类杜邦分解下的 2021 年房地产投资

2021 年 01 月 25 日

观点

- **在本篇报告中，我们尝试采用类似杜邦分解的方法，来考察近年来中国房地产投资的韧性来源，并预测 2021 年的房地产投资增速。**随着房地产贷款集中度管理的实施，当前信贷和监管政策对房地产投资的影响在路径上日渐清晰，这也就给预测 2021 年房地产投资增速提供了可行性。
- **借鉴“杜邦分解”思路，**本文将房地产投资分解为如下三个分项（其中人民币贷款和房地产贷款均是流量的概念）：

$$\text{房地产投资} = \text{人民币贷款} \times \frac{\text{房地产贷款}}{\text{人民币贷款}} \times \frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产贷款}}$$

- **这一拆解是为了从信贷投放的力度和资金流向来考察房地产投资。**其中第二项即是信贷资金投向房地产的比例，这也是近年来房地产调控的一个政策工具；第三项是一单位房地产贷款对应的房地产投资，反映出房地产投资对于房地产贷款这一资金来源的依赖程度。
- **自 2017 年以来，房地产贷款在每年新增贷款中的占比是持续下降的。**因此，这期间房地产投资之所以能一直保持韧性，无非贷款总量的大幅扩张（2018 年）、或是地产开发商增加了房地产贷款以外的融资来源（2019 年），或者两者兼而有之（2017 年、2020 年）。
- **上述前两项的可预测性较强。**尤其是随着近年来信贷总量调控的加强（比如央行预定的 2020 年新增贷款目标为 20 万亿）。我们预计 2021 年新增人民币贷款 20 万亿左右，2021 年新增房地产贷款占新增人民币贷款的比例约为 29%，与 2020 年持平。因此这两项对 2021 年房地产投资增速的拉动在 2 个百分点左右。
- **至于第三项房地产投资/房地产贷款，**可以进一步分解为如下两项，其中第一项衡量的是房地产开发到位资金的利用率，而第二项的倒数正是房地产开发到位资金中的房地产贷款占比。

$$\frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产贷款}} = \frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产开发到位资金}} \times \frac{\text{房地产开发到位资金}}{\text{房地产贷款}}$$

- **2021 年在融资再度收紧的条件下，**我们预计房地产开发到位资金的利用率将小幅提高，房地产贷款在房地产开发到位资金中的占比则小幅下降，从而使得房地产投资/房地产贷款这一比例升至 2.61，对房地产投资增速的拉动为 5.4 个百分点。
- 综合上述类杜邦分解的结果，我们**预测 2021 年房地产投资的增速在 7.4%左右。**
- **风险提示：**全球经济修复动能不足向国内传导；海外政策调整超预期。

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210121：全球疫苗接种进展五问五答》2021-01-22
2、《宏观点评 20210120：一文前瞻拜登就职演说内容及影响》2021-01-20
3、《宏观点评 20210118：6.5%的 GDP 增长靠什么？》2021-01-18
4、《宏观点评 20210115：一文读懂拜登财政刺激内容、前景及影响》2021-01-15
5、《宏观点评 20210114：12 月出口为何再超预期？》2021-01-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

在本篇报告中，我们试图采用类似杜邦分解的方法，来考察近年来中国房地产投资的韧性来源，并预测 2021 年的房地产投资增速。

在此前的系列报告中，**我们将类似杜邦分解的方法陆续运用于对于中国出口、制造业投资、消费、基建投资的分析和预测，在宏观经济的大类中唯有房地产投资尚未完成。**鉴于近年来中国的房地产投资越来越受到信贷和监管政策的影响，这就增加了对房地产投资进行指标拆解的难度。

然而，**随着房地产贷款集中度管理的实施，当前信贷和监管政策对于房地产投资的影响在路径上日渐清晰，这也就给预测 2021 年房地产投资增速提供了可行性。**

1. 房地产投资的类杜邦分解

借鉴“杜邦分解”思路，我们可以将房地产投资分解为如下三个分项（其中人民币贷款和房地产贷款均是流量的概念）：

$$\text{房地产投资} = \text{人民币贷款} \times \frac{\text{房地产贷款}}{\text{人民币贷款}} \times \frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产贷款}}$$

这一拆解的出发点，是为了从信贷投放的力度和资金流向来考察房地产投资，其中第二项即是信贷资金投向房地产的比例，这也是近年来房地产调控的一个政策工具；第三项是一单位房地产贷款对应的房地产投资，反映出房地产投资对于房地产贷款这一资金来源的依赖程度。

表 1：中国房地产投资增速的三因素分解

单位（%）	2016	2017	2018	2019	2020
人民币贷款增速	7.9	7.0	19.5	4.0	16.8
房地产贷款占比	44.8	41.4	39.9	34.0	29.0
△	14.2	-3.4	-1.5	-5.9	-5.0
房地产投资/房地产贷款	1.81	1.96	1.86	2.32	2.48
△	-0.86	0.15	-0.10	0.45	0.17
房地产投资增速	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0

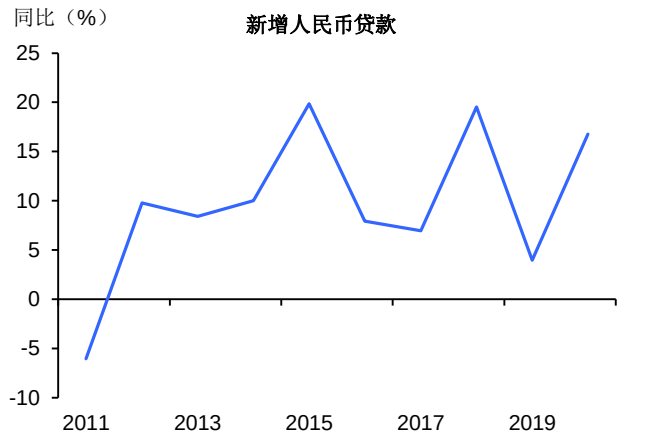
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

基于上述分解，表 1 列出了近五年来这三个分项对于房地产投资增速的影响，可以看出**自 2017 年以来，第二项，即房地产贷款在每年新增贷款中的占比是持续下降的。**因此，这期间房地产投资之所以能一直保持韧性，无非贷款总量的大幅扩张（2018 年）、或是地产开发商增加了房地产贷款以外的融资来源（2019 年），或者两者兼而有之（2017 年、2020 年）。

从上述第一项和第三项的历史走势来看（图 1、图 2），新增人民币贷款的同比增速

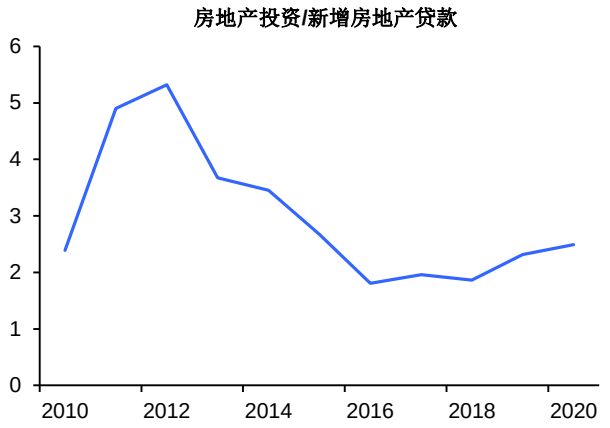
虽然波动较大，但随着近年来信贷总量调控的加强（比如央行预定的 2020 年新增贷款目标为 20 万亿），因此其可预测性已经大大提高。而房地产投资/房地产贷款这一指标虽然自 2019 年以来有所回升，但仍然处于历史低位，表明当前地产开发商对于房地产贷款这一融资来源的依赖度依然较高。

图 1： 近年来新增人民币贷款增速波动性有所加大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2： 当前地产投资对于房地产贷款的依赖依然较高



