



## 光期能化：新一轮房地产去库周期下的 PVC 交易机会

### 光大期货研究所

能化研究团队

研究总监：钟美燕

品种：原油

分析师：杜冰沁

品种：天然气、燃料油、  
沥青、航运

分析师：邱艺琳

品种：PTA、MEG、  
天然橡胶、  
20 号胶

分析师：彭海波

品种：甲醇、PE、  
PP、PVC

期市有风险

入市需谨慎

在上一篇报告《Contango 结构下的交易逻辑——PVC 历史复盘》中通过对 PVC 价格走势与中国房地产开发景气指数的长期跟踪和比较分析，我们可以观察到两者之间存在显著的相关性。这种相关性表明，房地产市场的景气度往往直接影响 PVC 的需求和价格。

由于房地产链条相对较长，涉及到的上下游产业链可能分别处于不同的景气节点，并且衡量房地产行业景气度时，可观察的指标众多。如果仅用房景气指数这一参考变量去估计 PVC 未来走势，效果可能不尽如人意。因此，本文利用由上至下的分析方法，先分析去库存背景下的房地产周期，再从产业链角度挖掘与 PVC 相关的高频数据，从而建立周期定方向，产业链数据定节奏的研究框架。

最终根据上述的框架进行分析，我们认为房地产库存周期的转折点与 PVC 需求的季节性因素将在本年度第四季度形成交汇，这为我们提供了一个积极的信号。基于此，我们建议投资者在评估第四季度 PVC 价格时，不应过于悲观，而应考虑市场周期性变化和季节性因素的共同作用。

## 光期能化：新一轮房地产去库周期下的 PVC 交易机会

在上一篇报告《Contango 结构下的交易逻辑——PVC 历史复盘》中通过对 PVC 价格走势与中国房地产开发景气指数的长期跟踪和比较分析，我们可以观察到两者之间存在显著的相关性。这种相关性表明，房地产市场的景气度往往直接影响 PVC 的需求和价格。

图表 1：PVC 价格与中国房地产市场景气度高度相关



资料来源：Wind、光大期货研究所

由于房地产链条相对较长，涉及到的上下游产业链可能分别处于不同的景气节点，并且衡量房地产行业景气度时，可观察的指标众多，包括但不限于商品房销售面积增速、商品房销量增速、商品房销售均价、商品房库存等全国和地方性数据。如果仅用国房景气指数这一参考变量去估计 PVC 未来走势，效果可能不尽如人意。因此，本文利用由上至下的分析方法，先分析去库存背景下的房地产周期，再从产业链角度挖掘与 PVC 相关的高频数据，从而建立周期定方向，产业链数据定节奏的研究框架。

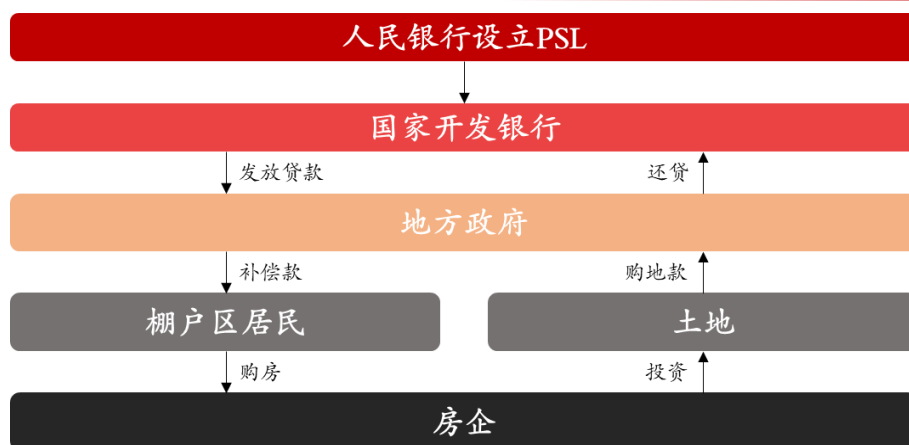
## 一、2014 年与 2024 年去库存周期对比

### （一）2014 年去库存政策及效果

2014 年 4 月 25 日，中国人民银行响应国务院第 43 次常务会议的指导精神，创新性地设立了抵押补充贷款（PSL）机制。这一金融工具旨在为开发性金融机构提供长期、稳定且成本合理的资金，以支持棚户区改造项目。

具体操作中，央行通过政策性银行，将 PSL 资金提供给地方政府或国有企业，这些资金被用于收购棚户区的房产。这一过程中，原棚户区居民得到了妥善安置，他们可以选择政府安排的住房或自行购买新房，从而有效清理了市场上的房产库存。同时，地方政府通过回收并重新规划城市中心的棚户区土地，将其以更高的价格出售给房地产开发企业，进行二级市场开发。这一土地出让所得的资金，被用于偿还先前获得的 PSL 贷款，实现了资金的有效循环和闭环管理。

