



鲁政委：房地产投资变局



文/郭于玮、鲁政委（兴业银行首席经济学家）

2020 年 8 月以来，房地产调控持续加码。“三道红线”和集中供地政策使房企行为出现了至少三项变化。

第一，在住宅库存偏低，而土地供应减少的情况下，房地产企业开始加大库存土地的利用力度，房企土地库存进入去化小周期。

第二，为了改善财务指标，房企加快竣工，使竣工两年平均增速开始超过新开工，对房地产投资的韧性形成新的挑战。

第三，由于流动性环境较为宽松，而热点城市集中供地影响了其土地溢价，二、三线城市的土地成交楼面均价增速超过了一线城市。

展望未来，由于住宅库存较低，房企需要维持一定的新开工强度，但竣工或继续强于新开工，使房地产施工面积增速继续回落，进而带动房地产投资增速继续下降。

2020 年 8 月以来，房地产调控持续加码。尤其是“三道红线”和集中供地政策对房地产企业的行为产生了深远的影响。那么，在“三道红线”和集中供地之后，房地产投资出现了哪些新的变化？这些变化会对下半年的房地产投资产生哪些影响？本文将对此展开分析。

图表1：房地产调控持续加码



数据来源：兴业研究

一、房地产投资的三项新变化

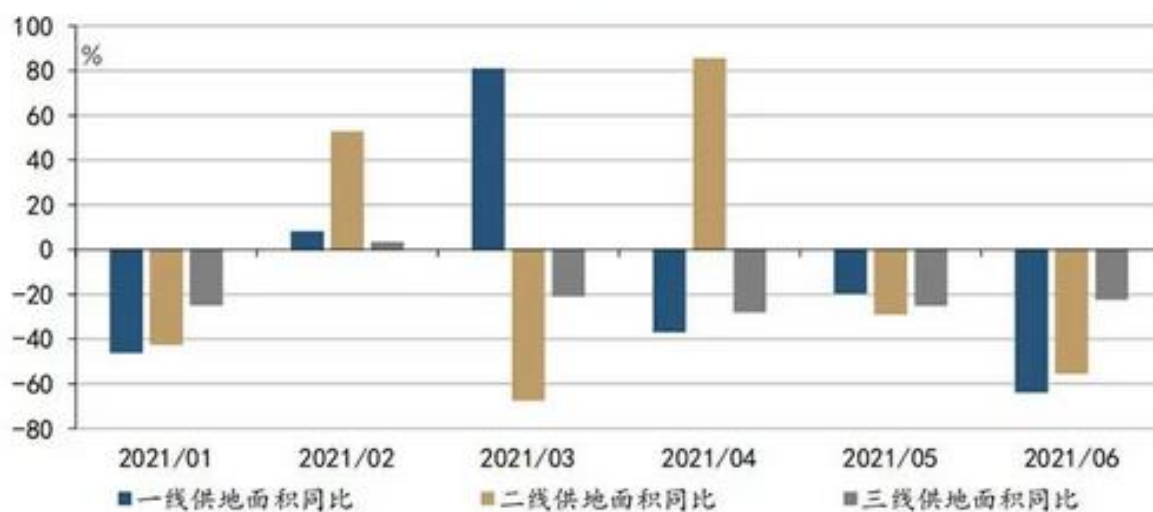
在“三道红线”和集中供地政策推出后，房地产投资至少出现了三项新变化。

1、土地库存进入去化周期

2021年2月，自然资源部要求北京、上海和深圳等22个重点城市试点住宅用地“两集中”出让政策：一是集中发布出让公告且不超过3次；二是集中组织出让活动。对于试点城市而言，2021年上半年住宅用地的供应集中在4至6月之间。尤其是5月二线城市土地供应出现了一轮小高潮。然而，对于非试点城市而言，出于对22城供地“挤出”当地土拍的担忧，一些城市可能选择避开试点城市的供应高峰，导致前6个月三线城市供地面积累计同比下降了21.3%。总体来看，2021年前6个月百城土地供应

