

新一轮调控拉开帷幕 房地产行业进退维谷

——2010 年 1 季度中国房地产业季度分析报告

天晓宏观经济与产业研究所 2010 年 4 月 22 日

天晓房地产行业研究组

联系人：陈鹏

010-66045821

chenp@txsec.com

服务热线：

010-66045555

服务邮箱：

service@txsec.com

一、2010 年一季度房地产业面临的经济和政策环境

当前，我国宏观经济正处于一个前所未有的复杂环境之中，世界经济复苏的基础尚不牢固，国内经济也面临诸多问题。在政府投资渐次退出，出口缓慢恢复的背景下，作为民间投资主力的房地产行业的稳定发展显得尤为重要，政策调控面临稳经济与保民生的两难选择。

二、2010 年一季度房地产市场运行情况

1、**房地产投资保持较快增长**。1 季度，房地产开发投资同比增长 35.1%，自 08 年 3 季度以来首度超过固定资产投资增速。从区域分布来看，西部、东部地区继续高速增长，中部地区增速有所放缓。从供应结构来看，非住宅类商品房供应增长势头强于住宅类商品房。

2、**新开工面积同比增速创新高**。一季度，商品房新开工面积同比增长 60.8%，增速较 09 年全年加快 48.3 个百分点，创 1993 年 4 季度以来新高；值得注意的是自 09 年底以来大幅提高的新开工将会在下半年陆续产生供给，届时供给冲击将与逐步显现的政策效应一起对房价产生叠加影响。

3、**商品房销售情况好于预期，新建住宅销售价格同比上涨再创新高**。这显示前期政策调控效果并不显著，购房需求依旧较为强烈。从房地产资金来源看，房地产开发到位资金充裕，个人按揭贷款资金规模增速加快，这也表明 1 季度楼市热度不减，购房预期较强。

三、2010 年二季度房地产行业发展趋势预测

1、**房地产开发投资增速或将放缓**。目前房地产投资的高速增长在短期内仍可维持，但长期而言是不可持续的，新开工面积增幅将会逐步趋缓。从资金供应来看，上半年不会有大的问题，但下半年会逐步体现出制约因素。

2、**商品房销售将快速回落，房价或现拐点**。由于当前可售商品库存处在较低位置，而房地产建设自身的周期性决定了供给存在刚性，因此，二季度市场有效供给依然不足。但考虑到近期出台的“新国十条”，可以看出政府调控楼市的决心日益坚定。严厉的政策在短期内将迅速逆转供求关系，商品房销售将快速回落，房价短期内也将回落，但回落幅度还要看各地对政策的执行力度。

3、**新一轮调控拉开帷幕，未来政策将视房价而动**。“新国十条”对于二套房贷规定的严厉程度实属罕见，主要针对投机炒房，并首次打击异地炒房。同时，将税收工具列为房价调控的手段之一。尽管这次政策调控力度空前，但地方政府能否积极贯彻执行至关重要。我们认为，未来的调控政策将视房价而动，政策调控的力度和频率将在很大程度上取决于房价的表现，如果房价上涨过快的势头没有得到明显控制，政府或将进一步提高多套住房的首付比例和贷款利率，出台更为严厉的政策措施。调控政策的执行力度则取决于国际尤其是国内经济形势以及地方政府与中央政府的博弈。

一、2010 年一季度房地产业面临的经济和政策环境

(一) 宏观经济环境分析

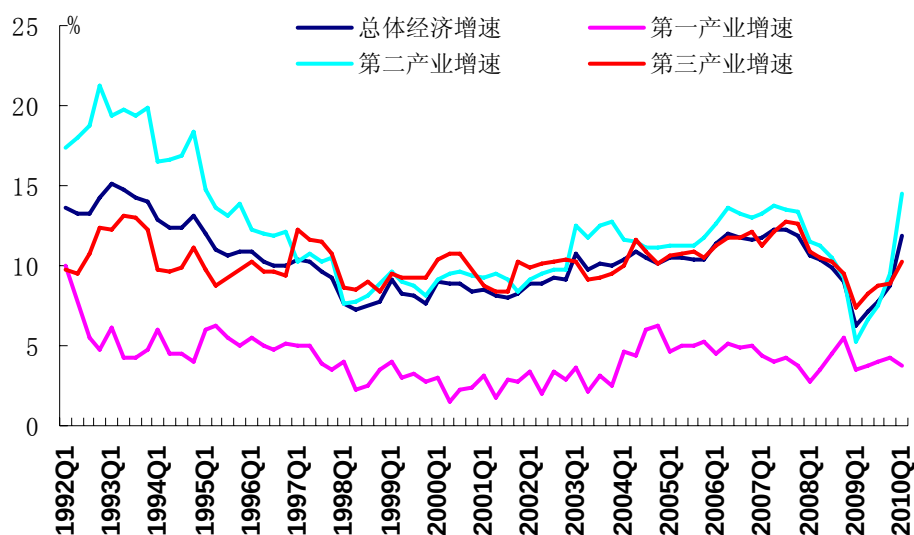
房地产业是国民经济的重要支柱产业，房地产市场的运行以及未来的发展趋势与宏观调控政策以及宏观经济变动息息相关。因此，分析宏观经济发展态势以及调控政策取向对房地产行业的稳定、健康发展具有重要意义。从目前情况来看，2010 年一季度我国房地产行业所面临的宏观经济环境继续保持回升向好的势头。

从国际宏观经济形势来看，回顾过去的一年，在极度宽松宏观经济政策刺激下，全球经济逐步走出衰退，新兴市场经济体率先反弹，主要发达经济体从第三季度开始步入缓慢复苏。我们预计 2010 年世界经济将延续 2009 年的复苏势头，但增势或将放缓。从 2010 年一季度情况来看，全球经济复苏仍表现为显著的差异化特征，新兴市场强劲回升，发达国家动力不足。就二季度而言，全球经济可望继续复苏，但是受到欧洲债务危机爆发、扩张性政策将逐步退出等多重因素的影响，复苏基础仍不稳固，不能完全排除复苏过程出现反复的可能性。

从国内宏观经济形势来看，2009 年是新世纪以来我国经济发展最为困难的一年，面对百年不遇的国际金融危机的严重冲击和极其复杂的国内外形势，我国政府果断实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在应对国际金融危机的一揽子方针的刺激下，我国经济率先实现反弹，GDP 增速企稳并迅速回升。2010 年将是中国经济最为复杂的一年，从国家统计局初步测算数据来看，经济增速继续反弹，国内经济尚未出现过热迹象。一季度国内生产总值 80577 亿元，按可比价格计算，同比增长 11.9%，比上年同期加快 5.7 个百分点，比去年第四季度提高 1.2 个百分点，一季度 GDP 同比高速增长更多地与去年同期基数较低有关。

分产业看，第一产业增加值 5139 亿元，增长 3.8%，增速比去年全年回落 0.4 个百分点；第二产业增加值 39072 亿元，增长 14.5%，增速比去年全年反弹 5 个百分点；第三产业增加值 36366 亿元，增长 10.2%，增速比去年全年反弹 1.3 个百分点。第二产业尤其是工业是当前主要的经济增长点。根据我们测算，第二产业拉动经济增速提高 7.1 个百分点，贡献率约为 60%。

