

## 2019年房地产投资增速下行，但对GDP贡献不降反升 ——基于新的房地产投资分析框架

今年土地购置费增速明显下行，房地产投资增速受此拖累而下行，市场对此形成了一致预期。然而，房地产投资增速下行并不意味着其对GDP增长的贡献一定下行，关键要看建安投资增速能否回升。鉴于此，本文对房地产投资进行详细分析。（本文是房地产系列专题的第二篇，欢迎阅读第一篇《地产政策边际放松仍需等待——从政策历史变迁看当前房地产调控如何演绎》）

**1、传统的房地产投资分析框架。1) 房地产投资结构。**房地产投资主要包括建安投资和土地购置费，其中建安投资包括建筑工程、安装工程和设备工具购置费。**2) 传统的房地产投资分析框架。**传统的房地产投资分析框架一般遵循着以下的总体思路：销售（期房和现房）状况-拿地-新开工-期房销售-施工-竣工-现房销售，商品房销售状况是判断房地产投资的核心变量。

**2、2018年房地产投资的三大特征意味着传统的房地产投资分析框架失灵。1) 2018年房地产投资呈现三大特征。**一是商品房销售额累计同比持续下滑，然而房地产投资增速却在上升。二是商品房销售面积增速下行，新开工增速却上行。三是新开工面积增速上行，建安投资增速却继续下滑。**2) 商品房去库存是2018年房地产投资呈现三大特征的主要原因。**无论从狭义还是广义角度出发，2015-2016年商品房库存均处在非常高的水平。2015年以来，商品房去库存成为主导房地产投资的重要因素，建安投资增速受到压制，然而土地购置费受到的影响要小很多。传统的房地产投资分析框架中需要加入商品房去库存和政府供地两个新的指标，该新的房地产投资分析框架能够有效地解释2018年的诸多现象。例如，2017年以来，政府开放土地供应叠加商品房销售不差，房企拿地积极性上升，进而带动2018年土地购置费增速明显上行。此外，缴纳大量拿地价款叠加信用收缩，房企资金困难，增加新开工以扩大期房销售力度成为解决资金难题的重要方式，新开工与建安投资累计同比背离。

**3、2018-2019与2010-2011对标，2011年房企应对措施对2019年具有借鉴意义。**2018-2019年房地产投资与2010-2011年具有很多相似的地方。首先，2018年和2010年房企面临的外部环境和应对措施均非常相近。其次，2019年和2011年房企面对的外部环境依然是相近的。2011年房企的应对措施对于2019年具有借鉴意义。2011年房地产投资呈现三个特征：一是售出的期房面临交房压力且商品房库存偏低，建安投资增速上升。二是2010年新开工较多，且2011年商品房销售增速下行，新开工增速下滑。三是房企拿地积极性下降，土地购置费增速下行。总体而言，2011年建安投资增速上行，但是土地购置费增速下行较多，房地产投资增速下滑。当然，2011年和2019年在商品房销售增速、房企融资环境等方面存在差异，2011年的借鉴意义受到制约。

**4、如何看待2019年房地产投资？1) 商品房销售再次成为影响房地产投资的核心因素。**当前商品房库存处在偏低的水平，商品房去库存的约束减弱。**2) 商品房销售增速下滑，房企拿地积极性下降，2019年土地购置费增速明显下行。**受棚改力度减弱以及短期内房地产调控政策不会放松的影响，2019年上半年商品房销售增速依然维持较低水平，房企拿地积极性较弱，土地购置费增速下行。**3) 房企面临交房压力，施工力度增加，2019年建安投资增速将会上行。**2017年以来，期房销售额增速高于建安投资，未来一段时间房企面临交房压力，房企施工力度将会增加，单位施工成本上升，2019年建安投资增速回升。2019年建安投资增速回升已经出现三个信号，分别为中国建筑房屋建筑订单金额增速连续两年维持高位，房屋新开工面积增速回升，建安投资当月同比跌幅逐渐收窄。**4) 建安投资增速上行，但土地购置费增速下行更多，预计2019年房地产投资同比下行。**我们预计2019年房地产投资增速为3.0%。

