

房地产

特朗普 1.0 时期下的地产复盘与 2.0 时期展望

投资要点:

▶ 特朗普 1.0 时期，地产行业处于政策紧缩周期

特朗普 1.0 的任期为 2016-2020 年，期间于 2018 年开启对华贸易制裁。尽管当时市场存在观点认为，在出口受限背景下，作为内需重要组成部分的房地产行业，应该开启宽松周期，以对冲出口下行。而以房贷加权平均利率走势衡量地产需求端政策方向，可以观察到这一时期实际处于地产政策调控收紧时期。

▶ 政策密集调控下，地产链对经济仍有正向贡献

为抑至房价暴涨，2016 年地产政策转向，开启政策调控周期。其中新房限价使得依靠赚取土地价值至商品房的资本增值的房企，在流动性趋紧的压力下，放弃捂盘惜售博弈政策放松，转变为高周转模式。

地产链条条长、覆盖面广。虽然限价下房企利润被侵蚀，但高周转模式下，房企对上游行业需求增加、刺激下游消费，使地产链其他环节在政策紧缩周期也充分受益，如 18-19 年上游的原材料、建筑建材、工程机械、工程咨询，及 18 年下游家居、家纺、家电、物业服务。

▶ 特朗普 2.0 横扫两院，贸易制裁下达或同比提前

美国共和党总统候选人特朗普在 2024 年大选中获胜，且获得参、众两院的多数席位，相对于 18-20 年，其政治主张推行阻力将更小。相比 1.0 时期的局部贸易战，特朗普 2.0 时期的贸易政治主张更加激进具体。参考历史关税政策生效需要半年至一年时间，由于可以沿用 1.0 时期调查结果，预计本次上任至贸易制裁下达周期或缩短至半年。

▶ 本轮地产下行周期中，地产链冲击民生、拖累经济

2022-2024 年三季度，排除 2022 年低基数对 2023 年同比增速的影响，房地产业对 GDP 累计同比贡献率与累计同比拉动均为负值，房地产开发投资完成额累计同比下降。土地出让金收入持续下行，占地方财政收入比例下降。

竣工与低开工双方面形成对施工与完工面积的拖累，进一步影响上下游产业链实体行业景气度。上游新开工持续收缩使得原材料、建筑建材企业面临需求锐减困境。下游家居、家纺、家电等国内需求减少，寻求出海途径开辟第二增长曲线，物管上市公司来自母公司的项目支持减少，进入存量市场竞争，毛利率水平下滑。

▶ 内外交困背景下，供需端政策宽松是必然结果

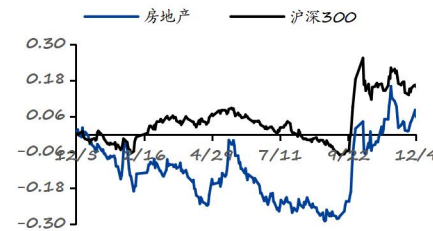
考虑到美联储的降息节奏或受美通胀预期上升扰动，及商业银行净息差持续压缩，我国货币政策宽松空间或受一定掣肘，未来财政政策空间更大。目前货币化安置下的城中村改造、专项债收储存量房作保障房、专项债收储存量土地、项目融资白名单等存量政策仍在持续细化落地中。未来存量政策的落地节奏与增量政策的形式是关注重点。

总结来看，在外部出口预期承压、内部地产行业供需双弱且地产链拖累经济的背景下，我国政策逆周期调节的必要性上升，以货币和财政手段在供需两端进行政策宽松或为大势所趋。若政策力度与节奏符合预期，行业将经历流动性压力缓解、供给持续收缩、房价止跌回稳、销售开工回暖的阶段，开启复苏周期。

▶ 风险提示:政策落地节奏与力度不及预期，供需两端复苏速度不及预期

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：陈立(S0210523080003)

cl30270@hfzq.com.cn

联系人：于怡然(S0210124060064)

yir30611@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、房地产行业周报：上海土拍市场点状回暖，百强房企新增货值降幅收窄——2024.12.01
- 2、房地产行业周报：北上深取消普宅标准，34城新房成交环比+6%——2024.11.24
- 3、房地产行业周报：专项债收购存量闲置土地推进，城中村改造提速扩容——2024.11.17

正文目录

1 特朗普 1.0 时期，对应国内地产成功调控周期.....	3
1.1 特朗普 1.0 时期，地产行业处于政策紧缩周期.....	3
1.2 政策密集调控下，地产链对经济仍有正向贡献.....	4
2 内外交困背景下，新周期的非典型复苏路径.....	8
2.1 特朗普胜选且横扫两院，关税政策落地或加快.....	8
2.2 本轮周期中，地产及上下游对经济产生拖累.....	9
2.3 供需双弱的负反馈循环是本轮下行的根本原因.....	11
2.4 展望未来，供需政策持续宽松料为大势所趋.....	13
3 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 特朗普 1.0 时期的出口表现与对应的中国国内房地产调控周期 (%)	3
图表 2: 2016-2020 的地产行业调控政策.....	4
图表 3: 全国成交土地出让金与平均溢价率 (万亿, %)	5
图表 4: 从存货现金比看 A 股房企经营模式转变 (亿元, %)	5
图表 5: 地产开发上下游产业链.....	5
图表 6: 房地产、租赁与商务服务业单位最终产品对各行业的完全消耗系数.....	5
图表 7: 2016 年-2020 年地产链细分行业营业收入与归母净利润增速 (%)	6
图表 8: 2016-2020 年房地产业对 GDP 累计同比拉动与累计同比贡献率 (%)	7
图表 9: 2016-2020 年房地产与固定资产投资完成额累计同比 (%)	7
图表 10: 美国参议院与众议院选举规则.....	8
图表 11: 特朗普 1.0 与 2.0 时期参/众议院选情梳理.....	8
图表 12: 特朗普两次任期的关税政策相关的竞选主张对比.....	8
图表 13: 启用“301 条款”流程.....	9
图表 14: 特朗普 1.0 针对中国的“301”调查历程.....	9
图表 15: 2008-2024 年房地产业对 GDP 拉动与贡献 (%)	9
图表 16: 房地产业与固定资产投资完成额累计同比 (%)	9
图表 17: 全国成交土地出让金与住宅建设用地面积 (万亿, 万平方米)	10
图表 18: 地方国有土地使用权出让金收入及占比 (万亿, %)	10
图表 19: 2021 年-2024 年 Q3 地产链细分行业营业收入与归母净利润增速 (%)	10
图表 20: 商品住宅新开工面积、销售面积及库存净增量 (亿 m ²)	11
图表 21: 房地产投资资金来源 (万亿元)	11
图表 22: 信托与人民币贷款余额中用于房地产开发占比 (%)	11
图表 23: 销售面积与需求端的人口和收入变动脱钩 (万 m ² , 万人, 元)	12
图表 24: 居民当期收入感受与未来收入信心指数.....	12
图表 25: 居民对未来房价走势预期的占比 (%)	12
图表 26: 商品房销售价格先于量复苏 (%)	13
图表 27: 北上深与重点 20 城二手房成交同比增速 (%)	13
图表 28: LPR、个人住房贷款利率与商业银行净息差 (%)	13
图表 29: 美国联邦基金利率 (%)	13
图表 30: 2024 年地产板块财政工具梳理.....	14