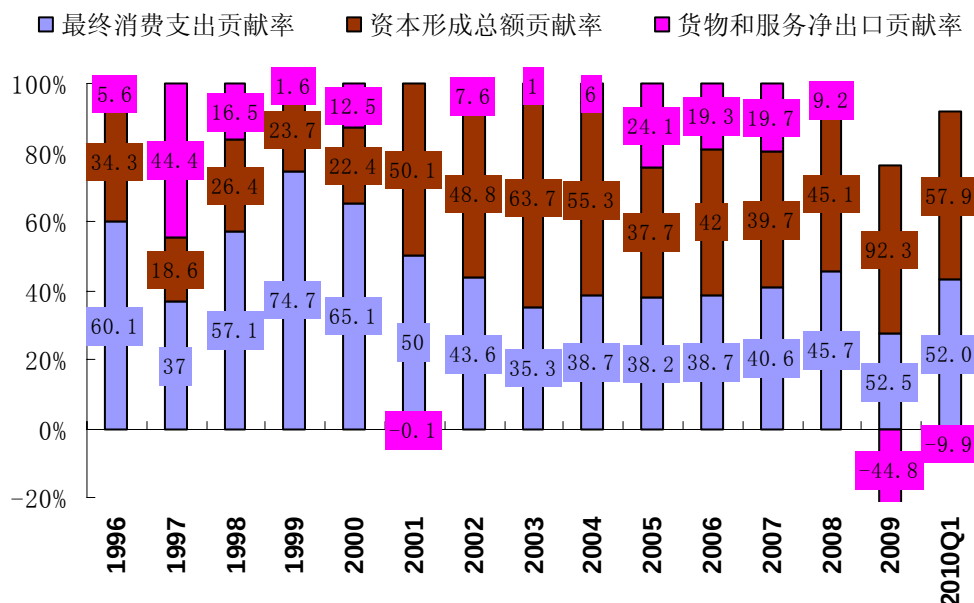
图错误！未定义书签。 1992 年以来总体经济及三次产业生产总值增长率变动情况



数据来源：国家统计局

从三大需求来看，一季度最终消费对 GDP 的增长贡献率为 52%，拉动 6.2 个百分点，高出去年同期 1.9 个百分点，资本形成对 GDP 增长的贡献率为 57.9%，拉动 6.9 个百分点，净出口对 GDP 增长的贡献率为 -9.9%，拖累 1.2 个百分点。可见投资仍然是主要的经济增长点，但是最终消费支出增速的反弹意味着经济结构正在朝合理的方向调整。

图2 三大需求对 GDP 增长的贡献率



数据来源：国家统计局

从各项具体指标来看，2010 年一季度国民经济运行中的以下特点对房地产行业发展存在不同程度的影响：

1、货币供应量增速回落，信贷投放向中性水平回归。3 月末，M2 同比增长 22.50%，增速比上月回落 3.03 个百分点；M1 同比增长 29.94%，增速比上月回落 5.05 个百分点。货币供应量增速向中性水平回归的趋势进一步得到确立。M1 和 M2 增速差为 7.44 个百分点，比上月继续回落。预计随着通胀预期和资产价格上涨预期的加强，存款活期化将得到强化，M1 增速将在年内持续高于 M2 增速。一季度新增贷款 2.6 万亿元，约占全年 7.5 万亿元信贷投放目标的 34.6%。从贷款结构来看，企业中长期贷款投放情况好于我们的预期，3 月非金融性公司及其他部门中长期贷款增加 5191 亿元，环比多增约 100 亿元，由此可见投资仍然能够保持较快增长，信贷收紧对目前投资的负面影响相对有限。总之，当前货币政策正处于由宽松向适度宽松，货币供应由高速向中性水平回归的量变阶段，对市场需求会有一定影响，但暂时还不会对房地产行业的发展构成严重冲击，只有当加息等价格手段开始运用时冲击才会真正显现并加大。

2、投资实际增速回落，但仍然保持较快的增长。一季度全社会固定资产投资名义增长 25.6%，实际增长 23.3%，增速分别比去年回落 4.5 个百分点和 10 个百分点。投资增速回落更多的是政策调控的结果。4 月 14 日召开的国务院常务会议再次强调严控新开工项目，加强地方融资平台公司贷款风险管理。另外，信贷收紧也是投资增速回落的一个主要原因。房地产投资是拉动投资增长的主要因素。尽管房地产调控政策密集出台，但房地产成交依然比较活跃。一季度全国完成房地产开发投资 6594 亿元，同比增长 35.1%，增幅比 1-2 月提高 4 个百分点，增速创 2004 年 4 月以来新高。

3、消费增速保持平稳。一季度社会消费品零售总额同比名义增速为 17.9%，实际增速为 15.4%，增速均与 1-2 月持平。从限额以上企业商品零售来看，一季度汽车、石油及制品、家具实现快速增长，增速分别达到 39.8%、40.3%和 37.6%，这反映了汽车市场和房地产市场的活跃。可见随着我国居民收入水平的提高，居民的消费结构开始升级——由衣食为主逐渐向住行兼顾转移，这也是整体消费增速平稳增长的背景下，车市和楼市异常火爆的根本原因。

4、城乡居民收入稳步增长，转移性收入增长仍比较快。一季度，城镇居民人均可支配收入 5308 元，同比增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 7.5%。在城镇居民家庭人均总收入中，工资性收入同比增长 9.7%，转移性收入增长 13.3%，经营净收入增长 7.5%，财产性收入增长 17.0%。农村居民人均现金收入 1814 元，增长 11.8%，扣除价格因素，实际增长 9.2%。其中，工资性收入增长 16.3%，家庭经营收入增长 7.6%，财产性收入增长 15.6%，

转移性收入增长 13.8%。随着城镇居民收入水平的不断提高,社会保障的日趋完善,未来居民的消费倾向将进一步提高。但是,目前过高的房价抑制了部分购房需求,房地产市场进入了政策调控的敏感区间。

从经济总体运行趋势上看,当前世界经济复苏的基础尚不牢固,外需不足的问题依然严峻。国内经济处于稳步复苏之中但尚未进入过热阶段。受贸易顺差下滑影响净出口继续对经济增长产生负的拉动。鉴于当前国际、国内经济运行尚存在诸多不确定因素,为实现稳增长、转方式、调结构、惠民生等目标,管理层在政策退出时机的选择和力度的把握问题上将慎之又慎。因此,整个宏观经济政策环境短期仍将保持适度宽松的局面。

(二) 产业政策环境综述

2009 年房地产行业的复苏来自于全方位刺激政策的有效实施,也源于中国经济的率先复苏,针对性的政策居功至伟。然而,房价的过快上涨引起了舆论的广泛关注,政府与开发商承受了巨大的压力,这直接导致了房地产市场“政策蜜月期”的提前结束。2010 年中央经济工作会议结束后,针对房地产行业的调控政策密集出台:2009 年 12 月 9 日二手房营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年,14 日国务院常务会议提出遏制部分城市房价过快上涨的“国四条”,17 日财政部等五部委出台的《进一步加强土地出让收支管理的通知》中提出土地出让金首付不得低于 50%。2010 年 1 季度,房地产行业政策延续了 2009 年末的调控基调,主要从增加有效供给、加强市场监管、完善相关制度的原则出发,综合运用土地政策、金融政策和税收政策等手段,加强和改善对房地产市场的调控。

1、扩大供给、增加保障性住房供应成为房地产市场宏观调控的主要落脚点

当前,政府调控的初衷是抑制房地产价格过快上涨,并非让房价下跌;是保证市场的平稳健康发展,而非刻意打压市场。按照经济学原理,房价持续上涨归根结底是房地产供给不能满足日益增长的需求。因而,扩大供给,尤其是增加保障性住房供应成为政府运用市场化手段调控房价的主要落脚点。

1 月 6 日,全国住房城乡建设工作会议提出,要在保证质量的前提下,大力增加中低价位、中小套型普通商品住房的建设和供应。要通过棚户区改造和新建、改扩建(购置)廉租住房和经济适用住房等方式,进一步加大保障性住房建设,其开工建设的套(户)数比 2009 年增加三分之一,以加快解决中低收入住房困难家庭的住房问题。另外,安排建设的限价房、公共租赁住房 and 安置住房规模将比 2009 年增加一倍,以逐步解决中等偏下收入家庭住房困难问题。

1 月 7 日,国务院办公厅发布的《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》中要求,加快中低价位、中小套型普通商品住房建设。对已批未建、已建未售的普通商品住房项目,要采取促开工、促上市措施,督促房地产开发企业加快项目建设和销售。要适当加大经济适用住房建设力度,扩大经济适用住房供应范围。商品住房价格过高、上涨过快的城市,要切实增加限价商品住房、经济适用住房、公共租赁住房供应。同时,要加快推进保障性安居工程建设,力争到 2012 年末,基本解决 1540 万户低收入住房困难家庭的住房问题。各地要通过城市棚户区改造和新建、改建、政府购置等方式增加廉租住房及经济适用住房房源,着力解决城市低收入家庭的住房困难。

3 月 5 日,温家宝总理在 2010 年两会政府工作报告中提出,要继续大规模实施保障性安居工程。中央财政拟安排保障性住房专项补助资金 632 亿元,比上年增加 81 亿元。建设保障性住房 300 万套,各类棚户区改造住房 280 万套。扩大农村危房改造试点范围。各级政府要切实负起责任,严格执行年度建设计划,确保土地、资金和优惠政策落实到位。

