

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：徐 高 中银国际证券
朱启兵 中银国际证券
电 话：010 - 6622 9359

签发人：陈卫东
审 稿：周景彤
联系人：梁 婧 叶银丹
电 话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

地产紧缩政策的影响及应对^{*}

近期密集推出的地产融资紧缩政策给经济增长增添了下行压力。据估计，地产融资紧缩政策和棚改退坡合起来会让地产投资增速下滑 10 个百分点，令 GDP 增速损失 0.9 个百分点。决策者可以用基建投资来对冲地产投资减速给经济增长带来的负面影响。如要做到完全对冲，基建投资增速需要从目前约 4% 的水平上升至 12%。只要政策顺应基建投资的商业模式，满足地方政府的合理融资需求，12% 的基建投资增速不难达成。

地产紧缩政策的影响及应对

近期密集推出的地产融资紧缩政策给经济增长增添了下行压力。据估计，地产融资紧缩政策和棚改退坡合起来会让地产投资增速下滑 10 个百分点，令 GDP 增速损失 0.9 个百分点。决策者可以用基建投资来对冲地产投资减速给经济增长带来的负面影响。如要做到完全对冲，基建投资增速需要从目前约 4% 的水平上升至 12%。只要政策顺应基建投资的商业模式，满足地方政府的合理融资需求，12% 的基建投资增速不难达成。

房地产投资在 2019 年上半年发挥了关键的稳定器作用。今年上半年，我国 GDP 增速从去年的 6.6% 下滑至 6.3%。在经济增长减速的过程中，房地产投资发挥了稳定器的作用。今年上半年，我国房地产开发投资同比增长 10.9%，增速比固定资产投资总体增速高出 5 个百分点。如果不是地产增速处在较高水平，今年上半年我国 GDP 增速很可能已经跌破 6.0%。但随着今年 7 月政治局会议明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，房地产融资政策已明显收紧，给地产投资带来下行压力。在这样的背景下，为了预判今年下半年我国经济增长前景，有必要估计紧缩政策对地产投资和经济增长的数量影响。为了让研究聚焦，估计时忽略了除棚改退坡外其他因素（如利率变动）对地产行业的影响。

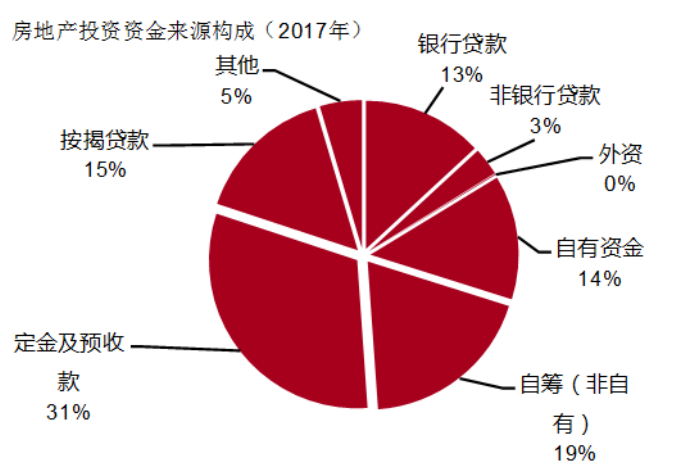
图 1：地产投资是 2019 年上半年中国经济的重要稳定器



资料来源：Wind

地产投资对房企外部融资的依赖度不低。地产投资资金来源中，包含销售定金、预付款和个人按揭贷款在内的销售回款是大头。而在销售回款之外，房企自有资金和外部融资是两大资金来源。其中的外部融资又包括开发贷（房地产开发贷款）、信托、国内债券和海外债。2018 年，房企外部融资合起来大约占到了地产投资资金来源的 27.5%。从这样的占比来看，地产投资对房企外部融资有不低的依赖度。

图 2：地产投资资金来源构成



资料来源：Wind

收紧房企融资的政策在近期陆续出台，房企外部融资面临压力。目前已经出台的政策将对地产融资中的开发贷、信托和海外发债三方面带来不小压力。估计房企这三项融资的总和在今年下半年会因为政策压力而少增约 1.4 万亿元。这一数据的估算详情如下：

2019 年下半年房地产开发贷融资估计会因为政策收紧而少增约 0.63 万亿元。银保监会窗口指导要求，2019 年末地产开发贷余额需控制在 2019 年 1 季度末的水平（10.85 万亿元）。据此，开发贷在 2019 全年仅有 6600 亿元的净增量空间。根据往年开发贷中到期量占比的数据，估计今年开发贷的到期量大概为 1.3 万亿元。因此在政策影响下，今年全年开发贷发放量（到期量加上净增量）合计约为 2 万亿元。而用今年上半年的数据可以估算，如果没有政策收紧的影响，今年全年开发贷发放量大概为 2.6 万亿元（没有政策收紧时的信托和海外发债融资额估算方法类似）。因此，融

资收紧政策估计会让开发贷在今年少增 0.63 万亿元。而这些少增都会发生在今年下半年。

2019 年下半年地产信托融资估计会因为政策收紧而少增约 0.42 万亿元。银保监会要求地产信托规模不得在今年二季度末基础上新增。估计今年下半年共有约 3400 亿元信托到期。这意味着今年下半年地产信托融资不能超过 3400 亿。这相比没有政策冲击情形下的信托融资少增约 4 千亿元。

2019 年下半年地产海外发债估计会因为政策收紧而少增约 0.35 万亿元。在房企海外发债方面，发改委 2019 年 778 号文要求“房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务”。2019 年房企海外债到期规模为人民币 1529 亿元，而上半年海外债券已发行 1521 亿元，因此在政策收紧背景下，下半年海外债券几乎没有增量。这使得下半年海外发债量估计会比没有政策冲击时少增约 0.35 万亿元（表 1）。

表 1：融资政策收紧对房地产融资影响的估计

	2018 年融资额（万亿元）	2019 年无政策冲击情形全年融资额（万亿元）	2019 年政策冲击情形全年融资额（万亿元）
开发贷融资	2.4	2.6	2.0
信托融资	0.9	1.2	0.8
海外发债融资	0.6	0.5	0.1
三项融资合计	3.9	4.3	2.9

地产融资政策的收紧估计会使地产投资增速下降 6.7 个百分点。历史数据测算显示，地产投资资金来源增速每下降 1 个百分点，将使地产投资增速下降 0.8 个百分点。2019 年房地产融资如果少增 1.4 万亿元，将使得全年地产投资资金来源增速下降 8.4 个百分点，进而带来地产投资增速下降约 6.7 个百分点。

在地产融资政策收紧的同时，今年棚改政策的退坡估计会让地产投资增速下降 3.3 个百分点。2018 年，我国实际完成 627 万套棚改。按照国务院的部署，2019 年棚改计划开工仅 285 万套，比 2018 年实际棚改量下降 55%。以一套房面积 90 平方米的

假设测算，棚改退坡带来的地产在建面积降幅约为 3 亿平方米，估计会让地产投资增速下降约 3.3 个百分点。

地产融资的收紧和棚改退坡合起来估计会让我国 GDP 增速降低 0.9 个百分点。融资收紧和棚改退坡两项合起来，估计会让地产投资增速下降约 10 个百分点，对应地产投资额的减少量约 1.2 万亿元。相应地，GDP 口径中的地产固定资产形成会减少约 7 千亿元。利用我国的投入产出表估算 GDP 会因此减少 8 千亿元，GDP 增速损失约 0.9 个百分点。

由于政策在外需、消费、和减税降费方面均面临约束，基建投资是政策对冲房地产下行压力的主要抓手。进入 2019 年，全球经济景气持续下滑。2019 年 8 月，摩根大通全球制造业 PMI 为 49.5，连续 4 个月落在收缩区间。疲弱的全球经济再叠加中美贸易战带来的不确定性，使得我国面临的外需前景不乐观。另一方面，由于消费支出主要决定于居民对未来收入的预期，对当期收入变化的敏感性较低，所以消费刺激政策对消费的带动作用不明显。在财政方面，减税降费对需求端的提振有赖于企业和个人扩大开支，其效果更多体现在中长期。而减税降费带来的财政减收压力也压缩了财政进一步发力的空间。在出口、消费及减税降费都面临约束的时候，基建投资是决策者对冲地产下行压力的主要手段。

如要完全对冲地产投资走弱给经济增长带来的下行压力，基建投资增速需要加快 8.3 个百分点。2018 年，地产投资和基建投资（不含电力部门投资）的总额分别为 12.0 万亿元和 14.5 万亿元，后者是前者的 1.2 倍。考虑到地产投资和基建投资对上

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_9769

