

地产投资反弹能持续多久？

——19年楼市投资及开工展望

宏观简报

要点：

1-2月房地产数据扑朔迷离，开发投资超预期反弹令人遐想是否是重回刺激的迹象初现，但新开工的超预期下滑又将乐观情绪打入谷底。两个看似矛盾的信号如何解读，又能否持续？

高投资、低开工或意味着房企从激进的增量策略转向保守的存量策略。随着资金的趋紧，开发商已然从17年拿地高增的最激进策略，转变为18年的拿地手软、开工回款的稍激进策略，再度转变为19年初开工放缓、施工加快的存量策略。

销售疲，资金紧。尽管近20城边际放松调控，但商品房销售仍量价齐缓，百城房价同比回落至三年最低，一线持平，二线渐缓，三线急落。房地产贷款、按揭同比企稳反弹，但在新增贷款中占比下降，信用债净融资额边际改善，但利差仍高于整体产业债。海外发债虽较18年2-4季度改善，但与去年同期相比仍下滑了31%。自筹、定金及预付款同比放缓。

新开工在天气扰动消退后或反弹，但今年总体或仍弱于去年。新开工的超预期下滑，一方面反映开发商策略转变以及拿地走弱的传导，另一方面或受南方阴雨天气影响。前者可持续，而后者是扰动，预计扰动消退后，新开工或反弹，但与去年同期相比仍较弱。

开发投资或前低后高。土地成交价款在18年前三季度升、四季度降，其传导在6-9个月，土地购置费短暂支撑后或继续回落，而随着新开工的放缓，建安亦或先升后降，我们预计4-5月房地产开发投资累计同比或将放缓，2019年全年增长或放缓至5%左右。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

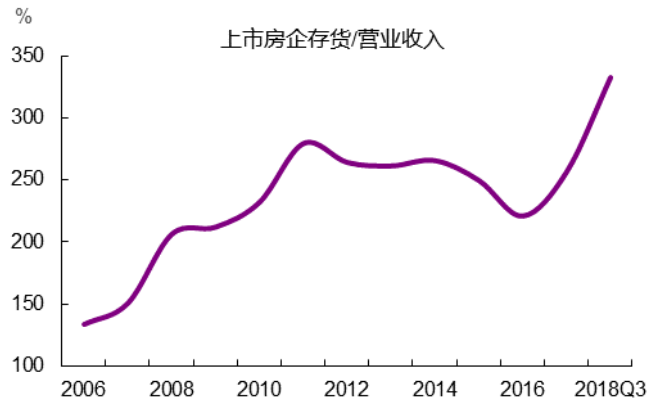
1-2 月房地产数据扑朔迷离，开发投资超预期反弹（累计同比 11.6%，前值 9.5%），令人遐想调控边际放松是否已然奏效。但新开工的超预期下滑（累计同比 6%，前值 17.2%）又给乐观情绪泼了一盆冷水。这两个看似矛盾的信号如何解读，又能否持续？楼市未来是重回刺激还是谷底探路？

投资高增、开工放缓或是开发商从激进的增量策略转向保守的存量策略的表现。从策略的激进程度看，新增拿地最为激进，加快新开工其次，施工消化已开工存量则较保守。随着资金的趋紧，房地产开发商逐渐从激进策略，向保守策略转变。**第一阶段，拿地高增**，2017 年土地成交价款同比大幅增长 50%。**第二阶段，拿地手软，开工加快**。从 18 年 6 月开始，开发商拿地已经渐趋谨慎，百城土地成交价款、土地出让金、土地购置费相继放缓，全国土地购置面积和成交价款累计同比在去年四季度持续放缓。

新开工在去年大幅高增，去年下半年当月同比平均增速在 22%，尽管包含土地的广义库销比则创历史新高，超狭义库存待售面积（现房库存）增速在低位，狭义库存可售面积（获预售证）的库销比在历史均值附近，在建面积中 80% 已售，开发商有结构性补库需要，增加开工以获得销售回款。

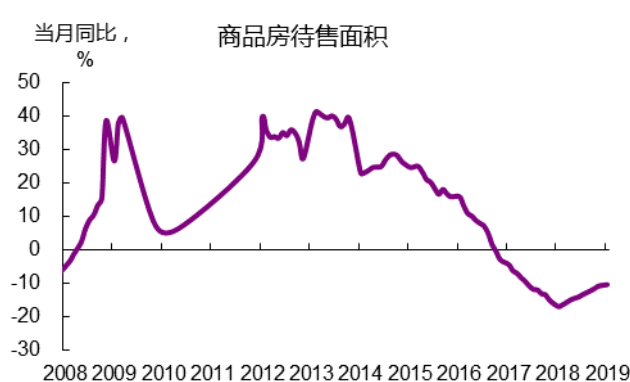
第三阶段，开工放缓，施工加快。今年开年以来，拿地继续放缓，土地购置面积和成交价款同比大幅转负至 -34% 和 -13%，新开工亦转为回落，但施工仍在提速，1-2 月累计同比反弹至 6.8%（前值 5.2%），拿地款与施工建安费用在“三七开”，开工落而施工快，或表明开发商对部分地区的土地库存视为沉没成本，而将资金更多集中在已开工库存的施工上。

图 1：房企包含土地的广义库销比创历史新高



资料来源：Wind

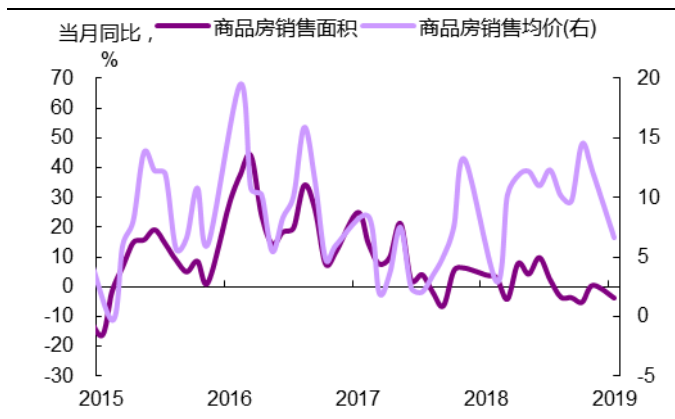
图 2：超狭义库存增速仍在低位



资料来源：Wind，数据截止 2019 年 2 月。

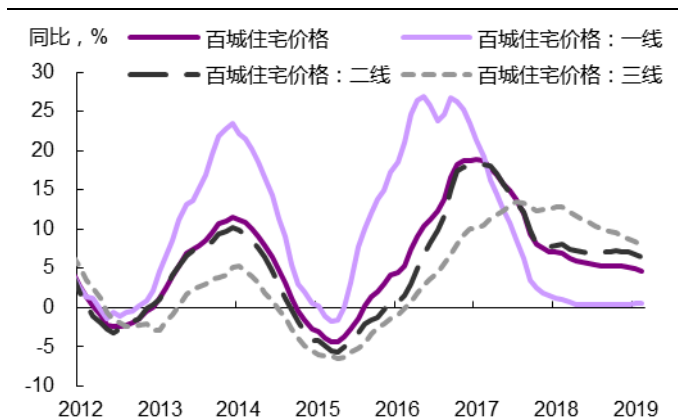
政策微调难改房住不炒大方向，销售疲态仍未扭转，三线尤为明显。据克尔瑞不完全统计，本轮全国约 20 城不同程度地放松了楼市调控，国房景气指数仍在低位，销售量价齐跌，1-2 月商品房销售面积与近月当月同比基本持平于 -3.6%，销售额同比从两位数跌落至 2.8%，销售均价同比放缓，百城房价同比回落至三年来最低，一线持平，二线渐缓，三线急落。

图 3：销售面积低迷，销售均价放缓



资料来源：Wind。数据截止至 2019 年 2 月。

图 4：百城房价同比一线平，二线缓，三线落

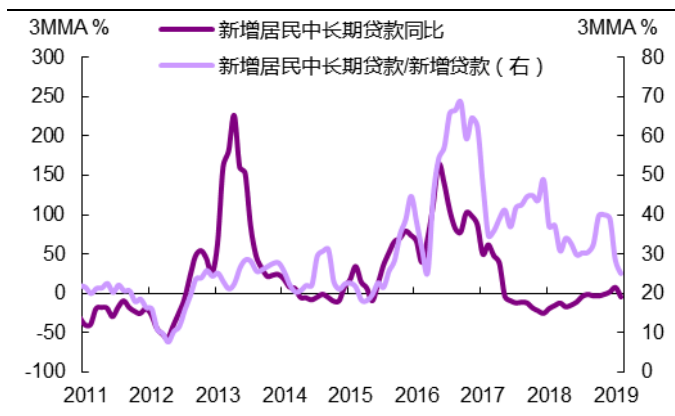


资料来源：Wind。数据截止至 2019 年 2 月。

资金状况边际改善，但依然偏紧。1-2 月资金来源同比降至三年最低的 2.1%，其中**贷款、按揭**同比反弹，主要是受年初放贷高峰影响，但房地产业在 1 月中长期产业贷款增量占比为 28.3%，比上年同期低 5.1 个百分点，居民中长期贷款仅小幅反弹，在新增贷款中的占比大幅下降。

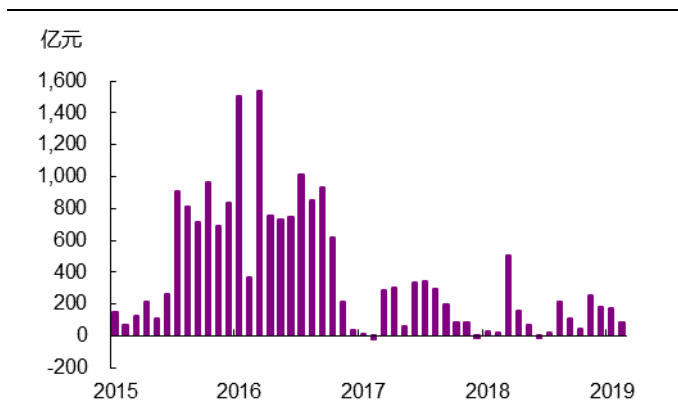
国内信用债净融资额边际改善，1 月信用债净融资占比最高的三个行业是城投、建筑和采矿业，而房地产业较去年占比下降；房企信用利差虽下降，但更多是随行就市，仍高于整体产业债。而随着销售的放缓，**自筹、定金及预付款**同比放缓。1-2 月资金来源中口径较小的**利用外资**（仅 52 亿元）同比高增 328%，但截止 3 月 15 日，口径更大的房企海外发债（1343 亿元）虽较 18 年 2-4 季度有所改善，但与去年同期相比仍下滑了 31%。

图 5：按揭同比企稳，但占新增贷款比重大降



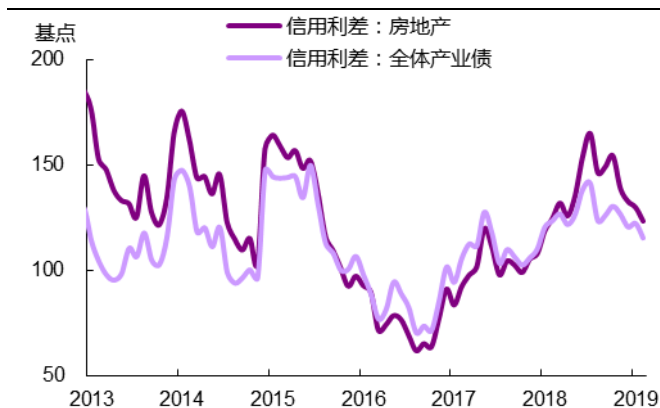
资料来源：Wind。数据截止至 2019 年 2 月。

图 6：房地产信用债净融资额边际改善



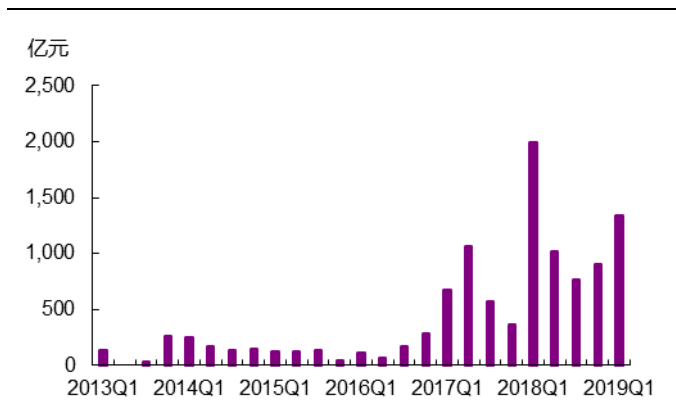
资料来源：Wind。数据截止至 2019 年 2 月。

图 7：但房企信用利差仍高于整体产业债



资料来源：Wind。数据截止至 2019 年 2 月。

图 8：房企海外债发行额较 18 年 2-4 季度改善



资料来源：Wind。数据截止至 2019 年 3 月 15 日。

新开工大幅走软能否持续？ 1-2 月新开工的超预期下滑，一方面反映开发商从“高开工、低施工”的较激进策略向“低开工、高施工”的较保守策略转变，同时开工受拿地影响，随着拿地的走弱，开工亦会走弱；另一方面或是由于南方阴雨天气影响开工，同期水泥价格大幅走弱亦是由此所致。前者可持续，但后者是扰动，我们预计天气扰动消退后，新开工可能反弹，但与去年同期相比仍较弱，今年新开工同比或从去年的 17.5% 下滑至 5% 左右。

开发投资高增能否持续？ 1-2 月土地购置费和建安投资分项数据尚未公布，由于前者是土地成交价款的摊余，而土地成交价款在 18 年前三季度升、四季度降，而其对土地购置费的影响滞后期在 6-9 个月，土地购置费仍有短暂支撑，随后或继续走软。而建安投资由施工决定，施工则由新开工决定，随着新开工的放缓，建安亦或先升后降，我们预计 4-5 月房地产开发投资累计同比或将放缓，2019 年全年增长或由去年的 9.5% 放缓至 5% 左右。

图 9：土地购置费或前高后低

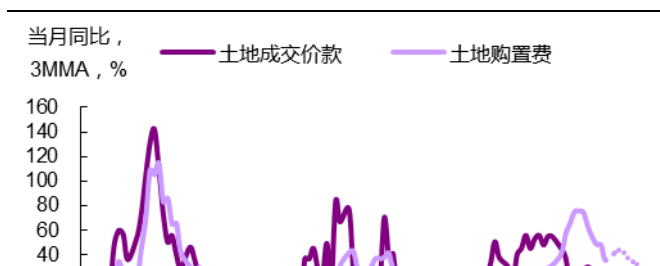
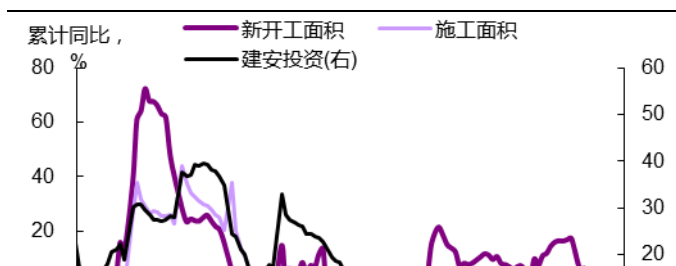


图 10：建安投资或先升后降



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_13639

