

房地产投资韧性几何？

伍戈 文若愚 吴文钰

核心观点：

尽管已经历一年多的调控，但我国房地产投资增速仍保持较强韧性。作为内需的引擎之一，房地产投资对于宏观经济的平稳运行有着重要的支撑作用。房地产投资的这种韧性未来还能持续多久，会不会遵循历史规律而出现断崖式下降？这些都关乎宏观大势的研判。

研究发现，相对于资金要素而言，土地对于房地产投资大幅下跌的拐点判断有着更为重要的预示作用。与以往不同的是，此轮调控中政府事实上加大了土地供给，房地产商土地购置热情不减。在土地要素供应相对充裕的背景下，房地产投资的韧性犹存。

此轮土地供给特征的改变，或与调控理念的转变有关。过去土地供给与房价息息相关，一旦房价增速下降，土地供给就立即减少。但本轮调控中，土地供给似开始与住房库存挂钩。该机制下，尽管目前房价增速趋缓，但由于住房库存走低，土地供给依然增加。

展望 2018 年，在住房低库存难以显著改变的情形下，土地供应及其购置的拐点短期内难以显现，房地产投资稳中趋缓的韧性将随之持续。尽管如此，仍要警惕金融强监管下资金面超预期收缩以及供给侧扰动下 PPI 超预期下行等对房地产投资造成的冲击。

伍戈：华融证券首席经济学家，曾长期供职中国人民银行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖（2017）、浦山政策研究奖（2017）和刘诗白经济学奖（2012）获得者。电子邮箱：wuge@hrsec.com.cn。

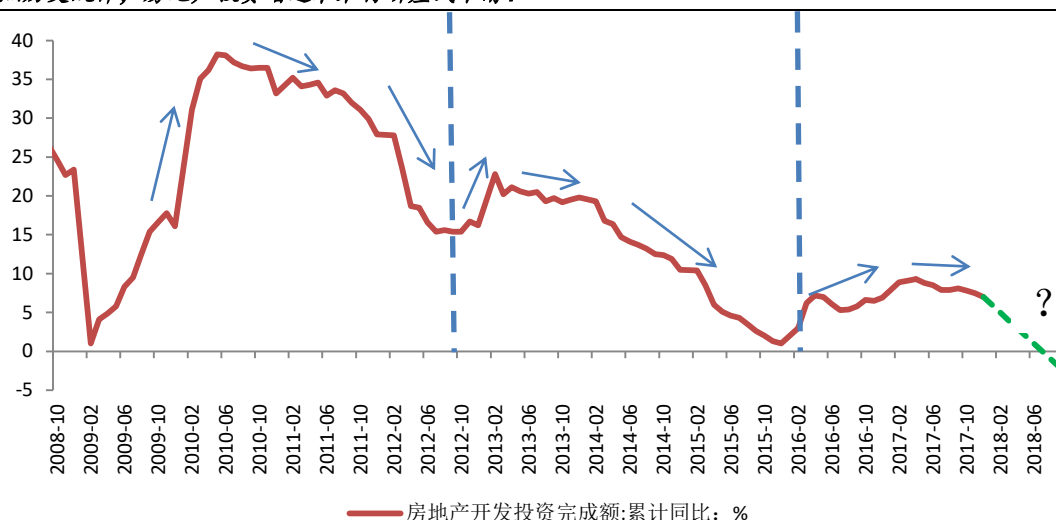
文若愚：华融证券宏观与固收研究员。电子邮箱：wenuoyu@hrsec.com.cn

吴文钰：华融证券实习研究员。

一、引言

尽管已经历一年多的调控，但我国房地产投资增速仍保持较强韧性。作为内需的引擎之一，房地产投资对于宏观经济的平稳运行有着重要的支撑作用。观察历史数据我们发现，在过去每一轮调控周期中，房地产投资增速似乎都经历着三个阶段：快速上行、稳中趋缓以及快速下跌。目前房地产投资的这种韧性未来还能持续多久，会不会遵循上述历史规律而出现断崖式下降？这些都关乎宏观大势的研判。