除上述中央政府层面扩大供给、增加保障性住房供应的措施外,各地方政府也纷纷出台相应的保障性住房计划。2 月 21 日,北京住建委等联合发布《促进本市房地产市场平稳健康发展的实施意见》,明确提出 2010 年各类政策性住房用地占全市住房供地的 50%以上,新开工建设和收购各类政策性住房占全市住房新开工套数的 50%以上。3 月 3 日,江苏省明确在完成经济适用住房 15 万套任务的基础上,再追加新增建设 10 万套,建成廉租住房 1.4 万套,发放廉租住房租赁补贴 4 万户以上。3 月 30 日,广州市住房保障办召开新闻发布会,通报广州市计划新开工建设约 300 万平方米保障性住房。

我们认为,出于惠民生和稳增长的双重考虑,当前政策的目标是维持房价的稳定和成交的平稳,即在平抑房价的同时要确保成交量。而扩大供给、增加保障性住房供应恰恰可以兼顾政府的政治目标和经济目标。但是,从另一个角度来看,保障性住房对商品房有效需求的分流作用不大,但是却挤占了商品房用地,导致商品房的长期供给下降。同时,由于收入甄别机制尚不健全,分流了部分有效的商品房需求。此外,对地方政府而言,保障性住房的开发带来的效益远远低于商品房的开发,故其推进的积极性不高。

2、有针对性地运用信贷政策影响房地产供求双方的行为

2009 年以来,伴随着房地产市场的持续回暖和房价的不断上涨,各路资金竞相涌入楼市。这不仅积累了金融风险,推高了房地产泡沫,而且影响了社会和谐。因此,2010 年伊始,针对房价过快上涨的各项信贷政策渐次推出。

1 月 10 日,《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》中强调,金融机构在继续支持居民首次贷款购买普通自住住房的同时,要严格二套住房购房贷款管理,合理引导住房消费,抑制投资投机性购房需求。对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的家庭(包括借款人、配偶及未成年子女),贷款首付款比例不得低于 40%,贷款利率严格按照风险定价。

1 月 15 日,银监会主席刘明康在中国银监会工作会议上部署 2010 年重点工作时特别指出,2010 年将高度关注房地产市场变化,严格执行有关信贷政策,加强对房地产贷款业务的监督管理和窗口指导。

2 月 20 日,银监会发布《流动资金贷款管理暂行办法》和《个人贷款管理暂行办法》,打击炒房者和投机行为。

2 月 22 日,央行和银监会联合发文要求,对于经金融机构尽责调查发现或经国土资源部门、建设主管部门查实存在囤地、炒地、捂盘惜售等违法违规行为的房地产开发企业,金融机构不得发放新增贷款,已有贷款要迅速采取保全措施。

2 月 24 日,银监会《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》指出,信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款;同时,银监会进一步提高了对信托公司发放贷款的房地产开发项目的要求。

3 月 29 日,银监会主席刘明康向媒体确认,为加快央企退出房地产业,对国资委公布的 78 家不以房地产为核心主业的中央企业,对非在建工程为抵押贷款的一切项目,不受理授信申请,已授信的要保全,并要停止对其新增授信。

我们认为,信贷政策是房地产调控政策中最重要、见效最快的手段。对供给方而言,房地产行业作为一个高杠杆行业,对资金依赖度高,尤其是在直接融资欠发达的中国,房地产企业受银行信贷政策的影响很大。对需求方来说,首付比率的高低决定了资金杠杆度的高低,房贷利率水平则决定了资金成本的大小。所以,购房需求对房贷政策的敏感性非常高。

当前的政策意在增加供给、支持自住性住房消费、抑制投资投机性需求。由于增加住房供给的任务需要开发商来完成,所以针对房地产开发贷款的控制不会很严,更多的是为了规范房地产开发企业的行为。因而,信贷政策的重心更多通过取消房贷的优惠利率,实行差别化贷款利率和首付成数等手段来抑制投资、投机性需求。但是,在目前适度宽松的货币环境下和投资渠道匮乏的经济环境下,日益高涨的通胀预期使得这些投资、投机需求存在一定的刚性,被迫保值增值的需求将弱化政策的调控效果。

3、土地政策继续成为房地产市场宏观调控的重要手段

目前,在宽松的流动性下地王不断涌现,一路暴涨的地价与居高不下的房价互相强化成为阻碍房地产市场健康发展主要问题。为了抑制土地市场过热,从源头上遏制房价上涨过快问题,政府陆续出台多项措施提高土地供应和使用效率,调节土地供应结构。

1 月 21 日,《国土资源部关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》提出,城市申报住宅用地时,经济适用住房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于 70%。

1 月 28 日,国土资源部部长徐绍史在全国国土资源工作会议上提出,2010 年,要加强房地产市场土地供应调控,要调整供地结构,提高中低价位、中小户型、普通商品房建设用地的比例,严格限制低密度、大套型住宅的用地。

3 月 10 日,国土部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》(简称“国 19 条”)指出,70% 供地用于保障性和中小套型住房、有条件的地方探索房地产用地出让预申请制度、实施住房用地开发利用申报制度、开展房地产用地突出问题专项检查。

3 月 22 日,国土资源部要求在今年住房和保障性住房用地供应计划没有编制公布前,各地不得出让住房用

地。

当前的土地政策仍然是以打击囤地，增加保障性住房用地为主。而土地政策能否发挥预期的效果还要看地方政府的执行力度。对开发商来说，土地是生存和发展的命脉，对地方政府而言，土地是地方财政的支柱。因此，土地政策除了要有效增加土地供应量，打击囤地外，还需要改革现有财税体制以及价高者得的“招拍挂”制度。土地问题是一个难以解决，却又亟需解决的问题，涉及到中央与地方、企业与政府的多重博弈。但是，唯有彻底解决土地这个大问题，才能从根源上解决房价单边上涨的局面。

总的来看，当前我国的宏观经济正处于一个前所未有的复杂环境之中，转模式、调结构等政策的实施需要一个平稳的宏观经济环境。然而，在政府投资逐渐退出，出口缓慢恢复的背景下，作为民间投资主力的房地产行业的稳定发展便显得尤为重要。因此，尽管自 2009 年底以来，针对房地产的调控政策密集出台，但是整体上还属于外紧内松。这表明了当前对房地产行业的调控处于调控过度 and 调控不足的两难选择。调控不足则会导致房价继续飙升、泡沫更加严重，调控过度将危及经济稳定和地方财政安全。未来政府对房地产的调控将会根据房地产投资情况、销售情况、房价涨幅等因素相机抉择。

表 1 近期主要房地产调控政策汇总

发布时间	政策的主要内容
2010 年 1 月 6 日	全国住房城乡建设工作会议指出，要进一步加大保障性住房建设，其开工建设的套(户)数比 2009 年增加三分之一。另外，安排建设的限价房、公共租赁住房 and 安置住房规模将比 2009 年增加一倍。
2010 年 1 月 10 日	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》(简称“国十一条”)提出增加保障性住房和普通商品住房有效供给，合理引导住房消费，抑制投资投机性购房需求，加强风险防范和市场监管，加快推进保障性安居工程建设等措施。
2010 年 1 月 12 日	中国人民银行决定，从 2010 年 1 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010 年 1 月 13 日	国新办六部委联合会议提出，2010 年房地产市场调控中，以增加供给、合理引导投资消费、加快保障性住房建设三件事为重中之重。综合出台的措施，以增加有效供给为最终目标。
2010 年 1 月 21 日	《国土资源部关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》提出，城市申报住宅用地时，经济适用住房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于 70%。
2010 年 1 月 21 日	中国保监会主席吴定富二十一日在此间接受媒体采访时表示，有关保险资金投资不动产的相关规定即将出台，保险资金不允许投资居民住房、商业地产以及参与房地产开发。
2010 年 1 月 28 日	国土资源部部长徐绍史在全国国土资源工作会议上提出，2010 年，要加强房地产市场土地供应调控，要调整供地结构，提高中低价位、中小户型、普通商品房建设用地的比例，严格限制低密度、大套型住宅的用地。
2010 年 2 月 20 日	银监会正式发布《流动资金贷款管理暂行办法》和《个人贷款管理暂行办法》出拳打击炒房者和投机行为。
2010 年 2 月 20 日	中国人民银行决定，从 2010 年 2 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010 年 2 月 22 日	央行和银监会 2 月 22 日联合发文要求，对于经金融机构尽责调查发现或经国土资源部门、建设主管部门查实存在囤地、炒地、捂盘惜售等违法违规行为的房地产开发企业，金融机构不得发放新增贷款，已有贷款要迅速采取保全措施。
2010 年 2 月 24 日	银监会《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》指出，信托公司不得以信托资金发放土

