

地产春天还未到来

——宏观政策研究系列（二）

地产投资展望：

房地产开发投资自 1999 年 12 月见底以来已经经历了四次完整的上涨下跌周期，目前正处于 2015 年 12 月开始的新一轮周期。短周期来看，年内地产投资会出现下滑，但下降幅度不大；从较长的时间周期来看，地产投资将不可避免的进入下行期——

这一轮地产投资的上行可以区分为 16 年的建安工程拉动和 17 年的土地购置拉动，但是在地产严调控的背景之下，购房需求得到抑制，建安工程难现高增长。在销售回落、信贷收缩的背景下，继续拉升土地购置费用的动力也将逐步衰减。过去几轮地产投资周期表现出：1) 投资增速高点逐步走低；2) 下行期和整个周期的时间逐步拉长。过去三轮周期的时间跨度都在三年到四年之间，伴随着周期的拉长，投资增速由下降转为上涨的拐点可能最早 2020 年出现。

房价变动展望：

研究显示，房价的变化取决于房屋供需的变化，其中：1) 需求的变化取决于人口、货币供应量和政府政策的变化，2) 供应的变化取决于政府对于地产政策的变化——

人口：未来 80 年代末 90 年代初的人群将下一次购房需求的主力军。而这一波购房需求可能在 2020 年左右出现一次释放。

货币：房价的变动和货币供应的快慢正相关，未来三年防控金融风险的同时我们或看到 M2 在寻底过程中出现低位震荡的走势，在这之后货币增速或有上行。

政策：需求端政策暂时不会出现放松，不过房产税预计最快 2022 年实施，房产税的实施会否像以往的抑制政策一样伴随着房价的高位见顶值得关注。

综合来看，当下房价并不具备上行的基础，下一次房价明显上行出现在 2021 年附近的概率更大一些。

市场影响预判：

地产投资的下降将通过投资和地产消费的下滑对经济产生负面影响。目前来看在棚改等政策支持下，地产投资需求的下滑速度会放缓，但如果需求出现超预期的大幅下滑，其对金融体系流动性的影响就会冲击各类别的资产，其中商品方面虽然未来地产投资的下行会降低对部分商品的需求，但是商品价格未来具体的涨跌还应观察供给端的具体变化。

华泰期货研究所 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人：

蔡超

宏观研究员

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

相关研究：

工业企业利润下滑，春节前流动性无忧

2018-01-01

冷热不均，宽松仅在结构

2017-12-25

前言

2016年在政府推动下开启了新一轮的供给侧改革，以“三去一降一补”为主要政策抓手。“三去”主要为去产能、去库存和去杠杆，其中去库存主要体现在化解房地产库存上面：

按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场。落实户籍制度改革方案，允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，使他们形成在就业地买房或长期租房的预期和需求。明确深化住房制度改革方向，以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略，适当降低商品住房价格，促进房地产业兼并重组，提高产业集中度。取消过时的限制性措施。¹

在《[1998年供给侧改革的回顾](#)》中，我们对于上一轮供给侧改革去产能的实施情况和效果进行了回顾，主要结论是：

时间：上一轮供给侧改革致力于用三年左右的时间，通过改革、改组、改造和加强管理，使大多数国有大中型亏损企业摆脱困境。

方式：以行政化的手段来推动去产能的实施。煤炭业方面主要通过关停煤矿、实施债转股来推动去产能。

效果：无论是从整个国有企业的角度还是行业的角度来看，既定的改革目标得以完成，改革效果显著。伴随着其后的入市和房改，新一轮需求周期逐渐开启。

本篇为宏观政策研究系列第二篇，试图从宏观层面对国内地产行业进行梳理，以判断目前供给侧改革的进程和未来的影响。

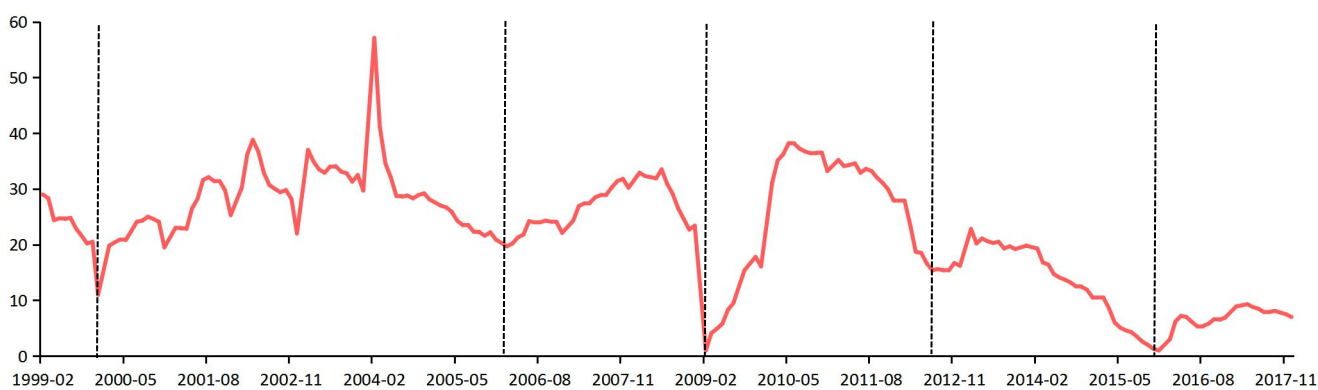
¹ 新华网：《中央政治局：加快提高户籍人口城镇化率》

地产投资展望

· 四轮地产投资周期回顾

房地产开发投资自 1999 年 12 月见底以来已经经历了四次完整的上涨下跌周期,分别是 1999 年 12 月至 2006 年 4 月, 2006 年 4 月至 2009 年 2 月, 2009 年 2 月至 2012 年 10 月, 2012 年 10 月至 2015 年 12 月。

图 1: 地产投资周期



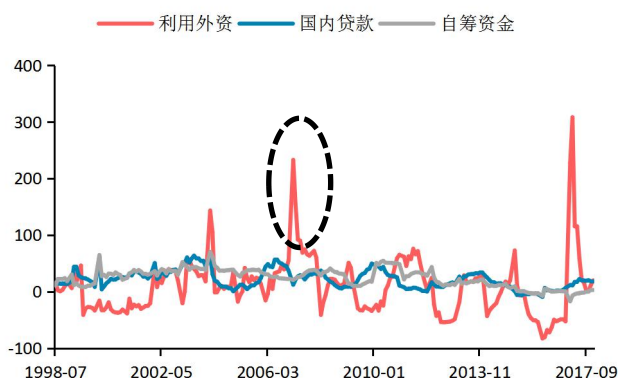
数据来源: Wind 华泰期货研究院

1998 年国务院下发了《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，中国自此迈入商品房时代，新中国成立后的第一波婴儿潮出现在 1962-1972 年，随着商品房市场的开放，释放了第一波婴儿潮人群的购房刚需，中国房地产市场也开启了第一个房地产大周期，地产投资增速自 2000 年起一直上行至 2004 年初。

2006 年地产投资的上行很大程度上与外资的流入有关。2006 年中国房地产市场的交易额达到了 90 亿美元，增幅也达到了 69%。其中，来自于新加坡和其他全球基金的投资比例便高达 60%，为 54 亿美元，同比增幅约 55%。相比之下，整个亚太地区的跨境投资额占到整体地区总投资的 32%。

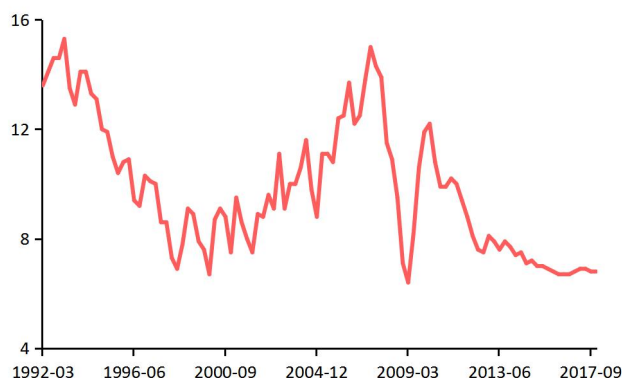
2009 年的投资上行与四万亿的强刺激密切相关，而到了 2012 年十八报告中提出推进城镇化发展的战略，并且 2012 年央行不止一次进行降息，都促使地产投资见底反弹，但需求端的疲弱加之地产调控的持续，这一波反弹时间较短，反弹力度也偏弱。2015 年 12 月地产投资开始新一轮的上行，目前这一新一轮的周期尚未结束。

图 2: 房地产开发投资资金来源累计同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: GDP 同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 本轮地产投资周期情况

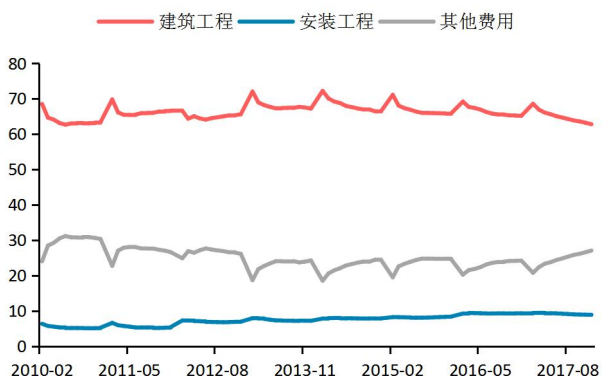
就 2015 年 12 月开始的这一新一轮周期来看, 自 2017 年 6 月起, 地产投资开始出现下行, 不过 2017 年全年房地产开发投资还是表现出了超过市场预期的强劲, 这主要是由于土地购置费的激增所致。

静态来看: 拆分房地产开发投资, 可以分为建筑工程、安装工程、设备工器具购置和其他费用四大类。在这四个大类中, **建筑工程和其他费用占比最大**, 安装工程占比虽有所提升但仍未到 10%, 至于设备工器具购置, 其占比不足 2% 几乎可以忽略不计。

动态来看: 2017 年 2 月以来, 其他费用在整个地产投资中的占比逐步上升, 而占比最大的建筑工程在地产投资中的占比则逐步下降。在构成其他费用²的各项费用中, 土地购置费占比最大, 2017 年 3 月以来, 土地购置费在其他费用中的占比不断上升, 占比已经接近 80%。2017 年全年土地购置费累计达到 23169.47 亿元, 累计同比增速达到 23.4%, 可以说**土地购置费的大量提升是支撑地产投资在 2017 年能够到达 7% 增速的最主要的原因。**

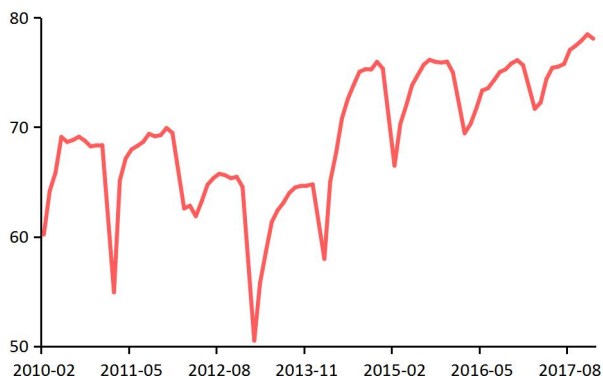
²根据统计的口径, “其他费用”是指在固定资产建造和购置过程中发生的, 除建筑安装工程和设备、工器具购置投资完成额以外的费用, 包括土地出让金、大市政费、不可预见费、旧房屋购置等。

图 4: 房地产开发投资各分项贡献度 (%)



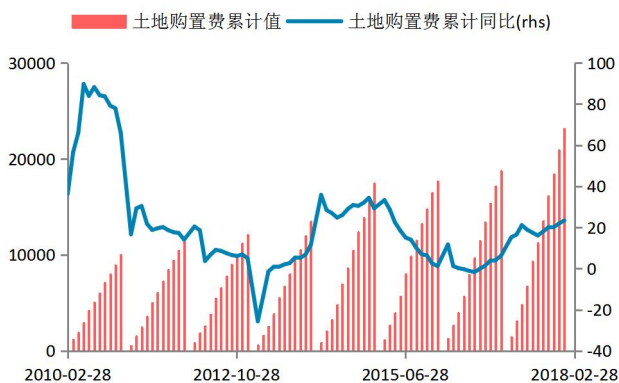
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 土地购置费在其他费用中占比快速上升 (%)



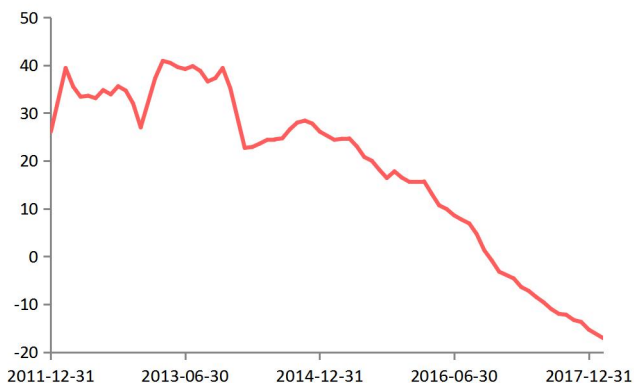
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 土地购置费累计值和累计同比



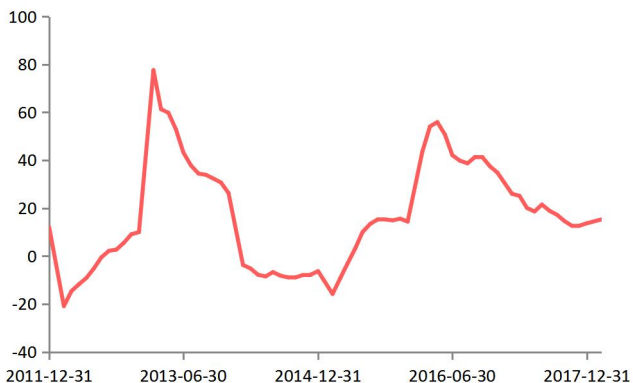
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 商品房待售面积累计同比 (%)



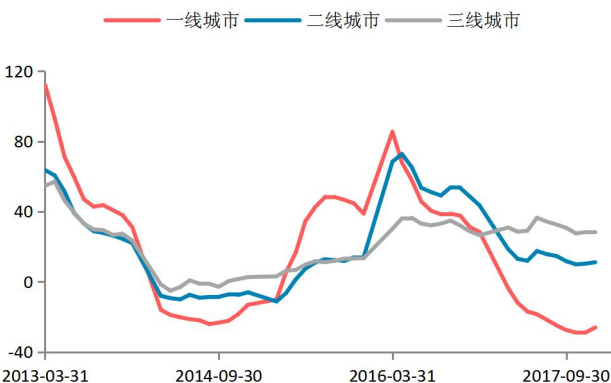
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 商品房销售额累计同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 商品房销售额累计同比 (%)

