

# 聊一聊房地产投资的山海经

植信投资研究院资深研究员 马泓

当前房价又处于“十字路口”，新一轮房地产调控政策，又如过往一样进入密集出台时期，纷纷占据各大媒体平台的主要版面，楼市动态再次成为大众视角的主角。那么，当下地产投资处于什么周期呢？究竟缘何公众对房地产有如此大的偏好呢？未来房价还能持续大涨吗？除了购置实物房产以外，还有没有别的投资路径呢？

## 一、短期房价和投资热度趋降，做好债券和权益类投资准备

要想长期投资房地产成功，关键是保持投资组合布局平衡。从全国来看，本轮房价涨幅的高点可能已过。自2000年以来，国内房价运行的变化具有很强的周期性特征，以全球次贷危机为划分，此前包括2010年在内之前每4年经历一次高点（2001年一季度、2005年四季度，2010年一季度），此后几乎每3年经历一次高点（2013年一季度、2016年一季度、2018年四季度），合计6次，再加上本轮房价的高点（2021

图1 历史房价涨幅（2001-2021）



年上半年) 共计 7 次。在房价运行的周期背后, 诸多重要因素发挥了不同程度的作用, 包括了经济、土地、金融、人口、政府调控、房企财务状况等因素。

**表格 1 自 2010 年起政府主要调控地产的年份及其政策**

日期	主要调控政策	核心内容	机构
2010 年	“国十一条”	严控二套房贷管理, 首付贷比例不得低于 40%, 加大房贷窗口指导	国务院
2013 年	“国五条”	以限购、限贷为核心的调控政策, 坚决打击投资投机性购房	国务院
2016 年	“930” + “房住不炒”	热点城市紧缩力度空前, 限购、限贷等政策出台, 房地产融资全面收紧	地方政府
2018 年下半年	“房住不炒” + “因城施策”	坚持房住不炒的基础上做到因城施策, 还要保障房价的稳定合理	住建部
2021 年	“三道红线” + “供地两集中” + “房贷集中度管理”	坚持房住不炒, 严控房企债务风险, 最严购房地方政策管理, 推出二手房指导价	国务院、央行、地方政府、住建部等

**短期来看, 住房金融及地方政府的调控政策总体趋紧, 将对房价预期形成扭转。**伴随着央行和地方政府对房地产市场融资环境、购买行为和监管政策趋严, 房企和居民部门信贷融资增速将逐步放缓。截止 2021 年 6 月末, 房地产开发贷款余额为 12.3 万亿, 占金融机构贷款余额比例的 6.6%, 占比较 2021 年 3 月底回落 0.3 个百分点; 个人住房贷款余额为 36.58 万亿元, 同比增长 13%, 增速较 2021 年 3 月底回落 1.5 个百分点。相应地, 上半年全国商品房销售额为 8.86 亿平方米, 累计同比增长 27.7%, 增速较 3 月底的 63.8% 大幅回落逾 35 个百分点。宏观层面显示, 在信贷增长放缓和房企土地购置行为偏谨慎的背景下, 2021 年房地产市场呈现“前高后低”的态势, 并很可能延续至 2022 年, 因此参考

过往经验，全国主要城市房价涨幅在未来12-18个月内放缓的概率较高，且购房门槛抬高，对居民部门房产投资产生阻碍。

优质的房企债券则逐渐体现其配置价值。回顾过去十年间房企债券市场表现，与当下状况类似的三个时期，房价涨幅出现较大幅度的回调，股票市场也屡遭动荡，相对地，投资优质房企的投资者则获得了不错的、稳定的回报，总体年化收益率在5%-7%之间。其背后的投资逻辑便是房企在此前1-2年时间快速扩张购置土地，导致其负债和现金流压力增大，从而向融资市场借钱，同时在这些政策收紧的年份更加注重建设、运营和房产销售，即进入了投资回收期。因此，对于优质的房企而言，除了资金周转相对偏紧外，其经营状况保持稳健，投资者可通过此类债权类投资，往往可以实现稳定且收益可观的投资回报。不过，在房地产行业融资环境偏紧的年份，也会出现局部风险，部分房企存在较为突出的债务问题，特别是当下诸多中小房企面临严重的现金流和还债压

图2 房企信用债投资回报水平



力，应当予以规避。截至2021年7月末，当年债券违约的公司共5家，其中大部分为民营房企，合计逾期本金和利息金额约330亿。

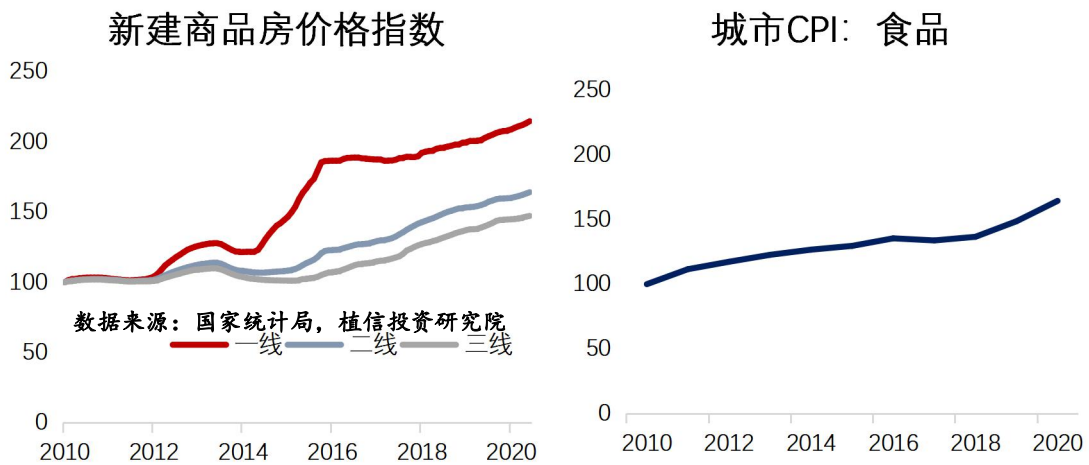
## 二、长期而言，房地产仍是居民部门主要的非金融资产

除金融资产之外，房地产依旧是居民部门最主要的资产。根据社科院的统计数据，自2000年以来，住房资产占居民非金融资产的比重就没有跌破过90%，到2019年居民住房资产规模达到232.5万亿，较2009年增长了2.1倍。这意味着如果没有资本市场的大面积扩容，居民部门除了存款、汽车、家电等较为大额的资产以外，剩余的资产就是房产了，这就不难解释为何普通老百姓如此关注住房市场的变化，尤其是房价。

过去十年，大部分重要城市的房价也呈现上涨态势，但并非一帆风顺，且分化程度有所加剧。以国家统计局数据为准，无论是一手还是二手市场，房价都有一定程度的上涨，体现了房产保值增值的价值。以新建住宅为例，对比2020年与2010年的房价比，一线城市为2.1倍，二线为1.6倍，三线为1.45倍。通常在讨论房产投资价值的理念中，时常会有观点认为投资房产可抵御通胀。根据居民消费支出的结构来看，食品消费仍是日常支出中占比最高的部分，对比2020年与2010年城市食品物价水平，当前城市食品CPI为2010年的1.65倍。因此，似乎只有一线城市的房价完全对冲了

日常通胀对普通百姓所带来的冲击，而二线和三线城市的房价也无法超过物价的涨幅。换言之，过去十年布局一线城市房产的投资者，才是真正做到了通过房产投资对抗并且跑赢通胀的资产，达到了所谓的“保值增值”。更多城市的房产投资者更多体现的是房产“保值”的作用。