**5、2019年房地产投资下行的三点经济含义。1) 建安投资增速向上，对GDP的拉动作用上升，但难改GDP整体下行态势。2) 建安投资增速上升，相应工业品需求增加，对PPI具有一定的支撑作用，但难改PPI下行态势。3) 土地购置费增速下行，意味着政府基金收入增速下滑，实际赤字率增加，需要大幅增加地方政府专项债发行量以弥补，并相应扩张货币政策。**

**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人  
linling1@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、传统的房地产投资分析框架	4
1、房地产投资结构	4
2、传统的房地产投资分析框架	5
二、2018年房地产投资的三大特征意味着房地产投资分析框架失灵	9
1、2018年房地产投资呈现三大特征	9
2、商品房去库存是2018年房地产投资呈现三大特征的主要原因	10
三、2018-2019年与2010-2011年对标，2011年房企应对措施对2019年具有借鉴意义	16
1、2010年和2018年房企面临相同的外部环境	16
2、2010与2018年房企的应对措施相似	18
3、对标2011年，土地购置费下行而建安投资上行，房地产投资下滑	20
四、如何看待2019年房地产投资？	23
1、商品房销售再次成为影响房地产投资的核心因素	23
2、拿地积极性偏弱，2019年土地购置费增速明显下行	23
3、房企面临交房压力，2019年建安投资增速将会上行	26
4、预计2019年房地产投资同比下行	28
五、2019年房地产投资下行的经济含义	30

## 图表目录

图表 1：2017年房地产投资结构分析	4
图表 2：房地产投资与建安投资累计同比的走势基本一致	4
图表 3：房地产投资分项解释	5
图表 4：传统的房地产投资分析框架	6
图表 5：商品房销售大约领先土地成交 0-3 个月	6
图表 6：土地成交大约领先土地购置费 12 个月	7
图表 7：商品房销售大约领先房屋新开工 6 个月	7
图表 8：新开工与建安投资同步性较高	8
图表 9：商品房销售额与房地产开发投资增速背离	9
图表 10：土地购置费带动房地产开发投资增速回升	9
图表 11：新开工与商品房销售增速背离	10
图表 12：新开工与建安投资增速背离	10
图表 13：2015-2016 年狭义商品房库存处在较高水平	11
图表 14：2015-2016 年狭义商品房库存去化周期较长	11
图表 15：2015-2016 年广义商品房库存处在较高水平	12
图表 16：2015-2016 年广义商品房库存去化周期较长	12
图表 17：新的房地产投资分析框架	12

图表 18: 2015 年至今建安投资增速持续受到压制.....	13
图表 19: 棚改助力商品房去库存.....	14
图表 20: 2014-2016 年政府减少了土地供应.....	14
图表 21: 2018 年土地购置费明显增加.....	14
图表 22: 2018 年信用处于收缩状态.....	14
图表 23: 2018 年住宅期房销售较好.....	15
图表 24: 2018 年 A 股上市公司预收资金增速依然较高.....	15
图表 25: 2010 和 2018 年房地产调控政策均严格.....	16
图表 26: 2018 年全国首套房和二套房平均贷款利率均在上升.....	17
图表 27: 2010 和 2018 年信托对房地产支持增加.....	17
图表 28: 2010 和 2018 年上市银行对房企支持增加.....	17
图表 29: 2010 和 2018 年商品房销售增速均下行.....	18
图表 30: 2010 和 2018 年广义商品房库存均处在较低位置.....	18
图表 31: 2010 和 2018 年均需要缴纳大量拿地价款.....	19
图表 32: 2010 和 2018 年新开工面积增速均上行.....	19
图表 33: 2010 和 2018 年建安投资增速均下行.....	20
图表 34: 2009 和 2010 年期房销售面积增速较高.....	21
图表 35: 2011 年及以后一段时间房企面临交房压力.....	21
图表 36: 2011 年房屋新开工面积增速下行.....	21
图表 37: 2011 年土地购置费增速下行.....	22
图表 38: 2011 年房地产投资增速下行.....	22
图表 39: 2019 年商品房销售将再次成为影响房地产投资的核心因素.....	23
图表 40: 判断房地产调控政策放松的“三分之一”经验法则.....	24
图表 41: 2018 年待开发土地储备充足.....	25
图表 42: 住宅土地成交溢价率下降至 08 年以来较低水平.....	25
图表 43: 土地成交总价当月同比已经明显下行.....	25
图表 44: 实际与估算的土地购置费同比趋势较为接近.....	26
图表 45: 2017 年商品房销售面积结构.....	27
图表 46: 2019 年房企面临交房压力.....	27
图表 47: 施工力度将会增加, 单位建安成本上升.....	27
图表 48: 中国建筑房屋建筑合同金额增速维持高位.....	28
图表 49: 2018 年下半年建安投资跌幅收窄.....	28
图表 50: 2019 年房地产投资估算.....	29
图表 51: 2018 年建安投资对 GDP 增长贡献为负.....	30
图表 52: 建安投资影响钢铁、水泥价格.....	31
图表 53: 建安投资影响 PPI.....	31
图表 54: 土地成交价款领先于全国政府性基金收入.....	31
图表 55: 2019 年地方政府专项债发行量将进一步增加.....	31