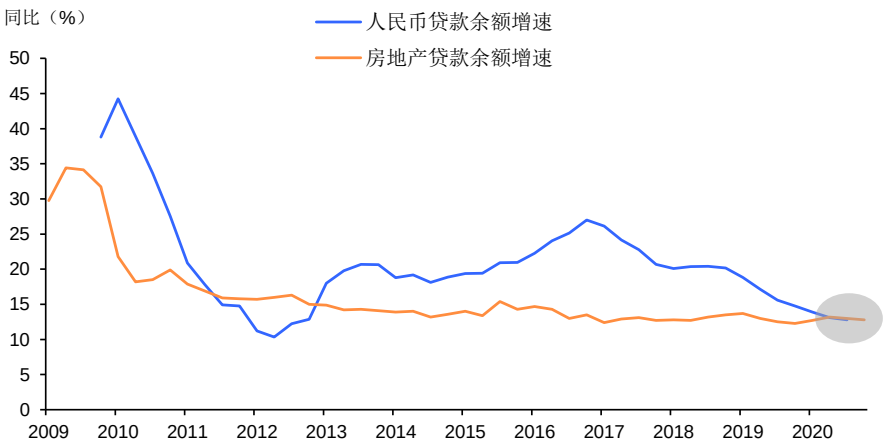
数据来源：：Bloomberg，东吴证券研究所

2. 预测 2021 年房地产投资增速

在预测 2021 年房地产投资增速时，我们认为上述分解的前两项，即新增人民币贷款增速和新增房地产贷款占比的变化，均具有较高的确定性。

我们预计 2021 年新增人民币贷款 20 万亿左右，略高于 2020 年的 19.6 万亿。一方面，今年实体经济的复苏仍需要相应的融资需求得到满足；另一方面，在稳杠杆的背景下，这一新增表内信贷规模与“保持 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”是一致的。**由此来计算，2021 年新增人民币贷款的同比增速约为 2%。**

图 3： 房地产贷款集中度管理下，房地产贷款余额增速有望与人民币贷款余额增速一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对于 2021 年新增人民币贷款中的房地产贷款占比，我们认为其主要受到房地产贷款集中度管理的影响，随着这一制度的实施，未来房地产贷款余额在增速上有望与人民币贷款余额基本保持一致，这就意味着 **2021 年新增房地产贷款规模在 5.8 万亿左右，占全年新增人民币贷款的比例约为 29%，与 2020 年持平。**

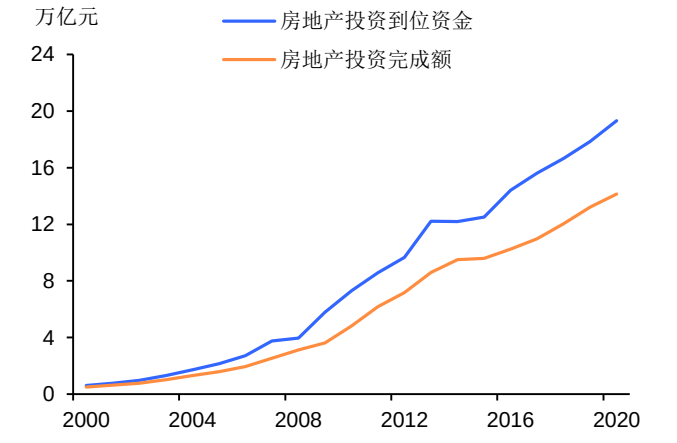
由此可见，上述两项对于 2021 年房地产投资增速的拉动在 2 个百分点左右，**而关键需要预测的是第三项，即房地产投资/房地产贷款这一比例在 2021 年的变化。**

我们可以将这一比例进一步分解为如下两个分项，由于投资完成额是房地产开发到位资金的支出，**因此上述第一项衡量的是房地产开发到位资金的利用率，而第二项的倒数正是房地产开发到位资金中的房地产贷款占比。**

$$\frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产贷款}}=\frac{\text{房地产投资}}{\text{房地产开发到位资金}}\times\frac{\text{房地产开发到位资金}}{\text{房地产贷款}}$$

