# 货币繁荣的回暖和经济下行的焦虑

## ——2020年下半年房地产行业趋势研判

2020年7月

张化东 亿翰智库 首席分析师

www.ehconsulting.com.cn

/01

# 经济下行压力再加大，地产调控以稳为主

- 两大变量主导，经济下行压力加大
- 地产调控定力充足，留有足够余地
- 政策组合：供需综合权衡，长短结合、差别处理

# 百年未有之大变局下，中国经济下行压力加大

**全球疫情流行**

阶段性主因

**中美贸易摩擦**

长期化趋势

## 外需重挫

- 全球疫情防控战如火如荼，全球经济负增长，外贸出口形势严峻

## 内需受制

- 生产生活活动深受波及，投资、消费面临挑战

**经济下行压力再加大**

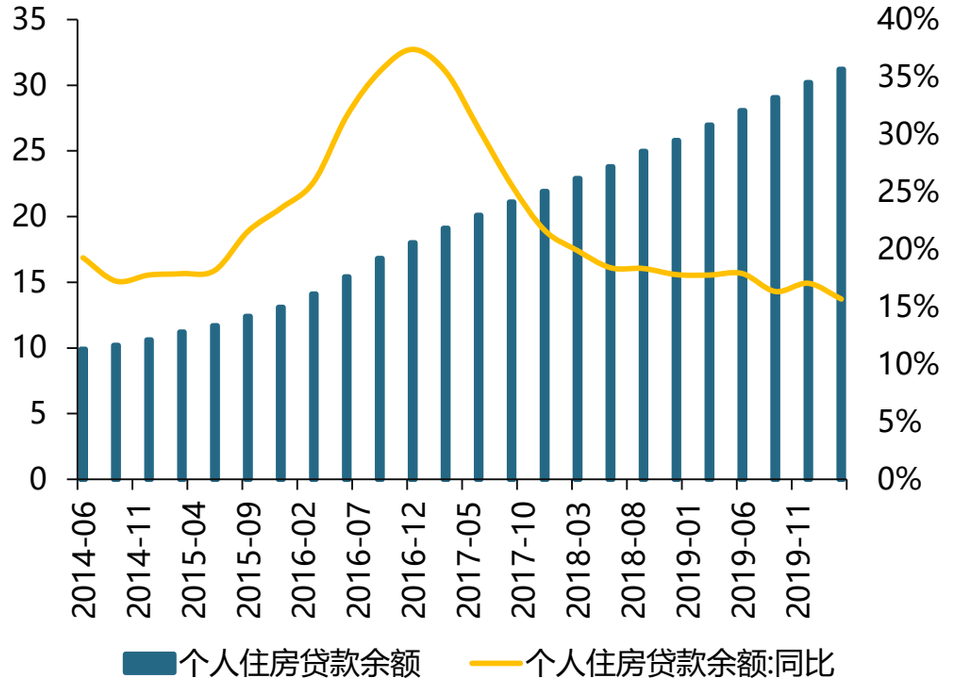
数据来源：wind，亿翰智库

## ➢ 坚持“房住不炒”，地产调控定力充足

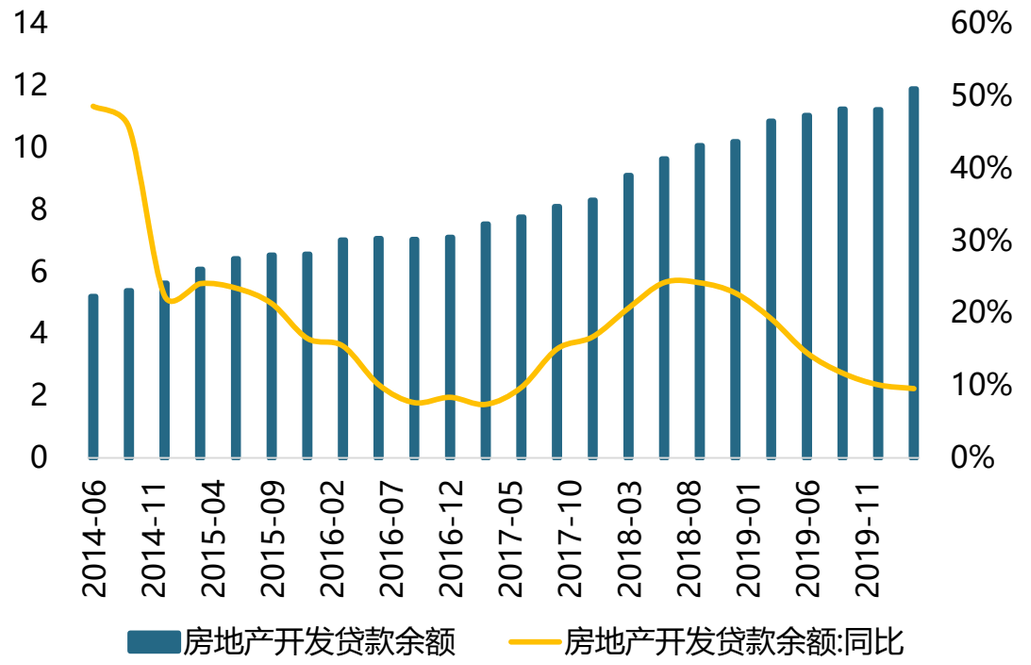
- ➢ 居民贷款和房地产贷款增长放缓
- ➢ 调控政策“一日游”现象存在

# “房住不炒”基调未变，居民贷款余额和房地产贷款余额同比增速仍持续放缓

图表：2014-202003 个人住房贷款余额（万亿）及同比




图表：2014-202003 房地产开发贷款余额（万亿）及同比




数据来源：亿翰智库，国家统计局

# 调控政策以纾困为主，凡涉及“限购放松、限售解禁”等触及底线的政策都均表现出 “一日游”特征

图表：12城一日游政策盘点

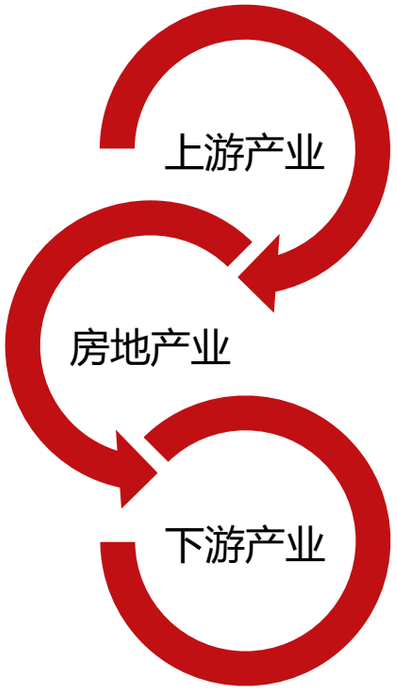
| 时间 | 城市 | 已撤回政策 |
|---|---|---|
| 2020/2/28 | 驻马店 | 公积金首付比例降至两成 |
| 2020/3/3 | 广州 | 解禁类住宅限购 |
| 2020/3/12 | 宝鸡 | 公积金贷款最高额度从40万调整到50万 |
| 2020/3/15 | 济南 | 购买绿色建筑商品住宅不限购 |
| 2020/3/24 | 海宁 | 云上房博会期间，放开住房限购1个月 |
| 2020/3/29 | 柳州 | 公积金首付降至两成，取消2年限售 |
| 2020/4/11 | 青岛 | 限时100天，不动产权证书满2年即可上市交易，针对本地相关就业人才购买首套房，不需要落户或社保纳税 |
| 2020/4/17 | 赤峰 | 存量房(含车位等)进行交易的，取得不动产权证后即可上市交易（此前限售2年），并按其房屋实际缴纳税额的100%给予财政补贴 |
| 2020/4/20 | 荆州 | 购买首套住房，首付比例不低于20%（此前30%），二套住房首付比例不低于30%（此前40%） |
| 2020/4/22 | 淮安 | 外地人在淮安市购买住房，不再需要提供1年及以上个税或社保证明，包括购买新房、二手房，但仍限购一套 |
| 20200/5/18 | 宁阳 | 凡是取得不动产权证的二手房（含车位等）即可上市交易。<br>居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例降为20%；对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房的，最低首付款比例降为30%；缴存职工家庭使用公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为30%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房的，最低首付款比例为40% |
| 2020/5/20 | 无为 | 为促进房地产市场交易，取消关于“居民购买的新建商品住房须在取得产权证2年后方可转让”的规定。 |

在稳定经济增长的过程中，

房地产业扮演怎样的角色，政策将如何变动？

# 地产于经济发展、社会稳定必不可少，大概率在“房住不炒”的底线下精准化、高效化“因城施策”

## 地产业上下游产业链丰富




✓ 金融业、建材、有色金属、冶炼、建造、机械、设计、规划、钢铁、运输、园林、景观……

✓ 家居、装饰、装修、家电、家具、室内设计、物业、材料……

## 地产政策调控需松紧适度

➢ **经济贡献度高**：GDP占比高，绝对高权重产业

- 2019年中国GDP近100万亿，商品房销售额15.97万亿，直接比重占**16.13%**
- 考虑房地产上下游产业的强相关性，加上间接影响，保守估计占GDP的比重**超30%**

➢ **社会稳定必需**：产业链条长，就业带动性强

- “六保”旨在保民生，就业为最大民生，核心产业链的稳定对社会和就业稳定是必需

➢ **自身发展需求**：经济产业升级，地产业需高质发展

- 财务杠杆撬动规模增长模式不适用，发展质量升级势在必行

**以防极端事件的发生，在政策选择上，供需两端综合权衡， 长短期结合运用，城市间差别处理，待疫情冲击消化，阶段性调控手段退出， 以长期化政策工具维持行业良性秩序**

**供给端提量**

区域城市分化存在， 尊重客观差异性，相机抉择

**需求端扩容**

阶段性方式

定向纾困

➢ **疫情冲击消化后，逐步退出**

长期化手段

市场监管

供给提升

基数做大

➢ **长期有效， 不因偶发因素动摇**

## 供给端政策：阶段性以缓解企业资金压力为主，长期来看我们预计将从供给量调整出发，遏制市场虚假繁荣，有效控制行业风险

**供给端**

- 阶段性方式
  - 定向纾困
    - 土地出让金延期缴纳；
    - 土地竞买保证金降低；
    - 预售资金监管放松；
    - 到期贷款展期；
    - 竣工期限延长；
- 长期化手段
  - 市场监管
    - 严厉打土地围标等土地市场违规乱象；
    - 结合市场热度，对资金进行穿透审查并监管；
  - 供给提升
    - 多渠道提高土地供给；
    - 以人为基础调整土地供给，并引导产业转移；
    - 探索跨区域土地供给调整机制，建立利益共享体制；
    - 土地出让权下放，提高土地出让效率；
  - 主体规范
    - 招拍挂制度改革；
    - 白名单设置，抢地王房企阶段性移出白名单；

**需求端政策：阶段性以减轻刚需购房者负担为入口，长期来看我们预计将从不断深化户籍制度改革的实施的过程中扩大购房需求基数，而限贷政策放宽的可能性极低**

**需求端**

**扩大人口基数**

- 人才新政持续发力；
- 户籍制度改革加力提效，最大化提高购房群体基数，保障刚需稳定

**定向减压**

- 贷款利率下调；
- 购房契税减免；
- 公积金贷款额度提升；
- 局部社保缴纳期限缩短；
- 特定区域内异地社保与公积金互认；
- 实施人才购房补贴

**市场监管**

- 一二手房市场联合整治；
- 哄抬房价的中介严格监管审查

**对于政策的未来趋势判断，我们的出发点在于政策能够维持住经济发展稳定秩序，若出现极端情况，不排除强刺激政策的出台，但这种情况概率极小**

情形1：政策支持下，经济基本盘稳定

纾困为主，不做强刺激

着眼建立长效发展机制

VS

情形2：经济出现极端下行（小概率）

做好应对极端风险准备和政策工具储备

放松力度加大，直接刺激工具使用

**当前政策基调也为应对极端风险留有足够空间**

**经济极端下行为小概率事件，但前瞻做好政策储备才能有备无患**

/02

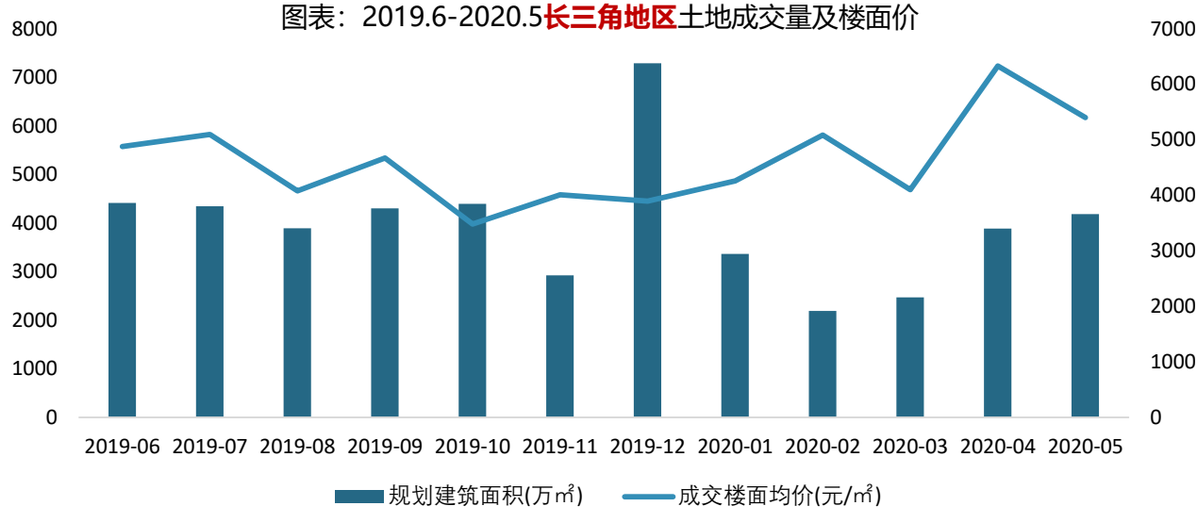
# 两条主线影响市场的供与求

- 土地市场
- 住宅市场

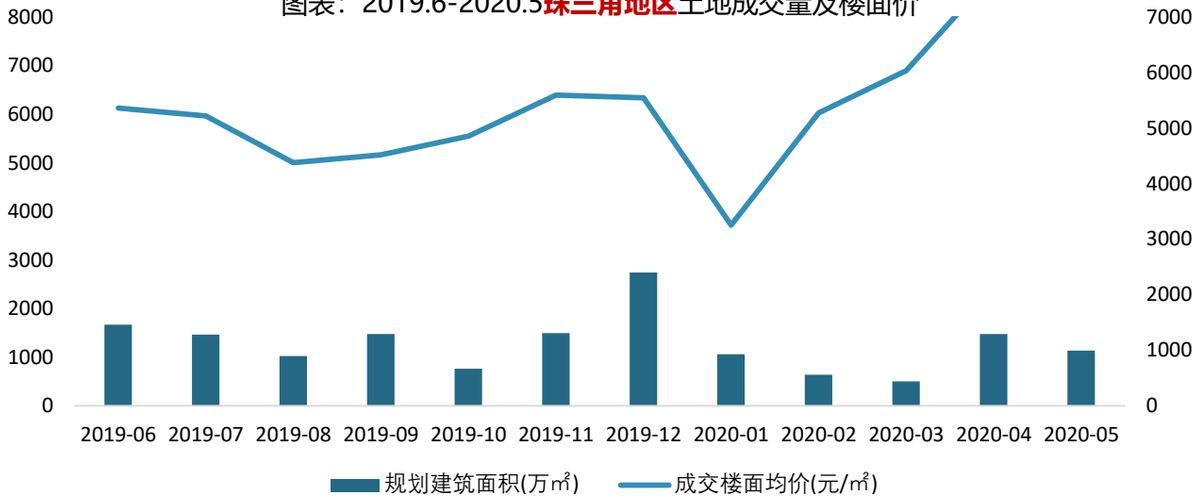
# 疫情之后，各区域土地投资热度逐步恢复

# 各城市群土地市场逐渐恢复，量价齐涨，经济水平越发达的地区恢复力度越强

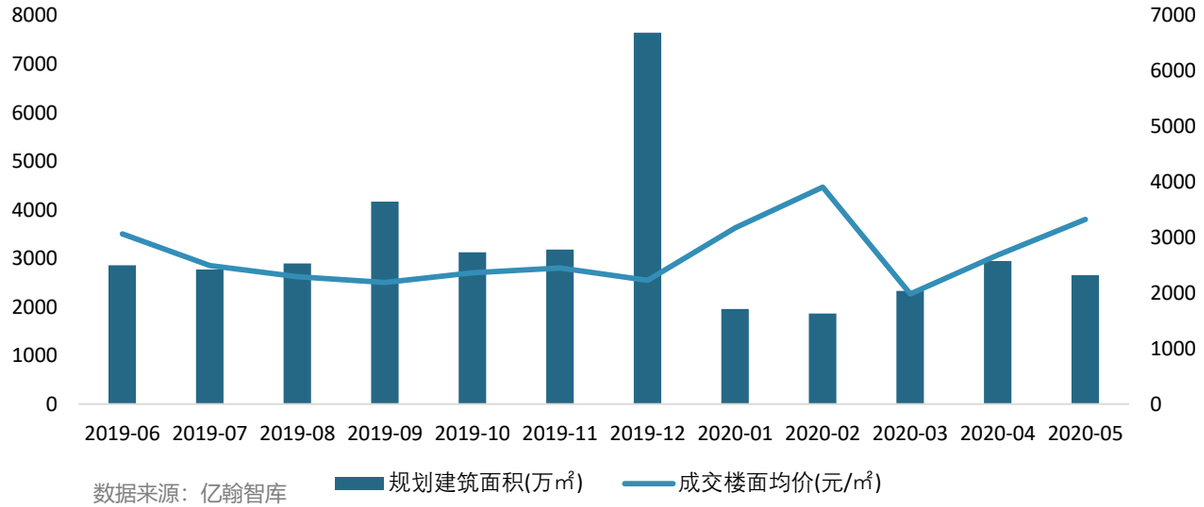
图表：2019.6-2020.5**长三角地区**土地成交量及楼面价



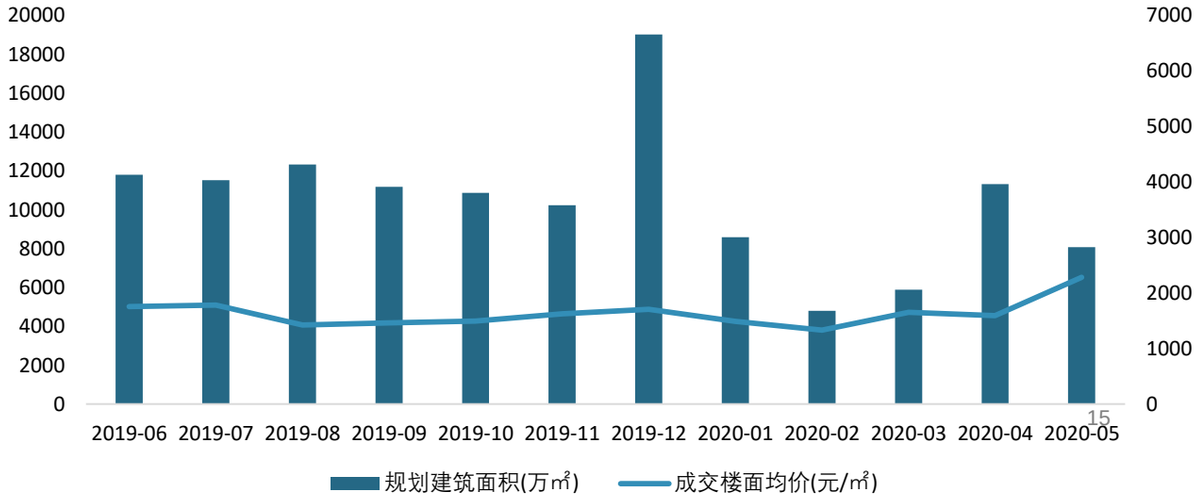

图表：2019.6-2020.5**珠三角地区**土地成交量及楼面价




图表：2019.6-2020.5**环渤海地区**土地成交量及楼面价



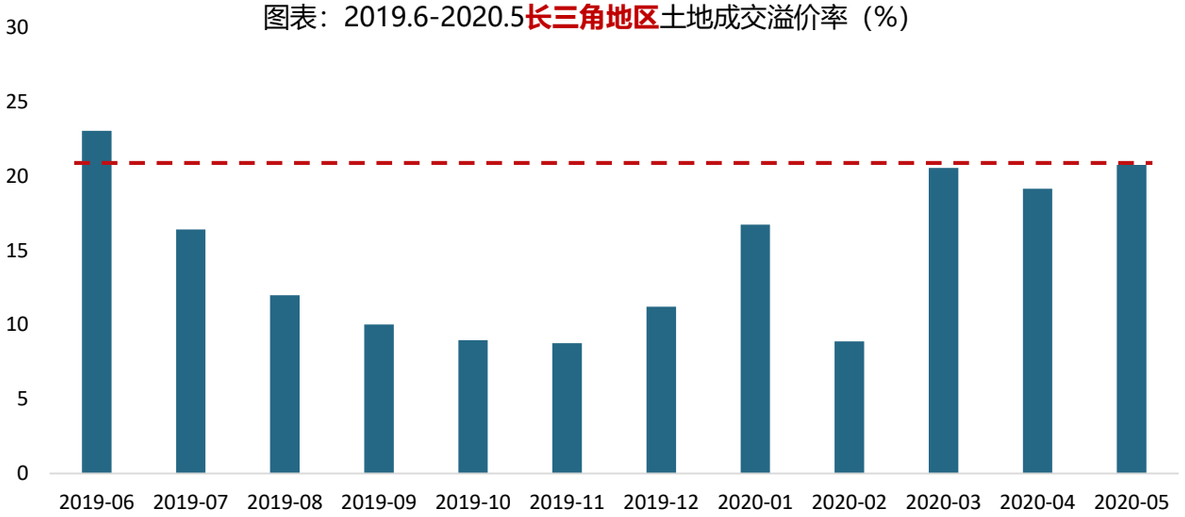

图表：2019.6-2020.5**中西部地区**土地成交量及楼面价



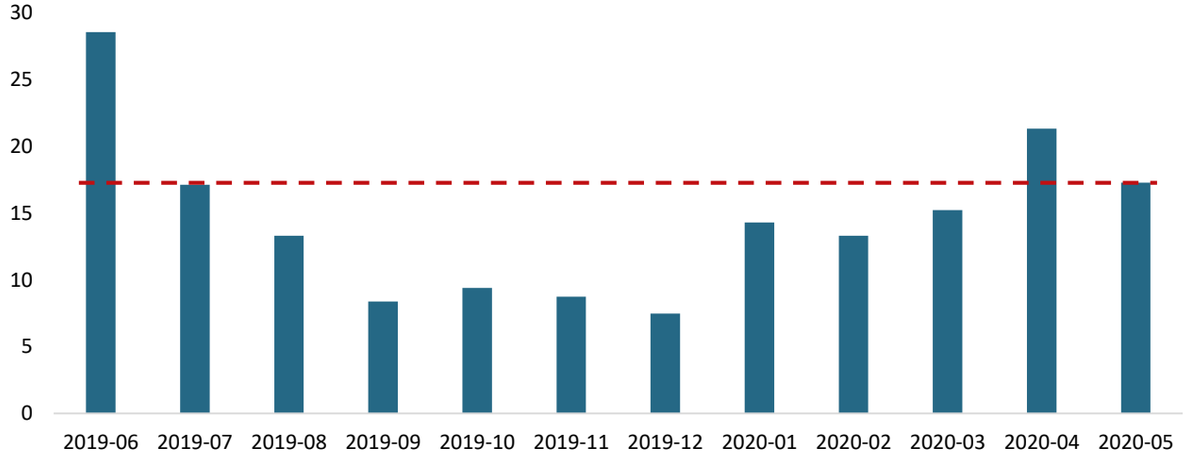

数据来源：亿翰智库

# 受市场回暖影响，各地区土地成交溢价率基本恢复至2019年同期，且经济水平高的地区溢价率高

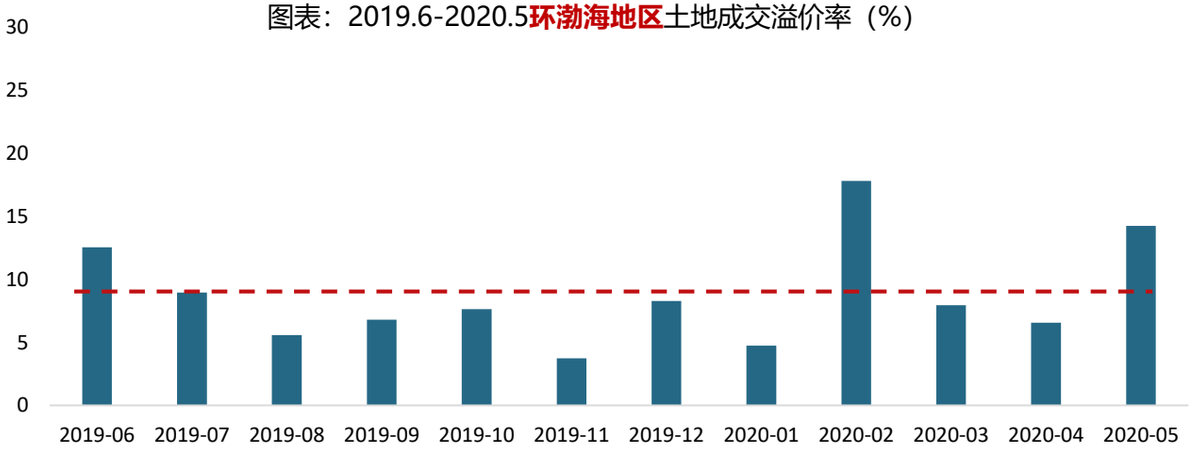
图表：2019.6-2020.5**长三角地区**土地成交溢价率（%）



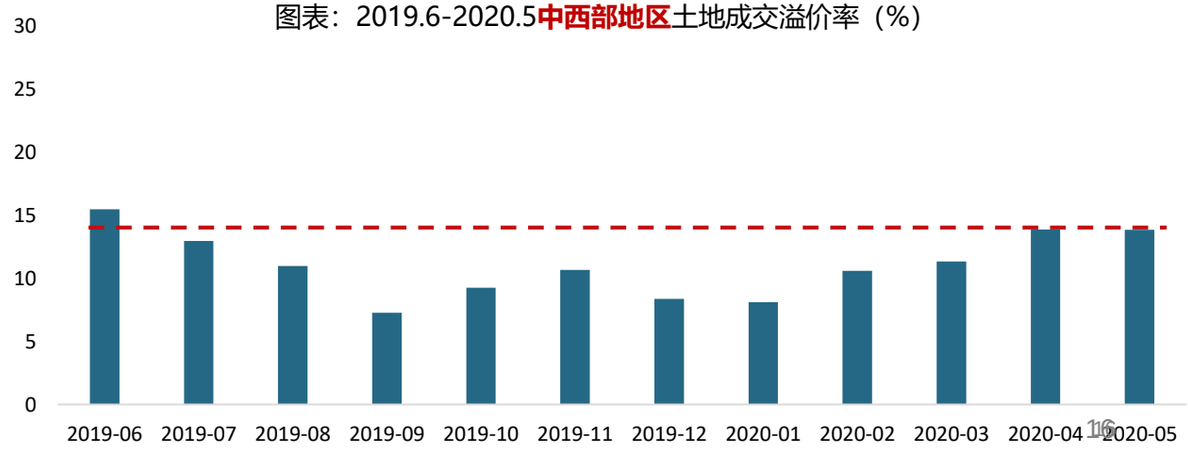

图表：2019.6-2020.5**珠三角地区**土地成交溢价率（%）




图表：2019.6-2020.5**环渤海地区**土地成交溢价率（%）



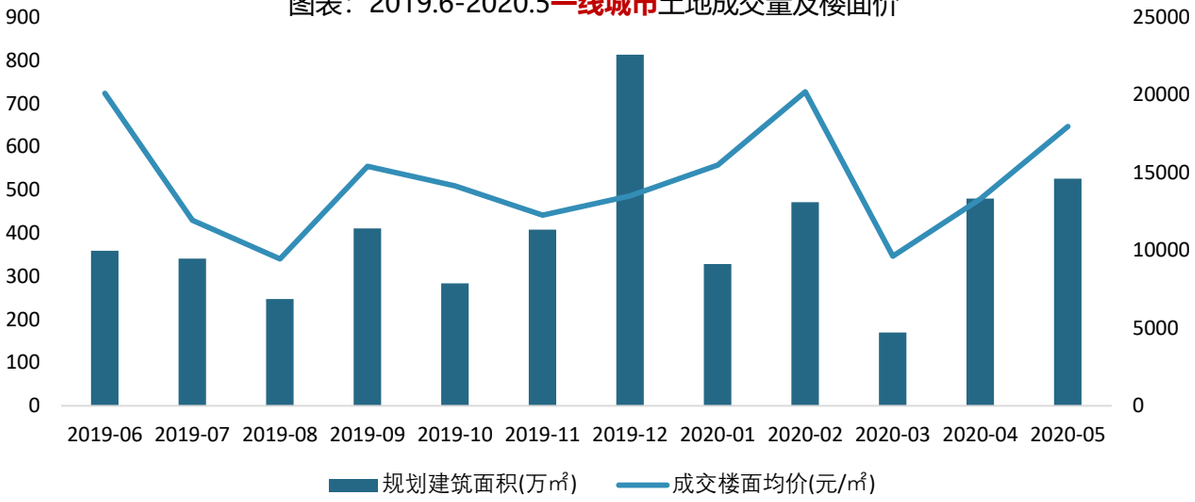

图表：2019.6-2020.5**中西部地区**土地成交溢价率（%）



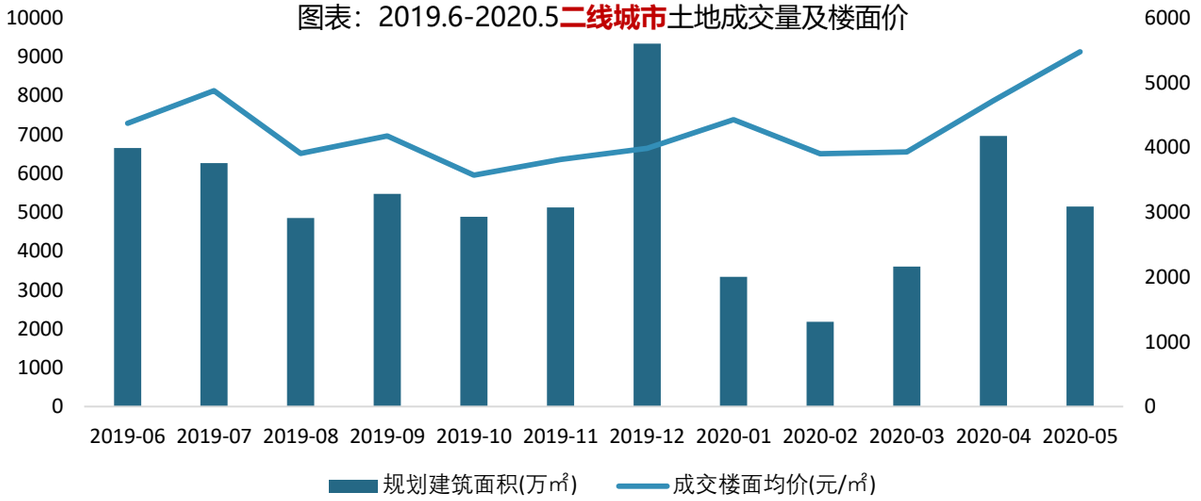

数据来源：亿翰智库

# 各能级城市土地成交恢复程度存在差异，一二线和强三线城市抗风险能力强，成交量恢复较好

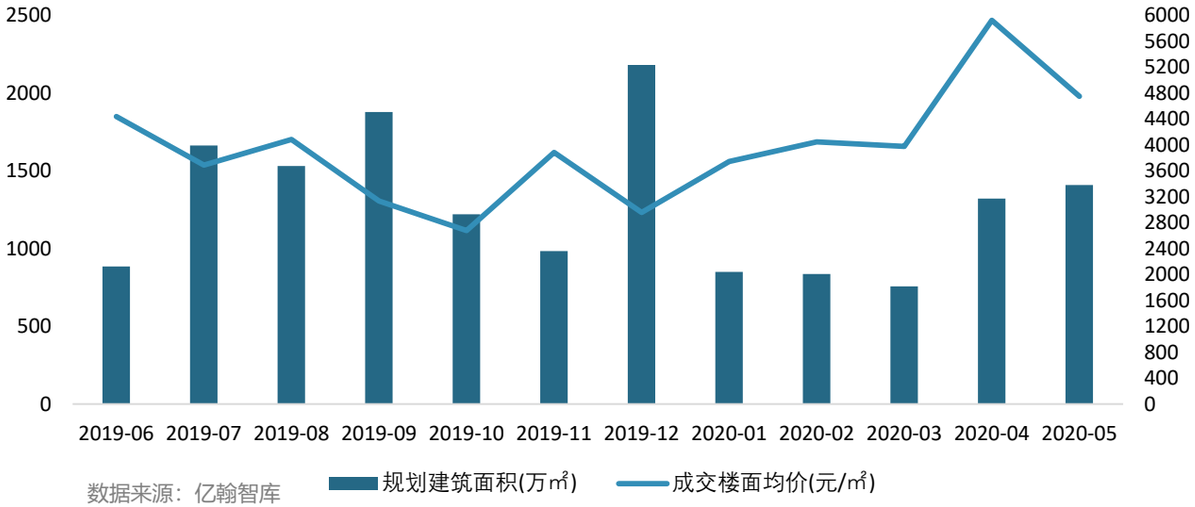
图表：2019.6-2020.5**一线城市**土地成交量及楼面价



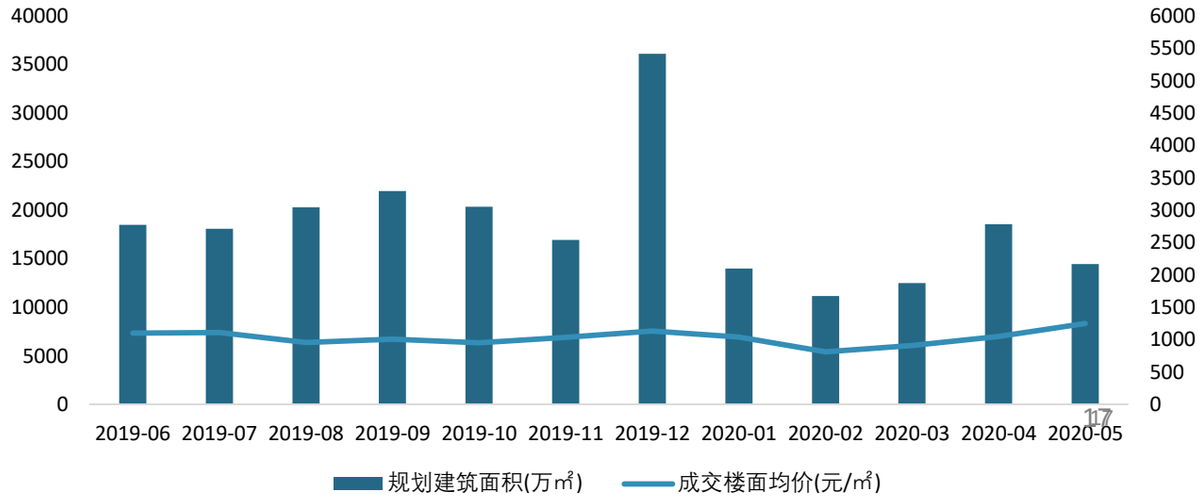

图表：2019.6-2020.5**二线城市**土地成交量及楼面价




图表：2019.6-2020.5**强三线城市**土地成交量及楼面价



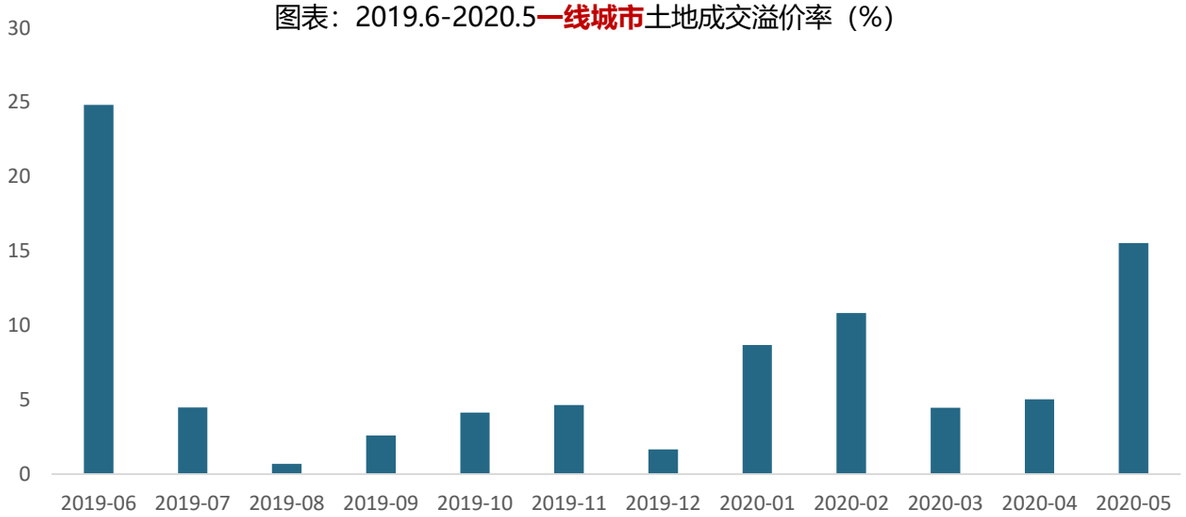

图表：2019.6-2020.5**普通三四线城市**土地成交量及楼面价



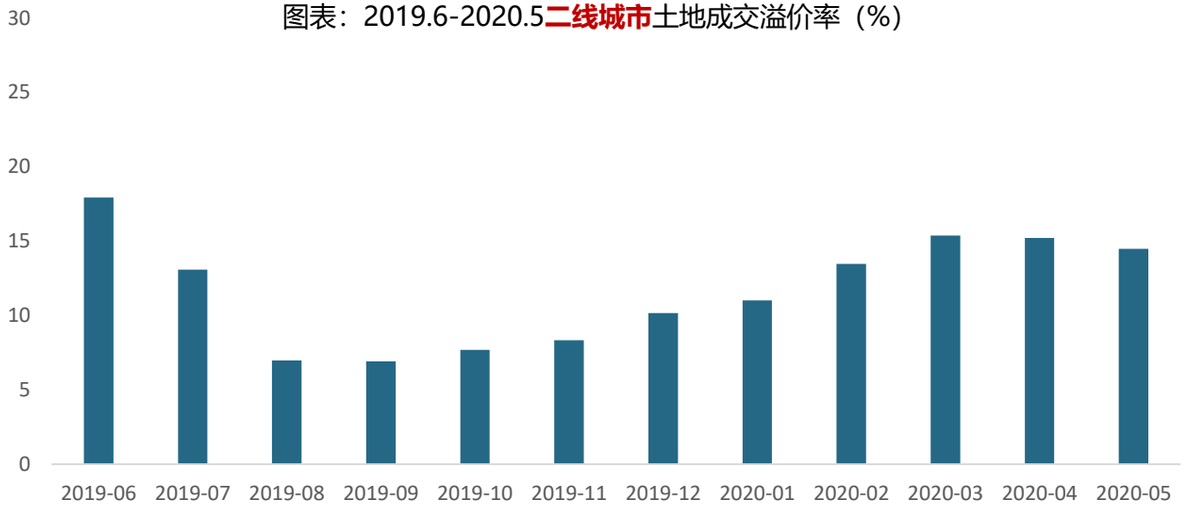

数据来源：亿翰智库