2015 年以来，商品房去库存成为影响房地产投资的核心因素，这是与传统房地产投资分析框架显著不同的地方，从而导致商品房销售与房地产投资之间经常发生背离。2018 年商品房库存处在低位，且存在回升的迹象，商品房销售将再次成为影响房地产投资的核心因素。在此背景下，2019 年房地产投资将会如何演绎？目前市场对土地购置费下行形成了一致预期，房地产投资增速受此拖累而下行。然而，房地产投资增速下行并不意味着其对 GDP 增长的贡献一定下行，关键要看建安投资能否回升。鉴于此，本文对房地产投资进行详细分析，期望解答以上疑问。

## 一、传统的房地产投资分析框架

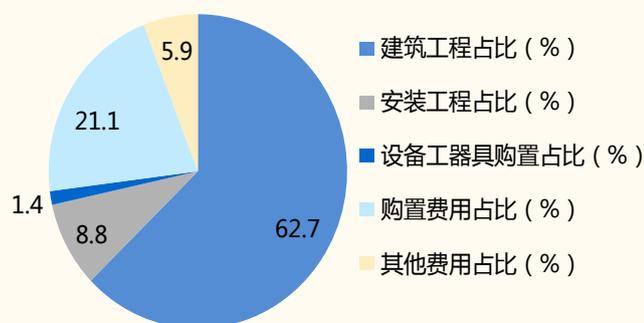
在传统的房地产分析框架中，商品房销售是核心变量，原因在于商品房销售不仅影响着房企盈利及盈利预期，且直接影响着房企房地产投资的资金来源。房地产投资主要包括土地购置费和建安投资，由此传统的房地产投资分析框架可以细分为两个方向：一是从销售到拿地，再到土地购置费的框架；二是从销售到新开工、施工、竣工的建安投资分析框架。

### 1、房地产投资结构

房地产投资主要包括建安投资和土地购置费，其中建安投资包括建筑工程、安装工程和设备工具器购置。根据国家统计局公布的数据，房地产投资包括五个部分：分别为建筑工程、安装工程、设备工具器购置、土地购置费以及其他费用，2017 年各自占房地产投资的比重分别为 62.7%、8.8%、1.4%、21.1%、5.9%。如果从建设性质进一步分析，房地产投资可以划分为两部分：一是建安投资，主要包括建筑工程、安装工程、设备工具器购置。2017 年该部分占房地产投资比重为 73.0%，占房地产投资的绝大部分。二是土地购置费，占房地产投资的很大一部分。

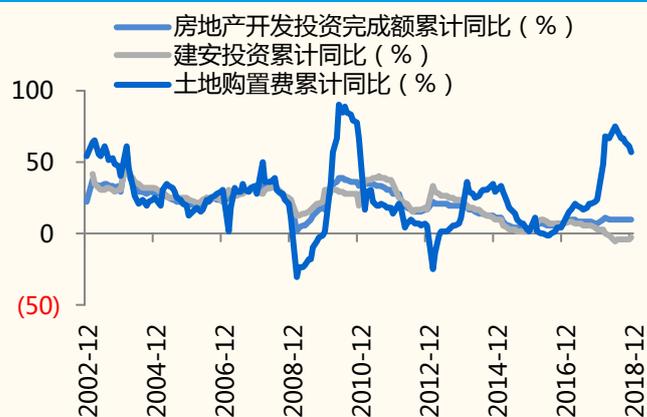
房地产投资与建安投资累计同比的走势基本一致，但也会出现背离的情形。由于建安投资在房地产投资中占比较高，建安投资的变动方向大致决定了房地产投资的整体方向。与此相印证的是，从历年数据来看，房地产投资与建安投资累计同比的走势基本一致。然而，由于土地价格涨幅较大，土地购置费波动性较大，也会造成房地产投资与建安投资累计同比出现背离的情形。从数据来看，2002 年以来，除去 2 月异常值外，土地购置费累计同比最高值达到 89.7%，最低值达到-23.5%。建安投资累计同比最高值为 41.9%，最低值为-5.0%。例如，2010 年建安投资累计同比下滑，然而房地产投资在土地购置费的带动下上升。