图 3 过去十年典型城市房价与通胀，房地产基本起到了保值的作用



人们之所以对房价上涨印象深刻，可能与其购买频率、占用资金规模、资产价值稳定程度和社会关注度有关。由于普通居民每次购置房产时间间隔较长，短则 2-3 年，长则 5-10 年，人们惊讶于多年积累后的绝对金额的增幅，试想一下在 2009 年在一线城市购置一套当时价值 100 万的住宅，在 2019 年卖出的价格在 210 万左右，乍看之下利润颇丰。但事实是，单纯计算物价的累计涨幅已经占据了差价的大部分，其房产价值的涨幅几乎与过去十年广义货币供应量 M2 扩张的幅度保持一致。与股票市场周期性波动不同，尽管房产价值可能会在阶段性年份出现小幅回调，但总体波动区间相对较小，

这对缺乏专业投资能力的普通百姓而言不失为一个更理想的资产。当然，媒体的倾向性报道也多少影响着普通投资者的目光，使住宅市场的变化长期成为了公众醒目中的焦点。各大媒体通常用整版报道住宅或房地产的相关信息，线上平台也对“房贷利率、房价涨跌幅、楼市监管”等辞藻以醒目的方式标注，起到吸引读者的目的。

然而，投资本质是一项严谨的行为。需要思考和探讨房价走势背后的主要逻辑脉络，讨论中国房地产投资，势必要对中国的城市人口流动、土地市场状况、房地产融资环境和投资者心理这四个维度进行探讨。另外，非实物房产领域的资产规模近几年也在悄然快速扩张，对普通投资者而言也存在一定的投资价值。

### 三、人口流入大城市推动楼市发展

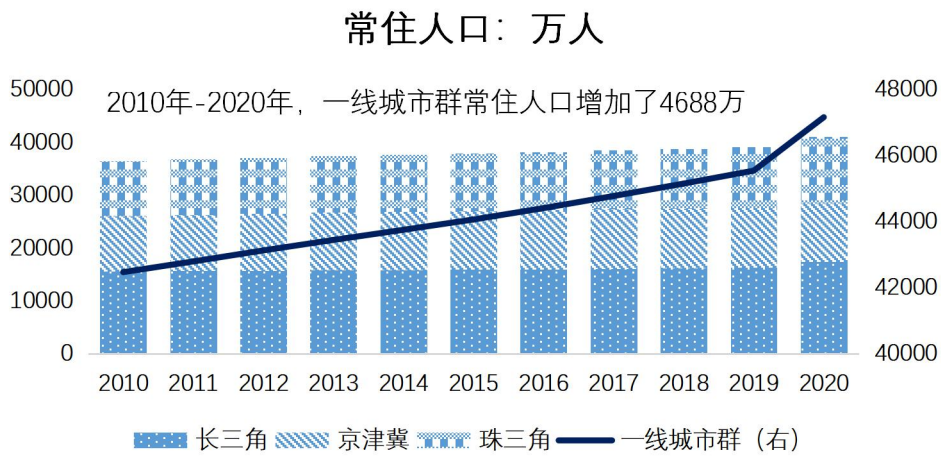
房地产的兴衰与人口流动、城镇化建设关系密切。根据最新公布的第七次人口普查数据显示，过去十年全国人口增加7200万人，其中，北上广为代表的一线城市群常住人口增加了近4700万，将近承载了全国新增人口的三分之二。相应地，北上广深四大城市的城镇化率在全国范围内也处于最高的水平。

#### ● 一线城市群虹吸效应显著

传统三大经济增长极成为过去十年人口流入主要地区，一线城市和二线重点城市则逐步成长为三大城市群的“内核”。

广东省在过去十年人口净流入 2160 万，其中，深圳和广州分别净流入 712 万和 597 万，在国内城市排行中位列前二，以制造业作为重点发展的产业，享誉全球，吸引了大量的年轻劳动力，深圳 60 岁及以上人口占比仅为 5.36%，比全国平均低 13.34 个百分点。毫不夸张的说，珠三角经济发展很大程度上依靠这“双核”驱动前行的。与此同时，依托于珠三角的区位优势，若干辅助型城市也吸引力百万级人口的流入，佛山、东莞、惠州三座城市在过去十年人口分别净流入 230 万、224 万和 143 万，分担了一部分核心城市的承载能力。

