

【中信期货工业】判断房地产销售、竣工、新开工的拐点

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本篇报告从销售和投资两个方向出发，销售方面受多重因素影响，前期的宽松政策对销售的带动作用有限。我们认为，随着后续加码宽松政策，销售有望在四季度当月同比缩窄至-15%。投资方面，由于到位资金持续严峻，下半年竣工端与新开工持续偏弱，而竣工受保交楼政策带动，当月同比在年底有望收窄至-25%。

摘要：

销售端现状：今年上半年出台的宽松政策对商品房销售的带动作用有限。今年3、4月份国内商品房销售出现断崖式下跌，为稳住房地产行业，地方政府在5月份密集出台多项政策刺激购房需求，虽然6月份销售出现一定的反弹，但受疫后消化需求基本完成以及断贷事件影响，7月地产销售数据依旧疲软，当月同比下跌接近30%。

销售端存在问题：当前供给端、需求端、外生变量均对商品房销售造成冲击。供给端方面，今年以来房企的债务违约风险让居民担忧期房交付问题，进而抑制居民购房需求。需求端方面，在当下居民收入预期不佳的情况下，商品房销售难有显著改善；此外，由于当前房价波动减少，占比接近30%的投资性需求被严重打压。外生变量方面，疫情影响人员流动以及政策落地出现偏差也是商品房需求提振不力的重要因素。

销售端未来展望：考虑到（1）政府在三季度出台多项保交楼政策；（2）二手房占（一手房+二手房）的比重在今年四季度出现回落；（3）地方政府持续加码因地制宜的地产宽松政策。预计2022年商品房销售累计下跌超过20%，商品房销售有望在四季度当月同比跌幅缩窄至15%。

投资端现状：投资未见起色，竣工与新开工大幅下跌。在当前房企到位资金仍然严峻的情况下，7月地产跌幅持续扩大，当月同比跌幅超过10%。与投资密切相关的竣工与新开工在资金限制下持续疲弱，竣工与新开工当月同比跌幅均超过35%。

投资端存在问题：房企资金腹背受敌，行业分化加剧。随着房企的债务风险持续爆发，当前房企资金来源显著受限以及债务压力持续抽血等因素对地产投资带来明显冲击。此外，行业分化使得前期地产投资主力的民企在资金来源方面更加受限，进而拖累全行业投资持续下滑。

投资端未来展望：当前政策重心偏向保交楼，在当前行业资金受限的情况下，房企的资金优先流向竣工端，新开工或面临更加严峻的资金紧缺问题。预计2022年竣工面积累计下跌24.1%，竣工面积当月同比有望在年底跌幅缩窄至25%以内；预计2022年新开工面积累计下跌超过37%，新开工面积当月同比预计在四季度降幅缩窄至40%以内。

风险因素：疫情发展超预期；稳增长力度不及预期，房企资金压力超预期。



大宗商品策略团队

研究员：
姜秀铭
从业资格号 F3062206
投询资格号 Z0016472

郑非凡
从业资格号 F03088415
投资咨询号 Z0016667

目 录

摘要:	1
前言:	4
一、销售端:当前持续承压,政策加码下有望修复	5
(一)现状:宽松政策传导至商品房成交效果有限	5
(二)存在问题:供给端、需求端、外生变量均对商品房销售造成冲击	7
(三)未来展望:需求端刺激政策预期提升,四季度商品房销售有望修复	11
二、投资端:资金压力拖累地产投资,政策偏向保竣工	15
(一)现状:投资未见起色,竣工与新开工大幅下跌	15
(二)存在问题:房企资金腹背受敌,行业分化加剧	16
(三)未来展望:竣工年末有望回升,新开工难见拐点	18
免责声明	24

