

房地产行业运行半年报

--融资环境收紧，投资维持高位，房地产企业加速去化

联合观点：

- **融资政策：**2019 年上半年，我国积极的财政政策加力提效，稳健的货币政策松紧适度，央行优化流动性结构，降低融资成本，进一步支持实体经济发展。在松紧适度的货币环境下，监管层从信托借款、境外发行债券和开发贷款等多个融资渠道予以加强管理，房地产行业融资渠道处于收紧态势，此举会驱动房地产开发企业谨慎拿地、加速去化；下半年有限的金融资源会进一步向债务负担适中的大中型房地产企业集中，加速房地产企业分化趋势。
- **棚改走向：**根据 8 月 22 日《人民日报》报道，今年全国棚改计划新开工 289 万套，1—7 月已开工约 207 万套，占年度目标任务的 71.6%，完成投资 6,000 多亿元。预计本年度完成投资额约为 2018 年的 48%，棚改建设的大幅下滑会使产业基础薄弱和购房需求透支的三四线城市销售愈加严峻，下半年三四线城市销售情况面临较大不确定性，呈分化态势。
- **行业运行：**2019 年上半年，限商政策松动促使新开工提速明显，受益于房地产企业加大开工力度，房地产开发投资增速仍保持较强韧性，预计全年土地投资聚焦一二线城市；受房地产调控持续深化影响，上半年房地产销售额和销售面积增速依然处于下行通道；2019 年初以来，库存去化周期整体处于上行通道，2019 年二季度末有回调趋势。受房地产融资政策趋紧影响，预计下半年房地产企业会加大销售力度同时谨慎拿地，若购房者预期不发生反转，商品房销售面积和金额增速会保持稳定，房企库存周期会小幅下行。

融资政策方面：年初以来，在稳妥实施房地产市场平稳健康发展的长效机制、坚持房住不炒和紧盯房地产金融风险的管控基调下，监管层从房企融资政策方面多管齐下进行调控；其中，涉及到银行和非银（信托）地产融资贷款标准和规范、对房地产开发企业发行外债资金用途进行管控、加强对高杠杆经营的大型房企融资行为进行管控、对涉房信托业务按月进行监测和控制开发贷总额度等方面

表1 年初以来房地产行业主要调控政策

时间	政策或事件
1月22日	习近平主席在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班仪式上提出，要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案
2月25日	国新办新闻发布会上，银保监会副主席表示要紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实施审慎的贷款标准
4月17日	银保监会官网发文指出，继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
4月19日	政治局会议重申了房住不炒的政策基调
5月17日	银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），在银行和非银（信托）领域规范地产融资，明确了整治违规向房企“输血”乱象
6月15日	银保监会郭树清主席表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”
7月6日	《地产观点网》报道，针对部分房地产信托业务增速过快，增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示
7月12日	国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务
7月29日	人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管
7月30日	中央政治局会议提出，不将房地产作为短期刺激经济的手段
7月31日	人民银行在银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会上表示“房地产行业占用信贷资源依然较多，对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域支持力度仍有待加强”
8月7日	《证券日报》报道，银保监会日前向各银保监局信托监管处室（辽宁、广西、海南、宁夏除外）下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》，要求按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈、现场检查，暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头
8月29日	腾讯新闻《一线》从多个独立信源处获悉，多家银行近期收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度，原则上开发贷控制在2019年3月底时的水平

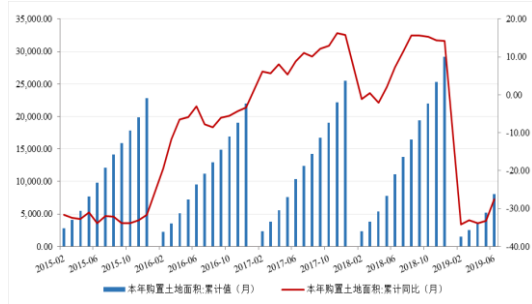
资料来源：联合评级整理

土地购置情况：2019年上半年，全国土地购置面积同比大幅下滑，房地产开发企业的一致性预期导致三线城市购置面积大幅下滑为主因，但是地价的上涨仍带动了土地购置费保持高位增长态势；房地产开发企业重回一二线城市拿地，一二线城市土地成交面积增速大幅增长，土地溢价率高企；上述情况引起中央的高度重视，管理层对房企融资端进行严格管控。在房地产企业融资端严管控的政策背景下，房地产开发企业会从紧拿地，预计下半年土地溢价率大概率回落，房地产开发企业底价成交机会加大