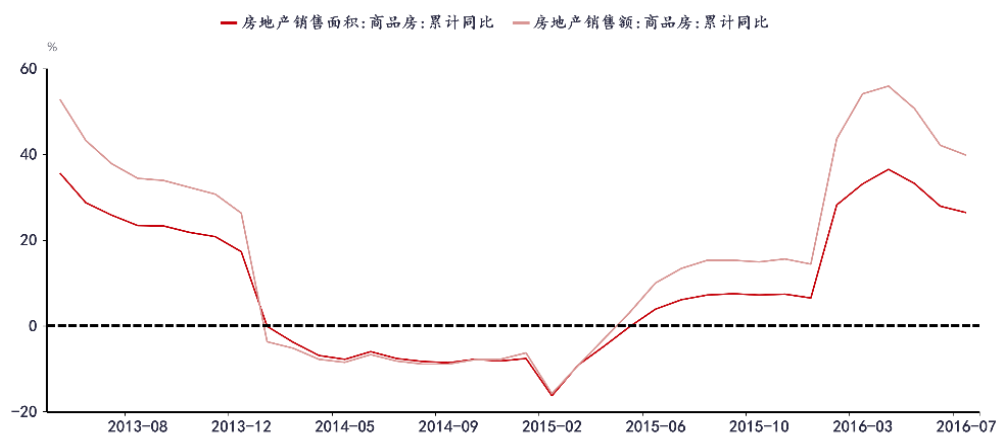
图表 2：2014 年棚改货币化



资料来源：公开资料整理、光大期货研究所

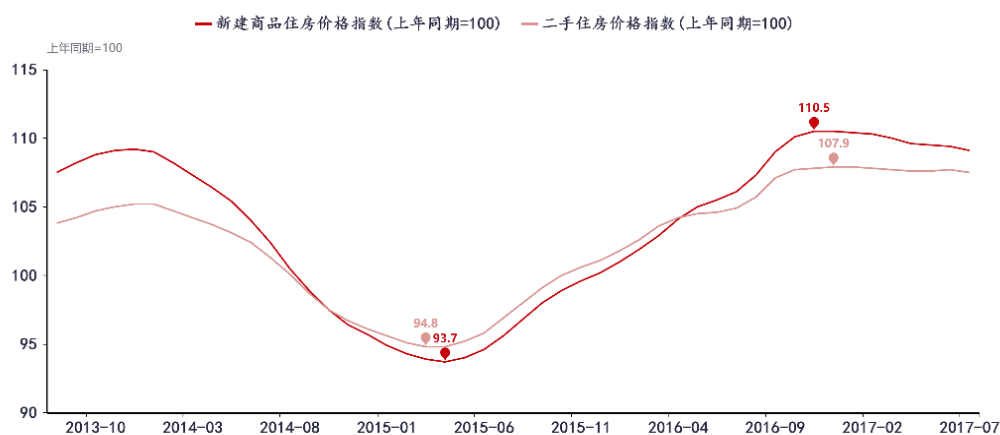
从政策效果来看 2015 年 4 月，房地产市场经历了显著的转变。销售面积结束了之前的下降趋势，开始进入复苏期。在这一时期，二手房和新房的价格均显示出稳定的迹象，并开始反弹上升。此外，商品房的去化周期，在同年第二季度也开始呈现下降趋势。

图表 3：房地产销售在 2015 年二季度开始复苏



资料来源：iFind、光大期货研究所

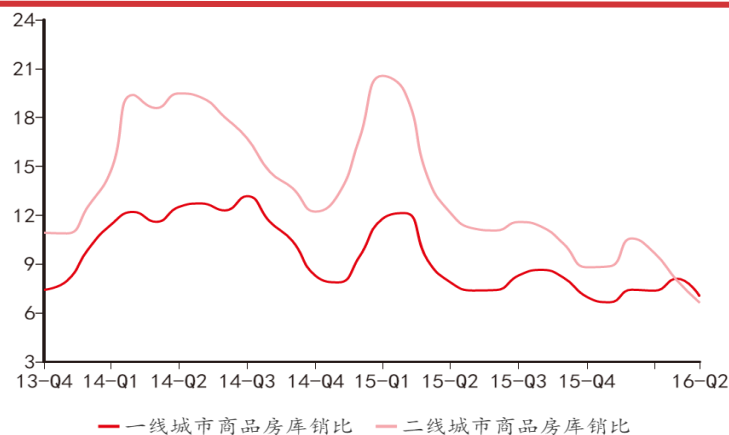
图表 4：新房和二手房价格在 2015 年 4 月企稳反弹



资料来源：iFind、光大期货研究所

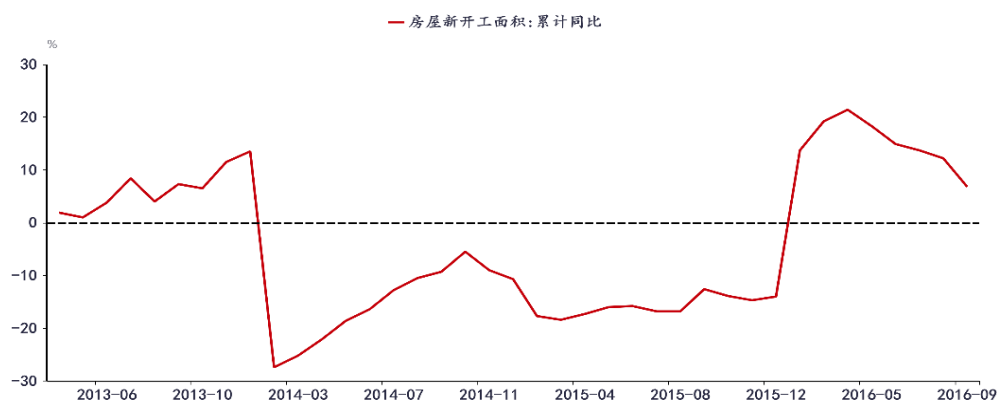
随着市场的逐步回暖，2016 年 2 月，新开工面积，即新开始建设的房产面积，也实现了正增长。与此同时，商品房待售面积，也就是已经建成但尚未售出的房产面积，达到了顶峰并开始下降，显示出市场的消化能力在增强。

