

市场降温，房企过冬，政策弹性将加强

一、调控成效初显 市场逐步降温

今年房地产行业延续了自2016年9月以来的调控基调，从数据面（截至11月底）来看，各项调控政策效果显现，房价相对平稳，守住了“房子是用来住的，不是用来炒的”的基本定位，市场投机需求已经得到控制。

（一）销售端逐步回落 房价上涨得到抑制

在销售端，销售额及销售面积的数据都呈现出上半年略有抬升，下半年逐步回落的趋势，整体相对平稳。2018年以来，商品住宅销售面积累计同比在低位波动，增速较2017呈现下降趋势，其中11月累计同比增加2.10%，较去年同期下降4.30个百分点。在销售额方面，商品住宅销售额累计同比自8月以来持续下降。从销售价格上来看，商品住宅价格相对稳定，基本实现了“抑制房价上涨”的调控目标，下半年小幅回升。一、二、三线城市呈现出一定的分化态势，其中一线城市房价增幅低位小幅震荡，二、三线城市房价在下半年则有所反复。

图 1：70 个大中城市新建商品房住宅价格指数当月同比

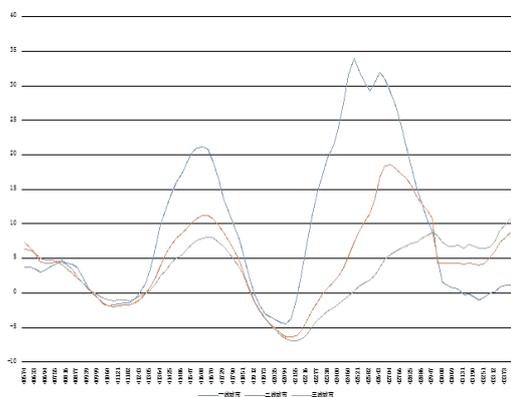
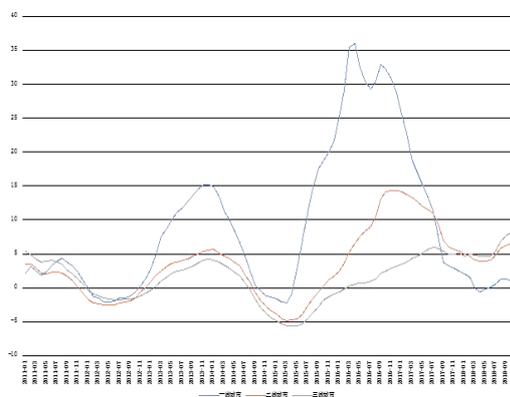


图 2：70 个大中城市二手住宅价格指数当月同比



资料来源：Wind，工行投行研究中心

（二）剔除土地购置费后的投资额持续下降

从房地产开发投资层面来看，2018年房企开发投资表面上看保持相对稳定的增速，但剔除土地购置费后的投资情况却明显下滑，并处于负增长。1-11月房地产开发投资完成额同比增加9.7%，增速较去年同期扩大2.2个百分点，但扣除土地购置费后的同比增速为-3.73%，延续自3月份以来持续负增长的趋势。两者增速的背离，表明房企对于市场普遍存在短期悲观中长期乐观的预期。从土地购置的成交面积来看，1-11月份100大中城市成交住宅用地土地规划建筑面积比去年同期有所增长，现值为32,171万平方米，增长8.64%。此外，今年土地溢价率较往年有明显的降低，其一方面是因为限价土地的比例增加，对价格进行了人为调控；另一方面房企资金端承压，对回报率的要求更高。需要特别说明的是，今年土地市场流

拍事件明显增多的原因是土地供应量的增加以及房企相对谨慎的拿地态度，并不代表房企拿地的总量有所下降。

图 3：房地产开发投资完成额累计同比

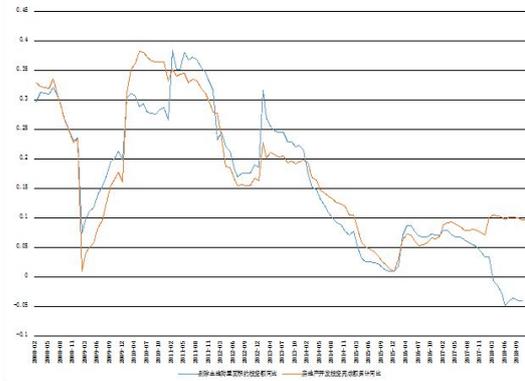
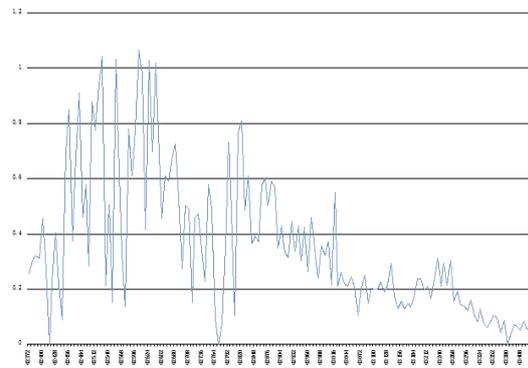