图表 目录

图 1: 本文报告逻辑	4
图 2: 房地产政策到商品房成交的传递路径	5
图 3: 2022 年 2-7 月房地产政策出台情况	6
图 4: 今年以来不同能级城市出台房地产政策数量对比	6
图 5: 1-7 月房地产销售面积同比-24.4%	6
图 6: 7 月 30 城商品房成交面积同比下跌 33.7%	6
图 7: 上周 30 大中城市商品房成交面积同比下跌 30.6%	7
图 8: 上周 30 大中城市中一线城市商品房成交面积同比下跌 35.4%	7
图 9: 上周 30 大中城市中二线城市商品房成交面积同比下跌 28.1%	7
图 10: 上周 30 大中城市中三线城市商品房成交面积同比下跌 31.0%	7
图 11: 居民对房企交付的担忧	8
图 12: 强制停贷集中在河南、湖北、湖南和陕西	8
图 13: 居民新增存款创下历史新高	8
图 14: 居民更愿意储蓄	8
图 15: 疫情以来居民收入影响购房意愿较强	9
图 16: 居民对于未来收入预期较差	9
图 17: 近年来房产投资性需求占比接近 30%	9
图 18: 居民对于房价上涨的预期显著下滑	10
图 19: 当前房价走势逐渐趋缓	10
图 20: 疫情影响居民出行(以深圳为例)	10
图 21: 疫情显著影响购房活动	10
图 22: 不同能级城市二手房成交占比持续提升	11
图 23: 放松限购城市的二手房成交占比持续提升	11

中信期货研究|工业组专题报告

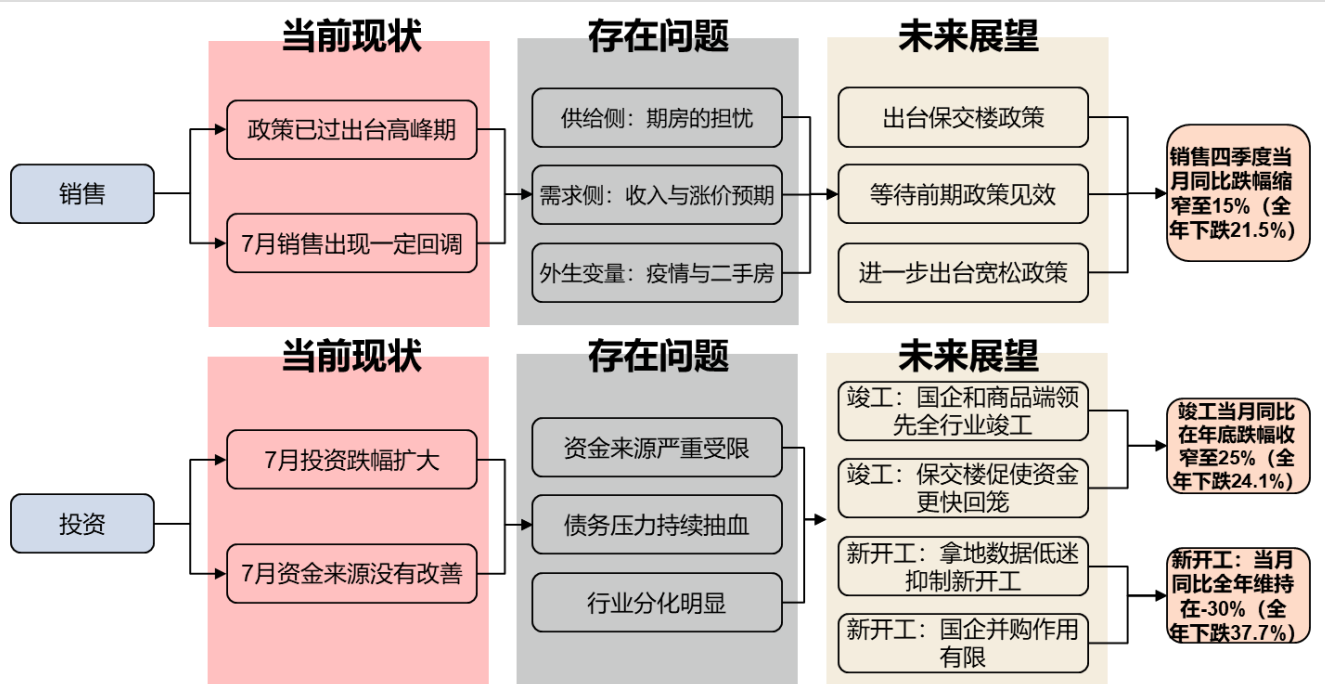
图 24: 地产支持保交楼的相关措施.....	12
图 25: 房贷利率领先商品房销售.....	12
图 26: 房贷利率自 2021 年 9 月以来持续下调.....	12
图 27: 从居民人均可支配收入与房价增速的相互关系可知未来仍有较大政策空间	13
图 28: 主要一二线城市的放松政策在限贷和限售仍有较大空间	13
图 29: 预计 2022 年商品房销售累计下跌 21.5%.....	14
图 30: 预计四季度商品房销售当月同比跌幅缩窄至 15%.....	14