	地储备贷款;同时,银监会进一步提高了对信托公司发放贷款的房地产开发项目的要求。
2010年3月5日	政府两会工作报告指出,要坚决遏制部分城市房价过快上涨势头,继续大规模实施保障性安居工程,继续支持居民自住住房消费,增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应,规范发展二手房市场,盘活住房租赁市场,抑制投机性购房。
2010年3月9日	财政部、国家税务总局日前联合下发了《关于首次购买普通住房有关契税政策的通知》,首次购买90平方米及以下普通住房契税优惠收紧。
2010年3月10日	国土部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》(简称“国19条”)指出,70%供地用于保障性和中小套型住房、有条件的地方探索房地产用地出让预审申请制度、实施住房用地开发利用申报制度、开展房地产用地突出问题专项检查。
2010年3月18日	国务院国资委明确提出要求:除16家以房地产为主业的央企外,还有78家不以房地产为主业的央企要加快进行调整重组,在完成企业自有土地开发和已实施项目等阶段性工作后退出房地产市场。
2010年3月19日	3月19日,国资委召开部分中央企业会议,要求78户不以房地产为主业的中央企业,要加快结构调整步伐,15个工作日内制订有序退出的方案。
2010年3月22日	国土资源部要求在今年住房和保障性住房用地供应计划没有编制公布前,各地不得出让住房用地。

资料来源:天晓宏观与产业研究所整理

二、2010年一季度房地产市场运行情况

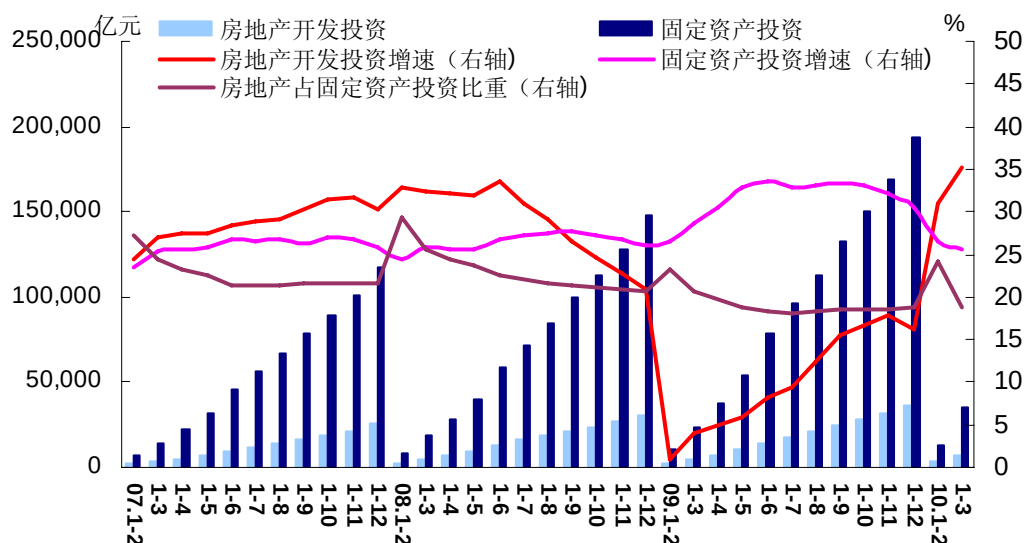
(一) 房地产开发情况分析

1、房地产开发投资增速加快

一季度,全国完成房地产开发投资6594亿元,同比增长35.1%,增幅较09年全年提高19个百分点,比去年同期提高31个百分点,增速创2004年2季度以来新高。其中,商品住宅完成投资2233亿元,同比增长33%,占房地产开发投资的比重为69.0%。房地产开发投资回升势头强劲除基数原因外,开发商加大开工力度补库存以及各地推进保障性住房建设功不可没,我们预计,房地产开发投资在2010上半年都保持较高的水平。

受国内外宏观经济形势及调控政策的影响,房地产开发投资增速自2008年三季度以来一直低于固定资产投资增速,直至2010年一季度房地产开发投资增速才首度超过固定资产投资增速。与此同时,房地产开发投资占固定资产投资的比重也处于稳步回升之中。这表明,在经济不断企稳并加速回升的背景下,以房地产开发投资为代表的民间投资将成为接力政府投资渐次退出的重要力量。

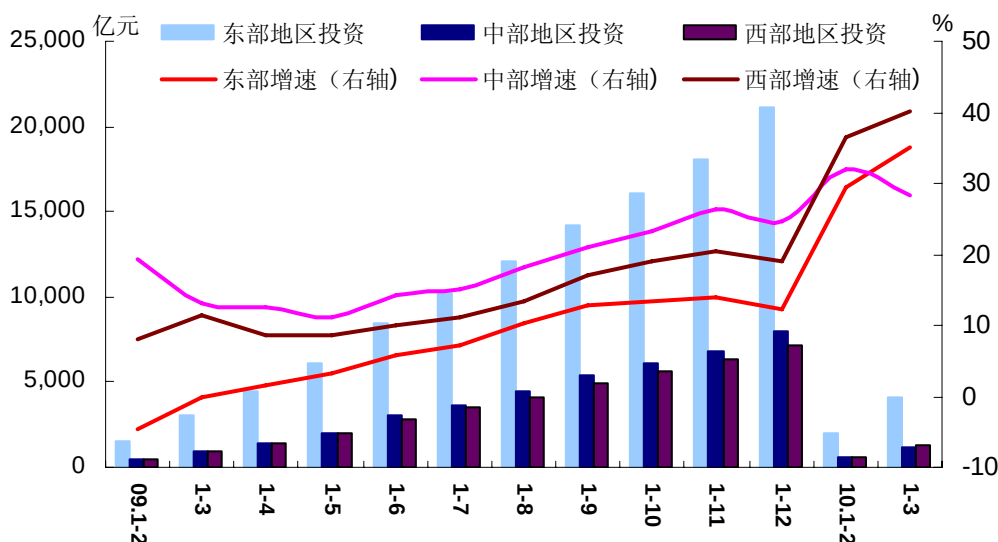
图3 2007年以来固定资产投资与房地产开发投资变动情况



数据来源：国家统计局

从区域分布上来看，一季度房地产开发投资中西部、东部地区继续高速增长，中部地区增速有所放缓。其中，东部地区完成房地产开发投资 4164.1 亿元，同比增长 35.1%，增幅同比 09 年全年上升 22.8 个百分点；中部地区完成投资 1182.8 亿元，同比增长 28.2%，增幅同比 09 年全年上升 3.6 个百分点；西部地区完成投资 1247.6 亿元，同比增长 40.1%，增幅同比 09 年全年上升 21.1 个百分点。西部地区房地产开发投资的高速增长主要受益于地产企业大举向二三线城市扩张以及政策性住房投资的拉动。

