



## 再谈此轮房地产周期特点和未来投资展望

### 摘要

2015年下半年以来启动的房地产周期有三个主要特点：一是受房地产去库存思路的影响，尤其是2014-2016年三四线城市土地供应量下降，棚户改造大力推动商品房去库存，使得此轮周期中房价上涨和成交活跃度从一线到二线再到三线城市的轮动关系非常明显，这与以往的地产周期有很大区别；

二是居民房贷大幅增加。从2016年4月份开始，居民贷款在新增贷款中的占比开始持续地超过企业贷款，目前仍处于较高的位置，个人购房贷款余额加速增长，而房地产开发贷款余额增速有所回落，这种居民大幅加杠杆的情况刺激了商品房购置增长，同时对于房地产商的资金情况也有较大影响；

三是土地价格大幅上涨，特别是二三线城市涨幅均创历史新高。土地价格的加速上涨一方面与前几年商品房库存持续累积、各地政府减少了土地供应量有关，从2014年到2016年，土地供应量一直是负增长；另一方面也与2016年以来房地产商的补库存需求有较大关系，一定程度上出现了土地供不应求的情况。

我们认为，下半年房地产投资增长上下空间都不大，保持稳定增长的可能性较大。一方面，此轮房地产周期的轮动尚未结束，至少三线城市的价格同比涨幅还未出现见顶迹象，成交和价格还存在一定上涨的空间，这使得地产商对后市仍存在一定的谨慎乐观预期；另一方面，土地储备和商品房库存下降，棚改货币化加速推进，客观上也存在补库需求。因此，我们认为下半年房地产投资增长仍存在较强支撑，有可能小幅回落，但回落的幅度会比较有限。

南华期货研究所

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

## 再谈此轮房地产周期特点和未来投资展望

### 一、2015年下半年以来启动的房地产周期的三个主要特点

一是受房地产去库存思路的影响，尤其是2014-2016年三四线城市土地供应量下降，棚户改造大力推动商品房去库存，使得此轮周期中房价上涨和成交活跃度从一线到二线再到三线城市的轮动关系非常明显，这与以往的地产周期有很大区别。价格方面，可以看到上一轮周期中，一二三线城市基本是同涨同跌的情况，但在本轮周期中，2016年4月份一线城市房价当月同比涨幅见顶时，二线城市仍在加速上涨，三线城市才刚刚启动，11月份二线城市同比涨幅见顶时，三线城市仍在加速上涨，截至今今年6月份，三线城市同比涨幅仍在上升，目前还没有出现见顶的情况；价格环比方面，目前一线城市新建住宅价格环比涨幅为0，二手住宅价格已出现下跌，但二、三线城市仍保持增长；成交量方面，一线城市从今年1季度开始已经出现同比负增长，但二三线城市仍在增加，甚至6月份成交增速还出现了回升，这意味着二三线城市的成交总量还在不断创新高。这种明显的轮动和接力的情况，对于整体周期的持续性和房地产以及土地的交易和投资行为，具有非常重要的影响。