图 31: 地产投资的资金传导过程.....	15
图 32: 7 月房地产投资跌幅扩大.....	16
图 33: 房地产开发投资完成额与到位资金失速.....	16
图 34: 7 月房屋新开工面积压力仍大.....	16
图 35: 7 月竣工持续疲弱	16
图 36: 房企融资总量几乎腰斩.....	17
图 37: 除销售回款外, 其他资金来源几乎没有反弹.....	17
图 38: 7、8 月房地产企业到期偿还债务超过 1000 亿.....	17
图 39: 出险房企融资欠款以及供应商欠款加总接近 2 万亿	17
图 40: 国企资产负债率显著低于全行业.....	18
图 41: 国企现金偿债情况好于出险民企.....	18
图 42: 出险房企筹资性现金流入显著少于国企.....	18
图 43: 出险房企投资性现金流入显著多于国企.....	18
图 44: 竣工磨底大概需要半年时间.....	19
图 45: 国企领先行业竣工约一年.....	19
图 46: 平板玻璃产量同比领先竣工 8 个月	19
图 47: PVC 产量同比领先竣工 24 个月.....	19
图 48: 典型城市重点监管资金各节点累计提取比例	20
图 49: 预计 2022 年竣工面积累计同比为-24.1%.....	21
图 50: 预计竣工面积当月同比将在年底跌幅缩窄至 25%.....	21
图 51: 百城土地成交面积领先新开工 6 个月	21
图 52: 挖掘机销量与新开工同步变化.....	21
图 53: 2022 年上半年国企销售修复好于民企	22
图 54: 2022 年上半年国企拿地积极性远高于民企	22
图 55: 2022 年以来房企获取银行授予并购贷款额度情况	22
图 56: 2022 年以来部分房企收并购事件详情 (亿元)	22
图 57: 部分上市房企今年对项目收并购的态度比较谨慎.....	23
图 58: 今年上半年并未出现并购潮.....	23
图 59: 预计 2022 年新开工面积累计同比-37.7%.....	23
图 60: 预计下半年新开工当月同比跌幅维持在 35%以上	23