图4 2009年以来不同地区房地产开发投资变动情况

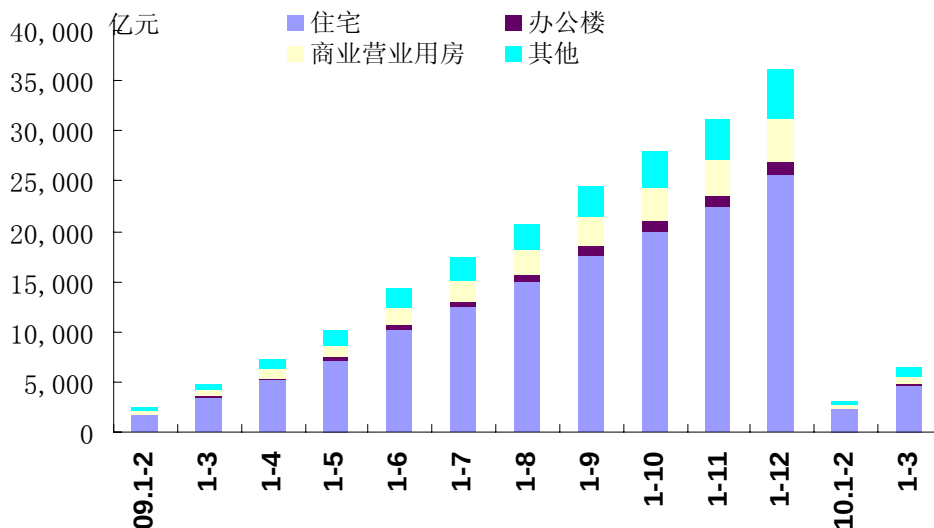


数据来源：国家统计局

从供应结构来看，非住宅类商品房供应增长势头强于住宅类商品房。一季度，在房地产开发投资中，商品住宅完成投资 4552 亿元，同比增长 33%，占房地产开发投资的比重为 69%；办公楼投资 303.4 亿元，同比增长 43.6%，

所占比重为 4.6%；商业营业用房投资 754.7 亿元，同比增长 30.6%，所占比重为 11.4%；其他投资 984.5 亿元，同比增长 47.1%，所占比重为 14.9%。

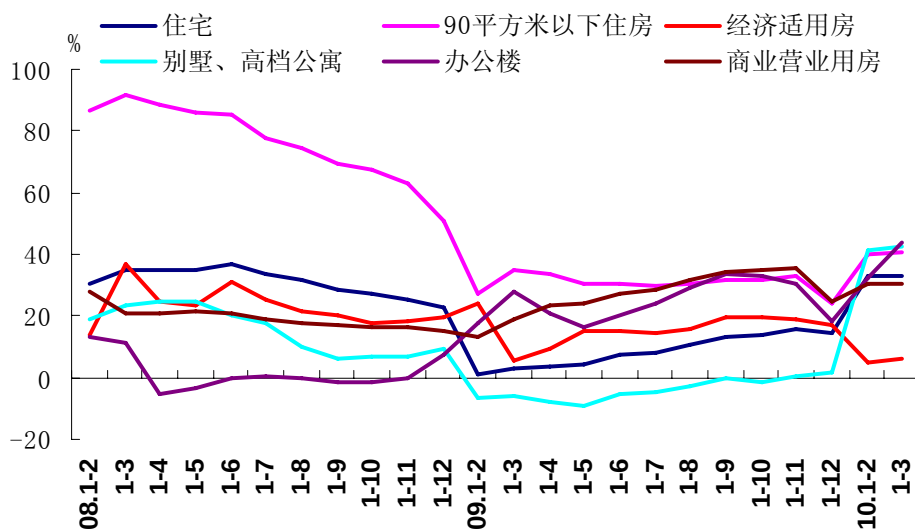
图 5 2009 年以来不同用途房地产开发投资构成情况



数据来源：国家统计局

从保障性住房的供给情况来看，90 平方米以下住房完成投资 1437.7 亿元，同比增长 40.7%，占住宅投资的比重为 21.8%；经济适用房完成投资 134.3 亿元，同比增长 5.9%，占住宅投资的比重仅为 2.0%，较 2000 年 10.88% 的最高占比下降了 8.88 个百分点。与经济适用房形成鲜明对比的是别墅、高档公寓投资同比增速高达 42.4%，占住宅投资的比重为 6.8%，可见目前保障性住房的投资力度难以满足中低收入居民家庭的巨大需求，政府扩大保障性住房供给的一系列措施能否得到有效贯彻执行，人们可以拭目以待。

图 6 2008 年以来不同用途房地产开发投资增长情况



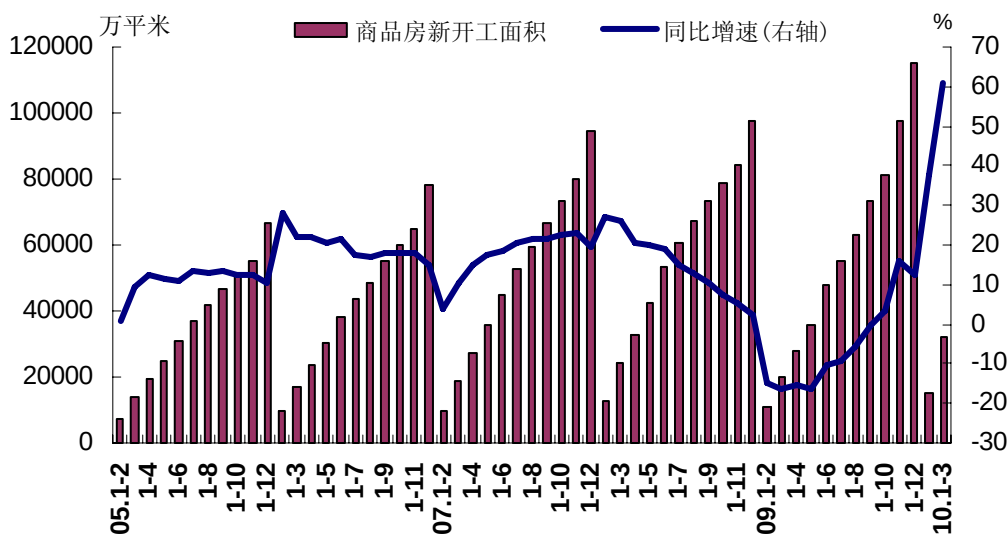
数据来源：国家统计局



2、房屋新开工面积增速创新高

一季度，商品房新开工面积同比增长 60.8%，增速较 09 年全年加快 48.3 个百分点，创 1993 年 4 季度以来新高；其中，3 月当月新开工面积达到约 17400 万平米，是 1991 年以来仅仅低于 2009 年 12 月的次新高。新开工增速加快的原因，主要是开发商补库存力度进一步加大以及政府对建设保障性住房的大力推进。值得注意的是自 09 年底以来大幅提高的新开工将会在下半年陆续产生供给，届时供给冲击将与逐步显现的政策效应一起对房价产生叠加影响。

