



地产投资不至寒冬

预计明年房地产投资增速将下行至 5%~7% 的区间附近，从其绝对水平来看，对比历史，明年或许还不能算真正的寒冬。

文 | 伍戈

在贸易战的背景下，房地产投资能否保持韧性是影响内需乃至整个宏观经济稳定的重要因素。今年以来，尽管房地产投资中的建筑安装工程投资持续走低，但土地购置费暴涨对房地产投资形成了有力支撑。建安投资和土地购置费的走势为何截然相反？房地产投资韧性还能维持多久？这些都关乎宏观经济大势。

调控政策带来房企投资异化

从政策层面来看，在过去几轮房地产调控过程中，每当房价过快上涨时，政府通常采用

限贷限购等一系列强有力的手段抑制需求快速扩张，其结果是销售下滑的同时伴随着库存回升。

但与过去显著不同的是，本轮调控中政府在限购限贷从严调控的同时，还叠加了棚改货币化安置等去库存的刺激措施。在该政策的综合作用下，购房需求受到抑制从而商品房销售如期回落，但去库存政策刺激却使需求仍相对大于供给，最终造成了销售下滑而库存去化的“异常”现象。

在上述政策异化的作用下，房企投资行为

也呈现出明显异化。

一方面，在“史上最严”调控政策下，全国整体的商品房销售自高点回落已两年有余。由于销售回款在房企开发资金来源中几乎占据半壁江山，因此销售下滑导致房企资金压力与日俱增。在此情况下，房企不得不放缓施工进度，建安投资因此不断承压。

另一方面，与过去显著不同的是，虽然购房需求受到调控抑制而销售持续走低，但本轮周期还叠加了棚改货币化安置等去库存政策，其刺激作用致使房地产库存持续走低。库存去化的客观结果使得房企对未来并不悲观，反而加大了土地购置力度。

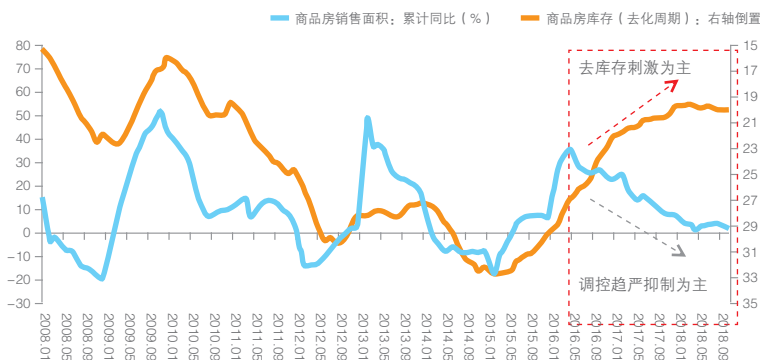
过去在房地产调控趋严的前提下，商品房销售下滑且库存累积，房企往往会对未来比较悲观，因此他们过去的策略是同时减少建安投资和土地购置。但本轮调控政策的异化，销售下滑但库存去化，导致房企短期悲观但中期未必，因此他们在减少建安投资的同时却加大土地购置和囤积力度。总的来看，建安投资放缓与土地购置攀升相互抵消使得过去一年多地产投资韧性十足，还没有真正步入下行周期。

投资增速或将下行

尽管目前限贷限购等调控手段并无明显放松迹象，但考虑到年初以来银行间市场利率持续下行，近期贷款加权平均利率也已边际向下，可以预见，房贷相关利率也将筑顶下行。根据房贷利率领先商品房销售的历史规律，预计明年年中前后销售有望触底反弹，并带动建安投资企稳或小幅回升。

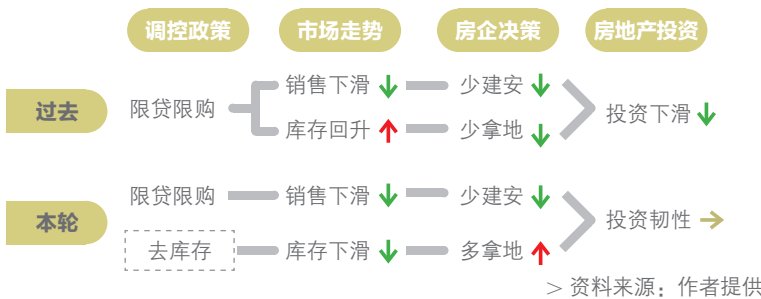
与此同时，随着棚改货币化安置力度减弱，商品库存已呈现回升态势。我们估计 2018 年货币化安置套数为 260 万套，2019 年货币化安置套数可能降至 140 万套，未来商品库存将持续增加。根据商品库存领先土地购置面积的

销售趋缓，但库存下滑



注：1. 此处，商品库存计算方法为（新开工面积 - 销售面积）/ 销售面积；2. 我们使用去化周期作为库存水平的测度指标，它指现有库存去化所需的时间，一般去化周期较短的时候，库存水平也相对较低。

调控政策异化下房企投资策略的改变



历史规律，预计明年土地购置费增速将随土地购置面积增速呈现下行趋势。

展望未来，预计明年房地产投资增速将下行至 5%~7% 的区间附近。其中，建安投资将缓中趋稳，而土地购置力度将高位回落。从房地产投资增速的绝对水平来看，对比历史，明年或许还不能算真正的寒冬。当然，还要考虑未来调控政策过紧或过松对房地产投资的潜在非线性影响。□

（作者系长江证券首席经济学家）