

# 2020年上半年 房地产行业回顾与后市展望

世联研究

|               |    |
|---------------|----|
| 回顾 .....      | 3  |
| 一、宏观篇 .....   | 3  |
| 二、政策篇 .....   | 6  |
| 三、销售篇 .....   | 7  |
| 四、融资篇 .....   | 9  |
| 五、土地篇 .....   | 13 |
| 展望 .....      | 15 |
| 一、宏观与政策 ..... | 15 |
| 二、库存篇 .....   | 17 |
| 三、债务篇 .....   | 19 |
| 四、应对篇 .....   | 21 |
| 五、市场篇 .....   | 24 |

|           |    |
|-----------|----|
| 总结 .....  | 27 |
| 数据说明..... | 28 |



## 回顾

### 1、海外疫情失控，全球经济供需同遭冲击

目前全球单日确诊人数从数据上看已然失控，虽然日、欧洲等多个发达经济体控制情况转好，但美国  
和多数发展中国家如巴西、印度等由于核酸检测试剂和医疗资源仍然紧缺，实际感染人数难言乐观，  
疫苗未出，疫情拐点难以预计。

1



WHO,Wind,

2

GDP

BIS,Wind,

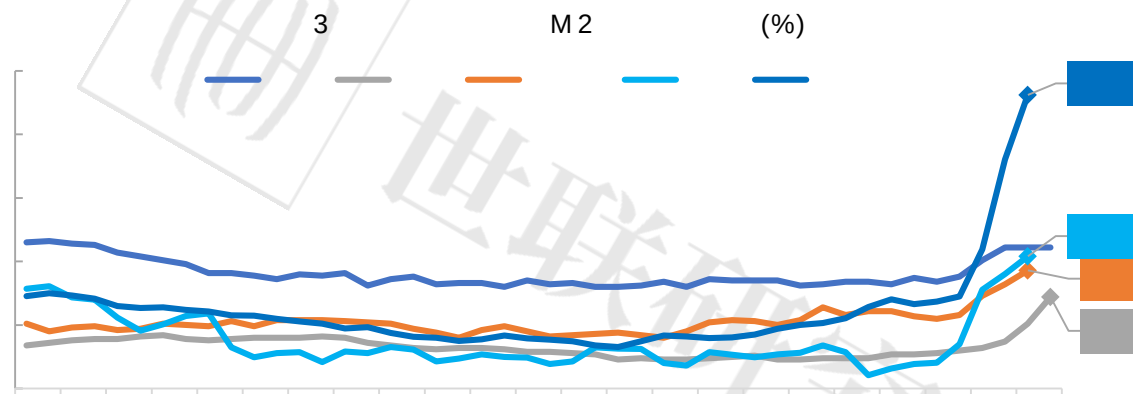
IMF 预测 2020 年全年 GDP 实际增长率为 -2.9% (前值为 1.2%)。

疫情之下，多国政府争相“甩锅”，伴随民族主义与民粹主义抬头，中美对抗升级、欧美贸易战亦甚嚣  
尘上，都将进一步撕裂全球化的原有格局，逆全球化之势难挡。

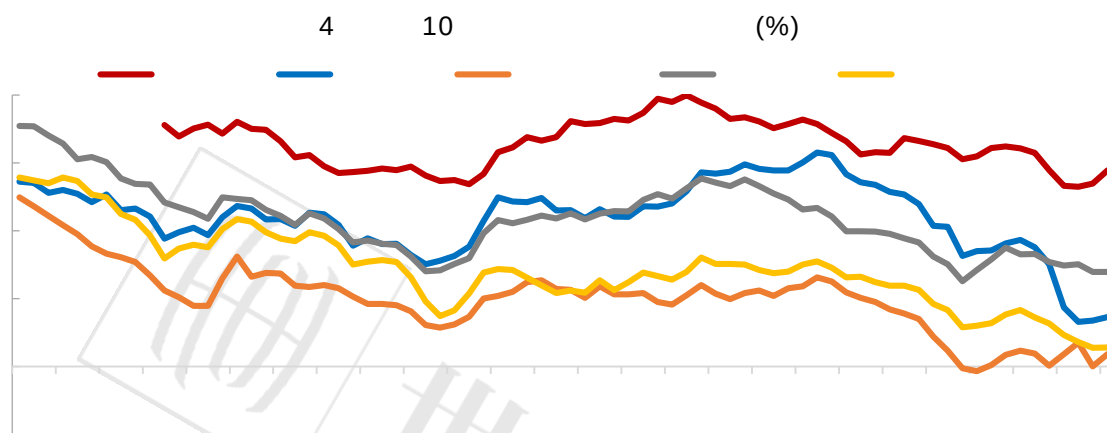
## 2、全球宽松陷入“囚徒困境”，货币政策制定需要协调

随着“新冠”疫情在全球迅速扩散，使得本就处于下行周期的全球经济加速坠落，期间全球金融市场一度暴跌，为对冲疫情影响，各国宽松的货币政策和积极的财政政策力度加大。

自 2018 年后，各国央行货币政策竞相加大宽松力度，陷入“囚徒困境”。疫情之下，美国更是开启“无限量 QE”，成为全球宽松加速的“点火器”，美联储资产负债表 3 个月内膨胀超过 70%，各国央行纷纷跟进，全球流动性过剩，资产价格全面回升，经济开始企稳，但全球宽松政策仍将持续。



BIS, Wind,



Wind,

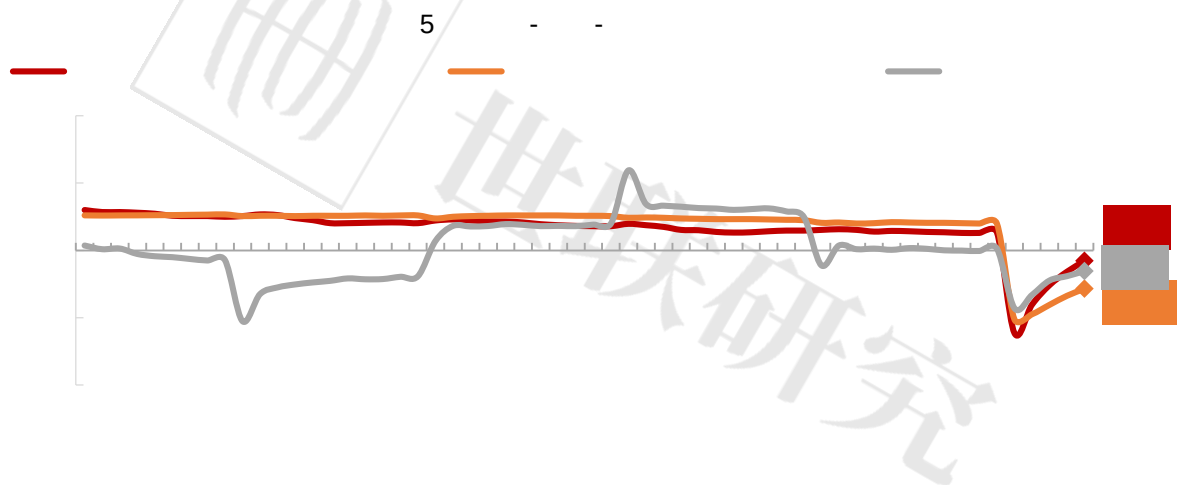
各国无风险收益率的降低的背后，体现的是企业投资信心不足与资本开支减少，资金避险与保值需求高涨、资产荒加剧——黄金这一“价值锚”的价格自 3 月低点以来上涨超过 30%，这也意味着若以黄金计价的话，则绝大多数资产是贬值的，这也是核心城市的豪宅成交火热的原因之一。

考虑到当前全球疫情仍未控制住，贸易战加剧，“逆全球化”横行，疫苗未出则全球经济难言好转。从政策对冲角度看，7 月欧洲 7500 亿欧元“复苏基金”、美国 1 万亿美元疫情救助计划出台，全球力度的宽松货币政策与财政政策仍将持续，长端利率中枢仍将下行。

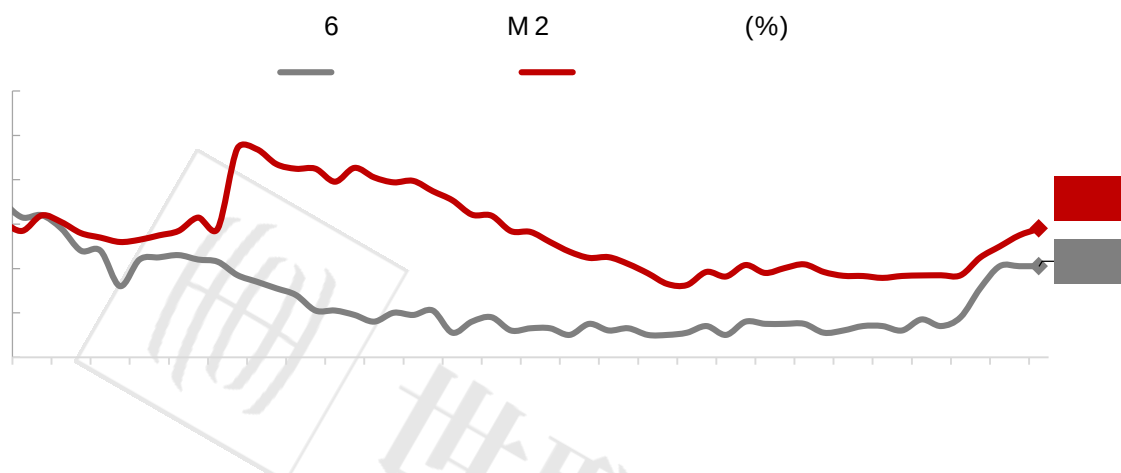
### 3、三驾马车触底反弹，货币与财政齐发力

一季度，受疫情影响，封城与停工使得拉动经济的“三驾马车”受冲击明显，一季度 GDP 同比增长-6.8%，创历史新低。

二季度，在疫情得到控制后，财政加大投资和转移支付力度，且货币政策积极有力，上半年累计降准3次，降息2次，社融和 M2 同比创近年新高，使得投资、消费改善明显；出口方面则因防疫物资和“新经济”的带动下回升，最终 GDP 同比增长 3.2%，制造业 PMI 回升至 50.9，经济修复明显。



数据来源：Wind,国家统计局,世联研究



数据来源：Wind,国家统计局,世联研究

2020 年作为“十三五”规划和全面建成小康社会的收官之年，“六稳”“六保”显得尤为重要。扩内需是核心，财政端将继续加大投资力度；

货币端，两会上提出“增发赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。”综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。“

此外，6 月陆家嘴金融论坛上央行易纲行长表示“下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计将带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元。”按此推算，全年 M2 及社融存量同比分别为 10.1%、11.9%，较当前略有下降，但流动性总体仍宽。

## 房地产压舱石作用无法替代，楼市调控呈现分化趋势

今年两会对于房地产的定调依然是“房住不炒”与“因城施策”，加之对于全年经济增长不设目标，意味着楼市调控的基调将继续保持稳健。从两会中可以看出，中央层面对于楼市调控的态度依然谨慎，而地方政府拥有一定程度的调控自主权和自由度。

从中央级别的会议多次提及实施“扩大内需”战略，而作为关联上下游数十个产业的房地产业，今年仍作为中国经济的压舱石作用短期无法替代，但既要“稳地价、稳房价、稳预期”又要“房住不炒”以及“防止居民杠杆率过快上升”，因此房地产调控政策将体现为分化趋势，促刚需和改善、抑制投机性购房，在全面落实“因城施策”之下，预计除了少数热点城市（如深、莞、杭、宁波等房价上涨较快城市）调控升级外，总体呈现边际松动扩散趋势；“限贷”和热点城市的“限购”大力度松绑难度较大，预计政策放松方向仍然是趋于精细化与曲线化，具体如下：

**供给端：**降低预售条件、降低预售监管资金的留存比例、使用标准、土地出让款的延期与分期支付、开工竣工节点延迟等。

**需求端：**“一区一策”、降低人才落户与购房门槛、提供购房补贴、放宽公积金政策等。

实际上从 2019Q3 开始房地产政策调控松动频繁，2020 年以来越来越多的二线城市加入了“限购、限贷”落户的抢人行列，人即是房票与 GDP 增量。

7

|                | / (2019Q1-2020Q2)                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 降低人才<br>落户门槛   | 广州*、珠海、惠州 0、江门 0、东莞*、张家口 0、天津*、大连、青岛*、南昌*0、南京**（南京浦口区）、苏州*、常州、南通、无锡、杭州*、宁波、义乌 0、武汉、长沙、西安、沈阳 0、重庆 0、济南 0、昆明 0、厦门 0（后标 0 表示零门槛落户）                                                                                                                                                 |
| 购房补贴           | 海口、吉林（引进人才）、厦门（高层次）、郑州（双一流本科）、呼和浩特（本科 5 折购房）、济南（博 15 硕 10 万）、杭州、宁波、绍兴（博 40 硕 20 本 5~10 万）、台州、温州（优秀本科）、衢州（本硕博最高本 25/50/100 万）、苏州相城区、苏州吴中（高层次）、徐州、宿迁、宿州、马鞍山、抚州、株洲、衡阳、常德、益阳*、岳阳（ $\leq 50 m^2$ 或无房低收入居民）、宜昌（本科 9 折）、宜宾、泸州、达州、资阳、钦州、玉林、东莞（特色人才）、广州（黄浦、高新、开发区）、潍坊（专科~博士 2/5/10/30 万） |
| 公积金<br>政策放宽    | 内蒙、海南、石家庄、郑州、南宁、贵阳、长春、长沙、惠州、清远、东莞、江门、徐州、扬州、嘉兴、抚州、商丘、驻马店、衡阳                                                                                                                                                                                                                      |
| 降低预售条件         | 河南、吉林、济南、武汉、长春、石家庄、莆田、抚州、常州、滁州、钦州、益阳、岳阳、大理、柳州、江门                                                                                                                                                                                                                                |
| 预售资金<br>条例放松   | 山东（提前 1-2 个节点拨付）、长春（新楼盘预售资金监管比例提高 50%）、贵阳、石家庄、福州、厦门、龙岩、焦作、无锡、益阳                                                                                                                                                                                                                 |
| 土地出让款<br>延期、分期 | 广西、贵阳、西安、南昌、南京、天津、济南、合肥、苏州、青岛、江门、绍兴                                                                                                                                                                                                                                             |

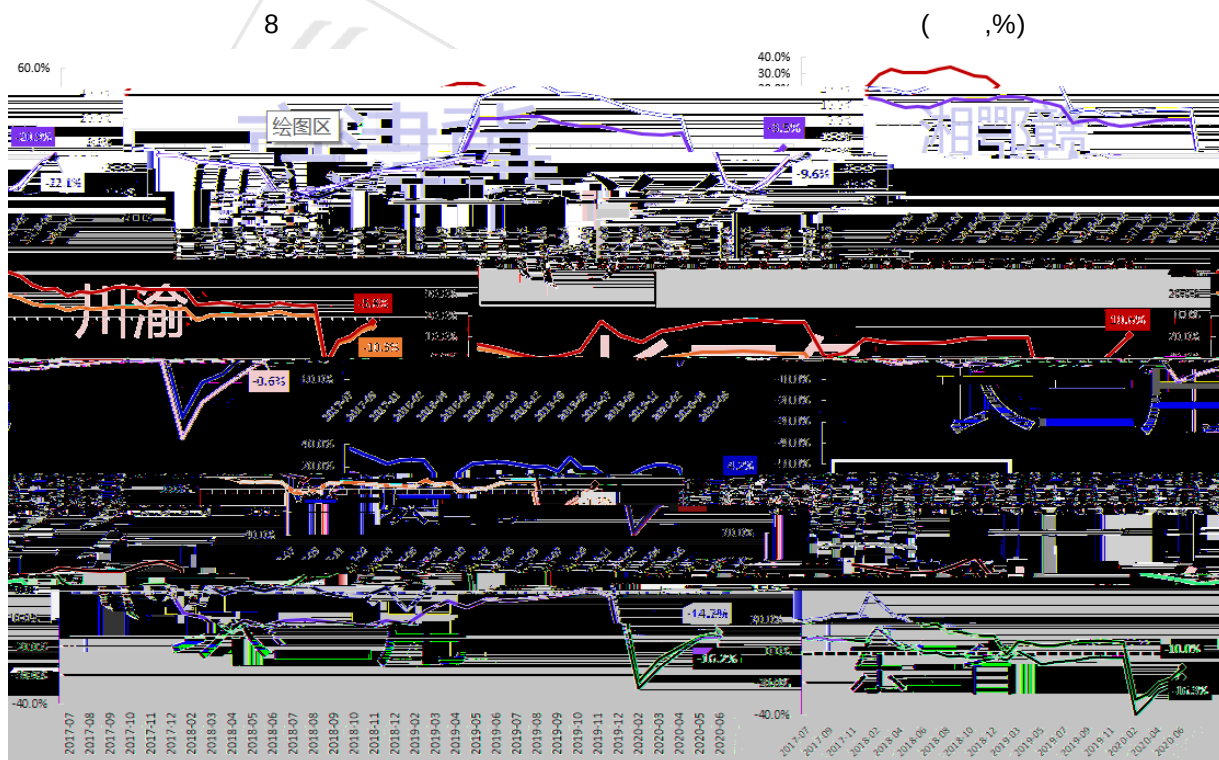
注：“购房补贴”一项中，省市后有括号标注则为购房补贴领取资格的最低要求，无括号备注者则默认购房补贴门槛为全日制本科及以上；红色表示政策出台时间为 2020 年上半年；标\*城市表示 2019 年以来累计施策 2 次以上；“公积金政策放宽”主要为公积金贷款额度、贷款门槛/首付比例、二套公积金贷款、资格认定、范围等。



1、

在长三角地区，住宅销售面积同比增长10.1%，其中上海、江苏、浙江三省表现尤为突出，分别增长15.2%、12.3%和11.5%。

长三角表现一骑绝尘。



数据来源: Wind, 国家统计局, 世联研究

长三角从复工速度来看表现最快，政府组织有力，热点城市较为坚挺，复苏最为强劲，苏杭、宁波、南京等较强；

珠三角则因复工速度较慢，销售面积下降，复苏速度较慢；

京津冀则因疫情防控对人员进出管控极严，3月销售进一步下滑，但在二季度被压抑的需求集中释放，恢复速度较快；

中部则因湖北作为全国疫情的“震中”，疫情管控严格，经济受创严重导致销售受影响极大，湖南和江西整体销售面积同比增速已回正，恢复强劲；

川渝主要受四川的三四线城市销售拉动整体销售额已回正，重庆则因延续去年的弱势；

西北片区表现亮眼，尤其宁夏、甘肃住宅销售面积增长均为10%左右，销售均价上涨较多，销售额回正；

东三省偏居一隅，2月受冲击最小，但受俄罗斯疫情影响导致疫情反复，黑龙江销售降4成，影响整体表现。



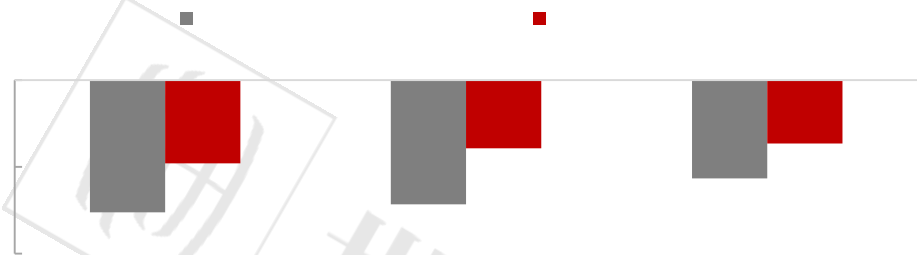
2、长三角复苏一骑绝尘，城市之间上演冰与火

9 47 (2020H1)

| 区域  | 城市   | 销售金额<br>(亿元) | 同比(%) | 区域  | 城市   | 销售金额<br>(亿元) | 同比(%) |
|-----|------|--------------|-------|-----|------|--------------|-------|
| 京津冀 | *廊坊  | 79           | 37%   | 长三角 | *济南  | 519          | 11%   |
|     | *石家庄 | 173          | 2%    |     | *沈阳  | 701          | 5%    |
|     | 天津   | 826          | 11%   |     | 青岛   | 852          | 3%    |
|     | 北京   | 1,159        | 27%   |     | *太原  | 331          | -5%   |
|     | 合计   | 2,238        | -18%  |     | *哈尔滨 | 320          | 11%   |
| 长三角 | 杭州   | 1,883        | 34%   |     | 大连   | 266          | 21%   |
|     | 徐州   | 610          | 17%   |     | 长春   | 310          | 29%   |
|     | *南京  | 1,064        | 14%   |     | 厦门   | 333          | 33%   |
|     | 南通   | 287          | 12%   |     | *长沙  | 500          | 7%    |
|     | 上海   | 1,018        | 6%    |     | *贵阳  | 135          | 13%   |
| 珠三角 | *苏州  | 1,050        | 3%    | 其他  | *郑州  | 611          | 25%   |
|     | *无锡  | 354          | 7%    |     | 成都   | 624          | 27%   |
|     | 佛山   | 184          | 2%    |     | 银川   | 189          | 23%   |
|     | 宁波   | 1,171        | 4%    |     | 兰州   | 313          | 40%   |
|     | *无锡  | 497          | 7%    |     | *贵阳  | 297          | 9%    |
| 其他  | 合计   | 9,364        | 9%    |     | 昆明   | 516          | -7%   |
|     | 东莞   | 556          | 5%    |     | 成都   | 1,417        | 15%   |
|     | 深圳   | 946          | 3%    |     | *南宁  | 522          | 19%   |
|     | 江门   | 232          | 0%    |     | *西安  | 561          | 38%   |
|     | 惠州   | 784          | -6%   |     | *重庆  | 921          | -41%  |
| 其他  | 汕头   | 110          | 11%   | 珠三角 | 合计   | 10,418       | -16%  |
|     | 佛山   | 795          | 17%   |     | *临沂  | 246          | 13%   |
|     | 广州   | 1,038        | 20%   |     | *包头  | 76           | 19%   |
|     | 肇庆   | 144          | 23%   |     | *泰安  | 85           | 19%   |
|     | 珠海   | 320          | 26%   |     |      |              |       |
| 其他  | 中山   | 295          | 35%   |     |      |              |       |
|     | 合计   | 5,219        | -13%  |     |      |              |       |

数据来源：世联研究，世联行各地区城市分公司研究部

10 (2020H1)



数据来源：世联研究，世联行各地区城市分公司研究部

从世联监测城市的销售金额看，三大核心城市群京津冀、长三角、珠三角的整体增速分别为-18%、9%和-36%，江浙地区城市表现尤为突出；

2月下旬逐步复工和开放售楼处后，复苏强劲，杭州多个一二手倒挂的限价盘引“万人摇”，成为引爆长三角楼市的导火索，也导致7月初杭州、宁波调控升级；

珠三角上演冰火两重天，珠江东岸分化明显，深圳在疫情期间一骑绝尘，西岸五盘抛盘的豪宅盘开盘日光，二手房月度成交破万、价格连续跳涨，亦带动东莞楼市火热和松山湖集体捂盘，招致7月初双双调控升级；但另一双子星广州表现较差，整个珠江东岸仅江门稍有表现；

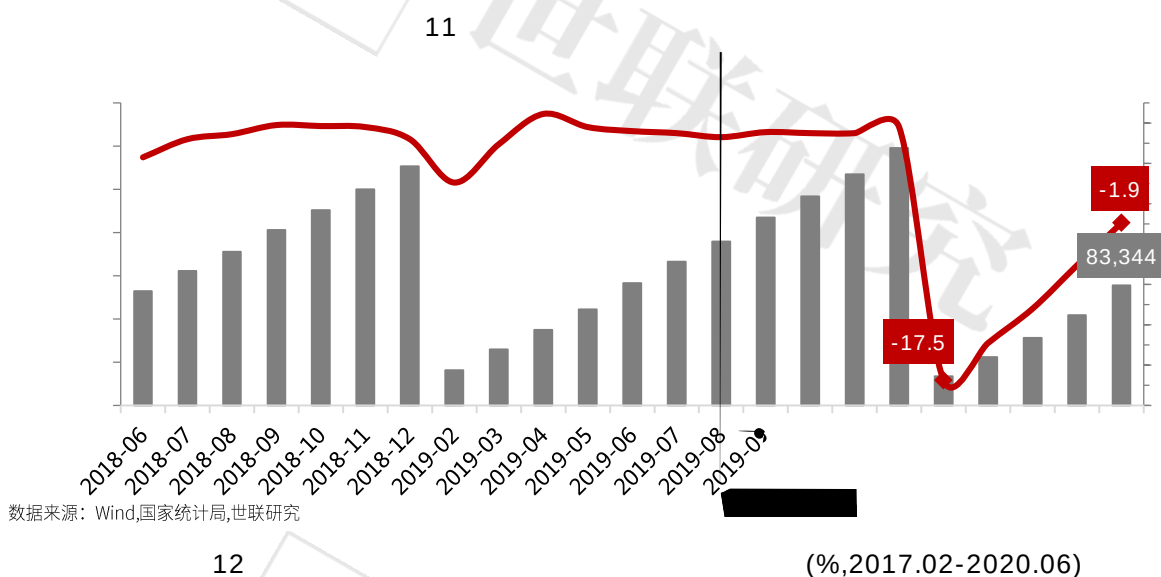
其他二线城市分化较大，兰州、厦门表现极为亮眼，长沙、贵阳、济南、沈阳、青岛亦不弱，销售增速已回正。

## 1、市场流动性充裕，主动融资与销售回款修复强劲

国内上半年 3 次降准 2 次降息，市场流动性总体充裕，银行隔夜拆借利率最低跌至 0.2%，虽然最宽松的时点已过，但总体宽松环境犹在。

而对于房地产融资方面，自在去年针对房企融资的一系列监管组合拳以来，中央定调“不将房地产作为金融工作的重心”，对于资金违规流入房地产持续强监管，为短期刺激经济的手段，“房住不炒”与“三道红线”监管，对于房企主动融资方面的政策总体未有明文放松，但仍受益于空前宽松的流动性。

上半年，房企到位资金总额共计 8.33 万亿、同比增长-1.9%。主要受定金及预收款部分拖累。



数据来源: Wind,国家统计局,世联研究

国内贷款上半年同比增长 3.5%，较一季度末回升了 12.1 个百分点，主要受房企复工后开发贷等集中恢复。

自筹资金部分同比增长 0.8%，较一季度回升 9.6 个百分点；这部分主要是由企业自有资金、现房销售、关联借款及民间融资组成，受疫情封城影响明显，二季度恢复正常。

定金及预收款和个人按揭贷款一季度因停工、停售导致受影响极大，是拖累到位资金的主要因素，随二季度楼盘销售的启动后强，得到了有力修复。

## 2、境内外发债环比大涨，海外发债环境变化剧烈

上半年，内地房企在境内外合计发债 6131 亿元，环比增长 27%，同比增长-7%。

自去年年中融资全渠道收紧后，转冷的房地产市场使得房企资金链进一步趋紧，而疫情导致的停工停售对于房企现金流更是雪上加霜。

基于“六稳”和“六保”，期间对于房企发债融资的实际监管力度边际放松，在国内宽松的流动性之下，3~4 月境内发债均破千亿，但国企是主要力量。

13

数据来源：信托业协会，用益信托网(2020Q2 数据),世联研究

14

数据来源：信托业协会，用益信托网(2020Q2 数据),世联研究

15

( 2014Q1-2020Q2)

|  | ( )  |     |      |  | ( )  |     |     |
|--|------|-----|------|--|------|-----|-----|
|  | 3783 | 42% | 14%  |  | 1428 | 27% | -7% |
|  | 2347 | 9%  | -28% |  |      |     |     |

### 3、境内发债成本下降显著，境外发债成本分化加剧

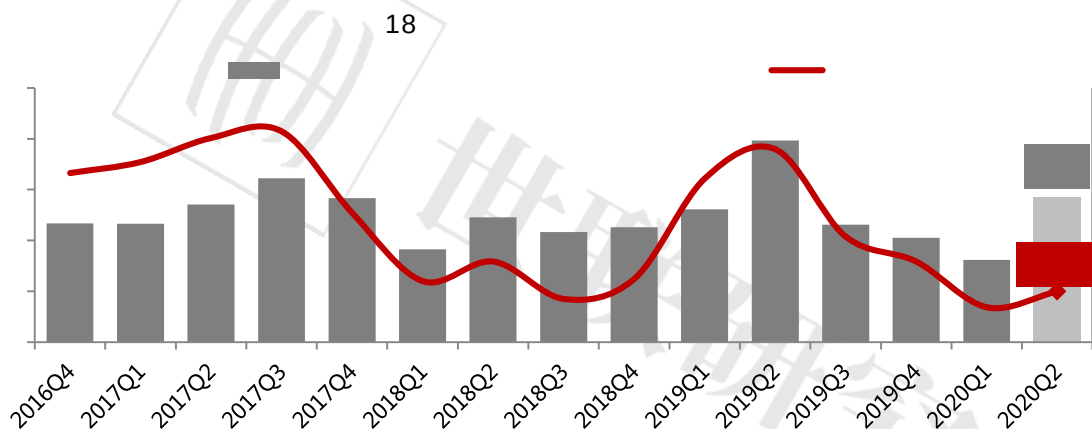
上半年，海外流动性泛滥，国内 3 次降准 2 次降息，M2 与社融均创今年新高，央行层面引导利率下降，一行之下，境内外发债成本大降。

境内发债来看，二季度末，央企、地方国企和民营房企的加权平均发债利率较 2019 年末分别下降了 0.79%、  
、0.98%，降幅巨大；

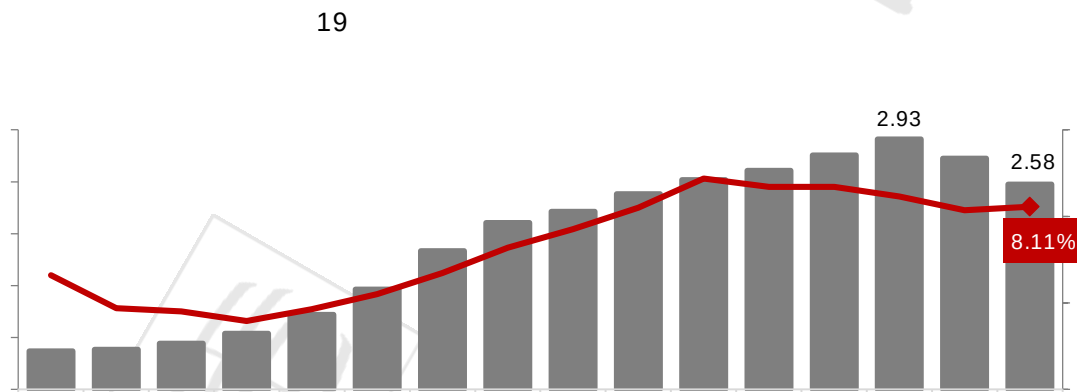
#### 4、境内外发债环比大涨，海外发债环境变化剧烈

截至 2020 年一季度末,投向房地产方向的资金信托余额为 2.58 万亿元, 平均收益率为 8.11%, 存量规模进一步压缩。

根据信托业协会和用益信托网数据, 2020 年上半年新增的投向房地产的信托项目规模为 4468 亿, 同比增长-32%。



数据来源: 信托业协会, 用益信托网(2020Q2 数据), 世联研究



数据来源: 信托业协会, 用益信托网(2020Q2 数据), 世联研究

去年 5 月银保监会针对房企融资监管的“23 号文”和 7 月初对多家信托公司进行了窗口指导和约谈后, 房地产信托项目的余额管控一直处于强监管状态。

二季度房地产信托融资较好, 主要因为空前宽松的货币环境叠加无风险收益率下行, 安全性和收益相对较高的信托产品在当前比较受投资者青睐。

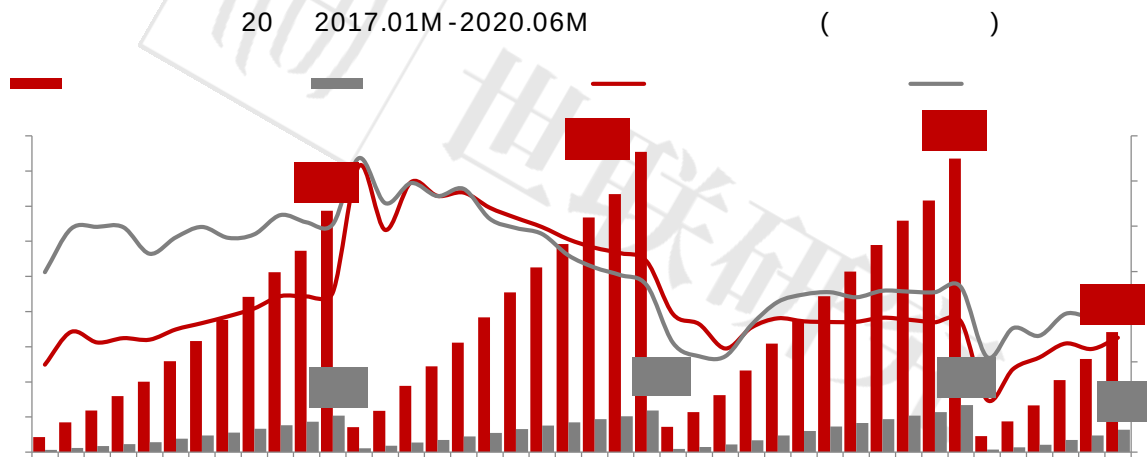
此外, 2020 年 5 月, 银保监会出台《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》, 进一步限制了信托公司对于非标债权资产的投资, 鼓励做标品, 并规定全部集合资金信托投资于同一融资人及其关联方的非标债权资产的合计金额不得超过信托公司净资产的 30%, 将影响地产信托融资。

房地产信托融资更多的是用于前端拿地, 且为民营房企的重要融资渠道之一; 因此, 当《办法》落地后, 叠加去年 23 号文的双重监管之下, 将造成房地产信托规模出现收缩, 尤其将对民营房企和中小型房企的信托融资影响更大。

## 1、土地成交结构性分化，一线与强三线成交火热

2020年1-6月，全国招拍挂土地出让累计规划建面17.10亿 $m^2$ ，同比增长-9.4%；累计土地出让金3.20万亿元，同比增长6.2%。

其中，涉宅用地出让累计规划建面8.26亿 $m^2$ ，同比增长-8.8%；累计土地出让金2.72万亿元，同比增长7.6%；成交楼面价3,290元/ $m^2$ ，同比增长18.0%。



数据来源：CREIS,世联研究

21

| 城市类型        | 土拍成交出让规划建面 |        | 土地出让金额 |        | 平均成交楼面价 |        |
|-------------|------------|--------|--------|--------|---------|--------|
|             | 占比 (%)     | 同比 (%) | 占比 (%) | 同比 (%) | 楼面价 (元) | 同比 (%) |
| 一线城市        | 3.4%       | -63.3% | 12.7%  | -62.5% | 16673   | -0.5%  |
| 二线城市        | 48.4%      | 0.2%   | 28.5%  | -1.8%  | 41225   | -1.8%  |
| 核心城市群 三线城市  | 28.7%      |        | 23.1%  | -6.3%  | 211%    | 2.1%   |
| 非核心城市群 三线城市 | 13.1%      | -8.8%  | 46.3%  | -15.5% | 18.6%   |        |
| 合计          | 3290       | 7.6%   | 100%   | -8.8%  | 100%    | 18.0%  |

数据来源：世联研究；此处核心城市群指京津冀、长三角、珠三角（泛指广东）

从涉宅用地楼面价看，由于2019年3-5月成交“地王”较多，因此2020年上半年虽然一二线城市整体楼面价同比基本持平，但环比2019年下半年楼面价分别增长24%、15%。

从住宅用地的成交情况来看，总体呈现量跌价涨的局面。尽管有今年一季度疫情影响，但二季度销售强劲复苏叠加宽松的货币环境，加之地方政府将更多优质地块挂出，使得二季度土地成交金额环比暴涨超过120%。其中一线以及核心城市群三线城市成交金额同比大涨：

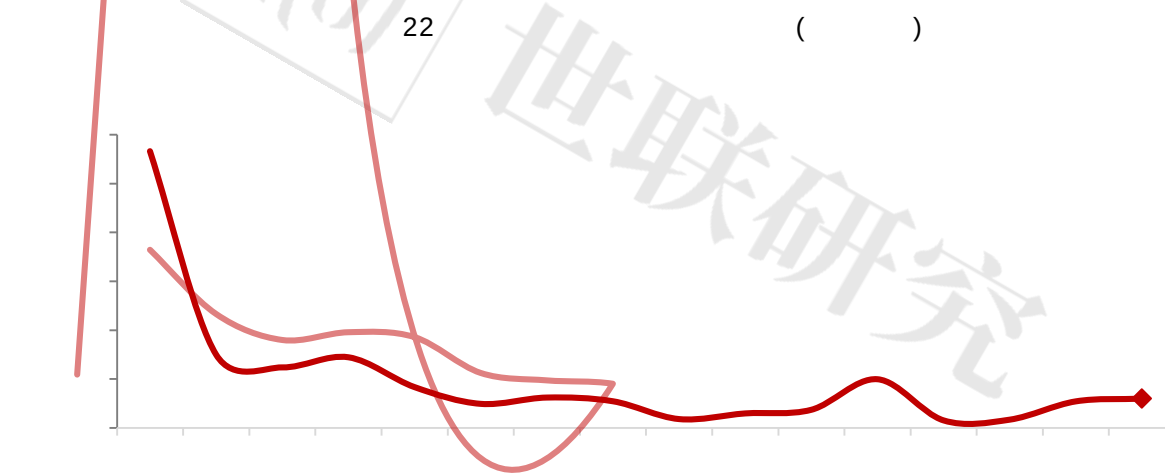
值得一提的是，核心城市群三线城市成交金额和楼面价均有较大提升，这主要因为市场转冷、资金趋紧之下，房企拿地标准提高。

## 2、溢价率持续上行，三线城市流拍分化

一季度土地成交虽有下降，但由于推地减少、房企拿地标准提高，一二线与强三线城市呈现溢价率上升，而弱三线城市则呈现溢价率下降，房企拿地谨慎。

进入二季度，地方政府出于财政和“六稳”“六保”压力加大土地供应，且挂出更多优质地块，在楼市销售反弹力度超预期之下，民企一改一季度谨慎姿态，开始大举出击补仓。

从住宅用地招拍挂成交的溢价率来看，上半年稳步上升，较 2019 年 4 季度相比，一线、二线、核心三线城市溢价率分别上升 8.6%、5.7%、9.9%，而弱三线城市则下降 8.9%。



数据来源:世联研究



数据来源:世联研究

从流拍情况看，从 2019 年下半年融资收紧之后，房企拿地明显收缩，流拍率走高，并在疫情期间流拍达到最高点；后续疫情之后楼市的强劲复苏又使得民企信心修复，大举拿地，流拍率随即走低。

总的来说，融资收紧叠加疫情冲击，房企在拿地方面标准明显提高，尤其对于三线城市方面的拿地分化更是明显，预计非核心城市群的四线城市流拍率高企(10%以上)或成为常态。



情势下，全球价值链

情在 2020 年的失掉

主义、新自由主义

一、二、三月表

变物 2020 年从

以 2020 年的中

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日

2020 年 1 月 1 日



ND,世联研究



当前形势下，与“六保”被放在了更突出的位置，上半年宽松的货币组合券以做对冲；此外，7月中央对“六保”工作提出“以稳就业为主体、国内国际双循环”<sup>①</sup>，这意味前半年“六保”工作

在美联储加息、全球疫情蔓延、国内经济下行压力下，深圳、东莞、宁波、杭州等楼市仍显韧性。在近期召开的房地产工作座谈会强调“从各地实

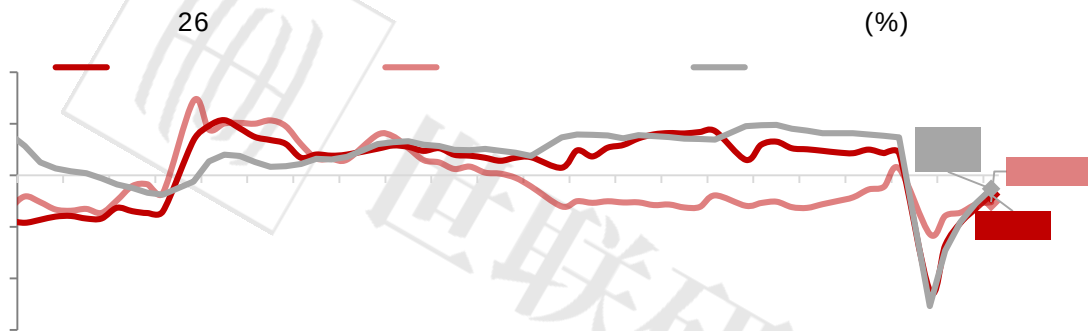
① 新华社北京 7 月 1 日电 中共中央政治局 7 月 1 日召开会议，分析当前经济形势，专题部署今后推动经济高质量发展的工作，研究打赢脱贫攻坚战、有效预防和治理腐败问题的措施。

② 新华社北京 7 月 1 日电 中共中央政治局 7 月 1 日召开会议，分析当前经济形势，专题部署今后推动经济高质量发展的工作，研究打赢脱贫攻坚战、有效预防和治理腐败问题的措施。

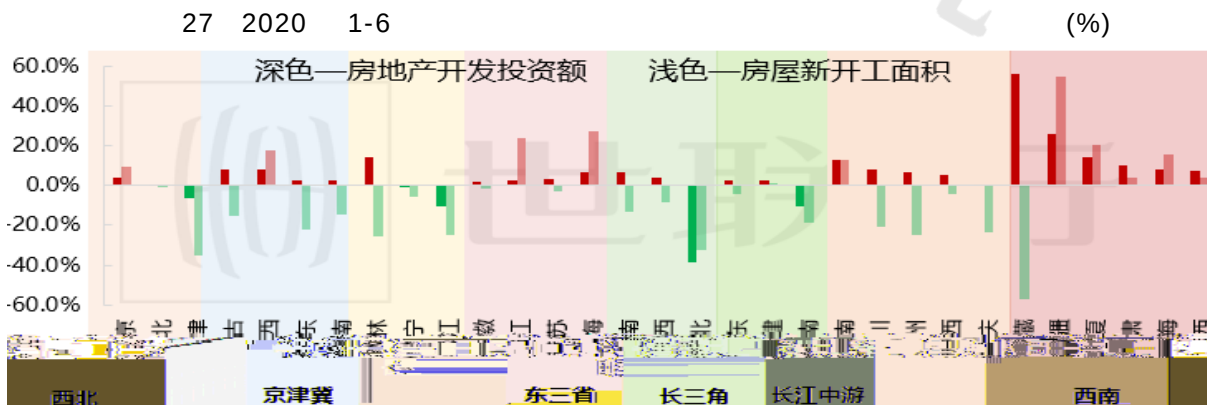
## 2、疫情之下地产投资韧性十足，房地产仍是中国经济压舱石

疫情后复工有序、销售强劲复苏带动下，上半年房地产开发投资额、房屋新开工和竣工面积大幅改善，累计同比分别增长-7.6%、-10.5%、1.9%。

6月单月的房地产开发投资与新开工面积同比更是分别增长8.5%、8.9%，韧性十足，已与疫情前相当；



数据来源:国家统计局,WIND,世联研究



数据来源:国家统计局,WIND,世联研究

从各区域的投资和新开工情况来看：西北最瞩目，除西藏外，均实现投资、新开工双增长；

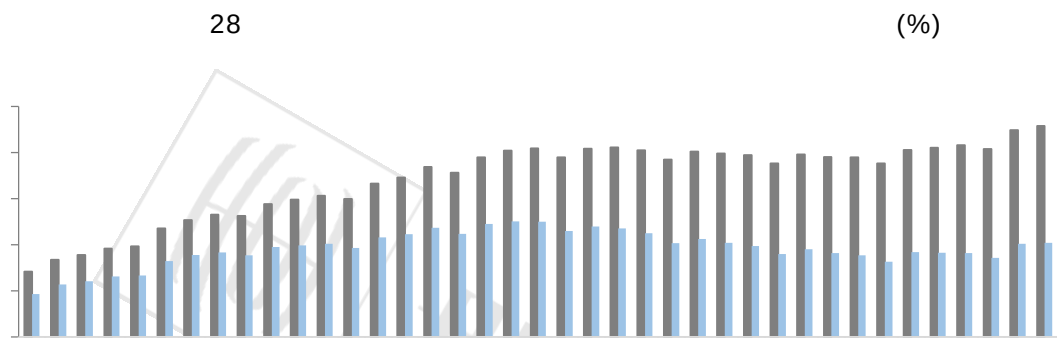
州、宁波等城市甚至因过热导致调控升级。

西南片区虽然房地产投资开发额均实现正增长，但除云南之外，新开工面积却呈现负增长。主要是因为过去两年西南片区是房企进军重点，土地成交暴涨、新开工面积增长速度为全国最高，这也导致了区域库存高企，新开工面积的负增长对于短期去库存也将有所缓解；投资开发正增长、新开工面积负增长较多的区域均呈现这些特征，如山东、河南等；

津京冀中，北京与河北复苏较好，但天津表现较差，其上半年 GDP-3.9%位列倒数第二，仅次于武汉；

东三省中整体表现较差，吉林主要受前两年开工高增速带动；湖北、海南经济亦是受疫情影响最显著的区域。

## 1、住宅库存再上台阶，商办库存持续恶化



数据来源:国家统计局,WIND,世联研究

29 (2014-2019Q4)

数据来源:CBRE,WIND,世联研究

S

截止二季度末，全国商品房待售面积 5.17 亿 m<sup>2</sup>、同比增长 1.8%，商品住宅 2.38 亿 m<sup>2</sup>、同比增长 7.1%，较 2019 年末的量略有增长；

待售面积只能反映已竣工的未售面积，而在以预售为主的市场中无法反映真实库存。故此我们根据可查数据，用 1999-2019 年 6 月的新屋开工面积累计值扣减 2000 年至今累计销售面积得出“商品住宅可售面积”作为更能反映实际情况的广义库存(视近 9 个月新开工面积未达到可预售状态，参考往年数据商品房扣减 6%不可售)：

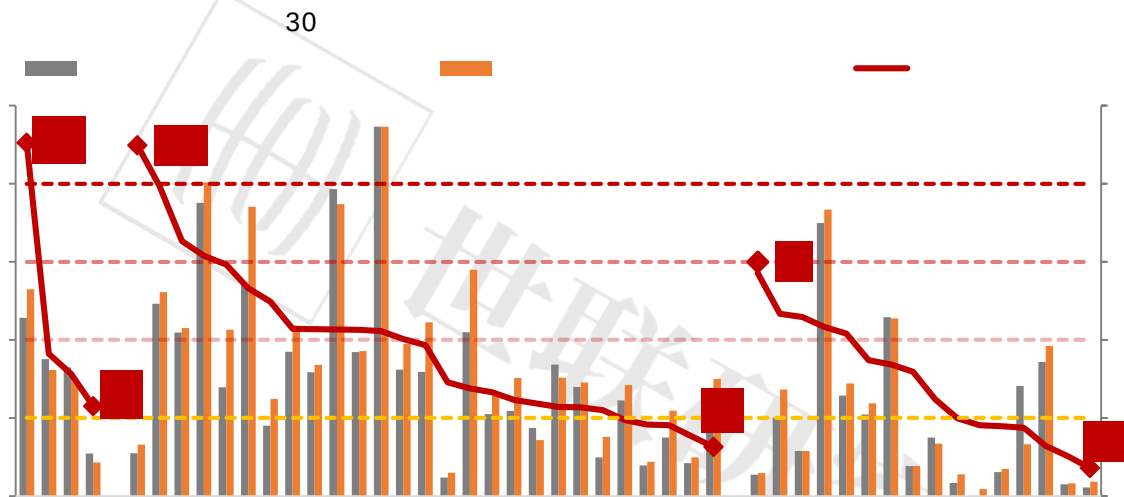
截止二季度末，全国商品房可售面积 45.81 亿 m<sup>2</sup>、20.4 亿 m<sup>2</sup>，环比 2019 年末分别增加了 5.0 亿 m<sup>2</sup>、3.25 亿 m<sup>2</sup>，去化周期为 33.3 个月、16.9 个月；

受疫情冲击，上半年销售整体下降，供应方面虽然亦受停工导致供应收缩，但整体来看库存仍呈上升趋势，尤以商办类库存受影响最大；

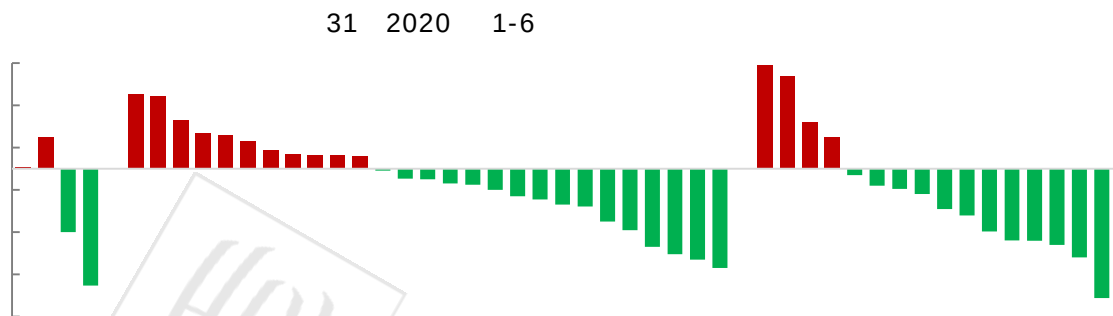
商办主要是投资需求，受空置率和经济预期影响较大，上半年疫情对商业冲击严重，中小企业更甚，仅从写字楼空置率来看，空置率持续走高，伴随旧改培力棚改，逆全球化及中美对抗升级，库存将继续

## 2、停工导致主要城市库存下降，下半年推盘将加速

从世联重点跟踪的城市看，疫情期间停工导致总体库存减少，按照 2019 年销售速度计算，一线、二线、三线的去化周期分别为 12.6、10.7、9.7 个月，较 2019 年末分别下降了 1.6、0.3、1.0 个月，总体库存仍处于健康，但预计下半年将加速推盘；



数据来源:国家统计局,WIND,世联研究



注：标\*城市为主城区数据，数据为商品住宅-剔除保障房数据(惠州为商品房数据)；

避免因疫情封城导致的去化周期失真，故用2019年平均销售速度计算，即去化周期=可售面积/2019年销售面积\*12

数据来源:世联研究,各地区世联城市分公司研究部

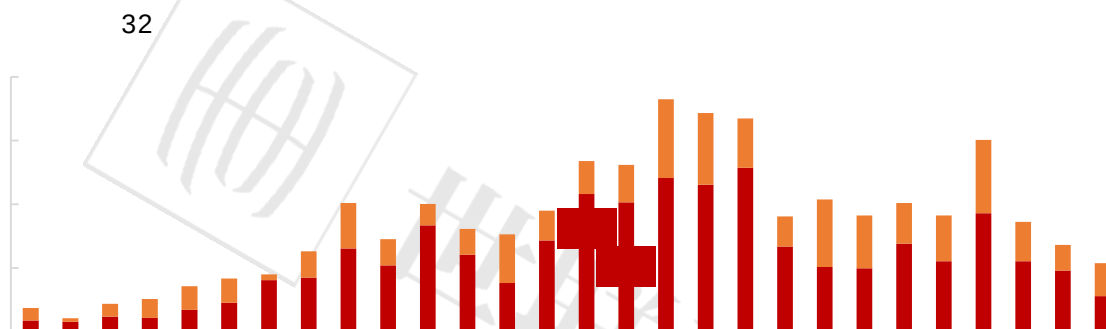
一线城市中，北京去化周期 22.1 个月，仍然因限竞房存量及新入市量较大，且多数地段不佳，去化缓慢；沪广库存保持相对健康，深圳供需矛盾更是突出。

二线城市中，去化周期在18个月以上的城市中，厦门、天津、天津持续在列霸榜；大连则是去年住宅用地招拍挂的成交规划建面同比暴增近两倍，上半年住宅供应同比+23%，预计之后供应将继续随着土地供应量的增加而有所提升，整体供需平衡以稳为主。广州成交面积环比增长，佛山、惠州、长春等地；去化周期低于6个月的南京、无锡、深圳、武汉、杭州、重庆前三者属于去化速度最快的城市，南宁则销售尚可、但近三年供地收缩，重庆则是主城区目前地块出让减少。

三线城市中，**浙江嘉兴**和**广东东莞**的出生人口占比出现环比增长。从城市级别来看，一线城市新生儿健康，仅舟山为17个月。

### 1、下半年还债规模再上台阶，房企资金链进一步趋紧

此前,房企资金链紧张已有所显现。去年下半年,房企销售回款占比仅55%,房企资金链进一步趋紧,出售股权、项目现象将更盛。



数据来源: WIND, 世联研究。

33

数据来源: WIND, 世联研究

34 2020 H2

|        |      |        |        |        |      |        |        |
|--------|------|--------|--------|--------|------|--------|--------|
|        | ( )  |        |        |        | ( )  |        |        |
| 2020H2 | 5295 | 54.80% | 46.40% | 2020H2 | 2983 | 33.90% | 47.20% |

数据来源:世联研究,各地区世联城市分公司研究部

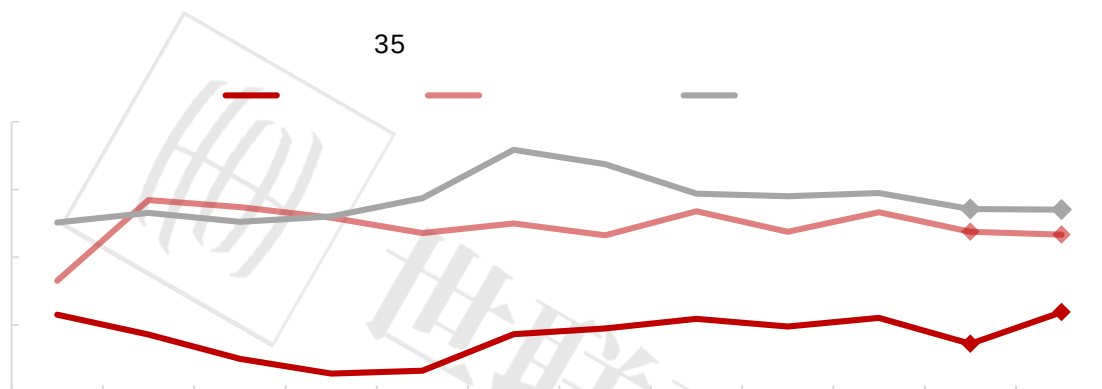
截止 2020 年 6 月 30 日，全行业(境内房企，含地方城投公司，不含永续债)未到期债券规模超过 5.13 万亿，其中民营房企为 2.25 万亿。

经我们测算，全行业债券融资每年还须支付的利息近 3600 亿，其中民企支付的部分约 1700 亿，占比近一半。

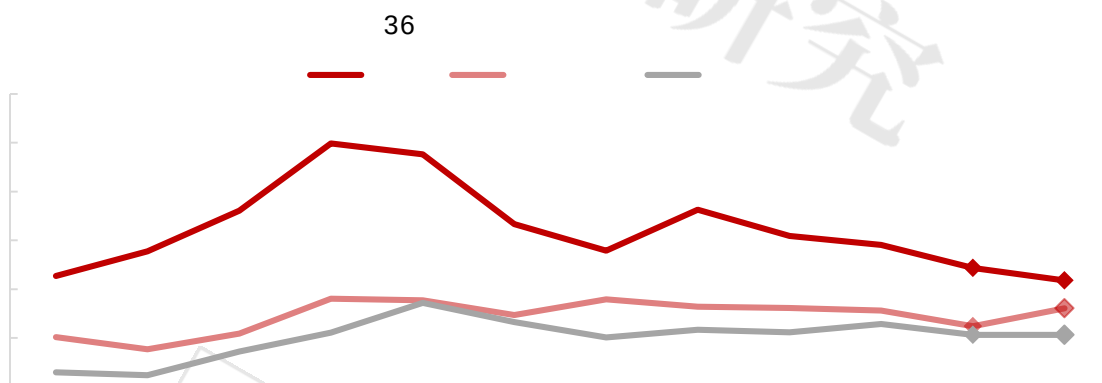
此外，信托融资余额近 2.6 万亿，亦须偿付利息近 2100 亿元，预计占下半年销售额比重超过 10%，偿债压力巨大。

## 2、央企逆势加杠杆，地方国企与民企保持平稳

筛选 A 股+港股内地房地产开发业务占营收比重超过 70% 的房企共计 137 家，根据其财报数据(港股无一、三季度报告)，一季度 A 股内房企中，央企净负债率继续上升，地方国企与民营房企则保持平稳；现金短债比表现类似，央企下降，地方国企改善，民企平稳：



数据来源: 上市公司财报,WIND,世联研究



数据来源: 上市公司财报,WIND,世联研究

总体来看，疫情叠加流动性宽松，一季度整体债务情况转好，央企在此形式下逆势加杠杆，地方国企相对谨慎，民企则拿地收缩，债务情况从历史数据上看未恶化。

但从二季度来看，销售复苏超预期表现使得民营房企一改一季度收缩态势，大举加仓，其债务情况或将再度恶化；

疫情对全球经济以及国际贸易链的撕裂下，逆全球化趋势难挡，大国博弈升级将逐步反映到企业层面，全年楼市销售下降仍难以避免，对于房企来说，加快去化与回款、谨慎拿地仍是核心。

此外，虽然宽松的窗口期已过，但宽松环境犹在，因此，发行长债置换短债，低利率债置换高利率债，以降低短期偿债压力和应对未来几年不确定的动荡期为佳。此外，海外债方面，也应提防中美对抗升级之下的汇率风险。

## 1、呈蒙头部房企二季度积极补仓，轻量重质提升拿地标准

在疫情冲击全球经济的全球宽松背景下，国内“房住不炒”仍然保持政策定力，对于房企融资的监管政策并未见明显松动。而在一季度商品房销售大降以及对未来的悲观预期下，民营房企一季度拿地收缩明显，央企凭借融资优势却继续大手笔拿地——拿地金额 TOP10 房企中国央企占据 8 席，且除了绿地外拿地金额均大幅增长，多家百强民营房企一季度零拿地。

二季度，楼市复苏力度的超预期使得民营房企信心修复，一改收缩态势，积极补仓，在 100 强民营房企中，除龙湖外，二季度拿地金额占上半年比重均超过 70%。

从头部房企的拿地策略来看，轻量重质提升拿地标准基本成为共识，具体体现为 TOP20 民营房企拿地楼面均价较一季度同比增长 25%。

37 2020 1-6 TOP20

| 1-6月 |           |             |              |          |       |      |      |      |       | 二季度  |
|------|-----------|-------------|--------------|----------|-------|------|------|------|-------|------|
| 排名   | 拿地金额 (亿元) | 拿地面积 (万平方米) | 楼面均价 (元/平方米) | 拿地数量 (宗) | 拿地城市数 | 拿地城市 | 拿地城市 | 拿地城市 | 拿地城市  | 拿地城市 |
| 1    | 933       | 398%        | 845          | 249%     | 9475  | -32% | 57%  | 54%  | 2     | 绿城中国 |
| 2    | 67%       | 3           | 龙湖集团         | 910      | 25%   | 640  | -7%  | 7429 | -21%  | 70%  |
| 3    | 38%       | 4           | 华发股份         | 538      | -44%  | 605  | -1%  | 9944 | 81%   | 65%  |
| 4    | 94%       | 80%         | 6            | 中海地产     | 426   | 37%  | 555  | 27%  | 12692 | -10% |
| 5    | 92%       | 82%         | 7            | 碧桂园      | 1661  | -53% | 537  | -52% | 3284  | -1%  |
| 6    | 65%       | 76%         | 8            | 万科       | 89%   | -39% | 522  | -38% | 5980  | -3%  |
| 7    | 68%       | 70%         | 10           | 阳光城集团    | 731   | -15% | 513  | 16%  | 6483  | -1%  |
| 8    | 68%       | 68%         | 11           | 招商蛇口     | 530   | -59% | 507  | 40%  | 5434  | -1%  |
| 9    | 69%       | 72%         | 12           | 融创中国     | 878   | -61% | 501  | -46% | 7352  | -1%  |
| 10   | 83%       | 90%         | 13           | 金地集团     | 513   | -15% | 489  | 8%   | 10199 | -1%  |
| 11   | 74%       | 94%         | 14           | 滨江集团     | 292   | 81%  | 480  | 94%  | 18242 | -1%  |
| 12   | 81%       | 84%         | 15           | 绿地控股     | 1489  | -29% | 465  | -24% | 3033  | -1%  |
| 13   | 42%       | -33%        | 16           | 中南置地     | 828   | 52%  | 579  | 20%  | 131   | -1%  |
| 14   | 21%       | 75%         | 17           | 首开股份     | 144   | 63%  | 363  | 131  | 131   | -1%  |
| 15   | 41%       | 322         | 6%           | 5243     | 958   | 77%  | 81%  | 19   | 蓝光发展  | -1%  |
| 16   | 3%        | 319         | 46%          | 120%     | 74%   | 100% | 70%  | 20   | 龙光集团  | -1%  |
| 17   | 52%       | -16%        | 10551        | 5%       | 6252  | 25%  | 73%  | 16   | 合创    | -1%  |

数据来源:世联研究

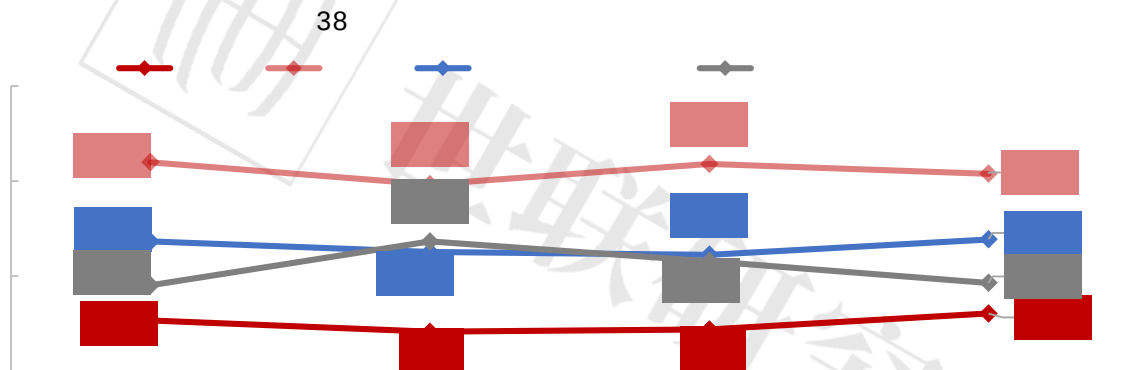
总体而言，在旧改加速推进、外部环境面临多重不确定、双轮驱动与城市联动发展经济转型升级背景下，对于非核心城市群三四线城市拿地则应有更高的标准和更全面的考量。此外，在城市拿地研判上，须提防出口业务占比或产业链相关占比较大的三四线城市，大国博弈与对抗升级下，逆全球化和外需的冲击将使这些城市的基本面遭受更大的不确定性。



## 2、加仓一二线及强三线，减仓非核心城市群三四线

1-6月，一二线与三四线的住宅用地招拍挂成交金额占比分别为 53.7%、46.3%，加仓一二线，减仓三四线的迹象明显。

随着去年旧改接力棚改，房企对三四线地产的布局明显降低，叠加地产行业整体处于下行周期，一定的背景下，非核心城市群的三四线城市经济韧性相对差，房企由于资金链趋紧，在拿地资金的分配上，进一步向一二线及强三线倾斜。



数据来源: CREIS, 世联研究

25

| 排名  | 城市 | 楼面价 (元/m²) | 同比 (%) | 土地出让金 (万元) | 同比 (%) | 排名   | 城市 | 楼面价 (元/m²) | 同比 (%) | 土地出让金 (万元) | 同比 (%) |
|-----|----|------------|--------|------------|--------|------|----|------------|--------|------------|--------|
| 649 | 上海 | 2644       | 26%    | 8251       | 21%    | 1352 | 成都 | 97%        | 12%    | 2048       | 9%     |
| 600 | 北京 | 31361      | 48%    | 31361      | 75%    | 1144 | 佛山 | 22%        | 13%    | 5061       | 22%    |
| 14  | 南京 | 2397       | 124%   | 591        | 150%   | 4    | 广州 | 5920       | 71%    | 1052       | 80%    |
| 107 | 杭州 | 294        | 24%    | 112        | 11%    | 98   | 深圳 | 475        | 1%     | 2          | 51%    |
| 8   | 福州 | 4732       | 43%    | 781        | 34%    | 18   | 天津 | 1869       | 15%    | 157        | 45%    |
| 9   | 温州 | 4692       | 5%     | 768        | 33%    | 19   | 青岛 | 1819       | 17%    | 153        | 2%     |
| 10  | 武汉 | 4979       | 30%    | 688        | -27%   | 20   | 西安 | 2274       | 31%    | 444        | 27%    |

数据来源: CREIS, 世联研究

随着 2019 年一系列促进都市圈和城市群发展的文件出台，城市群与都市圈的发展建设被摆在更突出的位置，今年在土地成交金额 TOP20 城市有 13 个位于三大核心城市群，且楼面价多数涨幅较大。

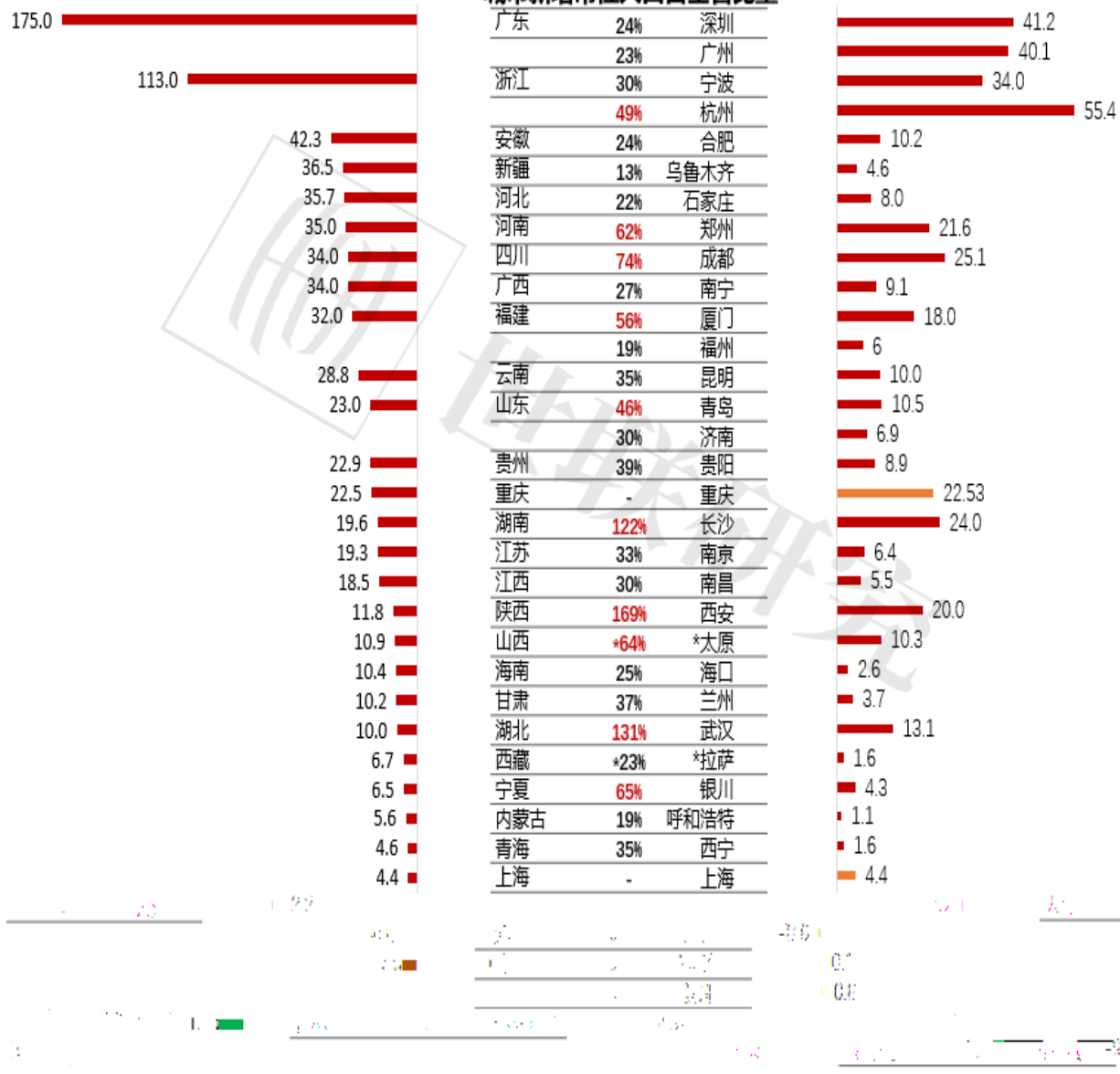
今年 4 月出台的《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》再度强调加快发展重点城市群并大力推进都市圈同城化建设，提升城市综合承载能力，并继续推动农业人口向城市转移，加大“人地钱挂钩”配套政策的激励力度。

今年 3 月中将用地审批权下放至省级政府，这将使农、建用地指标的调剂与跨区域项目的审批更灵活有效。后续财政端的发力也将加速区域核心城市的基建配套，以响应中央提及的“发挥中心城市和城市群综合带动作用”“加强中心城市承载力”。

因此，房企围绕一二线及核心城市群三线城市为主拿地，既是必要，也是定局。



### 城市新增常住人口占全省比重

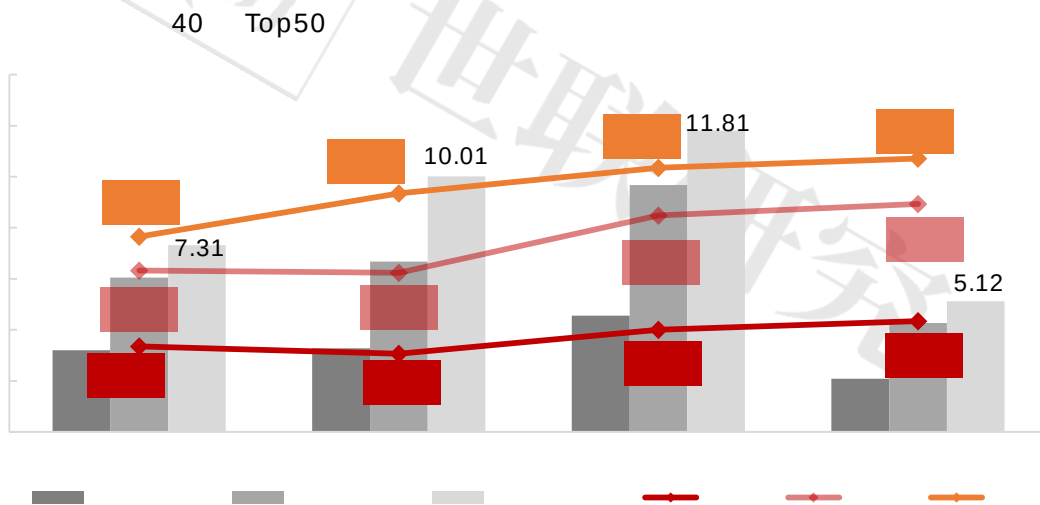


数据来源: WIND, 世联研究

## 1、马太效应加剧，行业集中度提升，白马个股投资价值凸显

一季度，Top100 房企实现销售额 1.68 万亿，同比大幅下降 20.4%，二季度受益于前期收抑制的需求释放和空前宽松，楼市复苏力度强劲增长 9.5%，使得上半年整体增速为-2.5%，高于大市。

疫情导致的停工停售使得中小房企现金流恶化，行业整合加剧，头部房企集中度再度提升，全由TOP20 房企提升带动，TOP21-100 房企集中度略有下滑；预计此趋势将不变，百强房企集中度将向倒金字塔演变。



数据来源: WIND, 世联研究。

| 41       |       |        | (%)      |        |
|----------|-------|--------|----------|--------|
| 梯队       | 2017  | 2018   | 2019     | 2020Q1 |
| TOP3     | 49.4% | 20.9%  | 7.5%     | 3.19%  |
| 30.6%    | 17.9% | -9.80% | TOP4-10  | 42.2%  |
| TOP11-20 | 56.2% | 42.7%  | 25.4%    | 6.84%  |
| 51.9%    | 11.3% | -3.80% | TOP21-30 | 57.9%  |
| TOP31-50 | 42.3% | 54.1%  | 23.7%    | -6.34% |
| TOP100合计 | 41.3% | 36.8%  | 18.0%    | -2.52% |

数据来源: WIND, 世联研究

TOP3 降幅较小主要是恒大以“全国 75 折”为促销口号，以及“恒序通”发声奏响，博取房企市场关注度，一季度抢收告捷，二季度继续维持大力度促销，带动其上半年销售额同比增长 23%。

TOP11-20 主要受金矿、金地与绿城三家国资房企以及世茂带动。前两者在土储上举高地，世茂则在近两年大举并购，土储项目大幅增长。

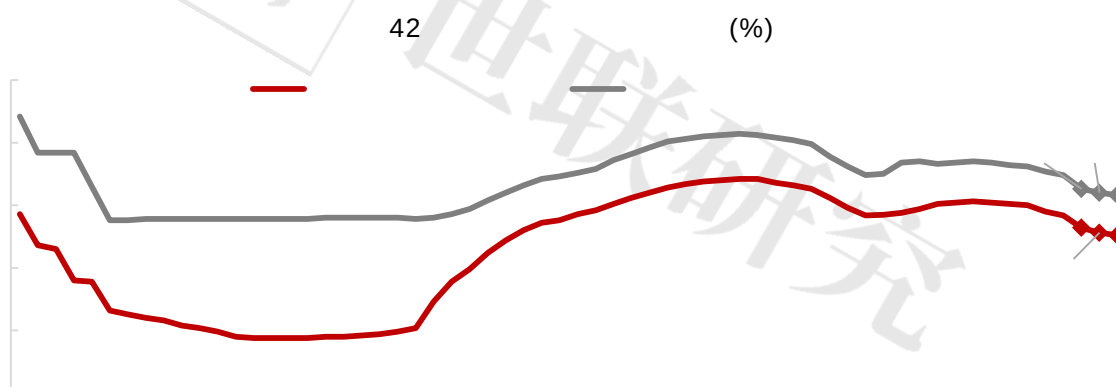
确定的背景下，行业整合将加速，集中度继续集中，并呈现强者愈强。

## 2、房贷利率虽持续下行，市场情绪高点已过

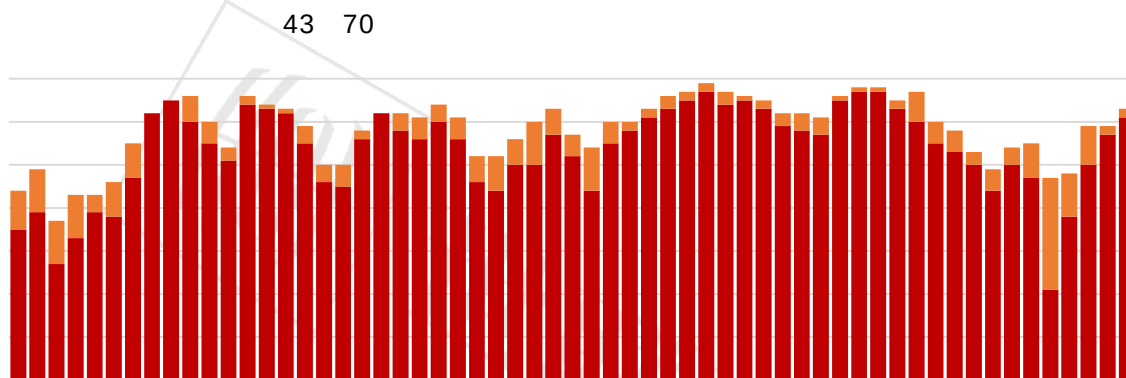
由前年货币政策宽松影响，央行年初宽松政策，并在2月和4月分别下调了5年期LPR利率5个基点和10个基点以引导利率下行，房贷利率也随之下行。

上半年，全国首套和二套住房贷款平均利率均累计下降了26个基点；在全球宽松和利率中枢下行的环境下，5年期LPR仍有较大下降空间，也将引导房贷利率继续下行。

虽然疫情经济的悲观预期加重，但在全球大宽松环境下，资产荒加剧。在这种情况下，民众在此时购买房产，一方面是为了避险，另一方面也是为了投资。在这种背景下，一些热点城市率先火爆，价格快速上涨带动市场情绪向好。



数据来源：融360, WIND, 世联研究



数据来源：国家统计局, WIND, 世联研究

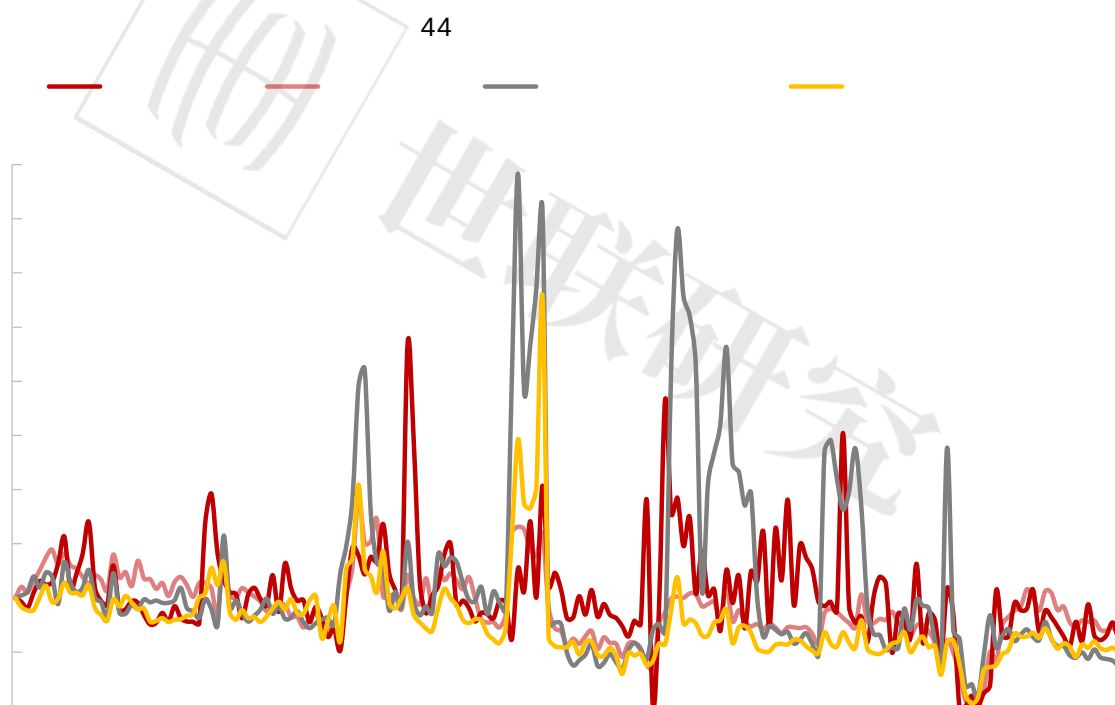
从70个大中城市新建住宅的价格环比来看，上半年环比上涨城市快速增加，市场情绪恢复较好。但不能忽略的是，这主要是由信贷宽松+疫情抑制的需求集中释放+大宽松下的保值需求+短期热点城市房价快速上涨导致的追涨情绪等这是多重因素推动而成。

目前调控政策仍在加码，近期央行已对各银行下发摸底线上消费贷流入楼市的通知，一切都在预示着市场降温，市场情绪高点已过。

### 3、上门指数缓慢回落，市场热度逐渐下降

世联客户上门指数是根据世联行所有代理的在售楼盘盘均客户上门量指数化处理的结果，预示着 1-2 个月之后的市场热度和成交量；

根据世联行全国代理项目案场的客户上门情况，一线、二线、三线城市周均客户上门指数自 5 月开始已开始缓慢回落，这预示这 7~8 月的热度将回落；



数据来源:世联研究

此外，海外疫情已失控，拐点远未到来，其对全球产业链供给与需求端的双重冲击仍在继续且并未充分反应，需遭受的双重冲击并未完全反应；

随着海外疫情加剧以及经济复苏遭遇的更大冲击，海外民族主义、品牌主义和保护主义抬头，尤其在美国大选前，中美对抗升级的趋势向“新冷战”演变，地缘政治与大国博弈将给下半年经济增添不确定性，或将对国内经济尤其出口业带来较大影响；

从 7 月中央提出的以“国内大循环为主体”和央行通知各银行摸底线上消费贷流入楼市来看，一方面坚定地立对正经济的压舱石作用无可替代。另一方面：“房住不炒”与“三稳”仍是主旋律，意味着政策方向仍是促刚需、抑投机，虽然因城施策之下，热点城市调控难改总体边际放宽的大局，但市场热度回落已难避免；

因此，房企对于拿地和推盘节奏上将悲观假设定得更远，行稳致远才是上策。

# 总结

## 1、逆全球化影响深远，提高拿地标准、加速去化与回款仍是核心。

新冠疫情在海外扩散，其他发展中国家医疗资源紧缺和检测试剂仍是常态，拐点远未到来。受冲击的经济与飙升的失业率使得民族主义、民粹主义、贸易保护主义抬头，进一步撕裂全球化，对经济的冲击仍未完全显现，疫情拐点未到，现金为王是上策。

## 2、房地产信托融资监管再度收紧，楼市需求遇冷之下融资能力分化加剧，行业整合将扩展到TOP100房企。

虽然疫情下宽松的货币政策环境使得流动性宽松以及融资成本下行明显，但“不将房地产作为短期刺激经济的手段”仍保持定力，房地产融资未见明显放松。5月房地产信托融资新规再度收紧，政策落地后将更趋严格，房企融资能力分化加剧，行业整合将扩展到TOP100房企。

## 3、“五限”调控政策松动将趋于精细化和曲线化。

虽然从去年下半年以来，“五限”城市的调控政策出现频繁松动，未明确放松的城市亦伴随着实际执行力度的下降；但大多是以降低人才落户认定门槛以及可观的人才购房补贴，“一区一策”成为灵活手段，但从最近广州、济南、柳州、荆州等涉及限购、降首付等大力度“五限”松绑政策隔日来看，“房住不炒”与“三稳”仍是主基调，“降首付比例”仍是政策禁区。此外，7月央行新规要求各银行提高线上消费贷流入楼市情况，预计将对楼市需求端造成一定影响，三四线城市受影响或更明显。

## 4、下半年房企资金链进一步紧绷将促使推盘节奏加快，促销战依旧激烈，盘均去化将走低。

自去年房企融资全渠道收紧后，目前来看仍未有明显松动，需求遇冷的市场叠加刚性的待偿债务，将使得房企现金流进一步紧绷，预计行业将加快推盘节奏辅之促销战，以加速去化和回款。

## 5、在旧改接力棚改之后，非都市圈三四线城市后续支撑力锐减，围绕一二线及都市圈三线拿地成为共识，非都市圈三四线须提高拿地标准。

非都市圈三四线在疫情冲击下经济韧性较差，而财政端发力将更多地倾向于中心城市与发展优势区域，人口将继续向核心城市流入。

## 6、不同城市房企销售表现分化，一二线销售占比提升，三四线销售占比下降

其中住宅需求支撑更强，降幅更小，且以一二线销售比重将提升，而商办物业则去化堪忧，将面临量价齐跌的局面。

# 数据说明

## 1.世联城市等级划分:

- a) 一线城市:北京、上海、广州、深圳;
- b) 二线城市: 天津、重庆、济南、石家庄、长春、哈尔滨、沈阳、呼和浩特、乌鲁木齐、兰州、银川、太原、西安、郑州、合肥、南京、杭州、福州、南昌、海口、南宁、贵阳、长沙、武汉、成都、昆明、拉萨、西宁、大连、青岛、宁波、厦门、苏州;(非一线的省会城市、直辖市、计划单列市、苏州)
- a) 核心城市群:京津冀(北京、天津、河北)、长三角(上海、安徽、浙江、江苏)、珠三角(泛指广东)
- b) 核心城市群三线城市: 剔除城市群内一、二线后的城市;
- c) 非三大城市群三线城市: 一线、二线、三大核心城市群三线之外的所有城市。

## 2.城市销售数据说明:

跟踪的 48 个城市销售数据因数据口径差别, 存在与统计局公布数据不一致现象, 数据来源较多元, 所采纳数据为地方分公司人员更认可及更符合城市实际情况的数据。

## 3.世联客户上门指数:

根据世联行代理案场盘均上门客户数量指数化结果,反映市场即时热度情况。

各城市分公司研究部同事给出的三线市场反馈及数据资料支持上,让我们得以更真实地了解市场。感谢