图表 5：商品房去化周期于 2015 年二季度下降



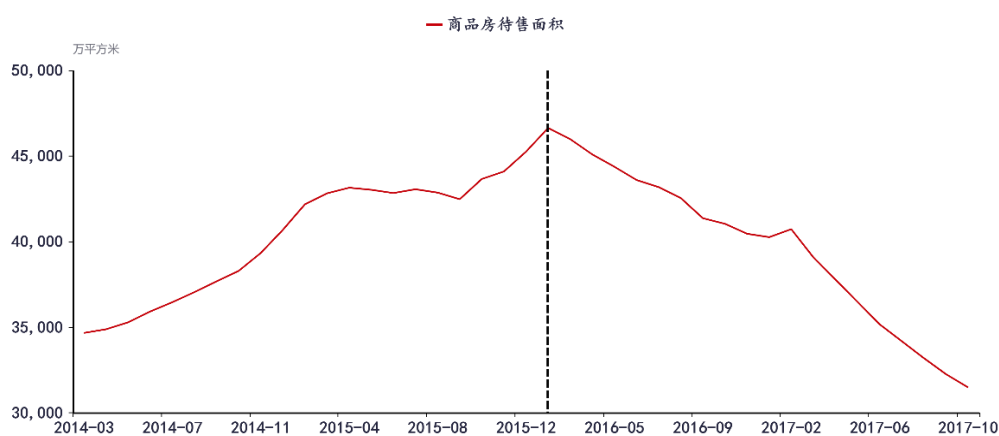
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 6：房屋新开工面积于 2016 年 2 月开始增加



资料来源：iFind、光大期货研究所

图表 7：商品房待售面积于 2016 年 2 月下降



资料来源：iFind、光大期货研究所

## （二）2024 年去库存政策组合

自 2023 年 8 月以来，中国政府已陆续推出一系列房地产去库存政策，旨在缓解市场供需失衡，促进房地产市场的健康发展。2024 年 5 月 17 日，国务院进一步明确了新一轮房地产去库存政策的方向，这是对 4 月 30 日政治局会议决策的响应和具体化，该会议将房地产去库存提升至国家政策层面。

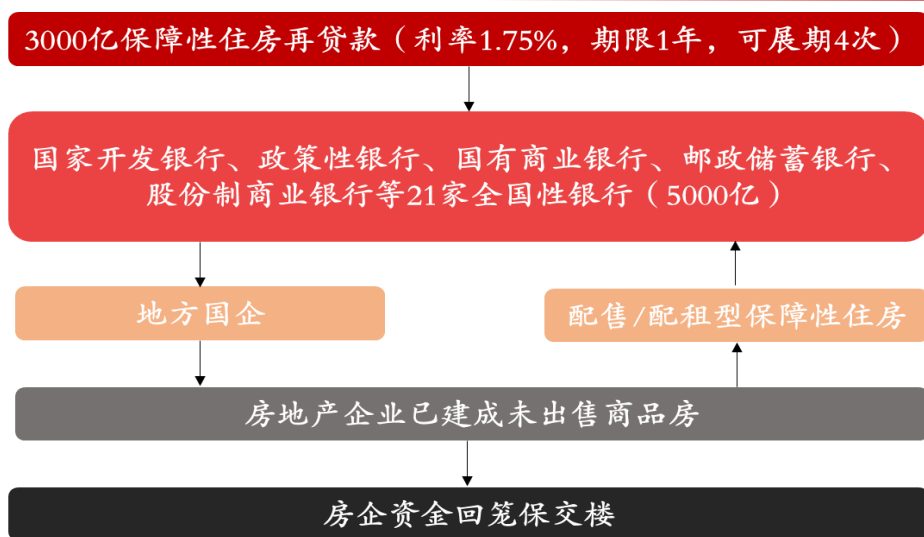
国务院在 5 月 17 日的政策吹风会上，由住建部、自然资源部、央行和金融监管总局的领导介绍了保交房工作的配套政策。这些政策是对政治局会议中房地产最新定调的具体落实，即“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。政策组合包括以下几个关键方面：保障性住房与三大工程、商品房与保障性住房的分工、金融政策支持、货币政策调整、以及风险管理。

随后央行宣布设立 3000 亿元的保障性住房再贷款计划，该计划具有 1.75% 的低利率和一年期的贷款期限，可展期四次。这一措施旨在鼓励金融机构按照市场化和法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成但未出售的商品房，作为保障性住房使用。

收购流程涉及 21 家商业银行，它们将根据自主决策和风险自担的原则，向有需求的地方国有企业发放贷款。央行将根据贷款本金的 60% 提供再贷款支持。地方国企获得贷款后，将与高库存的房地产开发商协商价格，收购现房，并将其转化为配售型或配租型的保障性住房。保障性住房的配售和租赁将严格遵循满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，户型和面积标准通常控制在 70-90 平方米左右。这些住房的后续配售和租赁收入将成为地方国企向商业银行还本付息的主要来源。

总体来看，在本次房地产去库存行动中，政府推出的保障性住房再贷款计划规模为 3000 亿元，这一规模相对较小，与以往棚改项目相比，显示出政府对资金使用的审慎态度。我们预计，保障性住房的需求将主要集中在大城市，而这一需求可能低于棚改时期的水平。此外，地方政府通过租金收入实现资金周转的方式，预计其速度将慢于 2015 年直接转售土地的做法。地方政府需要适应新的资金回流模式，并可能需要更长时间来回收投资。