图表 1：2017 年房地产投资结构分析



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：房地产投资与建安投资累计同比的走势基本一致



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：房地产投资分项解释

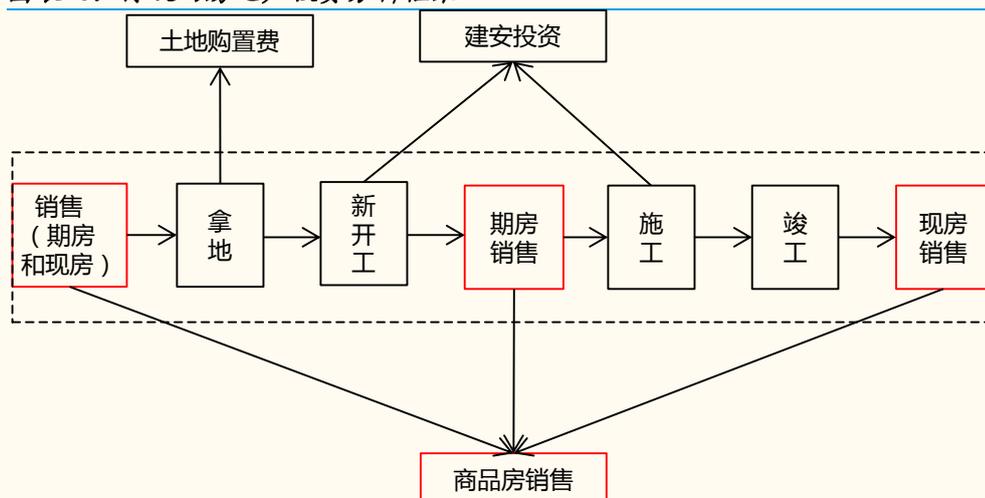
房地产投资分项	分项指标解释
建筑工程	各种房屋、建筑物的建设工程。这部分投资额必须兴工动料，通过施工活动才能实现。
安装工程	各种设备、装置的安装工程。
设备、工器具购置	工业企业生产的产品转化为固定资产的购置活动，包括建设单位或企、事业单位购置或自制的，达到固定资产标准的设备、工具、器具的价值。
土地购置费	房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用。土地购置费包括：（1）通过划拨方式取得的土地使用权所支付的土地补偿费、附着物和青苗补偿费、安置补偿费及土地征收管理费等；（2）通过出让方式取得土地使用权所支付的出让金；（3）通过“招、拍、挂”方式取得土地使用权所支付的资金。
其他费用	勘察设计费，研究实验费，可行性研究费，临时设施费，施工机械转移费，设备检验费，负荷联合试车费，建设期应付利息，包干结余，企业债券发行费，合同公证费及工程质量监测费，国外借款手续费及承诺费，汇兑损益，调整器材调拨价格折价，坏帐损失，固定资产亏损及损失等。

来源：国家统计局，国金证券研究所

## 2、传统的房地产投资分析框架

传统的房地产投资分析框架一般遵循着以下的总体思路：**销售（期房和现房）状况-拿地-新开工-期房销售-施工-竣工-现房销售**，**商品房销售是判断房地产投资的核心变量**。房地产销售状况决定着房企拿地以及后续的新开工行为，也就决定房地产投资的走向。内在的原因在于，房地产销售在两个方面起到关键性的作用：一是房地产销售状况决定着企业盈利状况，直接影响着房企拿地以及投资的积极性。二是商品房销售中很大一部分以是期房的形式成交的，期房销售形成定金及预收款、个人按揭贷款是房地产投资的重要资金来源。以 2017 年为例，在房地产投资资金来源中，定金及预收款占比 31.2%，个人按揭贷款占比 15.3%。在传统的房地产投资分析框架中，商品房销售是预判房地产投资方向的核心变量。在实际过程中，情况是更加复杂的。一方面，房企可以直接根据商品房销售的状况做出是否拿地的决定；另一方面，如果房企储备了大量土地，不用等到拿地也可以决定是否增加新开工。因此，需要结合实际数据来分析各项指标之间的相互关系。