受三线城市土地成交面积增速持续回落影响，2019年上半年，房地产开发企业土地购

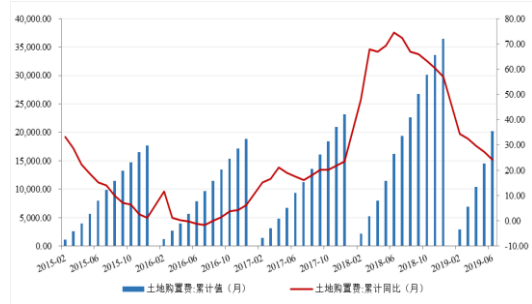
置面积为 8,035.29 万平方米，累计同比下降 27.50%。在地价同比增幅仍较快的带动下，土地购置费 20,164.05 亿元，累计同比增长 24.20%，仍处高位增长态势。土地市场局部表现较为活跃，主要体现为对主力城市土地的追逐以及房企间的项目并购数量逐渐增加。预计规模房企出于维持市场地位考虑，后期会乐观中偏谨慎的态度拿地；出于现金流安全角度考虑，偿债压力较大的房地产企业以及竞争力较差的中小房地产企业会放缓土地投资节奏，下半年土地购置面积增速会继续回落。

图 1 近年来购置土地面积变动情况



资料来源：联合评级根据 Wind 整理

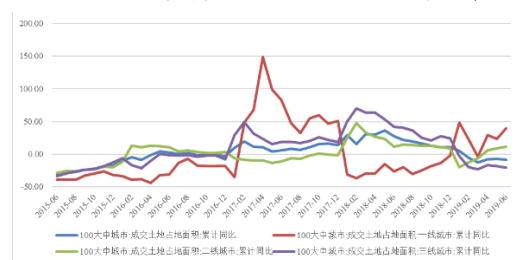
图 2 近年来购置土地金额变动情况



资料来源：联合评级根据 Wind 整理

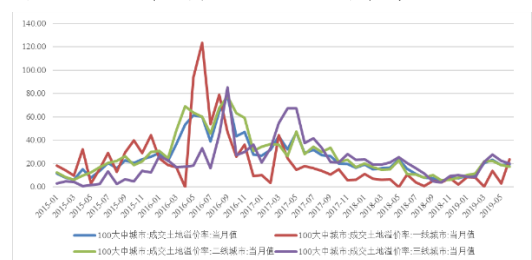
分城市来看，在“房住不炒”的总体调控原则以及“因城施策”调控机制下，2019 年以来，一二线城市土地购置面积大幅增长，三线城市土地购置面积持续下滑。上半年，受棚改货币化力度减弱倒逼房地产开发企业回流一二线城市、一季度以来宏观资金面有所宽松以及一二线城市近年来所积累的购房需求释放影响，一二线城市土地成交面积累计同比增幅大幅提高（一线同比增 39.93%、二线同比增 11.66%），成交土地溢价率高企（一线 23.43%、二线 17.16%）；三线城市上半年成交土地占地面积累计同比下降 20.49%，成交土地溢价率为 20.17%。部分一二线城市较高的土地溢价率引起了中央的高度重视，直接导致了 4 月 19 日政治局会议重新提及房地产并重申了房住不炒的政策基调，随后监管部门收紧了信托借款、开发贷款和债券融资三个重要的资金来源。在房企融资端从紧的政策环境下，预计下半年土地溢价率会大幅回落，房地产开发企业底价成交概率增大，部分城市土地流拍现象会重现，土地购置面积及金额增速进一步下滑。

