

房地产的现在和未来：平稳取代高增长

核心内容：

- **2020 最严厉的泛地产调控** 2021 年房地产的低迷始于史上最严厉的房地产调控政策，房地产行业的出清剧烈而直接。房地产调控从控制供给方、控制需求方、控制融资方三个方面进行。
- **为什么调控房地产** 过快的城镇化进程使得房地产占用了大量的金融资源，金融风险快速累计。房地产占用过多的居民消费，启动内循环受阻。国民经济增长需要再平衡。
- **房地产行业仍然在出清中** 需求端仍然处于下滑状态，供给端风险处于暴露过程中，融资端的支持现阶段主要集中在需求，房地产行业出清没有完成。
- **短时房地产政策必须改变** 房地产行业风险已经在暴露，为了经济的稳定，对房地产严厉的调控需要改变。(1) 经济稳定需要房地产行业保持正增长；(2) 投资的效率提高，稳定房地产能直接利好经济增长；(3) 地方政府基金收入减少，给财政带来困难；(4) 商品房库存上行带来风险，房地产开工减少带来就业问题。
- **政策开始转向，未来会逐步加速** 2021 年下半年房地产政策开始转向。2021 年 9 月份央行货币委员会第三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。2022 年 1 月份 5 年期 LPR 利率下行，这是直接利好房地产市场的货币政策指标。现阶段，因城施策是主流。2 月山东、重庆等地购房者首付比例降至 20%，3 月份郑州放松限购限贷，随后哈尔滨、秦皇岛、东莞、兰州等地也开始放松商品房购买限制。
- **短期房地产政策变化—以需求侧为主** 短期调控手段主要集中在需求侧，央行和各级政策层逐步减少居民购房方面的障碍，从放松公积金适用范围、降低首付比例、放松限购限贷等方面进行。
- **房地产的未来—平稳发展的国民支柱产业** 房地产是国民的支柱产业：(1) 从调控的政策来看，房地产企业获取资金的能力是最大的优势，房地产未来国企化、公用事业化是趋势；(2) 从调控的手段来看，以房地产税作为长期调控手段，以保障房作为补充；(3) 从调控目标上来看，需要房地产价格保持相对平稳，土地市场价格稳定。

房地产板块的反弹现阶段更多的是对严厉政策出现变化以及货币宽松带来的阶段性好转。春江水暖鸭先知，房地产好转的信号会持续出现，行业转变也会到来，经历了风雨的行业迎来新的发展阶段。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

目录

一、史上最严厉的房地产政策组合	3
二、为什么调控房地产?	4
三、全行业出清并未结束	5
四、短期房地产限制政策需要改变	6
五、政策开始转向, 未来会逐步加速	8
六、短期房地产放松政策—以需求侧为主	8
七、房地产业的未来—平稳发展的国民支柱产业	9

房地产市场是最牵动人心的行业, 也是我国政策变化最频繁的行业。经过 2021 年房地产类股票漫长的下跌, 2022 年初房地产行业迎来的反弹。房地产 ETF 从 2022 年 3 月 16 日低点

的 0.68 元上升至 4 月 6 日的 0.94 元，涨幅达 38.2%。房地产行业最艰难的时光已经接近尾声，房地产行业未来面临着长期的产业结构调整。

2021 年房地产的低迷始于史上最严厉的房地产调控政策，房地产行业的出清剧烈而直接，2022 年跌入低谷的房地产迎来政策曙光，但房地产彻底翻盘仍然为时过早。

一、史上最严厉的房地产政策组合

2020 年史上最严厉的房地产政策出台，使得房地产行业出现了全行业的困难。2016 年 12 月中央政治局会议提出“房住不炒”，基本奠定了未来 20 年房地产行业的格局，2020 年政策层对房地产行业发布了完整的调控措施。

控制房产开发企业：2020 年 8 月发布了“345 规则”，即房地产企业的三道红线。三道红线即除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 100%。当三道红线均不符合的时候，房地产企业只能借新还旧，不能增加新的债务。当三道红线均满足，有息债务年度增速不超过 15%。监管部门通过三个指标对房地产企业的过度融资行为进行约束。2021 年 6 月，193 家上市地产公司中有 17 家踩中三道红线，21 家二道红线，74 家一道红线，不合格接近 42%。2021 年总体开发贷款增长只有 0.9%，2019 年此数字为 10.1%