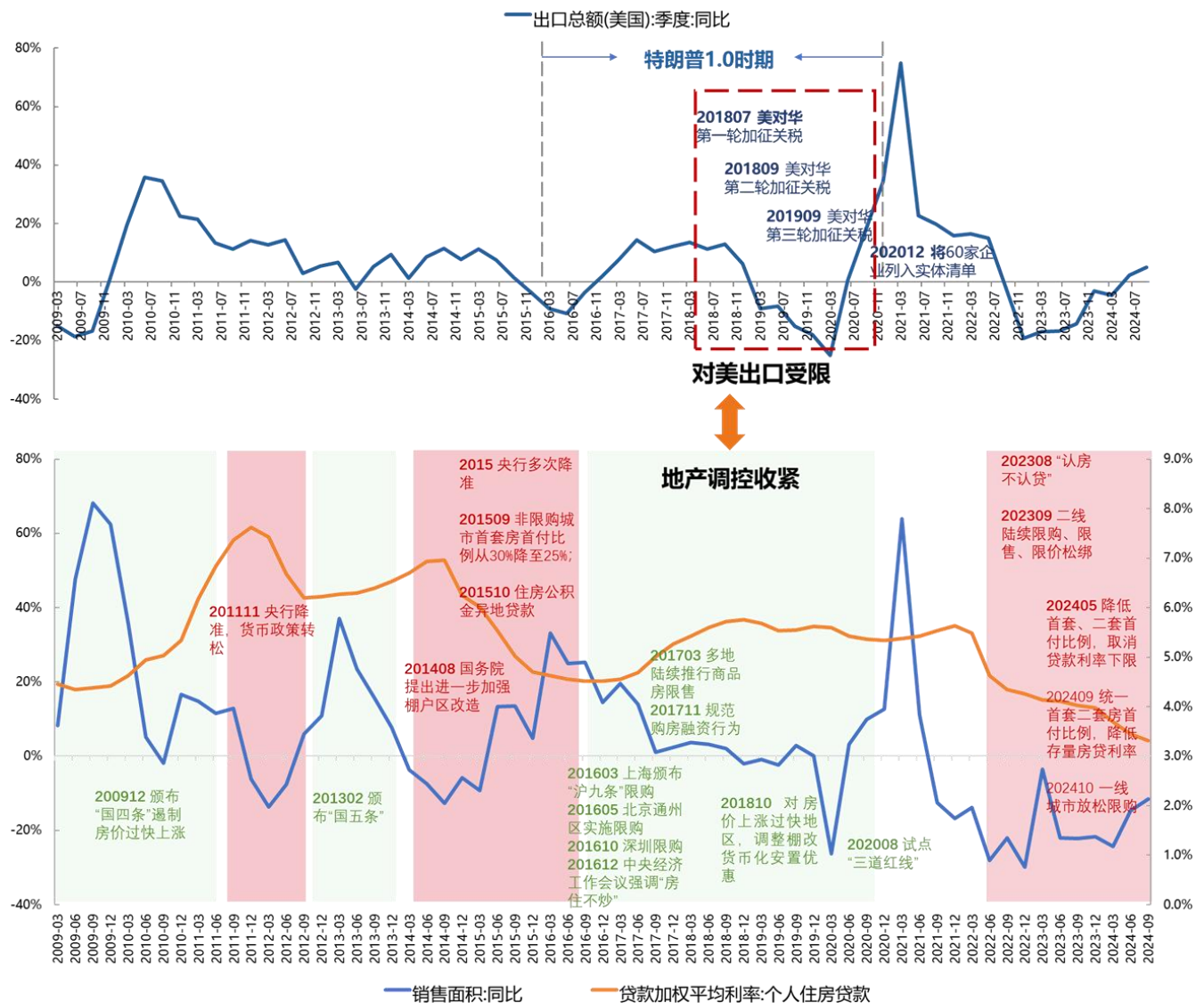
1 特朗普 1.0 时期，对应国内地产成功调控周期

1.1 特朗普 1.0 时期，地产行业处于政策紧缩周期

特朗普上一轮总统任期为 2016-2020 年，2018 年开启对华贸易制裁。2016 年特朗普竞选期间已经表露出其保护主义的贸易主张，表示将对“不公平倾销和补贴”的国家征收惩罚性关税。2018 年 7 月，特朗普正式开启中美贸易交锋，于 2018-2020 年陆续加征三轮关税，并将 60 家企业列入实体清单。

2016-2020 年，国内地产处于政策紧缩周期。尽管当时市场存在观点认为，在出口受限背景下，作为内需重要组成部分的房地产行业应该开启宽松周期，以对冲出口下行。以房贷加权平均利率走势，衡量地产需求端政策方向，可以观察到这一时期实际处于地产政策调控收紧时期。

图表 1: 特朗普 1.0 时期的出口表现与对应的中国国内房地产调控周期 (%)



数据来源: iFinD、新华社、央行、中国政府网、住建部、中证网、上海市人民政府、深圳市人民政府、深圳政府在线、经济参考报、人民网、21 财经、新京报、国新办、百度百科、房天下、中国经济网、经济日报、凤凰国际 iMarkets、前瞻产业研究院、华福证券研究所



1.2 政策密集调控下，地产链对经济仍有正向贡献

2016-2020 年地产调控周期中，新增限价的调控手段。2016 年初央行与银保监会发布房贷松绑新政，本意为达到消化三四线库存，但却引起一线为首的房价暴涨。2016 年 3 月开始，一线城市率先政策转向，发布楼市调控政策，12 月的中央经济工作会议中，明确 2017 年楼市发展方向为“房住不炒”，拉开约 3 年的楼市调控周期序幕。在限购、限贷、限售等常规调控手段之外，16-20 年调控周期中新增新房限价的调控手段，在挂牌住宅地块或申领预售证时对未来预售价进行限制。