图1、一二三线城市新建住宅价格指数同比涨跌情况

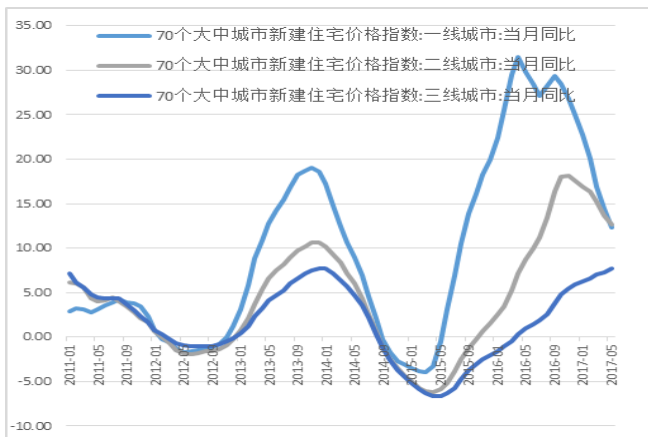


图2、一二三线城市新建住宅价格指数环比涨跌情况

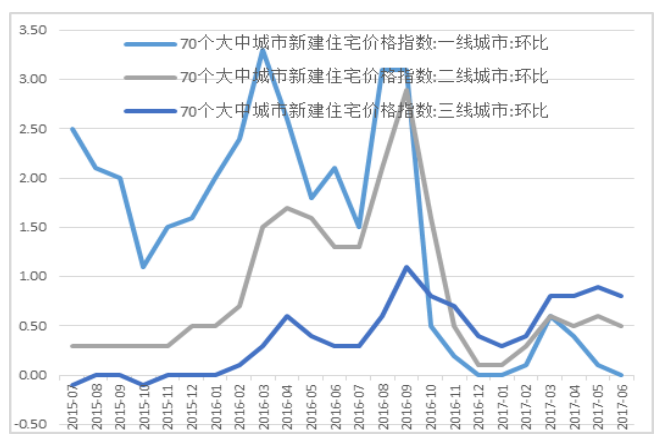


图3、一二三线城市二手住宅价格指数环比涨跌情况

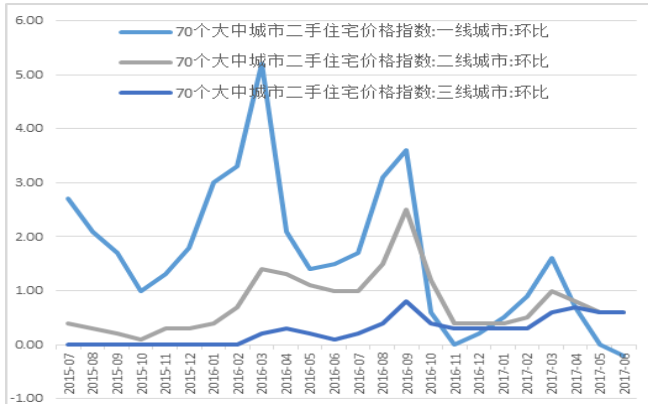
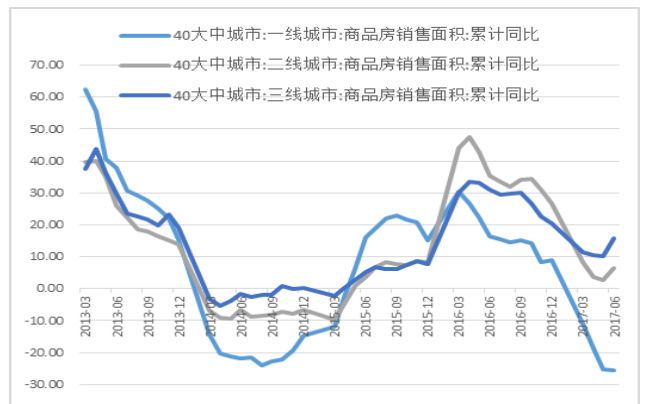


图4、一二三线城市商品房销售面积增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二是居民房贷大幅增加。从2016年4月份开始，居民贷款在新增贷款中的占比开始持续地超过企业贷款，目前仍处于较高的位置，个人购房贷款余额加速增长，而房地产开发贷款余额增速有所回落，这种居民大幅加杠杆的情况刺激了商品房购置增长，同时对于房地产商的资金情况也有较大影响。从政策的角度来看，“房子是用来住的，不是用来炒的”，这一定位应当辩证理解，即一方面抑制投机需求，提高二套房首付比例、限制外来人口买房等，另一方面也满足合理的住房需求，对于刚性住房需求包括首次买房和改善型买房并不妨碍，因此居民购房贷款仍保持较高水平。

图 5、新增居民与企业贷款占比情况

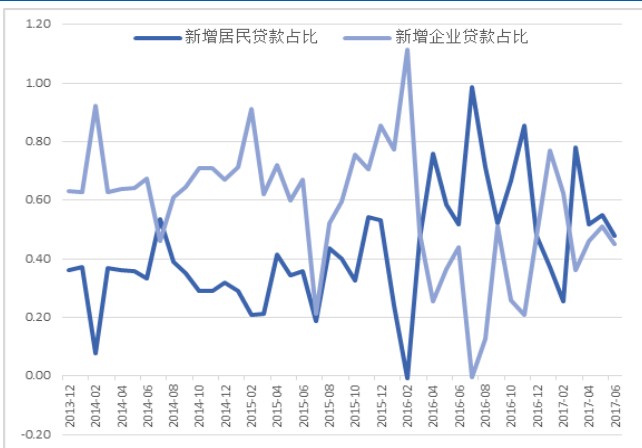
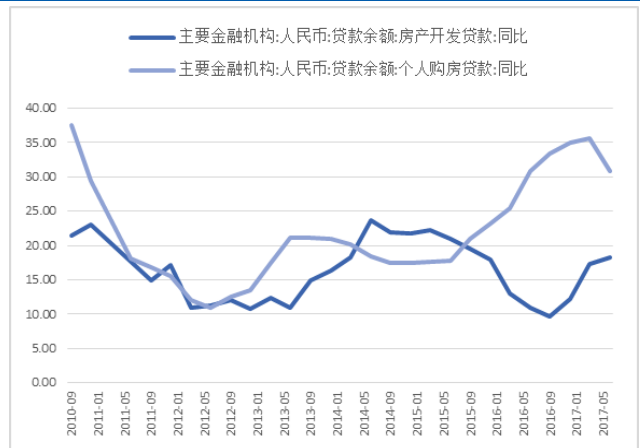


图 6、房地产开发贷款余额和个人购房贷款余额增长情况

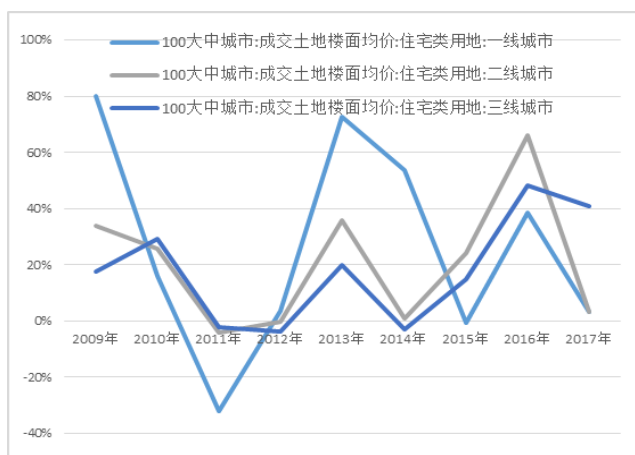
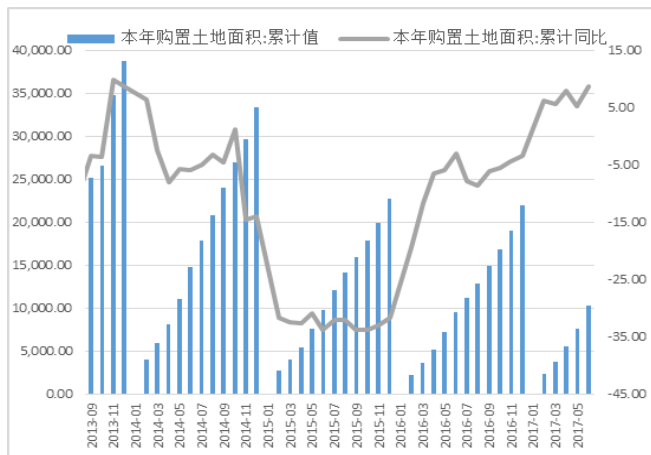


资料来源：WIND 资讯 南华研究

三是土地价格大幅上涨，特别是二三线城市涨幅均创历史新高。2016年100大中城市住宅类用地中，二线城市土地楼面均价同比涨幅达到66%，三线城市达到48%，进入2017年之后，一二线城市土地均价增速大幅下降，但三线城市仍保持高速增长。土地价格的加速上涨一方面与前几年商品房库存持续累积、各地政府减少了土地供应量有关，从2014年到2016年，土地供应量一直是负增长；另一方面也与2016年以来房地产商的补库存需求有较大关系，一定程度上出现了土地供不应求的情况。

图 7、土地购置面积增长情况

图 8、100 大中城市住宅类用地成交土地楼面均价同比上涨情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

## 二、未来房地产投资增长可能性分析

考虑未来房地产投资可能出现的情况,应当与此轮周期的主要特点密切联系起来。对于房地产商投资行为的预期,可以归纳为两个,一是有没有增加投资的意愿;二是有没有增加投资的能力。