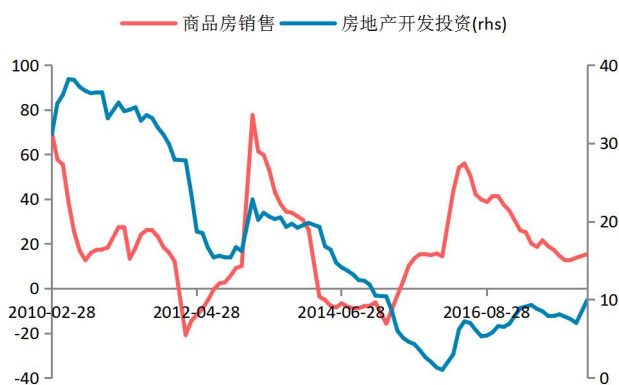


数据来源: Wind 华泰期货研究院

短周期来看，具体到今年地产走势，在房地产调控非常严格的背景之下，今年限购政策估计仍难以放开，近期又有多个地方调控政策加码，因此需求端的抑制预计将使得房地产销售增速仍将进一步下滑。房地产投资方面 2017 年虽呈现出一定的韧性，但今年房地产投资增速预计会出现回落。

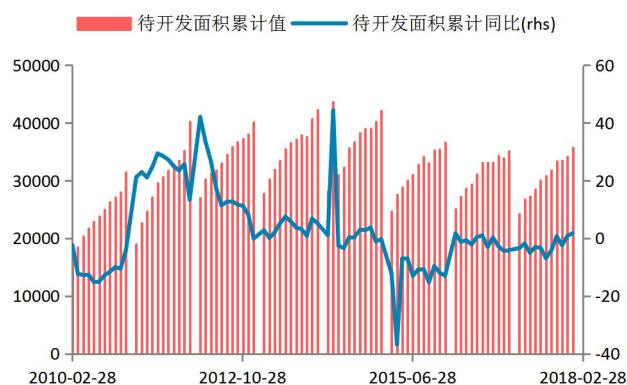
1) **作为先行指标的商品房销售仍将趋弱。**商品房销售数据是地产投资的先行指标，因为商品房销售的好坏会影响房企的现金流，并进而影响到房企进一步投资的意愿和能力。**商品房销售面积的累计同比增速在 2016 年 6 月已经见顶**，按照历史规律商品房销售领先地产投资增速 6 个月左右，受到保障房等政策性因素的影响，销售对于投资的领先时间今年发生了变化，但是销售的疲软对于后期投资的实施仍然造成了一定的压制。

图 10: 房地产投资与商品房销售面积累计同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 待开发土地面积



数据来源: Wind 华泰期货研究院

2) **棚改方面对于今年地产投资增速的支持程度将略微有所降低。**2015 年我国棚户区改造开工 601 万套，2016 年棚户区改造开工 606 万套，按照住建部 2017 年年底公布的数据来看，2017 年全年完成棚户区 609 万套，完成投资 1.84 万亿元。按照目前已公布的 2018 年到 2020 年 3 年棚改攻坚计划，未来 3 年将再改造各类棚户区 1500 万套，即年均 500 万套，其中 2018 年完成棚户区改造 580 万套，那么预计 2018 年在棚户区改造方面将完成投资约 1.75 万亿，较今年将减少约 0.09 亿元，2017 年我国全年地产投资增速达到 7%，完成地产投资 109798.53 亿元，因此 2018 年棚户区改造的减少量在今年地产投资额中的占比的减少程度几乎可以忽略不计，但是**棚改对地产投资支持的减少将会在 2019 和 2020 年中开始显现。**此外棚改货币化安置增量也在不断的缩小³。

³ 2018 年 1 月山东省取消货币化安置奖励，来源: <http://sd.sina.com.cn/news/2018-01-19/detail-ifyqtz5853460.shtml>

3) **地产投资长短周期分化**。2017年以来随着三四线城市推进去库存，土地供应量也在不断上升，房企土地购置规模也在不断上升，这有助于对今年的地产投资提供支持，2017年，我国住宅土地供应速度明显加快，我国100个大中城市的住宅用地总供应面积达到50553.19万平方米，与2016年同期相比上涨了14.84%；全国土地成交面积为19047.81万平方米，与2016年同期相比上涨了18.40%。此外租赁房的建设未来将加快推进，这也将对今年的地产投资提供支持。因此总体来看**今年地产投资增速下滑程度不会很大**。

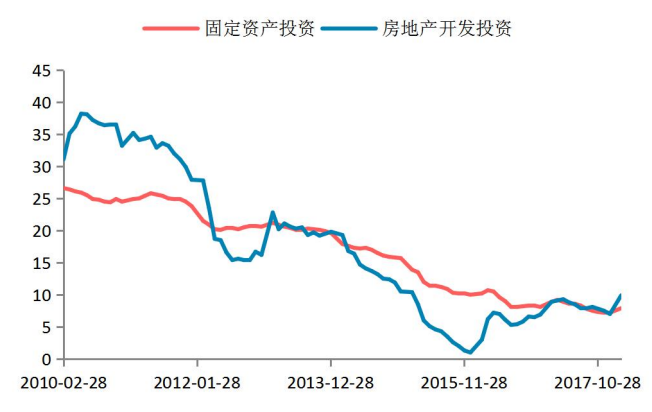
但从较长的时间周期来看，这一轮地产投资的上行可以区分为16年的建安工程拉动和17年的土地购置拉动，16年建安工程的拉动与购房需求激增、房价的大幅拉升有关，而17年的土地购置则与三四线城市的大量土地供应有关，但是在地产严调控的背景之下，**购房需求得到抑制**，建安工程难现高增长，而在销售回落、信贷收缩的背景下，继续拉升土地购置费用的动力也将逐步衰减，因此长期来看虽然今年1-2月地产投资大幅跳涨，但地产投资将不可避免的进入下行期。从过去几轮地产投资的周期来看，随着强刺激的褪去，近几轮地产投资周期的投资增速高点越来越低，与此同时下行期的时间和整个周期的时间逐步拉长，在持续调控的背景下，**本轮下行期或将明显长于过去几轮**。过去三轮周期的时间跨度都在三年到四年之间，伴随着周期的拉长，投资增速由下降转为上涨的拐点可能最早2020年出现。