图 3 一二三线城市成交土地占地面积增速情况



资料来源：联合评级根据 Wind 整理

图 4 100 大中城市成交土地溢价率情况



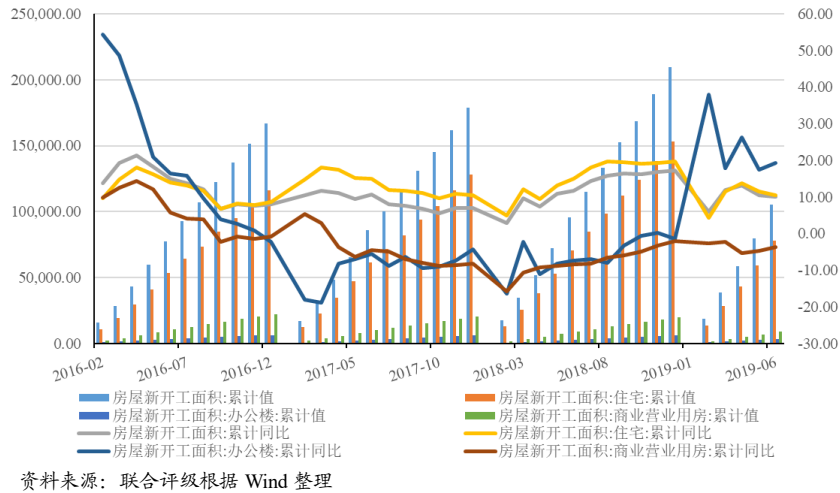
资料来源：联合评级根据 Wind 整理

新开工方面：受限商政策松动影响，全国商业类新开工提速明显，全国房屋新开工增速高位运行；在前期开工节奏加快而土地购置面积增速下降的背景下，预期未来新开工增速有所放缓

2019 年上半年，全国房屋新开工面积 105,508.60 万平方米，累计同比增长 10.10%，增速同比减少 1.70 个百分点，仍在高位运行。分板块看，2018 年下半年，全国住宅新开工面积

累计同比增速连续 5 个月保持 19% 以上，而同期销售降温明显，房企库存压力加大，受此影响，2019 年上半年，全国住宅新开工面积 77,997.85 万平方米，累计同比增加 10.50%，增速同比下降 4.50 个百分点；受限商政策松动影响，全国办公楼及商业营业用房新开工提速明显，2019 年上半年，全国办公楼新开工面积 3,265.23 万平方米，累计同比增长 19.30%，增速同比增加 26.70 个百分点，全国商业营业用房新开工面积 8,876.19 万平方米，累计同比下降 3.70%，降幅同比缩窄 4.70 个百分点。在上半年土地购置面积增速持续负增长的背景下，预计下半年全国房屋新开工面积增速会有所回落。

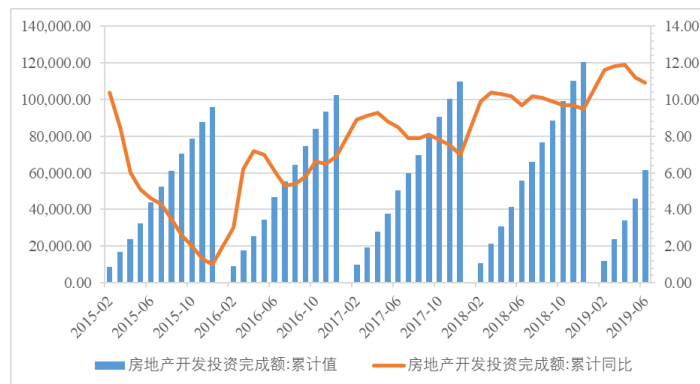
图 5 全国房屋新开工情况（单位：万平方米、%）



开发投资方面：2019 年上半年，土地购置费增速回落对房地产开发投资增速下滑带动明显，但受益于前期土地购置费用分期支付以及房地产开发企业加大开工，房地产开发投资增速仍保持较强韧性；预计未来随着房企拿地会趋于谨慎，房地产开发投资增速会持续回落，其他费用占比会继续下降

2019 年上半年，全国房地产开发投资累计完成 61,609.30 亿元，累计同比增长 10.90%，二季度较一季度增速有所放缓。

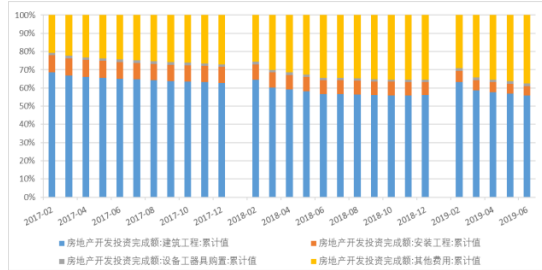
图 6 房地产开发投资完成额情况（单位：亿元、%）



从各项构成对房地产投资的边际贡献率来看，2018 年下半年以来，土地市场逐步降温，以土地成交金额为主的其他费用累计同比增速自 2018 年 6 月的 55.60% 高位下降至 2019 年 6

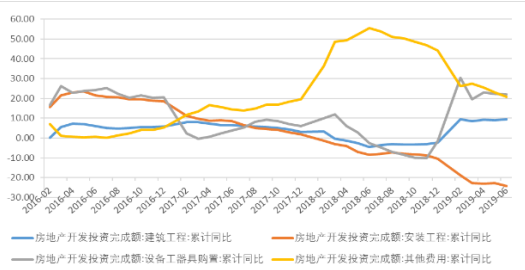
月的 20.90%；但受房地产开发投资增速放缓及土地出让金分期支付的影响，2019 年 6 月，其他费用占比仍处于 37.63% 的较高水平。预计随着房企加大开工节奏加快销售回款，减少土地投资力度，其他费用占比将进一步下降。

图 7 房地产开发投资完成额构成情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 整理

图 8 房地产开发投资构成增速情况（单位：%）

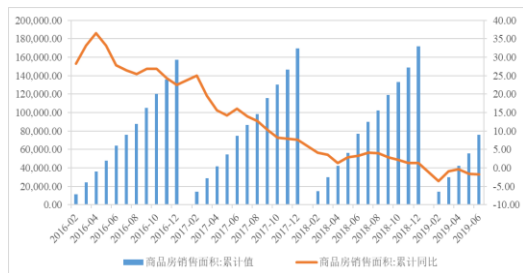


资料来源：联合评级根据 Wind 整理

房产销售情况：受调控政策持续、棚改货币化收紧影响，商品房销售金额有所回落；在房企融资政策趋严的背景下，房地产开发企业会增大营销力度加速去化以保证现金流安全，若购房者预期不发生反转，商品房销售面积及金额增速会保持稳定；产业支撑薄弱和购买力透支的三四线城市销售仍存在较大不确定性

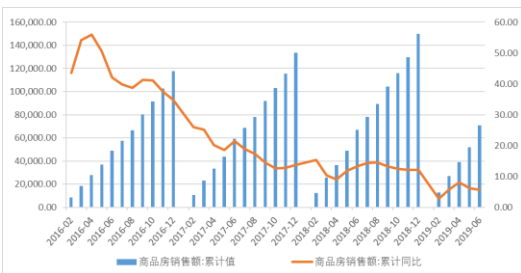
受调控政策持续、棚改货币化收紧影响，2019 年上半年，全国商品房销售面积 75,785.59 万平方米，累计同比下降 1.80%，同比增幅从 2018 年三季度开始回落，从 2019 年 1 月开始由正转负；受房屋销售价格持续增长带动，全国房地产销售金额 70,698.06 亿元，累计同比增长 5.60%，增速较上年同期回落 7.60 个百分点。受上半年房地产企业融资端调控政策趋严影响，预计下半年房地产开发企业会继续加大营销力度、加速去化以回笼资金从而保障现金流安全，若购房者预期不发生反转，下半年商品房销售面积及增速会保持稳定。一线城市及部分热点城市市场需求仍较为强劲，后期销售规模将随着土地供应增加而逐步企稳回升；部分购买力透支、缺乏经济及人口支撑的三四线城市销售增速仍存在一定不确定性。