**图表 8：保障性住房再贷款传导路径**

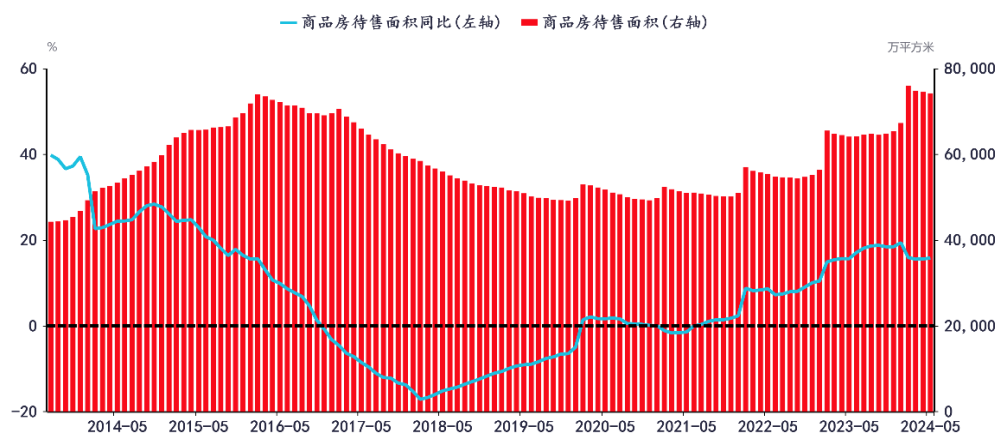


资料来源：公开资料整理、光大期货研究所

截至 2024 年 5 月，全国商品房的待售面积已经达到 7.43 亿平方米，同比增长 15.81%，连续 34 个月呈现增长态势。与此同时，居民购房的积极性有所下降，导致当前全国综合商品房的去化周期延长至 31 个月，这一数字不仅超过了 2015 年 25 个月的高点，而且与 18 个月的合理去化周期上限相比，存在较大差距。

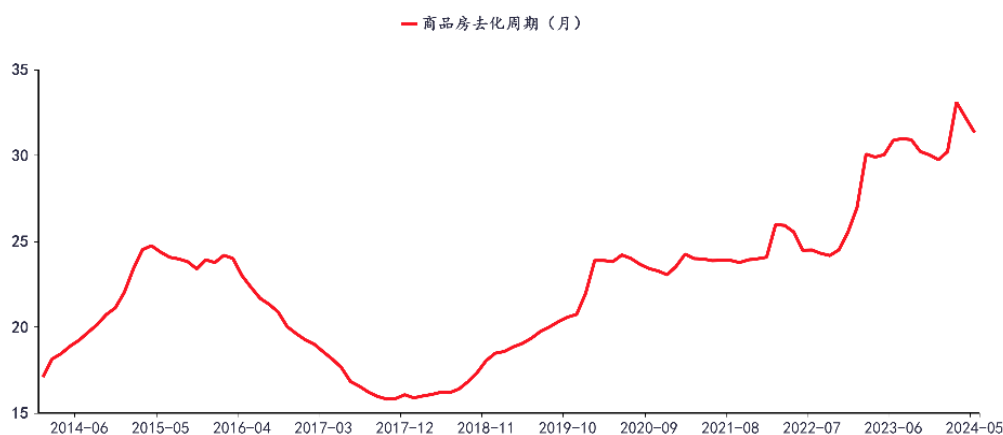


**图表 9：商品房库存超过 2015 年高点**



资料来源：iFind、光大期货研究所

**图表 10：商品房库存去化周期远高于 18 个月**

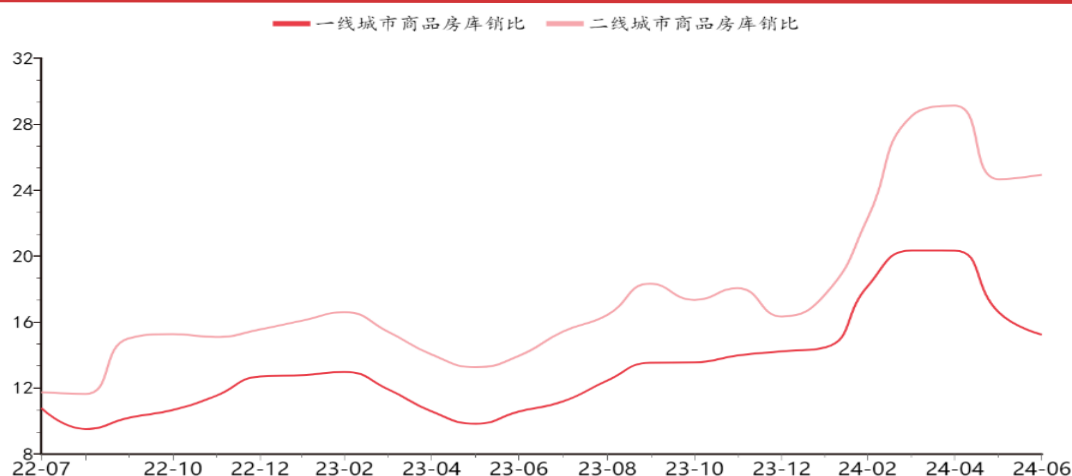


资料来源：iFind、光大期货研究所

尽管整体去库存的形势较为严峻，但通过对比不同级别城市的去化周期，我们发现库存压力主要集中在二线及以下城市。考虑到此次收储政策针对的面积标准在 70-90 平方米之间，而三四线城市在这一面积段的房源相对有限，且销售和租赁难度较大，预计收储政策将主要面向二线城市。



**图表 11：二线以下城市库存去化周期压力更大**



资料来源：Wind、光大期货研究所

在预测房地产库存变化之前，我们需要作以下假设和说明：1.保障性住房再贷款的额度维持在 3000 亿元，后续无新增额度；2.房屋竣工面积基于过去三年新开工面积的估计，且短期内没有新增的商品房供应；3.房地产销售面积是当期现房的销售面积，并不包含预售面积。

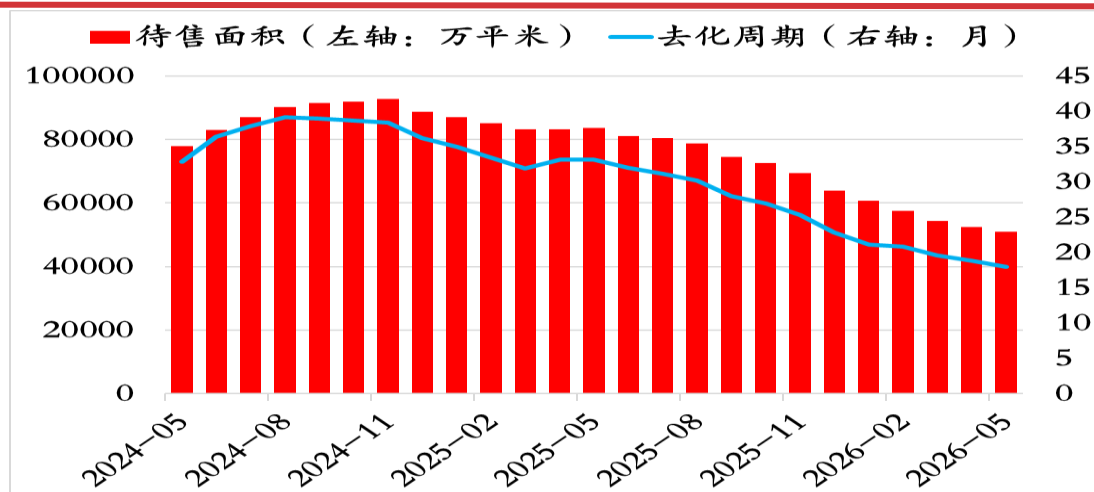
根据 2024 年 6 月的数据，二线城市的二手房挂牌价为 16430 元/平方米，而收购价通常为挂牌价的 70%至 80%，即 11500 至 13144 元/平方米。据此估算，5000 亿元的保障性住房再贷款能够收储约 3800 至 4348 万平方米的房产，我们取中间值 4000 万平方米进行计算。如果将这 4000 万平方米平均分配到 20 个月内，平均每月收购面积在 200 万平方米左右，当前每月现房销售面积在 2200 万平方米，因此预计 5000 亿贷款可以使现房销售面积同比增长 10%。

在供应端，我们利用过去三年的新开工面积来估算竣工面积，并减去预售面积以计算实际的现房供应量。进一步，我们用实际现房供给量再加上一期待售面积，来估算库存量。最后，用库存量除以销售面积，得到房地产去化周期。

基于上述假设，我们预测房地产库存将在 2024 年 11 月达到高点，而去化周期将在库存达到

高点前两个月，即 2024 年 9 月达到峰值，随后开始下降，预计到 2026 年 5 月，房地产去化周期将降至 18 个月以下。

**图表 12：预计 2024 年年底商品房库存开始下降**



资料来源：iFind、光大期货研究所

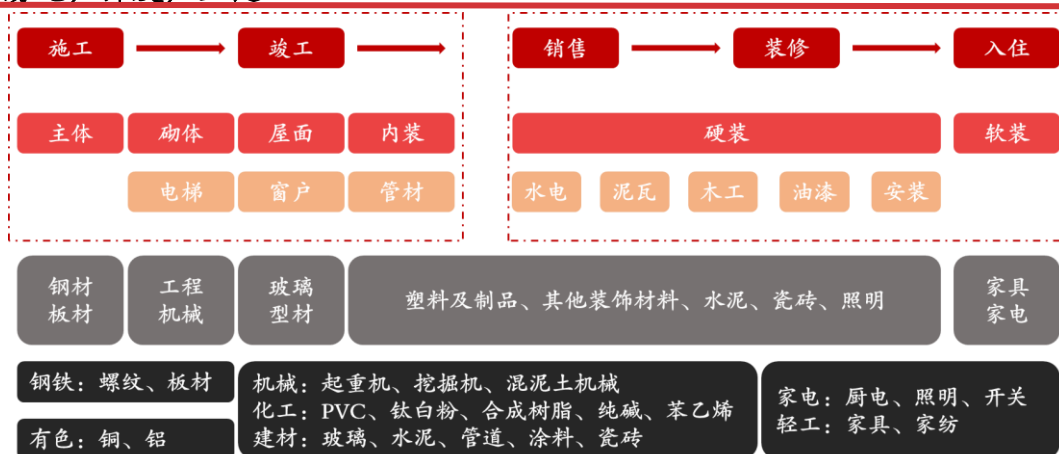
然而，实际情况可能因多种因素而有所不同。例如，初始再贷款可收购的面积仅占总库存的 5% 左右，未来有增加的可能性；销售面积的同比增速可能不是恒定的，而是以加速的形式增长；部分资金状况良好的房地产开发商可能会在库存去化后推出新项目，从而增加市场供应。

因此，在假设条件发生变化的情况下，库存去化周期达到目标区间的时间可能会提前或延后。我们需要根据市场的最新情况，不断调整我们的预测和估计。

## 二、从产业链角度挖掘高频数据

房地产开发周期通常可以划分为四个主要环节：拿地、施工、竣工和零售。每个环节都对经济的不同领域产生影响。

图表 13：房地产开发产业链



资料来源：公开资料整理、光大期货研究所

### （一）拿地

拿地是房地产开发的首要步骤，而土地购置费用是衡量房地产企业在拿地阶段活跃度和实际投资意愿的关键指标。由于目前土地成交价款的数据暂时无法获取，我们采用全国成交土地的平均溢价率作为替代指标，以预测房企的拿地情况。