图 4：土地溢价率



资料来源：Wind，工行投行研究中心

（三）房贷利率持续上涨 住房贷款增速放缓

2018年房贷利率继续趋紧，利率水平位居近年来高位，未来或有所收敛。从具体的数据来看，1-10月全国首套房贷款平均利率从5.43%连续增长到5.71%，迄今已保持连续22个月上涨；全国二套房贷款平均利率从5.76%连续增长到6.07%。在商业贷款之外，各地公积金贷款也逐步收紧。不过值得注意的是随着大众预期的变化，资产价格的逐步回落，房贷利率水平在部分地区也出现了高位震荡，未来或有所收敛。**2018年个人住房贷款余额增速继续放缓，房贷的数量和可获得性持续受到控制。**根据最新数据显示，2018年三季度末个人住房贷款余额为249,700亿元，自2016年底以来持续放缓；同比增速17.90%，增速较去年同期回落8.30个百分点。此外，短期消费贷款余额收窄幅度较大，可能的一种情况是部分购房者利用消费贷等产品规避首付比的情况得到了进一步的控制。

纵观2018年，各项调控继续以“稳”为主旋律，“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标一以贯之，因城施策的调控方针也逐步落地显现成效。基本面上的各项数据反映出房地产以“稳”为基调的调控基本实现，房价过快上涨的现状得到一定程度的抑制，价格调控的影响开始向销售端、投资端以及土地市场传导，整个产业链开始降温，国内长期存在的房价看涨预期或正处于转变的节点上，市场观望情绪较为浓厚。

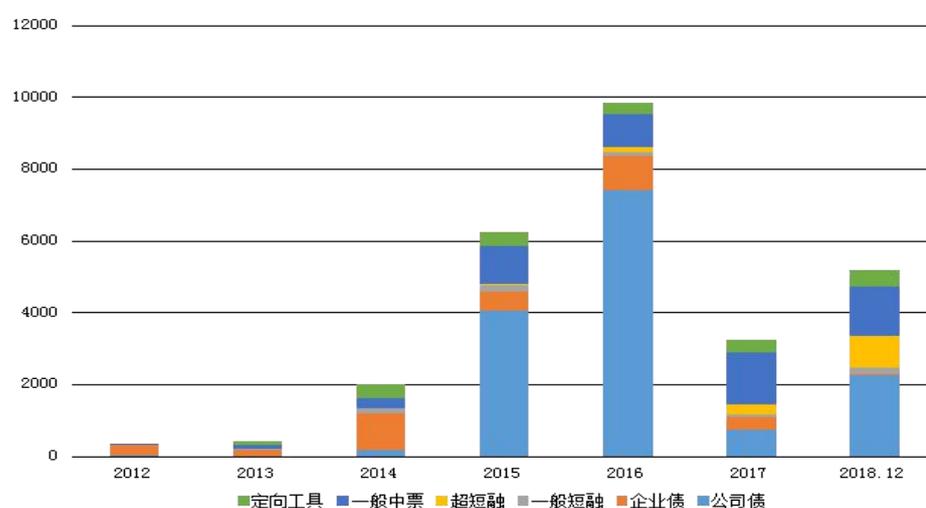
二、活下去？ 房企生存实录

（一）融资端与偿债端双向夹紧

2018年，房企在融资端和偿债端双向承受压力。**在融资端，房企在融资总量上增速相对平稳但在融资结构上变化明显。**1-11月房企开发资金来源同比增长7.60%，比去年同期收窄0.1个百分点。在融资结构上，房企的开发资金来源在国内贷款上有明显的缩减，在自筹资金、其他资金上有明显的增加。在国内贷款上，1-11月累计同下降21.70个百分点，其中银

行贷款同比下降18.70个百分点，非银行金融机构贷款同比下降41.30个百分点。自筹资金同比增加7.3个百分点。其他资金同比增加1.58个百分点，其中定金及预收款同比增加0.7个百分点，个人按揭贷款同比降幅收窄0.7个百分点。在银行端融资相对受限的情况下，房企一方面增加自有资金，一方面积极推盘，加速销售回款，但下半年市场观望态势浓厚，房企去化压力明显增加，销售回款一定程度上受阻，房企资金链紧张。**在偿债端，从2018年下半年开始，房企将先后迎来偿债的高峰期。**2015年和2016年是房企信用债发行的井喷期，两年共发行信用债16,105亿元，这部分债券将在2018年下半年—2021年集中到期。根据WIND数据显示，2018年以来房企信用债发行规模5,173亿元，较去年增长58.01%，用途上大多数为借新还旧。从发债成本上来看，今年房企发债成本上升，2018年至今所发行的469支信用债票面利率（发行时）算术平均数为6.15%，较去年上升0.12个百分点。

