

## 2020 年房地产投资预判

### ——宏观专题研究报告

日期：2020 年 01 月 07 日

#### 投资要点：

- 2019 年土地投资增速超预期，2020 年土地投资增速或降温：**2019 年房地产行业的主基调是“房住不炒”，市场预期地产销售增速放缓，且开发商现金流状况恶化以及融资收紧使得土地销量下滑的背景下，房地产开发的投资增速在 2019 年将同比下滑。但是从实际数据看，房地产开发投资增速仍达到 10.3%，且高于 2018 年全年 9.5% 的增速，仍是超出市场整体预期。建安工程投资增速 7.2%，土地投资增速 15%，而 2018 年分别为 -3.3% 和 44%。新增投资中，新增土地投资贡献 54% 和建安投资贡献 46%。2019 年初，市场预期地产销售增速放缓或者负增长，开发商现金流状况恶化并且融资条件收紧，土地销量大幅下滑的背景。因此，我们认为 2019 年房地产开发投资超预期主要是土地投资增速超预期。另外，2019 年上半年，政策边际放松的环境下，开发商的整体融资环境有所改善，也有助于投资增速的回升。从土地市场的同期变动看，2018 年和 2019 年整体拿地增速虽然超出市场预期，但是疲态已现。龙头房企拿地的情况看，拿地意愿的下降根本原因是土地整体回报率的下降。我们预判土地市场的降温预计将持续至少到一季度末，土地市场的降温或将传导到 2020 年的新开工面积，考虑到半年的滞后期，以及当期土地市场的结构因素，新开工面积整体增速下降 2%-3%。
- 预判 2020 年销售面积增速-2%，而销售金额增速 2%：**增速预计保持销售方面，2019 年上半年，住宅销售面积同比下降 1%，而销售金额同比增长 8.4%。较 2018 年全年住宅销售面积 2.2% 的增长，以及销售金额 14.7% 的增速明显下降。虽然销量增速的下滑符合市场预期，不过 2019 年下半年以来，各家开发商的降价销售策略，确实对市场总体销量有所提振，7 月份以后单月同比销量增速回正。从销售数据看，2019 年前 10 月，住宅销售面积增速回升到 1.5%，而销售金额增速回升到 10.8%。但是对比销售数据的变动看，无论是竣工数据还是待售面积，并未同步回升。虽然需求大幅下行的概率不大，但是总量增长的空间有限，结合 2020 年棚改货币化需求一并测算，预计 2020 年销售面积将同比下降 2% 左右，而销售金额与 2019 年基本相当，或者小幅增长 1%-2%。
- 风险因素：**中美贸易摩擦风险；国内外经济、政策超预期变化

**分析师： 郭懿**

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

#### 相关报告

1. 万联证券研究所 20191216\_经济数据点评\_AAA\_生产端或受库存因素影响明显改善
2. 万联证券研究所 20191212\_经济数据点评\_AAA\_11 月通胀数据\_基数助推 CPI 继续上行
3. 万联证券研究所 20191211\_经济数据点评\_AAA\_11 月贸易数据\_进口改善

## 目录

1、本文的主要逻辑 .....	3
2、2020 年宏观经济不确定性依然较高 .....	4
2.1 内需增长不确定仍较高 .....	4
2.2 2020 年政策展望 .....	6
3、长周期市场供需匹配判断 .....	7
4、2020 年“房住不炒”主基调下的降杠杆 .....	11
5、风险因素 .....	14
图表 1: 12 月 PMI .....	4
图表 2: 实际 GDP 单季增速 .....	5
图表 3: 三大需求对 GDPD 的拉动 .....	5
图表 4: CPI 同比及环比 .....	5
图表 5: 核心通胀数据 .....	6
图表 6: 存款准备金率 .....	6
图表 7: MLF 利率 .....	6
图表 8: 2020 年同业存单月度到期规模 .....	7
图表 9: 房地产投资增速 .....	8
图表 10: 住宅销售增速维持正值 .....	8
图表 11: 开发投资增速 .....	8
图表 12: 开发投资构成 .....	9
图表 13: 住宅销售面积 .....	9
图表 14: 住宅竣工面积 .....	10
图表 15: 住宅待售面积 .....	10
图表 16: 土地出让金 .....	10
图表 17: 一二线城市的去化率 .....	11
图表 18: 地产行业资金来源 .....	11
图表 19: 2020 年销售面积和金额预期 .....	12
图表 20: 季度个人按揭贷款新增量 .....	13
图表 21: 新开工面积增速 .....	13
图表 22: 竣工面积增速 .....	14

## 1、本文的主要逻辑

从广义的需求视角看，中美贸易摩擦暂缓，外需有企稳的可能，不过，2019年衰退性顺差对经济的拉动作用预计在2020年将有所减弱；内需方面，房地产投资增速，剔除价格因素的消费增速或将放缓，而基建投资预计小幅回升而制造业投资预计与2019年基本持平。展望2020年，国内宏观经济增长仍存在较大的不确定性。其中，房地产投资增速以及销售情况值得重点关注。