图 1：按照历史规律，房地产投资增速未来将断崖式下滑？



数据来源：Wind、华融证券

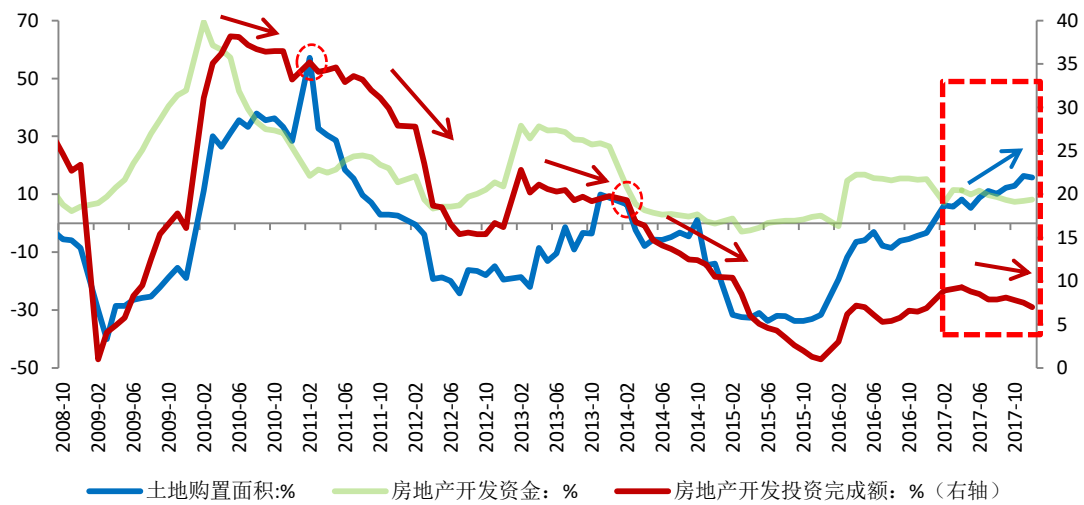
二、房地产投资为何有韧性？

库存往往是市场供需均衡的外化表现，我们可以借助其来判断供需相对强弱的动态变化。从当前我国住房库存不断走低的事实中可以洞察到，相对需求而言，供给是决定目前房地产市场及其投资变化的主要矛盾。

而在供给方面，尽管土地与资金往往是影响房地产商供给行为的两大要素，但我们发现：相对于资金要素而言，土地对于房地产投资大幅下跌的拐点判断有着更为重要的预示作用，即土地购置增速出现拐点的时刻，往往是房地产投资大幅下行的开始。其背后逻辑可能是：我国的土地要素相对资金更为稀缺，即当土地要素供给充裕时，房企往往有能力通过各种渠道获取资金进行投资，房地产投资韧性得以维系；而一旦土地要素受限时，房地产投资则容

易出现大幅下跌。

图2：土地购置下滑拐点往往是房地产投资断崖式下跌的起点

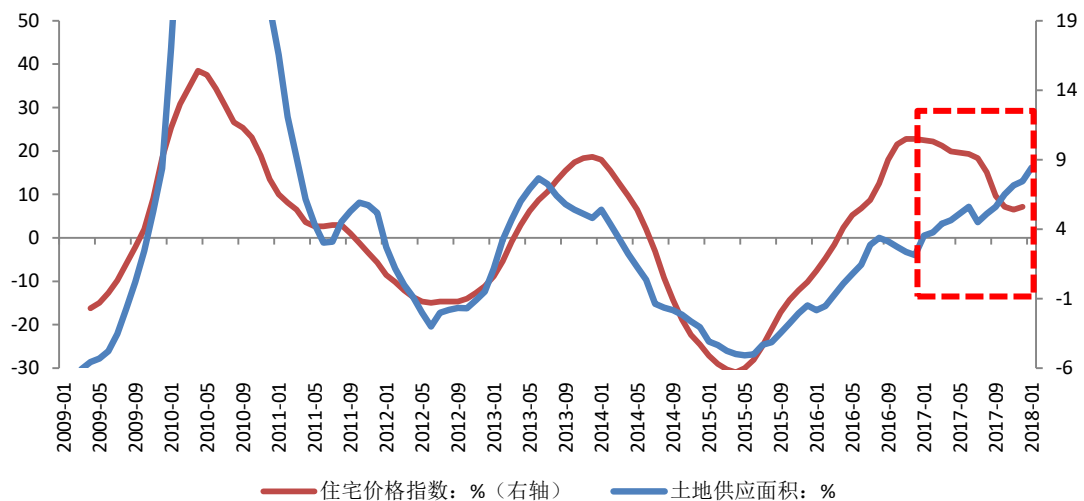


数据来源：Wind、华融证券

注：此处土地购置面积为统计局公布的本年购置土地面积的累计同比；房地产开发资金为房地产开发资金来源的累计同比，房地产开发投资完成额为房地产开发投资完成额的累计同比。

与过去不同的是，此轮调控中政府事实上加大了土地供给。我国房地产市场及其调控具有鲜明的中国特色：政府一方面是土地市场的唯一供给者，另一方面又是房价的最终调控者。过去土地供给机制似与房价息息相关，一旦房价增速下降，土地供给就立即减少。然而本轮调控周期中当房价增速趋缓时，政府却加大了土地供给，与以往显著不同。