图 5：2018 年房地产信用债存量结构（截至 12 月 7 日）



资料来源：Wind，工行投行研究中心

（二）集中度再次提高 规模化仍是主流

若以房企销售金额作为集中度的衡量指标，**2018 年房地产市场的集中度进一步扩大，房企梯队分化明显。**根据 CRIC 披露的数据显示，1-11 月份 TOP10 房企销售总额达 36,692 亿元，占据市场 4 成份额；TOP20 的准入门槛为 1,134 亿元，同比增幅 42.9%；TOP50 的准入门槛为 463 亿元，同比增幅 36.0%。各梯队准入门槛不断提升，市场呈现出“进少则退”的状况。1-11 月销售金额达到千亿房企数量已经达到 25 家，其中不乏多家首次跨入千亿元阵营的房企，房企蓄力冲击规模化发展的思路仍在持续。“强者恒强”的定理在房地产市场屹立不倒，随着房企集中度的进一步提升，未来市场份额将向千亿房企、品牌房企靠拢。值得一提的是，TOP3 房企的规模增长较为平稳，进入门槛同比增幅 15.1%，较 TOP20（42.9%）、TOP50（36.0%）进入门槛的同比增幅小许多，结合当下房企销售乏力、去化承压的情况来看，我们认为市场的增量空间在逐步收紧，房企对于市场份额的争夺将更加激烈。

（三）多元化到底路在何方

从今年的情况来看，房企的多元化之路并不是那么的顺利。步入 2018 年，房企更名潮

颇有加速的意味，目前排名靠前的大房企，只有中海和富力的名字中含有地产的字样。在房地产行业黄金十年已经过去，企业间竞争更加充分的背景下，“去地产化”、开启多元化发展之路是各房企在新时期下寻求新增长点的积极探索。根据 CRIC 报告显示，房企在多元化布局上的创新领域细分产业约有 12 个业态或门类，涉及长租公寓、特色小镇、物流地产、新零售等。前 30 强房企的参与度非常高，其中 70% 以上都在加快多元化投资。整体来看，房企的多元化布局可以分为两类，第一类是继续依托房地产主业开展的布局，比如养老地产、长租公寓等；第二类是与房地产业务关联度不大的跨界发展，比如科技教育领域、新零售、汽车产业等。我们认为，在目前市场占有率相对固定、行业整体存在一定壁垒的情况下，各行业都具备一定数量的龙头乃至独角兽企业，传统房企跨界发展的多元化布局会面临更大的挑战，依托房地产主业来拓宽业务范围，发挥房企在建设和开发端的经验和优势可能将是一条更加平滑的道路。本轮房地产政策调控从 2016 年以来一直保持收紧态势，房企自身资金链吃紧，加之转型之路困难重重，多元化发展的进程尚不明晰。

三、短期政策底到来 市场持续分化 长效机制进一步推进

2018 年，房地产行业在各种因素的作用下步入周期低谷，无论是政策端、销售端、投资端、融资端都释放着行业降温的信号。房地产承载着居住和投资两方面的需求属性，在中国房本文化的催生下，只涨不跌的预期使得房地产投机炒作盛行，对刚需人群产生惶恐性刺激，房地产泡沫日益膨胀。本轮房地产市场全面调控至今已两年有余，从目前的现状来看，房地产市场调控的整体思路和措施是正确的、有效的，调控的结果是值得肯定的。房价脱离基本面的非理性上涨不利于行业的健康发展，同时也不利于我国经济的平稳向前。在供给侧结构性改革、我国经济由高速增长向高质量增长发展的背景下，房地产行业也应发生由高速增长向高质量增长转变。房地产行业的泡沫要慢慢挤掉，缩小房地产行业与其他行业之间的利差，引导资金在行业间的有效分配。我们应该正视房地产在我国经济发展中所承担的角色和作出的贡献，但也要清楚认识到房地产泡沫对我国金融稳定和全社会福祉所带来的威胁。我们认为，未来房地产行业调控的大方向不会改变，但在明年继续收紧的可能性不大；因城施策的思路将会持续进行，各地将会进一步因地制宜的差异化调控，调控的弹性将会适度增大，这也是近期我们看到的短期政策底的声音一直在出现的原因所在；但需要关注的是长、短期调控相结合策略将继续保持，调控的长效机制将进一步建立，某些要点的推进可能仍会高于预期。