图 9 商品房销售面积同比变化情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 整理

图 10 商品房销售额同比变化情况（单位：%）



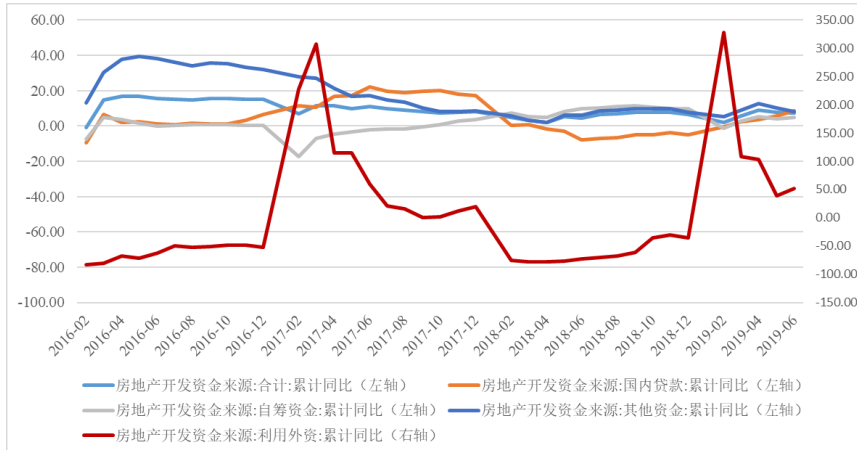
资料来源：联合评级根据 Wind 整理

到位资金方面：2019 年上半年，房地产开发到位资金增速小幅提升，受益于银行放款提速，国内贷款及以个人按揭贷款为主的其他资金增长提速；但是，随着监管层对房地产开发企业的融资渠道全面收紧，预计下半年房地产开发到位资金增速会有所回落，而其他来源资金增速会有所回升

2019 年上半年，房地产开发到位资金 8.50 万亿元，累计同比增长 7.20%，增速较上年同期上升 2.60 个百分点。其中，国内贷款资金累计同比增长 8.40%，增幅为 2018 年以来最大值；自筹资金累计同比增速自 2018 年 9 月峰值下降至 4.70%；其他资金累计同比增长 8.29%。

如上文所述，监管层对房地产企业融资渠道全面收紧，预计下半年，国内贷款（开发贷和信托借款）、自筹资金（公司债、中票、短融和ABS等）和利用外资（境外债券）增速均会有较大幅度的回落甚至是负增长，其他资金来源增速受房地产企业加速去化影响会有所增长；总体看，下半年房地产开发到位资金增速会有所回落。

图 11 房地产资金来源构成增速情况（单位：%）

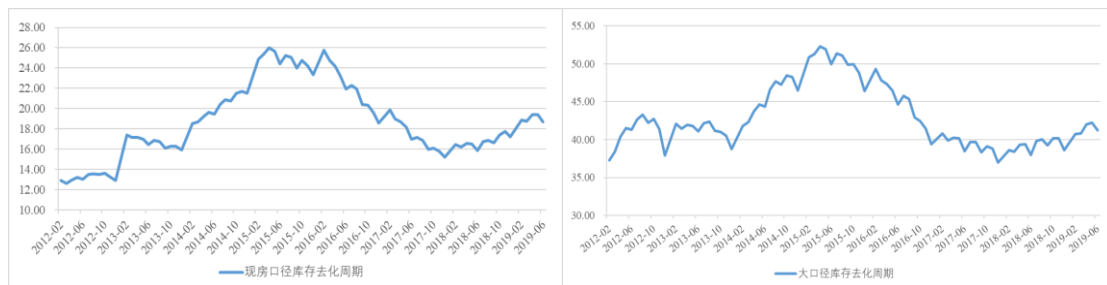


资料来源：联合评级根据 Wind 整理

库存情况：2019 年上半年去化周期依然处于上行通道，五六月份有回调迹象；预计下半年房地产开发企业会加速去化、放缓拿地、新开工力度有所回落，库存周期会小幅下行

2019 年上半年，现房去化周期在 2019 年 4 月达到高点后开始下降；2019 年 6 月，现房去化周期为 18.69 个月；考虑期房后，房地产大口径库存去化周期在 5 月达到高点后略有回调；截至 2019 年 6 月底，大口径的商品房去化周期为 41.21 个月。2019 年上半年库存位于上行通道，主要系房企上半年抢开工以及销售面积同比下降所致。在上半年土地购置面积增速下行以及预期下半年房地产企业谨慎拿地的前提下，预计未来新开工增速会有所放缓；同时，随着房地产融资渠道收紧，预计下半年房地产开发企业会加强销售力度从而加速去化；下半年新开工力度下降和销售保持稳定的情形下，库存周期会呈小幅下行趋势。

图 12 现房口径和大口径房地产库存去化周期数据（单位：月）



资料来源：联合评级根据 Wind 整理

资料来源：联合评级根据 Wind 整理

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。