在资金来源方面，房地产企业拿地投资主要依赖于三个渠道：销售回款、贷款和自筹资金。因此，商品房的销售额和房地产开发贷款余额也被视为重要的观测指标。

通过深入分析对比，我们发现：

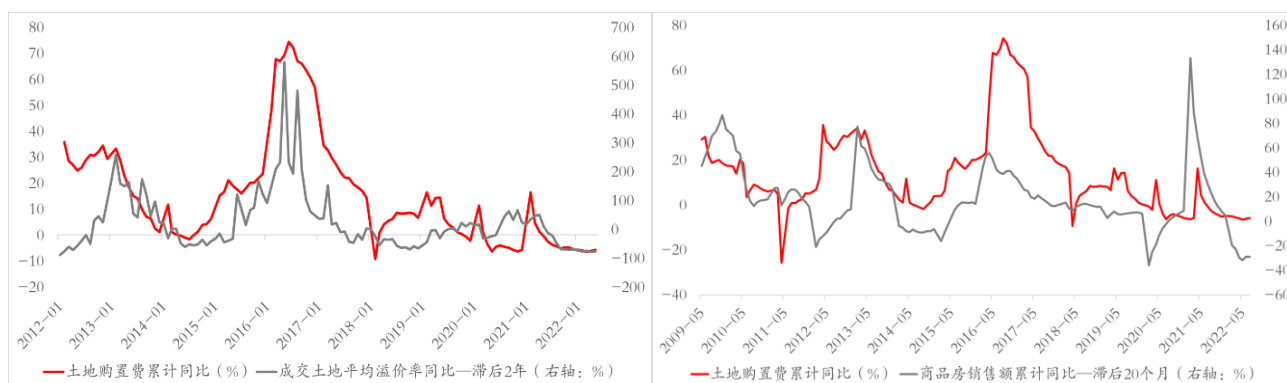
1. 土地平均溢价率对土地购置费的变化具有一定的领先性，大约领先 2 年。这意味着土地溢价率的当前水平可以作为预测未来土地购置费用走势的参考。

2. 商品房销售额对土地购置费的变动也显示出领先性，大约领先 20 个月。这表明销售情况对房企拿地能力有直接影响，销售表现强劲时，房企更有可能增加土地投资。

3.房地产开发贷款余额与土地购置费的走势较为同步，表明贷款资金对房企拿地活动的即时支持作用。

图表 14：土地溢价率领先购置费 2 年

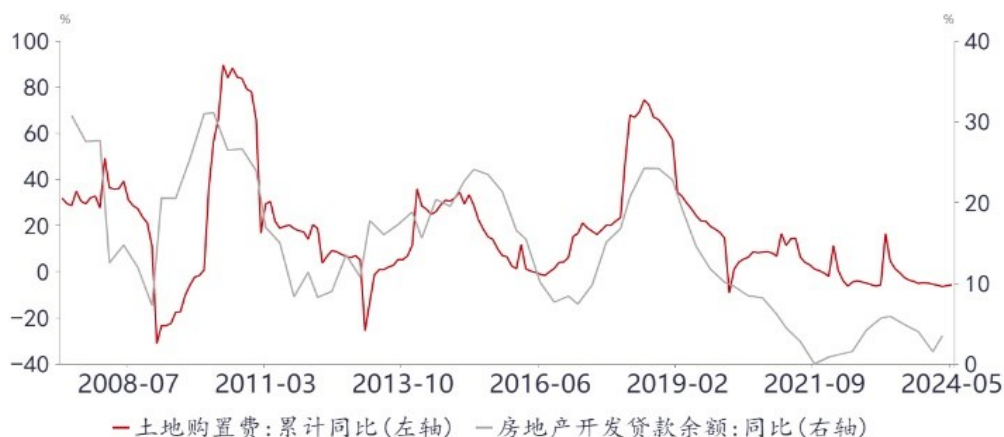
图表 15：商品房销售额领先购置费 20 个月



资料来源：iFind、光大期货研究所

资料来源：iFind、光大期货研究所

图表 16：贷款余额于土地购置费较为同步



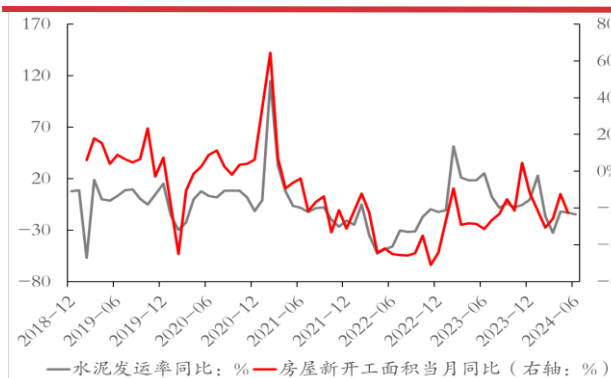
资料来源：iFind、光大期货研究所

## (二) 施工

在研究房地产市场的开工和施工环节时，我们可以通过观察房地产上游的钢铁和水泥等建筑材料需求的变化来进行预测。水泥由于其存储特性，通常不会有库存积压，其生产量直接受需求驱动，因此水泥的产量和销售数据可以作为衡量房地产建设活跃度的一个实时指标。而建筑钢材，

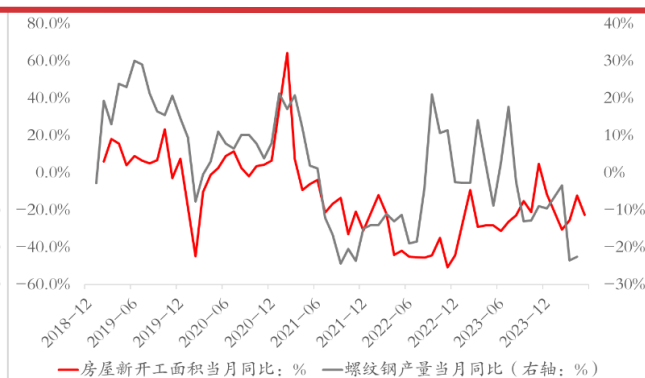
尽管有时会因为库存因素与其需求量出现短期的不同步，但其交易数据的高频更新为我们提供了一个能够快速反应市场变化的工具。通过观察建筑钢材的日成交量变化，我们能够及时评估房地产市场新开工的热度。

**图表 17：水泥发运与新开工同步**



资料来源：iFind、光大期货研究所

**图表 18：螺纹钢产量与新开工同步**



资料来源：iFind、光大期货研究所

### （三）竣工

在房地产开发的整个过程中，PVC 管材和型材通常在项目的后期，即竣工和销售阶段才会被使用，因此它们的需求与房地产行业的后期活动紧密相关。通过对 PVC 的消费数据、房屋竣工面积和新开工面积的分析，我们可以观察到以下模式：

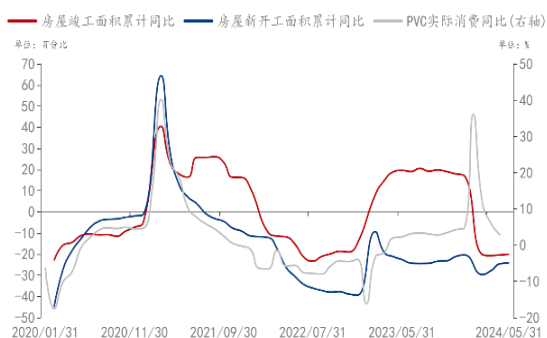
PVC 的消费量与房屋竣工和新开工的年度变化呈现出明显的正相关性。这意味着，当房屋竣工或新开工的数量增加时，PVC 的需求量通常也会随之上升。

从时间序列的角度来看，房屋的新开工面积通常会在竣工面积之前大约三年出现变动。这表明，新开工的房屋建设活动是预测未来竣工趋势的一个重要指标。

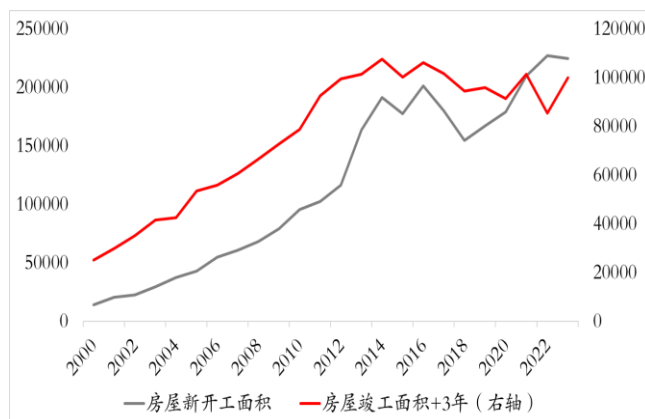
尽管 2023 年房屋新开工面积同比下降了 20.43%，但房屋竣工面积却实现了 17% 的同比增长，这导致了 PVC 消费量的小幅上升，达到了 2.7% 的同比增长。根据房屋新开工面积通常领先竣工面积大约三年的规律，我们可以预测，尽管今年的房屋竣工面积增速可能会显著低于去年，但预

计仍将保持大约 1.4% 的增长。此外，考虑到房屋竣工面积在 10 月至次年 1 月期间通常会达到高峰，这有利于房地产企业在春节前完成交房，加快资金回流，因此我们预计在今年下半年，特别是在第四季度，房屋竣工面积将呈现出较为强劲的增长。

图表 19: PVC 消费与开工和竣工高度相关



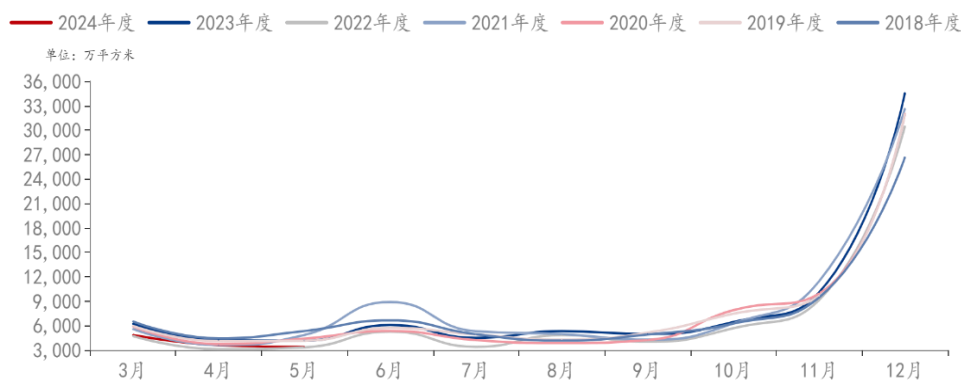
图表 20: 房屋新开工领先竣工 3 年 (万平方米)