图表 2：2016-2020 的地产行业调控政策

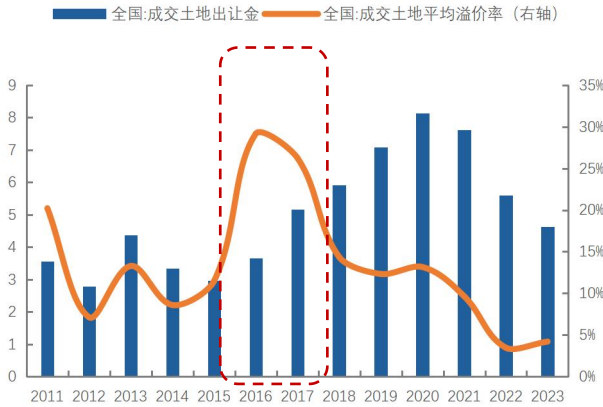
时间	部门/地区	内容
2016年3月	上海	颁布住房调控“沪九条”。规定非上海户籍居民购房需连续缴纳个税及社保满5年及以上，拥有1套住房居民家庭再买自住房首付款比例不低于50%，购房人在申请贷款时应承诺首付款为自有资金。
2016年9-12月	多地	北京、天津、苏州、成都、合肥、广州等共27城发布楼市调控政策。
2016年10月	杭州	新房申领预售证时存在 限价 ，房企在申领楼盘预售证时，才能知道最终获批的价格。
2016年12月	中央经济工作会议	中央经济工作会议明确了2017年中国楼市发展方向，强调要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位。
2017年	北京	挂牌商品住宅地块全面实施“ 限价 、 竞地价 ”的出让方式，从土地出让时便规定未来的销售均价和最高售价。
2017年8-11月	多地	多地陆续掀起房地产违规检查风暴，对于误导、炒作、捂盘惜售、暗中加价、捆绑搭售等违规销售行为进行调查与处罚。
2017年12月	长沙	限价 商品住房价格由成本加利润加税金构成，限价商品住房的平均利润率为6-8%。
2018年3月	两会	重申“房住不炒”政策基调。
2018年7月	政治局会议	对于房价表述从“遏制房价过快上涨”升级为“坚决遏制房价上涨”
2018年10月	国务院常务会议	因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。
2019年8月	银保监会	在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作，重点检查房地产信贷业务管理、房地产业务风险管理、信贷资金被挪用流向房地产领域、同业和表外业务中房地产业务有关违规行为。
2020年8月	住建部、央行	对房企有息负债规模设置“三道红线”：其一，剔除预收款后的资产负债率大于70%；其二，净负债率大于100%；其三，现金短债比小于1倍。依据“三道红线”触线情况，12家试点房企将划分为红、橙、黄、绿四档。
2020年7-12月	多地	19城市出台调控政策，包括升级限购、限贷、 限价 、限售，增加税费等。

数据来源：房天下、人民网、中国经济周刊、经济参考报、新华社、中国政府网、界面新闻、银保监会、新浪财经、CRIC、克而瑞地产研究、证券之星、潮新闻、北京青年报、华福证券研究所

房企与限价政策博弈后，转为高周转模式。2018年前，房企依靠赚取土地价值至商品房价值的资本增值的方式获取收益，2017年获取的高溢价土地，面对“隐性限价”的政策环境后，选择开工后捂盘惜售以博弈政策放松。2017-2018年开发商面临大量信用债与信托到期，在政策持续收紧的趋势下，房企转变为高周转模式，在同等现金规模下撬动更多施工规模，维持营收增速。微观数据层面看，2017年起房企存货现金比波动上升，侧面反映经营模式转变。

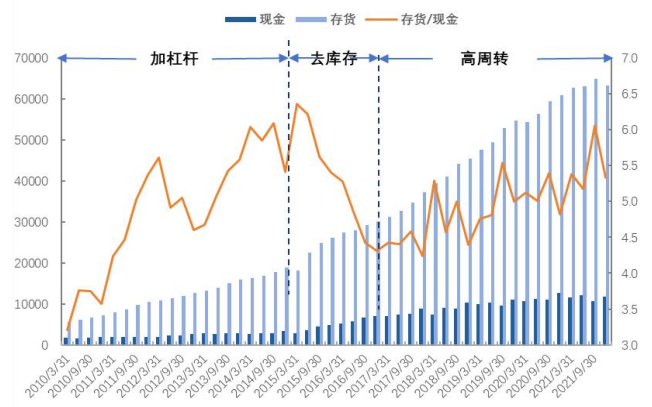


图表 3: 全国成交土地出让金与平均溢价率 (万亿, %)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 4: 从存货现金比看 A 股房企经营模式转变 (亿元, %)



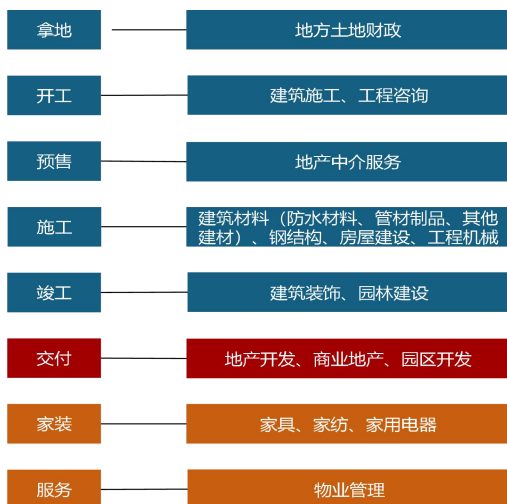
数据来源: iFinD, 华福证券研究所

*92 家 A 股典型上市房企包括: 保利发展、南京高科、海泰发展、大名城、大龙地产、香江控股、卧龙地产、格力地产、衢州发展、云南城投、万通发展、城建发展、津投城开、华发股份、华夏幸福、首开股份、金地集团、空港股份、华丽家族、黑牡丹、海南机场、栖霞建设、ST 广物、市北高新、绿地控股、光大嘉宝、新黄浦、浦东金桥、万业企业、外高桥、城投控股、信达地产、电子城、陆家嘴、天地源、中华企业、京投发展、亚通股份、光明地产、凤凰股份、苏州高新、华远地产、上实发展、西藏城投、京能置业、上海临港、春兰股份、张江高科、新城控股、中新集团、北辰实业、万科 A、深振业 A、深物业 A、沙河股份、深深房 A、大悦城、华联控股、中洲控股、京基智农、华侨城 A、天健集团、金融街、渝开发、荣安地产、莱茵体育、粤宏远 A、阳光股份、*ST 中迪、新华联、顺发恒业、*ST 金科、荣丰控股、苏宁环球、中交地产、中国武夷、*ST 和展、财信发展、三湘印象、海南高速、津滨发展、ST 数源、福星股份、天保基建、招商蛇口、世荣兆业、广宇集团、荣盛发展、合肥城建、滨江集团、南国置业、南山控股

地产链链条长、覆盖面广，对经济影响深远。地产链涉及拿地、开工、预售、施工、竣工、交付、家装、服务各环节。(1) 拿地环节影响财政收入，土地出让金收入约占政府财政收入 20%；开工、施工、竣工环节涉及工程咨询、建筑施工、建筑建材、工程机械等行业；预售环节，涉及地产中介服务。(2) 地产开发，涉及开发商从拿地到交付的开发流程。(3) 地产链下游涉及家具、家纺、家电、物管等后周期行业。

从国家统计局披露的 2015 年投入产出表可知，房地产、租赁与商业服务业单位成品会消耗至少 17 个行业大类的中间产品，其中对机械设备、房地产业、金融业的完全消耗系数超过 15%。

图表 5: 地产开发上下游产业链



数据来源: 华福证券研究所绘制

图表 6: 房地产、租赁与商务服务业单位最终产品对各行业的完全消耗系数



数据来源: iFinD, 国家统计局, 华福证券研究所

高周转模式下地产开发净利润缩水，而地产链上下游行业充分受益。2018-2019年高周转模式下，房地产开发行业维持着一定的营收正增，但归母净利润持续缩水。而上游的原材料、建筑建材、工程机械、工程咨询 2018-2019 年的业绩增速普遍高于地产开发，下游的房地产服务、家居、家纺、家电的业绩在 2018 年表现也较好。我们认为，18-19 年限价政策下房企虽然维持较高营收增速，而利润事实上被侵蚀，但在高周转模式下，房企对上游行业需求增加、刺激下游相关消费，使得地产链其他环节在政策紧缩周期充分受益。