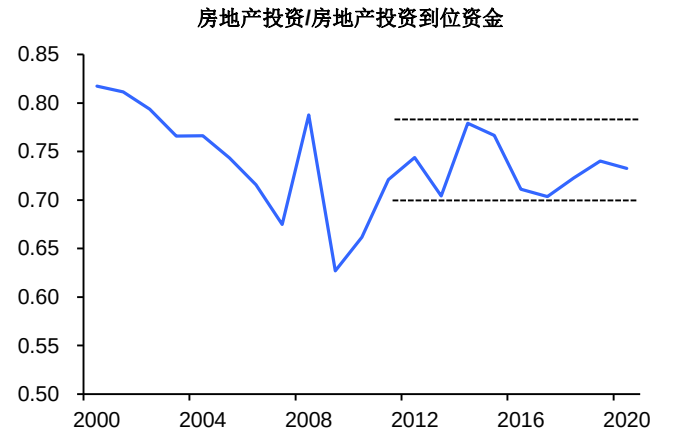
从绝对水平来看，近年来房地产开发到位资金与投资完成额之间的正确口是不断加大的（图 4），这表明房地产开发商实际上是越来越不缺钱的，**尤其是在期房制度、抵押融资制度、以及境内外融资制度的加持下，这一加大的正缺口可以用来周转资金和滚动还债。**这也就使得房地产投资/到位资金这一比例基本稳定在 0.7-0.75（图 5）。鉴于 2021 年房地产开发商的整体融资环境将有所收紧，并且许多前期预售的项目面临交付，我们预计这一比例将从 2020 年的 0.73 回升至 0.74，反映出房地产开发到位资金利用率的提高。

图 4：房地产投资到位资金与投资间的正缺口在拉大



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5：近年来房地产投资/房地产投资到位资金保持稳定

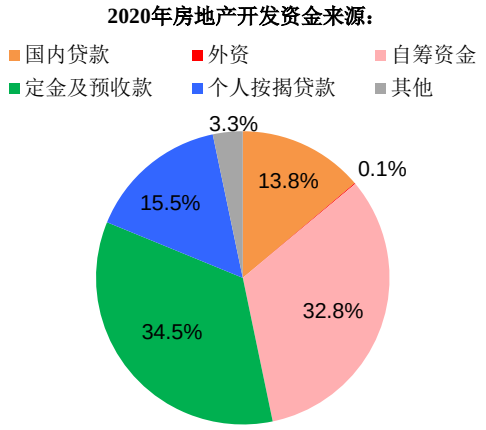


数据来源：：Bloomberg，东吴证券研究所

至于房地产开发到位资金中房地产贷款占比，从 2020 年全年来看，这一比例仅为 29.3%（图 6）；而从历史来看，**当房地产融资收紧时，房地产贷款在房地产开发到位资金中的占比是下降的（图 7），表明房地产开发商转而寻求自筹或预售等其他融资方式。**因此，2021 年随着房地产融资的再度收紧，房地产贷款在房地产开发到位资金中的占比小幅下降 1 个百分点。

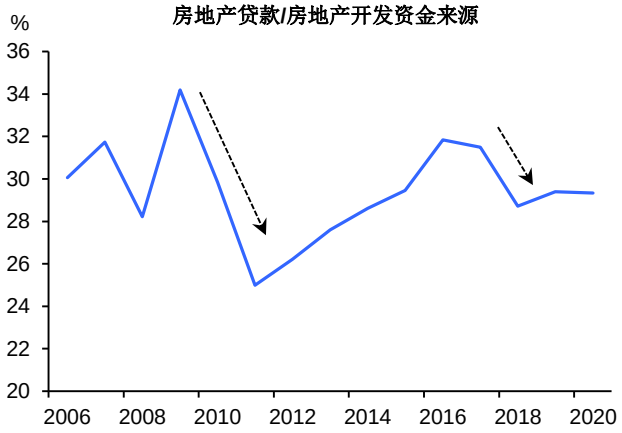
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：房地产贷款在投资到位资金中的占比不足 3 成



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 7：融资收紧时房地产贷款在到位资金中占比下降



数据来源：：Bloomberg，东吴证券研究所

基于上述分析，可以计算得到 2021 年房地产投资/房地产贷款这一比例为 2.61，对房地产投资增速的拉动为 5.4 个百分点，结合上述人民币贷款增速和房地产贷款占比变化合计拉动的 2 个百分点，**我们预计 2021 年房地产投资的增速在 7.4%附近。**

3. 风险提示

全球经济修复动能不足向国内传导：若疫苗推行较慢、覆盖率较低，则全球经济仍面临疫情再爆发的威胁，从而对全球制造业产业链的修复形成冲击。

海外政策调整超预期：美国新一轮财政刺激、欧央行量化宽松一定程度提振经济增长，若疫苗推出后美欧政策继续加大力度，则全球和中国经济面临将上行风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