资料来源: 钢联、光大期货研究所

资料来源: iFind、光大期货研究所

图表 21: 房地产竣工面积季节性



资料来源: 钢联、光大期货研究所

在审视房地产开发的全周期，从拿地到开工再到竣工，我们通过关键指标的分析得出以下结论：

1.利用领先指标进行预测，我们预计 2024 年的土地购置费用将呈现 2.76%的累计增长。

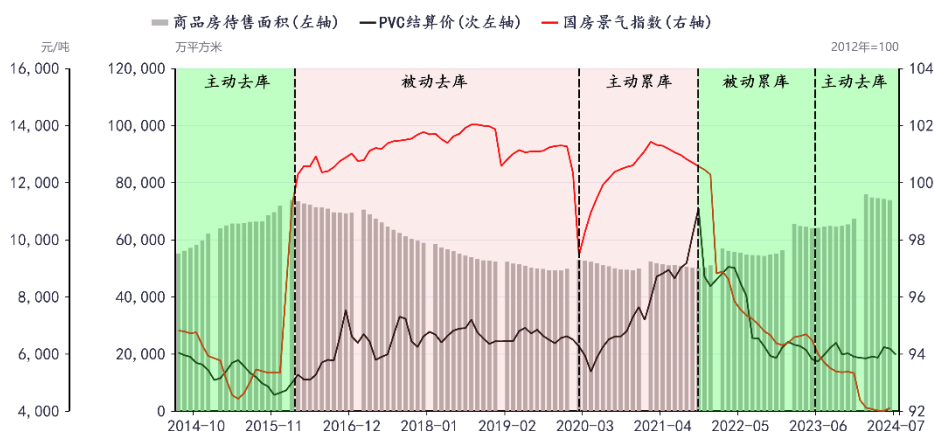
2.根据水泥和建筑钢材的产量数据，2024 年的房屋新开工面积似乎并没有显著的增长，预计其同比增速将与去年的平均水平相近。

3.尽管在今年上半年房屋竣工面积的同比增速有所下降，但由于受到三年前的新开工面积和竣工的季节性因素影响，预计下半年的竣工面积将有所回升，预计同比增长率大约为 1.4%。

综合上述分析，虽然今年的拿地和竣工端预计将保持一定的增长，但由于新开工面积的表现未达预期，PVC 的实际需求增速可能难以实现显著增长。我们保守估计，PVC 需求的同比增速可能会略低于去年的平均水平。

### 三、新一轮房地产去库周期下 PVC 的交易机会

图表 22：近十年房地产库存周期与 PVC 价格走势



资料来源：iFind、光大期货研究所

从库存的角度来看，2014 年 7 月至今，房地产经历了一轮完整的库存周期，而在库存周期的不同阶段，PVC 价格表现具有不同特征：

1.主动去库：此时房地产市场景气度处在冰点，市场信心严重不足，由于供给明显高于需求，即使政府出台刺激政策，商品房待售面积还继续增加，PVC 价格低位震荡。



2.被动去库：此时房地产市场回升至景气区间，由于房地产开发有滞后性，需求逐渐超过供应，商品房待售面积进入下降阶段，而 PVC 价格保持震荡向上的趋势。

3.主动累库：此时需求处在顶点，房地产市场过热导致库存开始增加，PVC 价格也进入加速向上阶段。

4.被动累库：之前过多的房地产开发投资导致竣工面积快速增加，而需求已经开始下降，商品房待售面积被动增加，PVC 价格也开始快速下跌。

可以看到，分析房地产库存周期有助于我们在较长时间内把握 PVC 价格的趋势。当下我国房地产市场处在主动去库阶段，去库形势比较严峻，根据我们的测算，预计在 2024 年 11 月之前，商品房的待售面积和库存去化周期将持续呈现上升趋势。

通过高频数据的进一步验证，我们观察到从土地购置到项目竣工的整体表现并不理想。然而，从产业链的上游到下游，土地购置通常领先于新开工，而新开工又通常领先于竣工。PVC 作为房地产后周期的关键材料，其短期价格波动更多地受到竣工面积的影响。而当前的土地购置和新开工情况，将对未来三年内 PVC 的需求量产生更为深远的影响。

从季节性因素来看，房地产项目的竣工主要集中在第四季度，并且考虑到今年竣工面积受到三年前新开工面积的积极影响，我们预计会有一定的增长。因此，可以预见的是，第四季度 PVC 的需求量将不会过于疲软。

综合上述分析，我们认为房地产库存周期的转折点与 PVC 需求的季节性因素将在本年度第四季度形成交汇，这为我们提供了一个积极的信号。基于此，我们建议投资者在评估第四季度 PVC 价格时，不应过于悲观，而应考虑市场周期性变化和季节性因素的共同作用。

## 光期能化研究团队成员介绍

- **所长助理兼能化总监：钟美燕**

现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获 2019 年度、2021 年度、2022 年度上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖，2022、2023 年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020 年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协 2020 年期货投资者教育优秀案例。

期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。

- **原油/燃料油/天然气/沥青/航运分析师：杜冰沁**

现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2022、2023 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。

期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

- **天然橡胶/聚酯分析师：邱艺琳**

现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，上海大学金融学硕士、金融学学士。主要从事天然橡胶、20 号胶、PTA、MEG 等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。

期货从业资格号：F03107645。

- **甲醇/PE/PP/PVC 分析师：彭海波**

中国石油大学（华东）工学硕士，中级经济师，主要从事甲醇、PE、PP、PVC 的研究工作，多年能化期现贸易工作，通过 CFA 三级考试，具备将金融理论与产业操作相结合的经验。

期货从业资格号：F03125423。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222                  传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979              邮编：200127

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。