图表 7: 2016 年-2020 年地产链细分行业营业收入与归母净利润增速 (%)

	上游							中游	下游			
	水泥制造	玻璃	建筑材料	工程机械	装修建材	房屋建设	工程咨询服务	房地产开发	房地产服务	家居用品	服装家纺	家电零部件 II
营业收入增速												
2016/3/31	-4%	19%	3%	-9%	19%	7%	118%	19%	28%	8%	21%	8%
2016/6/30	9%	16%	8%	-10%	12%	12%	116%	23%	39%	7%	19%	9%
2016/9/30	8%	17%	5%	-4%	2%	8%	24%	28%	24%	7%	25%	11%
2016/12/31	12%	18%	12%	4%	11%	8%	38%	21%	19%	18%	25%	16%
2017/3/31	35%	14%	31%	67%	11%	12%	43%	22%	2%	27%	10%	36%
2017/6/30	29%	13%	31%	68%	23%	16%	57%	23%	0%	43%	18%	36%
2017/9/30	34%	16%	10%	66%	33%	19%	90%	23%	12%	50%	8%	37%
2017/12/31	33%	15%	11%	59%	30%	14%	81%	21%	18%	36%	13%	33%
2018/3/31	18%	16%	5%	38%	42%	15%	76%	-2%	139%	26%	16%	24%
2018/6/30	31%	16%	4%	41%	34%	13%	75%	4%	115%	20%	13%	18%
2018/9/30	40%	12%	31%	38%	22%	10%	36%	7%	94%	18%	9%	13%
2018/12/31	47%	8%	27%	36%	11%	14%	33%	10%	69%	15%	1%	8%
2019/3/31	52%	2%	28%	39%	7%	15%	26%	34%	-5%	-2%	-4%	-1%
2019/6/30	37%	0%	25%	30%	7%	19%	14%	29%	-1%	-3%	-8%	-2%
2019/9/30	25%	2%	44%	26%	10%	19%	14%	22%	1%	0%	0%	-3%
2019/12/31	15%	6%	37%	26%	8%	20%	16%	9%	3%	4%	40%	0%
2020/3/31	-24%	-9%	-9%	-11%	-23%	-11%	-8%	-11%	-18%	-15%	1%	-23%
2020/6/30	-3%	-4%	17%	16%	-5%	6%	12%	-14%	-6%	-7%	19%	-16%
2020/9/30	6%	4%	7%	25%	12%	15%	18%	-13%	0%	1%	-24%	-5%
2020/12/31	9%	10%	12%	32%	20%	18%	21%	-9%	5%	4%	-41%	2%
归母净利润增速												
2016/3/31	-121%	57%	-45%		232%	15%	62%	41%		0%	37%	30%
2016/6/30	-23%	61%	-4%		39%	17%	84%	41%	321%	14%	2%	26%
2016/9/30	61%	61%	45%		37%	29%	52%	34%	268%	31%	10%	24%
2016/12/31	103%	71%	79%		49%	15%	75%	14%	15%	64%	7%	41%
2017/3/31		35%	523%		-50%	12%	39%	17%		46%	-8%	35%
2017/6/30	130%	17%	92%		5%	14%	57%	17%	-15%	72%	8%	33%
2017/9/30	81%	18%	50%		23%	6%	140%	13%	41%	67%	4%	33%
2017/12/31	84%	10%	51%		22%	13%	126%	14%	20%	30%	-16%	3%
2018/3/31	155%	9%	153%	106%	222%	16%	161%	-44%	519%	18%	-3%	9%
2018/6/30	108%	29%	71%	80%	56%	7%	118%	-18%	350%	-2%	3%	1%
2018/9/30	111%	28%	89%	89%	33%	7%	33%	-11%	239%	1%	-15%	-19%
2018/12/31	106%	10%	61%	93%	-11%	17%	34%	-15%	81%	-90%	-26%	-136%
2019/3/31	70%	-18%	47%	96%	33%	18%	32%	-16%	19%	-27%	-15%	5%
2019/6/30	29%	-18%	22%	83%	-9%	11%	24%	-22%	-19%	-13%	-36%	24%
2019/9/30	22%	-18%	27%	73%	2%	16%	27%	-32%	-41%	-4%	-21%	23%
2019/12/31	18%	-12%	25%	72%	7%	15%	22%	-83%	-29%	280%	-26%	
2020/3/31	-32%	-13%	-37%	-28%	-77%	-24%	-41%	-29%	-154%	-56%	-90%	-34%
2020/6/30	-6%	-10%	8%	27%	19%	-4%	-7%	-60%	-60%	-19%	-67%	-35%
2020/9/30	-1%	8%	7%	32%	42%	4%	-3%	-73%	-37%	-2%	-73%	-4%
2020/12/31	0%	43%	14%	39%	85%	6%	-2%	-333%	-217%	181%	-108%	78%

数据来源: Wind, 华福证券研究所

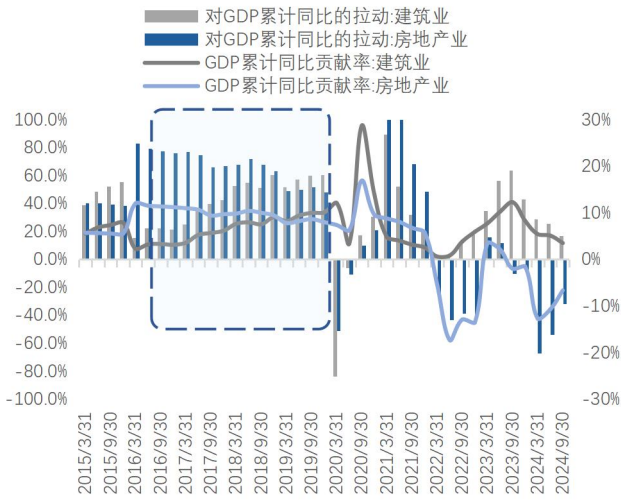
*由于房地产开发收入结转滞后,因此房地产开发板块采用后置两年的营收与归母净利润增速代表当期经营状况

2016-2020 年政策密集调控下,房地产、建筑建材等行业对经济仍有正向贡献。2016-2020 年,房地产业对 GDP 累计同比贡献率平均为 10%,对 GDP 累计同比拉动平均为 52%,均处于较高水平。2018-2020 年,房地产开发投资完成额累计同比增速高



于固定资产投资完成额累计同比增速。即便在政策密集调控的背景下，2016-2020年的房地产行业具备韧性，仍能为经济做出正向贡献。

图表 8: 2016-2020 年房地产业对 GDP 累计同比拉动与累计同比贡献率 (%)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 9: 2016-2020 年房地产与固定资产投资完成额累计同比 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所