# 一二线城市热度保持稳定，溢价率波动与疫情影响的线性关系弱，强三线城市土地竞争力强

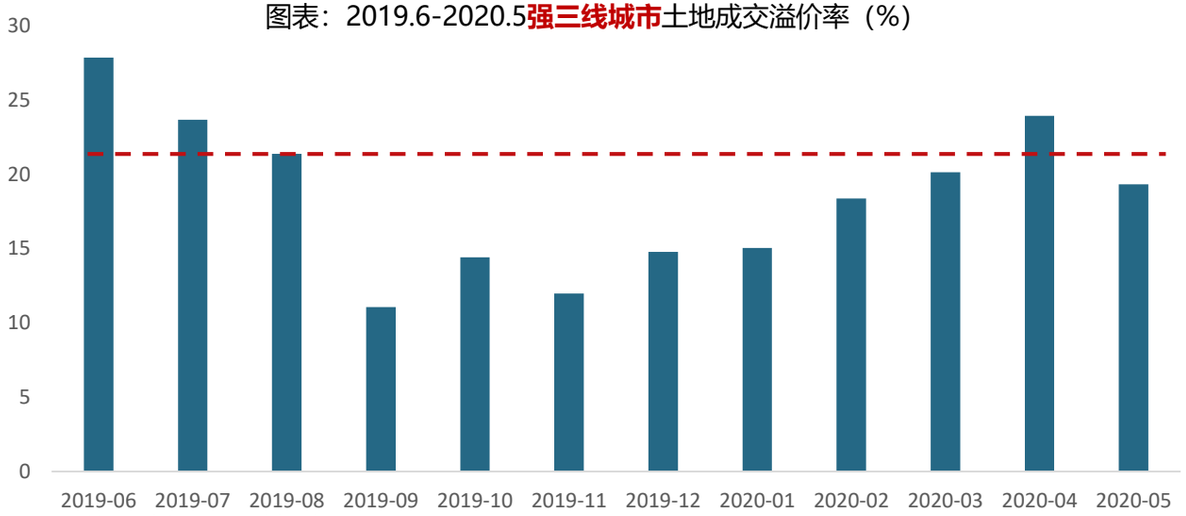
图表：2019.6-2020.5**一线城市**土地成交溢价率（%）



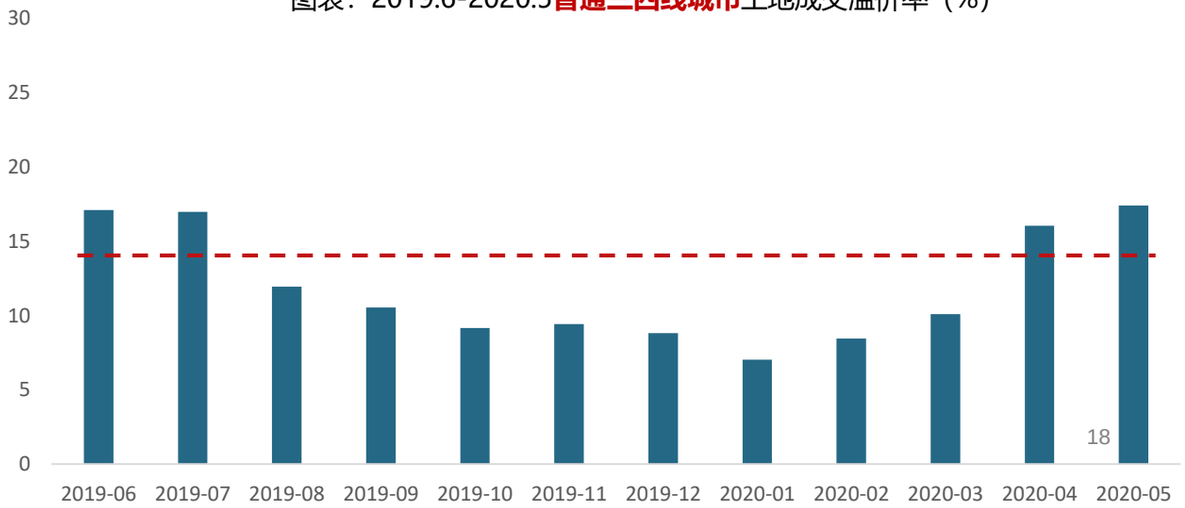

图表：2019.6-2020.5**二线城市**土地成交溢价率（%）




图表：2019.6-2020.5**强三线城市**土地成交溢价率（%）




图表：2019.6-2020.5**普通三四线城市**土地成交溢价率（%）

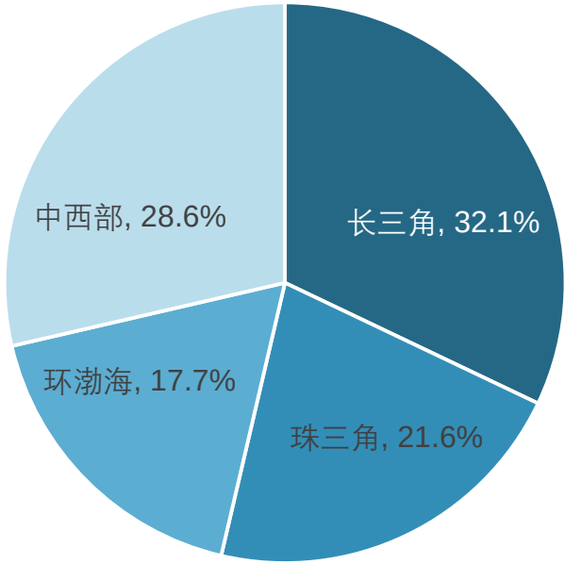



数据来源：亿翰智库

# 房企遵循一二线和强三线的城市投资策略，且多位于长三角和珠三角地区，预期将是长期趋势

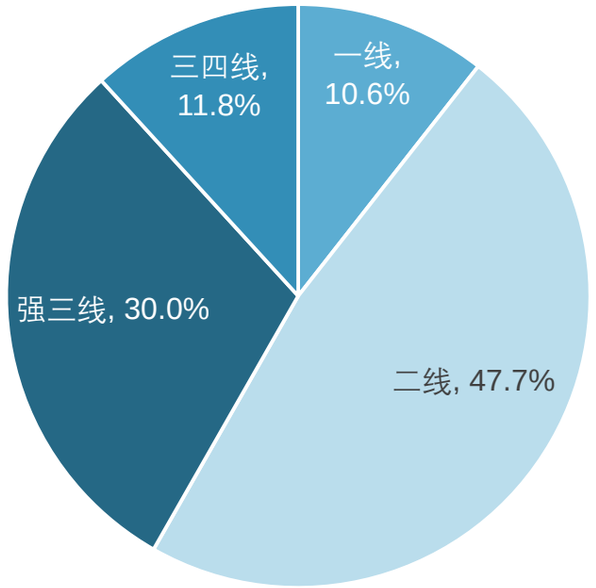
- 2020年以来，EH50房企在长三角和珠三角地区投资占比达到 **53.7%**

图表：2020年以来EH50房企区域投资分布情况




- 2020年以来，EH50房企在一二线和强三线城市投资占比高达 **88.3%**

图表：2020年以来EH50房企能级城市投资分布情况






数据来源：亿翰智库

# 我们认为核心区域、核心城市土地投资热，背后有“两大原因”

1、货币政策放宽以及房企销售回暖，资金得到补足

2、经济下行压力加大，政府和企业纷纷做出改变

# 原因一：货币政策放宽以及房企销售回暖，资金得到补足

1.1、融资规模大幅增加且成本下降

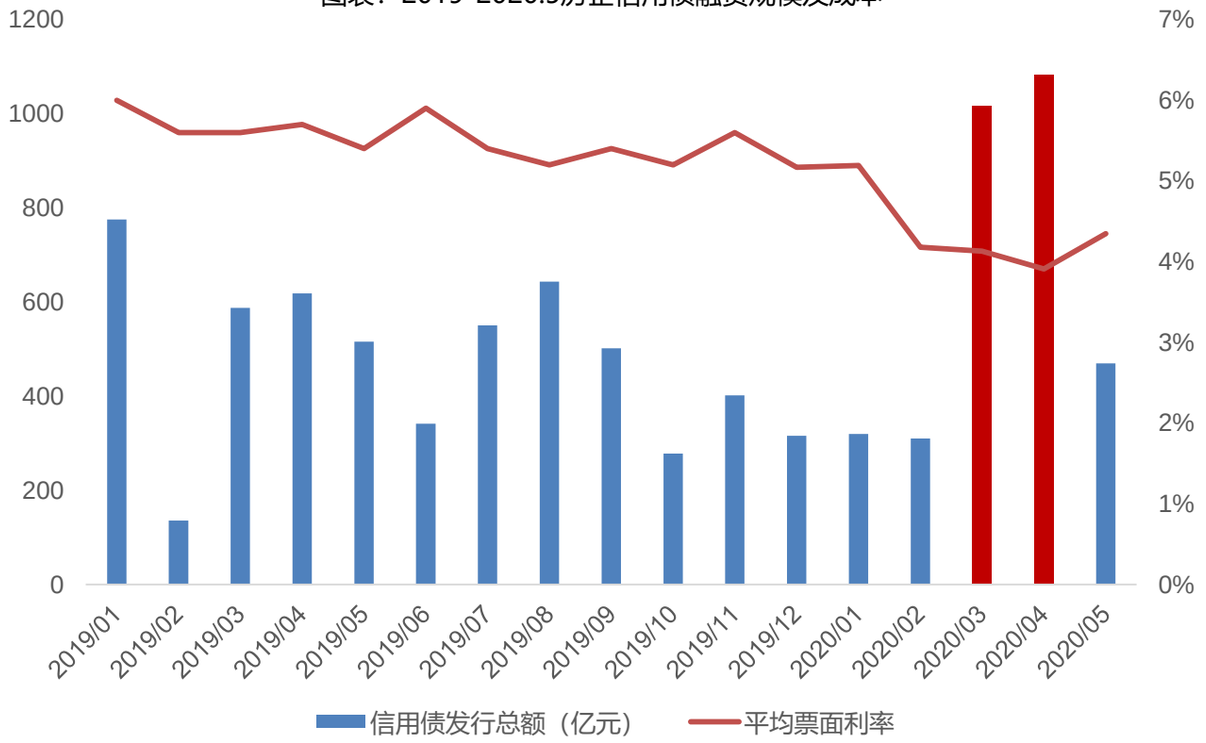
1.2、政策调整，延缓土地付款

1.3、销售回暖，房企现金流得以补充

## 融资环境“宽松”，房企融资规模增加

- 2020年3、4月，房企信用债融资规模均超过**1000亿元**，5月融资规模腰斩，但仍基本与2019年同期持平

图表：2019-2020.5房企信用债融资规模及成本




数据来源：亿翰智库

## 2020年典型房企融资成本普遍下降

表：典型房企2020年以来融资情况

| 企业 | 发行时间 | 融资类型 | 融资金额（亿元） | 融资成本 |
|---|---|---|---|---|
| 万科 | 2019/9/26 | 公司债 | 25 | 3.55% |
| | 2020/5/19 | 公司债 | 10 | **2.56%** |
| 碧桂园 | 2019/11/20 | 公司债 | 30 | 4.98% |
| | 2020/4/1 | 公司债 | 34 | **4.20%** |
| 保利发展 | 2019/1/21 | 中期票据 | 15 | 3.60% |
| | 2020/5/27 | 中期票据 | 15 | **3.18%** |
| 融创中国 | 2018/10/9 | 公司债 | 10 | 7.50% |
| | 2020/5/27 | 公司债 | 33 | **5.60%** |
| 中国恒大 | 2019/5/6 | 公司债 | 150 | 6.27% |
| | 2020/6/5 | 公司债 | 25 | **5.60%** |
| 华润置地 | 2019/8/21 | 中期票据 | 10 | 3.45% |
| | 2020/5/6 | 中期票据 | 15 | **2.42%** |
| 新城控股 | 2019/3/20 | 公司债 | 10 | 5.90% |
| | 2020/3/9 | 公司债 | 6 | **5.10%** |
| 龙湖集团 | 2019/7/9 | 公司债 | 15 | 4.67% |
| | 2020/3/4 | 公司债 | 30 | **3.80%** |
| 金地集团 | 2018/8/24 | 中期票据 | 20 | 4.80% |
| | 2020/6/5 | 中期票据 | 20 | **3.30%** |
| 滨江集团 | 2019/10/17 | 短期融资券 | 9 | 4.50% |
| | 2020/3/12 | 短期融资券 | 3 | **3.00%** |

## 出台各类“救企”政策，旨在缓解房企的现金流压力，很多企业短期内付款压力减弱，积极参与拿地，“抢预期”

| 政策方向 | 主要政策内容 | 典型省份 / 城市 |
| --- | --- | --- |
| 土地端支持 | 允许延期/分期缴纳土地出让金 | • 广东、浙江、广西、河南、上海杭州、南昌、西安、南京、天津、济南、福州、重庆江津区、承德、佛山三水区、襄阳、温州、嘉兴等 |
| | 延期签订土地出让合同 | • 河南、济南、承德、温州等 |
| | 降低土地出让竞买保证金比例 | • 河南、青岛、南昌、西安、海口、承德等 |
| | 延期交地、开工、竣工不计入违约责任 | • 广东、浙江、河南、上海、杭州、南昌、西安、南京、天津、济南、福州、嘉兴、中山、温州等 |
| 费用 / 税费延期 | 分步收取房地产开发项目报建费用 | • 衡阳等 |
| | 免收农民工保证金 | • 浙江、衡阳等 |
| | 提前拨付预售监管资金 | • 浙江、厦门、沈阳、无锡、衡阳等 |
| | 减免房产税和土地使用税 | • 河南、承德、中山等 |
| | 延期缴纳城市基础配套费 | • 河南、云南安宁、无锡等 |
| 复工支持 | 加快工程审批 | • 广东、海南、南宁、中山、惠州等 |
| | 放宽预售条件 | • 苏州、无锡、驻马店、山东等 |
| | 售楼部开放 | • 南京、郑州等 |



数据来源：亿翰智库

# 房企销售情况逐渐回暖，使公司现金流得以补充，从而在这一时期加大投资力度

- 2月份以来，TOP200房企单月销售金额同比持续提升

图表：2019-2020.5 TOP200房企销售金额同比增速




- 不同梯队房企累计销售额同比持续收窄，其中TOP50房企销售回暖最为理想

图表：2020年以来不同梯队房企同比增速

| 企业梯队 | 1月销售额同比 | 1-2月销售额同比 | 1-3月销售额同比 | 1-4月销售额同比 | 1-5月销售额同比 |
|---|---|---|---|---|---|
| TOP1-10 | -11.9% | -19.8% | -13.1% | -10.5% | -7.3% |
| TOP11-20 | -12.3% | -28.6% | -20.4% | -10.9% | -1.7% |
| TOP21-30 | -7.3% | -32.4% | -32.9% | -25.2% | -14.8% |
| TOP31-50 | -1.2% | -27.2% | -21.1% | -14.9% | -4.9% |
| TOP51-100 | -13.9% | -27.9% | -32.9% | -29.9% | -20.1% |

数据来源：亿翰智库

# 原因二：经济下行压力加大，政府和企业纷纷做出改变

- 政府端：

2.1、财政收支失衡，增加土地出让缓解财政压力

2.2、地方政府普遍增加供应计划，全国土地供应提升

- 企业端：

2.3、核心区域、核心城市市场容量大

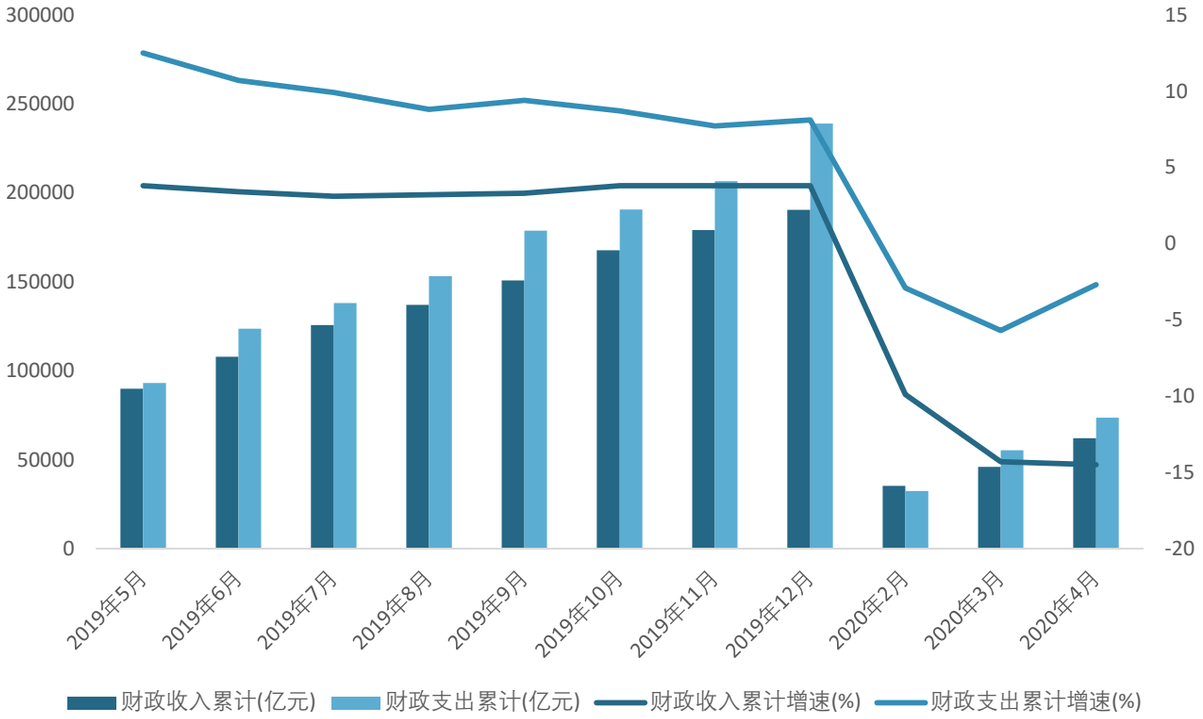
2.4、房企为保障利润，重点布局一二线和强三线

2.5、2020年房企规模诉求依然强烈

# 受疫情影响，财政收支出现失衡，为弥补财政支出增加带来的损失，政府一定程度上会加大土地供应以缓解财政压力

- 2020年，国家财政支出累计增速翘升，财政收入累计增速大幅放缓，财政收支失衡

图表：2019.5-2020.4国家累计财政收入、支出及同比增速




- 2019年位于长三角、珠三角和环渤海地区的多数城市土地财政依赖度较高

图表：2019年部分城市土地财政依赖度

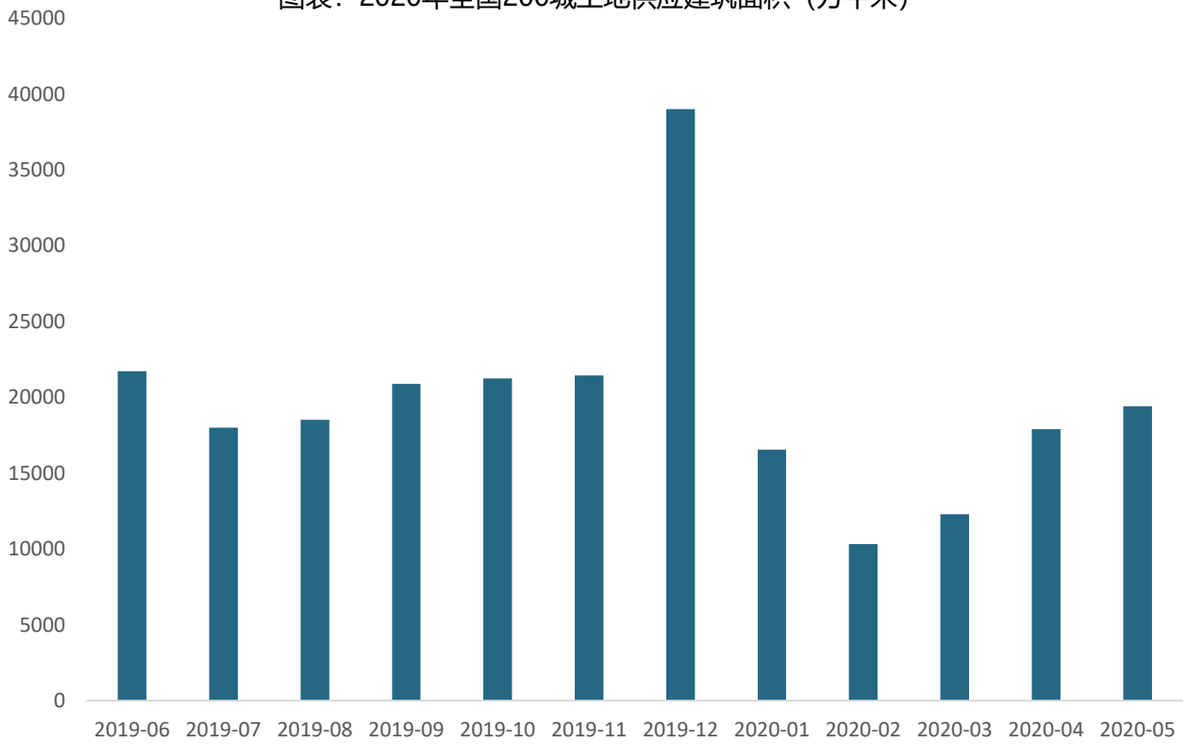
| 排序 | 城市 | 土地财政依赖度 |
|---|---|---|
| 1 | 绍兴 | 164% |
| 2 | 昆明 | 161% |
| 3 | 杭州 | 146% |
| 4 | 南宁 | 142% |
| 5 | 合肥 | 120% |
| 6 | 南京 | 107% |
| 7 | 佛山 | 106% |
| 8 | 石家庄 | 104% |
| 9 | 宁波 | 95% |
| 10 | 廊坊 | 87% |
| 11 | 苏州 | 83% |
| 12 | 重庆 | 74% |
| 13 | 无锡 | 74% |
| 14 | 天津 | 56% |
| 15 | 中山 | 41% |

数据来源：亿翰智库

# 2020年上半年全国200城土地供应规模逐渐提升，预计未来土地供应规模保持上行

- 2020年来，全国200城土地供应逐月增长，逐步恢复至2019年同期水平

图表：2020年全国200城土地供应建筑面积（万平米）




- 2019年位于长三角、珠三角和环渤海地区的多数城市土地财政依赖度较高

图表：2020年部分城市加大供地计划

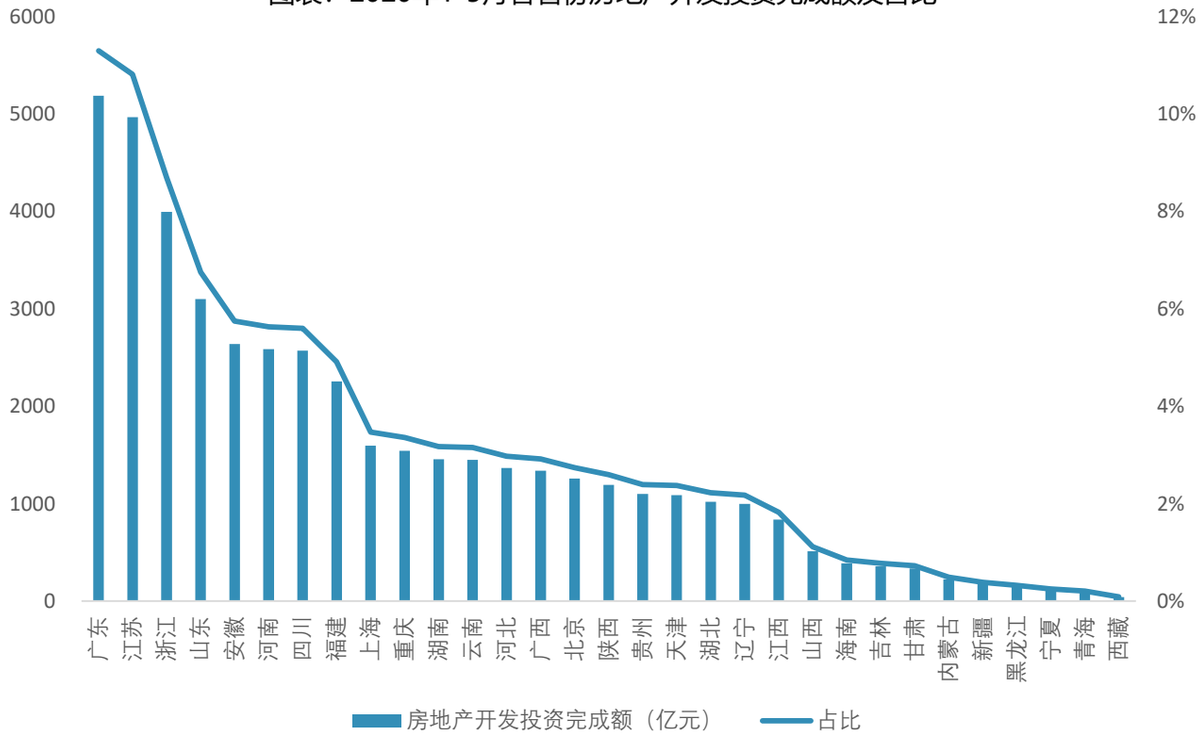
| 城市 | 2020住宅用地供应（公顷） | 同比 |
|---|---|---|
| 深圳全市 | 293 | 95% |
| 石家庄市本级 | 521 | 54% |
| 苏州市区 | 560 | 33% |
| 天津全市 | 1050 | 17% |
| 南京市本级 | 902 | 14% |
| 重庆全市 | 2580 | 14% |
| 宁波市区 | 918 | 13% |
| 昆明全市 | 848 | 8% |
| 杭州全市 | 1214 | 6% |
| 南宁市本级 | 389 | 3% |
| 合肥市本级 | 590 | 4% |

数据来源：亿翰智库

# 房地产开发投资和商品住宅成交量分布以核心地区为主，这些区域市场容量大，是房企布局的主要地区

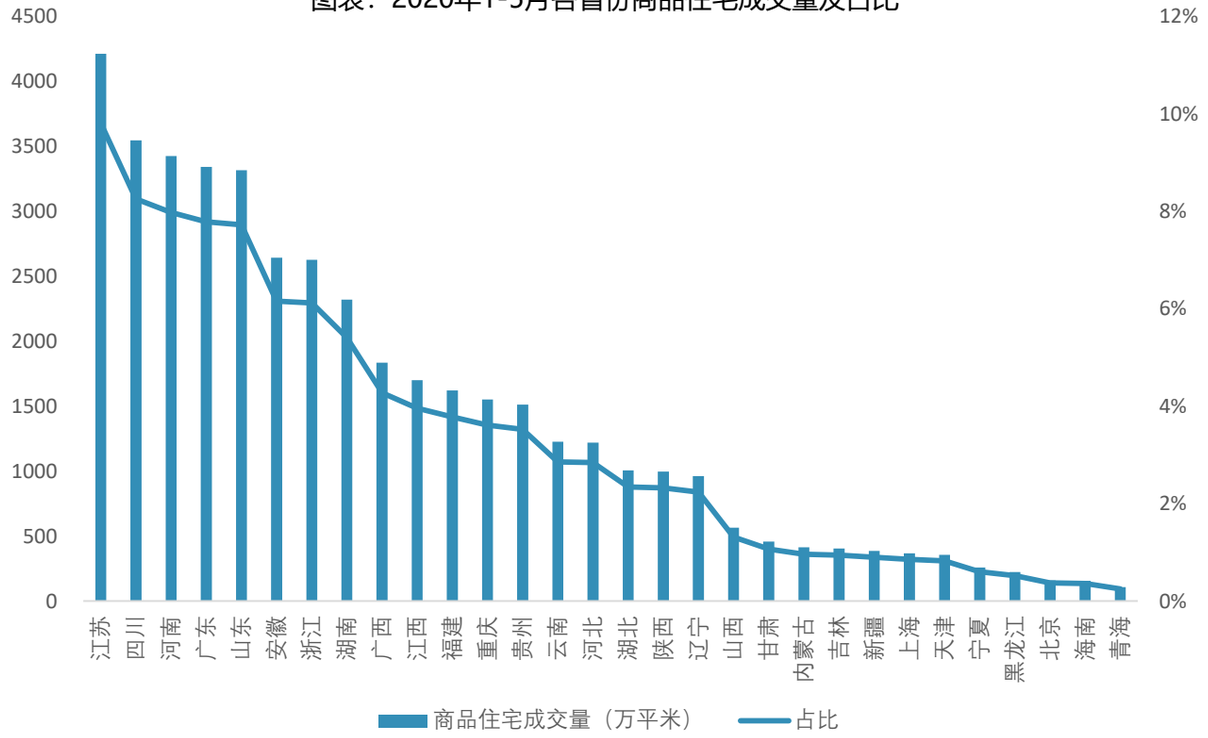
- 2020年前5月，房地产开发投资额主要流向长三角、珠三角、环渤海和部分中西部省份

图表：2020年1-5月各省份房地产开发投资完成额及占比




- 2020年前5月，全国商品住宅成交量贡献最多的省份主要位于长三角、珠三角、中西部，其次为环渤海地区

图表：2020年1-5月各省份商品住宅成交量及占比




数据来源：亿翰智库

# 企业为保障项目利润空间，提升盈利水平，更注重布局一二线和部分强三线城市

- 根据2019年EH50房企净利润率表现，越是重点布局一二线城市的房企，盈利能力相对更强

图表：2019年EH50房企净利润率表现

| 企业名称 | 净利润率 | 企业名称 | 净利润率 |
|---|---|---|---|
| 合景泰富集团 | 40.3% | 首创置业 | 12.4% |
| 中国海外发展 | 26.1% | 越秀地产 | 12.3% |
| 金地集团 | 24.5% | 首开股份 | 11.8% |
| 德信中国 | 23.7% | 融信中国 | 11.5% |
| 华润置地 | 23.3% | 富力地产 | 11.1% |
| 宝龙地产 | 23.1% | 迪马股份 | 11.1% |
| 龙光地产 | 20.1% | 中梁控股 | 11.1% |
| 中国金茂 | 19.9% | 大悦城 | 11.0% |
| 招商蛇口 | 19.3% | 弘阳地产 | 10.8% |
| 中骏集团控股 | 18.8% | 蓝光发展 | 10.6% |
| 龙湖集团 | 17.6% | 美的置业 | 10.5% |
| 禹洲地产 | 17.1% | 中国奥园 | 10.3% |
| 融创中国 | 16.6% | 华发股份 | 10.0% |
| 旭辉控股集团 | 16.5% | 正荣地产 | 9.5% |
| 滨江集团 | 15.9% | 金科股份 | 9.4% |
| 保利地产 | 15.9% | 佳兆业集团 | 8.7% |
| 金融街 | 15.7% | 远洋集团 | 8.2% |
| 新城控股 | 15.5% | 新力控股集团 | 7.5% |
| 雅居乐集团 | 15.3% | 当代置业 | 7.3% |
| 万科A | 15.0% | 阳光城 | 7.1% |
| 世茂房地产 | 14.7% | 中国恒大 | 7.0% |
| 华夏幸福 | 14.0% | 中南建设 | 6.4% |
| 荣盛发展 | 13.5% | 绿城中国 | 6.4% |
| 时代中国控股 | 13.1% | 绿地控股 | 4.9% |
| 碧桂园 | 12.6% | 泰禾集团 | 4.3% |

数据来源：亿翰智库

# 千亿是房企参与市场角逐的最低门槛，尚未步入千亿的房企销售目标增速快于头部企业，对土地资源的需求也较高

- 大多数房企将2020年销售目标增速设定在10%-20%，2000亿以上的规模房企销售目标增长普遍设定在10%以内

图表：2020年EH50房企销售目标增长情况

| 规模 | 企业名称 | 2019年销售额（亿元） | 2020年销售目标（亿元） | 2020年目标对比2019年销售增幅 | 2019年目标对比2018年销售增幅 |
|---|---|---|---|---|---|
| [2000,+∞) | 中国恒大 | 6011 | 6500 | 8.0% | 9.0% |
| | 融创中国 | 5562 | 6000 | 8.0% | 20.7% |
| | 新城控股 | 2708 | 2500 | -8.0% | 22.5% |
| | 世茂房地产 | 2600 | 3000 | 15.0% | 47.6% |
| | 龙湖集团 | 2425 | 2600 | 7.0% | 20.9% |
| | 华润置地 | 2425 | 2620 | 8.0% | 15.1% |
| | 绿城中国 | 2018 | 2500 | 24.0% | 29.0% |
| [1000,2000) | 中国金茂 | 1608 | 2000 | 24.0% | 25.6% |
| | 融信中国 | 1413 | 1554 | 10.0% | 15.9% |
| | 正荣地产 | 1307 | 1400 | 7.0% | 21.0% |
| | 中国奥园 | 1181 | 1322 | 12.0% | 29.3% |
| | 雅居乐 | 1180 | 1200 | 2.0% | 14.9% |
| (0，1000) | 龙光地产 | 915 | 1100 | 20.0% | 33.7% |
| | 新力控股集团 | 914 | 1097 | 20.0% | 28.6% |
| | 佳兆业 | 881 | 1000 | 14.0% | 27.6% |
| | 合景泰富 | 861 | 1033 | 20.0% | 31.5% |
| | 首创置业 | 808 | 800 | -1.0% | 14.4% |
| | 中骏集团 | 805 | 930 | 16.0% | 56.7% |
| | 时代中国 | 784 | 823 | 5.0% | 29.3% |
| | 禹洲地产 | 751 | 1000 | 33.0% | 34.1% |
| | 宝龙地产 | 604 | 750 | 24.0% | 47.1% |

数据来源：亿翰智库

## 货币政策放宽以及房企销售回暖，资金得到补足

1、融资规模大幅增加且成本下降

2、政策调整，延缓土地付款

3、销售回暖，房企现金流得以补充

## 经济下行压力加大，政府和企业纷纷做出改变

- 政府端：

1、地方政府普遍增加供应计划，全国土地供应提升

2、财政收支失衡，增加土地出让缓解财政压力

- 企业端：

1、核心区域、核心城市市场容量大

2、房企为保障利润，重点布局一二线和强三线

3、2020年房企规模诉求依然强烈

# 核心区域、核心城市土地投资热度上升

**经济面临下行压力，政府与企业端短期内难以改变，但是土地市场将面临流动性收紧影响，预期热度下降，但成交量保持增长**

## 2020H2研判：成交量提升，但热度下降

1、下半年供应与成交规模普遍高于上半年，预期成交量上升

2、阶段性纾困政策逐渐退出

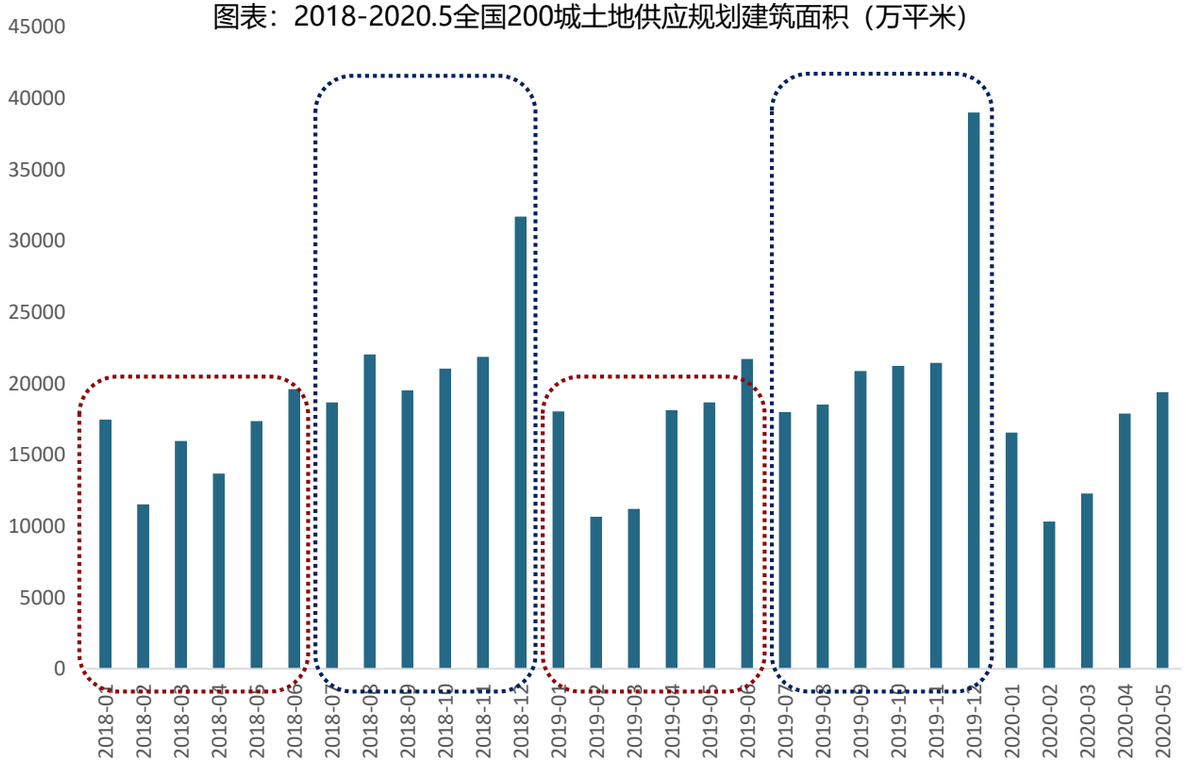
3、货币政策保持合理流动性，但对地产行业仍严控贷款资金流向

4、企业拿地意愿减弱，上半年拿地全年可完成回款，不增加企业资产负债表压力

# 原因1：从全国土地供应与成交量来看，下半年普遍高于上半年，预计2020年下半年土地供应与成交双升

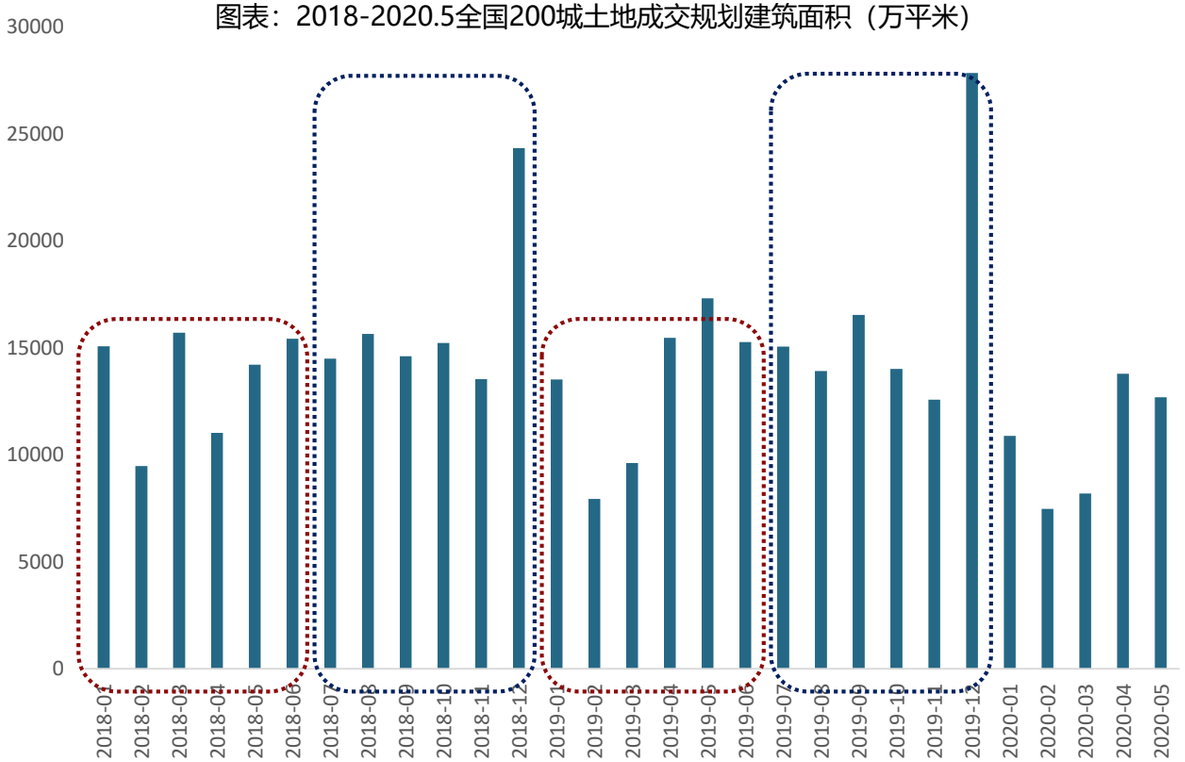
- 土地供应规模下半年普遍高于上半年，预计供应充足，企业抢地压力下降

图表：2018-2020.5全国200城土地供应规划建筑面积（万平米）




- 全国200城土地成交规模下半年普遍高于上半年，预期2020年下半年土地成交量保持增长

图表：2018-2020.5全国200城土地成交规划建筑面积（万平米）




数据来源：亿翰智库

# 原因2：待疫情冲击影响消化后，政府在供给端的纾困政策预计将逐渐退出，企业拿地成本提升，热情下降

➢ 疫情冲击下，政府实施的“定向纾困”政策已基本到期




数据来源：亿翰智库

# 原因3：货币政策整体保持合理的流动性，但是对房地产行业来讲，“房住不炒”基调不变，严格管理贷款资金流向房地产行业

## 深化逆周期调节，更多工具、更大力度释放宏观流动性

**更加积极有为的财政政策：**

- **赤字率拟按3.6%，**规模增加1万亿元
- 发行**1万亿元抗疫特别国债**
- 更大力度的**减税降费**

**更加灵活适度的货币政策：**

- M2增速再次达到两位数，同比增长**11.1%**
- 信贷增长强劲，**4月新增社融3.09万亿元，同比多增1.42万亿元**

**更丰富的金融工具：**

- 4月30日，以基建作为底层资产的**公募REITs**启航

## 两会重申“房住不炒”，严谨货币**违规**流入房地产

**中央会议再次重申“房住不炒”：**

- 5月22日两会政府报告再次重申“**房住不炒**”，明确因城施策的房地产主基调

表：2月以来房地产金融政策提法

| 时间 | 部门 | 政策内容 |
|---|---|---|
| 2.19 | 央行 | • 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 |
| 2.21 | 央行 | • 保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性 |
| 2.25 | 银保监会 | • 房地产金融政策没有调整和改变，遵循一城一策原则 |
| 3.4 | 央行 | • 不将房地产作为短期刺激经济的手段 |
| 4.22 | 银保监会 | • 坚决纠正贷款违规流入房地产行为 |
| 5.10 | 央行 | • 重申保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性 |
| 6.1 | 央行 | • 把经营重心和信贷资源从房地产等转移到实体 |
| 6.19 | 银保监会 | • 要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务。 |

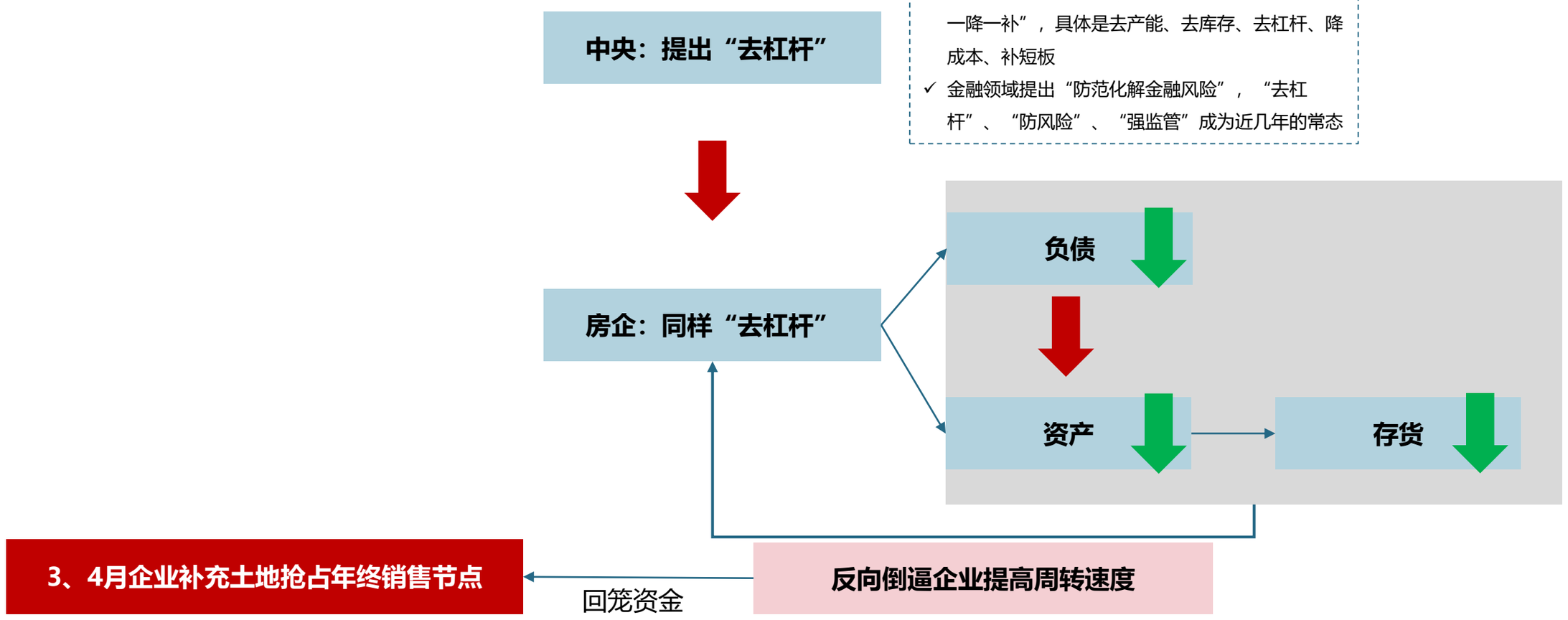
**严控资金违规流入房地产：**

- 深圳严查经营贷违规流入房地产
- 上海严禁以房产作为风险抵押，通过**个人消费贷款**和**经营性贷款**等形式变相突破信贷政策要求，违规向购房者提供资金

数据来源：亿翰智库

**原因4：从15年底中央提出“去杠杆”后，房企逐步进入“降杠杆”阶段，企业一般上半年拿地，下半年出货，不增加企业资产负债表负担，因此，下半年拿地意愿减弱，土地市场热度下降**

- ✓ 2015年12月18日的中央经济工作会议提出“三去一降一补”，具体是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板
- ✓ 金融领域提出“防范化解金融风险”，“去杠杆”、“防风险”、“强监管”成为近几年的常态




数据来源：亿翰智库

市场需求也开始恢复，呈现“三个特点”