**房地产商投资意愿与周期特点联系紧密,对后市仍保持谨慎乐观。**第一个方面,房地产商投资的意愿涉及到对未来的预期,也即对销售增长和价格上涨的预期,如果预期良好,那么企业会加快补库存进度,比如2016年一季度开始,一二线城市的房地产投资增速开始启动,一线城市投资增速在10月份见顶回落,这和当时北京上海等地严厉的楼市调控有一定关系,但一线城市增速回落之后,二三线城市投资仍在加速增长,尤其三线城市的投资增速开始超过一二线城市。从土地购置上也可以看到,今年2季度,一二线城市的土地购置增速回落,而三线城市的土地购置才刚刚开始止跌回升,这也是2014年底以来三线城市土地购置面积首次出现增长,这与其销售的火爆和价格的攀升有一定关系。由于二三线城市的商品房面积占比较大,所以对销售和投资增长的拉动作用是不言而喻的,这也是为什么今年的房地产投资能够持续增长的主要原因。

**房地产商资金充裕,但受制于土地储备下降和土地价格大幅上涨,使得此轮投资周期战线拉长,滞后性强。**第二个方面,房地产商投资的能力既与自身的资金情况有关,也与自身的土地储备情况相关。从资金情况来看,在房地产开发投资资金来源里面,目前占比最高的仍然是商品房销售收入(包括定金及预收款、个人按揭贷款),而且近年来比例扩大,2015年以来增长了10个百分点,目前占比超过50%;其次是房地产商的自筹资金,目前占比为34%;各项应付款占比近几年有较大幅度提高,目前在20%左右;银行贷款占比从2009年以前最高的18.11%下降到2016年底的12.59%;最后是非银行金融机构贷款和利用外资,两者占比分别为2.3%和0.01%。

房地产商资金来源结构的这种变化,反映了在融资受限的情况下,商品房销售收入和对建筑商、供应商的负债融资起到越来越重要的作用。另外也可以看到虽然2014年-2016年债券市场火爆,利率不断下降,房地产商不断通过债券市场

融资，但是整体占比依然很低，这种高门槛的融资手段只是少数大型地产商的专利，而大量中小房企并不能享受到这种融资的便利，因此在银行信贷和债券融资这两块，金融市场调控其实对房地产融资的影响比较有限。从中也可以看到，全国布局广、销售收入高以及融资手段多的大型房地产商具有很强的资金优势，未来行业的集中度将进一步提高。

由于销售收入是主要的资金来源，因此在二三线城市商品房成交仍在增长的情况下，房地产商的资金并没有太大问题。此外还可以看到，2017年以来资金来源中的贷款有一个加速上升的趋势，包括银行贷款和非金融机构贷款都在加速上升，这与棚改货币化加速推进密切相关，根据住建部的信息，2016年全国棚改货币化安置比例达到48.5%，比2015年提高了18.6个百分点，这对于参与棚户区改造企业的资金来源也是很大的一个补充。

图9、房地产开发资金来源结构变化趋势

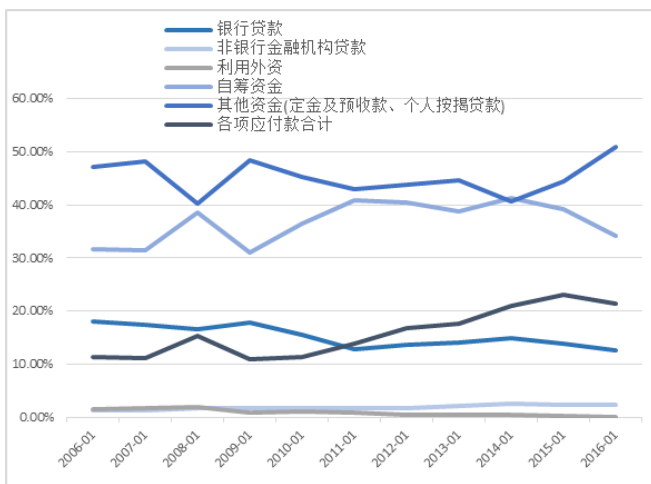
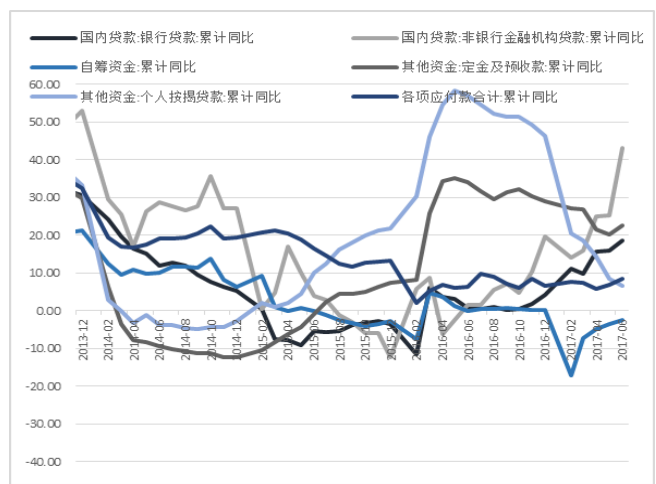


图10、房地产开发资金来源增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

土地储备和商品房均存在补库需求，但地价的飙涨对整体投资增长起到抑制作用。首先从地方政府的角度来看，2017年以来虽然土地出让有所增加，但财政收入增长没有明显改善，上半年地方公共财政收入同比增长10%，同比少增0.1个百分点，而财政支出仍保持高速增长，上半年累计增长16.9%，同比多增0.3个百分点，所以主观上看地方政府仍存在卖地扩收的需求；

从房地产企业土地库存的情况来看，2016年4季度开始，待开发土地面积一直在下降，这意味着房地产商的土地储备是下降的，尽管2017年以来土地出让面积开始止跌回升，但待开发土地面积依然是负增长状态，这一方面推高了土地购置需求，另一方面地价的飙涨也制约了房地产开发投资的大幅增长，比如2016年的地产投资实质上大幅滞后于销售进度，这也意味着房企补充土地储备的需求还将持续存在；

从商品房库存的角度来看，2016年开始商品房库存一直处于加速下降的状态，截至今年6月份，商品房待售面积同比下降9.6%，降幅创历史新低。加上棚改的加速推进，1季度住建部表示2017年棚户区改造新开工的目标为600万



套，这一目标与去年持平，但要求加快棚改进度，新开工项目进度要快于去年，续建项目也要力争早日竣工和入住。因此，受棚改的推动作用，商品房去化进度仍将加快，使得客观上存在补库需求。

下半年房地产投资增长上下空间都不大，保持稳定增长的可能性较高。一方面，此轮房地产周期的轮动尚未结束，至少三线城市的价格同比涨幅还未出现见顶迹象，成交和价格还存在一定上涨的空间，这使得地产商对后市仍存在一定的谨慎乐观预期；另一方面，土地储备和商品库存下降，棚改货币化加速推进，客观上也存在补库需求。因此，我们认为下半年房地产投资增长仍存在较强支撑，有可能小幅回落，但回落的幅度会比较有限。

图 11、一二三线城市土地购置增长情况

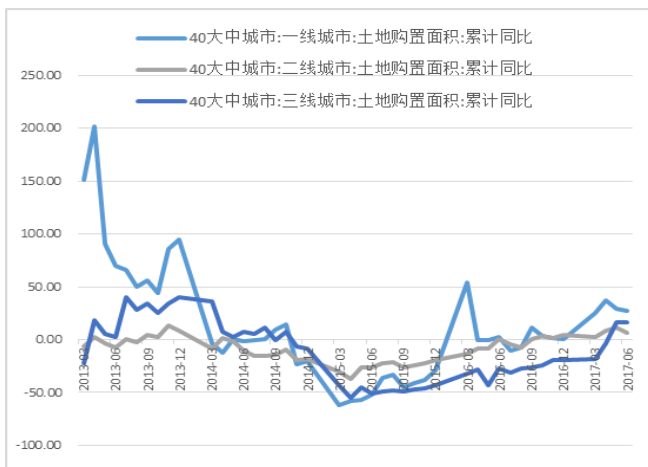


图 12、一二三线城市房地产开发投资增长情况

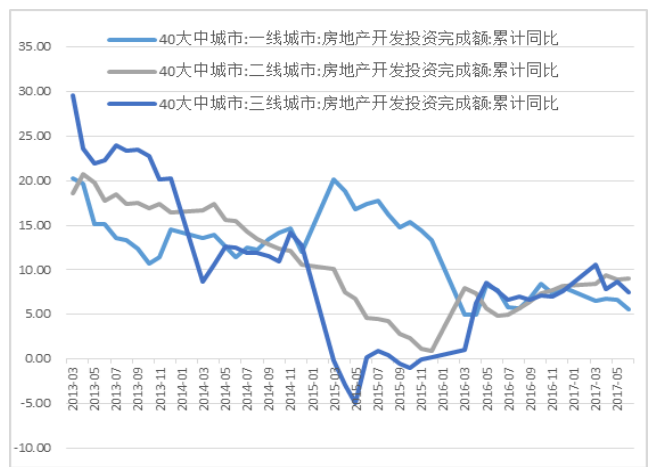


图 13、待开发土地面积增长情况

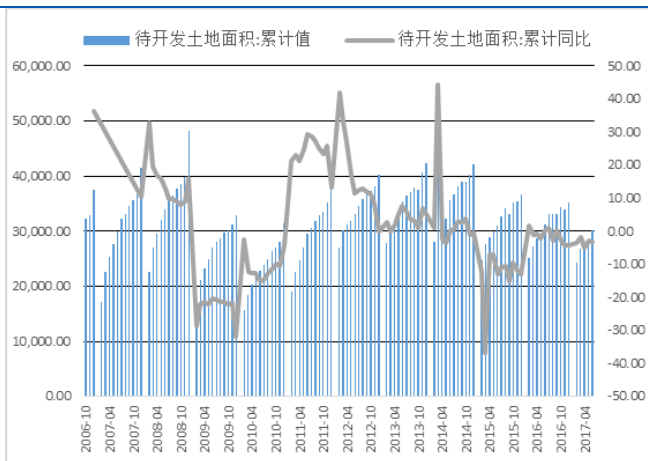
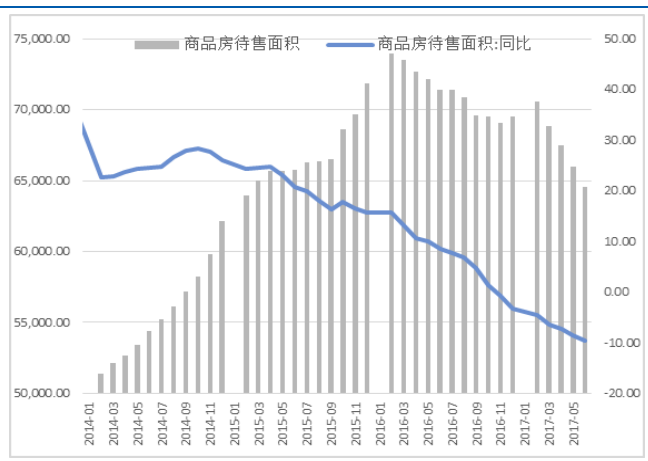