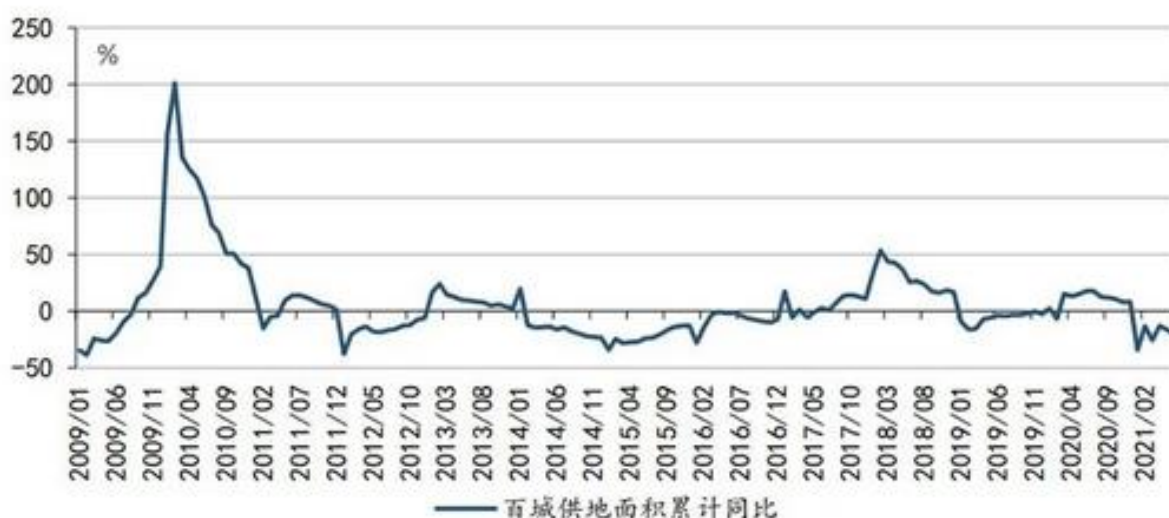
面积累计同比下降了接近 20.7%，远低于 2020 年同期的 17.9%。

图表 2：不同类型城市供地情况



数据来源：Wind、兴业研究

图表 3：百城供地面积累计同比



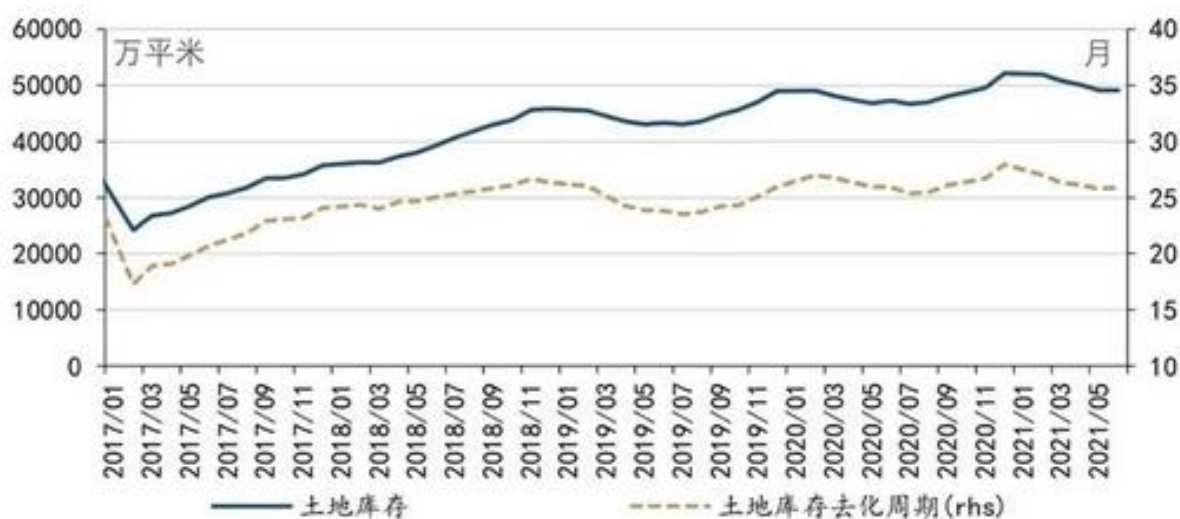
数据来源：Wind、兴业研究

土地供应的大幅下降是否会导致新开工面积显著下滑呢？一方面，虽

然房屋新开工增速已经出现了明显的回落，但房地产企业丰厚的土地库存能够在一定程度上减缓新开工下降的斜率。

2020 年以来待开发土地面积数据已经不再发布，但我们可以通过待开发土地面积、本年购置土地面积和房屋新开工面积倒推房地产企业的土地库存，再用土地库存与过去十二个月的新开工用地面积之比来衡量土地库存的去化周期。我们的估算结果显示，2017 年以来房地产企业的土地库存去化周期总体呈现上升的趋势。不过，2021 年以来，由于供地放缓，土地库存去化周期开始回落。到 2021 年 6 月，土地库存去化周期下降至 25.9 个月，较 2020 年末下降 2.1 个月。不过，这一水平依然较 2017 年的均值高出 4.8 个月。因此，土地库存有进一步去化的空间。

图表 4：土地库存情况



数据来源：Wind、兴业研究

另一方面，偏低的住宅库存增加了房地产企业开工补库存的意愿。我

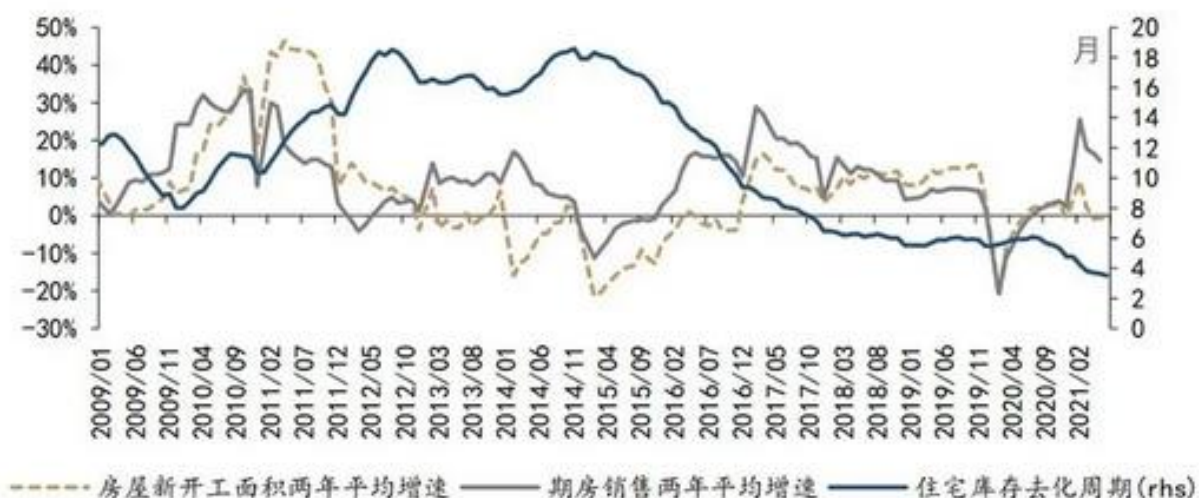
们可以用历年累计新开工的 90%与历年累计销售之差来估算商品房库存，再用库存与过去十二个月销售之比来衡量库存去化周期。数据显示，2021 年 6 月商品房库存去化周期约 27.6 个月，接近 2017 年的水平。而住宅库存去化周期仅 3.5 个月左右，是 2008 年以来的最低水平。由于没有充裕的库存可用于销售，可供销售的期房面积将更加强烈地受到新开工面积的约束。商品房销售面积与新开工面积之间的关联变得更为紧密。在“三道红线”政策的约束下，为了改善现金流，房地产企业需要维持一定的新开工强度。

图表 5：商品房库存



数据来源：Wind、兴业研究

图表 6: 新开工与销售

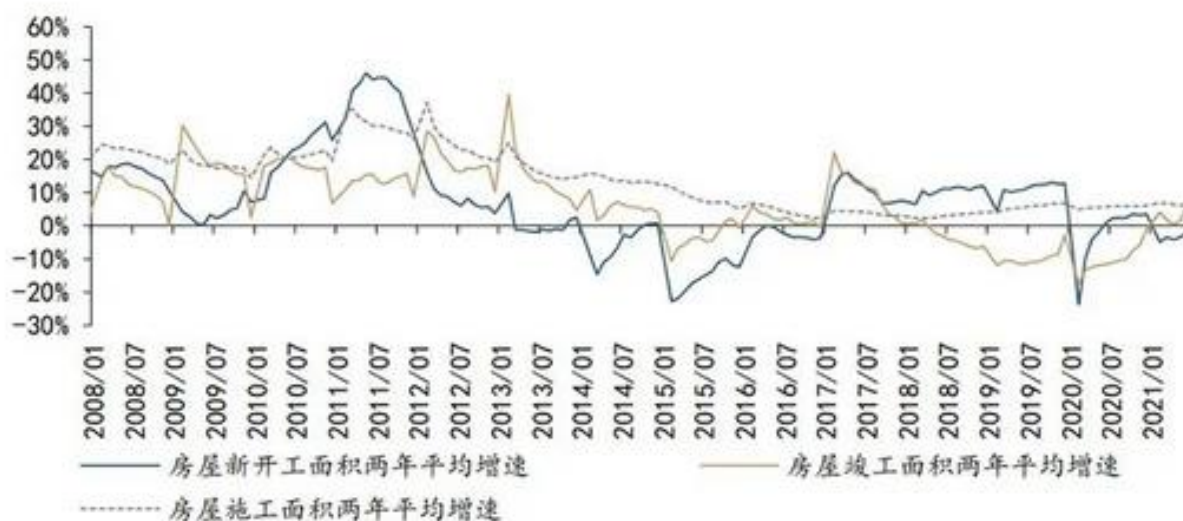


数据来源: Wind、兴业研究

2、竣工开始高于新开工

2017年至2020年,在高周转模式之下,房地产企业通过加快新开工、推迟竣工的方式改善现金流,导致竣工增速低于新开工增速。从两年平均增速来看,2017年4月起,房屋竣工面积增速下降至房屋新开工面积增速之下,甚至一度出现负增长。

图表 7: 房屋施工情况



数据来源: Wind、兴业研究

然而,受“三道红线”的影响,房地产企业不得不加快竣工。“三道红线”的要求包括:

剔除预收款后的资产负债率= (总负债-预收账款) / (总资产-预收账款) $\leq 70\%$;

净负债率= (有息负债-在手现金) / 所有者权益 $\leq 100\%$

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_32987