## 市场特点：住宅市场成交由大幅下滑到单月同比持平，市场表现为城市梯队热度递减

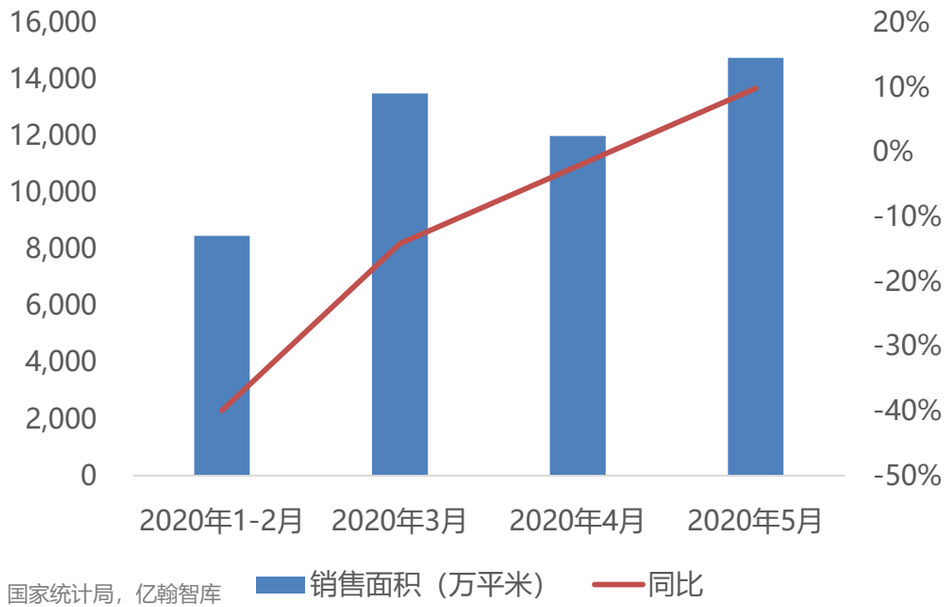
- 越发达的区域恢复越快：四大区域市场成交量全面恢复，长三角区域力度领先
- 越核心的城市恢复越快：经济下行压力的背景下，核心城市价格支撑力更强
- 越核心的地段去化越好：城市市场分化，核心城区高端项目热销

# 全国市场：5月整体成交量降幅同比收窄，疫情短期影响基本结束，但未来仍具有不确定性

## ✓ 五月单月销售面积同比由负转正

◆ **2020年单月数据四月基本持平，五月开始回正**

图表：2020年各单月销售面积及同比情况

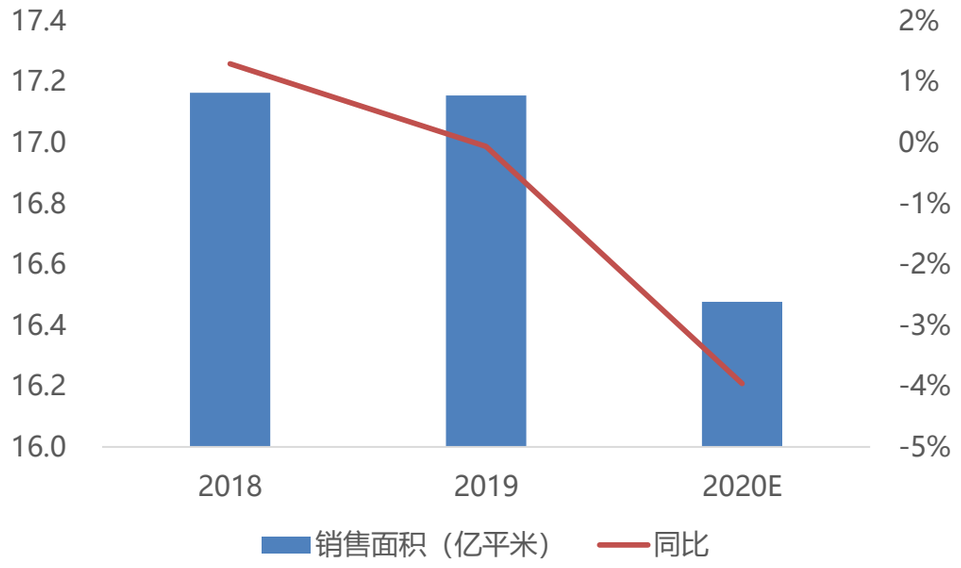



数据来源：国家统计局，亿翰智库

## ✓ 2020年成交同比下降约为4%

◆ **假设：2020年6至12月销售与2019年同期持平**

图表：2018-2020年销售面积（假设条件下）及同比情况



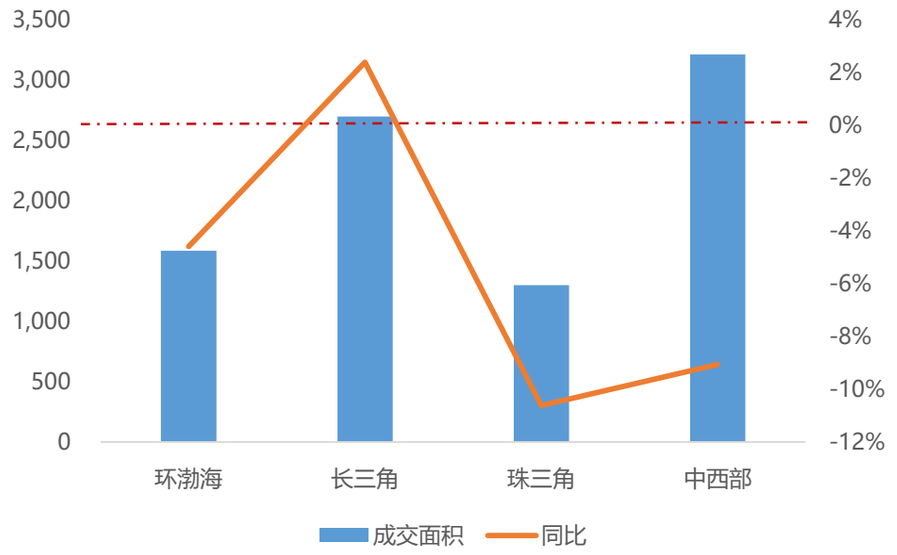
# 1）2020年5月各地区住宅市场成交量明显恢复，其中长三角区域恢复力度最强

✓ 成交量方面，2020年4月，全国商品房成交面积同比下降2.13%，而长三角是唯一一个4月单月商品房成交面积同比为正的区域

✓ 价格方面，2020年5月，长三角区域新建住宅价格指数同环比整体优于四大区域

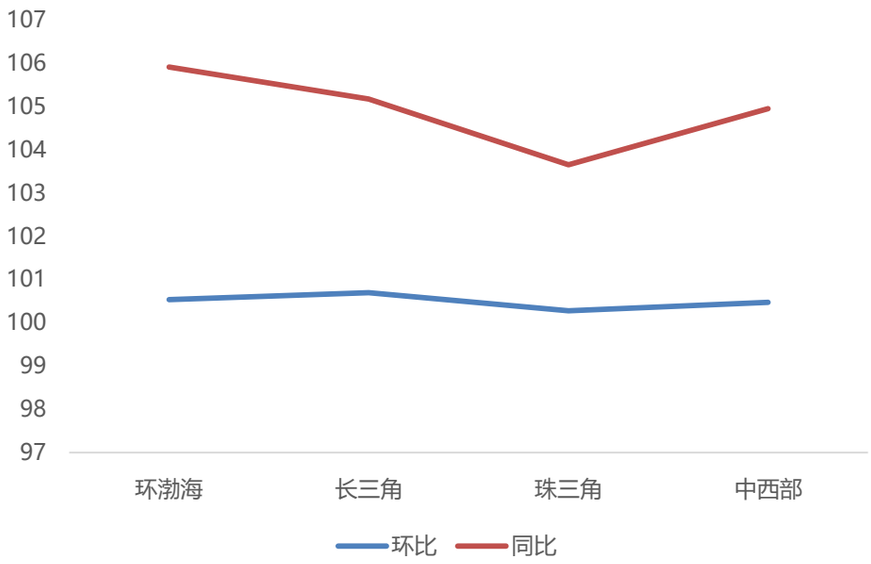
## ✓ 成交量：仅长三角单月同比为正

图表：2020年4月 169城商品房各区域商品房成交面积（万平米）及同比




## ✓ 成交价格：长三角价格指数同环比优于四大区域

图表：2020年5月 70大中城市新建商品住宅价格指数同环比情况（基数100）



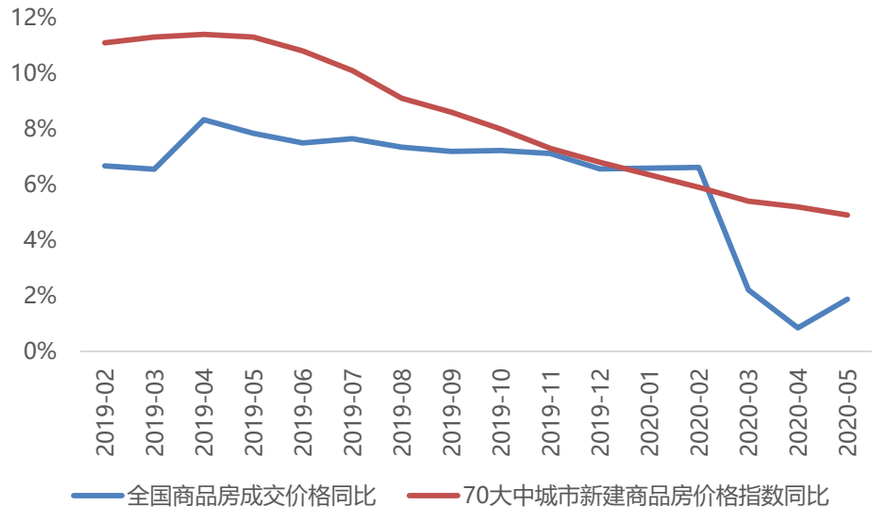

数据来源：亿翰智库

# 2）经济下行压力加大的背景下，核心城市的价格支撑更强

## ✓ 疫情后，70大中城市价格支撑强于全国

- 短期受国内疫情冲击过大，全国商品住宅价格同比增速出现***滑坡式下降***
- 70大中城市新建商品住宅价格指数同比下降趋势基本平稳，***价格支撑明显优于全国平均水平***

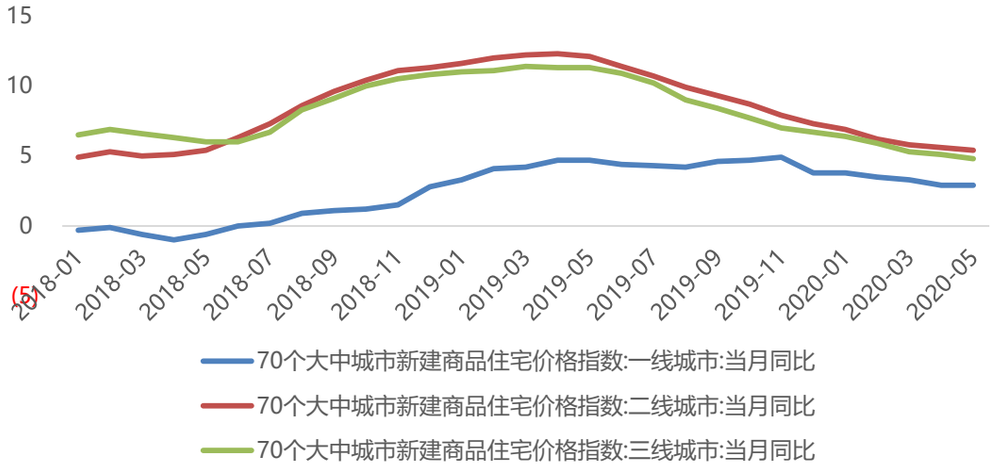
图表：2020年各单月销售面积及同比情况




## ✓ 70大中城市中，一线城市价格后疫情影响最小

- 整体上看，***一线城市价格指数同比降幅最小，价格支撑最强***
- 2020年5月，价格指数同环比下降的城市分别有8个和11个，其中，***分别有5个和8个是三四线城市，三四线城市价格支撑相对最弱***

图表：70大中城市不同能级新建商品住宅价格指数同比变化






数据来源：国家统计局、亿翰智库

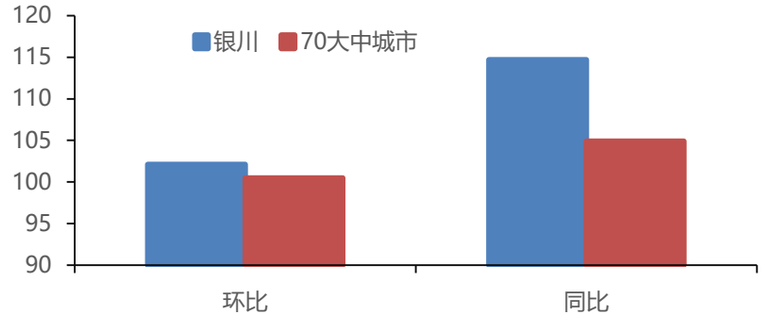
# 2）从小范围区域来看，区域核心的二三线城市也具有较强的价格支撑力和市场容量

## ✓ 地理区域核心的二三线城市表现不俗

图表：2020年5月徐州开盘项目去化率表现

| 开盘日期 | 项目名称 | 区域 | 推盘套数 | 去化情况 |
|---|---|---|---|---|
| 5月8日 | 六樟台 | 泉山区 | 216 | 23% |
| 5月15日 | 东湖悦府 | 开发区 | 324 | 100% |
| 5月23日 | 银城致享城 | 铜山区 | 172 | 70% |
| 5月23日 | 中骏汇景城 | 铜山区 | 378 | 90% |
| 5月23日 | 中南恒通和平府 | 开发区 | 432 | 80% |
| 5月26日 | 玖玺 | 泉山区 | 44 | 100% |
| 5月28日 | 美的天誉 | 铜山区 | 720 | 100% |
| 5月29日 | 美的东湖天城 | 泉山区 | 408 | 100% |
| 5月29日 | 时代艺境 | 新城区 | 394 | 100% |
| 5月30日 | 美的德信翰林府 | 开发区 | 334 | 100% |
| 5月30日 | 新盛上和园 | 泉山区 | 88 | 100% |

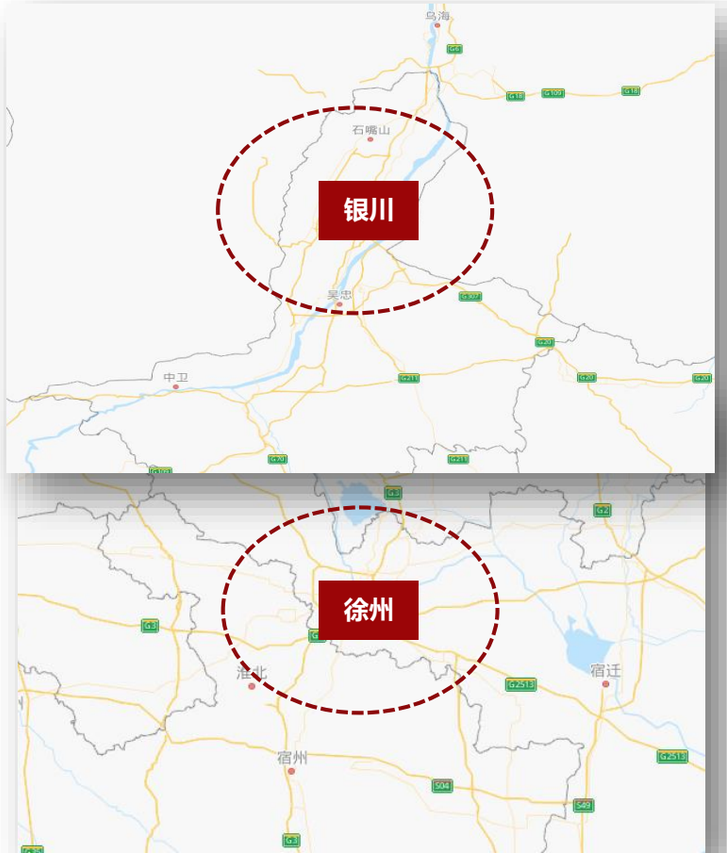
图表：2020年5月银川新建商品住宅销售价格指数与70大中城市对比




数据来源：国家统计局、亿翰智库

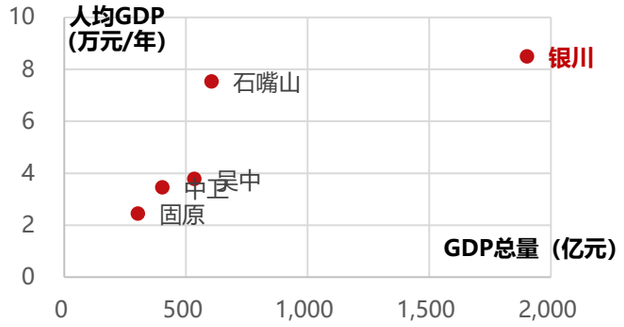
## ✓ 地理位置区域核心城市，经济发展优势明显

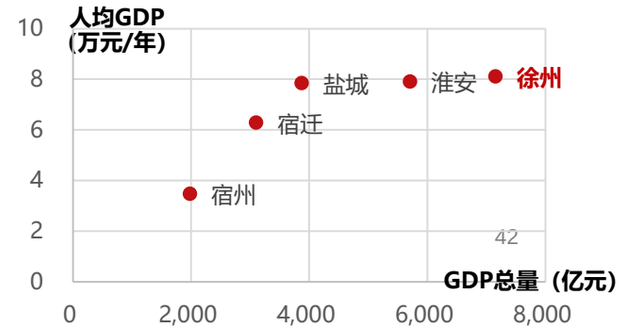
➢ 从地理区域的位置上看，银川和徐州属于该区域类的核心城市，其对于周边的三四线城市人口具有虹吸效应，往往也具备较强的市场潜力