图 7 2005 年以来商品房新开工面积及同比增长情况

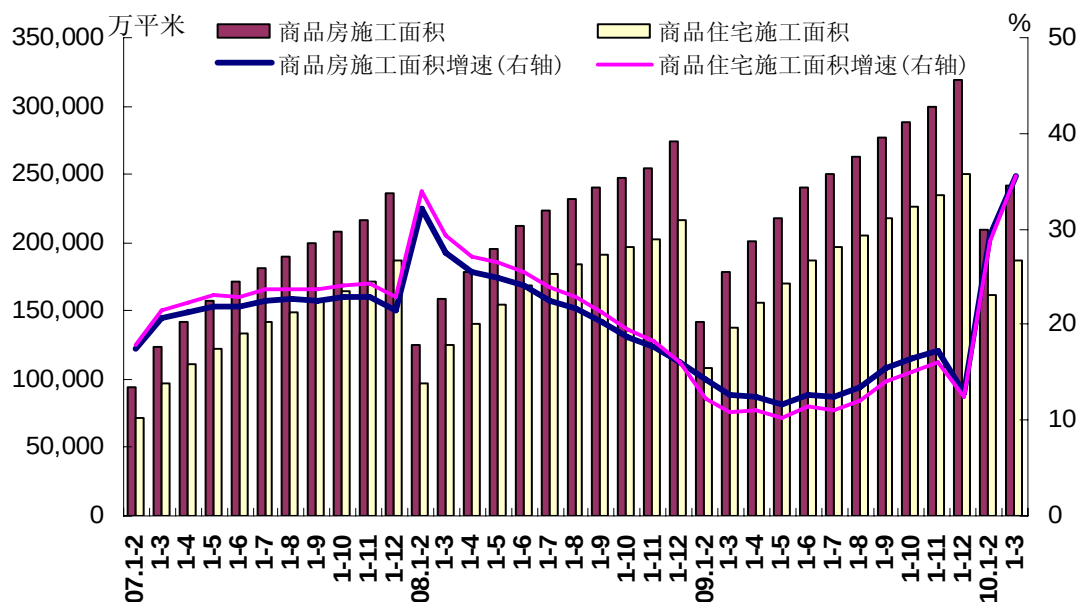


数据来源：国家统计局

3、房地产施工面积大幅提高，竣工面积增长缓慢

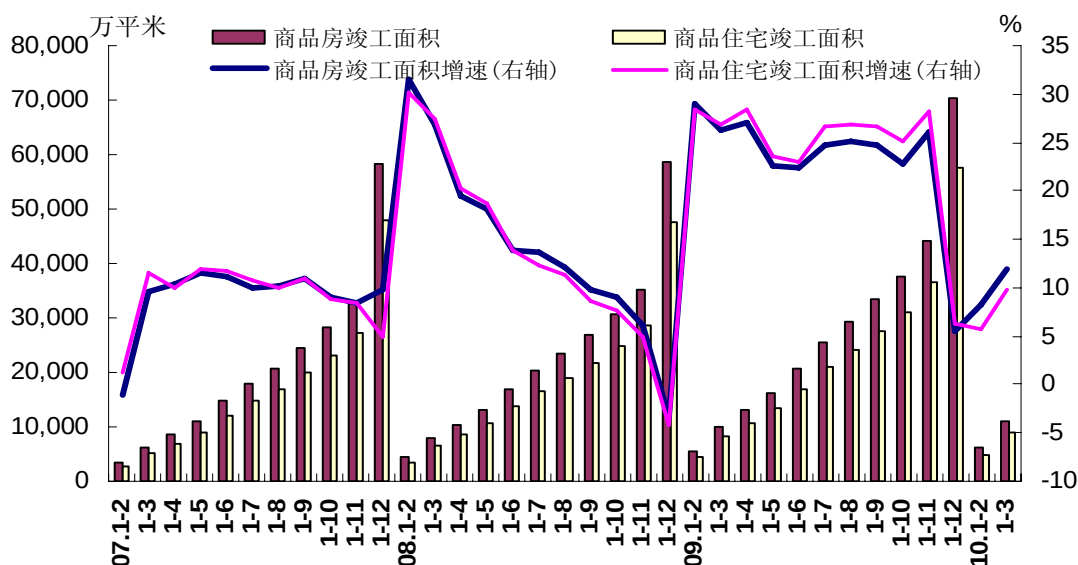
一季度，全国房地产开发企业房屋施工面积 24.22 亿平方米，同比增长 35.5%，比去年同期加快 22.8 个百分点，比去年四季度加快 22.7 个百分点，增速创 1994 年 4 季度以来新高，其中住宅施工面积 19.72 亿平方米，同比增长 35.5%。房屋竣工面积 11117 万平方米，同比增长 12.0%，较 09 年全年提高 6.5 个百分点。其中，住宅竣工面积 8914 万平方米，同比增长 9.8%。住宅竣工面积增幅继续低于商品房总体竣工面积增速。竣工面积增速回升较慢表明即期新增供给仍然不足，这主要是受建筑周期的影响，预计今年下半年竣工面积将会大幅增加。

图 8 2007 年以来全国商品房、商品住宅施工面积及同比增长情况



数据来源：国家统计局

图 9 2007 年以来全国商品房、商品住宅竣工面积及同比增长情况

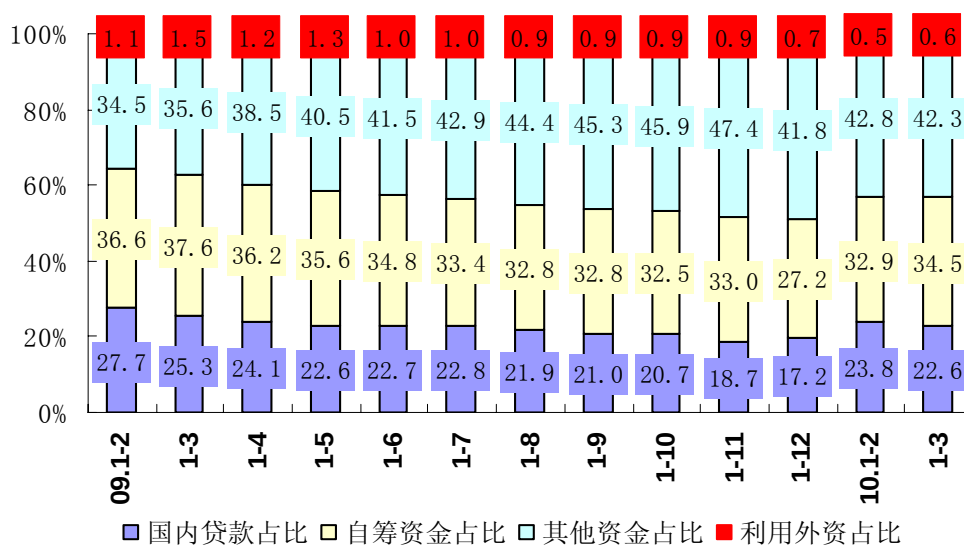


数据来源：国家统计局

（二）房地产开发资金供应状况分析

房地产开发到位资金充裕，个人按揭贷款资金规模增速加快。一季度，房地产开发企业本年资金来源 16250 亿元，同比增长 61.4%。增幅较 09 年全年提高 25.8 个百分点，比去年同期提高 52.2 个百分点，创 1998 年以来季度数据新高，这表明房地产开发企业的现金流状况非常充沛。其中，国内贷款 3674 亿元，增长 44.3%；利用外资 99 亿元，下降 33.7%；企业自筹资金 5602 亿元，增长 47.8%；其他资金 6876 亿元，增长 91.8%。在其他资金中，定金及预收款 3749 亿元，增长 84.7%；个人按揭贷款 2193 亿元，增长 122.8%。

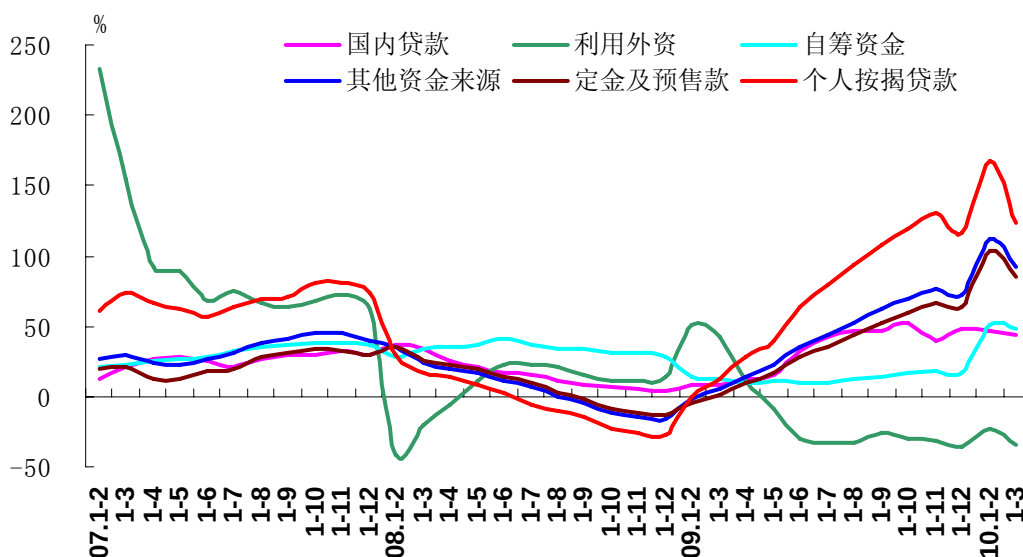
图 10 2009 年以来全国房地产开发企业资金来源构成情况



数据来源：国家统计局

受货币信贷适度收紧的影响，国内贷款增速较 09 年全年回落 4.2 个百分点。由个人按揭贷款、定金及预收款组成的其他资金为房地产开发资金来源增长提供了动力，其占比由去年同期的 35.6% 提升到 42.3%，占比位居各项资金来源之首。预收账款与个人按揭贷款的增速急剧增加，表明当前楼市热度依然不减，消费者的购房预期并未因政策的调控而弱化。由于前期政策调控效果并不显著，我们预计，未来个人住房信贷政策将进一步收紧。

图 11 2007 年以来全国房地产开发企业资金来源构成增长率变动情况



数据来源：国家统计局

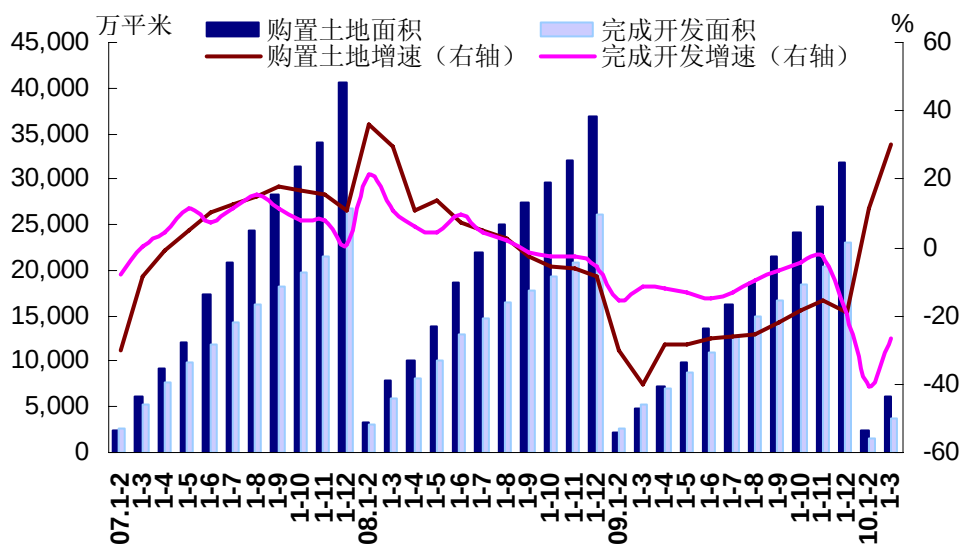


（三）房地产土地供应情况分析

土地购置面积加速回升，土地购置额大幅增长。受宏观经济回暖和房地产市场持续火爆以及商品房库存快速消化等一系列因素影响，房地产开发企业购置与完成开发土地意愿不断回升。一季度，全国房地产开发企业完成土地购置面积 6166 万平方米，同比增长 30.0%，增速由负转正。土地购置费 1203 亿元，同比增长 56.5%。以上数据显示房地产开发企业开始加大土地储备，进入了土地的补库存阶段。从完成开发面积来看，一季度，全国房地产开发企业完成土地开发面积 3827.9 万平方米，同比下降 26.7%，降幅较 09 年底扩大 6.8 个百分点。土地开发面积增速与购置面积增速出现背离表明在土地稀缺、土地增值税征管不严的背景下，开发商拿地的热情往往高于开发的热情。

由于土地是开发商的命脉，土地储备的规模是开发商后续发展能力的表现，因此，未来土地市场将继续保持活跃。就政府而言，无论是扩大住房供给的政策导向，还是对土地的财政依赖都会促使其继续加大土地供应面积，未来土地购置数据将继续向好。

图 12 2007 以来全国房地产土地购置与开发面积及同比增长情况



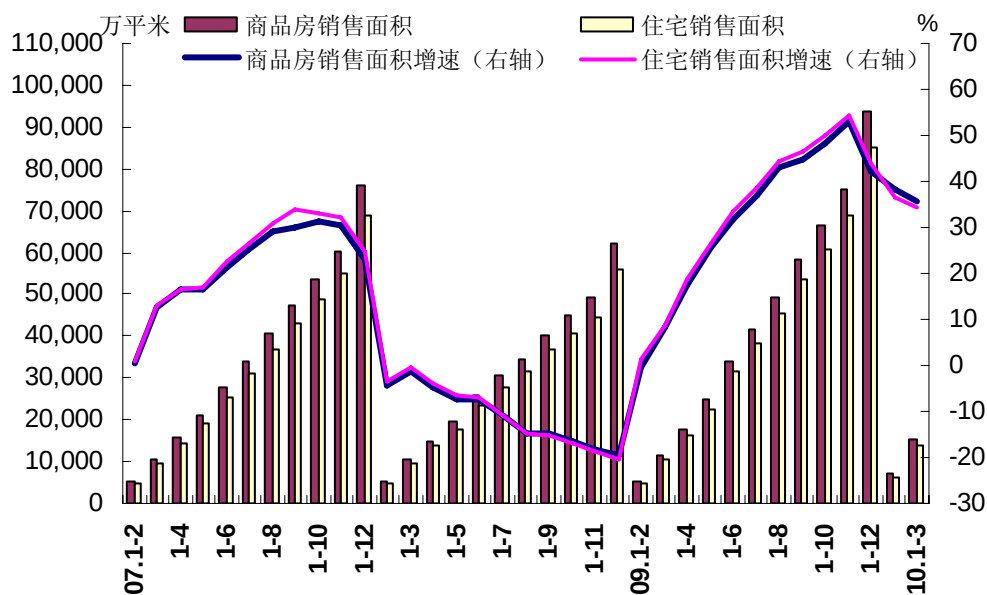
数据来源：国家统计局

（四）商品房销售情况好于预期

1、受益 3 月“小阳春”，房地产销售面积平稳增长。一季度全国商品房销售面积为 15361 万平方米，同比增长 35.8%，增幅比 09 年全年降低 6.3 个百分点，较去年同期上升了 27.6 个百分点。其中，商品住宅销售面积增长 34.2%，增速继续低于商品房总体增速。住宅销售面积在整个商品房销售中的占比保持在 90%左右。

总的来看，虽然商品房销售面积增速逐步回落，但仍好于市场预期。2009 年房地产市场的成交状况是一个非常态，因此，销售面积增速必然会向中性水平回归。我们预计，随着银行信贷政策的逐步收紧，未来销售面积累计同比涨幅将继续呈下降趋势。

图 13 2007 以来全国新建商品房销售面积及同比增长情况

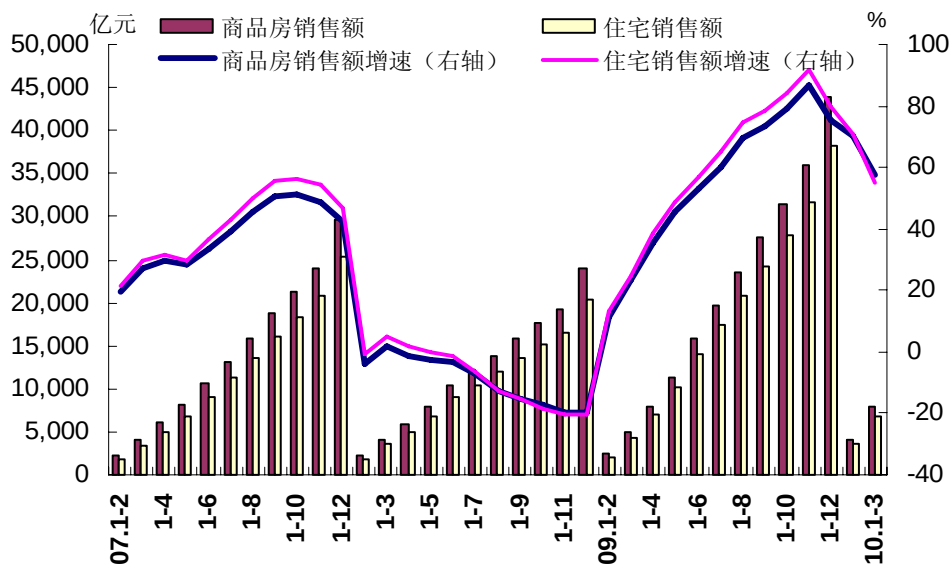


数据来源：国家统计局

2、房地产销售额保持快速增长，购房需求依旧较为强烈。

一季度，商品房销售额 7977 亿元，同比增长 57.7%，增幅比 09 年全年降低 17.8 个百分点，较去年同期上升了 34.6 个百分点。尽管商品房销售额增速不断回落，但仍处于历史波动区间顶部。房销售情况好于预期显示购房需求依旧较为强烈。

图 14 2007 以来全国新建商品房销售额及同比增长情况



数据来源：国家统计局

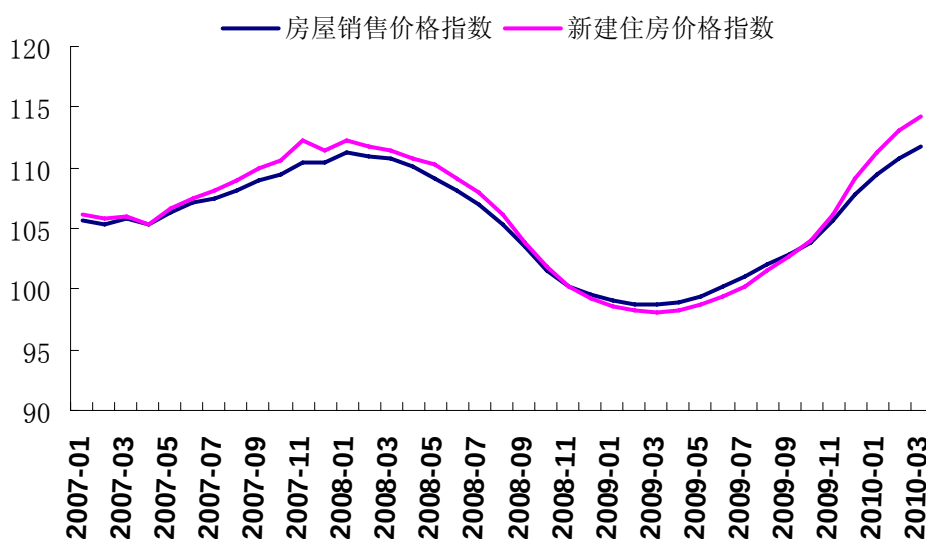


（五）商品房价格变动情况分析

房价涨幅创历史新高，政策再次干预不可避免。3 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 11.7%，涨幅比 2 月份扩大 1 个百分点。其中新建住宅销售价格同比上涨 14.2%，创历史新高。

房价持续快速上涨主要是由于当前可售商品房库存处在较低位置，市场仍然供不应求。与此同时，房地产企业资金充沛，缺乏降价促销的动力。此外，近期土地市场依旧火热，地王不断涌现。这就导致房价在历时数月的调控政策下不跌反升。当房价下跌的预期落空时，呈观望状态的需求重新担忧房价的上涨，部分恐慌性的自住需求者和资金雄厚的投资者再次入市推动房价惯性上涨。我们认为，当前房价的涨幅正在触碰管理层的底线，更加严厉的抑制房价的调控政策已经陆续出台，对未来房价将产生一定影响。

图 15 2007 年以来全国商品房销售价格指数



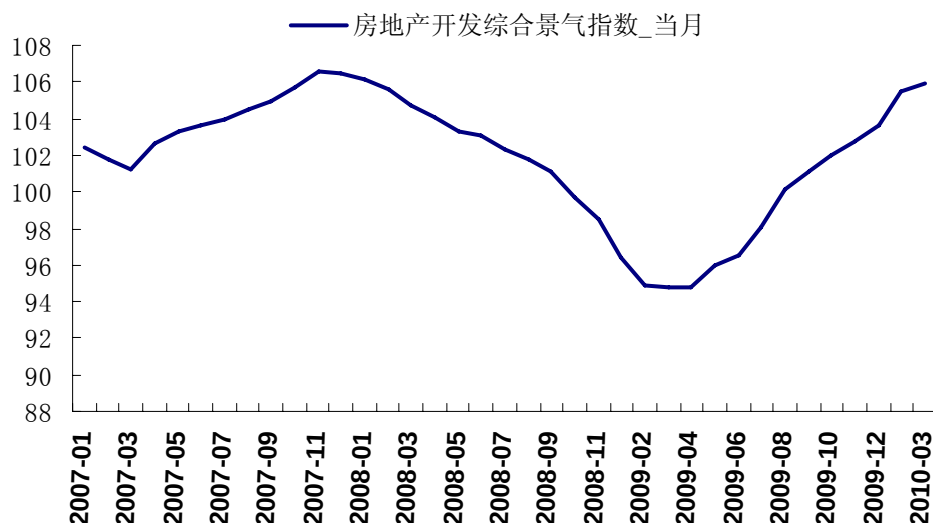
数据来源：国家统计局

（六）房地产业景气状况分析

反映房地产市场综合运行情况的国房景气指数持续走高。3 月份，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 105.89，比 2 月份提高 0.42 点，比去年同期提高 11.15 点。从分类指数看：房地产开发投资分类指数为 103.58，比 2 月份提高 1.76 点，比去年同期提高 11.58 点；本年资金来源分类指数为 119.67，比 2 月份持平，比去年同期提高 25.96 点；土地开发面积分类指数为 87.07，比 2 月份回落 1.32 点，比去年同期回落 5.13 点；商品房空置面积分类指数为 99.79，比 2 月份提高 1.80 点，比去年同期提高 7.76 点；房屋施工面积分类指数为 112.04，比 2 月份提高 2.74 点，比去年同期提高 18.54 点。

总的来看，国房景气指数自 2009 年 4 月以来，已经连续 11 个月回升，目前已处于历史高位区域。由于当前政府调控政策主要在于遏制房价过快增长，为了扩大供给更倾向于鼓励房地产行业投资。考虑到对国房景气指数影响最大的因素是房地产投资而非房价。因此，我们认为，未来房地产行业景气度仍将保持高位。

图 16 2007 以来全国新建商品房销售额及同比增长情况



数据来源：国家统计局

三、2010 年二季度房地产行业发展趋势预测

（一）房地产开发投资增速或将放缓

由于当前房价水平处于顶部区域，库存水平处于底部区域，开发商普遍资金充裕，再加上二季度是楼市传统旺季，因此，开发商既有主动加大开工的意愿，也有被动补库存的压力。2 季度房地产开发投资仍有望保持较高的增长。但从总体上看，我们认为，今年房地产业将面临重大调整，房地产业存在着较大的不确定性，目前房地产投资的高速增长在短期内可能会维持一段时间，但在长期是不可持续的，土地和新开工面积增幅也会逐步趋缓。从资金供应上看，上半年不会有大的问题，但下半年会逐步体现出制约因素。

（二）商品房销售将快速回落，房价或现拐点

由于当前可售商品房库存处在较低位置，而房地产建设本身的周期性决定了供给存在刚性，即难以根据市场需求改变即期供给，因此，二季度市场有效供给依然不足。但是考虑到近期出台的新国十条，可以看出政府调控楼市的决心日益坚定。严厉的政策在短期内将迅速逆转供求关系，商品房销售将快速回落。从需求来看，投资、投机性需求将快速减少，自主性需求也将推迟购房进入观望。从供给来看，由于政策从严导致一大批投机者迅速离场并将其所持房产抛售到二手房市场，而普通投资者也会由于担心房价出现拐点而逢高出货。大量的恐慌性抛盘遭遇萎缩观望的市场需求，将导致二手房价格先行下跌，然后传递到新房市场，新房价格下跌将进一步影响二手房市场。房价的下跌幅度要看各地对政策的执行力度。

（三）新一轮调控拉开帷幕，未来政策将视房价而动

自去年年底以来的这轮房地产调控政策其核心就是抑制房价过快上涨，而温总理也在“两会”期间公开表示将在他的任期内稳定房地产价格。但是 1 季度房地产市场的走势向政府的政策和总理的承诺发出了挑战，上涨过快的房价直接触发了新一轮更严厉的政策出台。继 4 月 14 日国务院常务会议研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施后，仅时隔三天，国务院办公厅又发布了《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发〔2010〕10 号，俗称“新国十条”），针对 4 月 14 日的国务院常务会议精神出台具体政策部署。“新国十条”对于二套房贷规定的严厉程度实属罕见，主要针对投机炒房，并首次打击异地炒房。同时，将税收工具列为房价调控的手段之一。尽管这次政策调控力度空前，但仍需各地方政府及相关部门的后续配套细则出台，因此，地方政府能否积极贯彻执行至关重要。



我们认为，未来的调控政策将视房价而动，政策调控的力度和频率将在很大程度上取决于房价的表现，如果房价上涨过快的势头没有得到明显控制，政府或将进一步提高多套住房的首付比例和贷款利率，出台更为严厉的政策措施。调控政策的执行力度则取决于国际尤其是国内经济形势以及地方政府与中央政府的博弈。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天晓研究人员力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出决策所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司、天晓宏观经济与产业研究所及其研究人员无关。

本报告版权归天相投顾与天晓研究所共同所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾或天晓研究所书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾和天晓研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天晓宏观经济与产业研究所

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 5 层

电话：010-66045824 传真：010-66045429 邮编：100140

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100