

# 从因城施策到房地产投资

## 下半年房地产投资展望

本文主要聚焦于上半年因城施策的政策力度，以及地产供给端视角，预判房地产投资趋势。

- **本轮因城施策力度如何？** 因城施策调控已形成一致预期。明确的政策预期是发力的关键。房住不炒和因城施策是房地产调控政策中的两大重心，相对于房住不炒的一致预期，因城施策更为灵活，也为房住不炒大框架下的逆周期调控带来了一定的空间。提出房住不炒以来，本轮因城施策放松力度强、预期一致。2022年3月以来，随着宏观调控方向边际放松，各地政策也不断放松，截至目前大部分二三线城市已放松部分四限政策，相较2019年放松力度更强，需求端政策已逐渐形成一致预期。从不同能级来看，强二线城市以放松限购政策为主，二线及强三线城市以放松限贷、公积金政策为主。
- **房地产供给情况如何？** 城市供地整体仍然偏弱，重点城市大幅缩减土地供给规模。2022年，100大中城市土地供应数量和面积呈现负增长，1-5月累计供应数量同比增速-23.4%，累计供应面积同比增速-17.6%。二线城市为供地面积下滑的重灾区。企业方拿地不积极，今年企业整体拿地热度仍然不高。土拍热度暂未改善，自去年年中以来，百城成交土地楼面均价及成交土地溢价率持续下滑。但供给端政策已出现边际回暖。尽管目前出台政策仍集中于需求端，但部分城市供给端放松也出现一定进展。
- **房企现金流是否有改善？** 从企业融资来看，2022年上半年房企整体融资规模边际改善，主要缘于3月开始融资政策适度纠偏。从企业融资成本来看，2022年上半年房企境内债券融资成本有所降低。房地产整体受利率价格影响较大，由于上半年资金面保持宽松，房企融资贵问题有所缓解，但也有国企发债占比上升拉低了整体融资成本的因素。但企业分化仍然严重。由于民营房企陷于困境，上半年发债主体以央企国企为主，民营房企净融资额持续为负。展望下半年，融资政策仍将支持企业平稳有序的融资需求，但政策落地传导还需时间，短期内民营房企融资问题还难看到实质性改善。
- **本轮房地产周期已进行到何处？** 目前地产周期的传导尚处升温期，从需求端政策来看，3月至今房地产政策稳预期信号已较为一致，且政策端已传导至强二线城市，但政策底是否已传导至销售底还需进一步观察。部分强二线城市销售反弹，整体改善暂不明显。市场回暖需要更长时间，后续仍需政策呵护。
- **全年房地产投资如何？** 建安投资方面，预计2022年施工面积累计同比约为1.5%，全年PPI为6%左右，建安投资增速约为5.5%，对应规模约为10万亿元。土地购置费方面，通过回归测算结果显示2022年全年土地购置费增速约为1%，对应规模约为4.4万亿元。综上，结合建安投资与土地购置费测算结果，预测全年地产投资增速在3%左右，全年走势呈现前低后高趋势。
- **风险提示：** 政策不确定性；疫情变化超预期；海外地缘政治冲突。

### 相关研究报告

《规模以下经济数据的计算和分析》20220707

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 本轮因城施策力度如何? .....    | 4  |
| 因城施策调控已形成一致预期 .....  | 4  |
| 二三线城市政策有何不同? .....   | 4  |
| 房地产供给情况如何? .....     | 7  |
| 城市供地整体仍然偏弱 .....     | 7  |
| 企业方拿地不积极.....        | 8  |
| 房企现金流是否有改善? .....    | 10 |
| 境内发债环境改善但分化加剧 .....  | 10 |
| 房企业绩回升的持续性有待观察.....  | 11 |
| 本轮房地产周期已进行到何处? ..... | 12 |
| 地产周期的传导尚处升温期 .....   | 12 |
| 销售底是否已现.....         | 12 |
| 全年房地产投资如何? .....     | 15 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1. 强二线城市多为放松限购政策.....         | 5  |
| 图表 2. 强二线城市商品房销售面积整体下行.....      | 5  |
| 图表 3. 强二线城市出清周期整体上行.....         | 5  |
| 图表 4. 二线城市多为放松限购、限贷、公积金贷款政策..... | 5  |
| 图表 5. 强三线城市多为放松限贷、公积金政策.....     | 6  |
| 图表 6. 年初以来百城供应土地数量和面积同比下滑.....   | 7  |
| 图表 7. 二线城市供地面积累计同比连续两年负增长.....   | 7  |
| 图表 8. 二线城市供地面积占比持续下滑.....        | 7  |
| 图表 9. 住宅类供地面积占比下降.....           | 8  |
| 图表 10. 住宅类供地面积同比下行最为明显.....      | 8  |
| 图表 11. 土地成交遇冷.....               | 9  |
| 图表 12. 百城成交土地楼面均价持续下滑.....       | 9  |
| 图表 13. 百城成交土地溢价率处于历史低位.....      | 9  |
| 图表 14. 成交土地面积年初以来遇冷.....         | 9  |
| 图表 15. 一线城市成交土地面积走弱最为明显.....     | 9  |
| 图表 16. 今年以来房企债券融资边际改善.....       | 10 |
| 图表 17. 整体融资成本降低.....             | 10 |
| 图表 18. 民营地产融资情况仍未好转.....         | 10 |
| 图表 19. 内地房企海外债发行减少.....          | 10 |
| 图表 20. 百强房企业绩增速触底回升.....         | 11 |
| 图表 21. 定金及预收款同比增速下滑严重.....       | 11 |
| 图表 22. 房地产贷款同比下行趋势未能扭转.....      | 11 |
| 图表 23. 从政策底到销售底的时滞大致为半年.....     | 13 |
| 图表 24. 强二线城市商品房销售面积 5 月边际改善..... | 13 |
| 图表 25. 部分强二线城市商品房销售面积 6 月走强..... | 13 |
| 图表 26. 70 城房价指数同比转负.....         | 13 |
| 图表 27. 三线城市房住不炒预期较强.....         | 13 |
| 图表 28. 居民中长贷转负显示居民还贷意愿较强.....    | 14 |
| 图表 29. 居民储蓄意愿提升.....             | 14 |
| 图表 30. 建安投资增速与施工面积增速走势趋同.....    | 15 |
| 图表 31. 新开工面积增速与本年购置土地面积走势趋同..... | 15 |
| 图表 32. 土地购置费增速测算.....            | 16 |

本文主要聚焦于上半年因城施策的政策力度，以及地产供给端视角，预判房地产投资趋势。

## 本轮因城施策力度如何？

### 因城施策调控已形成一致预期

**明确的政策预期是发力的关键。**房住不炒和因城施策是房地产调控政策中的两大重心，相对于房住不炒的一致预期，因城施策更为灵活，也为房住不炒大框架下的逆周期调控带来了一定的空间。但与之相对应的，因城施策给市场带来的政策预期也更为不稳定。以2021年为例，前三季度热点城市纷纷持续加码房地产调控政策，包括但不限于限购、限贷、限售政策，随着调控力度趋严，四季度后部分房地产市场过冷的城市开始预调微调，从购房补贴等角度修正政策预期。从各城市角度出发，调控政策趋于精细化，但年内政策的频繁调整对于购房者预期形成了一定压制。因此在三稳政策中，稳地价和稳房价都在于稳预期，需求端政策发力的关键在于明确的政策预期。

**提出房住不炒以来，本轮因城施策放松力度强、预期一致。**从时间维度来看，中央正式提出因城施策是在2015年的两会报告，其中提到稳定住房消费、坚持分类指导、因城施策。2016年两会再次提出因城施策，目标转向去库存，因此随着市场形势的变化，部分库存进入合理区间的城市及时收紧政策，部分库存高企的城市保持政策宽松。中央明确提出房住不炒是在2016年终的中央经济工作会议，这表明因城施策已从上一阶段的地域分化转为整体收紧。2019-2020年阶段，因城施策总基调则是在房住不炒的基础上，更加注重不同的调控力度，以保障合理自主需求和抑制非理性需求来达到稳房价的目的。2022年3月以来，随着宏观调控方向边际放松，各地政策也不断放松，截至目前大部分二三线城市已放松部分四限政策，相较2019年放松力度更强，需求端政策已逐渐形成一致预期。

**央行下调房贷利率更利于稳定政策信心。**从明确市场预期来看，历次房地产放松往往遵循着“中央定调-各地调控政策边际转松-中央层面实质性放松”的路径。5月15日，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套房贷利率下限调整为LPR-20bp，二套房贷利率下限未变。5月20日，5年期LPR下调15bp，至4.45%。首套房利率最低4.25%，相当于LPR的95折；二套房最低5.05%，相当于LPR的1.13倍。此类调整，可引导未来实际按揭利率进一步下行，减轻刚需购房负担，促进需求释放。天津、郑州、无锡等多城首套房贷利率低至LPR-20bp。尽管相对于2008年、2015年两轮地产放松来看，本轮央行调整力度较小，但在房住不炒的大方针下，方向性的转变仍可稳定政策信心、改善市场预期。

### 二三线城市政策有何不同？

年初以来，随着地产稳预期的确认，因城施策由部分二三线城市的预调微调逐渐扩散至普遍放松。从不同能级来看，强二线城市以放松限购政策为主，二线及强三线城市以放松限贷、公积金政策为主。从同一能级的不同城市来看，根据各城市具体情况，在限购政策上放松力度不一。

**强二线城市以放松限购政策为主。**截至目前，强二线城市均已边际放松限购政策。由于强二线城市在商品房销售额、GDP、常住人口上整体实力较为发达，因此政策放松核心在于释放改善型需求。同时根据商品房出清周期又各有差异，其中以杭州为代表的低库存城市在限购政策上进行边际放松，如放宽外地户籍社保缴纳年限、增加三孩家庭购房数量、取消二手房在限购范围内的社保缴纳要求等。以郑州、重庆为代表的高库存、低销售城市放松力度则更大，如郑州出台郑十九条、并通过房票方式重启货币化安置，消化存量房源。

**二线城市以放松限购、限贷、公积金贷款为主。**相较于杭州、南京等强二线城市，次一梯队的二线城市房地产政策更为多样化，且更为注重放松限贷及公积金贷款政策，主要是为了满足不同群体的刚需及改善型需求。其中无锡、温州、合肥、福州、青岛、济南、贵阳、长春均放松了公积金贷款政策，无锡、温州、福州、济南、石家庄、沈阳、长春、佛山均放松了限贷政策。



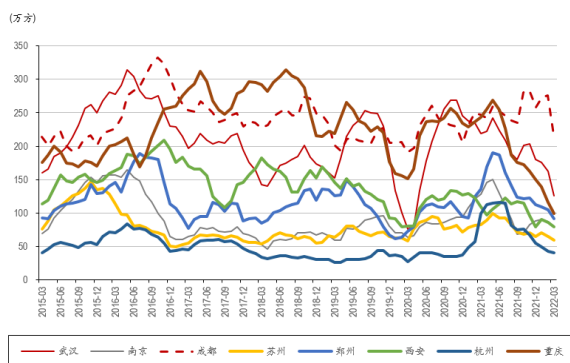
强三线城市以放松限贷、公积金贷款和购房补贴政策为主。强三线城市经济实力较弱，因此本轮因城施策中，强三线城市整体政策更着重于放松限贷、公积金政策，同时部分城市对于购房者也会采取相应的购房补贴，主要针对于购买力不强的真实刚需。限购政策方面，少数之前采取限购的强三线城市基本上已放松。限贷、公积金贷款政策上，均有十个以上城市采取放松。除此之外，在下调首付比例、房贷利率、购房补贴等方面，大部分强三线城市也进行了不同程度的放松。

图表 1. 强二线城市多为放松限购政策

|    | 放松限购 | 放松限售 | 放松限贷 | 放松公积金贷款 |
|----|------|------|------|---------|
| 杭州 | ✓    |      |      |         |
| 武汉 | ✓    |      |      |         |
| 南京 | ✓    | ✓    | ✓    | ✓       |
| 成都 | ✓    |      |      |         |
| 重庆 | ✓    |      | ✓    | ✓       |
| 天津 | ✓    |      | ✓    |         |
| 苏州 | ✓    | ✓    | ✓    | ✓       |
| 郑州 | ✓    |      | ✓    |         |
| 西安 | ✓    |      |      |         |

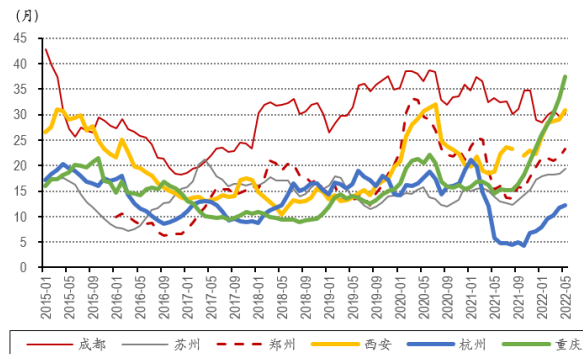
资料来源：中指院，中银证券

图表 2. 强二线城市商品房销售面积整体下行



资料来源：中指院，中银证券

图表 3. 强二线城市出清周期整体上行



资料来源：中指院，中银证券

图表 4. 二线城市多为放松限购、限贷、公积金贷款政策

|     | 放松限购 | 放松限售 | 放松限贷 | 放松公积金贷款 | 购房补贴 |
|-----|------|------|------|---------|------|
| 无锡  | ✓    |      | ✓    | ✓       |      |
| 宁波  | ✓    |      |      |         |      |
| 温州  |      |      | ✓    | ✓       |      |
| 合肥  | ✓    |      |      | ✓       |      |
| 福州  | ✓    |      | ✓    | ✓       |      |
| 厦门  | ✓    | ✓    |      |         |      |
| 青岛  |      |      |      | ✓       |      |
| 济南  | ✓    | ✓    | ✓    | ✓       |      |
| 昆明  | ✓    |      |      |         |      |
| 石家庄 |      |      | ✓    |         |      |
| 哈尔滨 | ✓    | ✓    |      |         |      |
| 长沙  | ✓    |      |      |         |      |
| 贵阳  |      |      |      | ✓       |      |
| 沈阳  |      |      | ✓    |         |      |
| 大连  | ✓    |      |      |         | ✓    |
| 长春  |      |      | ✓    | ✓       | ✓    |
| 佛山  | ✓    |      | ✓    |         |      |
| 东莞  | ✓    |      |      |         |      |

资料来源：中指院，中银证券

图表 5. 强三线城市多为放松限贷、公积金政策

|      | 放松限购 | 放松限售 | 放松限贷 | 放松公积金贷款 | 购房补贴 |
|------|------|------|------|---------|------|
| 惠州   |      |      |      | ✓       |      |
| 中山   | ✓    |      | ✓    |         |      |
| 常州   |      | ✓    | ✓    | ✓       |      |
| 南通   |      |      | ✓    | ✓       | ✓    |
| 徐州   |      |      |      | ✓       |      |
| 扬州   | ✓    |      | ✓    | ✓       | ✓    |
| 嘉兴   | ✓    |      |      | ✓       |      |
| 绍兴   |      | ✓    | ✓    |         |      |
| 台州   |      |      | ✓    | ✓       |      |
| 金华   |      |      | ✓    |         |      |
| 南昌   |      |      |      | ✓       |      |
| 乌鲁木齐 |      |      |      |         |      |
| 泉州   |      |      |      | ✓       |      |
| 烟台   | ✓    |      |      | ✓       |      |
| 威海   |      |      |      |         |      |
| 太原   | ✓    |      | ✓    |         | ✓    |
| 银川   |      |      | ✓    | ✓       |      |
| 廊坊   | ✓    |      | ✓    |         |      |
| 唐山   | ✓    | ✓    | ✓    | ✓       | ✓    |
| 南宁   |      |      | ✓    | ✓       | ✓    |
| 兰州   | ✓    |      | ✓    | ✓       |      |
| 呼和浩特 |      |      |      |         |      |
| 海口   | ✓    |      | ✓    | ✓       |      |
| 三亚   |      |      |      |         |      |
| 珠海   |      |      |      |         |      |

资料来源：中指院，中银证券

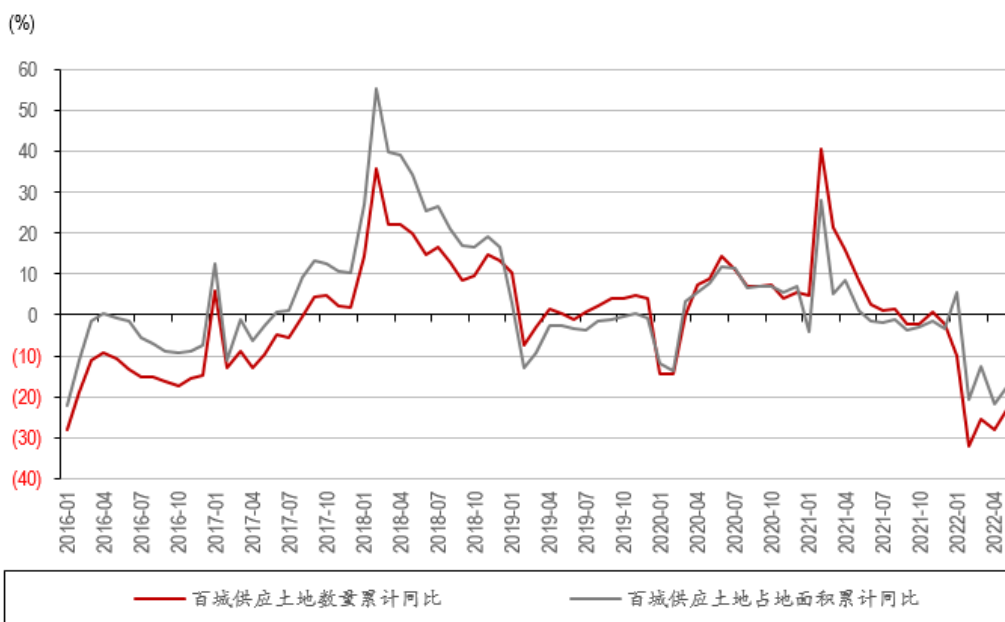
## 房地产供给情况如何？

### 城市供地整体仍然偏弱

**重点城市大幅缩减土地供给规模。**2022年，100大中城市土地供应数量和面积呈现负增长，1-5月累计供应数量同比增速-23.4%，累计供应面积同比增速-17.6%。相比2020年、2021年，整体的土地供给有所减少。虽然近期同比增速小幅收窄，但仍呈现负增长。房地产市场下行和房企资金紧张成重点城市缩减供地规模的最主要原因。市场下行影响房企销售回款，也影响房企拿地积极性，为防止出现大量流拍，大部分城市主动减少供地规模。

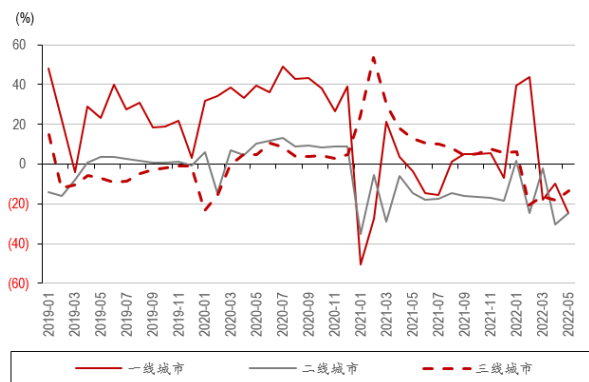
**二线城市为供地面积下滑的重灾区。**从不同能级供应土地数量及面积角度分析，2022年前5月与2021年同期相比，各能级城市供地数量及面积均有下滑，且结构中产生了一定的不均衡现象。一线城市由于2020年拿地较多，今年前5月供地面积回落至2019年同期水平；三线城市年初以来遇冷，今年前5月供地面积回落至2020年同期水平；二线城市供给情况最为严峻，今年前5月供地面积回落至2017年水平，供地减少的趋势较为明显。分用途来看，住宅类供地面积下滑最为严重，且占比于2020年以来持续下降。

图表 6. 年初以来百城供应土地数量和面积同比下滑



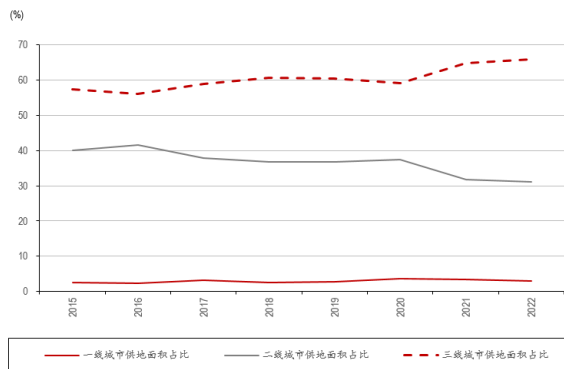
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 二线城市供地面积累计同比连续两年负增长



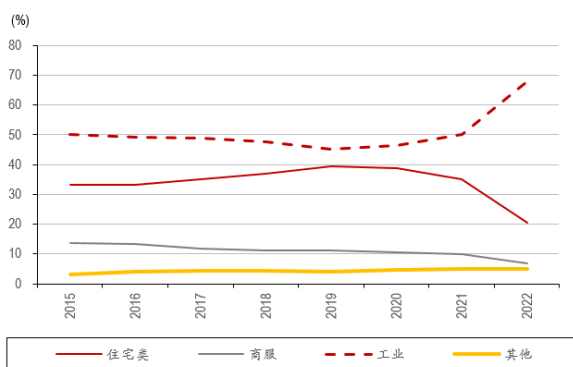
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 二线城市供地面积占比持续下滑



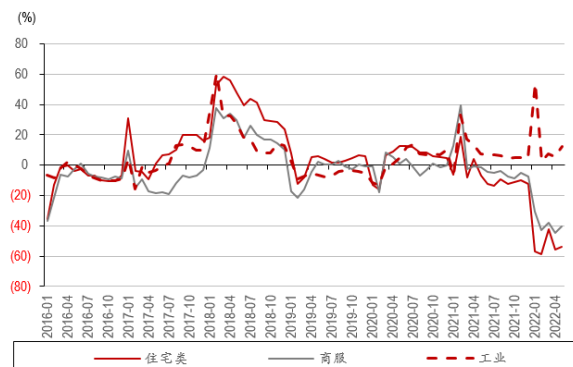
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 住宅类供地面积占比下降



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 住宅类供地面积同比下行最为明显



资料来源：万得，中银证券

## 企业方拿地不积极

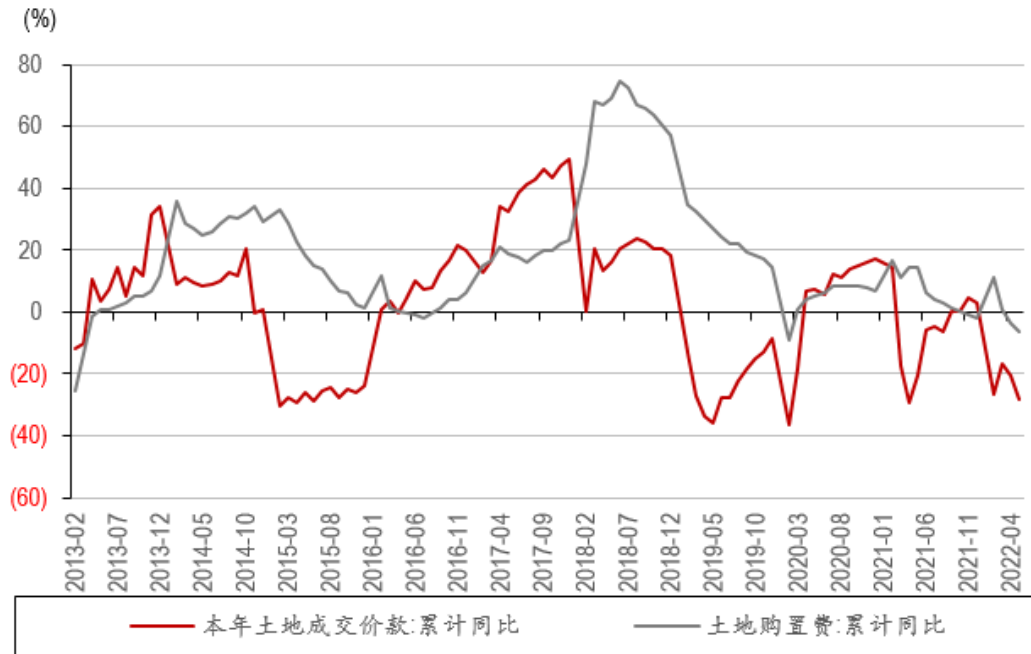
今年企业整体拿地热度仍然不高。2022 年前 5 月，房地产投资增速受土地购置费拖累，其中土地购置费 5 月累计同比下滑至-6.3%，从领先指标土地成交价款来看，今年 2 月以来土地成交价款再度回落，5 月累计同比达到-28.1%，预示着下半年土地购置费难以出现趋势性回升。土地市场转弱的主要原因在于民企拿地热度不高，但下半年如果房地产销售情况好转，头部明星房企为保障明年货值，拿地积极性或有所提升。

**土拍热度暂未改善。**从各线城市的土地成交价格及溢价率角度来看，自去年年中以来，百城成交土地楼面均价及成交土地溢价率持续下滑。土地楼面均价方面，一线城市由于住宅用地价格较高，月度波动较大，二三线城市则是持续下降。成交土地溢价率方面，各能级城市均下滑至历史低位。

**供给端政策已出现边际回暖。**尽管目前出台政策仍集中于需求端，但部分城市供给端放松也出现一定进展。其中南京、合肥、北京等城市降低了企业资质和土地出让金缴纳门槛，苏州、武汉和济南等城市将部分地块的保证金比例降低至 20%，福州、武汉和天津针对部分地块延长土地出让金缴纳期限。在楼市供给短缺的情形下，如果过于从需求侧的角度出台政策进行调整，可能会加大房价的波动性，而供给端政策上的纠偏更有利于三稳的完善。随着房企销售改善，叠加供给端政策边际回暖，房企拿地积极性或将有所回升。根据克尔瑞数据，6 月 30 家典型房企新增土储建面达到 460 万方，环比大幅改善。

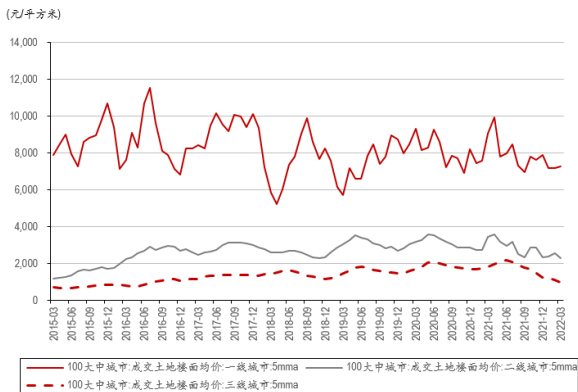


图表 11. 土地成交遇冷



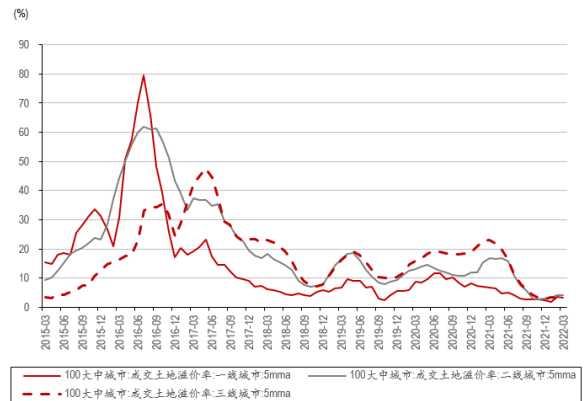
资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 百城成交土地楼面均价持续下滑



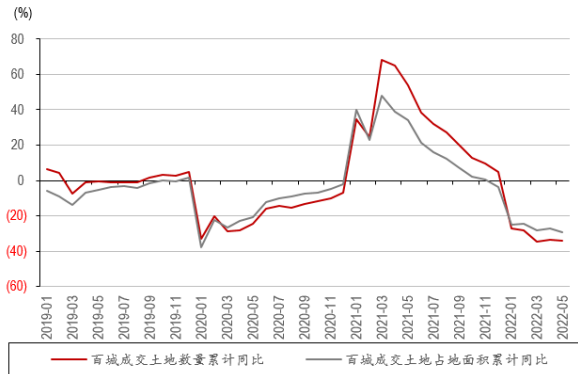
资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 百城成交土地溢价率处于历史低位



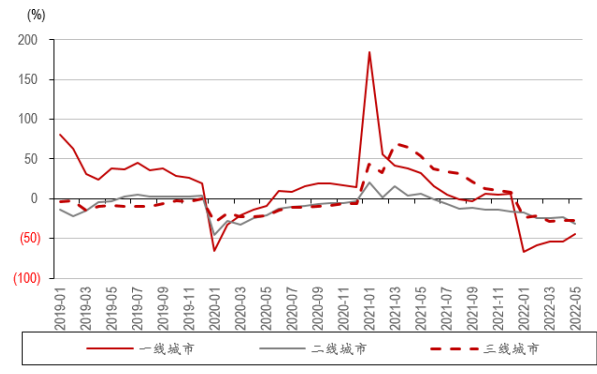
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 成交土地面积年初以来遇冷



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 一线城市成交土地面积走弱最为明显



资料来源: 万得, 中银证券

## 房企现金流是否有改善？

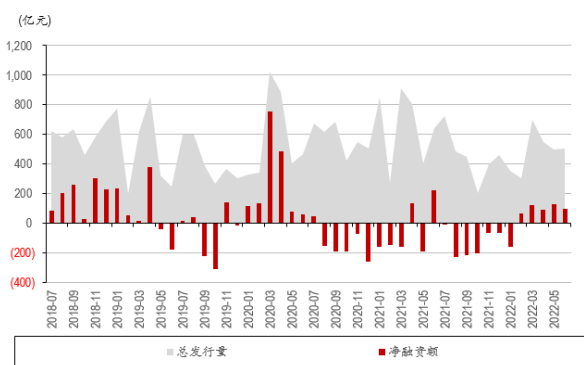
### 境内发债环境改善但分化加剧

**境内发债净融资额明显修复。**从企业融资来看，2022年上半年房企整体融资规模边际改善，房企境内总发行量同比为-25.3%，但净融资额转正并连续五个月保持正增长，其中3月、5月净融资额较高，主要缘于3月开始融资政策适度纠偏，六部委就房地产风险问题密集发声，有较多央企、国企集中发债。

**融资环境改善，发债成本降低。**从企业融资成本来看，2022年上半年房企境内债券融资成本有所降低，以5年期信用债为例，AAA级平均发行成本从2021年3.92%下降至2022年上半年3.51%，环比下降41bp，AA+级平均发行成本从2021年6.22%下降至2022年上半年4.1%，环比下降212bp。房地产整体受利率价格影响较大，由于上半年资金面保持宽松，房企融资贵问题有所缓解，但也有国企发债占比上升拉低了整体融资成本的因素。

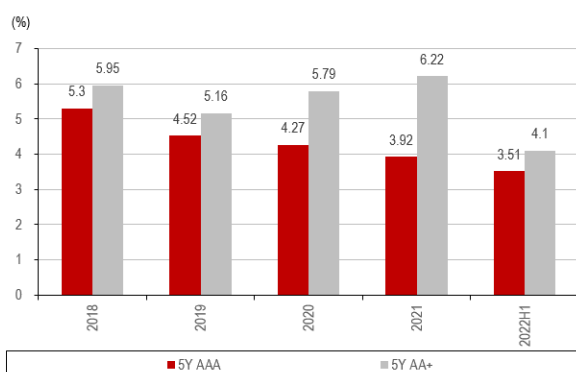
**企业分化仍然严重。**由于民营房企陷于困境，上半年发债主体以央企国企为主，民营房企净融资额持续为负。另一方面，内地房企海外债净融资额仍未回正，显示民企境内外发债同样艰难。目前行业风险尚未出清，企业整体融资边际改善，但分化严重，部分房企融资面临较大压力，多数民企流动性压力和企业财务风险依然存在。展望下半年，融资政策仍将支持企业平稳有序的融资需求，但政策落地传导还需时间，短期内民营房企融资问题还难看到实质性改善。面对下半年陆续的债券到期，企业整体偿债压力依然不小。

图表 16. 今年以来房企债券融资边际改善



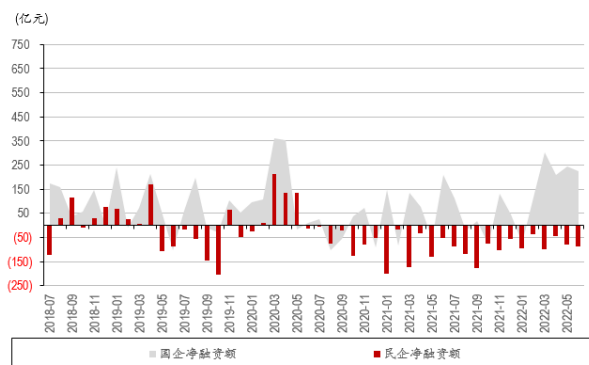
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 整体融资成本降低



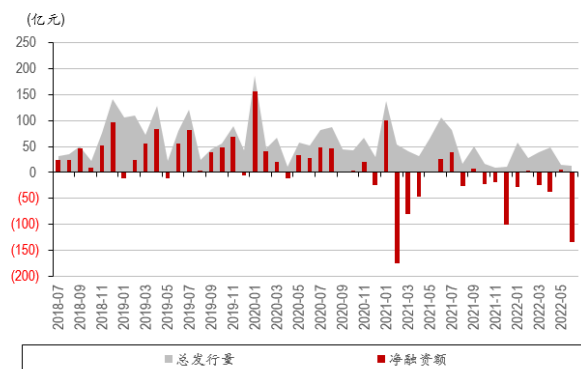
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 民房地产融资情况仍未好转



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 内地房企海外债发行减少



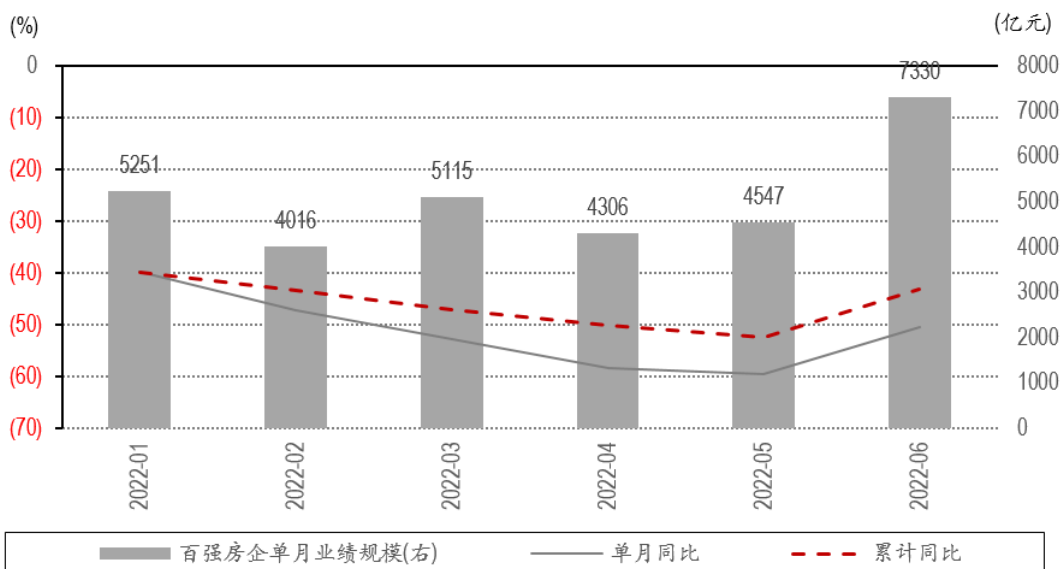
资料来源：万得，中银证券

## 房企业绩回升的持续性有待观察

**房企销售降幅仍大。**根据克尔瑞数据，2022年6月百强房企单月销售金额达7329.7亿元，同比下降50.3%，降幅收窄9.1个百分点，环比增长61.2%。其中部分规模房企积极去化，冲刺半年度业绩，如中海、华润、招商、金地等企业单月业绩环比增幅均在50%以上，但累计同比仍有较大回落，市场真正企稳复苏仍需时间。

从房地产开发资金来源来看，定金及预收款同比增速下滑最为严重，销售乏力是房企现金流不足的主要原因。从2022年一季度房地产行业贷款增速可看出，地产行业融资困境并未破局，房地产贷款余额同比增速从去年四季度末的7.9%回落1.9个百分点至6.0%，个人购房贷款同比增速从11.3%回落2.4个百分点至8.9%。

图表 20. 百强房企业绩增速触底回升



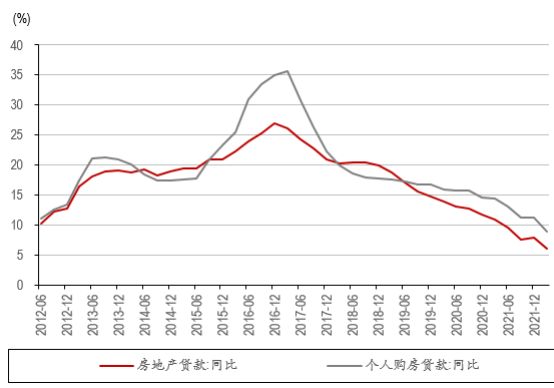
资料来源：克尔瑞，中银证券

图表 21. 定金及预收款同比增速下滑严重



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 房地产贷款同比下行趋势未能扭转



资料来源：万得，中银证券

## 本轮房地产周期已进行到何处？

### 地产周期的传导尚处升温期

地产周期的转向并不是一蹴而就的。在地产回暖的过程中，可以观察到政策-销售-拿地-开工的传导链条。在上一轮地产宽松周期中，从2014年10月政策底出现，到2015年3月商品房销售面积触底回升，到2015年5月百城成交土地规划建筑面积触底回升，到2015年11月新开工回暖，共经历大约1年时间。

在整个地产周期中，从政策到销售的传导不确定性最大，受到货币政策宽松节奏、购房者意愿及能力等因素影响。在地产销售出现趋势性回暖后，房企拿地节奏将会加快，并推动新开工面积回升，进一步带动房地产投资恢复。因此一旦销售触底反弹，市场对于地产回暖的预期也将最为强烈。

### 销售底是否已现

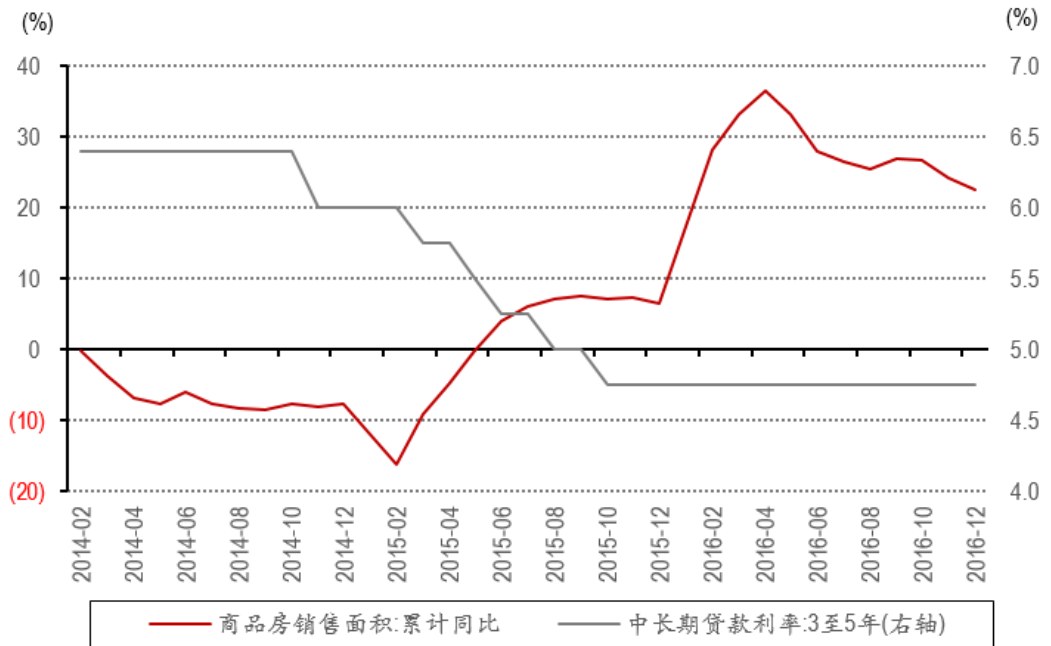
政策底是否已传导至销售底还需进一步观察。从需求端政策来看，3月至今房地产政策稳预期信号已较为一致，且政策端已传导至强二线城市，但政策底是否已传导至销售底还需进一步观察。以2014年到2016年地产周期的回暖为例，从政策底到销售底传导经历了6个月，2014年9月30日，银监会出台“9·30”新政，监管放松了对首套房贷的认定，此后2014年11月、2015年3月进行了两次降息，商品房销售面积增速才出现触底回升。

部分强二线城市销售反弹，整体改善暂不明显。观察高频数据，从杭州等强二线城市高频数据来看，商品房销售改善仍不明显，其中5月大部分强二线城市商品房销售面积环比上升，但除成都外，其余四城同比均在-50%左右。6月以来苏州、武汉商品房销售面积有所反弹，但仍未出现全局性改善。

市场回暖需要更长时间，后续仍需政策呵护。整体来看，今年以来二三四线城市地产政策均在逐渐放松。但今年商品房销售疲弱不单是需求端政策问题，而是疫情冲击叠加预期转弱导致的居民加杠杆能力与意愿均有所下滑：一方面，房贷利率不低以及房住不炒预期导致居民投资意愿仍然偏低，疫情冲击则导致居民储蓄以及提前还贷意愿大大提升；另一方面，棚改货币化安置退出市场，影响三四线需求的核心变量消失，居民加杠杆能力不及以往，三四线市场回暖或需要更长时间。因此若销售改善不及预期，后续仍有望看到增量型总量政策。

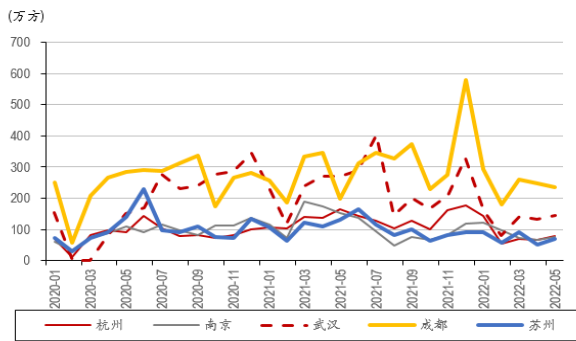
总量政策仍有空间。针对易纲行长CGTN专访中提及的货币政策继续从总量上发力，数量型工具可能采取降准25bp的方式，价格型工具则更有可能采取调降LPR5年期方式，降低居民贷款成本。主要原因在于一方面本轮地产周期总量政策上本轮力度仍然较小，另一方面二季度央行调查问卷中居民投资意愿达到有数据以来新低。其次，各地需求端及供给端政策仍在持续推出，同时也有部分城市出现了销售边际改善，整体而言下半年销售回暖可以期待。

图表 23. 从政策底到销售底的时滞大致为半年



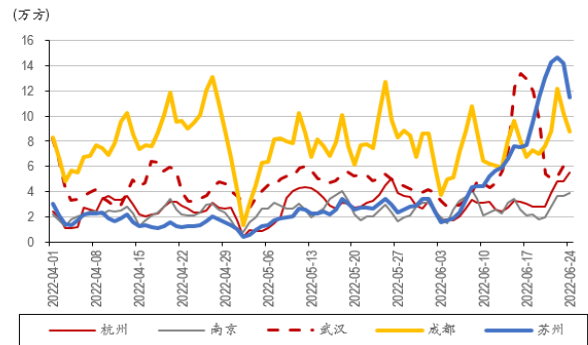
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 强二线城市商品房销售面积 5 月边际改善



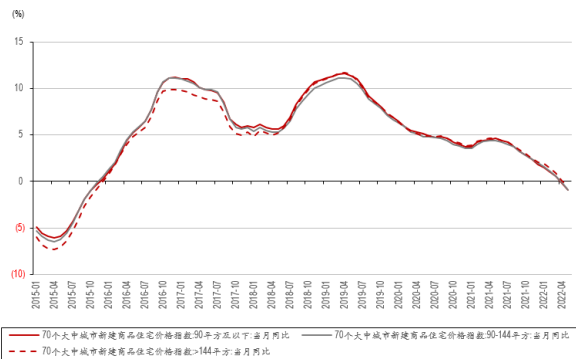
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 部分强二线城市商品房销售面积 6 月走强



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 70 城房价指数同比转负



资料来源：万得，中银证券

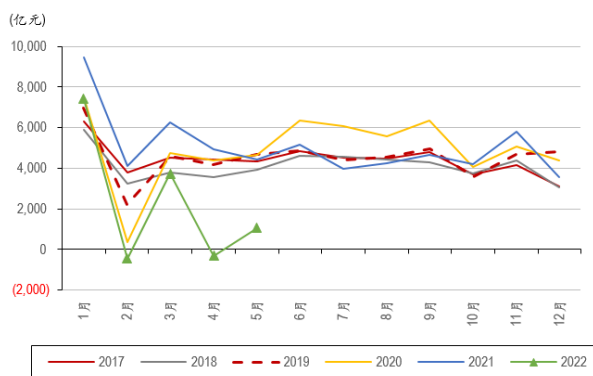
图表 27. 三线城市房住不炒预期较强



资料来源：万得，中银证券

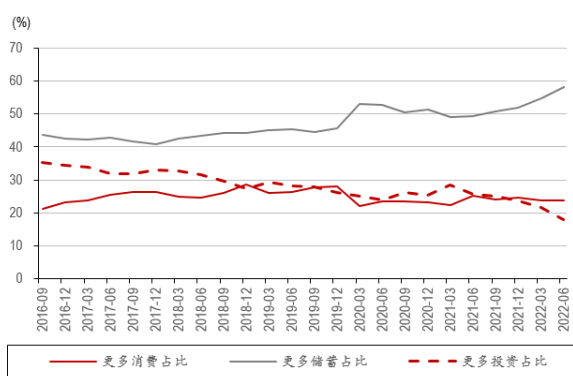


图表 28. 居民中长贷转负显示居民还贷意愿较强



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 居民储蓄意愿提升



资料来源：万得，中银证券

## 全年房地产投资如何？

地产投资主要由建安投资和土地购置费构成，建安投资占地产投资比重约 65%，土地购置费占比约 30%，合计约占 95%，二者共同决定了地产投资走势。其中建安投资主要取决于施工面积和单位施工面积的施工成本；土地购置费则取决于土地成交价款，前者大致滞后 10 月左右。

建安投资方面，主要取决于施工面积和单位施工面积的施工成本。其中施工成本主要受 PPI 影响，施工面积可通过本期新开工、上期竣工、停工面积得出。2022 年新开工面积主要取决于本年购置土地面积，结合本年土地成交价款趋势和上半年拿地情况，预计新开工面积下半年逐步修复，全年呈现回升趋势，累计同比约为 -1.5%，对应规模约为 19.6 亿方。此外，今年由于疫情扰动，部分企业被迫停工，预计全年停工面积约为 6 亿方。从而得出 2022 年施工面积累计同比约为 1.5%，对应规模约为 101 亿方。预计全年 PPI 为 6% 左右，最终得出 2022 年建安投资增速为 5.5%，对应规模约为 10 万亿元。

土地购置费方面，主要依据滞后 10 个月的土地成交价款预测。由于疫情等因素导致今年土地成交价款大幅下滑，进而影响下半年的土地购置费增速。回归测算结果显示 2022 年全年土地购置费增速约为 1%，对应规模约为 4.4 万亿元。

综上，结合建安投资与土地购置费测算结果，预测全年地产投资增速在 3% 左右，全年走势呈现前低后高趋势。

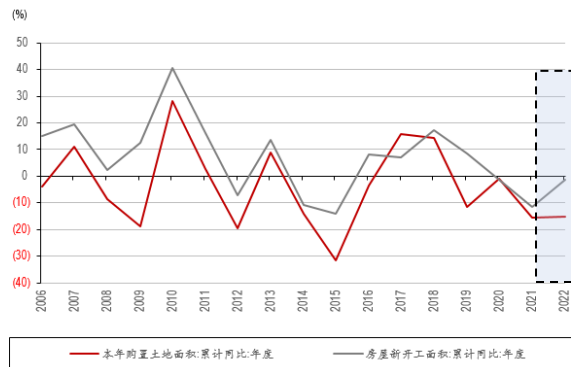
图表 30. 建安投资增速与施工面积增速走势趋同



资料来源：万得，中银证券

注：2022 年数据为预测值。

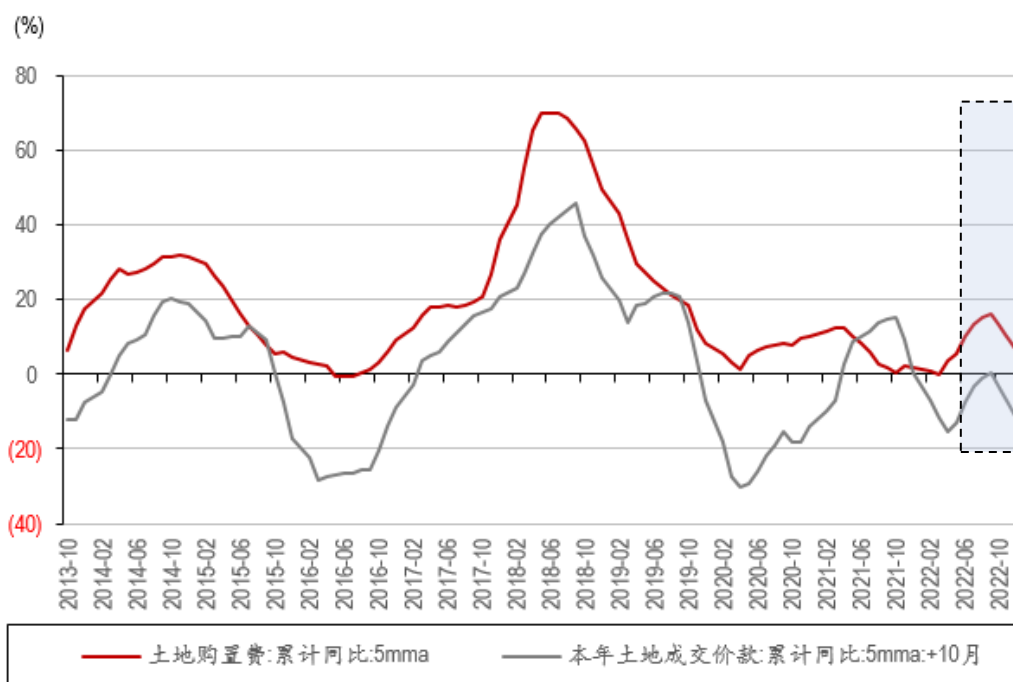
图表 31. 新开工面积增速与本年购置土地面积走势趋同



资料来源：万得，中银证券

注：2022 年数据为预测值。

图表 32. 土地购置费增速测算



资料来源: 万得, 中银证券

注: 2022年6月后土地购置费累计同比为预测值。

### 风险提示:

1. 货币政策不确定性: 货币政策超预期变化, 如货币政策超预期宽松或提前收紧, 对于地产融资和居民购房行为都会造成较大影响;
2. 疫情变化超预期: 疫情新变种或超预期传播, 将会对地产开工、居民消费投资行为造成较大影响;
3. 海外地缘政治冲突: 地缘政治冲突发展态势升温, 对于国内基本面或存在负面冲击。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371