

购房杠杆研究系列四：为何地产基本面持续超预期？

推荐 (维持)

2020 年 06 月 14 日

重点公司

重点公司	2020E	2021E	评级
万科A	3.99	4.59	买入
保利地产	2.68	3.13	买入
金科股份	1.32	1.58	买入
中南建设	1.87	2.41	审慎增持
招商积余	0.58	0.76	审慎增持

相关报告

《房地产行业系列深度报告之八：居民在给居民加杠杆》
2019-12-22

《房地产行业系列深度报告之六：居民杠杆率国际比较研究》
2018-07-10

《房地产行业系列深度报告之一：银行必给地产加杠杆，国际比较研究》2016-04-29

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn

S0190518010003

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

研究助理：

靳璐瑜

jinkluyu@xyzq.com.cn

投资要点

地产为何这么长的上行大周期。为何疫情、经济下行难改上行趋势。

研究员认为可能不完全是人口决定，从人口角度，一些事情似乎无法解答。

研究员此前认为完全是银行给地产加杠杆，经济增长中枢下行带来全球共性大趋势。但他国并无时间如此长涨幅如此大的周期。

研究员现在认为，除全球共性外，两个中国加杠杆独特性也共同决定此周期。

第一，M2 存量极为巨大，第二，存量按揭套数占比仍很低。

全球共性和中国特性共同决定这样一个大周期，这样一个钱在买房子而非人在买房子大周期，这样一个过去超预期未来仍将超预期的大周期。

具体来看中国两个加杠杆独特性：

1，中国 M2 存量极为巨大，导致每年 M2 增量较大，因为经济增长需要一定 M2 增速相匹配。中国信用创造主要靠地产，尤其地产需求端，这点从过去几年按揭和部分消费贷、部分小微企业贷增速可见端倪，估算 2017-2019 年购房杠杆发放金额分别达到 9.0 万亿、10.4 万亿、12.2 万亿。而如此大的杠杆，很大程度上是由中国特殊性导致的：M2 存量极为巨大，且 M2 需要一定增速。地产基本面过去超预期，未来仍将超预期。

2，中国当前存量按揭套数占城市总房屋套数比重仍很低，中国纵深足够大，安全性较高，加杠杆仍有空间，这是中国特性之二。这带来地产基本面过去超预期，未来仍将超预期。（1）目前城市 3.4 亿套住房，只有 8200 万套左右有按揭；（2）从金额角度来看，中国按揭未偿余额占房地产总金额的比重 10%，而美国为 40%。（3）此外，中国按揭目前基本都是优质客户，估算按揭申请者平均收入是所在城市平均水平的 2-4 倍。

投资建议：看好房地产大周期，也看好三四线预期差，持续推荐万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、招商积余、南都物业、蓝光发展等。同时认为地产产业链相关标的也将受益。

风险提示：大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆。



报告正文

地产为何这么长的上行大周期。为何疫情、经济下行难改上行趋势。

研究员认为可能不完全是人口决定，从人口角度，一些事情似乎无法解答。

研究员此前认为完全是银行给地产加杠杆，经济增长中枢下行带来全球共性大趋势。但他国并无时间如此长涨幅如此大的周期。

研究员现在认为，除全球共性外，两个中国加杠杆独特性也共同决定此周期。第一，M2 存量极为巨大，第二，存量按揭套数占比仍很低。

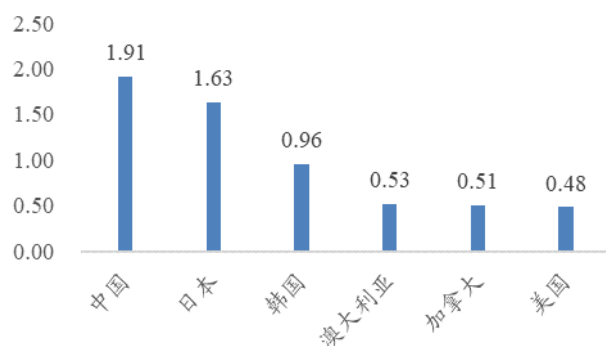
全球共性和中国特性共同决定这样一个大周期，这样一个钱在买房子而非人在买房子大周期，这样一个过去超预期未来仍将超预期的大周期。

1. 中国 M2 存量极为巨大

中国 M2 存量极为巨大，导致每年 M2 增量较大，因为经济增长需要一定 M2 增速相匹配。中国信用创造主要靠地产，尤其地产需求端，这点从过去几年按揭和部分消费贷、部分小微企业贷增速可见端倪，估算 2017-2019 年购房杠杆发放金额分别达到 9.0 万亿、10.4 万亿、12.2 万亿。而如此大的杠杆，很大程度上是由中国特殊性导致的：M2 存量极为巨大，且 M2 需要一定增速。地产基本面过去超预期，未来仍将超预期。

中国在开启这一轮居民加杠杆周期时，M2 存量和 M2/GDP 比值已经显著高于其他国家对应阶段水平。这导致中国 M2 存量过去很大，未来更大。地产基本面过去超预期，未来仍将超预期。中国 M2/GDP 比值也高于其他国家，维持一定经济增速需要更大的 M2 增量，M2 存量过去很大，未来更大。具体来看，中国 2015 年初 M2/GDP 比值为 1.91，而美国 2000 年初为 0.48，日本 1985 年初为 1.63，韩国 1997 年初为 0.96，澳大利亚 1990 年初为 0.53，加拿大 1990 年初为 0.51。

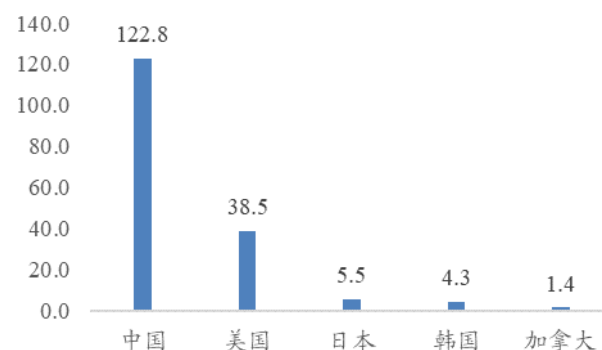
图表 1、中国 M2/GDP 显著高于其他国家对应阶段



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：中国为 2015 年初，美国 2000 年初，日本 1985 年初，韩国 1997 年初，加拿大 1990 年初，澳大利亚 1990 年初

图表 2、中国 M2 存量远高于其他经济体（万亿元）

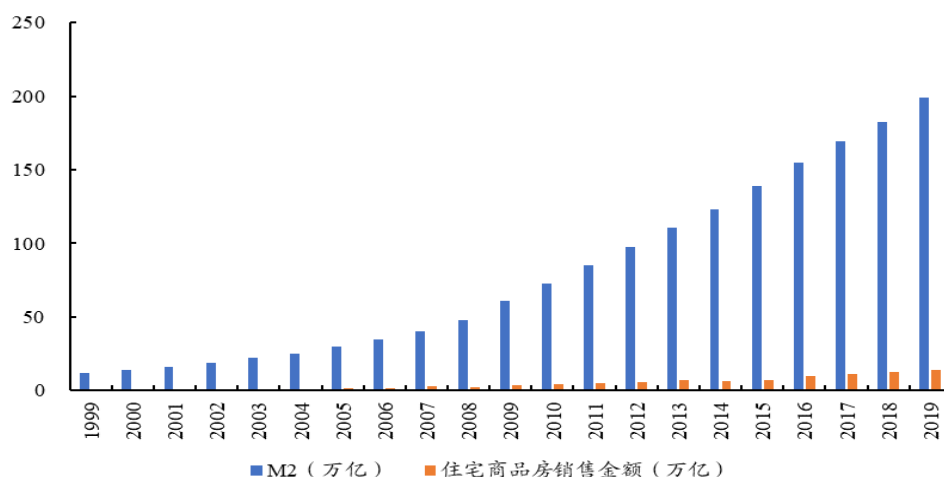


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：中国为 2015 年初，美国 2000 年初，日本 1985 年初，韩国 1997 年初，加拿大 1990 年初，澳大利亚 1990 年初

房屋成交金额看起来比较庞大，但在如此巨大的 M2 存量面前，又显得相对渺小。这使得每年 M2 增量对房地产销售至关重要，带来房地产销售持续超预期。中国住宅销售金额从 2014 年的 6.2 万亿提升至 2019 年的 13.9 万亿，实现了连续五年的超级繁荣。2019 年考虑二手房后，总成交金额 20 万亿左右，相较 2019 年 M2 增量 16 万亿，差异并不大。中国 2012-2019 年房屋成交金额/M2 平均为 8.7%，美国 2000-2006 年为 26.9%。

图表 3、中国房屋成交金额在巨大的 M2 存量面前相对渺小



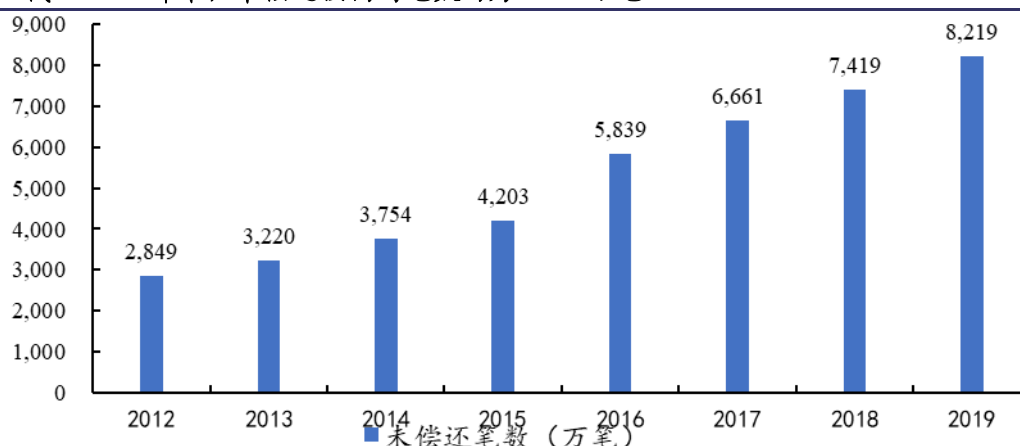
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2. 存量按揭套数占比仍很低

中国当前存量按揭套数占城市总房屋套数比重仍很低，中国纵深足够大，安全性较高，加杠杆仍有空间，这是中国特性之二。这带来地产基本面过去超预期，未来仍将超预期。（1）目前城市 3.4 亿套住房，只有 8200 万套左右有按揭；（2）从金额角度来看，中国按揭未偿余额占房地产总金额的比重 10%，而美国为 40%。（3）此外，中国按揭目前基本都是优质客户，估算按揭申请者平均收入是所在城市平均水平的 2-4 倍。

（1）中国目前城市 3.4 亿套住房，只有 8200 万套左右有按揭。并且这里大部分人是享受了资产价格上涨带来的存量财富的提升。因此用收入、居民杠杆率等衡量居民偿还能力的指标有失偏颇，因为这里绝大多数人存量财富远远大于每年增量财富。

图表 4、截止 2019 年末，未偿还按揭的笔数约为 8219 万笔



数据来源：中国人民银行、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、存量按揭笔数不高

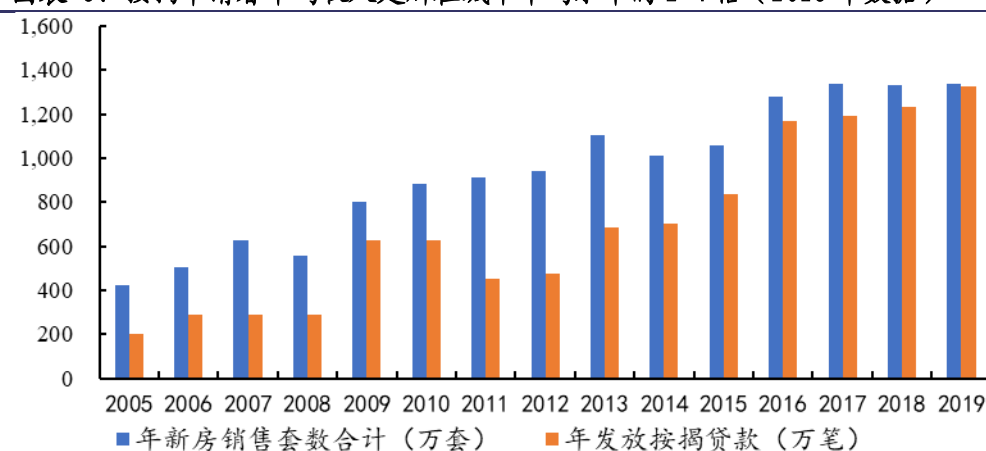
指标名称	年新房销售套数合计	二手房成交套数	年发放按揭金额	年发放按揭贷款	平均每笔按揭贷款金额	累计发放按揭笔数	未偿还按揭笔数
单位	万套	万套	万亿元	万笔	万元	万笔	万笔
2016	1,282	506	6.94	1,168	59.1	8,079	5,839
2017	1,336	421	6.32	1,192	53.0	9,271	6,661
2018	1,330	420	7.01	1,231	57.0	10,501	7,419
2019	1,336	504	7.82	1,326	59.0	11,828	8,219

数据来源：中国人民银行、wind、兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 中国按揭未偿余额占房地产总金额的比重很低。推算 2019 年末，城镇存量住房价值约为 285 万亿元，个人住房贷款余额 (30.07 万亿) 相当于城镇存量住房市场价值的 10.6%。而美国这一比例为 40%，截止 2018 年末，美国居民所有房屋总价值为 25.6 万亿美元，住房按揭余额为 10.3 万亿美元。

(3) 此外，中国按揭目前基本都是优质客户。此外，中国按揭目前基本都是优质客户，估算按揭申请者平均收入是所在城市平均水平的 2-4 倍。

图表 6、按揭申请者平均收入是所在城市平均水平的 2-4 倍 (2016 年数据)



数据来源：中国人民银行、兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：看好房地产大周期，也看好三四线预期差，持续推荐万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、招商积余、南都物业、蓝光发展等。同时认为地产产业链相关标的也将受益。

风险提示：大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn