



永安期货
YONGAN FUTURES

大宗商品观察系列 一

中国地产的框架、逻辑及最新观点 —— 短期恐不可过度乐观

永安期货研究中心/永安金融期货委员会

王鹏

2019.05.06

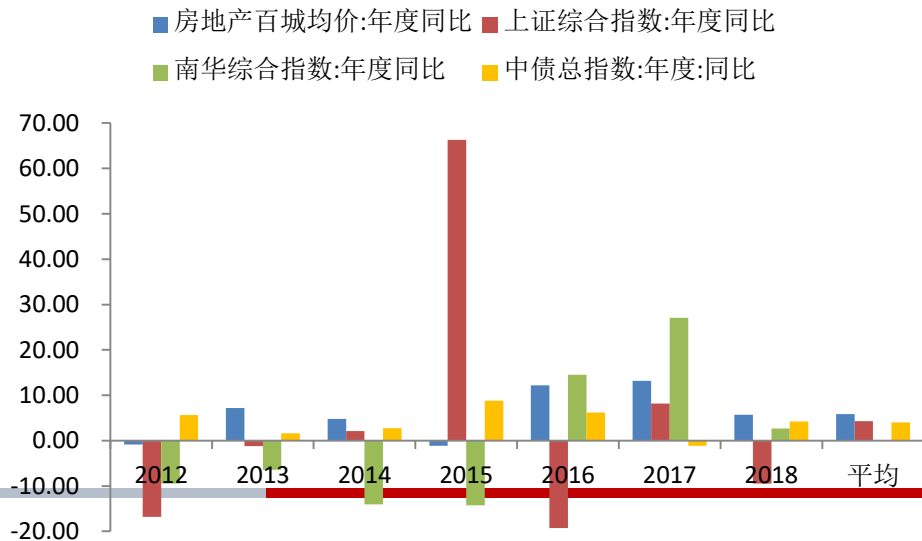
引言

从2012年至今的上证综指、百城房价、大宗商品综合指数和中债总指数年度均值同比看，房地产和债券是下跌较小、上涨稳定的两类资产，从同比多年平均值看，房地产涨幅最大。

2017年以来，房地产持续成为投资者担心可能拖累中国经济的主要因素，但低库存和棚改货币化带来的需求使得地产投资增速下行并不明显，也给中国经济提供了十足的韧性。

进入2019年，伴随着货币宽松以及前期需求释放，房地产业链相关数据经历短暂下滑后3月数据再度回升，房地产未来走势再度成为大宗商品投资者关注和分歧的主要焦点之一。

2012—2018年百城房价、上证综指、大宗商品指数和中债总指数年度同比



中国GDP增速与房地产投资完成额增速



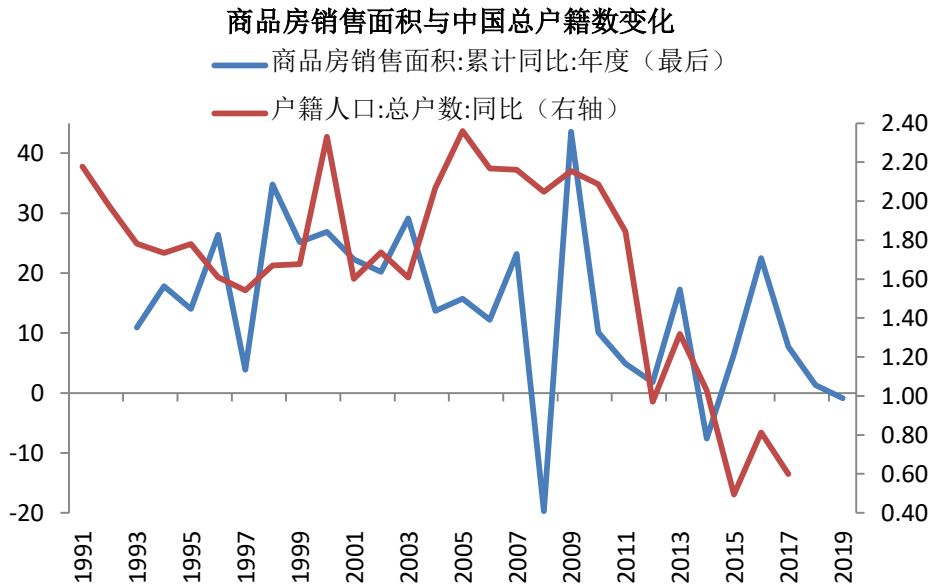
数据来源: WIND资讯、永安期货研究中心

- ◆ 中国房地产需求长期驱动因素及特征分析
- ◆ 中国房地产需求短期驱动因素及特征分析
- ◆ 未来房地产短期走势及相关大宗商品需求判断

中国房地产需求长期驱动因素及特征分析

中国房地产长期需求来源于人口、城镇化和改善带来的需求

长期看，中国房地产需求由人口结构变化带来的需求、城镇化发展带来的需求和改善性需求组成，其中23岁左右的人口增速高峰驱动中国总户数增速高峰，支撑房地产长期需求，城镇化的不断推进也支撑了房地产的长期需求、家庭住房的改善性需求从2012年左右开始爆发，目前也是支撑房地产长期需求的动力。



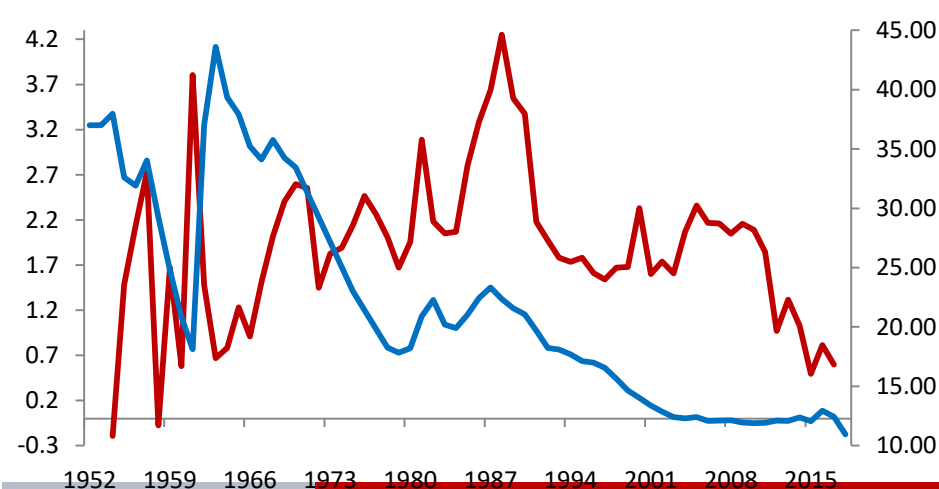
人口结构带来的房地产需求特征显著，但短期明显减弱

1965年新中国迎来第一次出生高峰，1988年当第一批“婴儿潮”的年轻人23岁左右时，中国出现第二次出生高峰，总户数增速也出现第二次高峰，2011年——同样23年后，中国人口中23岁左右人口增速再度出现尖峰，总户数增速也再度出现高峰。以此规律类推，中国下次总户数增速高峰可能出现在2034年左右。

从中国总户数增速与房地产销售增速相关性看，人口结构对中国房地产需求支撑可能要等多年。

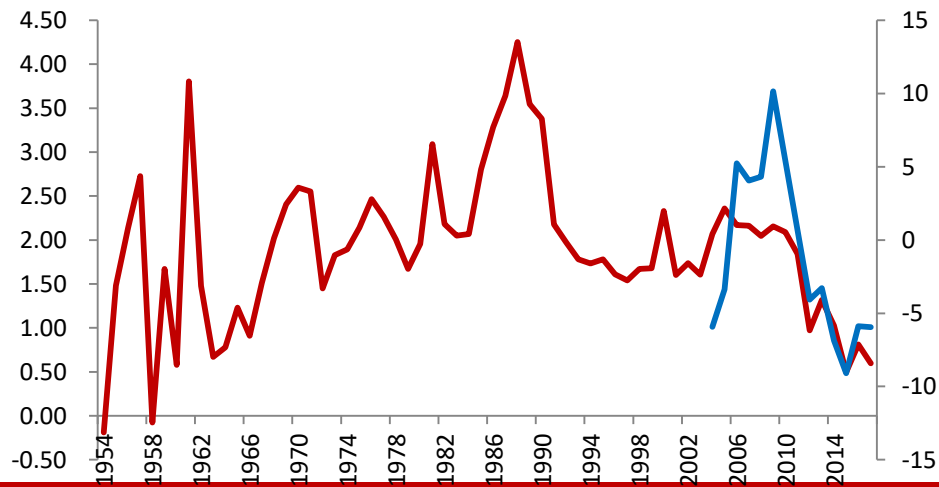
中国总户籍数与人口出生率

— 户籍人口:总户数:同比 — 出生率（右轴）



中国总户籍数与人口占比关系

— 户籍人口:总户数:同比 — 中国人口:20-24岁人口:同比（右轴）



城镇化对房地产长期需求的支持仍在，但整体渐弱，短期在放大差异

城镇化的不同阶段：

第一个阶段：人口从农村向城市转移，不同规模的城市人口都在扩张—经济快速增长、制造业快速发展—城市化率55%以下。

第二个阶段：一些中小型城市人口增长放缓，大都市人口比重继续上升—制造业的绝对衰退、服务业的相对发展—城市化率在55%-70%。

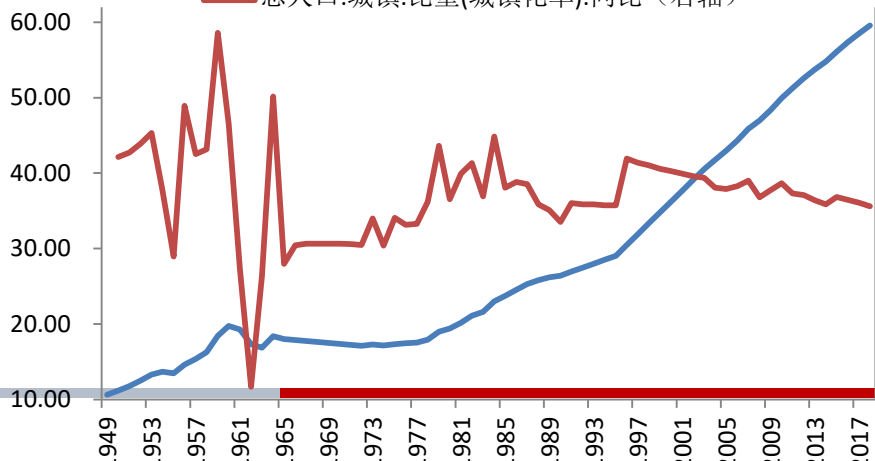
第三个阶段：人口继续向大都市圈集中，中小型城市的人口增速缓慢—这一时期的人口聚集，和服务业比重占据主导之后经济聚集、高端制造业和服务业比中低端制造业更具有集聚效应—城市化率超过70%。

2018年中国城镇化率59.58，已进入城镇化第二阶段，此阶段除了继续支撑房地产需求外，另一个显著特征是房地产业不同层级城市间的分化，此外从居民进入城镇后需一段积累期再买房这一现实经验出发，未来城镇化对地产需求支撑仍在，但整体渐弱。

中国城镇化率与城镇化率变化

— 总人口:城镇:比重(城镇化率)

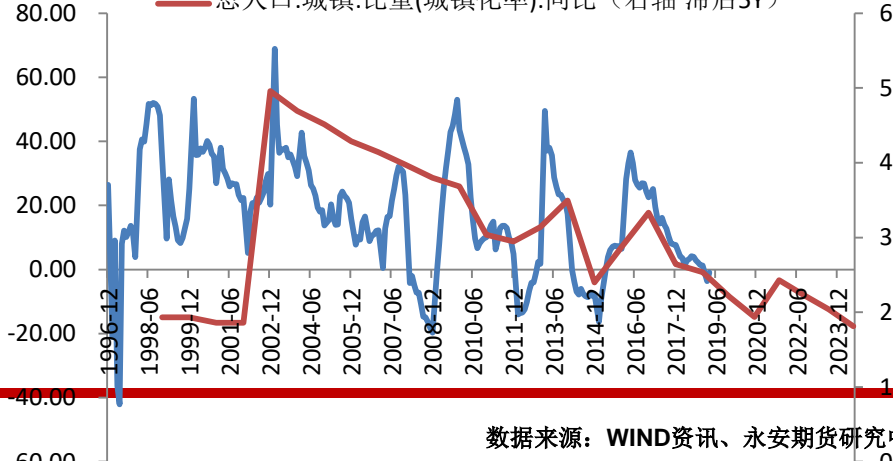
— 总人口:城镇:比重(城镇化率):同比 (右轴)



中国城镇化率变化与房地产销售

— 商品房销售面积:累计同比

— 总人口:城镇:比重(城镇化率):同比 (右轴 滞后5Y)



依据2016年人均可支配收入对不同城市划分

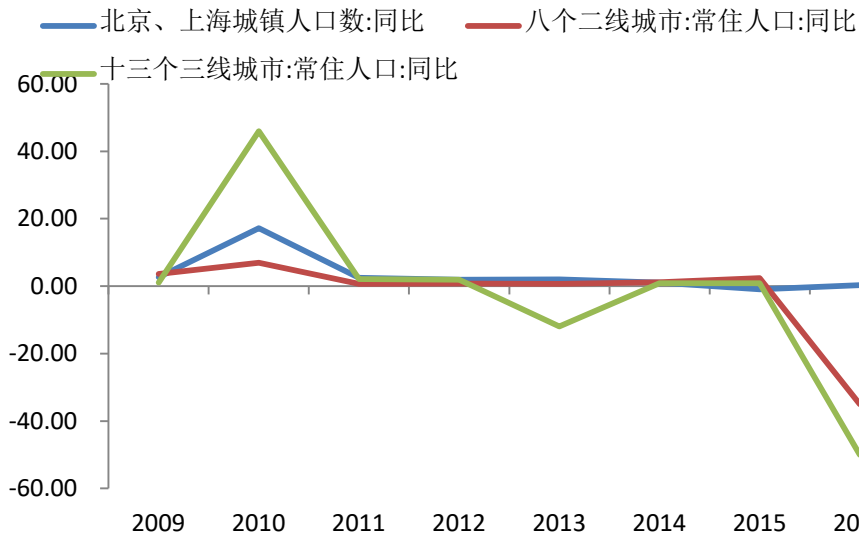
一线城市：（超级城市、具有明显附加优势）北京、上海；

二线城市：（人均可支配收入5.3—4.3万）杭州、宁波、广州、南京、深圳、厦门、长沙、济南；

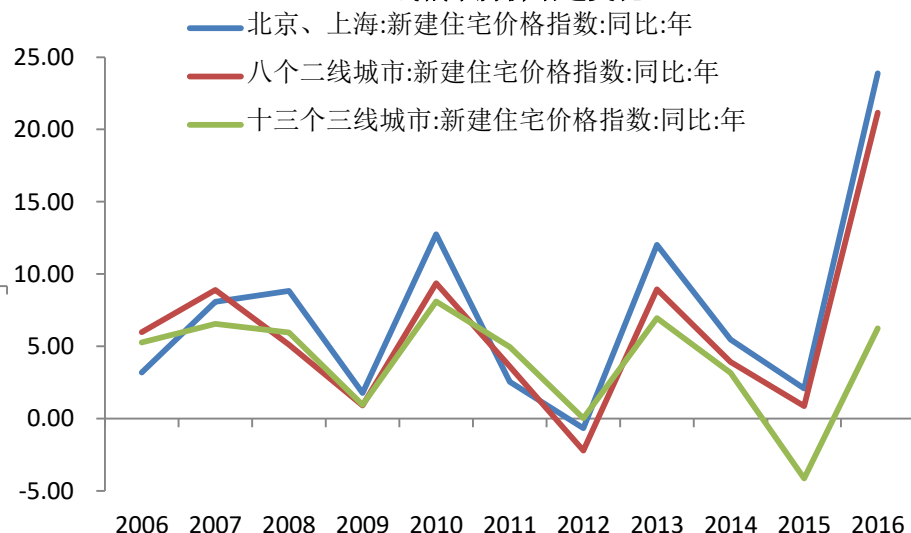
三线城市：（人均可支配收入4—3.12万）呼和浩特、沈阳、大连、福州、昆明、成都、西安、合肥、南昌、乌鲁木齐、郑州、哈尔滨、长春；