图3：与过去调控不同的是，本轮房价趋缓时土地供应持续增加



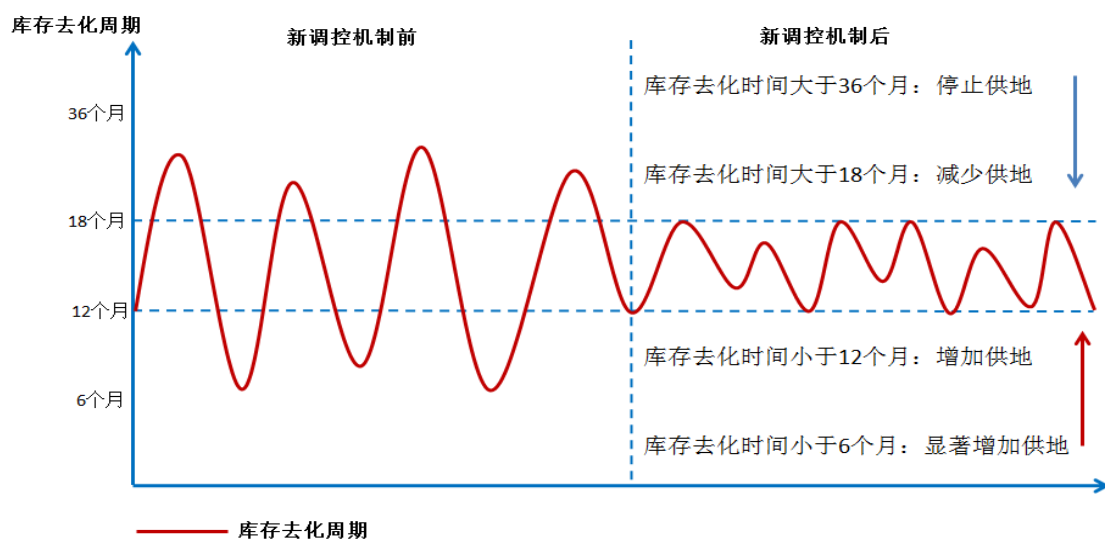
数据来源：Wind、华融证券

注：此处住宅价格指数为统计局公布 70 个大中城市新建住宅价格指数的当月同比，土地供应面积为 100 个大中城市的供应土地占地面积的累计同比。为了曲线平滑容易观察，在不改变趋势的情况下我们对土地供应面积这一指标进行了 6 个月的移动平均。

三、土地供给为何增加？

此轮土地供给特征的改变或与调控理念的转变有关。本轮调控中，政府似开始将土地供给与住房库存挂钩。2017 年 4 月，住建部与国土部下发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》提出：“对库存去化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要减少供地；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏”。政府试图依照库存去化合理区间对土地供给进行调控，从而确保房地产库存及其投资的相对稳定。在该机制下，尽管目前房价增速趋缓，但由于住房库存走低，政府土地供给依然增加。值得一提的是，近期政府提出通过“集体建设用地入市”、“盘活非房地产企业自有用地作为住宅用地”等方式拓宽土地供给渠道，但其实际效果仍有待观察。