2019年房地产行业的主基调是“房住不炒”，市场预期地产销售增速放缓（部分是因为棚改因素），且开发商现金流状况恶化以及融资收紧使得土地销量下滑的背景下，房地产投资的投资增速在2019年将同比下滑。但是从房地产投资增速看，仍是超出市场整体预期。截至2019年10月，房地产开发投资增速仍达到10.3%，且高于2018年全年9.5%的增速。

从2019年的整体数据看，2019年1-11月，建安工程投资增速7.2%，土地投资增速15%，而2018年分别为-3.3%和44%。新增投资中，新增土地投资贡献54%和建安投资贡献46%。2019年初，市场预期地产销售增速放缓或者负增长，开发商现金流状况恶化并且融资条件收紧，土地销量大幅下滑的背景。因此，我们认为2019年房地产开发投资超预期主要是土地投资增速超预期。另外，2019年上半年，政策边际放松的环境下，开发商的整体融资环境有所改善，也有助于投资增速的回升。

从土地市场的同期变动看，2018年和2019年整体拿地增速虽然超出市场预期，但是疲态已现。龙头房企拿地的情况看，拿地意愿的下降根本原因是土地整体回报率的下降。

我们预判土地市场的降温预计将持续至少到一季度末，土地市场的降温或将传导到2020年的新开工面积，考虑到半年的滞后期，以及当期土地市场的结构因素，新开工面积整体增速下降2%-3%。

销售方面，2019年上半年，住宅销售面积同比下降1%，而销售金额同比增长8.4%。较2018年全年住宅销售面积2.2%的增长，以及销售金额14.7%的增速明显下降。虽然销量增速的下滑符合市场预期，不过2019年下半年以来，各家开发商的降价销售策略，确实对市场总体销量有所提振，7月份以后单月同比销量增速回正。从销售数据看，2019年前10月，住宅销售面积增速回升到1.5%，而销售金额增速回升到10.8%。但是对比销售数据的变动看，无论是竣工数据还是待售面积，并未同步回升。

由于2019年政策的重点是在融资端的总量控制，特别是对地产公司负债端总量控制以及信贷资金的总量控制，将随着未来销售额的增加以及利润的增长，逐步降低杠杆。不过，如果销售端出现明显的下滑，或将对政策产生一定的压力。

虽然需求大幅下行的概率不大，但是总量增长的空间有限，结合2020年棚改货币化需求一并测算，预计2020年销售面积将同比下降2%左右，而销售金额与2019年基本相当，或者小幅增长1%-2%。

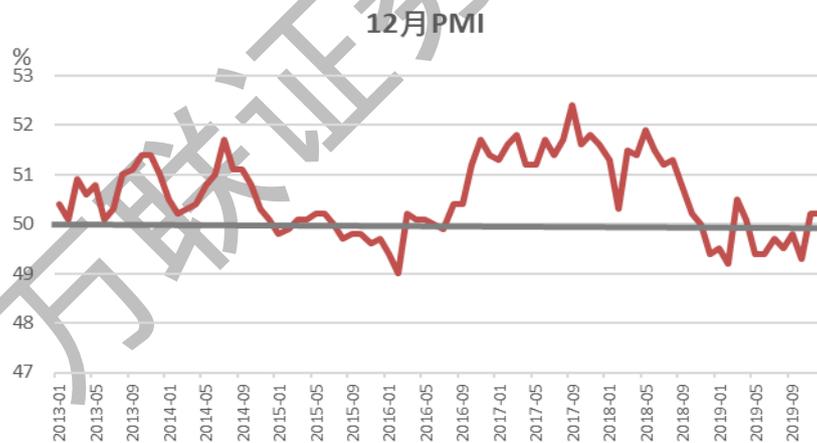
从一二线城市的库存数据看，虽然有小幅修复，但是去化月数看仍相对较低，预计在8个月左右。因此，从两年的市场维度看，一二线城市库存有吃紧的风险。

## 2、2020年宏观经济不确定性依然较高

### 2.1 内需增长不确定仍较高

12月中采制造业PMI指数50.2%，持平于11月。受益于国内工业生产的加速以及外需的改善，12月PMI数据保持扩张区间。生产的恢复使得原材料库存快速消耗，而外需的反弹加快了产成品的库存去化。后续从被动去库存转到主动补库阶段，也将有助于经济的短期回暖。受基数效应以及补库效应的逐步显现，预计PPI数据在12月继续回升。当前情况看，市场对稳增长政策的预期升温，但是从政策发力的角度看，仍着重在“调结构”，因此中期看宏观经济增长动能仍不足。不过，短期内受库存周期的影响进一步走弱的概率或下降。

图表1：12月PMI



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

不过，市场对中长期经济增长的前景仍较为悲观，预期经济增速还会下降。2019年前三季度GDP实际同比增长6.2%，上年同期6.7%，其中三季度GDP实际同比增长6.0%，上年同期6.5%。

从广义的需求视角看，中美贸易摩擦暂缓，外需有企稳的可能，不过，2019年衰退性顺差对经济的拉动作用预计在2020年将有所减弱；内需方面，房地产投资增速，剔除价格因素的消费增速或将放缓，而基建投资预计小幅回升而制造业投资预计与2019年基本持平。

图表2: 实际GDP单季增速



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表3: 三大需求对GDP的拉动



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

CPI数据方面, 从高频数据看, 12月初猪价拐头向上, 猪瘟的再次扩散, 有可能导致猪价再创新高。不过从存栏数据看, 我们维持2020年1季度是本轮周期高点的预判。

图表4: CPI同比及环比



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

虽然受猪肉供给因素的影响, CPI位于高位, 但是核心通胀率保持低位。虽然PPI数据, 在基数效应下, 有望转正, 但是持续性不强。因此, 中国经济目前最突出的问题是经济增速的持续下滑。

图表5: 核心通胀数据



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

## 2.2 2020年政策展望

经济增速的持续下滑,形成的悲观预期导致投资以及消费减少的趋势将愈加明显。而总需求的减少将会导致GDP的进一步下跌。基于上述判断,我们认为虽然通胀高位对货币宽松形成了一定的软约束,合并考虑资产价格、杠杆率问题、结构性问题,货币政策宽松最快有望在明年一季度之后加快。

综合评估当前利率水平、需求因素等,我们预计2020年LPR下调的空间在35-45个基点,MLF同时下行,幅度略低于LPR。2020年全年降准200BP,大型机构的准备金率从当前的13%调降到11%,而中小型机构的准备金率从当前的11%调降到9%。上半年降准的时点预计在春节前,以及5月份。

图表6: 存款准备金率



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表7: MLF利率



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

2020年1月1日，央行决定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。符合我们对政策的预判。主要是基于逆回购到期、同业存单到期量较大、春节期间的现金需求以及专项债提前发行等因素的考虑，1月份基础货币缺口较大，央行有必要通过降准进行平滑。春节前逆回购到期6000亿元，TMLF到期回笼2575亿元，同业存单到期超过6500亿元。

图表8：2020年同业存单月度到期规模



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

本次央行降准50BP，释放基础货币约8000亿，而我们测算得数据显示，1月份基础货币缺口超过1万亿。要维持资金面的稳定性，目前看尚不足以完全平滑1月份的资金缺口，因此从降准幅度来看，降准操作属于中性操作。而且从这回降准的方式上看，央行选择的是普遍降准的方式，涉及面更广。

### 3、长周期市场供需匹配判断

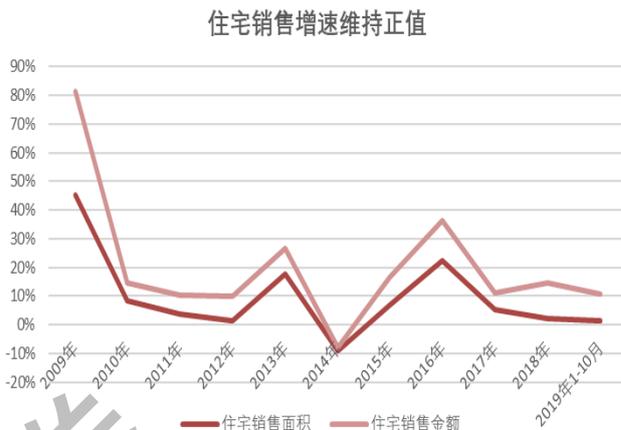
2019年房地产行业的主基调是“房住不炒”，市场预期地产销售增速放缓（部分是因为棚改因素），且开发商现金流状况恶化以及融资收紧使得土地销量下滑的背景下，房地产开发的投资增速在2019年同比下滑。但是从房地产投资增速看，仍是超出市场整体预期。截至2019年10月，房地产开发投资增速仍达到10.3%，且高于2018年全年9.5%的增速。

图表9：房地产投资增速



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表10：住宅销售增速维持正值



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从2019年的整体数据看，2019年1-11月，建安工程投资增速7.2%，土地投资增速15%，而2018年分别为-3.3%和44%。新增投资中，新增土地投资贡献54%和建安投资贡献46%。2019年初，市场预期地产销售增速放缓或者负增长，开发商现金流状况恶化并且融资条件收紧，土地销量大幅下滑的背景。因此，我们认为2019年房地产开发投资超预期主要是土地投资增速超预期。另外，今年上半年，政策边际放松的环境下，开发商的整体融资环境有所改善，也有助于投资增速的回升。

图表11：开发投资增速



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\\_7954](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7954)