（一）政府、房企、购房者

从不同的层面来看，首先我们可以看到本轮调控政府的决心是很强的，在国家由高速增长向高质量增长发展的转型期，为了保质量而适当放缓数量的增长，在现阶段是具有一定容忍度的。政府需要处理好的一大问题是防止房价过快上涨和防止房价急剧下跌的关系，让房地产泡沫能够软着陆。现阶段部分土地采用“竞限价”的招拍挂方式，一定程度上控制了土地出让的溢价率，但并没有从本质上解决地方政府土地财政过度依赖土地出让的问题。我们认为房地产调控政策在明年继续收紧的可能性不大，政策底已经到来；因城施策的方针将会进

一步施行，各地差异化的调控政策将进一步显现，但调控大原则不变；土地、税收、金融、人口等政策在整体改革中逐步推进，市场与保障的住房体系将是长效机制建设的重要组成部分。

其次，在房企层面，行业步入周期低谷只是相对于行业高点而言，现阶段的情况将倒逼房地产企业从高周转、规模化发展向高质量、品质化发展的模式转变。随着人口红利的逐渐下降、三四线城市棚改货币化安置的有序退场，我国房地产行业或已经进入下半场，刚性需求将逐渐被改善型需求替代，房地产行业也将逐渐进入存量时代，市场区域化更加明显。在新的市场环境下，房企所需要权衡的不仅仅是加库存和去库存的问题，更多的是如何发挥自身优势占据行业下半场的一席之地。我们认为，目前房地产行业进入了新一轮的洗牌中，行业集中度将进一步提升，可能出现“二八定理”：前 20%的房企将占据市场 80%的份额。龙头房企有望凭借其前期积攒的规模和相对稳健的资金链优势继续壮大，多元化发展不失是一个可以谋求的增长点，通过收购并购继续巩固行业地位也将是其发展的战略之一，但需要注意在多元化发展中跨界业务中可能存在的行业壁垒风险。而对于中小型房企，一方面规模化发展可能还是眼下可预见的成功之路之一，但其难度将愈来愈大；另一方面去占领更加细分的市场，包括打造品质、深耕区域等，去积极寻求差异化发展。此外各中小房企联合开发项目，优势互补、利益共享、风险共担的合作模式可能会更多。

第三，在购房者层面，从目前市场的反馈来看，我国长期形成的房价看涨的不合理预期或正处在转变的临界点上，投机炒作的行为一定程度上得到抑制。购房者对于房地产的投资性需求本身是没有问题的，其本质在于房地产在现阶段确实是较好的投资标的，但投资不是投机，非理性乃至违规加杠杆的行为需要被有效的控制。目前市场观望态势浓厚，追涨情绪降温，如何稳预期仍是下一阶段各方关注的焦点。

（二）市场继续分化 租赁住房仍是关注焦点

从市场层面来看，一线城市目前二手房市场房价上涨得到了控制，预计横盘震荡略微向上的可能性较大。从供需层面来看，一批竞限房、共有产权房将在年底开始集中入市，短期内会出现供大于求的情况，但与此同时，一线城市特有的经济、政治等优势仍然是吸附人口的基本因素。二线城市房价涨幅在下半年呈现扩大趋势，考虑在目前二线城市各项人才引进政策吸引人才入驻的背景下，二线城市尤其是二线重点城市将吸纳更多的人口，进而提供房价上涨的基本面。此外，资本也有从三四线向一、二线聚拢的态势，预计一二线城市具备良好的基本面，以及之前的调整期，因此未来回落幅度或有限。三四线城市房价虽今年一直保持上涨态势，但目前需求端和动力端都出现乏力的迹象，预计房价涨幅进一步扩大的可能性不大。

此外，我们认为租赁住房将有望成为市场下一个增长点。租赁住房市场将会有一定的发展空间，其原因在于一是我国一二线城市对人群（尤其是青年人）的吸引力长期存在，租赁住房市场的需求也将持续增长；二是国家正在不断建立和完善“租售同权”等相关法律政策，为租户排除顾虑；三是经营性集体建设用地有望在明年内入市，将为一二线城市租赁住房提

供成本相对较低的土地资源；四是租赁住房市场还处于发展初期阶段，市场竞争还不充分，缺乏能够提供优质服务的企业，市场潜力巨大。目前市场上分散式、承租式的租赁住房居多，集中式、自持式的较少，随着近两年来一批企业自持的土地入市，未来将有更多此类租赁住房进入市场。通过打造品牌化的租赁住房项目，搭载智能化家居以提供更加舒适智能的居家环境，创造租客文化圈等方式以及结合政策的配套支持，租赁住房市场具备一定的市场前景。当然关注长期良好发展趋势的同时，我们也要关注该行业面临的一些风险，包括过度融资与扩张、装修质量等等，房企及资本方目前已经开始大范围布局这一领域，未来这一领域值得关注。