四线城市：（人均可支配收入3—2.7万）海口、南宁、银川、石家庄、兰州、太原、贵州、西宁；

一、二、三线城市人口增速变化



一、二、三线城市房价增速变化



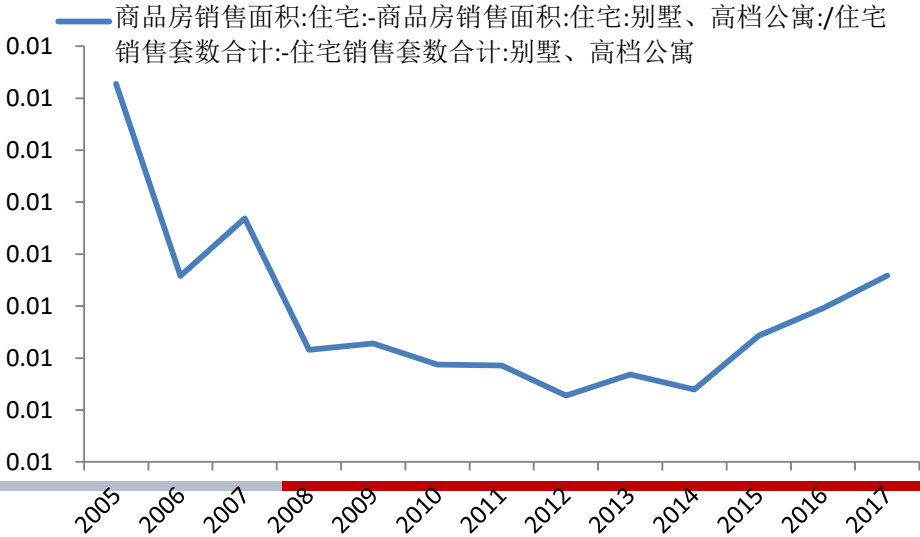
改善性需求整体已经从2012年开始爆发，但居民负债能力对改善性需求持续释放有抑制，也带来房地产短周期对利率更加敏感和周期拉长



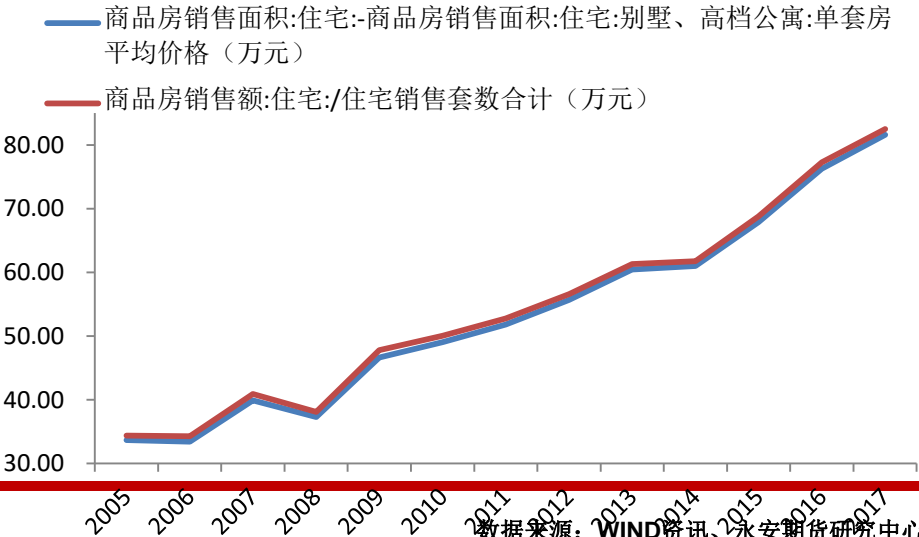
已销售的住宅（剔除别墅和高档公寓）单套面积平均值从2012年起持续回升，可见中国居民房地产改善性需求已经从2012年整体上开始爆发，但随着房价上涨和户均面积增大，居民负债水平和负债增速均可能对房地产改善性需求持续释放造成影响。

尽管居民负债与GDP比值表征的居民杠杆水平仍有较大提升空间，但人均负债与可支配收入比值表征的居民负债潜力、居民收入增速长期低于房屋总价增速以及短期居民财富累积缓慢将使得未来房地产需求短周期对利率变动更加敏感，而且短周期时间长度更长。

剔除别墅和高档公寓后的单套住宅面积变化



已销售单套房价均（万元）



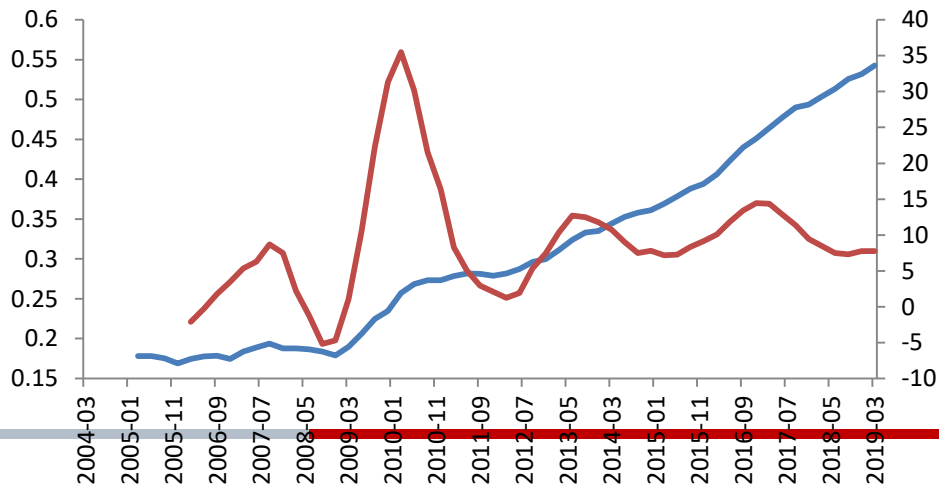
数据来源: WIND资讯、永安期货研究中心

中国居民负债水平和增速

2019年1季度，居民负债与GDP比值表征的居民杠杆水平为53%，与学术界认定的85%左右的极限相比仍有较大提升空间，其同比增速在2016年12月达到短期高峰后，还处于较低水平。1季度以人均负债与城镇居民可支配收入4季度均值比值表征的居民负债潜力达到142%，尽管增速在2017年3月达到短期高峰后也在下滑，也未找到学术界认可的极限值，但居民杠杆水平和居民负债潜力的持续增长依然会影响地产需求，可能表现在房地产销售面积增速幅度不及以往。

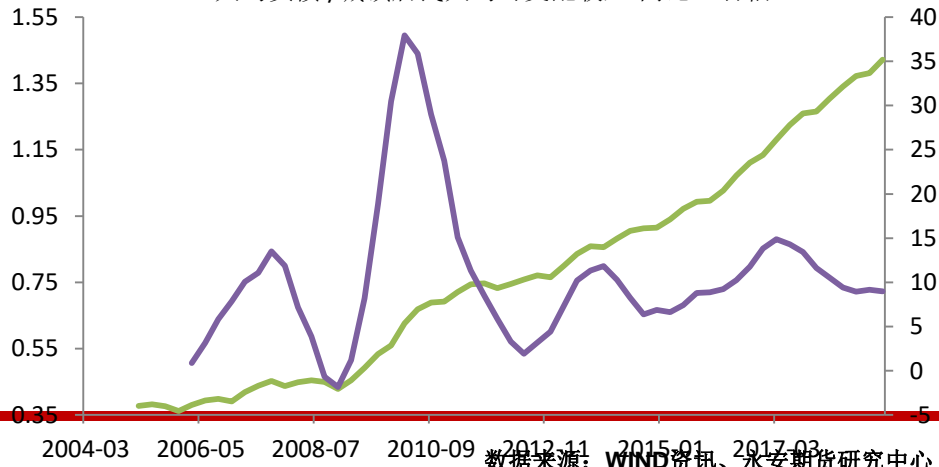
居民负债GDP比例及增速

— 居民负债 / GDP — 居民负债 / GDP:同比（右轴）



居民负债占居民可支配收入比例及增速

— 人均负债:城镇居民人均可支配收入 — 人均负债:城镇居民人均可支配收入:同比（右轴）



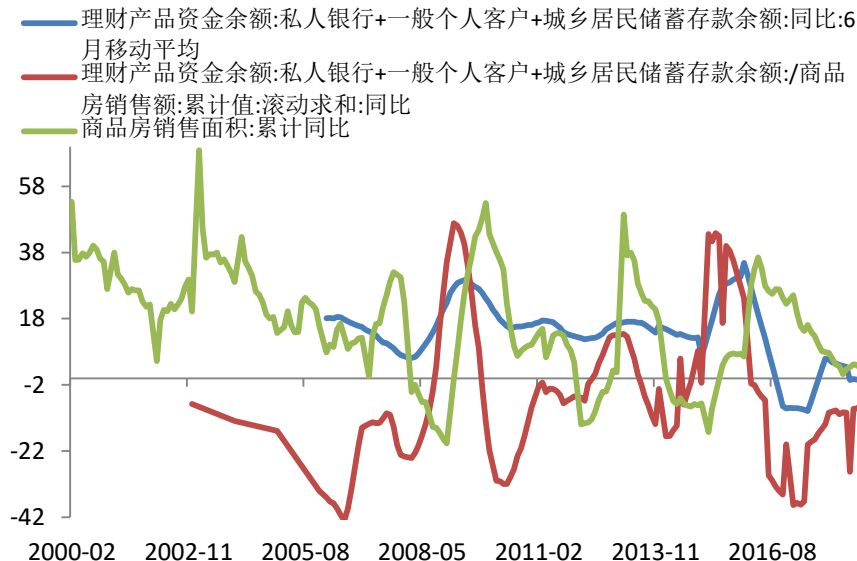
利率敏感加周期拉长，居民需要更多积累去再次加杠杆

从居民财富端看，2014年以来，居民收入增速持续低于房屋总价增速，居民广义存款累积速度也未有趋势性上涨。尽管居民财富与房地产销售未必具有直接的因果关系，但至少可能使得居民对房地产需求短周期对利率变动更加敏感，而且因为需更长的财富积累时间，房地产短周期时间长度也可能更长。

城镇居民可支配收入增速与住宅价格增速



房地产销售面积增速与居民广义储蓄增速



中国房地产需求长期由人口结构带来的刚性需求，城镇化发展带来的刚性需求和改善性需求构成。人口结构带动的需求爆发还需等待多年，但城镇化和改善性依然在支撑中国房地产需求，同时城镇化发展使得中国城市间房价结构性差异愈加明显，随着住宅房屋总价提升、居民负债程度提升，居民负债潜力减弱和居民财富累积速度减慢，中国房地产销售增速绝对高度可能比较有限、地产需求对利率更加敏感、中国房地产短周期时间加长。

中国房地产需求短期驱动因素及特征分析

房地产短期需求经历利率驱动、低库存驱动后，再度转回利率驱动

中国房地产销售面积增速具有明显的周期特征，销售增速的变动带动房价增速、新开工增速、房地产投资增速、土地购置面积增速等房地产产业链相关变量出现周期性波动，历史上平均的短周期时间长度在3.5年左右。

货币政策放松使得金融机构贷款利率下行，也使得居民购房贷款利率下降，利率的变动驱动房地产销售增速的周期性波动，因此利率的变动是驱动历史上数轮房地产短周期变化的核心动力。

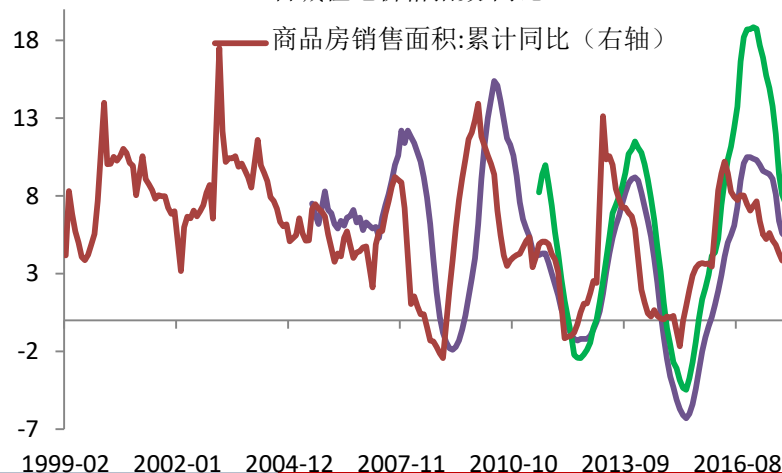
2015年开始的一轮房地产短周期受到房地产库存持续去化的扰动，核心驱动因素变成低库存。