图 1：房地产开发贷款余额 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

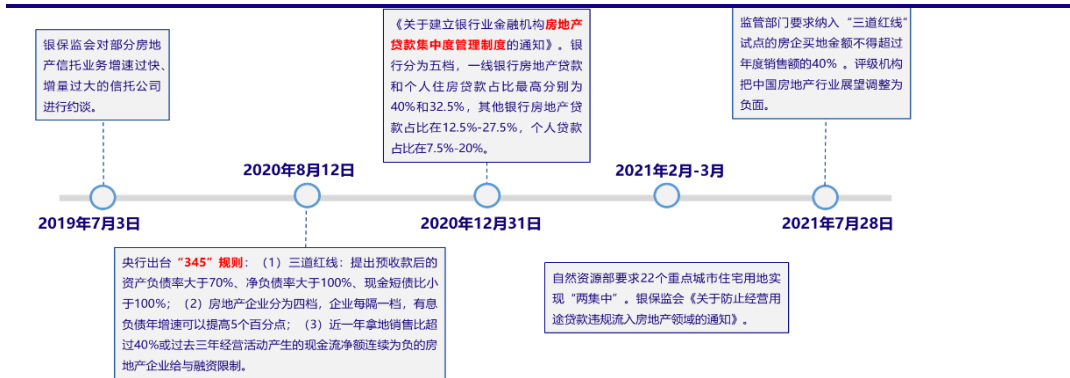
控制银行端：2020 年 12 月房地产贷款的集中度管控。央行与银保监会在 2020 年最后一天所发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，控制个人住房按揭贷款等房地产贷款规模。商业银行被划分为五档，每档中商业银行被规定了房地产贷款和个人住房贷款占全部贷款比例的上限。截至 2021 年 6 月，6 家一档银行中有 2 家超过指标，13 家二档银行中有 9 家未完成指标。

控制土地供给端：土地集中供给制度。2021 年 2 月自然资源部要求 22 个重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，全年有公告次数限制；二是集中组织出让活动。这种方式打破了房地产企业的自己的资金节奏安排，使得有能力获得金融资源的房地产企业占优。

控制消费端：限购限贷、首套房支付比例以及严控消费贷、经营贷流入房市。早在 2017 年开始限购限贷就已经开始，2021 年几乎全国大中型城市均有限购限贷政策出台。2021 年 3

月银保监会、住房和城乡建设部和央行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，严控消费贷、经营贷违规流入楼市。

图 2：2020 年-2021 年房地产调控政策

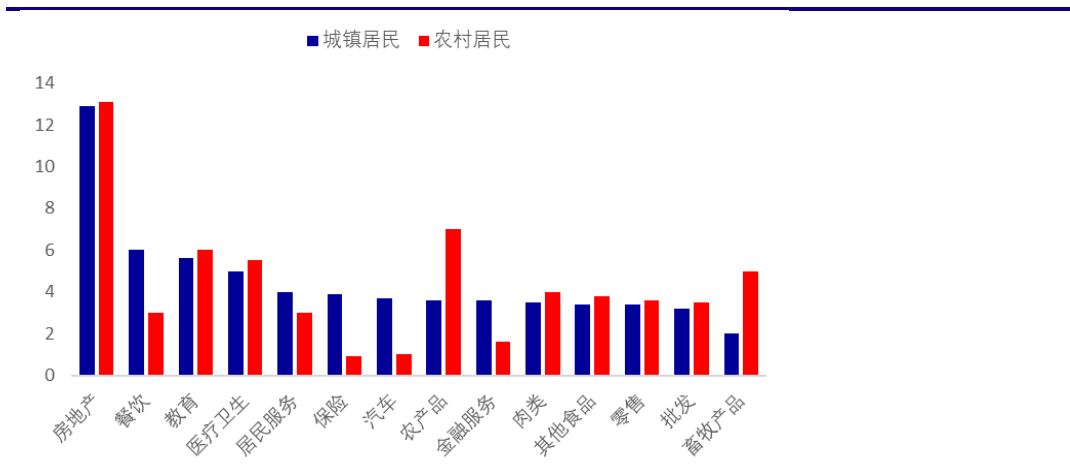


资料来源：中国银河证券研究院整理

二、为什么调控房地产？

国民经济增长需要平衡，我国城镇化较为快速，使得国民经济发展逐步趋向不平衡。首先，促进经济进一步发展需要内需消费的再启动，而现阶段房地产消费已经过多的占用了居民消费资源。杨伟民整理了2018年的城镇和农村居民消费数据显示，占到总消费量12%-14%的是房地产消费。对比2003年，房地产是居民消费增速最快的行业，这是城镇化和工业化发展的一般规律。但在经济逐步进入中等增长的时候，过快的房地产增速就不合时宜了。

