4季度至2021年全年楼面价格仍处于上涨阶段，投资风险较大
南京	扬州	-1	
	芜湖	0	
	徐州	-10	
	盐城	-12	
	泰州	-14	2020年4季度-2021年1季度泰州楼面价仍处于下行期，是较好的投资窗口期
郑州	洛阳	-14	2020年4季度-2021年3季度为投资窗口期
济南	淄博	-14	2020年4季度-2021年全年为投资窗口期

# 受核心城市挤出或者不相关的城市

与M1负相关的城市主要是**位于边缘片区的核心城市周边**，基本面相对较差，受区域内其他优质城市投资挤出效应影响。或者具有典型自身特点的城市，如政策型市场或完全封闭的市场受货币环境影响较弱

## 位于边缘片区的核心城市周边

城市	领先/滞后M1	2021年楼面价周期预测
贵阳	-7	贵阳楼面价同比增速已开始进入负增长阶段，楼面价出现实质性下滑，因此 <b>2020年4季度-2021年为贵阳的投资窗口期</b>
兰州	-12	兰州、丹东楼面价目前仍处于实质性上涨阶段，预计将于 <b>2021年1季度开始下行</b> ，因此， <b>2021年全年为较好的投资窗口期</b>
丹东	-12	
烟台	-14	烟台楼面价目前处于上涨阶段，预计将于2021年2季度开始下行，因此 <b>2021年2-4季度为烟台投资窗口期</b>

## 无周期城市

城市类别	城市	市场特征
政策/规划型市场	西安	<b>西安市场是由政策为主导的市场</b> ，2014年-2017年西安市场整体平稳，自2017年开始的人口放松政策推涨市场预期，使得市场热度走高， <b>与货币周期关系较弱</b> ；另外，西安目前库存风险相对较大，房企投资较为谨慎
	南通	南通市区市场主要与下辖县市关系密切，尤其是海门第三机场规划概念带动南通市区热度， <b>政策规划概念让南通市区与下辖县市市场联动密切，而与上海市场关联度相对较弱</b>
	太原	太原土地市场为旧改型市场，主要以大企业的旧改拿地项目的一二级联动开发为主， <b>市场热度节奏取决于政府对城市的规划方向以及城中村改造方向，与货币周期关系不大</b>
封闭型市场	银川	<b>受文化等各方面差异，银川市场主要为内生性市场，与货币周期或其他城市市场基本没有太大关联</b> ；整体市场供应成交均较为稳定但规模较小
	平顶山	<b>平顶山市场属于封闭型市场，与郑州市场或货币周期关系不大</b> 。平顶山整体供应量较小且稳定；城市经济排名比较靠后，购买力不强，需求较小，且存在一定库存风险；另外，城市项目价差排名在45个城市中倒数第一，同质化风险也较大
	淮安如皋	<b>淮安市场整体较为封闭，市场热度仅受城市自身因素影响，与南京市场关系不大</b> <b>如皋市场整体较为封闭，与南通市区或者海门市场关系不大</b>
城市发展建面小	大连	大连城市建面较小，城市外围区域跟城区项目及土地价差并不大，对于开发商来说利润较小；另外，大连供应又以外围区域为主，对于购房者来说，阻碍需求正常释放。 <b>城市结构问题导致大连市场特征较为个性化，与货币周期脱节</b>
土地市场进入门槛较高	青岛	青岛土地市场公开程度较低，大部分地块都是事先内定后，再挂牌走形式，主要以本地房企拿地为主，有一定的政府关系；外来房企进入门槛较高，限制条件较多，基本只能与本地房企合作才能拿地。 <b>市场透明度较低致使青岛市场自成体系，与货币周期关系较弱</b>
不规范性市场	石家庄	<b>石家庄主要由于土地市场不规范且目前石家庄库存风险较大，房企拿地风险较大，房企拿地趋于谨慎</b> ；另外，下辖县市收入水平较低，去市区置业较少，推动市区需求释放较少

# 同策研究院自媒体平台



同策研究院——部门自媒体平台：微信公众号—同策研究院、同策资管，头条号—同策研究院。同策研究院完成的固定周期的周月报告、各个研究方向的专题报告会定期在同策研究院公众号上发布；同策资管聚焦中国资本市场，提供国内外前沿资管资讯，专业视角解读典型资管业务；针对楼市政策、市场、房企等相关话题的看法，欢迎与我们沟通交流



微信公众号：同策研究院  
**TOSPUR 同策研究院**



微信公众号：同策资管



同策研究院头条号

专业至上 服务至诚  
Professional • Sincere

**谢谢关注**

Tospur Real Estate Consulting Co., Ltd.

2020