图 4 一线城市群在过去十年人口大幅度净流入



数据来源：国家统计局，植信投资研究院

在华东，长三角是全国人口流入的第二大重点区域，以上海、杭州、南京作为三大中心城市，形成全国乃至全球重要的经济、金融、贸易、科技中心。与珠三角类似的是，在长三角城市群中也有不少城市在过去十年人口净流入达到百万级别的，包括苏州（228 万）、宁波（180 万）、金华（169

万)和无锡(109万)。另外,还有向嘉兴、台州、徐州等也有净流入超过50万的城市。由于传统核心城市老城区建设接近饱和,依附于这些大城市的次一级城市便逐渐体现出“疏困”的作用,人口净流入的速度要远超过上海、南京等内核城市。

### ● 中西部二线城市涌现出新一批的增长极

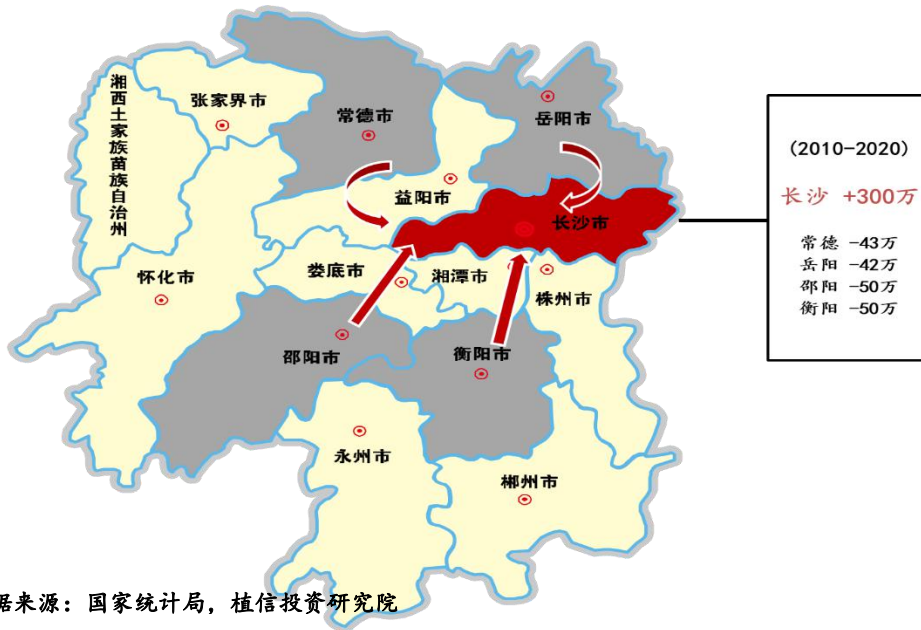
内陆省会城市逐渐成为新的内陆增长极,中西部地区省会城市崛起。其中,郑州、长沙人口净流入超过300万;南宁、昆明、合肥人口净流入规模在200万左右。与一线城市群不同的是,内陆重点城市更多体现的是“单核”效应。以湖南省为例,2020年湖南省人口规模为6644万,较2010年增加74万,增幅为1.1%,作为省会城市,长沙人口净流入300万,增幅高达42.6%,但省内其余人口占比靠前的城市则呈现人口净流出的状态,包括衡阳、邵阳、常德、岳阳等市,流出规模在40-50万。内陆人口流动呈现两方面特征,一方面向省内省会城市靠拢,另一方面是流向华东、华南等发达经济地区。

成都和重庆人口分别净流入580万和320万,为内陆省份的劳动力提供更多新的机会。成渝地区已然成为新的国家级城市群,据统计过去几年汇集到成渝双城经济圈的人口不仅来自四川省相对较小级别的城市,还包括云贵、广东、湖北和江浙地区,甚至还吸引了不少外商投资,截止2019年末,



四川省和重庆市合计外商直接投资总额达到 4000 亿美元，是 2010 年 890 亿美元的 4.5 倍左右。预计在十四五期间，随着成渝地区双城经济圈建设规划正在不断的推进，成渝地

图 5 过去十年湖南省人口流动变化情况



区将吸引产业资本流入，成为人口净流入的重要地区。

### ● 人口自北向南迁移趋势进一步明确

东北成为全国人口净流出最多的地区，而海南人口净流入较多。过去十年东北三省净流出 1100 万，其中黑龙江净流出规模最多，接近 650 万，幅度为 16.9%。之所以呈现如此状况，很大程度跟气候条件、产业结构、商贸环境、就业形势、教育医疗及住房保障等领域有关，如何真正实现振兴东北工业区仍是主旋律。

相对地，在全国版图最南边的海南省近年来人口增长较快。到 2020 年，海南省常住人口达到 1008 万，较 2010 年增长 16%。其中，海口和三亚成为增长最大的两个省内城市，人

口增加了 117 万，占到全省新增人口的 84%。与东北状况不同的是，海南省经济主要依靠第一和第三产业，近些年来现代服务业迅猛发展，信息传输、软件和信息技术服务业研发投入高速增长，企业经营规模和税收增长较快，吸引了省内及省外更多的人口流入。

### ● 新形势下孕育着新机遇

房地产投资长期看人口，过去十年的经历也充分印证了这一观点。展望十四五规划期间，房地产行业在新型城镇化建设下仍有很大的发展空间，城市群和都市圈房地产市场的活力将会增加，大城市的住房需求体量依旧巨大。要解决好大城市的住房问题绝对不是一句空话，而是摆在国内经济发展道路上不可忽视的问题。对于传统一线城市群而言，既有新增人口流入的住房需求，又有已经生活在城市但居无定所的存量需求，未来商品房仍旧有很大的发展空间。而对于内陆新的增长极、省会城市以及依附于大城市的辅助城市和县域城镇而言，随着更多新增人口的流入，商品住房需求有望保持较快增长。当然，对于人口流出的省份，其房地产投资将缺乏动能，房产投资的价值也较小。

## 四、重点城市供给不足推升房价

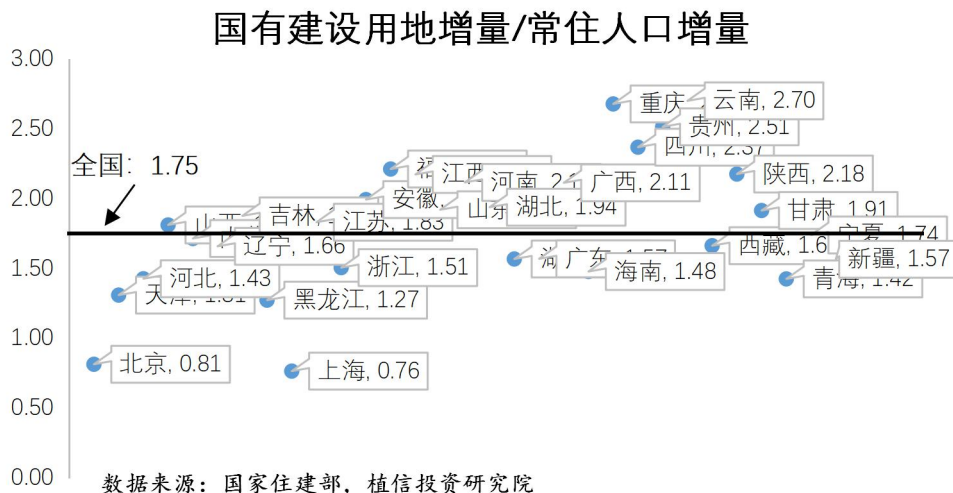
### ● 人地错配推高城市地价和房价

过往城镇化倾向于发展中小城市、控制大城市尤其是特大城市规模的方针主导。人随产业走，大部分劳动人口都向大

城市流动，但地却没有随人和产业走，造成了较为突出的人地错配问题。将 2004 年-2019 年间城市建设用地面积和常住城镇人口作为参考指标并进行指数化处理，以 2004 年定基为 100，到 2019 年全国地与人的比值（城市建设用地面积指数/常住城镇人口指数）为 1.75，其中，上海（0.76）和北京（0.81）低于 1，显著“缺地”问题明显；其他低于全国水平的重点地区，还包括天津、河北、浙江、广东、海南、湖南等。

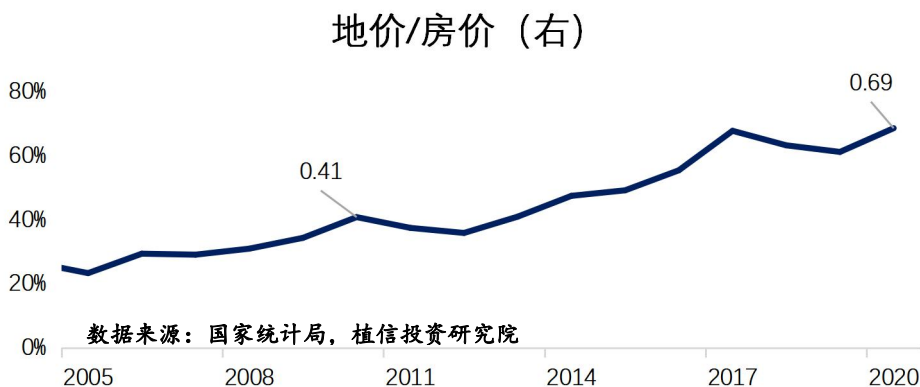
在高于全国水平的地区中，该指标超过 2 的涵盖了 10 个地区，尤以云南（2.70）、重庆（2.68）、贵州（2.51）排在前列，云南省在 2004-2019 年期间，城镇常住人口累计增加了 10%，城市建设用地面积增长了 2 倍；贵州省则处于属于人口净流出的省份，但土地供给也增加了 1.33 倍。人地错配问题的长期存在，扭曲了一线城市和部分二线城市房地产市场的供求关系，导致其房价持续上涨，长期处于高位。

图 6 国有建设用地增量与常住人口增量的关系



土地价格的上涨成为推动房价上涨的重要因素。近十多年来，国内城镇化建设逐渐提速，土地价值大幅度上升。部分缺乏新增用地指标的城市在征地模式中，还将视角逐步从新增用地向存量用地转变，征地拆迁成本水涨船高。2010年-2019年间，征地所涉及的土地使用权出让、国有土地收益基金、农业土地开发资金和新增建设用地土地有偿使用费等征地补偿费用支出占全国政府性基金支出的比例平均为82%，支出规模从2011年的3.32万亿增至2019年的7.58万亿，十年间增加了1.3倍。全国土地价格均价从2011年的2006元/平方米增长到2020年的6763元/平方米，十年间地价也相应增长了2.4倍。随着土地价格的抬升，地价占房价的比例也从2011年的37%左右升至2020年末69%，城市房价的

图7 过去十五年，土地价格占房价的比例越来越高



高企，背后的主要推手便是地价水平的不断提高。

### ● 土地市场改革有助于缓解大城市住房问题

“十四五”期间，我国经济将逐步从粗放式向集约化的方式转变，土地要素改革对经济发展将起到重要的引领作用。

自十九届五中全会以来，政府提出要以土地制度改革为突破口，推进土地要素市场化配置，逐步消除城乡土地二元体制，促进生产要素在城乡的优化配置与流动，为促进国内大循环提供动力和保障。总体上需要实现四个目标：建立健全城乡统一的建设用地市场，增加农民享有更多农村土地资源的权利；深化产业用地市场化配置改革，加大土地市场化配置，遏制地价的过快上涨；鼓励盘活存量建设用地，提升土地利用效率，适当增加住宅用地占比，削减工业用地比例；完善土地管理体制，实施年度建设用地总量调控制度，增强土地管理灵活性，推动土地计划指标更加合理化。

### ● 加快发展保障性租赁住房

“十四五”时期，政策重点将坚定不移落实房地产长效机制，国内将加强住房保障体系建设，有效扩大保障性租赁住房供给。当前的一个大的趋势是，整体适龄购房人群的比重在下降，而年轻人租房群体的比重在上升，全国范围内适龄的租房年轻人大约在1.5亿-2.35亿左右。目前大城市高房价对年轻人进城设置了较高的门槛，如果不加以关注，则可能出现阶段性“逆城镇化”的情形，对城市的就业、生产、消费等领域都会产生负面冲击。由此，“两会”报告中专门提到了支持保障性住房建设的政策意图，住建部在3月发布了《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，明确提出“住房租赁市场是我国住房供应体系的重要组成部分，

积极推进租赁服务平台建设，大力发展住房租赁经营机构，完善公共租赁住房制度，拓宽融资渠道，推动房地产开发企业转型升级，用3年时间，基本形成渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。”

在2021年“两会”期间，政府首次明确提出要“保障好群众住房刚需，解决好大城市住房问题”。与过往房地产调控方式不同的是，未来有关部门将从供需两方面结合施策，而非单一的需求侧管理。由于国内房价“过热”问题主要还是聚集在一线和部分二、三线城市，是局部性问题，因此，有针对性的增加土地和住房供给，尤其是针对住房困难群体的住房供给是适宜的。与此同时，中央、发改委和央行近期还专门提到了在政策和金融层面增加大城市租赁住房供给，当然增加住房供给的前提是增加相关住房的土地供给，包括开发存量闲置用地，提升土地利用效率。截至2021年6月末，一线城市在过去的12个月时间内，土地成交面积同比增长15%，同期二线城市同比增长2%，而三线城市同比下降4.3%。其中，一线城市过去12个月土地成交达到4216万平方米，占全国土地成交比重为6.1%，较去年同期的5.3%有显著的上升，但距离2009年6月12.1%的占比最高水平仍有明显的差距，预计十四五时期一线城市土地市场将有很大的发展空间；特别地，北京土地成交面积达到744万平方米，同比增长1倍，是四个一线城市中响应政策速度最快的。正是由于

重点城市的管理者加强了土地供给的力度，此轮始于2019年一线城市房价反弹的力度远不及此前三轮（2009年、2013年和2015年-2016年）的涨幅。这表明国内房地产市场调控管理能力正在不断提升，从供需两端着手解决住房问题，有助于缩小长期住房供需缺口，减少房价波动幅度。因此未来投资实物房产的投资者应当适度调降预期回报率，且目光应

图8 一线城市土地成交面积占比有所上升



当更加聚焦在重点城市群与核心城市，而非粗放式的和盲目跟从。

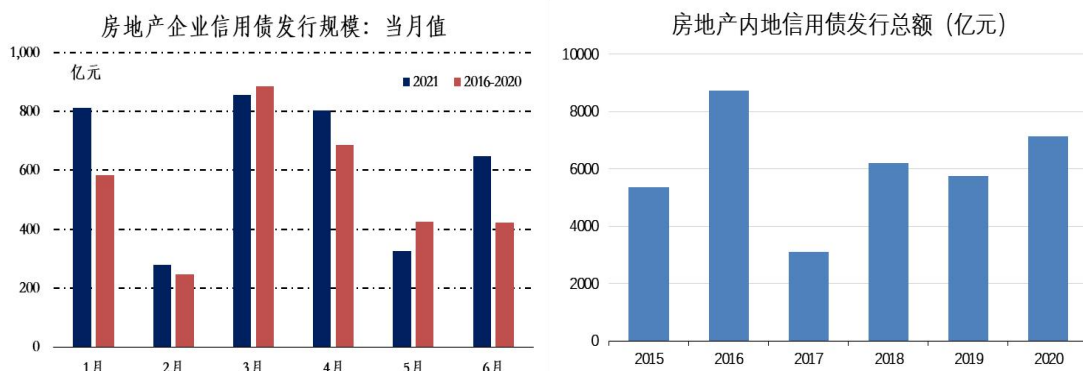
## 五、关注房企直接融资工具，可提供多元化投资标的

房企直接融资比例有望提高，信托和债券是两大主要领域。信托方面，尽管国内地产信托融资余额持续压缩，截至2021年一季末，房地产信托融资余额为2.17万亿，较2019年二季度2.93万亿的高点减少了26%，但房地产信托融资规模依旧庞大。在海外成熟市场，房地产信托基金颇受欢迎，截止