2 内外交困背景下，新周期的非典型复苏路径

2.1 特朗普胜选且横扫两院，关税政策落地或加快

本轮美国总统大选共和党横扫两院，总统政策推行阻力或减小。美国共和党总统候选人特朗普在 2024 年大选中获胜，且获得参议院、众议院两院的多数席位，意味着 2024 年大选中共和党已获得白宫与国会的控制权。2018-2020 年国会分别为两党分治，而 2024-2026 年共和党横扫两院，则相对于 2018-2020 年，特朗普的政治主张推行阻力将更小。

图表 10: 美国参议院与众议院选举规则

	众议院	参议院
议员名额	435位	100位
议员分配	名额按各州人口比例分配给各州，每州至少1名众议员	不按人口比例分配，每州2名代表议员
任期	2年	6年
改选规则	2年改选一次	2年改选1/3

数据来源：新浪财经，华福证券研究所

图表 11: 特朗普 1.0 与 2.0 时期参/众议院选情梳理

	特朗普1.0		特朗普2.0
	2016-2018	2018-2020	2024-2026
参议院多数党	共和党	共和党	共和党
众议院多数党	共和党	民主党	共和党

数据来源：观察者网、环球时报，华福证券研究所

特朗普 2.0 的贸易板块竞选主张更加激进与具体。相比 1.0 时期的局部贸易战(仅对钢铁、铝征收特别关税，仅对中国发起国家级贸易战)，特朗普 2.0 时期的贸易政策显然更加激进。特朗普表示将对进入美国的商品无差别征收 10%的基准关税，并对中国商品征收 60%以上的定向关税。虽然实际落地大概率会弱于竞选主张，但与 1.0 时期的关税竞选主张相比更加具体和激进。

图表 12: 特朗普两次任期的关税政策相关的竞选主张对比

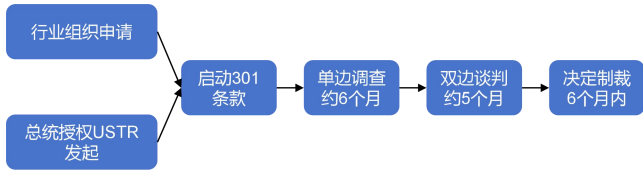
	特朗普2.0	特朗普1.0
时间范围	2024-2028年	2016-2020年
竞选主张	①对所有国家加征10%基础关税; ②对中国征收60%或更高的定向关税	对据称从事对美不公平的贸易行为的国家征收关税
实际落地	/	①加征全球钢(25%)和铝(10%)关税 ②利用301条款对华加征3轮关税，发起贸易战

数据来源：CBSNEWS、britannica、观察者网，华福证券研究所

关税政策生效需要半年至一年时间，由于可以沿用 1.0 时期调查结果，预计本次上任至贸易制裁下达周期或缩短至半年。美国“301 调查”基本流程包括启动条款、单边调查(0-6 个月)、双边谈判(0-5 个月)、决定并实施制裁(0-6 个月)四大环节，参考特朗普 1.0 期间，从发起调查至加征第一轮关税，历时 11 个月。特朗普政府本轮任期大概率再次对中国启动“301 调查”，且此次调查可以引用前序调查结果，预计落地周期或缩短至 6 个月，则加征关税大概率在 2025 年下半年开启。

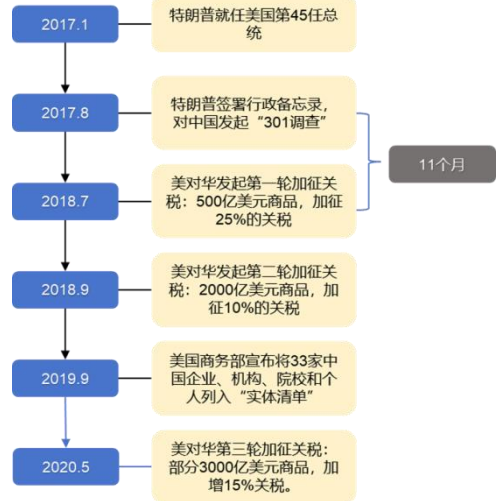


图表 13: 启用“301 条款”流程



数据来源: 期货日报、中华人民共和国商务部、金道律师事务所, 华福证券研究所

图表 14: 特朗普 1.0 针对中国的“301”调查历程



数据来源: 前瞻产业研究院、央视网、新华社, 华福证券研究所

2.2 本轮周期中, 地产及上下游对经济产生拖累

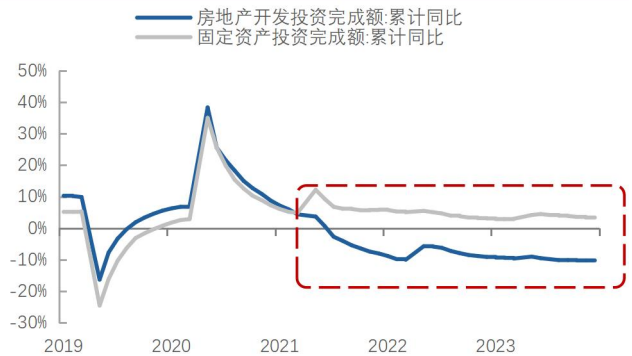
本轮地产下行周期中, 地产冲击民生、拖累经济。2020 年 9 月对房企资金与融资管理的“三道红线”开始试点, 高周转发展模式降速。2021 年起, 融资环境进一步收紧, 房企信用事件频发, 被迫降价抛售缓解流动性压力, 冲击居民购房预期。2022-2024 年三季度, 排除 2022 年低基数对 2023 年同比增速的影响, 房地产业对 GDP 累计同比贡献率与累计同比拉动均为负值, 房地产开发投资完成额累计同比下降, 且大幅低于固定资产投资完成额累计同比增速。

图表 15: 2008-2024 年房地产业对 GDP 拉动与贡献 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 16: 房地产业与固定资产投资完成额累计同比 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

土地出让金收入持续下行, 占地方财政收入比例下降。分税制改革后, 土地出让金成为地方政府财政收入的重要来源, 一方面获得“卖地”收入及相关税收, 一方面在土地上招商引资, 撬动产业发展, 拉动更多税收与就业。2021 年起土地市场调控趋紧与开发商对未来预期不乐观, 土地成交热度下降, 2023 年成交土地出让金较 2020 年缩水 43.2%, 地方国有土地使用权出让金收入占地方收入比例从 2020 年的 29.7% 下降至 2023 年的 19.5%, 占比下降 10.2pcts。

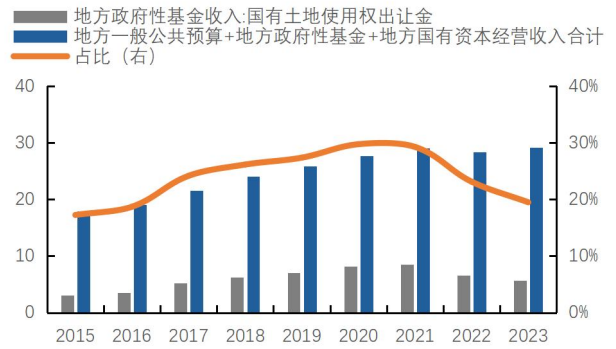


图表 17: 全国成交土地出让金与住宅建设用地面积 (万亿, 万平方米)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 18: 地方国有土地使用权出让金收入及占比 (万亿, %)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

