

中国房地产市场正走向大规模行业洗牌与结构调整

华创证券首席经济学家：巴曙松博士¹/华中炜²/杨现领³

联系人：华中炜

Tel: 010-66500896

Email: huazhongwei@hczq.com

联系人：杨现领

Tel: 010-66500833

Email: yangxianling@hczq.com

作者简介

巴曙松研究员，国务院发展研究中心金融研究所副所长，博士生导师，中国银行业协会首席经济学家，华创证券首席经济学家。

巴曙松研究员为享受国务院特殊津贴专家，商务部经贸政策咨询专家委员会委员、中国宏观经济学会副秘书长，还担任中国人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家、中国证监会基金评议专家委员会委员、中国银监会考试委员会专家、招商银行和招商局博士后专家指导委员会委员，宁波银行首席经济学家等，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务。巴曙松研究员还曾担任中共中央政治局集体学习主讲专家，主要专著或译著有《巴塞尔新资本协议研究》、《中国金融市场发展路径研究》、《金融危机中的巴塞尔新资本协议》、《巴塞尔资本协议三研究》以及《美国货币史》、《大而不倒》、《金融之王》等。



¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长

²华创证券研究所宏观研究员

³华创证券研究所宏观研究员

报告要点

- **中国房地产行业目前正逐步进入行业洗牌与结构调整阶段，即将面临第一次真正意义上大调整。**2011 年以来，当针对房地产市场的紧缩调控政策与抑制通胀为核心的宏观紧缩环境相叠加，当加息、信贷控制与影子银行体系监管相叠加，当针对开发商供给端的抑制与针对购房者需求端的抑制相叠加、当市场化间接调控手段与行政化限购令的直接干预措施相叠加，房地产开发企业正面临中国房地产市场起步以来最为严厉的市场与政策环境，中国房地产行业目前正逐步进入行业洗牌与结构调整阶段，即将面临第一次真正意义上大调整。当前民间融资利率拉高的主要力量之一，就是房地产企业基于高盈利预期以及调控会短期结束的政策预期进行的高成本融资，在货币政策不可能大幅放松时，这些房地产企业的洗牌不可避免。
- **短期来看，行业和企业层面供给相对过剩的格局已经逐步形成，中国房地产行业正进入去库存阶段：**1) 目前的周转期即从拿地到销售回款的周期约为 40 个月，与 2008 年房地产行业低谷时 45 个月的周转期相比已经相差无几。2) 2012 年约计有近 800 万套保障房竣工，这将改变房地产市场的供给结构，对定位中低端的商品房供给形成直接冲击。
- **中国房地产行业真正意义上的一次大调整正在发生，调整的方式和开发商的应对策略则可能是：**1) 降价，从城市居民收入可承受能力测算，一线城市的平均房价降幅应在 20～30%之间，二线城市则在 10～20%之间，三线城市基本合理，降价空间不大。2) 布局三四线城市；3) 产业外资本进入房地产业趋势将逆转；4) 金融资本与产业资本的互动将可能激发部分上市企业退市或私有化倾向。5) 定位高端的开发商将以品牌和效率而非扩张土地储备来实现价值的提升。
- **2012 年二季度房地产投资变成个位数甚至负增长的概率变大，房地产市场出现明显行业洗牌的可能性在加大。**从这轮调整的宏观冲击看，房地产销量增速已经开始明显下滑、保障房全开工之后对冲效应减弱之后四季度房地产新开工也将出现明显减速，进一步考虑到 2012 年一季度限购、库存明显加大和季节性因素的影响下，如果房地产销售同比增速从当前 10%左右大幅回落甚至负增长，且信贷条件以及限购约束等未能有所松动，则 2012 年二季度房地产投资大幅下滑的概率较大。
- **政策的阶段性或局部性放松难以改变行业洗牌趋势。**尽管市场广泛预期，房地产投资出现显著回落，进而对地方政府土地出让金收入、经济增长产生明显冲击，由此带来房地产调控政策如限购令的放松，虽然这种可能性存在，但是考虑到未来房地产在整个经济中的地位趋于弱化趋势，针对房地产的调控政策难以重演 2009 年的“旱涝急转”，即使是政策阶段性的局部放松也难以改变行业调整的总体方向以及分化与整合的行业洗牌趋势。
- **总体上，基于短期内房地产行业基本面供给相对过剩的格局，即使考虑到 2012 年对需求抑制最直接的限购政策不再续期，或者限购政策的局部放松，然而未来一年或较长时**

间内房地产市场的供求结构已经发生重要变化，在一系列约束政策的推动下，房地产将从居民财富配置的“超配资产”变成“标配资产”，房地产行业将一改过去 10 多年高成长的趋势性增长格局，企业的成长将主要来自于行业内的分化与整合所产生的经营效率的提高，从依赖地价与房价的上涨获得高毛利转向依赖综合开发能力的提高，完成从地产到房产的转变，最终成为以房产开发为核心的加工制造业。

- 站在当前的时点展望未来，中国房地产行业目前正逐步进入行业显著洗牌的阶段，即将面临第一次真正意义上的大调整。在行业景气周期的下行阶段，企业拥有稳健的资产负债表要比拥有一个亮丽的利润表更为重要，对于典型的资金密集型行业来说，房地产开发企业则更是如此。2009~2010 年超常规的信贷投放期间，开发商借助于较低的利率和较宽松的信贷额度，通过高杠杆推动负债端和资产端的同步扩张。然而，2011 年以来，当针对房地产市场的专项调控政策与抑制通胀为核心的宏观紧缩环境相叠加，当加息、信贷控制与影子银行体系监管相叠加，当针对开发商供给端的抑制与针对购房者需求端的抑制相叠加、当市场化间接调控手段与行政化限购令的直接干预措施相叠加，房地产开发企业正面临房地产市场化以来最为严厉的市场与政策环境，也面临接近 2008 年金融危机期间的去库存与去杠杆双重压力。站在当前的时点展望未来，中国房地产行业目前正逐步进入行业显著洗牌的阶段，即将面临第一次真正意义上的大调整。即使考虑到房地产投资在未来二、三个季度可能面临急剧下滑，宏观应对政策也可能不会再次重演 2009-2010 年大规模的“早涝急转”的放松政策。

一、中国房地产行业正进入显著调整的起点阶段

- 房地产正从居民资产配置的“超配资产”，变成“标配”资产，基于行业自身去杠杆和去库存的双重压力，目前中国房地产市场正进入显著调整的调整。从公司财务的角度讲，一个行业或企业的价值创造能力取决于两个方面：经营杠杆和财务杠杆。在房地产市场化以来、特别是 2005 年以后，中国居民资产配置渠道的有限性使得房地产成为被“超配”的资产，这一特征叠加于中国房地产的预售杠杆使开发商的经营杠杆成为价值创造的一支重要驱动力，表现在财务指标上，即是奉行高周转率的企业能够通过扩大净经营性负债能力来实现净资产的现金流转换。类似地，2004 年土地“招拍挂”机制的实行即土地市场“双轨制”的终结使得地价与房价持续上涨，当地价或房价的上涨率超过开发商金融渠道的融资成本，财务杠杆则成为推动房地产行业迅速上升的另一支驱动力。当前，之所以初步判断中国房地产行业正进入显著的调整阶段，基本的出发点也是基于这样两个视角，即经营杠杆和财务杠杆的“双高”时代即将面临根本性转变。