商品房销售增速与房价增速

— 70个大中城市新建住宅价格指数:当月同比

— 百城住宅价格指数:同比

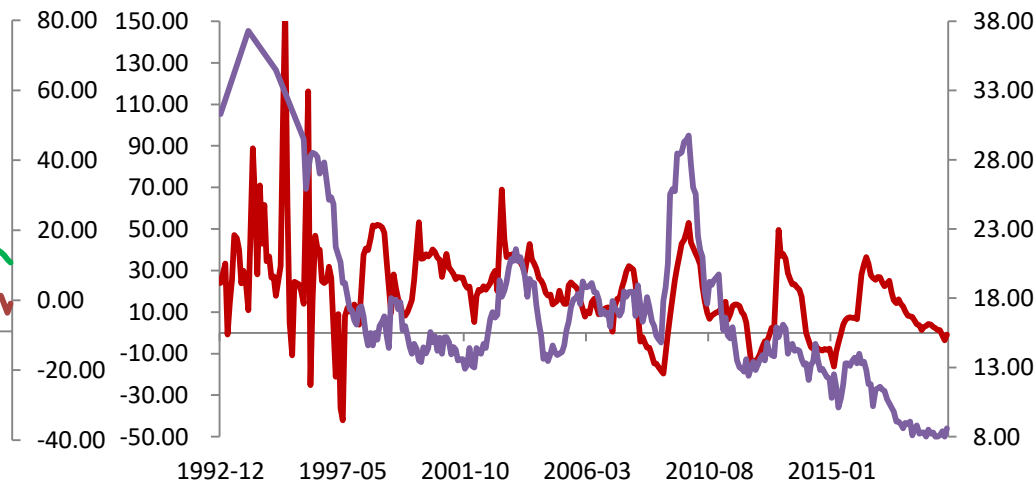
— 商品房销售面积:累计同比（右轴）



房地产销售增速与货币增速

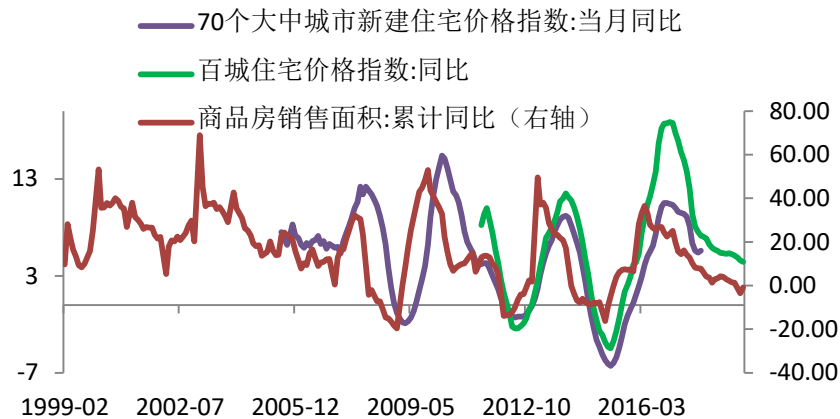
— 商品房销售面积:累计同比

— M2:同比（右轴）

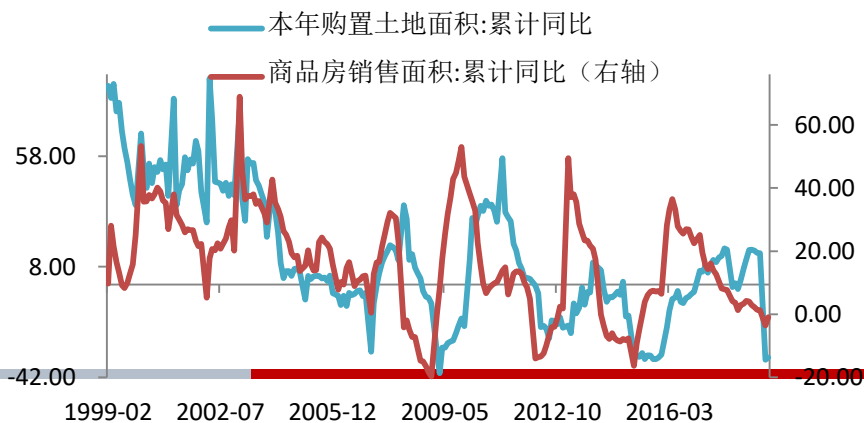


1999-2015年的历次房地产短周期都是从货币开始，利率下行驱动房地产价格、销售、新开工、投资、购地和施工产生明显的周期特征

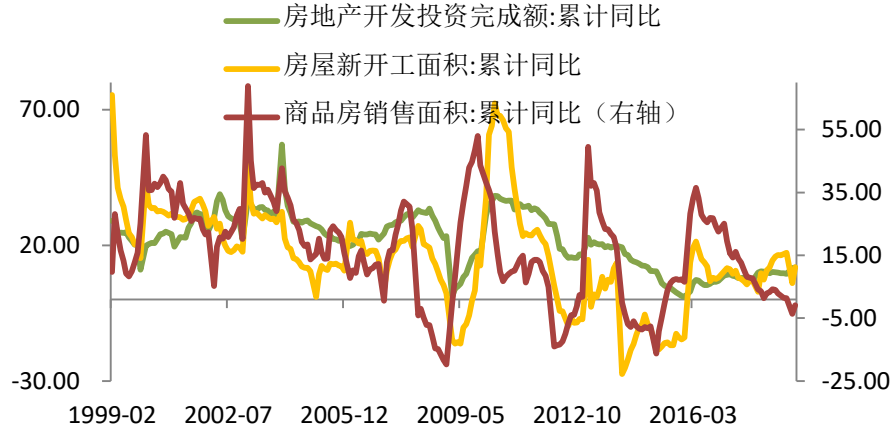
商品房销售增速与房价增速



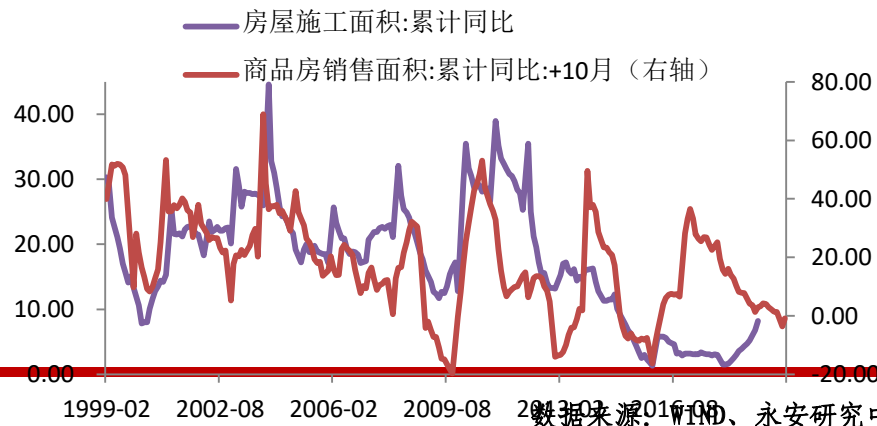
商品房销售增速与购地增速



房地产销售增速与新开工面积增速和房地产投资增速

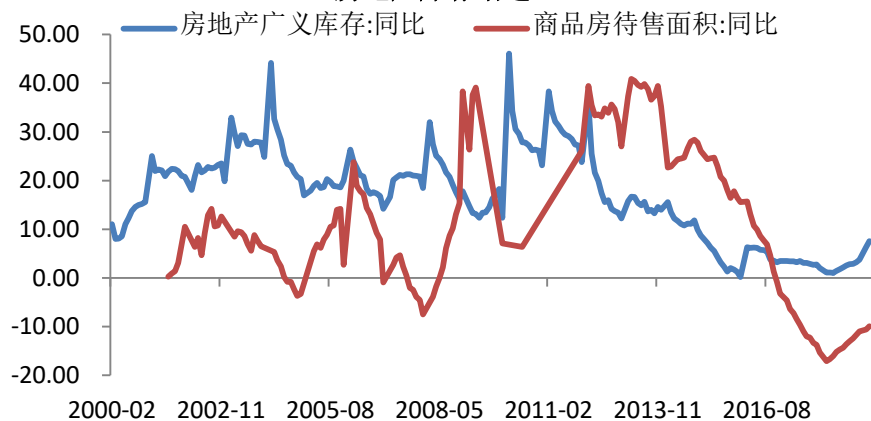


房地产销售增速滞后与新施工面积增速

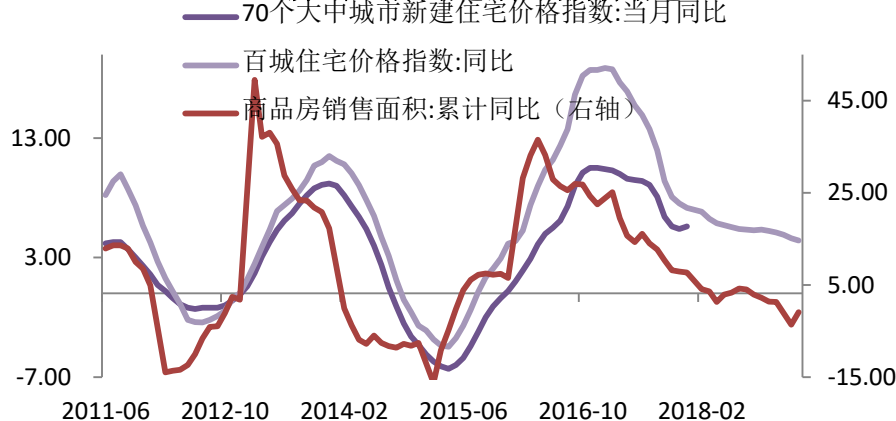


棚改货币化和房地产库存去化打乱了2015年以来的房地产周期传导，
随着库存不断去化，拿地支出支撑了房地产投资增速周期特征不明显

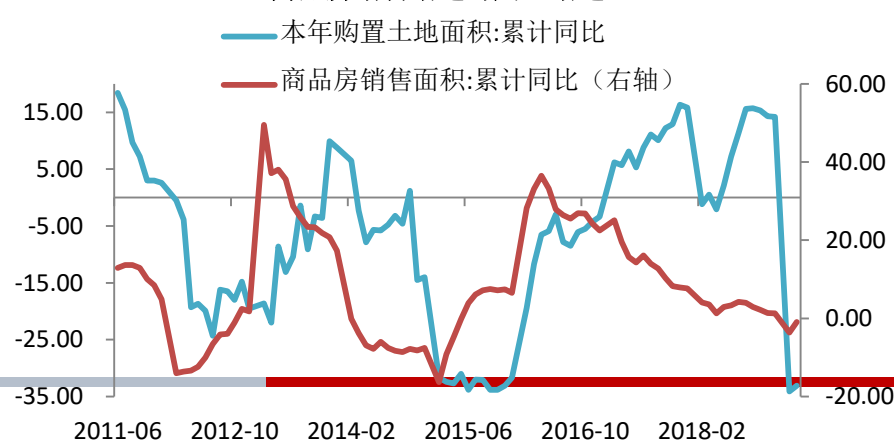
房地产库存增速



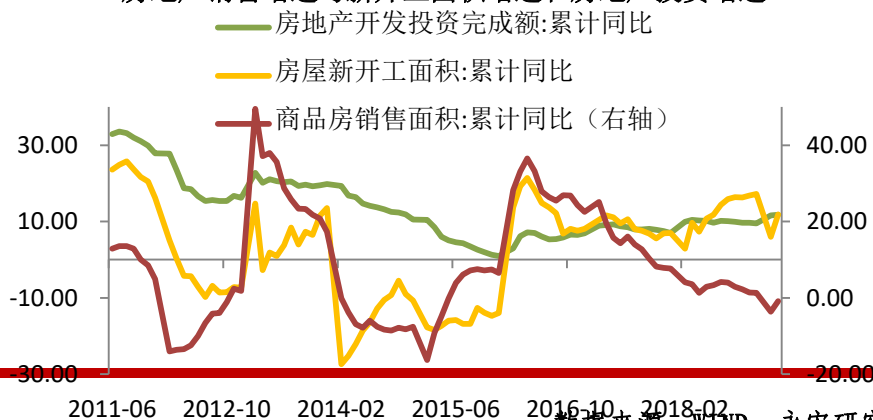
房地产销售增速滞后与房价增速



商品房销售增速与购地增速



房地产销售增速与新开工面积增速和房地产投资增速



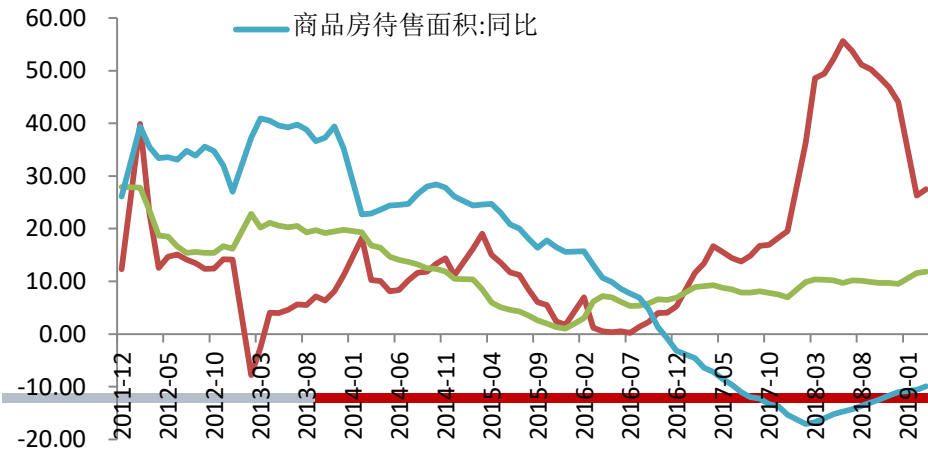
由于房地产企业高周转的经营策略和积极拿地，支撑了新开工、投资和土地购置等数据的原因

2016年2月起，房地产销售增速开始下行，但在房地产库存持续、明显去化的背景下，拿地支出增速持续、大幅增长，支撑了房地产投资增速持续处于震荡走势中。进入2018年，地产公司对销售的依赖程度不断加剧，地产公司普遍采取高周转的经营策略，即加速开工，加速销售、加速拿地，房企拿地增速进一步提升，尽管房地产销售进一步下滑，房地产投资增速仍较为稳定。如果将房地产资金支出化分成建安投资和其他费用（主要是拿地支出），随着销售增速下行，建安投资增速依周期规律下滑，拿地支出支出房地产投资增速，因此2015年至2018年的房地产短周期主要由低库存驱动。

随着房地产库存重新累积，房价持续下滑以及房地产融资收紧，房企拿地支出明显下降。

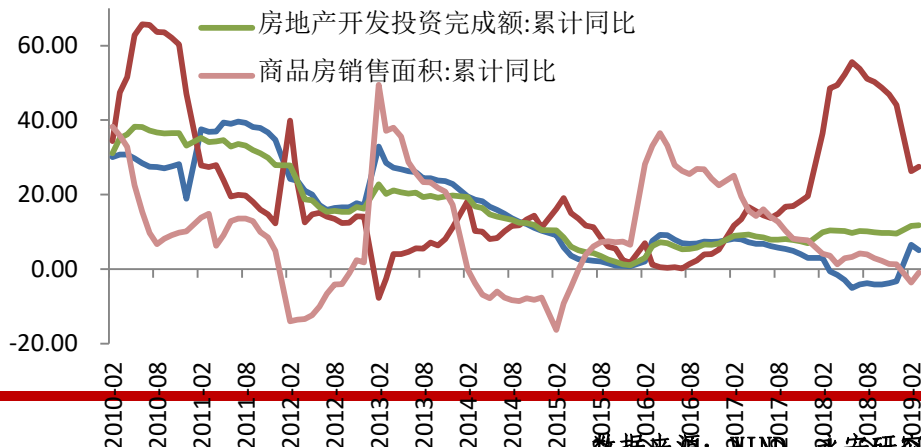
商品房库存与购地及投资增速

- 房地产开发投资完成额:其他费用:同比
- 房地产开发投资完成额:累计同比
- 商品房待售面积:同比



房地产销售增速与房地产资金支撑

- 房地产开发投资完成额:建安投资:累计同比
- 房地产开发投资完成额:其他费用:累计同比
- 房地产开发投资完成额:累计同比
- 商品房销售面积:累计同比



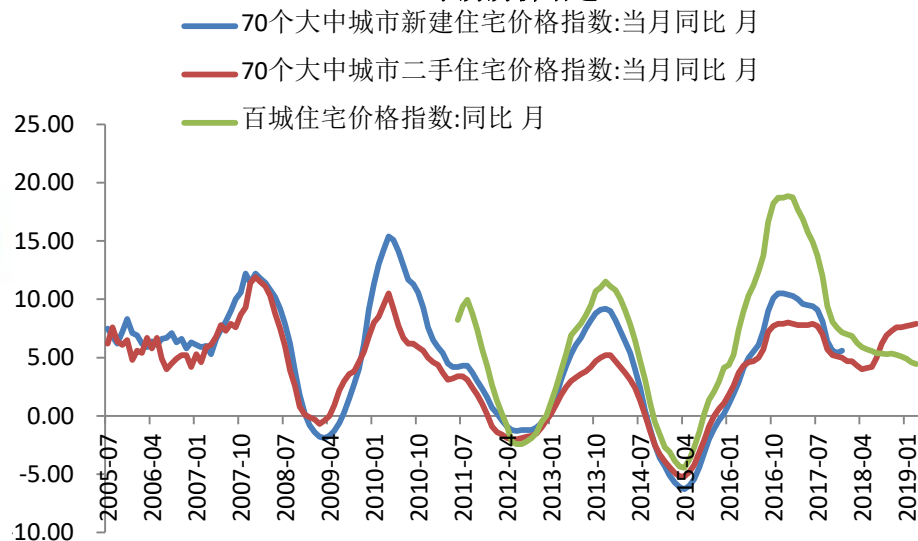
2018年底房贷利率开始下行，前期被抑制需求逐步释放，2019年初，地产数据再度开始走强，房地产再度进入利率驱动的新一轮短周期

从融360给出的居民房地产贷平均利率走势看，2018年12月全国房贷平均利率开始下行，在房地产限购限价政策没有放松的情况下，百城住宅价格指数和70个大中城市新建住宅价格指数同比继续下行，但70个大中城市二手住宅价格指数同比触底回升，这或许反映出房地产需求在二手房上更多有所体现。预计一手、二手房对地产整体需求的分流、不同级别城市间地产表现的分化和居民负债能力的弱化引发地产需求对利率的敏感和地产短周期加长将是最新一轮地产短周期的新特征。

融360全国首套房贷平均利率
近一年全国首套房贷款平均利率走势



一二手房房价增速



中国房地产具有明显的短周期波动特征，货币政策的放松使得房贷利率下降从而带动房地产销售增长，房地产销售的周期性特征使得价格、新开工、投资、拿地等指标增速也呈现或先或后的周期性变动，2015年以前的房地产短周期均由利率驱动。

2015年开始的一轮房地产短周期后部，在棚改货币化、房地产去库存、房地产限制政策以及房地产企业高周转经营策略综合作用下，尽管销售增速和百城房价增速于2016年4月开始下滑，但拿地支出支撑房地产投资和新开工下滑并不明显，因此本轮房地产短周期整体上由低库存驱动。

随着2018年底房贷利率下行，前期被抑制需求逐步释放，2019年初，地产数据再度开始走强，房地产再度进入利率驱动的新一轮短周期。预计一手、二手房对地产整体需求的分流、不同级别城市间地产表现的分化和居民负债能力的弱化引发地产需求对利率的敏感和地产短周期加长将是最新一轮地产短周期的新特征。

未来房地产短期走势及相关大宗商品需求判断

未来如果房贷利率持续下行，未来地产销售大概率增速反弹，并带动房价增速、新开工增速、投资增速等数据具有上行动力

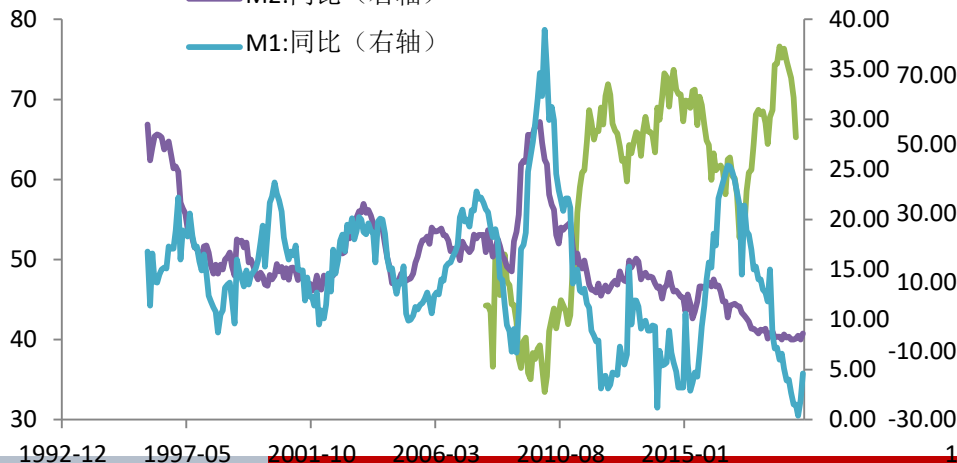
未来如果房贷利率持续下行，鉴于中国房地产需求仍存，居民负债未到极限水平以及新一轮短周期具有的更强的利率敏感性特征，未来地产销售增速大概率反弹，并带动房价、新开工、投资等数据具有上行动力。但在数据全面出现上行趋势前，受房地产调控政策延续、棚改货币化超预期减弱以及二手房对需求分流延续影响，房地产相关数据短期具有仍呈现一段时间震荡，甚至弱势震荡的可能，因此短期对地产的乐观判断并宜以过度，而房地产数据出现上行趋势的时间目前仍无法判断。

金融机构贷款利率与货币增速

— 金融机构:贷款占比:基准利率上浮合计

— M2:同比 (右轴)

— M1:同比 (右轴)



房地产销售增速与新开工面积增速和房地产投资增速

— 房地产开发投资完成额:累计同比

— 房屋新开工面积:累计同比

— 商品房销售面积:累计同比 (右轴)

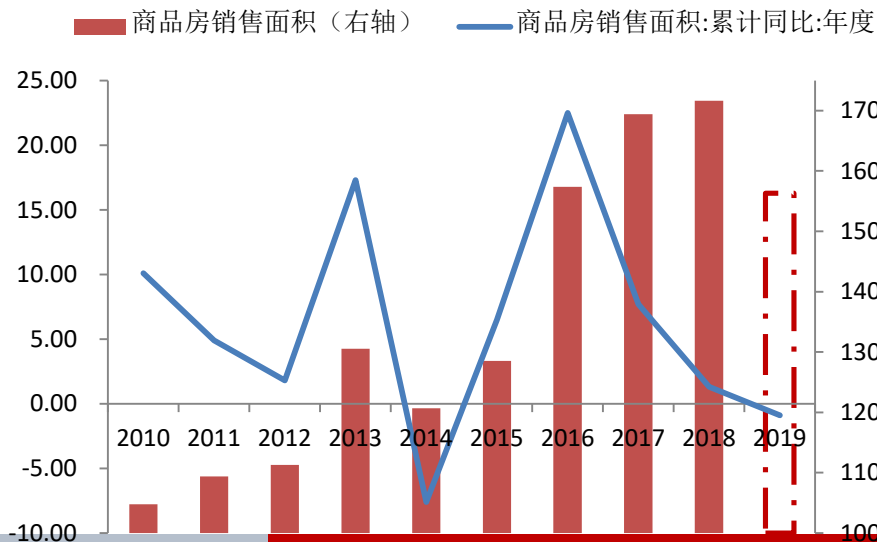


短期看，棚改力度的下降影响房地产短期需求，但目前数据看影响不显著

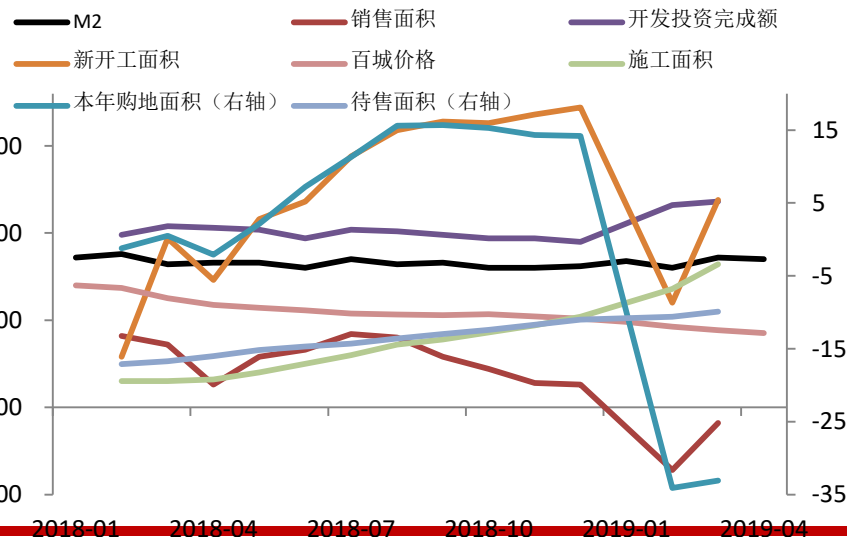
按目前公布的2019年棚改目标285万套并假定去年和今年货币化安置比例均为50%，每户购置商品房的面积为50平方米，棚户区计划和实际改造套数一致。由此估算，棚户区计划改造减少341万套将会直接拉低商品房销售面积5%左右。

从最新3月份整个房地产业链数据看，仅有百城房价同比下行，其他均回升，4月目前已出数据为M2与房价增速下降，目前看棚改对房地产销售影响较小。

棚改货币化对房地产销售的影响



房地产业链各数据变化

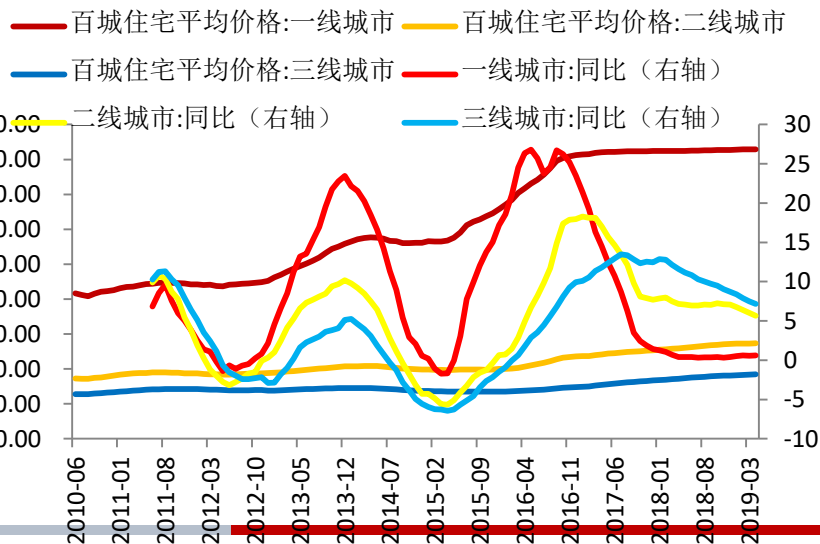


棚改力度减弱对低等级城市影响较大，如果短期地产政策不放松，受限于高等级城市房价受限，短期地产房价增速走势可能仍弱，二手房需求短期维持向好也可能分流部分新开工需求

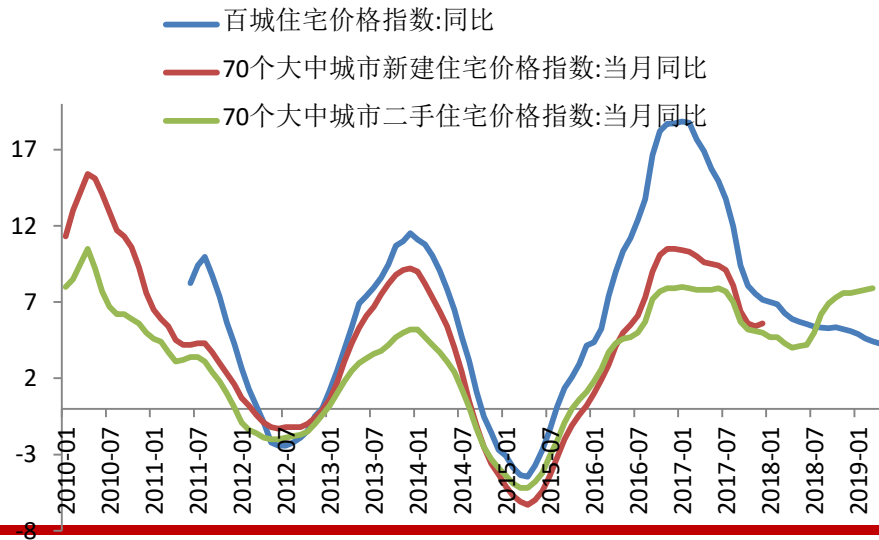
棚改力度减弱对三四线城市影响较大，客观上可能使地产需期短期更加依赖一、二线城市表现，在一、二线城市地产调控政策不放松的判断下，即使基数效应将使得一线城市房价增速回升，但平均房价增速短期可能依然呈现下行状态。

另一方面，一、二线城市限购政策支撑的二手房销售，仍将一定程度分流房地产新开工需求，削弱地产相关大宗商品需求。

一、二、三线城市房价及增速



一、二手房价及增速



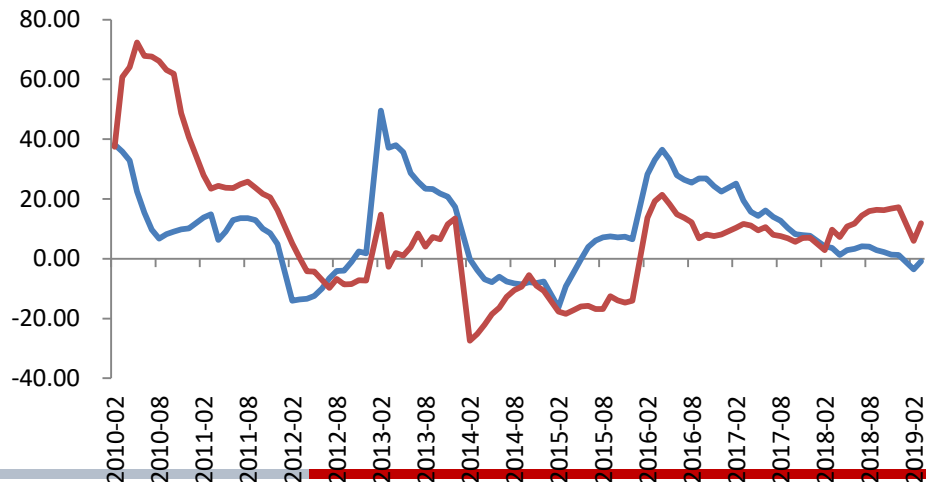
销售和房价的压力可能传导到新开工数据上，但恐不会出现断崖式下降

销售筑底叠加房价下滑将使得房地产企业延续2018年低以来的低支出经营策略，即并不会加速开工和积极拿地，尽量放缓工程建设速度，甚至减少不必要的人工和原材料库存，对新开工增速也将产生一定压力。

鉴于目前房地产企业土地存量处于高位，尽管短期房企无能力和意愿大举拿地，但随时房企预期改善和融资环境向好，预计新开工也不会出现断崖式下降。

房地产新开工与拿地增速

商品房销售面积:累计同比 房屋新开工面积:累计同比



代开发土地面积和本年度拿地增速

待开发土地面积:累计值 (右轴)

待开发土地面积:累计同比
本年购置土地面积:累计同比



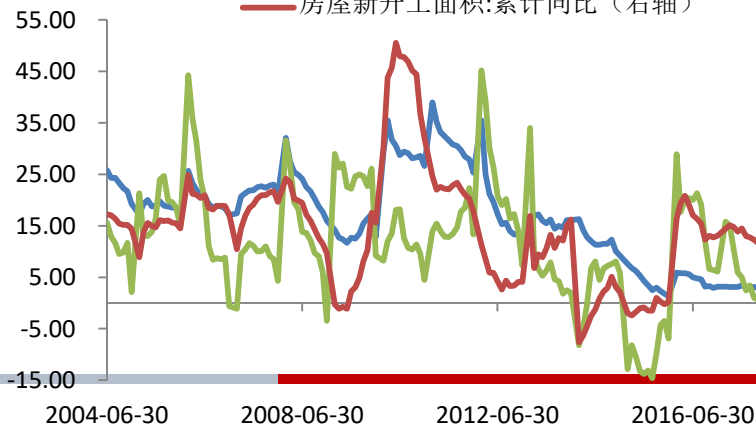
上轮地产周期积累下的巨量施工面积仍短期支撑房地产相关大宗工业品需求的巨大

对照历史上上一轮高开工时竣工和施工情况，以2108年2月为地产公司高周转开始，预计2019年9月左右竣工增速才会明显上行，施工增速业可能出现顶峰。预计在此期间，尽管房地产部分数据可能继续下行，但随着房地产企业融资环境改善，上一轮地产短周期高开工，低竣工积累下的巨大待建设面积已经带动房地产施工面积增速稳步增长，缓慢下行的新开工面积和趋势上行的施工面积整体仍在支撑大宗工业品需求。

当施工面积开始下滑，竣工大幅上升后，地产产业链是否能继续支撑相关工业品需求需要观察房贷利率和地产政策对需求的影响。

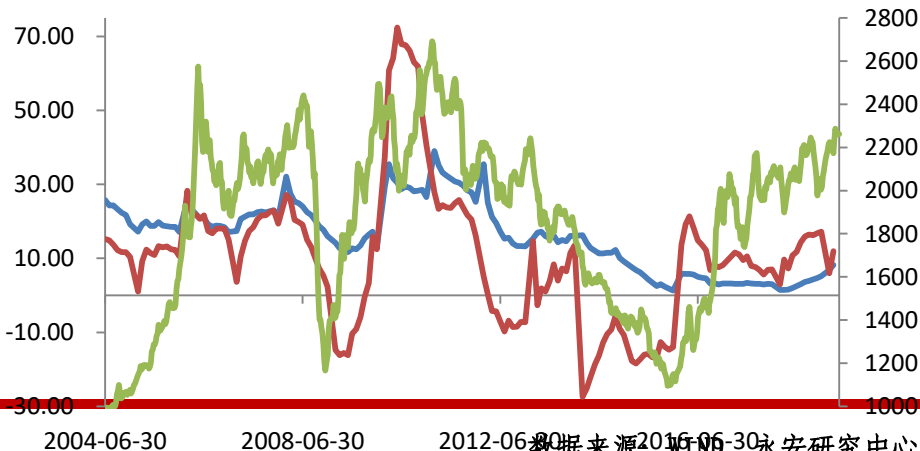
房地产新开工、施工和竣工增速

— 房屋施工面积:累计同比
— 房屋竣工面积:累计同比
— 房屋新开工面积:累计同比（右轴）



房地产新开工、施工和大宗工业品价格

— 房屋施工面积:累计同比
— 房屋新开工面积:累计同比
— 南华工业品指数:周（右轴）



2018年下半年房贷利率下行，叠加经济托底和金融供给侧改革政策使得地产出现超预期回升态势。未来短期随时棚改货币化套数较18年腰斩，如果一、二线城市房地产调控政策不放松，地产需期可能无法体现在平均房价、销售和新开工数据上，但随着房地产企业融资环境改善，加之较高的土地存量，新开工也不会出现断崖式下行，同时叠加确定将趋势上行的施工面积，将一定程度支撑相关大宗商品需求。



永安期货
YONGAN FUTURES

THANKS!



网址: www.yafco.com

联系电话: 400-700-7878

地址: 杭州市江干区钱江新城新业路200号华峰国际