自 2021 年地产营收利润显著下降后, 其对地产链上下游产生广泛拖累。高竣工与低开工双方面形成对施工面积的拖累, 进一步影响上下游产业链实体行业景气度, 对经济产生拖累。在上游, 原材料、建筑建材首当其冲, 新开工持续收缩使得钢材、水泥、玻璃等企业面临需求锐减困境, 库存积压、价格下跌。在下游, 家居、家纺、家电等需求减少, 寻求出海途径开辟第二增长曲线, 物管上市公司来自母公司的项目支持减少, 于存量市场中投入市场竞争, 毛利率水平下滑。

图表 19: 2021 年-2024 年 Q3 地产链细分行业营业收入与归母净利润增速 (%)

	上游							中游	下游			
	水泥制造	玻璃	建筑材料	工程机械	装修建材	房屋建设	工程咨询服务	房地产开发	房地产服务	家居用品	服装家纺	家电零部件 II
营业收入增速												
2021/3/31	56%	60%	65%	90%	82%	60%	49%	22%	59%	80%	-15%	71%
2021/6/30	19%	51%	29%	44%	49%	33%	31%	23%	36%	66%	-15%	74%
2021/9/30	45%	40%	40%	27%	29%	23%	36%	23%	26%	57%	32%	69%
2021/12/31	42%	31%	35%	12%	-10%	27%	31%	21%	14%	-13%	19%	62%
2022/3/31	24%	15%	18%	-28%	-23%	21%	11%	-2%	4%	-45%	22%	36%
2022/6/30	17%	16%	11%	-32%	-27%	16%	5%	4%	-3%	-42%	1%	7%
2022/9/30	-15%	13%	-11%	-22%	-31%	16%	67%	7%	-2%	-43%	-5%	1%
2022/12/31	-17%	11%	-13%	-17%	-8%	4%	62%	10%	-1%	4%	-8%	0%
2023/3/31	0%	10%	0%	1%	0%	6%	111%	34%	5%	-5%	-11%	-4%
2023/6/30	-5%	7%	-3%	9%	2%	4%	106%	29%	11%	5%	-8%	16%
2023/9/30	-6%	11%	-2%	5%	7%	8%	22%	22%	7%	6%	-6%	7%
2023/12/31	-3%	12%	0%	5%	6%	8%	20%	9%	7%	3%	1%	2%
2024/3/31	-31%	8%	-17%	7%	5%	3%	15%	-11%	2%	14%	0%	2%
2024/6/30	-21%	6%	-13%	5%	1%	0%	15%	-14%	0%	4%	-2%	0%
2024/9/30	-19%	-1%	-12%	4%	-3%	-5%	4%	-13%	6%	2%	1%	21%
归母净利润增速												
2021/3/31	33%	262%	94%	154%	587%	50%	89%	17%		479%	715%	147%
2021/6/30	-1%	204%	23%	29%	71%	31%	46%	17%	145%	148%	238%	115%
2021/9/30	11%	146%	21%	13%	19%	22%	44%	13%	-18%	80%	297%	80%
2021/12/31	14%	78%	20%	-7%	-32%	18%	23%	14%		-9%		125%
2022/3/31	-7%	-8%	1%	-54%	-39%	20%	-34%	-44%	-178%	-54%	41%	18%
2022/6/30	-21%	1%	-13%	-58%	-42%	6%	-22%	-18%	-126%	-38%	-7%	37%
2022/9/30	-44%	-7%	-31%	-46%	-40%	11%	-36%	-11%	-103%	-32%	-10%	41%
2022/12/31	-56%	-6%	-45%	-44%	-17%	-7%	-29%	-15%		5%	-45%	42%
2023/3/31	-86%	-35%	-65%	4%	20%	13%	103%	-16%		26%	0%	62%
2023/6/30	-52%	-25%	-40%	39%	18%	2%	47%	-22%		34%	28%	41%
2023/9/30	-52%	-17%	-36%	26%	25%	-2%	67%	-32%		27%	46%	5%
2023/12/31	-43%	-13%	-31%	38%	13%	3%	46%	-83%		25%	116%	-4%
2024/3/31	-344%	17%	-91%	17%	3%	-2%	0%	-29%	-13%	13%	2%	-21%
2024/6/30	-101%	-3%	-62%	15%	-4%	-1%	17%	-60%	183%	-3%	-7%	-24%
2024/9/30	-76%	-22%	-52%	14%	-17%	-9%	-6%	-73%	208%	-11%	-18%	7%

数据来源: Wind, 华福证券研究所

*由于房地产开发收入结转滞后, 因此房地产开发板块采用后置两年的营收与归母净利润增速代表当期经营状况

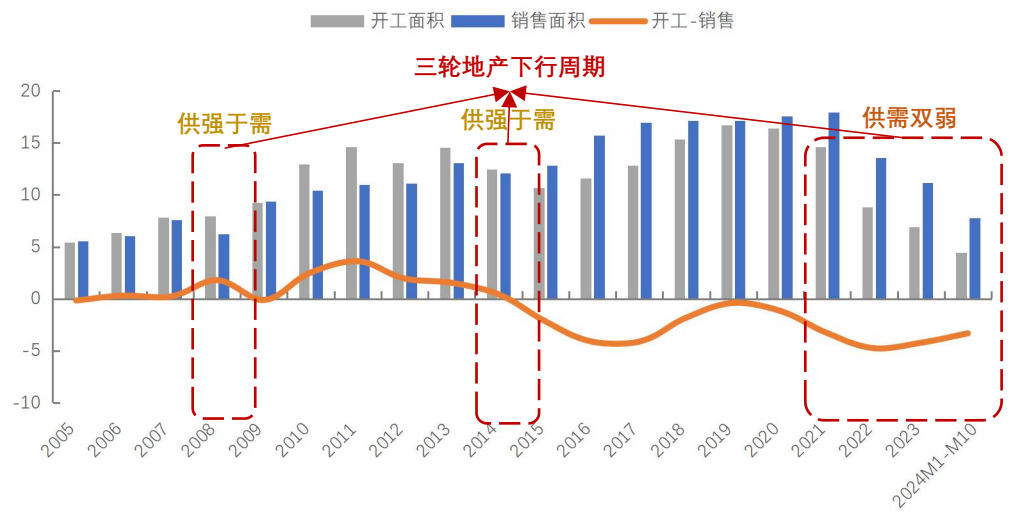


2.3 供需双弱的负反馈循环是本轮下行的根本原因

从供需角度看，本轮地产下行周期与前两轮不同，呈现供需双弱特征。以住宅开工面积与住宅销售面积之差，衡量全国房地产库存的净增量，可以发现2008年、2014年两轮地产下行前，在房地产景气度高涨的过程中，库存都经历了三四年以上的持续积累，尤其是2014年周期下行前，在地产融资超额宽松，需求持续释放的过程中，住宅开工面积连续五年大幅高于销售面积。