◆ **区域核心城市与周边城市经济出现明显断层**

图表：银川、徐州及周边地级市GDP断层情况



## 3）市场分化加剧，同一个城市不同项目去化表现差异极大

图表：热点城市部分典型项目去化情况和项目特点

| 楼盘名称 | 板块 | 开盘时间 | 开盘去化情况 | 楼盘特点 |
|---|---|---|---|---|
| 万科·天空之城 | 上海大虹桥 | 2020.5 | 去化9成，110平的户型全部清盘 | 均价5.86万，总价在600万-1000万之间，户型一梯一户，私密性好，居住体验好，大虹桥潜力大 |
| 滴水湖馨苑悦湾 | 上海浦东临港 | 2020.5 | 未摇号，网签为0 | 虽然项目是70年产权的住宅，但本身是公寓式布局，2梯18户，全是小户型，居住体验并不好 |
| 中兴路一号 | 上海静安区 | 2020.5 | 认筹率30% | 上海单价地王项目入市，与同价位项目相比，并不具备优势 |
| 大华锦绣四季 | 上海宝山顾村 | 2020.5 | 20% | 顾村老集镇“城中村”改造地块，地理位置也不是很理性 |
| 中集金地美兰城 | 上海宝山区 | 2020.5 | 认筹率35% | 中集金地美兰城整盘均价达到44800元/㎡，项目周边二手房挂牌价在3.1-3.8万/㎡之间品质不错的别墅，性价比不算高。 |
| 东方惠礼 | 上海浦东三林 | 2020.4 | 100% | 定位精品时尚小户型住宅 |
| 中海汇德里 | 上海普陀区武宁 | 2020.4 | 100% | 总价千万以内，市区范围最好中环内，3房户型 |
| 碧云尊邸 | 上海浦东碧云 | 2020.4 | 100% | 定位豪宅，居住体验较好，地段价值较高 |
| 海玥瑄邸 | 上海浦东宣桥镇 | 2020 | 两开共推820套，共去化200套 | 宣桥板块楼盘较少，居住氛围不算浓厚，只有少量别墅在卖 |
| 金地玺悦 | 上海松江 | 2019.8 | 90%以上 | 生活配套成熟，总价400万左右，距地铁近 |
| 央玺 | 上海宝山区 | 2019.6 | 26% | 地王项目，距地铁站超过2公里，总价过高 |
| 金地滨江万科悦虹湾 | 杭州萧山区 | 2019.3 | 100%，中签率10.6% | 600米地铁站的距离，4站可达滨江星光大道等核心商圈 |
| 龙湖江与城 | 杭州萧山区 | 2019.3 | 100%，中签率2.9% | 大江东产业聚集区的核心位置，地铁上盖，出行购物方便，小户型总价不到160万 |
| 保利云上 | 上海嘉定区 | 2019.10 | 90%以上 | 距地铁站500米，外环内均价属于低位 |

注：灰色部分表示刚需刚改属性不足，去化情况不佳

# 3）核心城市、核心地段的高端项目去化较好，部分核心城市大面积段项目成交同比大幅提升

## ✓ 疫情后，城市核心地段项目开盘取得较好成绩

➢ **2020年核心城市核心地段的高端项目明显升温**

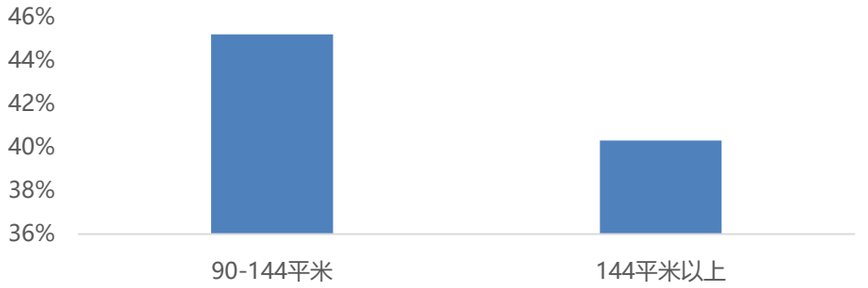
图表：部分核心城市2020年新开盘热销豪宅项目

| 项目名称 | 城市 | 开盘时间 | 均价（万/平米） | 销售情况 |
|---|---|---|---|---|
| 碧云尊邸 | 上海浦东 | 2020年4月 | 11.2 | 开盘日光 |
| 滨江凯旋门二期 | 上海浦东 | 2020年4月 | 13.8 | 开盘去化8成 |
| 招商太子湾·湾玺 | 深圳南山 | 2020年 | 9~13 | 开盘快速去化 |
| 融创滨江杭源御潮府 | 杭州上城区 | 2020年5月 | 7.0 | 预计中签率会在5%~6% |
| 仁恒滨江园 | 杭州上城区 | 2020年3月 | 7.0 | 开盘售罄 |
| 仁恒江湾世纪 | 南京建邺区 | 2020年3月 | 5.0 | 中签率16% |
| 河西南金茂府 | 南京建邺区 | 2020年4月 | 5.2 | 首付提升至8成，三开三光 |
| 世茂天誉 | 南京建邺区 | 2020年4月 | 5.0 | 当天去化过半 |

## ✓ 部分热点城市大面积段户型成交同比大幅提升

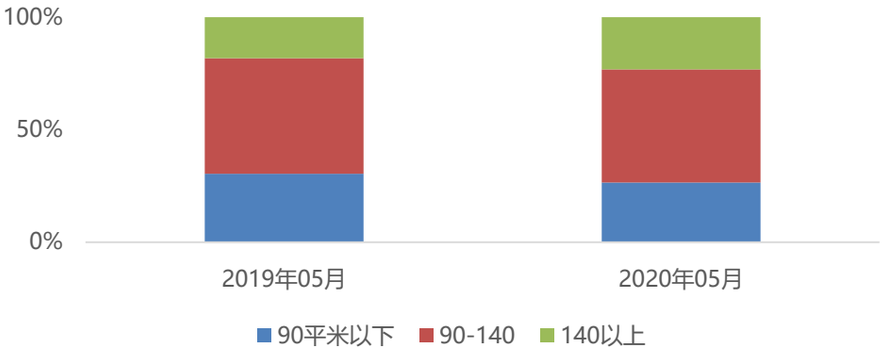
➢ **南京市大户型销售面积出现陡增**

图表：2020年1-5月南京大户型销售面积同比情况




图表：2020年1-5月上海各面积段商品住宅成交占比及同比情况

➢ **上海市90平米刚需及以下户型占比下降约4个百分点**

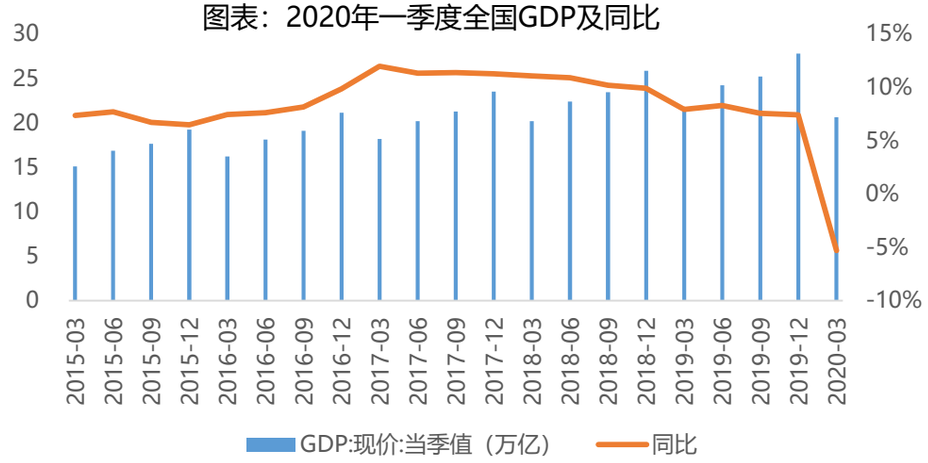


# “两大原因”使城市梯队热度递减

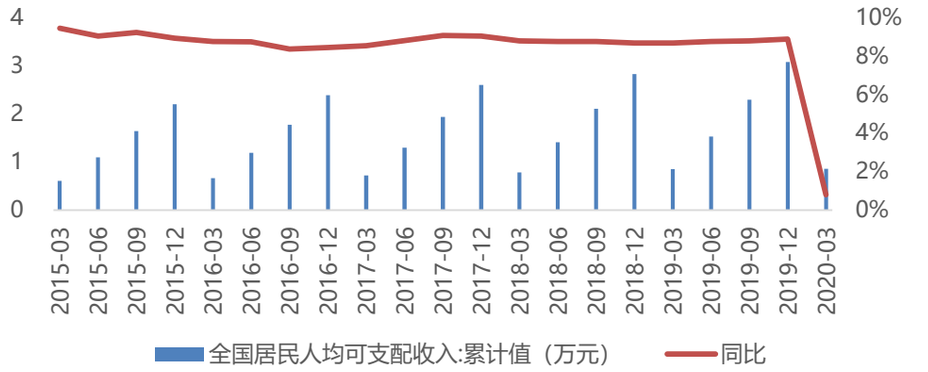
# 原因一：经济下行压力加大的背景下，顶部需求受影响不大

## ✓ 疫情后，经济下行导致居民收入增速大幅下行

图表：2020年一季度全国GDP及同比




图表：2020年一季度全国居民人均可支配收入及同比




## ✓ 疫情对于不同能级城市不同区域影响不同

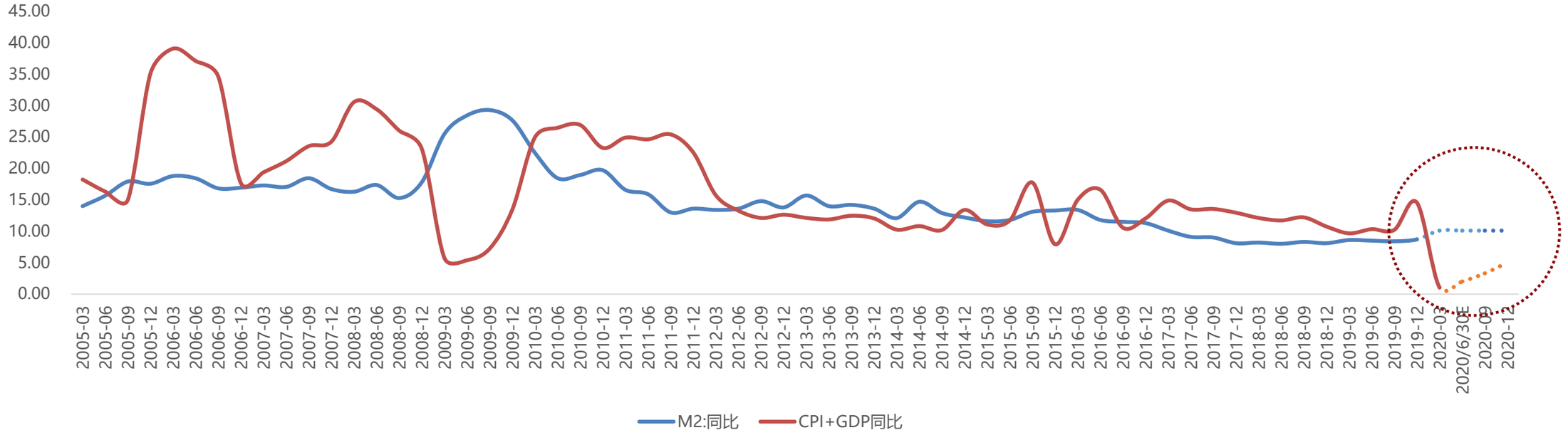
| | 市区 | 郊区 |
|---|---|---|
| 一线城市 | 无影响 | |
| 核心二线 | 无影响 | 影响较小 |
| 普通二线 | 影响较小 | 影响较大 |
| 区域核心三四线 | 影响较小 | 影响较大 |
| 普通三四线 | 影响较大 | 影响极大 |

# 原因二：货币政策宽松，资金流入核心城市、核心地段寻求保值

## ✓ 2020年一季度，M2增速再次超过CPI与GDP同比之和

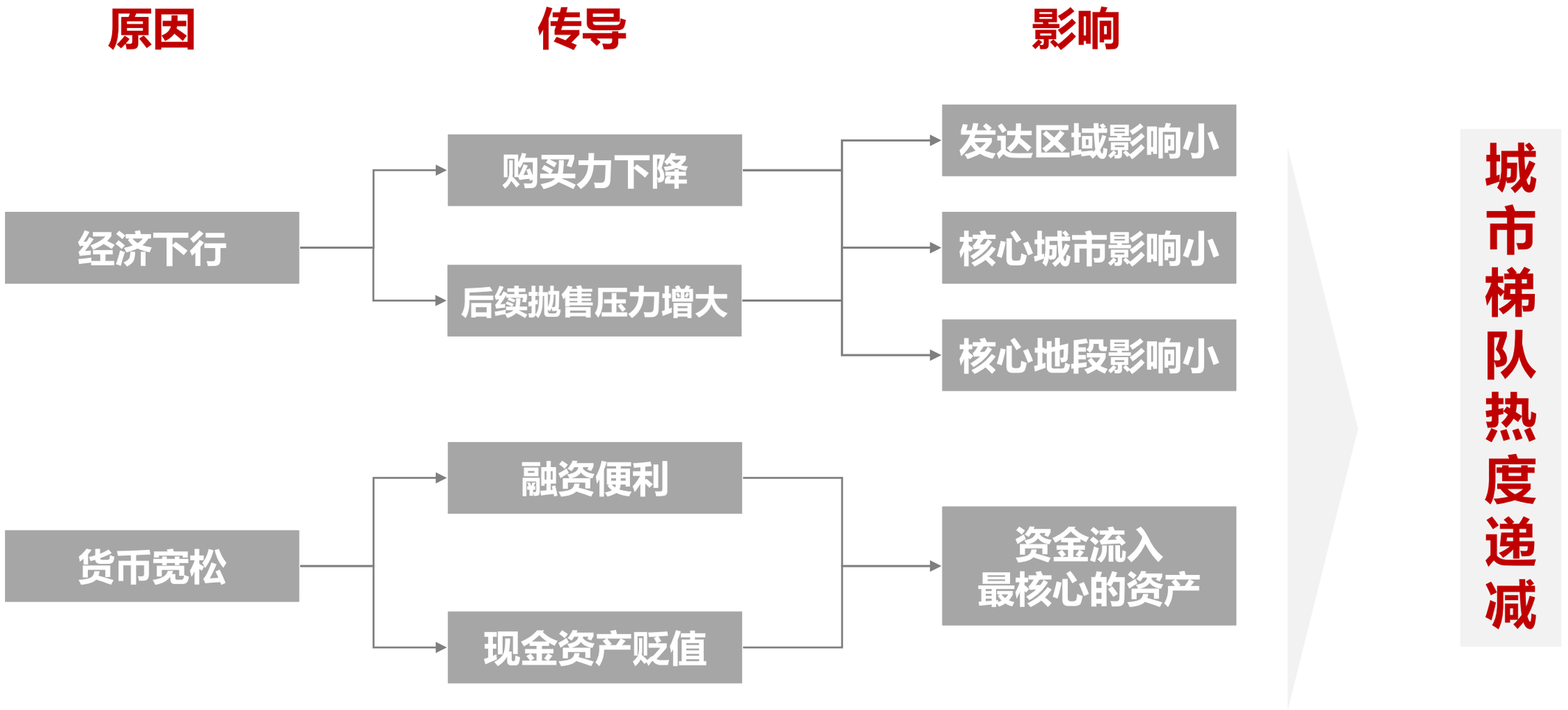
- 2017年，流动性收紧，GDP+CPI同比增速反超M2增速
- 2020年，流动性宽松， GDP+CPI同比三年来首次低于M2增速，并且形成较大剪刀差，市场流动性充裕