图 4：在新的土地调控机制下：土地供给与住房库存挂钩



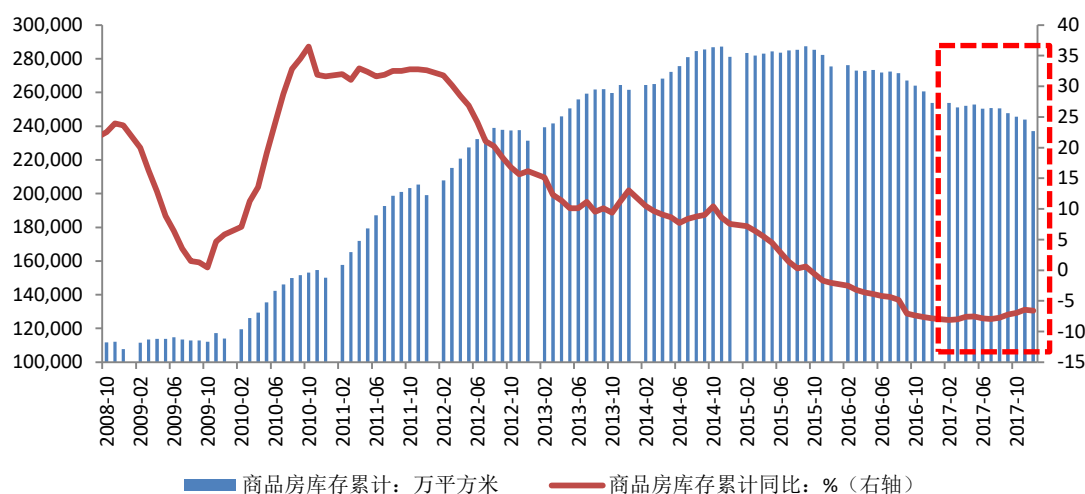
数据来源：华融证券

四、房地产投资韧性是否可持续？

由于土地购置面积增速下滑拐点往往是房地产投资断崖式下跌的起点，因此判断土地供应及其购置的拐点对预测房地产投资未来是否具有韧性有着重要意义。按照新的土地调控机

制，基于目前商品房库存处于低位，未来一段时间的土地供应或并不悲观。

图5：新土地供应机制下，住房库存走低预示着未来土地供给并不悲观

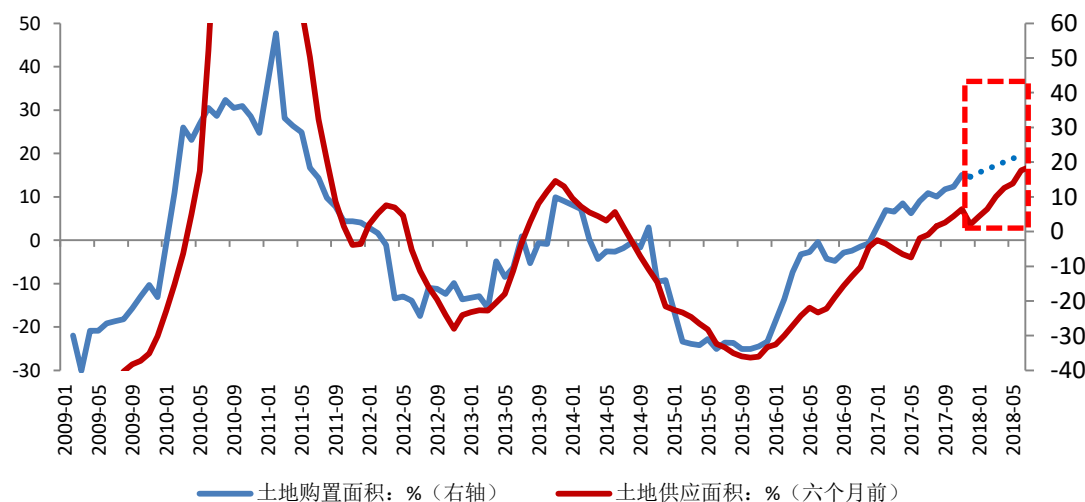


数据来源：Wind，华融证券

注：由于住建部未给出的库存去化周期的具体计算方式，加之统计局公布的待售面积只能代表竣工后的商品房狭义库存，因此这里我们以市场普遍使用的新开工面积减销售面积的典型方法，来近似计算商品房的广义库存。

土地供应充裕进一步地可预示未来半年内的土地购置仍将维持增势。具体地，通过历史数据我们发现：土地供应面积领先土地购置面积大约6个月的时间。也就是说，基于目前土地供应趋势向上，我们可推断未来半年土地购置仍将维持上行趋势。

图6：土地供应通常领先土地购置约半年时间



数据来源：Wind，华融证券

注：此处土地购置面积为统计局公布的本年购置土地面积的累计同比，土地供应面积为 100 大中城市的供应土地占地面积的累计同比。为了曲线平滑容易观察，在不改变趋势的情况下我们对土地供应面积这一指标进行了 6 个月的移动平均。

展望 2018 年，在住房库存低难以显著改变的背景下，政府土地供应以及房地产商土地购置力度仍将维持一段时间，土地购置的拐点短期难以出现。房地产投资稳中趋缓的韧性也将随之持续较长时间。预计 2018 年全年房地产投资同比或在 4% 到 6% 的区间。值得一提的是，尽管从土地的视角看 2018 年房地产投资仍有韧性，但要警惕金融强监管下资金面超预期收缩引发的房地产投资的断崖式下跌风险，以及供给侧扰动下 PPI 超预期下行对房地产投资名义值的影响。

五、基本结论

一是相对资金要素而言，土地对于房地产投资大幅下跌拐点的判断有着更为重要的预示作用。与以往不同的是，此轮调控中政府事实上加大了土地供给。在土地要素供应相对充裕的背景下，尽管已经历一年多的调控，但此轮房地产投资的韧性犹存。

二是此轮土地供给特征的改变或与调控理念的转变有关。过去土地供给与房价息息相关，一旦房价增速下降，土地供给就立即减少。但本轮调控中，土地供给似开始与住房库存挂钩。该机制下，尽管目前房价增速趋缓，但由于住房库存走低，土地供给依然增加。

三是展望 2018 年，在住房低库存难以显著改变的情形下，土地供应及其购置的拐点短期内或难以显现，房地产投资稳中趋缓的韧性将随之持续。尽管如此，仍要警惕金融强监管下资金面超预期收缩以及供给侧扰动下 PPI 超预期下行等对房地产投资造成的冲击。