而在本轮房地产市场下行的过程中，并未出现过去地产周期中市场过热、房企过度投资开工导致的库存过剩现象，2021年来开工与销售规模同步缩水，呈现供需双弱特征。

图表 20: 商品住宅新开工面积、销售面积及库存净增量 (亿 m²)



数据来源: iFinD、国家统计局, 华福证券研究所

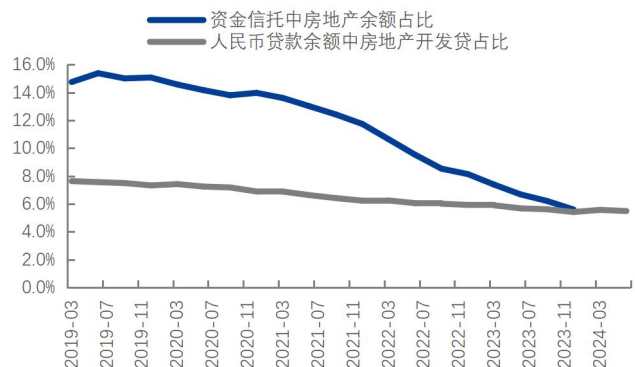
融资端资金趋紧, 现金流压力增加。房地产融资端资金规模自2021年持续降低, 降杠杆趋势显著。分来源看, 房地产投资各资金来源均不同程度缩水, 其中利用外资、定金及预收款降幅居前。融资渠道的缩紧使得开发商流动性压力增加, 选择降价抛售库存回流现金。

图表 21: 房地产投资资金来源 (万亿元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 22: 信托与人民币贷款余额中用于房地产开发占比 (%)

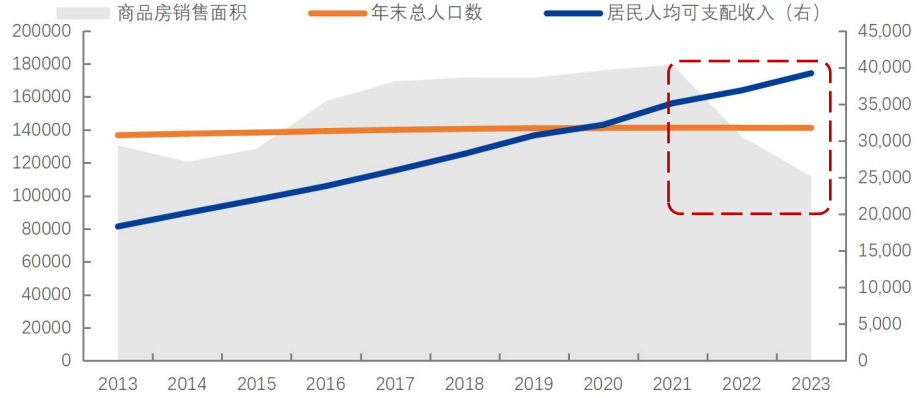


数据来源: iFinD, 华福证券研究所



需求端的收入与人口为长期变量，无法解释 2021 年后销售面积的转向。考察影响需求端的因素，我们发现 2021 年后，商品房销售面积与人口、人均可支配收入等需求端变量脱钩。

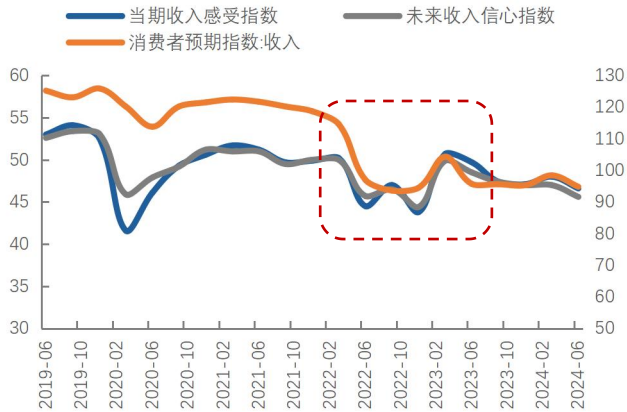
图表 23: 销售面积与需求端的人口和收入变动脱钩 (万 m², 万人, 元)



数据来源: iFinD、国家统计局, 华福证券研究所

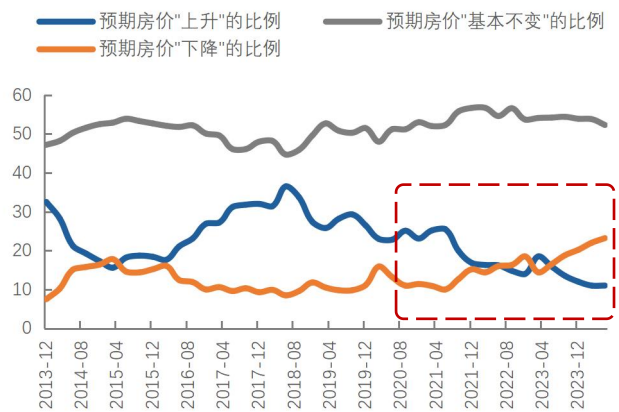
短期需求端大幅下行原因为居民对房价预期的不乐观。我们认为, 前述的人口变量对房地产需求是一个长期而渐进的影响过程, 而短期需求大幅下行, 背后的原因在于以下两点, 其一为 2020 年以来的公共卫生事件冲击及开发商停工, 对潜在的购房需求转化为商品房销售构成障碍; 其二为房地产企业在低库存背景下, 为缓解自身流动风险, 降价抛售存货, 带来房地产财富效应的缩水, 进一步冲击居民对收入与房价的预期。

图表 24: 居民当期收入感受与未来收入信心指数



数据来源: iFinD、中国人民银行, 华福证券研究所

图表 25: 居民对未来房价走势预期的占比 (%)



数据来源: iFinD、中国人民银行, 华福证券研究所

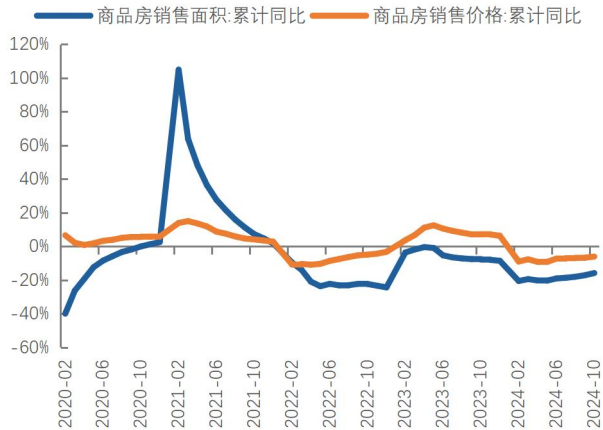
整体来看, 本轮地产周期下行的背后是供需双弱带来的负反馈循环。紧缩的调控政策与市场环境下, 开发商预期发生变化, 房企经营行为的改变又进一步改变销售市场, 进而导致购房者预期走弱, 冲击商品房销售, 使得市场供需两端呈现螺旋式下行过程。



2.4 展望未来，供需政策持续宽松料为大势所趋

我们认为，在本轮新周期复苏路径与传统地产周期复苏有着显著差异。传统周期往往是销量率先复苏，而后带动房价上涨；而此轮周期或为房价先行企稳，带动销量企稳复苏。预计本轮房地产市场的复苏主要起始于价格超跌的一线城市的二手房领域，与此同时房企会持续推进缩表进程，等待房价从二手小区逐步传导至新房，进而推动市场止跌回稳。

图表 26: 商品房销售价格先于量复苏 (%)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

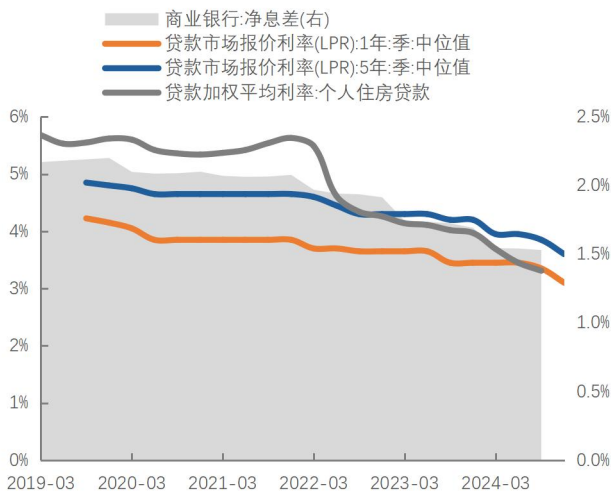
图表 27: 北上深与重点 20 城二手房成交同比增速 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

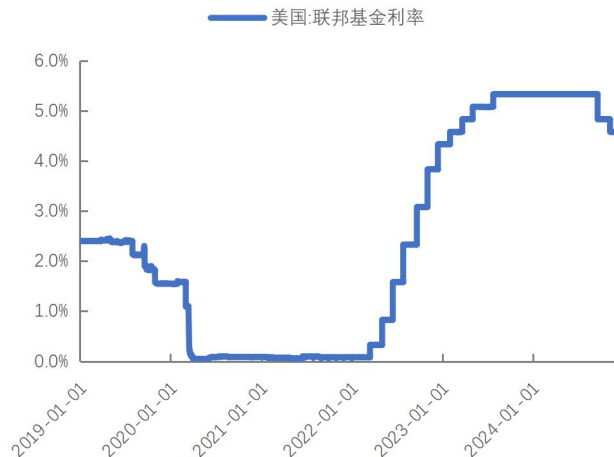
自 9 月 24 日多部门陆续出台货币政策进行逆周期调节，有降息、降准、下调存量房贷利率，以及通过公开市场操作释放流动性等。本年 LPR 调降 3 次，个人住房贷款利率持续下行，商业银行净息差压缩，部分城市 11 月房贷进行上调。考虑到美联储的降息节奏或受美国通胀预期上升的扰动，及商业银行净息差持续压缩，我国货币政策宽松空间或受一定掣肘，未来财政政策或更加积极。

图表 28: LPR、个人住房贷款利率与商业银行净息差 (%)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 29: 美国联邦基金利率 (%)

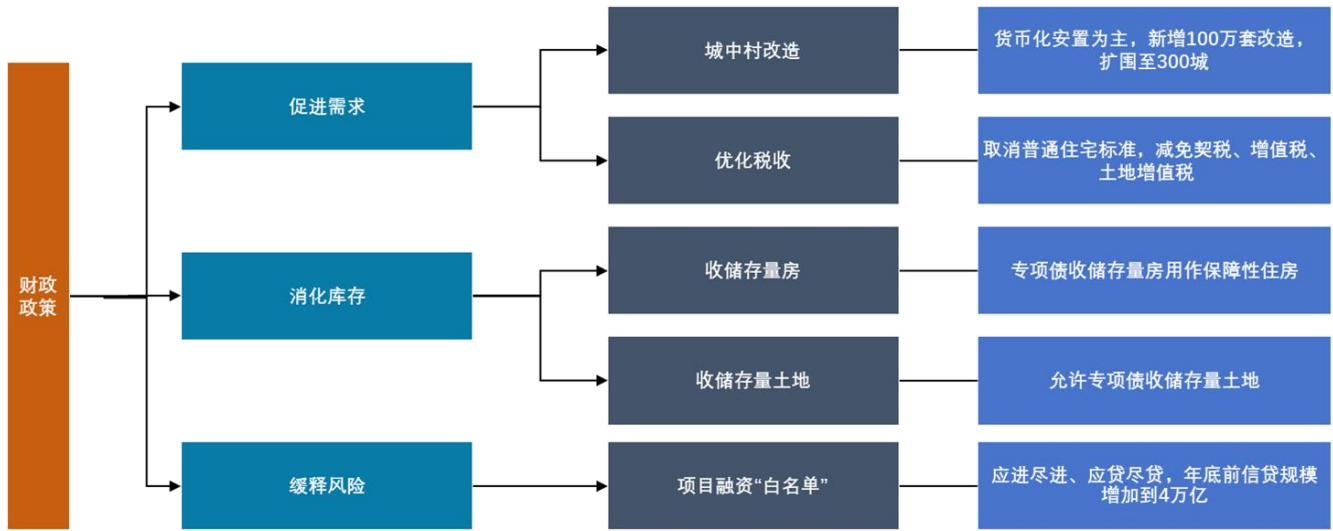


数据来源: iFinD, 华福证券研究所



2024年财政政策基调转为宽松，下半年多部委联合出台一揽子财政工具，体现达成房地产市场“止跌回稳”的决心。从财政政策的发力方向可以分为促进需求、消化库存、缓释风险三类，其中货币化安置为主的城中村改造、专项债收储量房作保障房、专项债收储闲置存量土地、项目融资“白名单”等存量政策仍在持续细化落地过程中。未来存量政策的落地节奏与增量政策的形式是关注重点。

图表 30: 2024 年地产板块财政工具梳理



数据来源：中国政府网、财政部、住建部、新华社、中国建设报、自然资源部，华福证券研究所

总结来看，在外部出口预期承压、内部地产行业供需双弱且地产链拖累经济的背景下，我国政策逆周期调节的必要性上升，以货币和财政手段在供需两端进行政策宽松或为大势所趋。若政策力度与节奏符合预期，行业将经历流动性压力缓解、供给持续收缩、房价止跌回稳、销售开工回暖的阶段，开启复苏周期。



3 风险提示

政策落地节奏与力度不及预期。供需双弱的负反馈循环下，若政策落地节奏与力度不及预期，则可能延缓房企流动性风险出清，驱使房企持续低价抛售回流现金，强化居民对房价的悲观预期，拉长下行周期时长，使得地产与相关产业链持续拖累经济。

供需两端复苏速度不及预期。若政策落地符合预期，而居民端需求对政策脱敏，购房意愿并未得到有效提升，房企持续缩表，难以迈入扩张周期，则会延缓供需两端复苏进度，推迟市场止跌回稳时点。



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，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负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn