

# 楼市，“风水”到谁家？

## ——房地产专题报告之三

宏观深度

### 要点

- ◆ **金融周期见顶转向，“风水轮流转”，“长尾”凸显。**2015年前的“同步时代”成过往，“异步时代”持续，因调控从“一刀切”变为“一城一策”，2015年一线领涨，2016年二线领涨，2017-2018年三线领涨，2019年一线又率先回暖。同时，销售已放缓40个月，历史最长。
- ◆ **政策篇：由松趋紧，分化加大。**首季“小阳春”后，4月起调控收紧。前7月调控收紧51次，4月来近40次，二线最高（70%），一线和2.5线卫星城其次（11-13%），2.7线都市圈和三线仅占2-4%。随着房价走软，本轮放松调控亦不少，前7月调控放松（不含人才和利率）32次，首季次数上升，6月后减少。调控方式一线偏边际，二线稍实质（松限价、远郊限购），其余线力度大（降房贷首付比、反向限价）。
- ◆ **融资篇：偏门紧，正门严。**开发贷放缓，6月同比降至两年最低。按揭利率自2018年4季度有所下行，6月后止跌回升。23号文后信托投向房地产规模下滑。ABS等新型融资也呈现中止审核和收紧态势。海外债前4月同比大增124%，但5月后快速收缩，且发行人集中度高。
- ◆ **房企篇：大小房企分化减弱。**随着高杠杆大房企融资收紧，39家房企2019年销售目标增速较2018年降低25pct。大浪淘沙后的小房企夹缝求生。销售额CR20回落。同时，大房企重回一二线，20家代表房企拿地金额一线上半年同比最快（59%），二线其次（32%），三线大降（-19%）。
- ◆ **轮动篇：“风水”转到哪一线？**2019年一线显著回暖，二线其次，但2.5与2.7线热度褪去，三线整体趋冷。
  - **一线：回暖最明显。**18年下半年开始，一线楼市各项指标回暖力度最大（除房价受严控），但二季度后调控趋严，各指标高位放缓。一线回暖除了受2.5-三线热度不再、开发商重回基本面坚挺的一线外，供应放量和区域规划亦有利好。
  - **二线：回暖稍弱，分化明显。**二线拿地和投资回暖速度仅次一线，房价增速亦居第二。但内部冷热不均。抢人大战愈演愈烈，二线城市仍是主力。前7月全国共出台51项人才政策，二线占一半。
  - **2.5线、2.7线：热度褪去。**拿地和投资缩水，2.7线销售量价齐跌，内部分化亦较大。
  - **三线：整体趋冷。**受人口流出、棚改缩水和提前透支影响。
- ◆ **展望：来年“风水”到谁家？**调控趋严，未来一段时间楼市或整体降温，逐线趋弱。一二线难回首季热度，但基本面支撑下回落较缓，三线和2.7线前期透支较大，或放缓较快，2.5线拿地和投资已放缓，未来销售下行压力难小。总体看，全国销售面积或仍将小幅负增，房价同比续缓，拿地面积同比降幅仍大，开工趋弱，施工先升后降，维持开发投资累计同比继续放缓的判断，预计到年底将降至5-8%。

### 分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

黄文静（执业证书编号：S0930516110004）  
010-56513054  
[huangwenjing@ebsecn.com](mailto:huangwenjing@ebsecn.com)

### 相关研报

- 《2019，房地产是喜是悲？——房地产投资面面观》  
.....2019-01-16
- 《地产投资反弹能持续多久？——19楼市投资及开工展望》  
.....2019-03-19

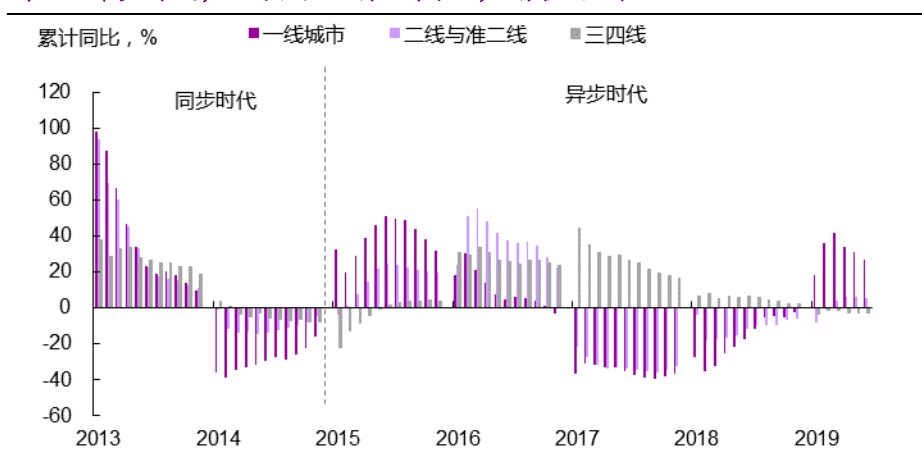
## 目录

1、 迈入“异步时代” .....	3
2、 政策篇：由松趋紧，分化加大 .....	4
3、 融资篇：偏门紧，正门严 .....	5
4、 房企篇：大小房企分化减弱，大房企压力增大 .....	9
5、 轮动篇：“风水”到哪一线？ .....	11
一线：回暖最明显，近期高位放缓 .....	11
二线：回暖力度稍弱，分化明显 .....	12
2.5 线和 2.7 线：热度褪去，拿地收缩 .....	14
三线：整体趋冷 .....	16
6、 展望篇：“风水”到谁家？ .....	17

## 1、迈入“异步时代”

金融周期见顶转向，中国楼市从普涨普跌的“同步时代”步入有涨有跌的“异步时代”。图1可以看出，2015年之前，我国房地产销售面积各线城市同涨同跌，但近四年情况已经不同，“风水轮流转”。2015年一线城市领涨，2016年二线城市领涨，2017年三线城市领涨，2018年继续、但势头减弱，2019年一线又再度率先回暖。这部分归因于房地产的调控政策的演变，从早前的“一刀切”到“因城施策”再演变为“一城一策”，精准化日益明显。

图1：异步时代，“风水轮流转”（房地产销售面积）



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止至2019年7月。

房地产市场的“长尾现象”愈发明显。以销售面积为例，从2008年以来的四次增速下行，前三次下行时长都在9-16个月，而本轮下行周期自2016年4月开启以来，已经经历了40个月，“尾巴”越来越长，部分原因就是“一刀切”到“一城一策”的结果（图2）。

图2：房地产的“长尾现象”



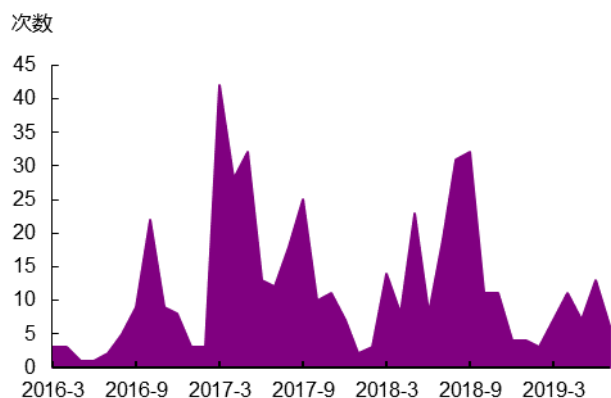
资料来源：Wind，数据截止至2019年7月。

## 2、政策篇：由松趋紧，分化加大

“房住不炒”的大前提下，调控力度由松趋紧。2-3月楼市迎来“小阳春”之后，4月19日中央政治局会议重申“房住不炒”的定位要求；4-5月住建部两次对房价涨幅较大的佛山、大连、苏州、南京等10个城市进行预警提示，并两度重申<sup>1</sup>坚持调控目标不放松、力度不动摇。今年1-7月调控收紧的政策有51次，而4月以来近40次（图3）；1-7月“五限”（指限购、限贷、限价、限售、限商）<sup>2</sup>政策加码有16次，而4月后有13次。