1.1 经营杠杆端，供给相对过剩的市场格局逐步形成

第一，短期来看，行业和企业层面供给相对过剩的格局已经逐步形成，在限购和信贷收缩的双重冲击下，中国房地产行业正进入去库存阶段。

- **库存消化周期接近 2008 年市场低谷时的水平。**从行业整体情况判断，2011 年以来在限购政策的冲击之下，行业平均的去库存速度明显减缓，企业资产周转率较之 2009、2010 年已明显下滑，乐观估计，目前的库存周期即从拿地到销售回款的周期约为 40 个月，与 2008 年房地产行业低谷时 45 个月的库存周期相比已经相差无几。
- **一线城市去库存压力更大。**从 9 大一线城市的商品住宅可售面积来看，截止 10 月初约有 5012 万平米的可售面积。鉴于近年土地供应和开工绝对值大于上轮周期，以及一线城市相对最严厉的限购和限贷措施，预计本轮主要城市库存总量和库存去化周期高点大概率将高于 2008 年高点，而且目前一线城市仍处于加库存阶段，下一阶段的去库存压力则会更大。
- **企业资产周转率明显下降。**从主要上市房企的资产周转率看，万科、招商地产、保利地产和金地集团四大龙头的周转率分别下降约 3%、6%、10%、24%，扩张较快的绿城集团资产周转率则大幅下降约 40%，只有致力于开拓二、三线城市的恒大地产等部分房企有所上升。

第二，2012 年保障房的大量入市将对改变房地产市场的供给结构，对定位中低端的商品房供给形成直接冲击。

- **2012 年将有 800 万套保障房入市。**根据 2010 和 2011 年保障房的开工量及竣工周期测算，2010 年新开工的 590 万套保障房将在 2011 年底竣工约 300 万套，其余 290 万套将会在 2012 年竣工并具备销售条件；2011 年新开工的 1000 万套保障房将在 2012 年逐步竣工约 500 万套左右。叠加之后，2012 年约计有近 800 万套保障房在 2012 年竣工。
- **保障房大量供给将改变市场供给结构，对中低端商品住宅冲击更大。**尽管从结构上，商品房与保障房中经济适用房、双限房、棚改房存在交集区域，但是大量中低端住宅的入市将明显改变 2012 年中国房地产市场的供给结构，中低端住房相对过剩的情况则更为明显。从当前中国城镇人口住房解决方式的结构来看，2012 年保障房的大量供给将会改变现在住房市场的供求结构，当前约计分别有 10%、41%、7%的城镇人口居住在原有私房、房改私房和租赁公房中，预计这部分人口将对保障房产生更大的需求。

图表 1 城镇人口住房解决方式

住房市场结构	城镇人口住房解决方式	建筑面积（平）	平均楼龄（年）
原有私房	10%	133	20
房改私房	41%	74	18
商品房	37%	98	11
租赁公房	7%	52	27
租赁市场住房	3%	62	20
其它	2%	88	15

数据来源：REICO 工作室，作者整理

第三，从需求端衡量，基于 2010 年释放了大量金融危机期间被抑制的房地产需求，未来周期性驱动力将会减弱。

- 从趋势性驱动力来讲，未来几年一二线城市的城市化率的递增速度将逐步下行，人口和城区扩张步伐放缓；人口结构的变迁使得 30—45 岁之间的核心购房年龄比例趋于减少，新增需求将主要来自于人口自然增长和家庭结构裂变。
- 总体上，短期内房地产行业基本面供给相对过剩的这种格局，即使考虑到 2012 年对需求抑制最直接的限购政策不再续期，或者限购政策的局部放松，然而未来一年或较长时间内房地产市场的供求结构已经发生重要变化，房地产将从居民财富配置的“超配资产”变成“标配资产”。因此，基于这种情况，中国房地产行业依赖预售机制和经营杠杆获取高成长性的阶段将逐步走向终结。

1.2 财务杠杆端，地价涨率下行和资金成本上行的趋势逐步形成

- **财务杠杆的扩大效应可能反向启动。**原则上，财务杠杆的使用可以扩大房地产企业的净资产回报率（净资产回报率=利润率×资产周转率×财务杠杆），但是财务杠杆的正向扩大效应发挥作用的前提条件是净经营性资产的回报率必须大于借贷成本，否则财务杠杆的扩大效应将反向启动，成倍减少净资产回报率。从这个角度看，当前及未来一段时间财务杠杆的正向放大功能将会弱化，反向放大功能则可能启动。
- **利润率和资产周转率的下降将会对净经营性资产的回报率产生双重冲击。**从利润率来看，根据上市公司的相关报表测算，目前房地产行业的平均毛利润率为 37%左右，扣除三费之后的营业利润率约为 20-25%，净利润率为 15-20%左右，这种高利润主要来自于土地的溢价，即在地价和房价持续上涨的情况下，开发商可以通过延长土地开发周期和推盘速度来提高利润率。通过这种操作模式，中国房地产业在 2004~2010 年获得了高利润与高成长，但是展望下一阶段，这一格局将改变。
- **地价涨幅趋缓，财务杠杆正向扩大的基本性条件逐步弱化。**地价的平均涨幅将会放缓，过去地价的异常上涨即包含了“土地双轨制”条件下被抑制地价的强烈释放，也包含了一、二线城市迅速城市化所产生的大量土地需求，同时土地供给的刚性也起到了一定推动作用，然而，随着一、二线城市放缓的城市化进程和三、四城市逐步启动的城乡一体化所释放的土地供给，未来地价的涨幅会趋于一个相对合理的水平，即使因为调控因素的阶段性变化而可能出现一定的反弹，但中长期的平均上涨速度将明显慢于过去几年。
- **土地储备资产的周转率下降，整体上降低净经营性资产的收益率。**过去两年开发商积累的大量土地储备面临较大的资产变现和去库存压力，结果将会是更低的资产周转率。目前这一水平已超过 40 个月，接近 2008 年房地产低谷时的水平。同时，当前民间融资利率之所以显著上升，与部分流动性紧张的房地产企业依然保持相当高的盈利预期、以及短期内可能会放松信贷约束的政策预期相关，但是，随着调整的深入，房地产企业必须面对盈利预期回落的现实，也必须面临信贷政策不太可能短期内明显放松的政策环境。

因此，地价涨幅趋缓导致的利润率下降和周转率下降导致的资产使用效率下降，一个自然的结果是房地产企业净经营资产的回报率大幅降低。

- 参考目前房地产开发企业的资本负债结构、20%的净利润率及 40 个月的周转率测算，开发商所能承受的 2 年期平均融资成本极限约为 20%，换言之，如果地价上涨幅度和周转率使得库存周期之内的净资产收益率低于这一水平，则杠杆率越高，开发商所承受的损失也将越大。

二、中国房地产行业将迎来显著的行业洗牌

- 基于经营杠杆与财务杠杆的双重受限，基本面趋弱与调控政策的相互叠加，目前中国房地产行业真正意义上的一次大调整正在发生，而调整的方式和开发商的应对策略则可能是：1) 短期内参考融资成本和项目的收益率所决定的盈亏平衡点进行降价；2) 中长期行业的分化与整合，房地产行业的破产、兼并与收购将成为常态。

2.1 短期内，参考项目的收益率所决定的盈亏平衡点进行降价

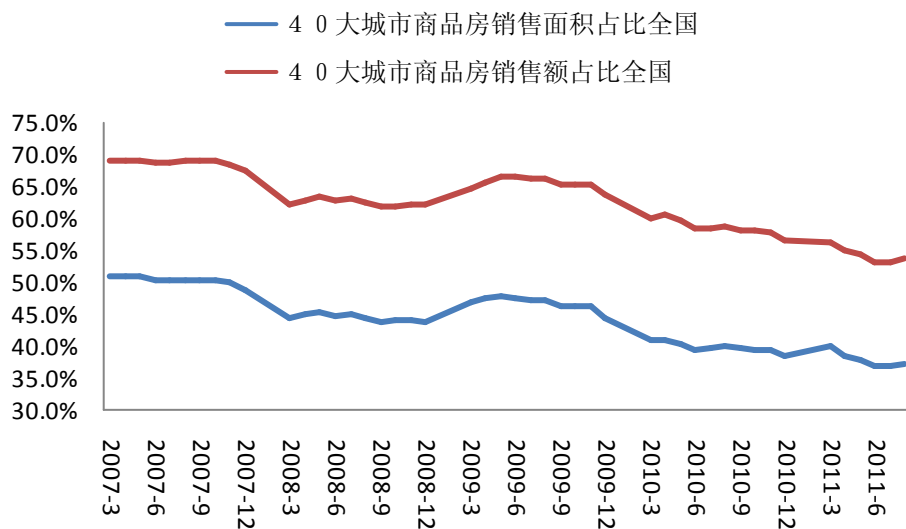
- 由于不同房地产开发项目的城市和区域定位、需求定位及不同开发企业的融资成本、市场垄断与定价能力存在较大的差异，几乎不可能在统一层面测算出盈亏平衡点所决定的合理降价幅度。尽管如此，仍然可以从宏观层面把握几个决定降价幅度的参考指标。
- 从居民收入可承受的购买能力看，一线城市降价空间约在 20~30%之间。参考不同城市居民住房可承受能力的上限空间选择降价幅度。从这个角度看，根据不同城市的房价和收入水平粗略测算，当前北京、上海、杭州、深圳和广州五大一线核心城市的实际月供收入比在 80~120%之间，二线城市平均的月供收入比在 50~60%之间，三线城市的平均月供收入比则在 30~50%之间，基本在合理范围。如果将实际月供收入比与刚性需求可承受的月供收入比进行比较，则一线城市的平均房价降幅应在 20~30%之间，二线城市则在 10~20%之间，三线城市大致在合理区间。
- 从开发商的融资成本和项目收益的对比看，降价的底线是使自有资金的相对收益为正。参考项目利率水平、融资成本和自有资金的机会成本选择降价幅度。例如，一个定价为 15000/平的住宅项目，净利率水平为 21%，假设其它条件不变，并进一步假设该项目的自有资金与负债比例为 50%，当该项目分别降价 5%、10%、15%时，净利率水平分别降为 17%、13%、8%，如果平均借贷成本超过 8%时，与潜在的机会成本相比，自有资金的收益率将为负，因此，15%的降幅则是极限状态。

2.2 区域的分化与行业内的整合将成为常态

- 三四线城市的市场集中度上升，今年以来大型房企广泛布局三四线城市则是重要信号。区域内的分化，即随着一线城市过去几年来过快上涨的房价透支了未来的潜力以及城市化速度的放缓，未来一二线城市的竞争将更为激烈，不少龙头企业将加速布局三四线城市，这一趋势在 2006 年以来即有所强化，但是当前一线城市更为严厉的调控政策及中

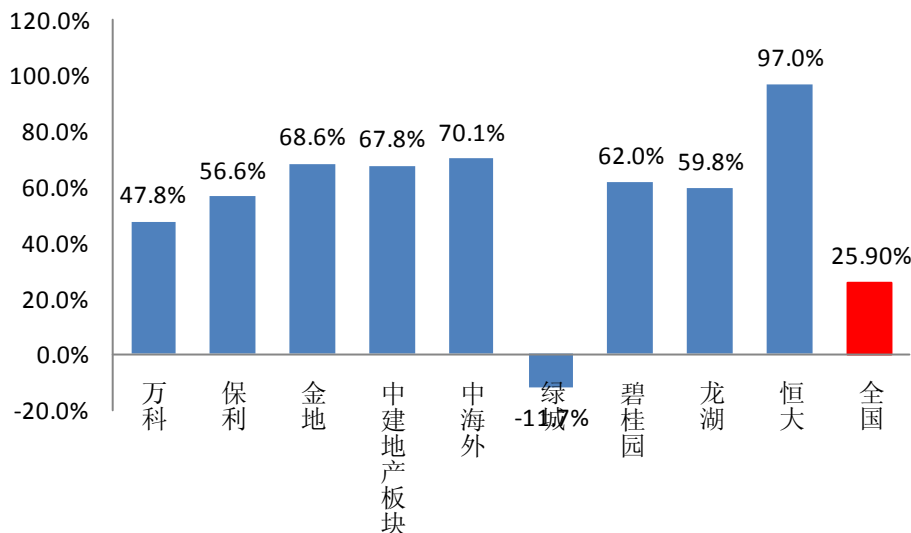
长期趋势向下的行业环境，将迫使企业在三四线城市以规模化与城市化推动的更快速度集中。从我们监测的 20 大城市 2011 年以来的交易情况来看，住宅成交面积同比下滑约 31.9%，这部分城市占比全国销售面积约 19.8%，销售额占比全国约 35.5%。而 40 大城市销售面积和销售额占比全国逐月下降，目前 40 大城市销售面积占比全国 37%，销售额占比全国 53.5%。主要因素为一二线城市经过近 10 年的地产开发，需求已达高峰，而众多的三四线城市正在复演一二线城市的发展历程。

图表 2 40 大城市商品房销售面积和销售额占比全国



数据来源：CEIC、华创证券

图表 3 龙头地产公司 1-8 月累计销售额增速



数据来源：华创证券

- 企业集中度加速提升，大型房地产企业的破产和整合可能会成为本轮调整的标志性事件之一。行业内的整合将会明显加剧，这里的影响因素主要是：1) 随着行业逐步进入一个相对较弱的景气循环周期，行业外的资本大举进入房地产的激励下降；2) 在银行信贷实施名单制管理和信贷额度控制及回款速度减缓，特别是在资金成本整体上移的情况

下，只有大型开发企业才能开拓多元融资渠道，通过票据、信托、企业债等方式融资，并且融资成本也在显著上升；随着融资环境的恶化，现在一些地产商即使支付更高的融资成本，也难以获得资金支持，流动性压力日益加大。从目前的情况来看，中国的行业整合方式预计不仅会延续海外“以大整小”的模式，不少大型企业由于在顺周期时过度的土地储备扩张可能在当前的情形下面临被洗出的压力，因此，大型房地产企业的破产和整合可能会成为本轮调整的标志性事件之一。在行业整合加速的背景下，龙头企业的市场集中度将会得到明显提升。根据在 A 股和 H 股上市的 9 大地产公司月度销售数据占比全国来看，目前 9 大地产公司市场占有率为 12.5%，同比提高约 2.4 个百分点。从公开可追溯数据更长的万保金（万科、保利、金地）市场占有率来看，万保金销售额市占率已由 05 年的 1.17% 提升到 2011 年 8 月份的 4.54%。2011 年前 8 个月，我们跟踪的 9 家上市房企中，除绿城外，销售额增速均大幅跑赢全国同比数据。龙头品牌开发商在产品质量等方面相比小开发商具有较大优势，也使得销售将分流更为转向龙头品牌开发商的产品。总体上，预计龙头开发商市场占有率经过本轮调整以更快的速度增长。

三、房地产调整的短期宏观冲击：是否导致投资增长显著回落？

- **房地产投资已经连续 13 个月处于回落通道。**站在当前的时点看，房地产行业的中长期调整的序幕已经打开，但就期短期内对宏观经济的冲击渠道来看，其影响主要体现在对房地产投资下滑可能会改变当前经济平稳回落的节奏。从数据上看，本轮房地产投资周期从 2010 年 5 月峰值已经回落，目前已经连续回落 13 个月，名义增速从 38.2% 回落 5 个百分点到 33.2%，实际增速从 34.6% 回落 8.1 个百分点到 26.5%。目前仍处于回落周期之中，随着预售回款速度放缓，未来三个季度房地产投资仍将持续回落。
- **参考历史经验，房地产市场短期内显著回落发生的条件是顺周期融资来源的同步急剧收缩和房地产销售同比连续负增长。**过去 10 多年的房地产市场波动周期看，这一回落特征曾经出现在 2008 年 6 月，房地产投资名义增速在 8 个月时间从峰值 33.5% 大幅度回落 32.5 个百分点，40% 的回落幅度发生在前 7 个月，60% 即 20 个百分点的回落幅度发生在最后一个月。从先行指标上，在触底之前按揭款连续 6 个月双位数负增长、定金及预售 4 个月个位数负增长、信贷资金的大幅收缩以及房地产销售连续 12 个月高位负增长促成了房地产投资“V”形着陆。

图表 4 房地产投资回落周期的历史对比

最近两个回落阶段划分		回落时间 (月)	波峰值	波谷值	总回落幅 度	总回落比 例	月均回落 幅度
下降期 1	2004.02-2006.02	24.00	57.10%	19.70%	37.40%	65.50%	1.6%
下降期 2	2008.06-2009.2	8.00	33.50%	1.00%	32.50%	97.01%	4.1%
本轮下降	2010.05-2011.8	16.00	38.20%	33.20%	5.00%	13.09%	0.3%

数据来源：华创证券整理

图表 5 房地产资金来源回落周期的历史对比

资金来源回落阶段		回落时间 (月)	波峰值	波谷值	总回落幅 度	总回落比 例	月均回落 幅度
下降期 1	2004. 02-2006. 02	24. 00	68. 40%	19. 70%	48. 70%	71. 20%	2. 0%
下降期 2	2008. 02-2008. 10	8. 00	31. 90%	6. 40%	25. 50%	79. 94%	3. 2%
本轮下降	2010. 02-2011. 4	16. 00	69. 50%	17. 40%	52. 10%	74. 96%	3. 3%

数据来源：华创证券整理

● 如果不存在房地产销售同比负增长，信贷收缩则往往带来房地产投资的回落相对温和。

2004 年 2 月，房地产投资名义增速在 24 个月时间从峰值 57.1%回落至 19.7%，第一个月单月回落 16 个百分点，第二个月单月回落 6.5 个百分点，在其后的 22 个月逐步匀速回落，单月平均回落幅度未超过 1 个百分点。对比而言，信贷同比增速见顶后第一个月从 63%大幅回落 32.3 个百分点、第二个月从 30.7%再度大幅回落 11.7 个百分点，这是造成房地产投资增速在见顶后前两个月大幅度下滑的原因，虽然之后信贷仍然持续收紧，并最终回到个位数增长，但是房地产销售面积同比增速持续稳定在 30%左右、销售额同比稳定在 40%左右，这是当时的调整成功实现“软着陆”的关键支撑。

● 从房地产投资不同着陆形态对固定资产投资和经济的冲击程度比较看，2004 年房地市场的调整对固定资产投资的直接冲击较为有限，房地产投资回落周期中，固定资产投资增速始终保持在 25-30%，而且期间 GDP 平均增速为 11%。相反，2008 年房地产行业的显著调整，促使政府出台了大规模的财政支出刺激，对冲了房地产投资大幅下滑的负面冲击。事后看，2009 年二季度经济增长触底反弹的前奏也是房地产投资在一季度之后强劲的见底回升。

3.2 本轮房地产投资回落相对温和，但未来一段时间要关注可能发生回调风险过度集中的“尾部风险”

● 明年二季度之前，房地产投资可能显著下滑。从目前的情况看，房地产投资的回落节奏仍然比较温和，但四季度开始，随着保障房全开工导致的房地产新开工同比增速下滑，经过销量下滑、新开工下滑之后，房地产投资将在 2012 年一、二季度出现较大幅度的下滑，甚至会产生所谓的“尾部风险”

● 目前的房地产投资回落仍然温和。从本轮周期看，房地产投资在 2010 年 5 月见顶，名义增速为 38.2%，虽然在过去 13 个月呈现持续回落状态，但是回落幅度十分温和，基本是匀速递减，单月平均回落幅度不足 0.4 个百分点。更为重要的是，与 2004 年相比，本轮资金来源增速 69.5%的峰值远远高于投资增速 38.2%的峰值，两者之差超过 30 个百分点，2004 年两者之差仅为 10 个百分点，超额资金来源的支撑作用使得本轮调整以来房地产投资增速并未随着信贷的大幅收缩而同步大幅下滑，波幅明显收窄，对投资和经济增长的冲击也相对较轻。

- 从本轮房地产回落的先行指标观察，资金来源领先于房地产投资 3~4 个月，三季度资金来源同比增速 23%，二季度为 18%，虽然资金来源增速总体上仍小于投资增速，预示着四季度房地产投资仍将处于下滑趋势，但于三季度资金来源同比的攀升却同时意味着四季度的下滑幅度也不会太大。以资金来源、实际资金成本等自变量测算的结果显示，2011 年房地产投资增速逐季温和回落，预测全年增速为 30%，不过统计上，每年最后一个月开发企业和统计部门都会对全年累计增速进行一次校正，幅度通常为-2 个百分点，考虑到这一因素，将全年投资增速 30%的预测值向下修正之后为 28%，仍然高于固定资产投资名义增速约 3 个百分点，对投资和经济增长仍然有显著的正向贡献。
- 在信贷资金持续收紧的情况下，四季度的房地产销售同比增速将决定定金及预售回款速度，从而决定 2012 年一季度房地产投资增速。虽然在新一轮限购范围扩大政策的冲击下，传统“金九银十”效应受到较大程度的影响，但考虑到去年四季度正式启动限购导致的销售基数较低，2011 年四季度销售同比增速可能略好于预期。因此，扣除冬季北方天气和春节导致施工减缓的季节性影响，2012 年一季度房地产投资增速仍有较大概率延续当前的温和回落趋势。
- 考虑到一季度往往是销售淡季，预售回款不畅，2012 年二季度房地产投资能否触底回升关键取决于 2012 年一季度的市场销售情况。扣除 2010 年金融危机期间被抑制需求的集中释放导致当年一季度“淡季不淡”，在正常年份，一季度在全年销售量的占比往往最低，不能指望 2012 年一季度销售超常规增长为二季度投资提供更多的资金支持。
- 如果目前的销量下滑、信贷紧缩延续到 2012 年二季度，则房地产投资有可能在某一月出现超过 10 个点以上的下滑幅度，使投资变成个位数增长甚至负增长。这样的“尾部风险”事件曾在 2009 年 2 月份发生，即房地产投资增速在前 7 个月一直处于温和的匀速回落通道，却在最后一个月即 2 月份发生了 20 个百分点的降幅，这是因为销售、按揭、定金及预售资金来源同步大幅负增长的同时，信贷增速不仅保持同向紧缩且在此前三个月达到低谷。
- 对影子银行体系的监管强化也可能引发开发商资金链风险。对比当前的情况，按揭回款增速已经连续 7 个月负增长，信贷增速也一直保持在 5%左右的低位，但由于自筹资金一直稳步上升，且开发商采取了从减少土地购置、减少新开工、放缓在建项目施工进度的有序调整节奏，并通过影子银行体系开拓多元化融资渠道，使得投资温和回落的趋势延续至今，但目前已经启动的对影子银行体系的监管将会对此产生负面影响。
- 限购、去库存和季度性因素的多重叠加。进一步考虑到 2012 年一季度限购、库存明显加大和季节性因素的影响下，如果房地产销售同比增速从当前 10%左右大幅回落甚至负增长，且信贷条件未能有所松动，则 2012 年二季度房地产投资发生“尾部风险”的概率变大。
- 尽管市场预期，如果房地产投资显著回落，进而对地方政府土地出让金收入、经济增长产生明显冲击，则可能会出现房地产调控政策的转变例如限购令的放松。从目前的趋势看，虽然这种可能性是存在的，但是考虑到未来房地产在整个经济中的地位趋于弱化，

针对房地产的调控政策难以重演 2009 年在房地产市场上出现的“旱涝急转”，即使是货币政策阶段性的局部放松也难以改变行业调整的总体方向以及分化与整合的基本趋势。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558