图 3：2018 年农村和城镇居民主要消费品占收入比重 (%)

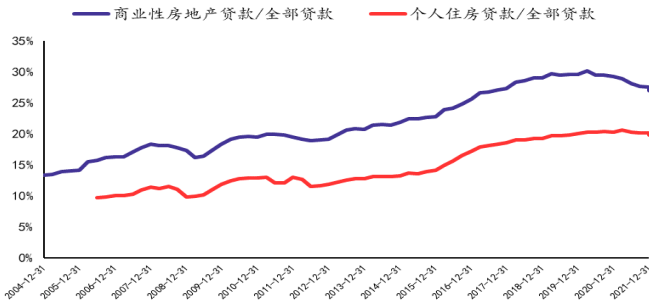


资料来源：杨伟民《为什么、是什么、干什么》

其次，金融资源过多的集中到了房地产行业会带来金融系统的不稳定。不仅金融资源本身集中到了房地产行业，房地产行业本身也有金融化的趋势，这也是2019年以来房地产调控机

制转变为去金融化去泡沫化的主要原因。2021 年房地产贷款余额占全部贷款的 30% 左右。尤其是在金融放松过程中房地产价格快速上行，会使得金融风险加速累积。

图 4：房地产贷款占总贷款的比重 (%)



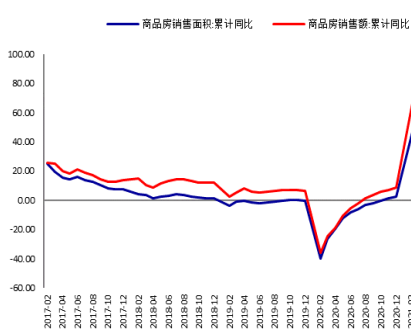
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、全行业出清并未结束

受到严厉的政策压制，2021 年下半年房地产开发商融资受到严重影响。2021 年下半年头部房企恒大集团发生债务违约并且在年末走入了债务重组，2022 年 3 月融创集团也发生了债务实质性违约。房地产行业风声鹤唳。

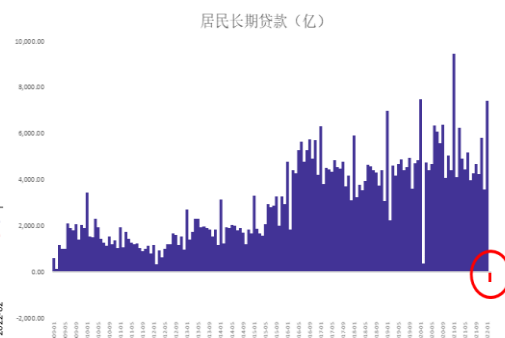
从需求端来讲，持续的政策压制和金融压制使得需求端处于持续下滑的状态。1-2 月份房地产销售负增长，居民长期贷款单月出现了负值，这是 20 年来首次出现。

图 5：商品房销售面积和销售额 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：居民长期贷款单月负值 (亿)

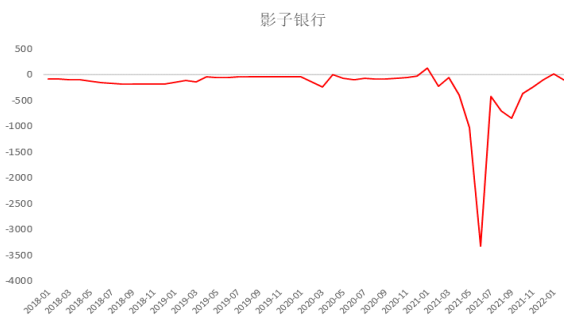


销售金额			
	2021年	2022年	同比
碧桂园	1157	876	-24.3%
万科地产	1129	637	-43.6%
融创中国	647	477	-26.3%
保利发展	685	453	-33.9%
绿城中国	398	273	-31.4%
中海地产	494	256	-48.2%
华润置地	301	225	-25.2%
招商蛇口	343	224	-34.7%
金地集团	411	213	-48.2%
建发房产	242	193	-20.2%
绿地控股	324	190	-41.4%
龙湖集团	337	180	-46.6%
滨江集团	303	151	-50.2%
新城集团	241	151	-37.3%
旭辉集团	270	147	-45.6%

数据来源: WIND

从融资端来讲, 房地产融资艰难, 2021 年信托渠道整体处于去能杠杆。恒大的资产重组方案仍然在焦灼中, 海外债务仍然在排查。2022 年 3 月融创债务违约, 虽然之后实质到付, 其风险不容忽视。国内地产公司的中资美元债余额约 2139 亿美元, 2022 年 4 月开始美元债到期加速。

图 7: 影子银行贷款增速 (%)



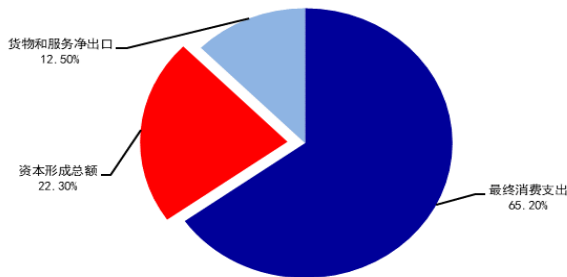
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、短期房地产限制政策需要改变

房地产严厉的调控政策变化主要是基于经济方面的考虑。首先, 实现经济增长既定目标需要稳定房地产。2022 年我国 GDP 增速目标 5.5%, 也就意味着 GDP 总量可能达到 120 万亿。从资本形成方面来看, 房地产行业增加值贡献约在 6.5% 左右, 那么房地产行业增加值在 7.8 万亿, 约对应房地产投资额 14.9 万亿, 意味着房地产投资增速需要达到正增长。2022 年 1-2 月份房地产投资增速增长 3.67%, 鉴于房地产新开工、土地出让面积、商品房销售等指标均处于回落状态, 同时开年投资稍显不稳定, 与 2021 年 12 月份房地产单月投资增速-13.7% 相差较多, 全年房地产投资增速正增长需要政策支持。从消费来看, 房地产消费占我国总消费量的 10% 以上, 稳定房地产消费对于 GDP 增长至关重要。

图 8: 2022 年预计 GDP 各部门的贡献 (%)

2022年：GDP累计同比贡献



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

其次，投资拉动经济的效率稍有提高。固定资产投资总额包括制造业投资、基建投资和房地产投资，2016年以后固定资产投资拉动GDP的效率有所提高。这就意味着，房地产投资的上行对GDP有直接的拉动。

图9：固定资产投资与GDP资本形成的比例 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

再次，地方政府基金收入开始大幅减少。土地财政仍然没有完全逆转，卖地收入减少会使得部分地方财政陷入困境。

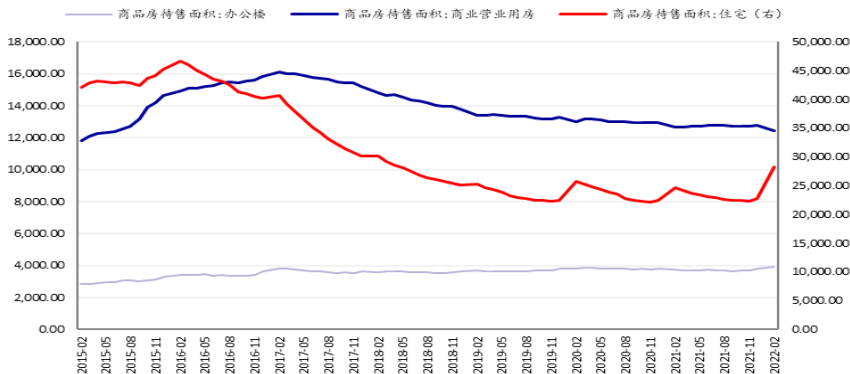
图10：地方政府基金收入 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

最后，商品房库存快速上行，下游需求受各种因素侵扰快速萎缩。1-2月份商品房销售面积迅速上行至2.8亿平方米，虽然有季节性特征，但其累库速度也有所加快。房地产政策需要改变才能使得商品房待售面积恢复至正常水平。

图 11: 商品房待售面积 (万平方米)