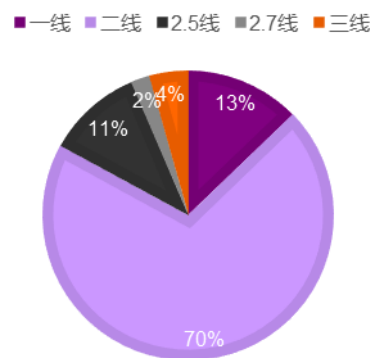
从各线增量看，收紧政策频次在全国占比最高的是二线（70%），其次是一线和2.5线（11-13%），2.7线和三线仅占2-4%。“五限”加码的16次中亦集中在二线（81%，13次）<sup>3</sup>，还有少量2.5线（保定1次）和三线城市（洛阳、丹东各1次）（图4）。从各线存量看，一线城市参与“五限”调控比例为100%，二线城市除西部省会城市西宁、乌鲁木齐、呼和浩特外均至少有一种“五限”调控政策，比例高达92%。2.5线“卫星城”<sup>4</sup>比例达88%；2.7线“都市圈”<sup>5</sup>和三线城市比例分别为22%和11%。7月30日中央政治局会议重申“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，未来房地产政策料将继续偏紧。

图3：4月后调控收紧政策增多



资料来源：中指院，光大证券研究所，数据截止2019年7月

图4：2019年1-7月各线调控收紧政策次数占比



资料来源：光大证券研究所

<sup>1</sup> 住房和城乡建设部再次发声：坚持房地产市场调控目标不动摇、力度不放松 2019.05.09 [http://www.mohurd.gov.cn/zxydt/201805/t20180510\\_235973.html](http://www.mohurd.gov.cn/zxydt/201805/t20180510_235973.html)

住房和城乡建设部重申：坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松 2019.05.19 [http://www.mohurd.gov.cn/zxydt/201805/t20180519\\_236127.html](http://www.mohurd.gov.cn/zxydt/201805/t20180519_236127.html)

<sup>2</sup> 限购是限制购买的资格和数量。限贷是限制贷款金额和资格。限价是限制商品最高价。限售是限制房产转让的权利。限商是防止商业办公等建筑变相建成住宅。

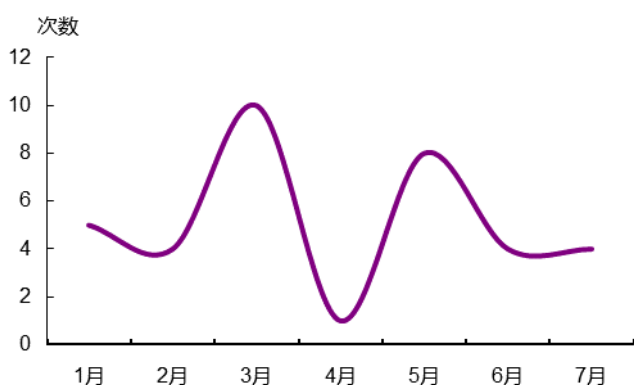
<sup>3</sup> 1月海口加码限购、成都加码限贷；4月石家庄加强限贷；苏州5月、7月连续两次加码限售；西安6月加码限购；杭州2月、6月两次加码限价；7月底大连加码限价；合肥在4月、7月分别加强限贷、限价。

<sup>4</sup> 卫星城包括16城市：1. 北京-天津-石家庄周边：廊坊、唐山、保定、秦皇岛、承德、张家口、沧州；2. 广州-深圳周边：广东、惠州、佛山、东莞、江门、肇庆、清远、珠海、中山；上海周边：嘉兴

<sup>5</sup> 都市圈包括：京津冀、珠三角、武汉圈、太原圈、济南圈、长三角41城市

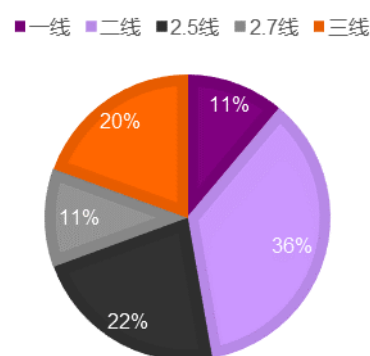
随着房价的走软，本轮“一城一策”下，放松调控的城市也不少。根据我们的统计，今年1-7月调控放松（不含人才政策和利率下调）共计32次，一季度呈上升态势，6月后则开始减少（图5）。各线分布较为均匀，二线稍多，占比36%，2.5线其次，占22%，三线占20%，一线和2.5线各占11%（图6）。**一线放松较为边际**，包括上海房产税原值减除比例上调、广州放宽本科落户年龄、北京部分出让地块不设限价等。**二线放松更为实质**，比如济南不再指导限价、天津外地缴存公积金可购房、南京远郊区放松限购、青岛高新区暂停摇号、无锡部分银行首套房贷首付比重回30%。**部分2.5线、2.7线和三线城市放松力度更大**，株洲首次公积金购房首付比由30%降至20%，佛山非限购首套房最低首付亦降至2成，赣州反向限价（要求房价不低于2月同类型成交均价）。

图5：近两月调控放松的数量下降



资料来源：光大证券研究所

图6：2019年1-7月各线调控放松次数占比

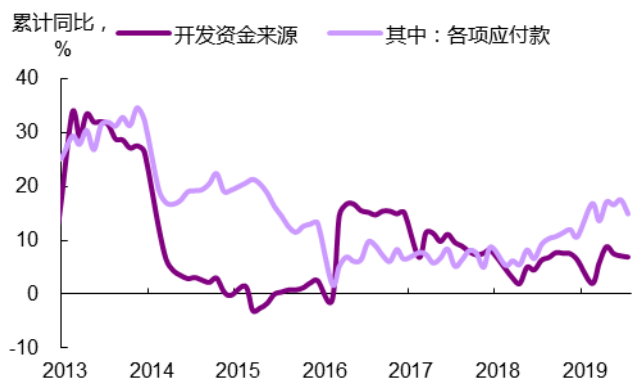


资料来源：光大证券研究所

### 3、融资篇：偏门紧，正门严

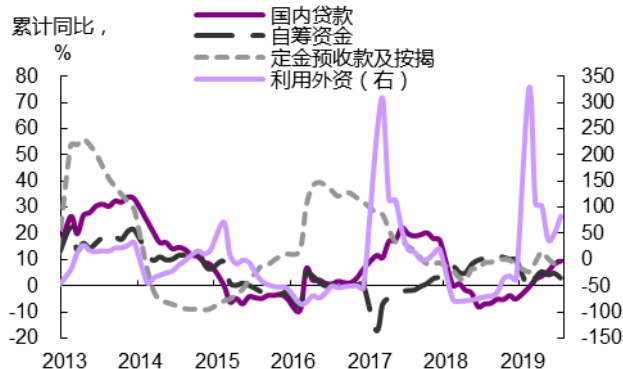
房企面临的总体融资环境在收紧，偏门堵，正门严。2019年7月房地产开发资金累计同比为7%，自今年4月高点已下行1.9个百分点(pct)（图7-8）。其中，**国内贷款**累计同比为9.5%，自2017年下半年**资管新规以来趋势上行**，先是受表外转表内影响，开发贷大增，去年4季度以来开发贷放缓，但开发资金来源中的国内贷款仍持续提速，似乎是个谜，其实不难解释，由于流动性充裕，流贷与票据贴现快速增长，从上市房企的数据可以看出**短期借款增速出现反弹**（图9）；信托、债券、私募融资承压，**自筹资金萎缩**，19年1-7月累计同比2.8%，较去年高点已下降8.6pct；**利用外资大幅收紧**，19年1-7月累计同比为83.6%，较年初高点的328%大幅下滑；商品房销售低位企稳，按揭贷款小幅回温，**定金及预收款、个人按揭增速低位持稳**；而**应付工程款快速累积**，同样彰显融资趋紧之下，房企对上中游供应商的挤压。

图 7：房企开发资金来源稳中趋弱



资料来源：Wind。数据截止 2019 年 7 月。

图 8：房企开发资金来源分项

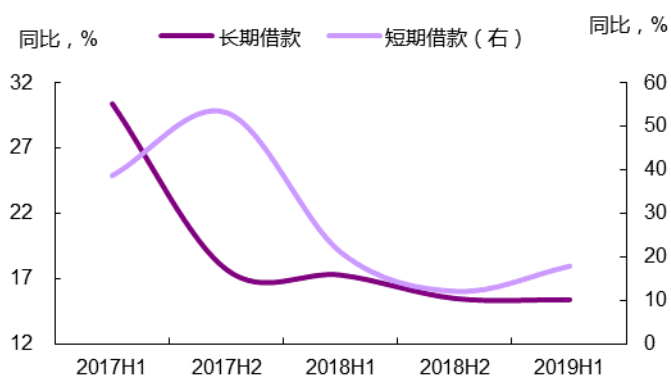


资料来源：Wind。数据截止 2019 年 7 月。

具体看，贷款方面，开发贷增速放缓。2018 年 9 月以来，开发贷同比从 24.5% 放缓到 2019 年 2 季度的 14.6%（图 10），一方面是由于基数渐起，另一方面，房地产贷款政策也趋严。2019 年 7 月政治局前后，央行一周内两次点名房地产，7 月 29 日央行在信贷结构调整优化座谈会上指出“房地产行业占用信贷资源较多……要合理控制房地产贷款投放”，8 月 2 日央行又在下半年工作电视会议上指出“持续加强房地产市场资金管控”。银保监会 8 月发布《关于开展 2019 年银行机构房地产业务专项检查的通知》，决定在 32 个城市开展检查，严惩各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地产行业的违法违规行为，预计下半年开发贷仍将承压。

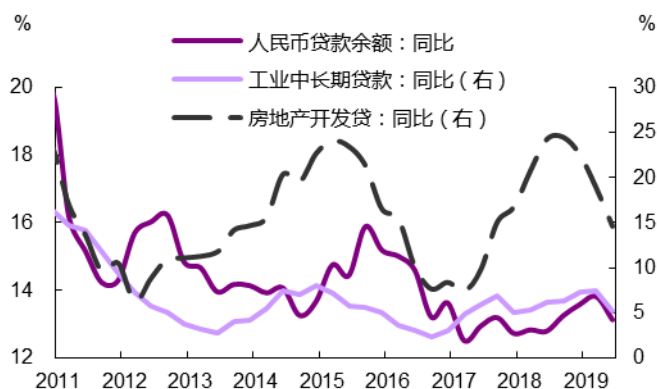
按揭利率 6 月后止跌回升。2018 年 4 季度-2019 年一季度，随着流动性改善和信贷利率中枢的下移，样本银行中首套房贷利率下调的银行占比快速上升，但 2019 年二季度随着楼市监管的趋严，该比例快速下滑，样本银行首套和二套房贷利率亦从去年 4 季度高点下行了 29 和 33 个基点，但 7 月房贷利率开始反弹（图 11-12）。

图 9：上市房企短期借款反弹



资料来源：Wind。包括已公布 2019 中报的 49 家 A 股上市公司和 82 家港股上市公司。

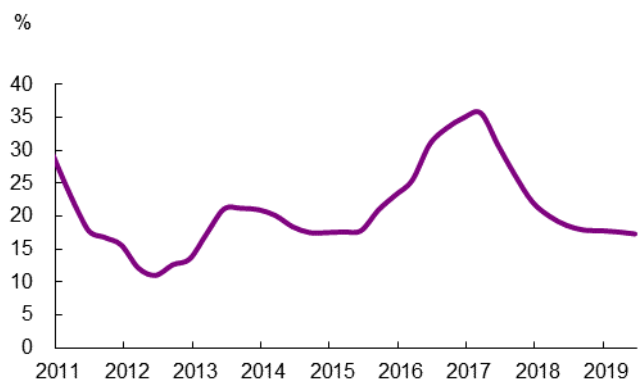
图 10：开发贷增长速度明显放缓



资料来源：Wind

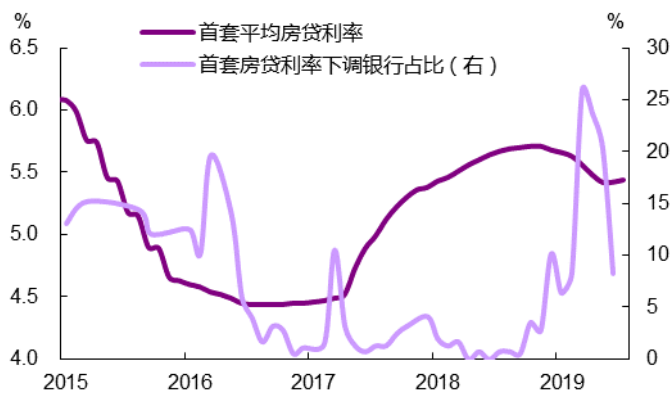


图 11: 个人购房按揭贷款增速企稳



资料来源: Wind。数据截止至 2019 年 2 季度。

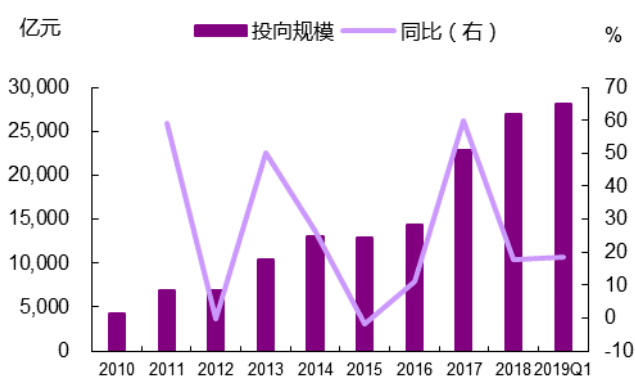
图 12: 按揭利率止跌回升



资料来源: Wind。数据截止至 2019 年 7 月。

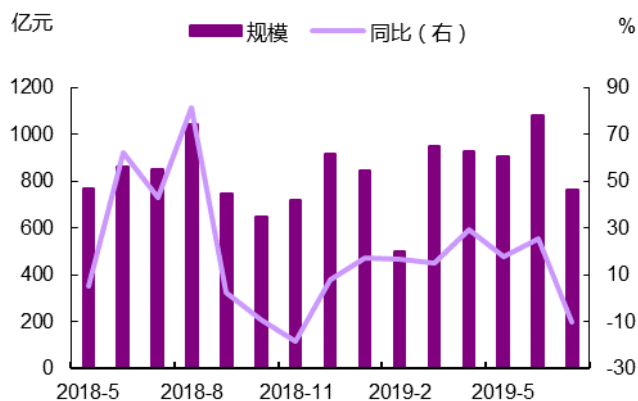
**非标方面, 23 号文后信托投向房地产规模下滑。**2019 年一季度投向房地产的资金信托余额同比为 18%, 与 2018 年增速持平 (图 13)。但 2019 年 5 月 17 日, 银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果, 促进合规建设”工作的通知》(23 号文), 严禁信托向不合格房地产开发项目提供融资、向开发商土地配资、为房企发放流动资金贷款。房地产类集合信托发行规模的月度数据显示, 2019 年一季度同比有所反弹, 二季度增速平稳 (达 24%), 但 7 月同比大幅下滑至 -10%, 未来房地产信托规模仍有收缩压力。(图 14)

图 13: 信托资金投向房地产规模 (存量)



资料来源: 信托业协会

图 14: 房地产类集合信托发行规模与同比

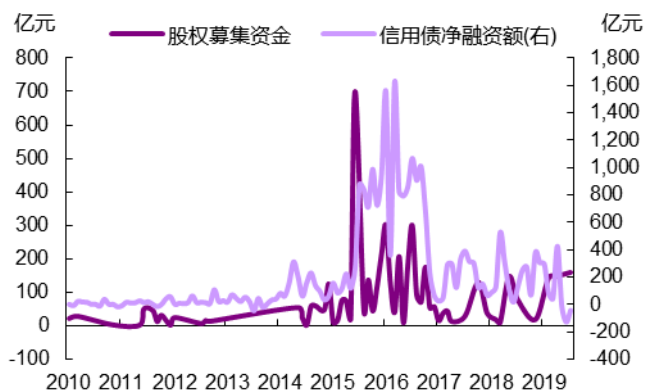


资料来源: 用益信托网。数据截止 2019 年 7 月。

**股票和债券等直融方面, 规模依然低迷。**自 16 年底监管部门严控房企再融资用途 (不鼓励用于补充流动资金、偿还银行贷款和拿地), 17 和 18 两年房企股市募集资金同比缩水 18% 和 30%, 19 年前 7 个月累计同比下滑继续 4%。房企境内发债净融资在 18 年下半年有所回升, 但 19 年 5 月后, 信用债净融资大幅下滑至负 (图 15)。

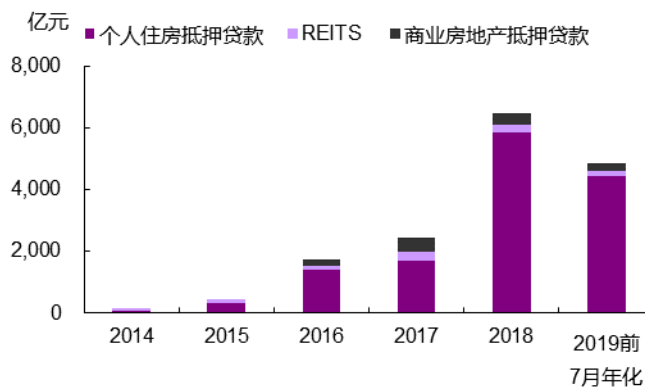
**新融资渠道亦趋缓。**2018 年个人住房按揭 ABS、REITs 和商业地产抵押贷款 ABS 快速发展, 同比大增 163%, 今年前 7 月年化发行量较去年有所减少, 预计今年同比减少 25% (图 16)。年初多个房企 ABS 项目中止, 年中部分房企因拿地激进, “地王” 频现, ABS 亦有收紧趋势。

图 15: 房企境内发债净融资规模锐减



资料来源: Wind, 数据截止至 2019 年 7 月。

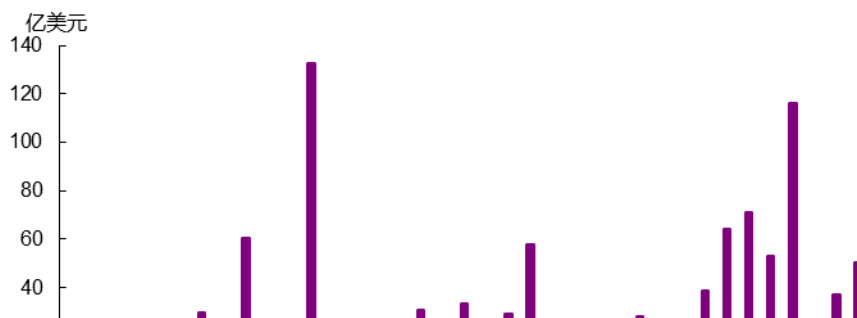
图 16: ABS 大发展后有所收紧



资料来源: Wind, 数据截止至 2019 年 7 月。

**海外债今年前 4 月快速增长, 5 月后快速收缩。**2016 年 10 月以来, 交易所收紧房地产行业国内债券融资, 部分房企将目光转向海外债。2017 年年中以来政策有所收紧, 海外债发行规模有所下降。去年四季度随着稳增长政策的发力, 海外债开反弹, 19 年前 7 月发行额 (409 亿美元) 就已大超 2017 和 2018 全年的发行额 (354 和 301 亿美元), 4 月单月发行额 (116 亿美元) 更是达到 2016 年以来月度发行的次高值。但 5 月政策趋紧后, 海外债融资大幅收缩, 5-7 月平均发行量只有 35 亿美元 (图 17)。且**海外债发行人分布较为集中**。截至 2019 年 8 月 19 日, 海外房地产存续债中排名前 5 的企业合计占比 25% (表 2), 恒大占比最高 (8.9%)。7 月 12 日, 《国家发改委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》, 进一步规范房企境外债发行, 未来海外债发行或继续收缩。

图 17: 中资美元债地产板块的月度发行量



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10371](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10371)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>