前言：

7 月份房地产的相关信息密集发布，前有月初的全国性“停工停贷”事件，后有传言央行中国政府成立房地产基金，寻求调动万亿的贷款资金用于求助停滞的房地产开发。此外，月底的中央政治局会议针对房地产的指示，除了一如既往的“房住不炒”，还首次提及压实地方政府责任，推动保交楼。一时间各种政策以及突发事件的交织让关注房地产的投资者进入了一个信息过载的层面，反而对于如何去预判房地产几个重要数据的拐点产生了一定障碍。

考虑到房地产的销售、竣工、新开工对大宗商品端的需求有着重要的拉动作用，本文将从当前现状、存在问题、未来展望三个方面对房地产的销售以及投资进行梳理，并基于相应的逻辑主线，给出相应的节奏预判。

图 1：本文报告逻辑

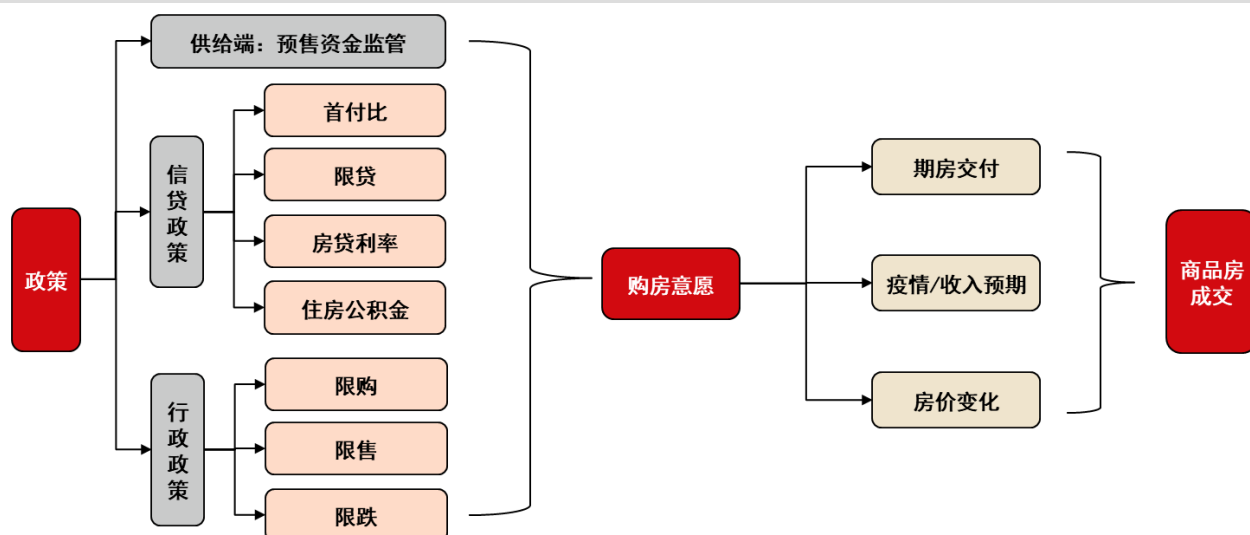


资料来源：中信期货研究所

一、销售端：当前持续承压，政策加码下有望修复

商品房成交离不开政策与购房意愿的逐步传导。需求侧政策的适度放松是解决房地产行业问题的主要路径。“房住不炒”和长周期需求见顶是房地产行业的长期约束，而“满足合理住房需求”和“促进地产良性循环”是短期要求，将两者结合实际上就是抑制投机需求和保障合理需求，也就是刚需和改善型需求。从这个底层逻辑出发，历史上我们看到信贷政策和行政政策的放松，进而传导到居民的购房意愿上。当期房交付、收入预期以及房价变化等影响购房意愿的重要因素发生好转后，商品房成交逐渐回暖。

图 2：房地产政策到商品房成交的传递路径



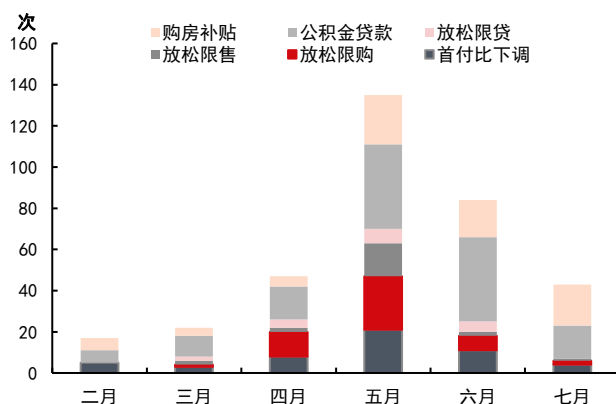
资料来源：中信期货研究所

（一）现状：宽松政策传导至商品房成交效果有限

当前政策端从密集发布期转向政策见效期。从今年 2 月开始，房地产政策进入新一轮需求端政策密集出台期。我们将首付比下调、放松限购、放松限售、放松限贷、公积金贷款、购房补贴纳入统计范围，根据不完全统计，2 月出台 17 条政策，3 月出台 22 条政策，4 月出台 47 条政策，5 月出台 135 条政策，6 月出台 84 条政策，7 月出台 43 条政策，5 月为本轮需求端政策出台的高峰期。考虑到需求端刺激政策见效时间较慢，在政策出台之后仍需要保留一段时间观察政策效果，对应 6 月和 7 月的政策出台次数有所减少。按城市能级来看，由于一线城市自身供需相比其他城市更为紧张，因此一线城市需要出台的刺激政策最少，只有广州出台了一项关于放松限购的政策。而三线城市本身库存去化压力较大，对应三线城市出台的刺激政策最多。按类型划分，二线城市出台放松限购政策数量最多（33 条），三线城市出台首付比下调政策最多（42 条），这背后反映的是对于不同能级城市所对应的需求出台针对性政策。二线城市本身有一部分购房需求被限购政策所限制，放松限购能够有效刺激需求。而三线城市的居民收入不高，降低首付比

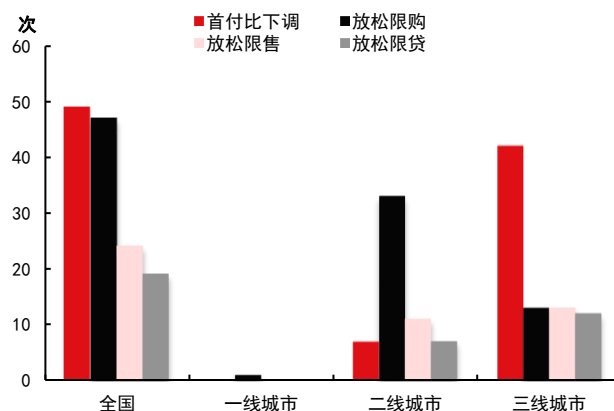
或更有可能刺激购房需求。

图 3：2022 年 2-7 月房地产政策出台情况



资料来源：Wind 财联社 中信期货研究所

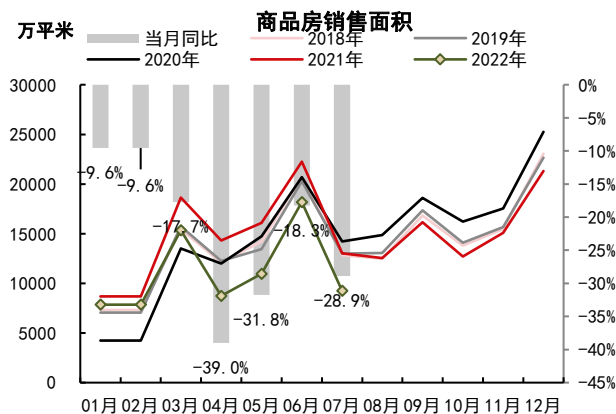
图 4：今年以来不同能级城市出台房地产政策数量对比



资料来源：Wind 财联社 中信期货研究所

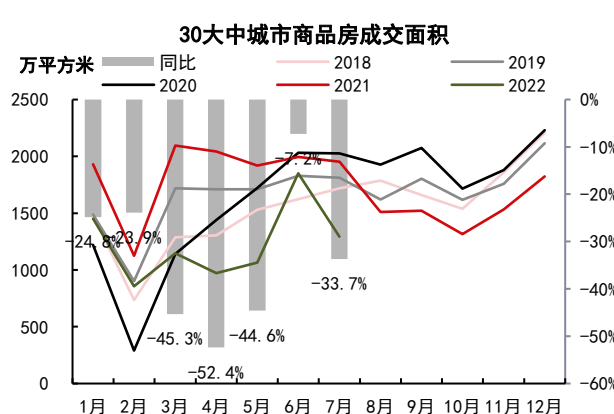
7 月地产销售跌幅再度扩大。从月度数据来看，在 5 月的密集出台宽松政策的刺激下，6 月商品房销售同比跌幅为 18.3%（前值为-31.8%），相比 5 月已经出现跌幅显著收窄的情况。然而受疫后消化需求基本完成以及断贷事件影响，7 月地产销售数据跌幅再度扩大，7 月当月销售面积同比-28.9%（前值-18.3%）。

图 5：1-7 月房地产销售面积同比-24.4%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 6：7 月 30 城商品房成交面积同比下跌 33.7%

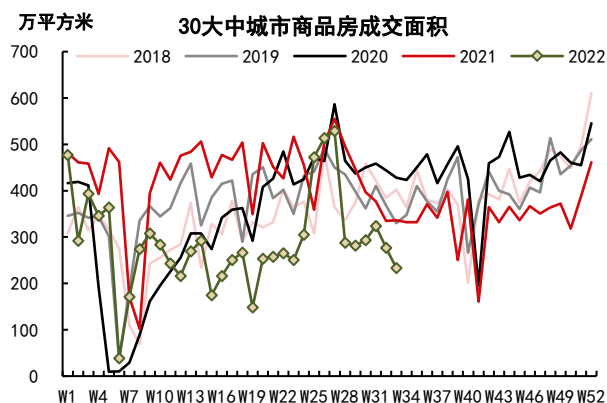


资料来源：Wind 中信期货研究所

不同能级城市商品房销售分化显著。从更高频的数据来跟踪商品房的销售情况，30 大中城市商品房成交面积近期同比增速持续偏弱。上周 30 大中城市商品房成交面积同比下跌 30.6%，与 7 月的同比增速相比几乎没有改善。按城市能级分类，当前不同城市能级销售数据出现明显分化，其中二线城市表现最佳，同比降幅为 28.1%；三线城市次之，同比降幅为 31.0%，一线城市表现最差，同比降幅超过 35%。究其原因，本身一线城市的政策宽松力度最小，在疫后消化大部分需求之后，整体销量下滑压力较大；三线城市在前期的棚改货币化消化掉大部分购买力，在整体收入没有显著提升的前提下，三线城市的居民房屋购买力在政策的刺激下无法得到有效提振；而二线城市部分有能力买房但没有资格居民可

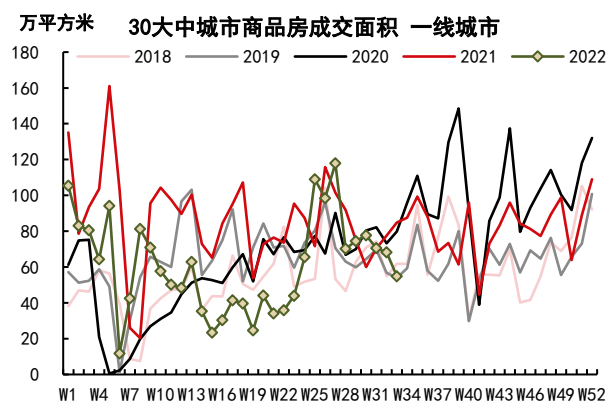
以通过一定的宽松政策如放松限购等刺激下带动购房意愿回升。

图 7：上周 30 大中城市商品房成交面积同比下跌 30.6%



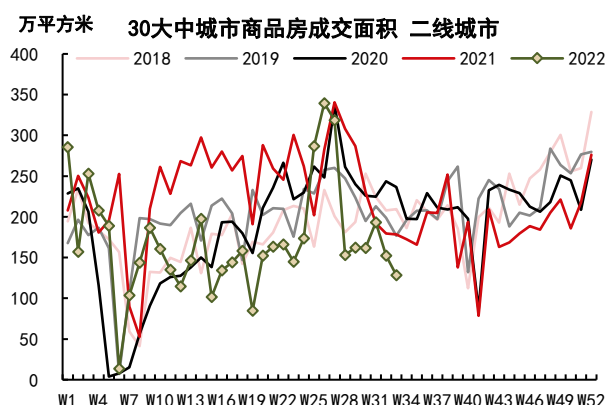
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 8：上周 30 大中城市中一线城市商品房成交面积同比下跌 35.4%



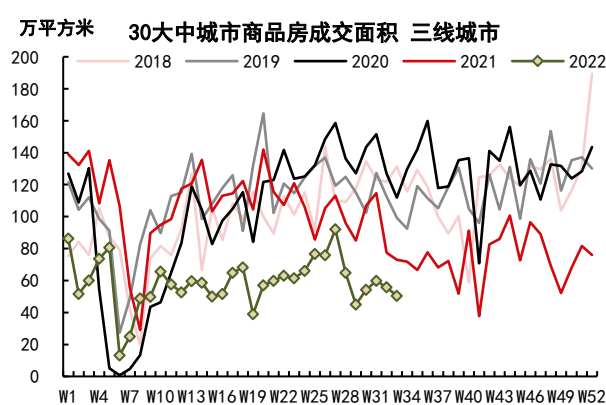
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 9：上周 30 大中城市中二线城市商品房成交面积同比下跌 28.1%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 10：上周 30 大中城市中三线城市商品房成交面积同比下跌 31.0%



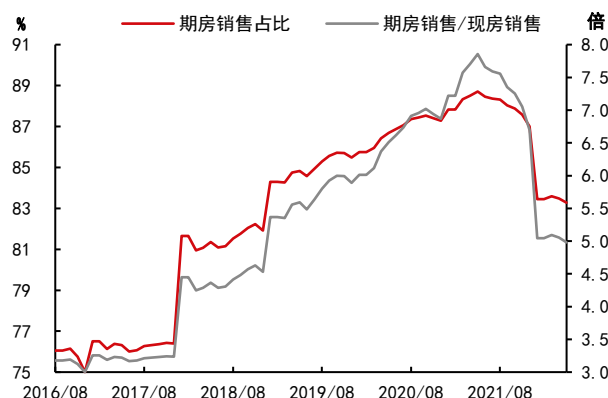
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）存在问题：供给端、需求端、外生变量均对商品房销售造成冲击

问题 1：居民对期房的担忧抑制购房需求（供给端）。过去多数房地产企业走的是激进拿地的策略，为了保证整体项目利润以及现金流不失速，这就要求房企保持高杠杆、高周转的运营模式。其中的高周转对应的是加开拿地到开盘的速度，意味着有大量的期房在过去几年被居民购买，整体期房的销售占比从 2016 年的 75%一直上涨至 2021 年的 90%。然而，自从房地产企业在去年年中开始出现债务问题之后，居民购买期房的意愿出现显著下滑，期房销售占比从 2021 年 6 月的接近 90%下滑至当前的 83%。除此以外，今年 7 月份全国性的“停工停贷潮”风波，受到社会各界高度关注。目前全国已有超过 300 个楼盘项目出现烂尾情况，

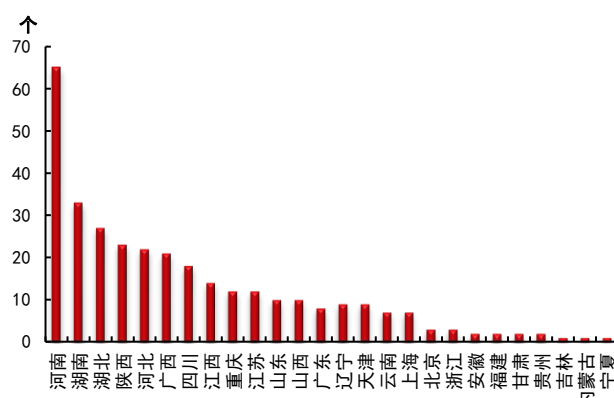
主要集中在河南、湖南、湖北三个省份，三者加起来占比接近 40%，开发商无法完成竣工加剧了居民对期房销售的担忧。

图 11：居民对房企交付的担忧



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 12：强制停贷集中在河南、湖北、湖南和陕西



资料来源：Wind 中信期货研究所

问题 2：疫情以来居民收入为影响商品房销售的主要原因（需求端）。持续不断的新冠疫情对居民的消费行为的影响正逐步显现。从居民的资产负债表来看，今年 3、4 月份再次爆发的疫情对我国经济造成明显冲击，在整体宏观不景气的情况下，为了提高自身防御风险的能力，居民存款意愿大幅增长，今年上半年新增存款已超过 2020 年第一波疫情的高点，居民新增人民币存款首次超过 10 万亿元。此外，根据 22Q2 央行组织的城镇储户调查中显示，58.3%的受访者表示将选择“更多储蓄”，占比达到近年来的高位，其背后体现的是尽管当前防疫措施已得到一定放松，但是一旦爆发疫情，相应的防控工作仍然对居民生活造成不小影响。此外各地零星爆发的疫情在情绪上对居民外出带来影响，进而影响消费意愿。

图 13：居民新增存款创下历史新高

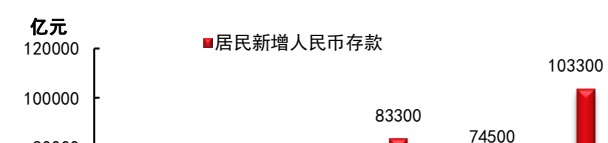
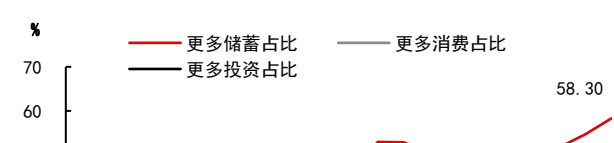


图 14：居民更愿意储蓄



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_45301