图 14、商品房待售面积增长情况

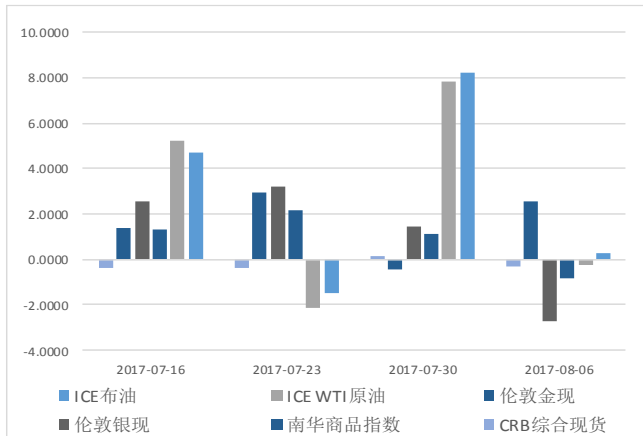


资料来源：WIND 资讯 南华研究

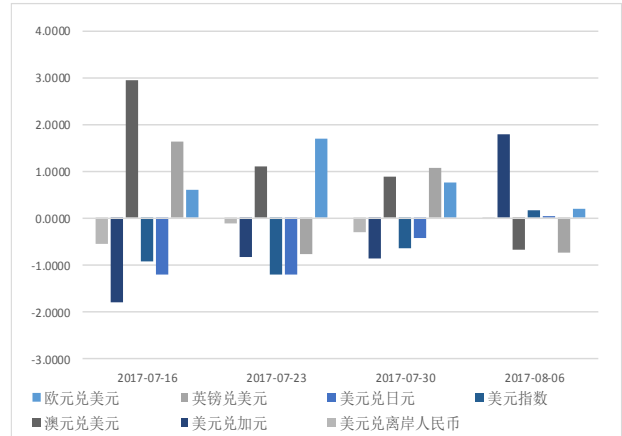
**【本周全球大类资产表现】**

2017年8月6日

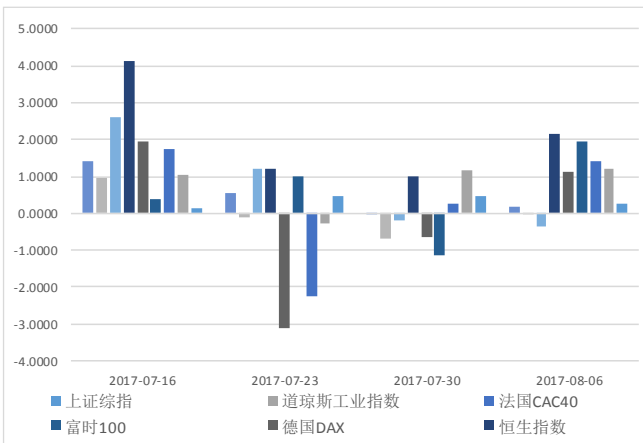
**主要大宗商品涨跌幅**



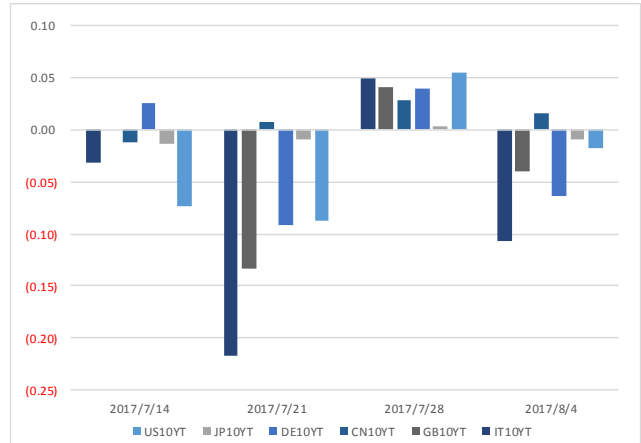
**全球主要货币对涨跌幅**



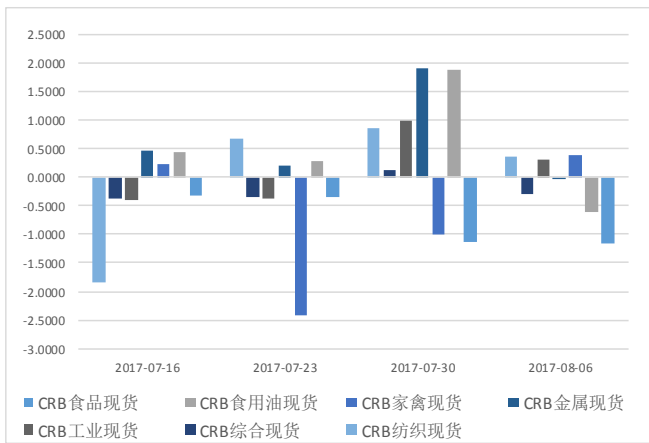
**全球股指涨跌幅**



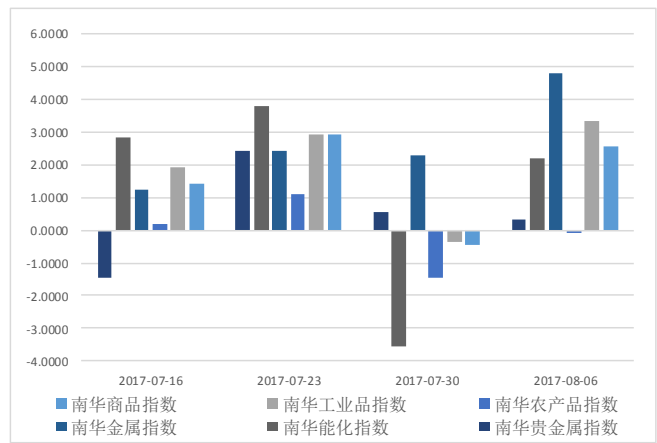
**全球债市涨跌基点**



**CRB 指数涨跌幅**



**南华指数涨跌幅**



资料来源: WIND 南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801  
电话: 0577-89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805310

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室  
电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧大安大厦A座802  
电话: 022-88371079

### 上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室  
电话: 02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层  
电话: 021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房  
电话: 020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室  
电话: 0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611626

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777



**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301、302、312、313室  
电话：0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室  
电话：0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室  
电话：0592-2120366

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式  
电话：0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话：0574-85201116

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)