图表：2020年一季度全国GDP及同比




**现金资产贬值压力加大，寻求核心资产标的**

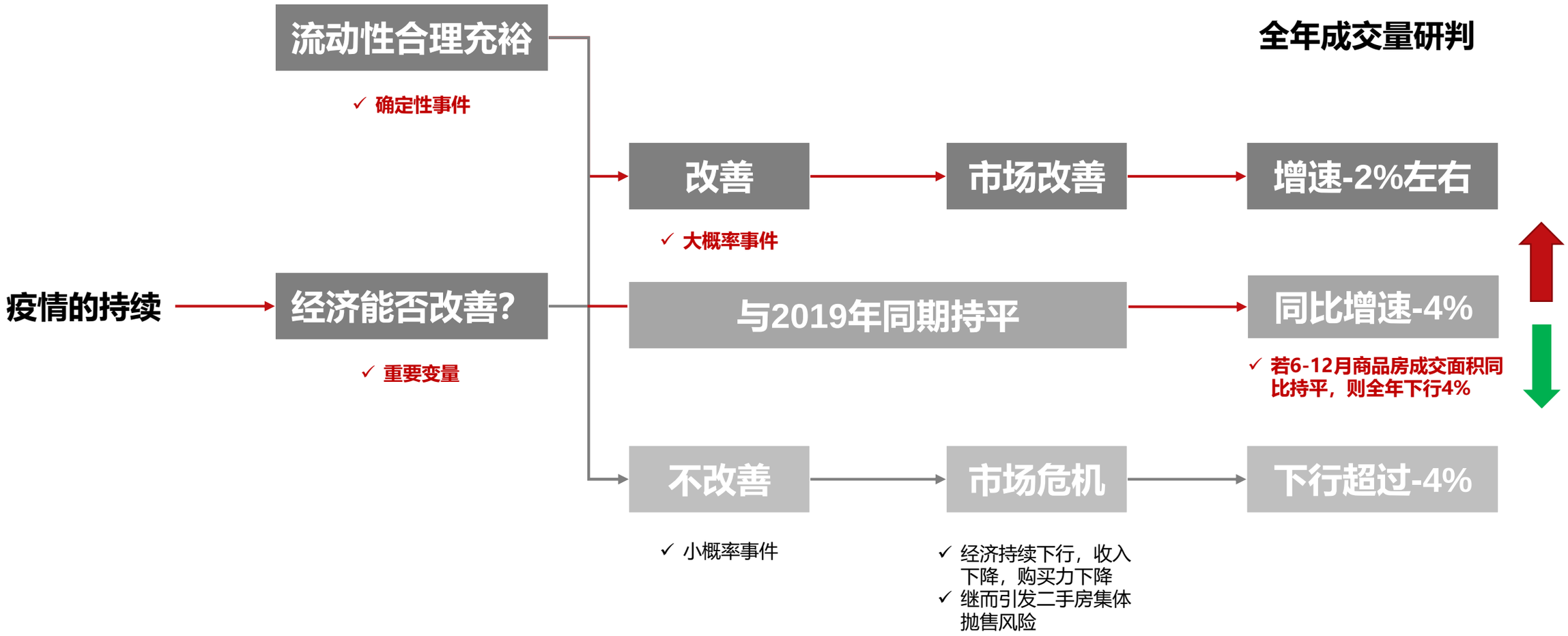
## 总结：两大原因使得市场表现为城市梯队热度递减的趋势



# 2020年下半场及2021年市场将如何演绎？

亿翰智库

**2020年下半年，流动性维持合理充裕是确定性事件，不确定性在于疫情的持续以及对于经济的影响有多大，我们认为下半年经济会有所改善，成交量同比略有上行，全年成交面积同比下降2%左右**



# 但是，疫情带来全年经济增速下行的趋势难改，核心区域、核心城市、核心地段的需求好于普通城市，资金优先流入核心地段资产

## 全年经济增速下行趋势难改，流动性合理充裕趋势不变

**国外疫情：**截止到2020年6月20日，海外新冠肺炎患者**现有确诊人数达368万人**

**北京疫情：**2020年6月16日，由于患病人数突增，**应急响应级别调至二级**

**GDP：**电影业、外贸、旅游业仍处于**停业或半停业**状态，完全恢复仍遥遥无期

**房地产：**2020年1-5月，商品房成交面积同比**下降仍超过两位数，为-12.3%**

**流动性：**2020年6月18日，陆家嘴论坛刘鹤、易纲继续强调**流动性合理充裕**

……

## 需求逻辑不变，资金更加倾向于流向核心地段项目

**越发达的区域市场影响越小**

**越核心的城市市场影响越小**

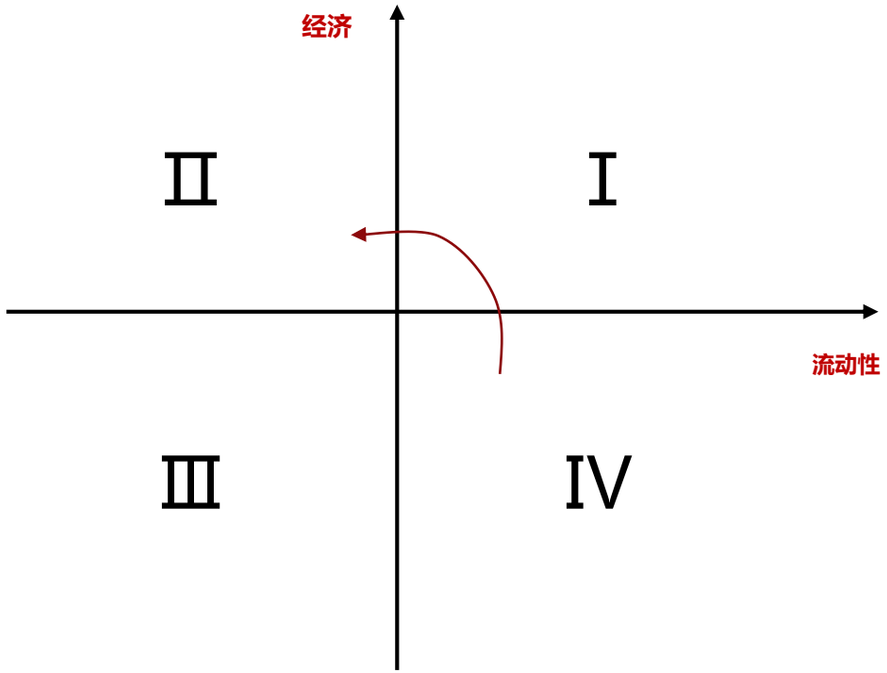
**核心地段资产更受青睐**

# 2021年，由于经济基数较低，经济数据表现将会改善，货币政策则会边际收紧，外贸等产业依赖度较高的城市经济恢复力度慢，市场影响大

## ✓ 2021年，两大主因逐步发生改变

➢ 2021年两大主因（流动性+经济）逐步从第四象限向第二象限转变

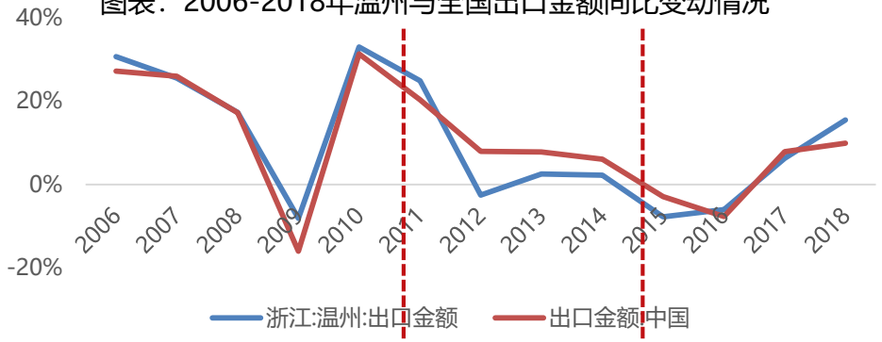
图表：经济与流动性关系变动示意图



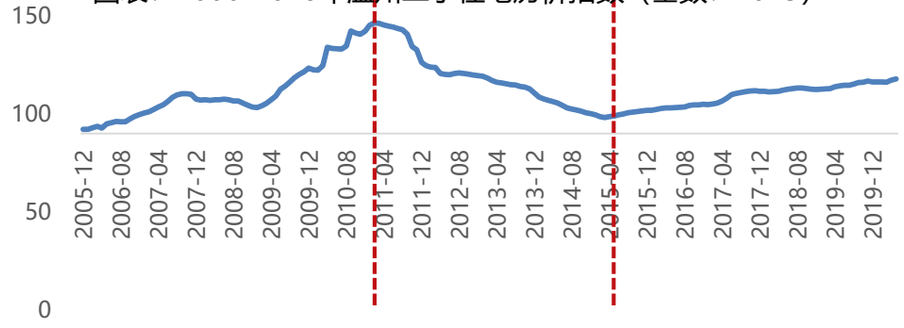

## ✓ 流动性边际收紧下，经济恢复差的城市影响大

◆**以温州为例**，对外贸产业依赖度高，2011年由于出口订单减少，外贸企业亏损，民间借贷链条断裂，企业主急于抛售二手住宅，并且新购意愿降低，使整个房地产市场下行

图表：2006-2018年温州与全国出口金额同比变动情况



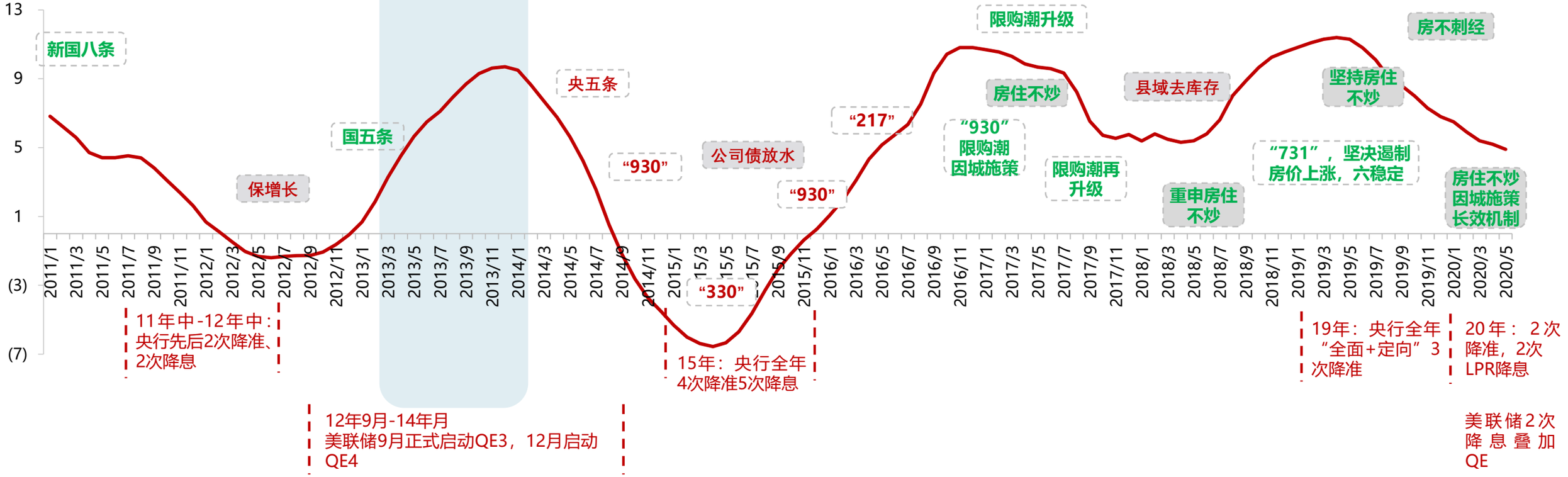

图表：2006-2018年温州二手住宅房价指数（基数：2015）



# 2020年更像2013年，企业压力或在2021年

| 11.1-12.4<br>“双限”下行期 | 12.5-13.1<br>保增长期 | 13.2-13.12<br>调控期 | 14.1-15.2<br>行业下行放水 | 15.3-16.9<br>上行期 | 16.10-18.7<br>因城施策调控期 | 18.8至今<br>深度调控期 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 新国八条，“限贷、限购”并行，市场降温 | 经济保增长，房地产筑底回升 | 国五条出台，调控收紧 | 上半年行业陡转直下，下半年开始放水 | “330”放开，改善需求叠加进一步放水，市场一路向上 | “930”，第一轮限购潮到来，上一轮上涨周期的结束， | 2018年“731”，坚决遏制房价上涨，行业进入深度调控期 |

图：2011年以来70大中城市新建商品住宅价格指数同比走势（%）




11年中-12年中：央行先后2次降准、2次降息

12年9月-14年月
美联储9月正式启动QE3，12月启动QE4

15年：央行全年4次降准5次降息

19年：央行全年“全面+定向”3次降准

20年：2次降准，2次LPR降息

美联储2次降息叠加QE

/03

# 物竞天择，适者生存

- 警惕两类风险
- 看好三类企业

# 受疫情影响，未来警惕两种风险、看好三类企业

- **警惕两种风险**

1、过高溢价拿地

2、过度融资，杠杆率过高

- **看好三类企业**

1、有拿地抓手的房企

2、深耕核心地区、核心城市的房企

3、回款能力强、融资成本低的房企

# 在土地市场成交过热的情况下，房企应警惕过高溢价拿地和过度融资导致的杠杆率过高风险

01

## 过高溢价拿地

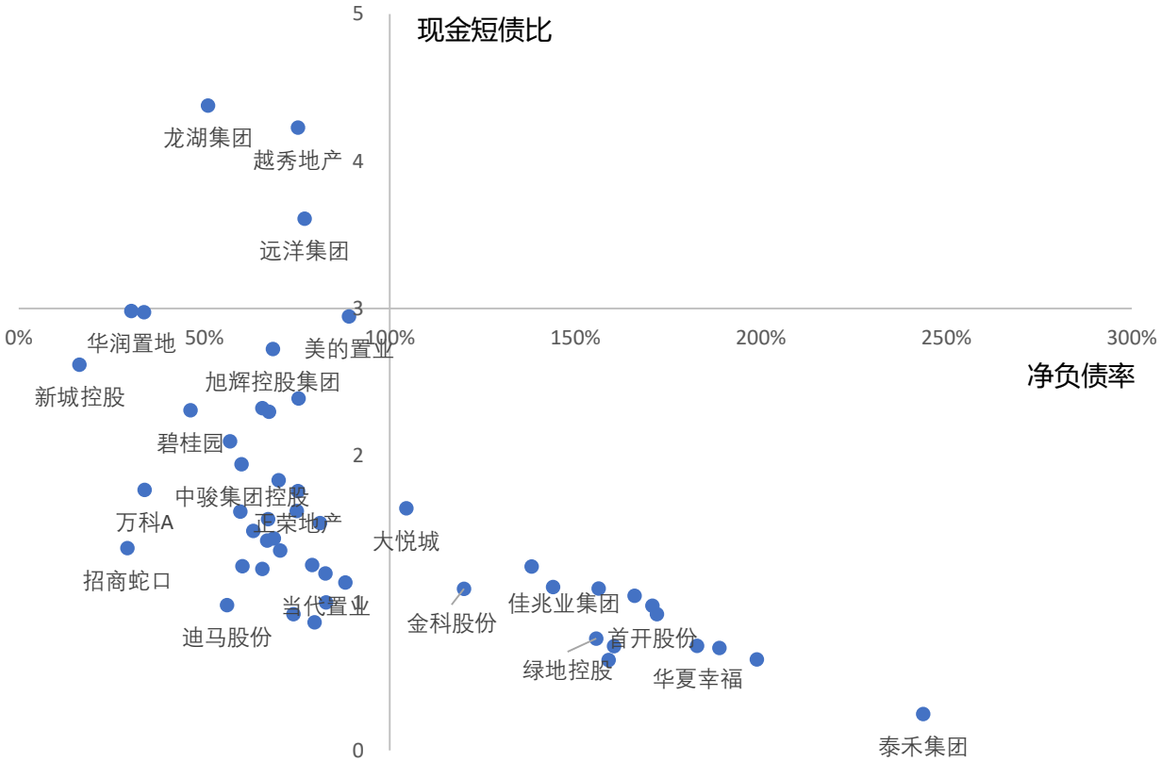
尤其是**低土储、高杠杆**的企业，规模诉求下补货意愿过于强烈，可能面临销售环境不确定风险。

02

## 过度融资杠杆率过高

延期缴款和短期信贷叠加成为偿债高峰；
融资环境随时有收紧的可能。

图表：2019年EH50房企净负债率和现金短债比分布情况



# (一)
# 看好有拿地抓手的房企

- **疫情扩散和下行周期影响，房企拿地成本增加，且利润空间压缩，而有拿地抓手的房企，能有效降低成本，提升项目盈利**

表：部分房企主要拿地抓手

| 拿地抓手 | 房企 |
|---|---|
| 农业、机器人 | 碧桂园 |
| 文旅 | 融创中国、华侨城 |
| 住宅+商业，双轮驱动 | 新城控股 |
| 产业新城 | 华夏幸福 |
| 城市运营 | 中国金茂 |
| 新能源汽车 | 中国恒大 |

- **利用综合体方式拿地成本更低，具备更高的盈利空间**

表：2020年中骏部分项目售价情况

| 项目 | 建筑面积（万平米） | 土地成本（元/平米） | 周边住宅地前三年成交均价（元/平米） | 项目预售价格（元/平米） |
|---|---|---|---|---|
| 苏州·天萃 | 17.0351（70%住宅+30%商业） | 12098 | 27000 | 31960 |
| 河源世界城 | 49.2135（66%住宅+34%商业） | 2052 | 9000 | - |

数据来源：亿翰智库

# (二)
# 看好深耕核心地区、核心城市的房企

## 注重深耕房企拥有两大优势

**资源优势**

渠道畅通，投资、营销品牌效应较强

**规模优势**

优先定价权，主动性强，易于抵抗市场波动

## 深耕核心地区的房企销售业绩整体表现较好，是公司规模增长的重要支柱

表：典型企业区域销售业绩占比

| 企业 | 深耕区域 | 1-5月省份销售业绩（亿） | 1-5月全国销售业绩（亿） | 占比 |
|---|---|---|---|---|
| 新城控股 | 江苏省 | 241.1 | 709.2 | 34% |
| 中南置地 | 江苏省 | 188.5 | 554.4 | 34% |
| 祥生地产 | 浙江省 | 238.4 | 375.0 | 64% |
| 弘阳地产 | 江苏省 | 123.9 | 206.4 | 60% |

数据来源：亿翰智库

# (三)
# 看好回款能力强、融资成本低的房企

**回款能力强的房企即使在融资严格的环境下，能提供较为充足的资金**

图表：2019年EH50部分房企回款率表现

| 企业名称 | 2019年回款率 |
|---|---|
| 碧桂园 | 96% |
| 中国金茂 | 95% |
| 中海地产 | 93% |
| 德信中国 | 93% |
| 保利发展 | 93% |
| 旭辉集团 | 92% |
| 中梁控股 | 90% |
| 金科集团 | 87% |
| 绿城中国 | 87% |
| 大悦城控股 | 80% |
| 佳兆业集团 | 80% |
| 阳光城 | 80% |
| 奥园集团 | 78% |
| 世茂房地产 | 75% |
| 正荣集团 | 75% |
| 中国恒大 | 75% |

**融资成本低的房企在融资方面拥有较低的资金成本，并且公司偿债压力较小，资金更为充裕**

图表：2019年EH50部分房企融资成本表现

| 企业名称 | 融资成本 |
|---|---|
| 中国海外发展 | 4.21% |
| 华润置地 | 4.45% |
| 龙湖集团 | 4.54% |
| 招商蛇口 | 4.92% |
| 越秀地产 | 4.93% |
| 中国金茂 | 4.94% |
| 保利发展 | 4.95% |
| 金地集团 | 4.99% |
| 绿城中国 | 5.30% |
| 远洋集团 | 5.50% |
| 滨江集团 | 5.60% |
| 世茂房地产 | 5.60% |
| 美的置业 | 5.87% |
| 旭辉控股集团 | 6.00% |
| 龙光地产 | 6.10% |
| 碧桂园 | 6.34% |

数据来源：亿翰智库

# Thanks.

亿翰智库
www.ehconsulting.com.cn