2021 年 6 月底，美国最大的 REITs 指数 Wilshire US REIT 升至 13448 点，持续创下历史新高，年内收益达到 22.8%。近期，国内非标信托尤其是地产类信托产品反而迎来了“窗口期”红利，由于持续压降导致优质项目稀缺，加之额度吃紧，使优质的地产类信托产品开始受到部分投资者欢迎。预计经历了“阵痛期”之后，能够符合要求发行的地产类信托产品大都基于大型房企开发的优质资产，具有较为稳定的回款和现金流。

**2021 年以来房企债券融资增速相对平稳。**由于年初有著名房企违约事件出现，房企大部分时间内发行难度有所上升。但自 6 月开始发债环境有所缓和，截至 2021 年 7 月末，房企内地信用债年内累计发行 4374 亿元，同比增长 2.6%。长期来看，自 2015 年起，房企开始更多利用债券市场进行融资，目前存量接近 2 万亿。债券融资相较传统银行贷款而言，其优点是融资成本较低，债券期限较长，可使房企获得长期资金支持。通过债券融资，房地产开发企业不但可以增加资金来源，还可以优化融资结构，减少对银行资金的依赖，符合国家提高直接融资比例的要求。

图 9 房地产企业内地信用债发行规模稳步增长

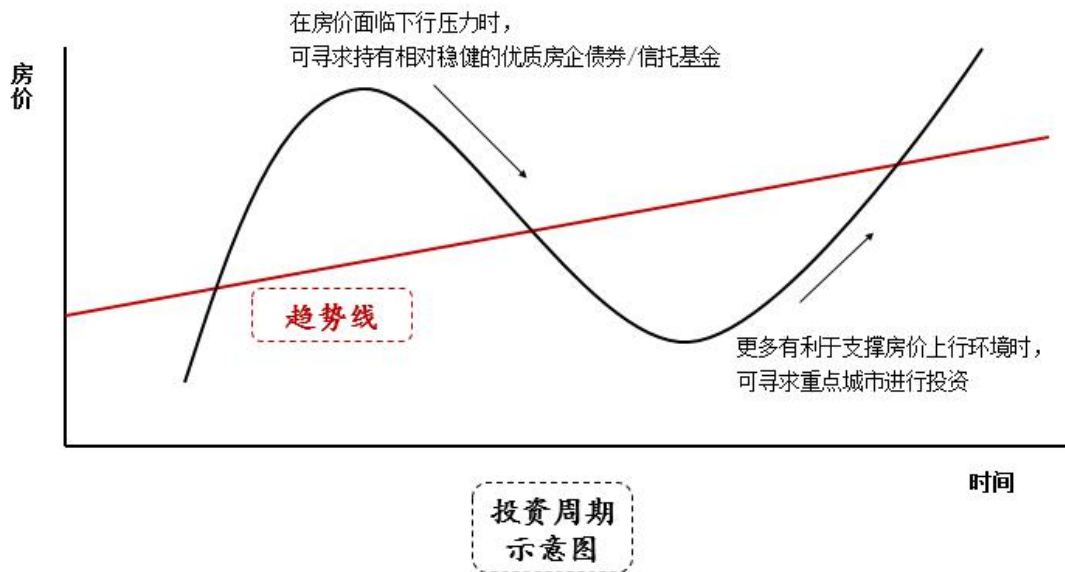


数据来源：中债登，Wind，植信投资研究院



综上所述，相对于投资实物房产而言，优质房企所发行的信托基金和债券产品在安全性、流动性和收益性上更具优势，在国内重点城市购房政策偏紧的背景下，可以将视野拓展至与地产相关的金融资产，分享房地产业在不同运行周期中的红利。

图 10 房地产投资长期呈周期性波动，建议多元化合理配置



数据来源：植信投资研究院

## 免责声明：

本报告由植信投资研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但植信投资研究院对这些信息的准确性及完整性不作何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，植信投资研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。