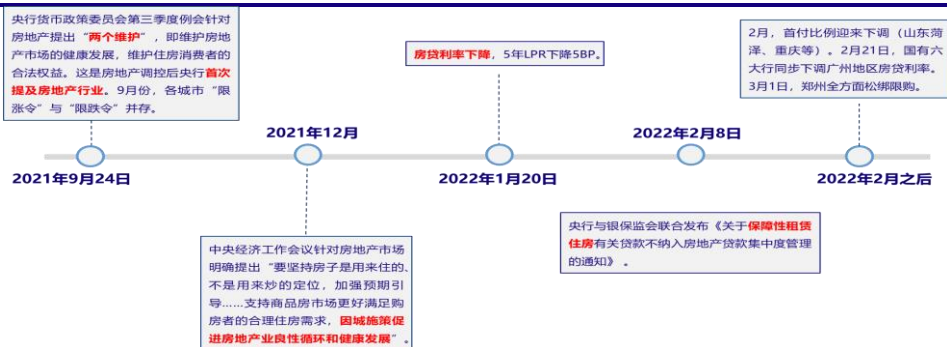


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、政策开始转向，未来会逐步加速

2021年下半年房地产政策开始转向。鉴于市场房地产市场销售持续下滑，商品房价格下跌，2021年9月份各城市出现了“限涨令”和“限跌令”同时存在。9月份央行货币委员会第三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，随后的房地产金融工作座谈会进一步提出“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度…金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展”。

图 12: 2022 年房地产政策开始转向



资料来源: 中国银河证券研究院整理

2022年1月份5年期LPR利率下行，这是直接利好房地产市场的货币政策指标。个人放低利率逐步下滑，截止2022年3月，120个城市主流新房贷款利率在5.34%，二手房在5.6%左右，比2021年下降了30bps，放款周期缩减至34天，比2021年57天速度加快。现阶段，因城施策是主流。2月山东、重庆等地购房者首付比例降至20%，3月份郑州放松限购限贷，随后哈尔滨、秦皇岛、东莞、兰州等地也开始放松商品房购买限制。

六、短期房地产放松政策—以需求侧为主

房地产长期目标较为稳定，短期调控手段主要集中在需求侧。央行和各级政策层逐步减少居民购房方面的障碍，从放松公积金适用范围、降低首付比例、放松限购限贷等方面进行。而

未推出的政策包可能包括继续降低房贷利率、大幅放松限购限贷等。对于供给端，现阶段调控政策并未放松太多，虽然对房地产企业在信贷和风险处置上有了小幅的缓解，但仍然是希望看到市场并购兼并为主，并且政策更有利于能容易获得金融资源的企业。

表 2: TOP15 房企 2022 年 1-2 月份销售额和同比增速 (亿)

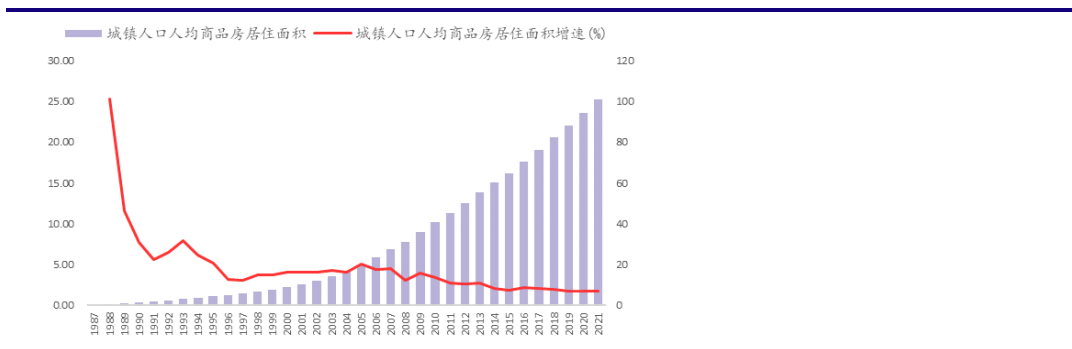
需求侧	因城施策放松公积金政策，如东三省、广东、太原等 最低首付比例下调 放松限购限贷，如郑州、沈阳 下调房贷利率 未来加大购房补贴和税收优惠，主要针对新市民
供给侧	研究AMC按照市场化法制化原则参与房地产企业资产处理 央行鼓励房地产企业主动出清 预售监管政策微调，释放监管额度 增加240万套保障房建设
融资端	保持房地产信贷平稳投放，满足房地产企业合理融资需求 并购贷不再计入“三道红线”