· **地产投资对于经济和资产的影响**

地产行业对于我国而言无疑是一个支柱产业，伴随着地产投资未来的逐步下降，未来将对我国经济增长产生拖累，拖累的来源一方面为地产投资自身的下滑，另一方面则是通过拖累地产类消费对经济产生负面影响。家具消费、建筑和装潢材料消费的增速伴随着地产投资的低迷出现了明显的下降。

政府对于地产的调控压制了地产投资的需求，伴随着未来地产投资逐步步入下行期，地产投资的需求面临下滑，目前来看在棚改、租购并举的政策支持下，需求的下滑速度会放缓，但如果需求出现超预期的大幅下滑，那就会影响到房价的走势，那么就会导致房地产抵押品价值的下降并进而影响到房地产抵押品的流动性。房地产抵押品作为银行的资产，其流动性的下滑必将导致银行资产端流动性的变差。为了应对资产端流动性的下滑，就需要通过金融创新，通过形成新的抵押品等方式来补充资本的流动性。

图 12: 固定资产投资和房地产投资 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 地产投资和地产消费 (%)

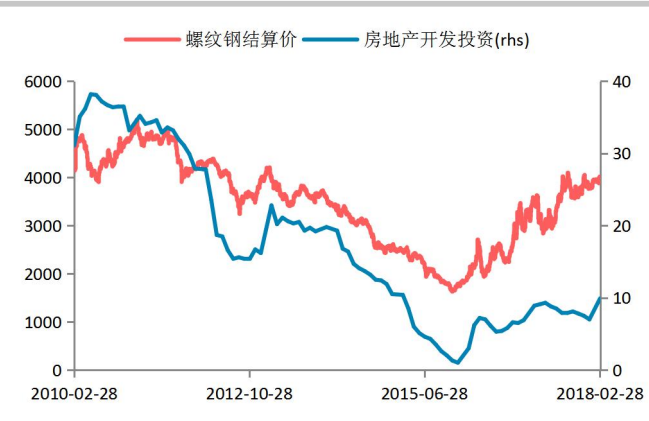


数据来源: Wind 华泰期货研究院

如果未来确实发生需求端重大变化的话，那么对于各资产类别而言，由此带来的流动性变化将冲击各资产的价格，权益类资产短期会因为面临流动性风险而增加了调整的压力；流动性风险会上抬资金的成本，利率债在资金成本上抬情况下存在因经济预期改变而形成的阶段性利好，与此同时信用债需要关注流动性冲击的信用溢价扩大的风险；外汇市场需要关注流动性收紧下的人民币贬值预期。

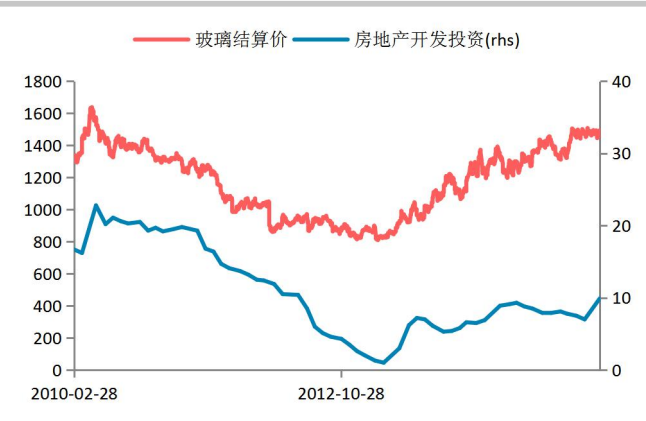
地产的投资需要用到钢材、玻璃等各种材料，因此地产投资对于商品的影响主要反映在需求端，可以看到的是，无论是螺纹钢还是玻璃，其价格的变动都与地产投资增速呈现出正相关的关系，未来地产投资的下滑必然将影响到部分商品的需求。但是我们可以看到，近几年来，这种相关性出现了减弱，地产投资增速缓慢的同时，钢铁、玻璃价格却明显上涨，这更多的是因为供给侧改革带来了供给端的改变所致，因此，虽然未来地产投资的下行会降低对部分商品的需求，但是商品价格未来具体的涨跌还应观察供给端的具体变化，商品市场对于地产需求下降和供给暂未压缩的领域未来需关注地产投资的下行带来的调整风险。

图 14: 螺纹钢结算价和房地产投资



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 玻璃结算价和房地产投资



数据来源: Wind 华泰期货研究院

房价变动展望

在对地产投资展望的基础上, 我们试图通过对影响房价的供需因素分析, 进一步刻画地产周期的走势。研究显示, 房价的变化取决于房屋供需的变化, 其中:

需求的变化主要取决于人口、货币供应量和政府对于地产、利率等政策的变化;

供应的变化则主要取决于政府对于地产政策的变化。

· 房价与人口

尽管决定房价的因素有很多, 但人口的导入绝对是一个很重要的因素。新增人口的多少决定了一个城市新增购房实际需求的多寡, 并直接影响一个城市房价上涨和下跌的快慢。人口的流动反映了对城市的用脚投票——新增人口取决于城市的经济、教育医疗资源等多个方面因素。以广州为例——

2005-2010 年广州人口导入数据非常迅速, 年均增长 5.3%, 位列北上广深、重庆、武汉、天津、成都、南京、杭州这 10 大都市区中的第三位, 这段时间房价也迅速上涨; 2010 年以后, 都市区人口年均出现负增长, 增幅为-0.8%, 表现为人口导出, 都市区人口这一主要支撑动力缺失, 未来房价增长空间有限。这也正是为何 2014 年房价下行的过程中, 四大一线城市里面, 广州房价跌幅最深, 而在 2015

年后上涨过程中，广州涨得最慢的一大重要原因。若以小学生人数来代替常住人口的变动的情况，选取 2013 至 2015 年的小学生人口变动情况，可以发现，2013 年 - 2015 年小学生人数增长最快的是深圳，增幅 18.43%，远超过全国百城 3.54% 的增长，在四个一线城市中同样遥遥领先，这也是深圳在 15-16 年的房价大涨过程中上涨幅度最大的一个原因。

我国人口变动主要经历了三个阶段。从 1949-2015 年我国人口出生率、死亡率和自然增长率的变化轨迹可以看出我国人口变动主导因素的历史发展：第一阶段从 1949 一直到 1969 年是以死亡为主导的时期，第二阶段从 1970 到 1989 年是以出生为主导的时期。

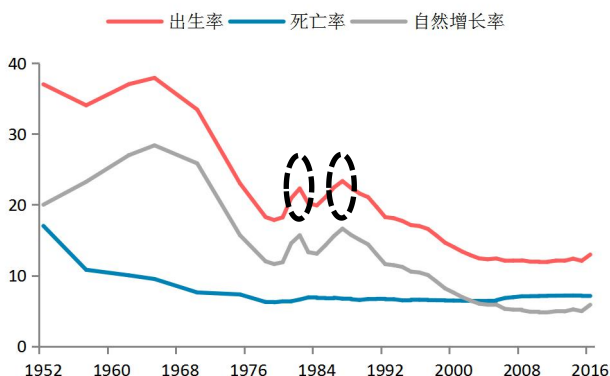
第三阶段从 1990 年至今是以人口迁移流动为主导的时期。在这一时期，死亡率相对稳定，出生率持续下降，二者均处于较低水平。在北京、上海、广东等省市，由于外来人口的大量流入，常住人口呈现快速增长态势。与此同时，许多地区出现“外流型”人口负增长。这一时期有几个特点——

1) **流动人口总量开始回落。**我国流动人口总量在 2011-2014 年间持续增长，由 2011 年的 2.30 亿人增长至 2014 年的 2.53 亿人。但是自 2015 年流动人口总量开始下降，六年来流动人口在总人口中的占比有升有降，虽然仍保持较大比重。

2) **流动人口稳定性增强。**城镇化已是我国不可逆转的趋势，2018 年的政府工作报告中提到，今年要再进城落户 1300 万人，加快农业转移人口市民化。可以预见的是，在今后较长一段时期内，大规模的人口流动迁移仍将是我国人口发展及经济社会发展中的重要现象。近六年来，我国人口流动以跨省为主，但比例开始缓慢下降，省内跨市流动的比例缓慢上升，市内跨县流动则变动较小，这说明人口流动的稳定性增强。

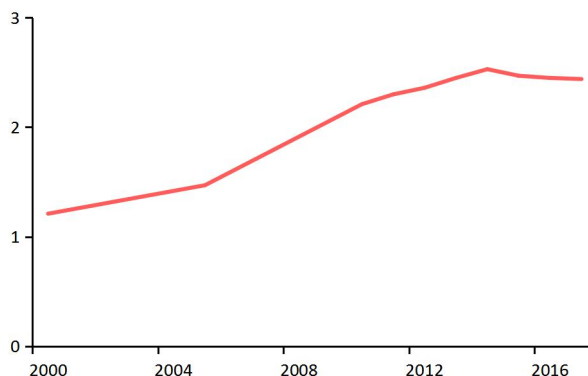
3) **新生代流动增加购房需求。**六年来我国流动人口平均年龄呈持续上升趋势，从 2011 年的 27.3 岁升至 2016 年的 29.8 岁。近年来我国新生代流动人口的比重不断上升，2016 年已达 64.7%，成为流动人口中的主力军。16-59 岁的劳动年龄流动人口中，80 后流动人口比重由 2011 年的不足 50% 升至 2016 年的 56.5%，90 后流动人口的比重由 2013 年的 14.5% 升至 2016 年的 18.7%，呈现出稳步增长的趋势。有统计显示中国平均首次购房年龄在 30 岁左右，随着人口流动的稳定性增强，新生代流动人口比重的上升，购房需求有望得到再次释放。在房价 2015-2016 年已经经历了一轮大幅上涨之后，从时间上来看，未来 80 年代末 90 年代初的人群将下一次购房需求的主力军。而这一波购房需求可能在 2020 年左右出现一次释放。

图 16: 人口变动现积极变化



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 总流动人口趋稳 (亿人)



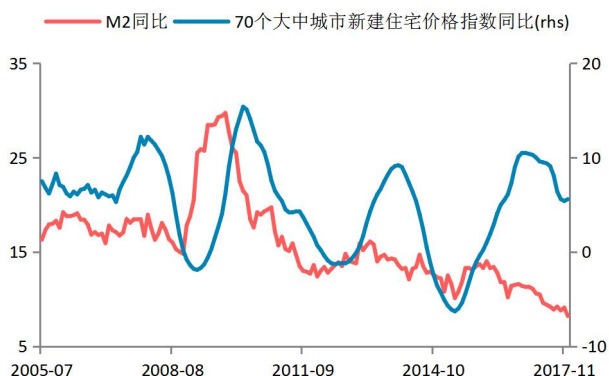
数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 房价与货币供应量

货币供应量的同比走势和房价的同比走势关联性较强。从逻辑上来讲，M2 的高增长意味着流动性的宽松，这将导致房贷宽松，购房者房贷资金流向卖房者形成存款，房地产市场通过个人按揭贷款的途径，成为货币和信用收缩与扩张的重要渠道，因此房地产市场的景气繁荣与房价波动，与 M2 波动有着互为因果的关系。但是 M2 和房价的这种相关程度 2017 年来出现减弱，M2 的同比增速自 2015 年 12 月以来持续下滑，而房价的同比走势则从 17 年的年初才开始出现回落，出现这一现象的原因是由于影子银行今年来的急剧扩张导致的现在 M2 已经不能很好的反映出信贷扩张的程度。预计随着金融严监管的持续、对于影子影响监管的加强，M2 和房价相关性减弱的现象会得到改善。

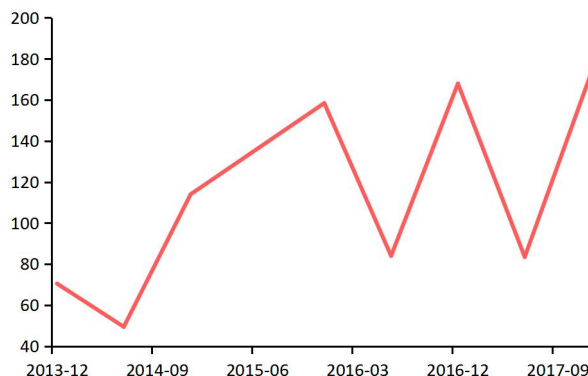
从之前 M2 与房价相关性较高时的历史走势的对比上来看，可以看到 M2 同比增速的走势一般领先地产价格同比增速半年以内。在去年召开的十九大会议和去年年底召开的中央经济工作会议中提到未来三年要打好防控金融风险的攻坚战，其中提到要控制住货币供给总闸门，因此未来三年我们或将看到 M2 在逐渐寻底的过程中出现低位震荡的走势。M2 的再度回暖仍需等待三年内我国打赢防控金融风险的攻坚战之后可能出现的放松，因此站在货币供应量的角度来看，房价的明显上行至少要在 2021 年起才有可能出现。

图 18: M2 和房价当月同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 理财产品募集资金 (万亿元)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 房价与政策

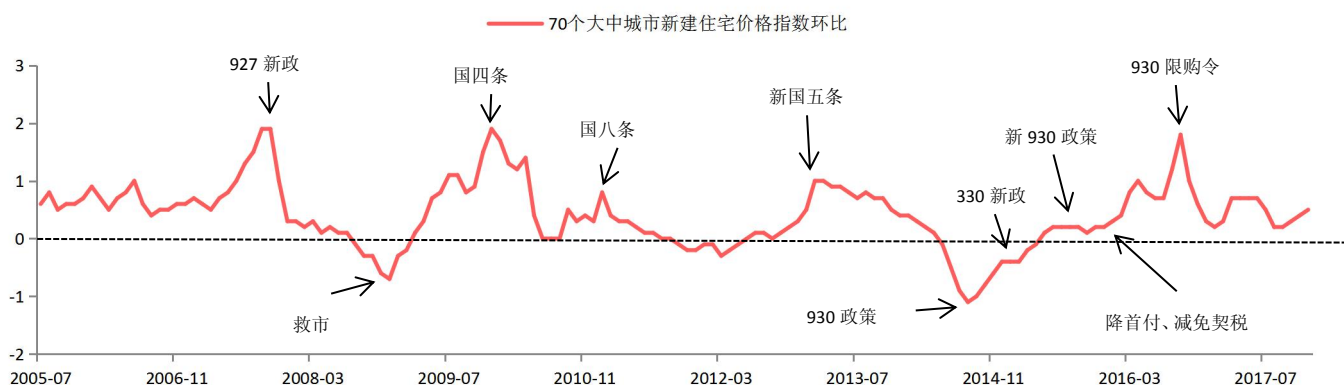
政策的变化既可以通过需求端来影响房价也可以通过供应端来影响房价。

1) 从需求端来看, 政策可以通过降低购房利率、降低首付比例、降低购房门槛限制来刺激需求也可以通过限购、限售、限贷等措施抑制需求。

2008 年随着美国次贷危机的蔓延, 全球流动性出现危机, 到了 2008 年下半年政府出手救市, 从 08 年 10 月 27 日起, 个人住房公积金贷款利率下调 0.27 个百分点; 居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款利率的下限可扩大为贷款基准利率的 0.7 倍, 最低首付款比例调整为 20%。最终房价指数在 12 月止住下跌的趋势出现一轮大幅上涨行情。

2014 年在房价经历一年多调整后, 政府发布了 930 政策, 通过采取调整房贷政策如将二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”等措施, 来刺激需求, 930 政策之后, 我们就见到了整整两年的房价大幅上涨。而在 2016 年, 经历了两年的大涨后, 自 9 月 30 日起全国各地纷纷加强限购力度, 楼市重新开启一轮新的调整。

图 20： 房价变化与地产政策



数据来源：Wind 华泰期货研究院

可以看到的是，重大的楼市政策调整对于改变房价的走势有着重要的影响力。因此判断楼市政策的变化对于预测未来房价的走势至关重要。自 2016 年 9 月 30 日起各地纷纷加强限购力度至今，严调控的整体背景至今并没有改变。在十九大报告中提到“房子是用来住的，不是用来炒的”，在这个指导性政策思想下，今年以来地产政策在因城施策的同时呈现出了调控趋严的态势——

今年年初兰州、南京、合肥等地曾出台过一些因城施策的政策放松；

但是近阶段以来，全国各地房地产市场调控有加强的态势：1) 中信银行等银行收紧北京地区房贷业务；2) 珠海市各家银行的首套房贷利率出现上浮；3) 武汉市拟对全市新建商品房预售资金实施全程监管，购房人缴纳的购房款和银行拨付的按揭房款都不直接进入房企的独立账户；4) 继昆明市政府办公厅出台楼市调控新政后，云南省市场利率定价自律机制秘书处也向其成员单位下发了《昆明市商业性个人住房贷款最低首付款比例调整方案的通知》，要求所有的成员单位提高住宅二套房首付比例，并对拥有 2 套及以上住房的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。

我们认为近几年在屡次强调房子不是用来炒的并叠加防范重大风险的背景下，需求端政策暂时不会出现放松。2018 年的政府工作报告中再次提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让广大人民群众早日实现安居宜居”。

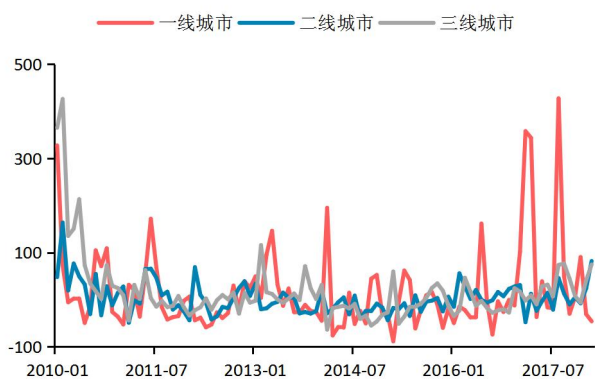
需求端未来几年最大的政策变数在于房产税的推出，但是房产税的开征是一个漫长的过程，在两会的答记者问中提到房产税将按照立法先行、充分授权、分步推进的原则进行实施，目前来看，按照这一原则房产税的正式实施最早可能要等到2022年，在此之前房价的环比增速会否再一次反弹，造成政策出台时的价格增速高位见顶值得关注。

2) 政策对于供给端的影响主要体现在土地供应上。

地价作为房价成本的一部分，房价与地价同向变动，地价涨则房价也会涨。土地供应量如长期不能满足市场需求，不管供应量增或减，对房价上涨而言只是一个快或慢的影响。之前二线三线城市的土地供应速度快速上升，明显快于一线城市，这也反映出了二线三线城市的土地供应紧缺，二三线城市的同期房价同比走势也明显要强于一线城市。

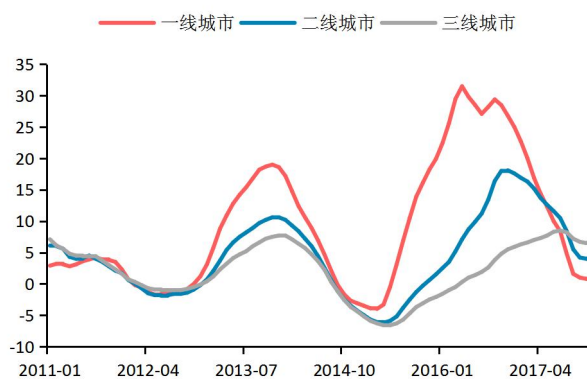
2017年4月6日，住房城乡建设部和国土资源部联合发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，要求“强化住宅用地供应‘五类’调控目标管理。各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36至18个月的，要减少供地；12至6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。”从政策角度来看，政府仍有增加供应来抑制房价的意愿。

图 21: 土地供应面积同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 70 大中城市房价同比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

综合分析，我们认为当下来看，房价并不具备上行的基础，若房价再次出现明显上行，那么时间上来看，2021 年左右出现的概率更大一些。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com