图表 4：传统的房地产投资分析框架



来源：国金证券研究所

房地产投资主要包括建安投资与土地购置费两部分，由此，传统的分析框架可以细分为两个方向：

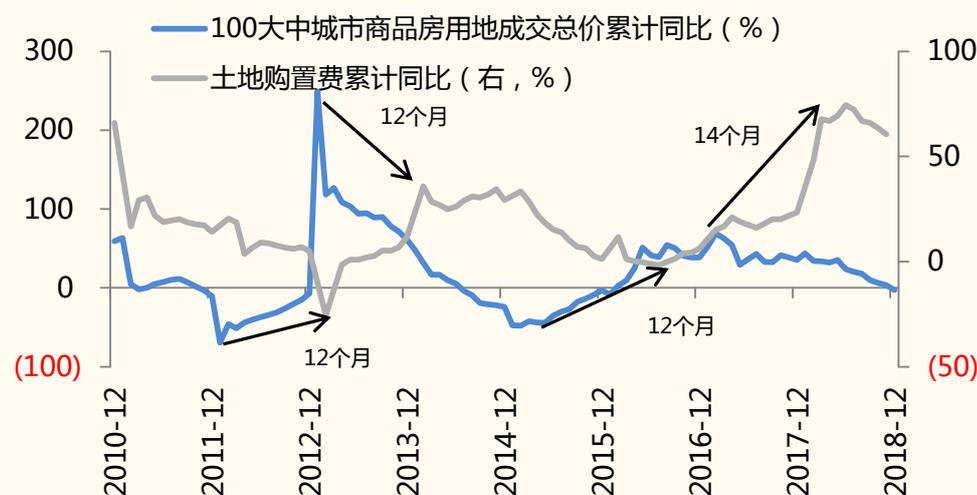
一是从销售到拿地，再到土地购置费的框架：商品房销售金额累计同比大约领先土地成交总价 0-3 个月，而土地成交总价累计同比大约领先土地购置费累计同比 12 个月。当商品房销售好的时候，房企利润增加，商品房库存也在减少，因此，房企拿地的积极性也会提高。从实际数据来看，2009 年以来，商品房销售金额累计同比大约领先 100 大中城市商品房用地成交总价累计同比大约 0-3 个月的时间，领先时间是比较短的。然而，从商品房销售金额累计同比再到土地购置费累计同比之间的时间间隔就比较长了，这是由拿地价款的缴纳方式以及计入方式所决定的。房企拿地以后，并非立即缴纳全部土地出让价款，而是分期缴纳。2010 年国土资源部出台《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，土地出让成交后，必须在 10 个工作日内签订出让合同，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。从计入方式来看，当房企分期缴纳拿地价款时，缴纳部分分期计入土地购置费，也就是说当房企缴纳拿地价款时才计入土地购置费，如果只是拍得土地，并不计入土地购置费。从实际数据来看，100 大中城市商品房用地成交总价累计同比领先土地购置费累计同比大约 12 个月。

图表 5：商品房销售大约领先土地成交 0-3 个月



来源：Wind，国金证券研究所

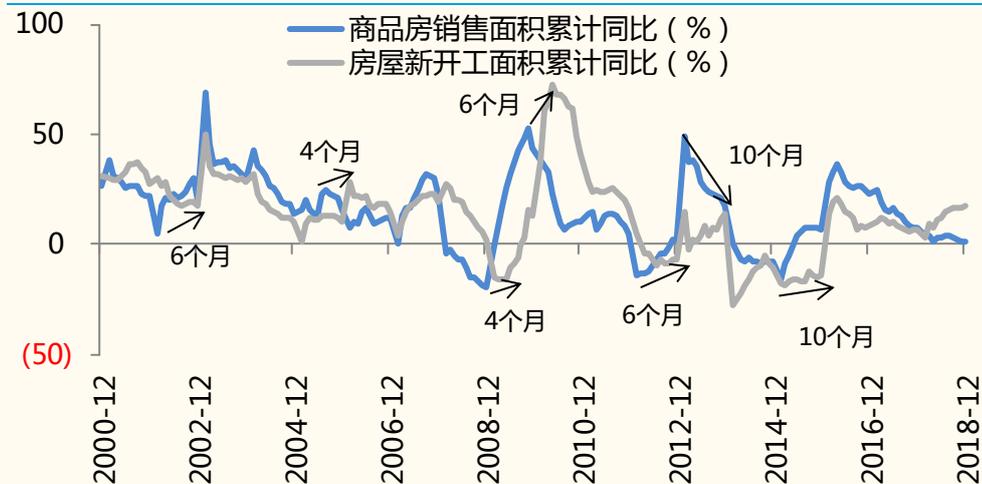
图表 6：土地成交大约领先土地购置费 12 个月



来源：Wind，国金证券研究所

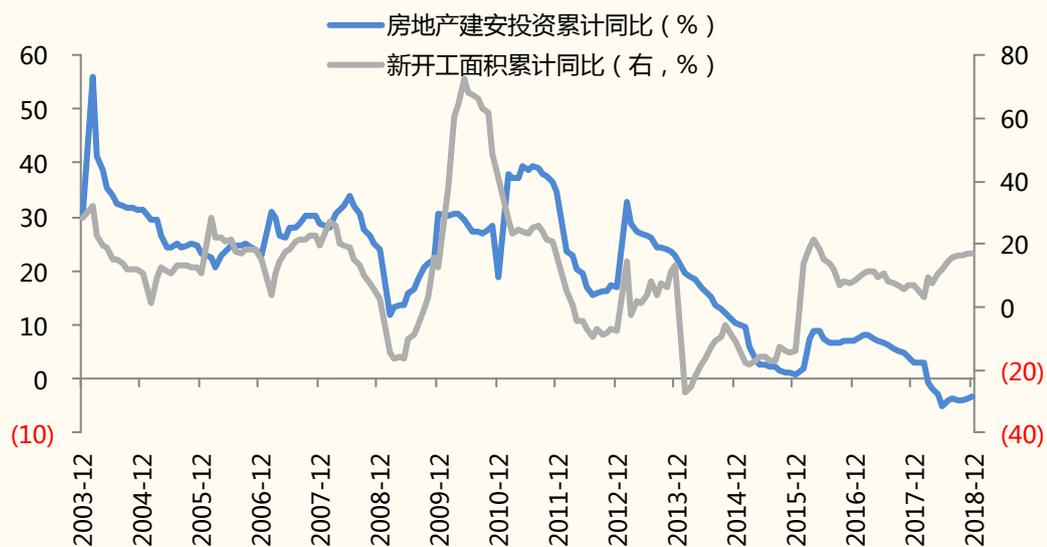
二是从销售到新开工、施工、竣工的建安投资分析框架：商品房销售累计同比领先新开工累计同比大约 6 个月，新开工与建安投资累计同比同步性较强。商品房销售较好的时候，房企盈利预期增加，且用于房地产投资的资金量增加，在此背景下，房企会加紧施工，并增加新开工的面积。从旺盛的销售需求，到房企拿地，再到房企增加新开工，具有一定的时滞。因此，商品房销售累计同比是领先新开工面积累计同比的。从历年数据来看，领先时间大约为 6 个月。新开工面积对建安投资具有两个方面指导意义：一是新开工面积涉及的范围是建安投资的一部分。建安投资统计的范围主要涉及施工面积，而新开工面积是施工面积的一部分。二是新开工面积是房企推量销售和施工积极性的一个重要参考指标。新开工面积增加会释放出两个方面的信号：一方面房企推量销售的意愿在增加，表明房企愿意在短期内会推出更多的房源；另一方面，房企开工的积极性在增加。施工面积主要是新开工面积逐渐转化积累而成的。新开工增加，表明房企开工积极性增加，施工面积会增加，进而建安投资增加。从历年的数据来看，新开工面积累计同比与建安投资累计同比具有很强的同步性。这就意味着，商品房销售累计同比大约领先建安投资累计同比 6 个月的时间。

图表 7：商品房销售大约领先房屋新开工 6 个月



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：新开工与建安投资同步性较高



来源：Wind，国金证券研究所

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\\_14087](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14087)