数据来源：中国银河证券研究院整理

七、调控的未来——平稳发展的国民支柱产业

房地产行业是国民经济的支柱产业，即使中国基本完成了工业化的道路，房地产行业也会是国民经济的主要产业。首先，居民对商品房的需求并没有饱和。城镇户籍人口的人均商品房居住面积是 25 平方米，全国人均商品房面积 16 平方米(此统计为 1990 年以来建设的商品房)。经济发展的同时，房产折旧、家庭小型化等因素同时在影响着房地产的需求，我国可能有结构性的住房积累（价格过高、部分县城库存累计），但从全国来看，商品房的需求没有到尽头。

图 13: 人均居住面积和增速 (平方米, %)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

其次，我国房地产行业增加值占 GDP 的比重仍然不高。2021 年房地产业增加值占 GDP 的比重为 6.8%，在各主要国家中占比多。即使在日本，建筑业和房地产业占 GDP 的比例达到了 17%，我国 2021 年建筑业和房地产业占 GDP 比重为 13.8%。这里可能有各国统计方面的误差，但即使在发达国家，房地产行业的更新、居民住房需求也持续存在，房地产业有平稳发展的基础。

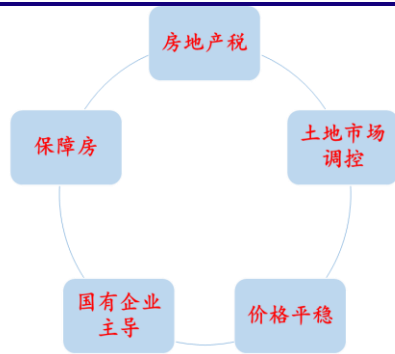
表 2: TOP15 房企 2022 年 1-2 月份销售额和同比增速 (亿)

国家/地区	制造业占GDP的比例 (%)	建筑业占GDP的比例 (%)	房地产业占GDP的比例 (%)	数据年份
美国	11.4	4.1	12.2	2018
中国	27.4	7.0	6.8	2021
日本	20.7	5.7	11.3	2017
德国	20.8	4.7	9.6	2018
英国	8.9	5.4	11.9	2018
法国	9.9	5.9	11.5	2018
印度	14.9	7.2	19.2	2018
意大利	15	4.2	12.5	2018
巴西	10.8	4.4	8.4	2016
加拿大	10.3	7.5	12.5	2015
俄罗斯	12.7	5.5	8.5	2018

数据来源: OECD, 中国银河证券研究院整理

最后,我国对于房地产调控的目标是“稳房价”、“稳地价”、“稳预期”的三稳,即我国房地产平稳运行,房地产仍然是国民经济支柱产业。从调控的政策来看,房地产企业获取资金的能力是最大的优势,房地产未来国企化、公用事业化是趋势。从调控的手段来看,以房地产税作为长期调控手段,以保障房作为补充。从调控目标上来看,需要房地产价格保持相对平稳,土地市场价格稳定。

图 14: 房地产长效机制



资料来源: 中国银河证券研究院整理

房地产板块的反弹现阶段更多的是对严厉政策出现变化以及货币宽松带来的阶段性好转。全行业风险出清仍然没有结束,全行业的利润好转也需要等待。春江水暖鸭先知,房地产好转的信号会持续出现,行业转变也会到来,但经历了风雨的行业迎来新的发展阶段。

图表目录

图 1: 房地产开发贷款余额 (%)	3
图 2: 2020 年-2021 年房地产调控政策	4
图 3: 2018 年农村和城镇居民主要消费品占收入比重 (%)	4
图 4: 房地产贷款占总贷款的比重 (%)	5
图 5: 商品房销售面积和销售额 (%)	5
图 6: 居民长期贷款单月负值 (亿)	5
图 7: 影子银行贷款增速 (%)	6
图 8: 固定资产投资与 GDP 资本形成的比例 (%)	7
图 9: 2022 年预计 GDP 各部门的贡献 (%)	6
图 10: 地方政府基建收入 (%)	7
图 11: 商品房待售面积 (万平方米)	8
图 12: 2022 年房地产政策开始转向	8
图 13: 人均居住面积和增速 (平方米, %)	9
图 14: 房地产长效机制	10

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn