

## 潮起潮落：棚改政策得失考

**概要。**2015年國務院決定加快棚改項目建設，開始推進貨幣化安置，徹底激活了棚改居民的房地產和消費金融行為，推動房價上漲和房地產投資。今年4月財政部公佈全國棚改規劃套數“腰斬”，此輪大規模棚改政策開始“退潮”。是時候總結此輪棚改政策的得失，預判棚改“退潮”對宏觀經濟和區域發展的可能影響。

- **貨幣化安置的緣起：房地產去庫存。**次貸危機之後政府快速推出“四萬億”刺激措施，房地產價格出現一輪上漲週期；在保增長和土地財政的激勵下，地方政府加快推出土地，大量企業湧入房地產開發領域，2010年政府開始收緊房地產調控政策致使庫存不斷積累。不斷升高的房地產庫存，拖累了我國的經濟增長。在此背景下，棚改貨幣化安置政策應運而生：通過貨幣化安置激活商品房銷售環節，進而帶動庫存去化和土地出讓，提振房地產銷售和投資，托底經濟增長，緩解地方政府財政收入壓力。
- **錢從何來：創新金融機制。**棚改的資金來源主要包含政策性銀行貸款、財政支出資金和債券融資等。央行於2014年創設的抵押補充貸款PSL是棚改貨幣化推行最重要的金融工具，一是向地方政府提供了一項長期低成本的貸款，二是向特定區域進行了定向貨幣投放，具備結構性特徵。
- **經濟解釋：棚改貨幣化的得失。**棚改貨幣化安置顯著拉動了商品房銷售，而得益於貨幣化棚改帶來的銷售景氣，商品房去庫存取得了顯著效果。同時，棚改貨幣化安置政策延長了始於2015年的本輪房地產週期銷售的景氣時長，並造成了不同城市之間的分化。房地產銷售上行、庫存下降推動了房價上漲。最後，房價上漲預期又拉動了房地產投資，支持了宏觀經濟在2016-2017年企穩回升。然而，貨幣化棚改也對地方政府債務和居民杠杆產生了負面影響，PSL推升了地方政府顯性債務、棚改貨幣化增加了地方政府隱性債務、貨幣化安置也推升了居民部門杠杆率。
- **棚改退潮，影響幾何？**4月財政部公佈全國棚改規劃套數減半，1-6月新增PSL累計同比減少68%，指向棚改貨幣化安置的資金來源亦被“腰斬”。測算結果表明，棚改退潮將對商品房銷售面積形成顯著拖累。銷售疲弱將產生兩方面的負面影響：首先是房價，其次房地產銷售下滑將造成房企資金鏈的緊張，進而傳導至地方財政。棚改退潮對房地產投資的拖累體現在兩方面：一是實物化安置縮減將對房地產投資形成直接拖累，二是貨幣化安置縮減將通過商品房銷售對房地產投資形成間接拖累。
- **區域風險評估：潮水退去，誰在裸泳？**本文對棚改退潮在不同地區的影響進行了三方面的風險評估：（1）商品房銷售下滑風險：銷售下行壓力較大的高風險地區包括新疆、西藏、貴州、黑龍江等；（2）房價下跌的風險：貴州、山東、黑龍江三地的低線城市面臨的房價下行壓力最大；（3）地方政府土地出讓不暢造成的財政壓力：山東、青海和黑龍江等地處於高風險位置。
- **結論：房地產市場壓力加大，政策可能邊際對沖。**受棚改退潮影響，商品房銷售增速將繼續長尾回落，且仍將呈現一二線走強、三四線走弱的分化格局。在貿易摩擦的大背景下，房地產調控或將邊際放鬆，部分三四線城市房地產調控政策有望邊際調整，但在“房住不炒”的大背景下，政策難以出現全面放鬆，“因城施策”仍會是今年房地產調控政策的主基調。預計下半年房地產政策大面積放鬆的可能性並不高。綜合房地產銷售、房價和土地財政三個維度，山東、黑龍江、貴州的壓力最大。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

## 目錄

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 引言：一項民生工程的政策演變 .....        | 3  |
| 一. 貨幣化安置的緣起：房地產去庫存 .....    | 4  |
| 二. 錢從何來：創新金融機制 .....        | 5  |
| 三. 經濟解釋：棚改貨幣化的得失 .....      | 6  |
| 四. 棚改退潮，影響幾何？ .....         | 10 |
| 五. 區域風險評估：潮水褪去，誰在裸泳？ .....  | 13 |
| 結語：房地產市場壓力加大，政策可能邊際對沖 ..... | 16 |

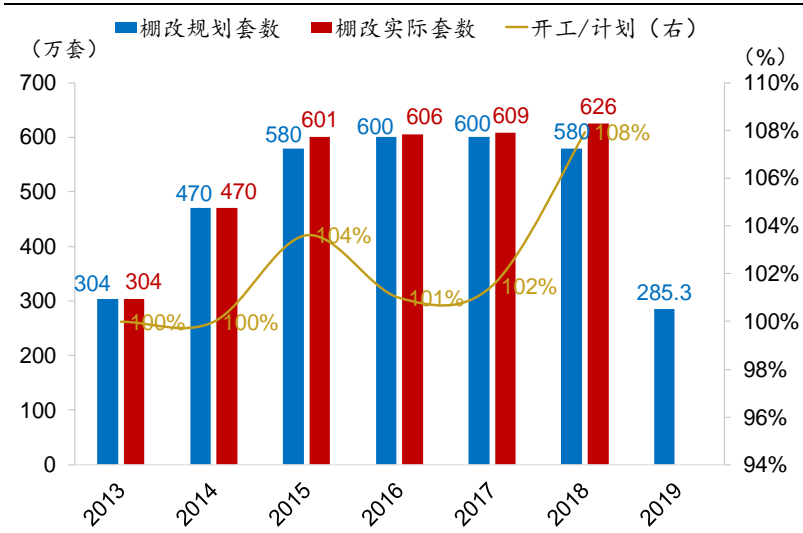
## 引言：一項民生工程的政策演變

棚改本質上是一項民生工程，目的在於改善居民生活和居住條件。2005年遼寧便已開展棚改試點，2008年國務院決定全面啟動棚戶區改造工程<sup>1</sup>。其時，棚改主要以實物化安置進行，通過新建安置房置換棚戶區住房，即“以房換房”。因實物化安置不涉及市場交易，對房價影響較小，但安置房建設對房地產投資具有拉動作用。

2015年，國務院決定加快棚改項目建設，開始推進貨幣化安置。政府以現金交易方式將拆遷款直接支付給棚改區居民。貨幣化方式徹底激活了棚改居民的房地產和消費金融行為。據調研，棚改補償款中的七成被用於購房，部分居民會選擇按揭貸款加槓杆以進一步改善住房條件；另外三成則用於增加儲蓄和提升消費。大規模的棚戶區改造，加之貨幣化安置的槓杆效用，導致商品房銷售上升，房地產庫存快速消化，推動房價上漲和房地產投資，在拉動鋼鐵、水泥等上游部門的同時，也帶動了家電、家具、裝潢、汽車等“後地產鏈”的繁榮，從而對宏觀經濟產生廣泛的影響。

今年4月，財政部公佈2019年全國棚戶區改造規劃285萬套，相較2018年規劃套數（580萬）“腰斬”54.2%（圖1）。至此，國務院2015年出臺的“棚改三年計劃”到期<sup>2</sup>，此輪大規模的棚改政策開始“退潮”。

圖1：潮起潮落：2019年棚改規劃套數“腰斬”



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

潮起潮落，雲長雲消。是時候總結此輪棚改政策的得失，以及預判一下棚改“退潮”對宏觀經濟和區域發展的可能影響。

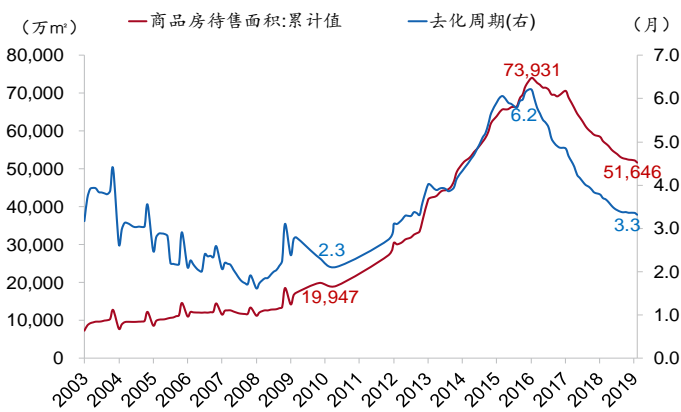
<sup>1</sup> 2008年11月9日，國務院會議會議確定了當前進一步擴大內需、促進經濟增長的十項措施。指出“一是加快建設保障性安居工程。加大對廉租住房建設支持力度，加快棚戶區改造，實施遊牧民定居工程，擴大農村危房改造試點。”

<sup>2</sup> 2015年6月30日，國務院發佈《關於進一步做好城鎮棚戶區和城鄉危房改造及配套基礎設施建設有關工作的意見》，要求2015-2017年完成改造包括城市危房、城中村在內的各類棚戶區住房1,800萬套，加快棚改項目建設，並積極推進棚改貨幣化安置。

## 一. 貨幣化安置的緣起：房地產去庫存

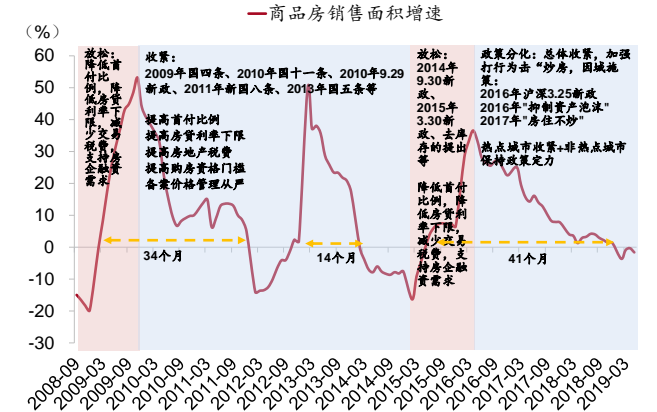
2009年底至2016年初，我國商品房待售面積由2億平方米快速升高至7.4億平方米，去化週期由2.3個月提升至6.2個月（圖2）。導致房地產庫存上漲的原因，從大敘事的角度而言，就是次貸危機引發的全球金融風暴之後，政府快速推出“四萬億”刺激措施，房地產價格出現一輪上漲週期；與此同時，我國地方政府的各類平臺公司如雨後春筍，迅速成為城市土地開發和新區建設的主體。在保增長和土地財政的激勵下，地方政府加快推出土地，大量企業湧入房地產開發領域，特別是在准入門檻較低的低線城市。2010年政府開始收緊房地產調控政策，拖累了前期拿地開工竣工的商品房銷售行情，致使庫存不斷積累（圖3）。

圖 2：2009 年 12 月至 2016 年 2 月 商品房庫存快速上升



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

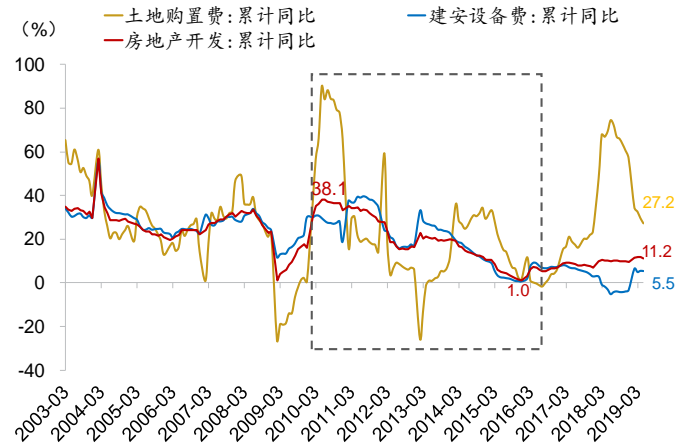
圖 3：2012 至 2014 年小週期中景氣區間歷時較短



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

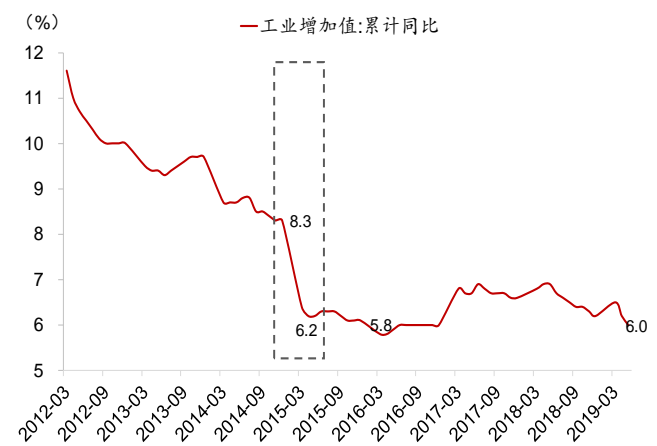
不斷升高的房地產庫存，拖累了我國的經濟增長。首先受到影響的是房地產投資。高庫存制約了開發商的投資意願，房地產投資增速從2010年開始顯著下行，並於2015年末滑落至1.0%的歷史低位（圖4）。投資需求不足導致生產放緩，工業增加值增速大幅回落，對經濟增長形成顯著拖累。2015年4月，規模以上工業增加值同比增長6.2%，較2014年大跌2.1個百分點，增速明顯下了一個臺階，此後持續運行在6%的中樞附近（圖5）。

圖 4：2010 年後房地產投資增速開始顯著下行



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

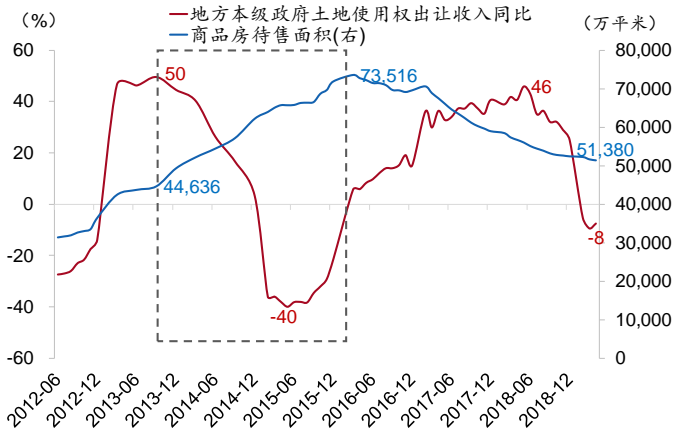
圖 5：2015 年初工業增加值增速下臺階



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

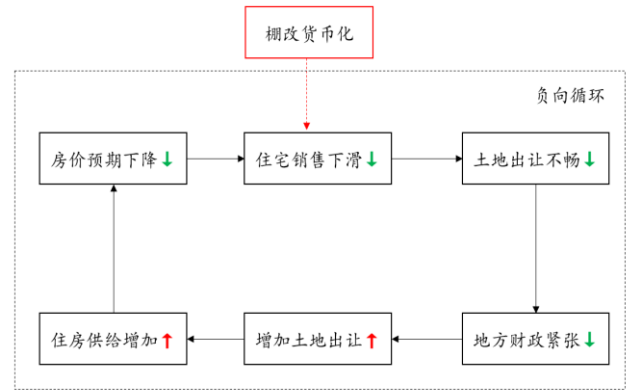
其次，高庫存壓制了房企拿地意願，使得土地出讓不暢，加劇了地方政府財政收支的壓力。2015年6月全國土地成交面積同比減少34%，國有土地出讓收入同比下降38%，地方政府土地出讓陷入量價齊跌的窘境（圖6）。財政壓力下，地方政府有加大土地供應的動機，但這又進一步強化了房價下行預期，拖累商品房銷售，繼續積累庫存，形成惡性循環。傳統的房地產調控政策似乎無力紓解這一困局。

圖6：高庫存下地方政府土地出讓不暢



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖7：貨幣化安置激活商品房銷售



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

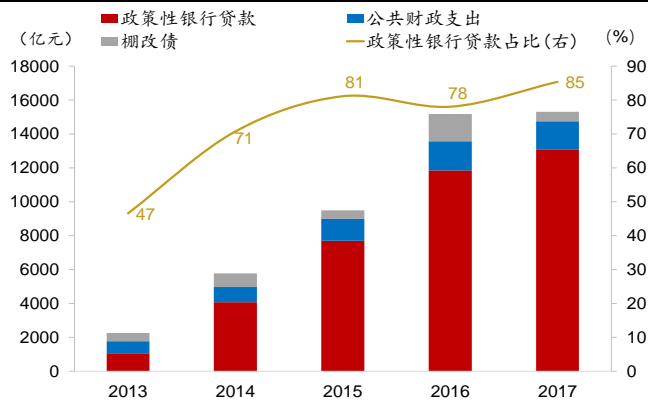
在此背景下，棚改貨幣化安置政策應運而生：通過貨幣化安置激活商品房銷售環節，進而帶動庫存去化和土地出讓，提振房地產銷售和投資，托底經濟增長，緩解地方政府財政收入壓力（圖7），效果幾乎立竿見影。由此，棚改貨幣化安置政策創新了我國房地產調控機制，從而具備宏觀逆週期調節功能。

## 二. 錢從何來：創新金融機制

棚改的資金來源主要包含政策性銀行貸款、財政支出資金和債券融資等。自貨幣化安置全面推行以來，政策性銀行貸款資金占比從2013年的47%左右跳升至2017年的85%，在棚改資金來源中佔據絕對主導地位（圖8）。其中，央行創設的抵押補充貸款（PSL, Pledged Supplementary Lending）是棚改貨幣化推行最重要的金融工具：央行通過國開行向地方政府發放專項貸款，而地方政府通過回收土地獲得賣地收入償還貸款（圖9）。

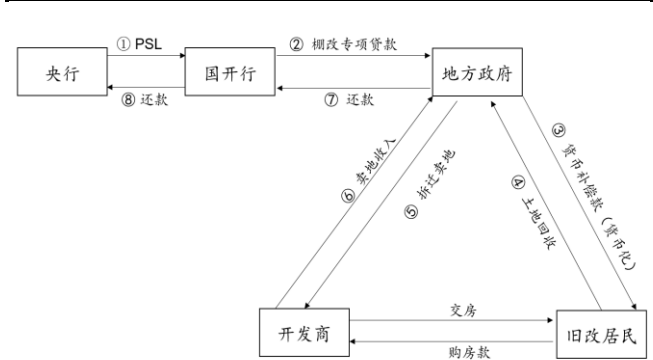
央行於2014年創設PSL，目的在於通過政策性銀行為棚改項目提供長期穩定、低成本的資金來源。2014年6月，國開行專門成立住宅金融事業部辦理棚改相關貸款並採取單獨核算，加大了對棚改的支持力度。2015-2016年PSL在政策性銀行貸款金額中占比分別高達91%、82%。截至2018年底，PSL存量規模高達3.5萬億元（圖10）。

圖 8：政策性銀行貸款是棚改資金的最大來源



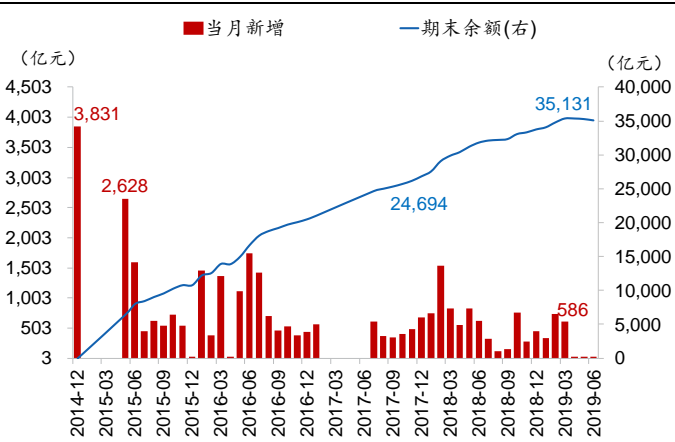
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 9：PSL 運作機理



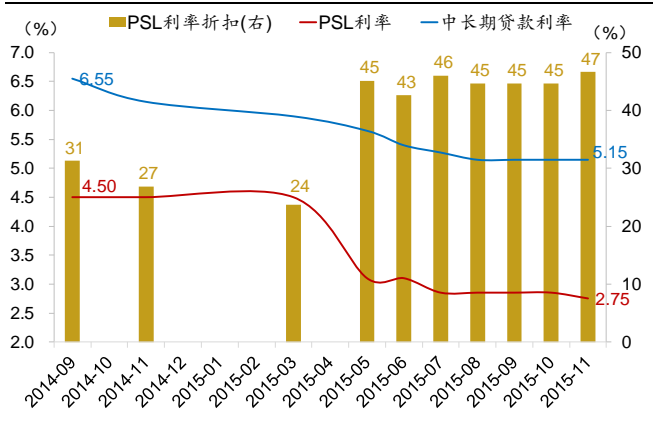
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 10：目前 PSL 餘額約為 3.5 萬億元



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 11：PSL 利率大幅低於中長期貸款利率



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

本質上，PSL 具備兩個特徵。一是向地方政府提供了一項長期低成本的貸款。2014 年以來 PSL 利率較長期貸款利率平均下浮 40% 左右，部分 PSL 期限長達 25 年之久（圖 11）。二是向特定區域進行了定向貨幣投放，具備結構性特徵。不同於總量調控工具，PSL 可向特定區域投放，例如房地產庫存較高的三四線城市，配合棚改貨幣化推動結構化去庫存。

### 三. 經濟解釋：棚改貨幣化的得失

首先，棚改貨幣化安置顯著拉動了商品房銷售。2015 年之後，貨幣化安置比例快速提升，由 2014 年的 9% 升至 2017 年的 60%（圖 12），棚改貨幣化安置對商品房住宅銷售的貢獻率不斷上升，由 2014 年的 3% 升至 2017 年的 21%；2018 年棚改貨幣化安置力度略有下滑，貨幣化比例約 50%，對住宅銷售面積的貢獻率降至 18%（表 1）。

表 1: 棚改貨幣化安置對商品房銷售貢獻 (萬㎡)

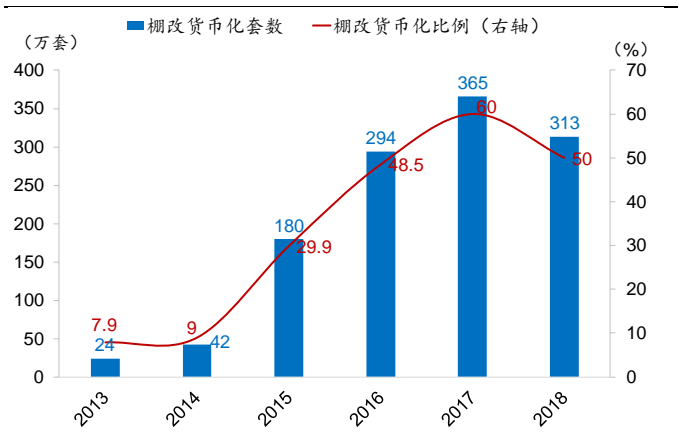
| 年份   | 商品房銷售面積 | 商品房銷售面積:<br>住宅 | 棚改貨幣化安置<br>比例 | 貨幣化安置銷售<br>面積 | 貨幣化安置對住宅<br>銷售貢獻率 |
|------|---------|----------------|---------------|---------------|-------------------|
| 2013 | 130,551 | 115,723        | 7.9%          | 2,041         | 1.8%              |
| 2014 | 120,649 | 105,182        | 9.0%          | 3,596         | 3.4%              |
| 2015 | 128,495 | 112,406        | 29.9%         | 15,274        | 13.6%             |
| 2016 | 157,349 | 137,540        | 48.5%         | 24,982        | 18.2%             |
| 2017 | 169,408 | 144,789        | 60.0%         | 31,059        | 21.5%             |
| 2018 | 171,654 | 147,929        | 50.0%*        | 26,605        | 18.0%             |

注: 標注\*數字為估算值

資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

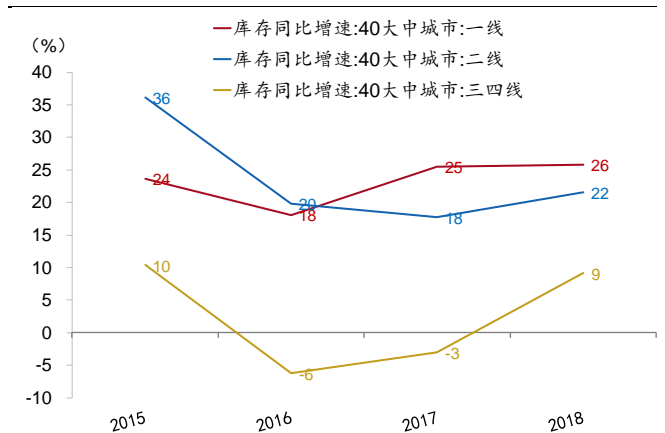
其次，得益於貨幣化棚改帶來的銷售景氣，商品房去庫存取得了顯著效果。2019年3月，全國商品房庫存5.2億平，較2016年初高點下降30%。相應地，商品房去化週期由6.2個月下降至3.3個月。其中，三四線城市去庫存效果尤其顯著，2015-2018年庫存同比增速顯著低於一二線城市（其中2016-2017年同比增速為負，圖13），由於三四線城市商品房銷售面積占全國60%以上，這有力地帶動了全國商品房庫存去化。

圖 12: 棚改貨幣化安置比例快速上升



資料來源: 住建部、招商銀行研究院、招銀國際研究

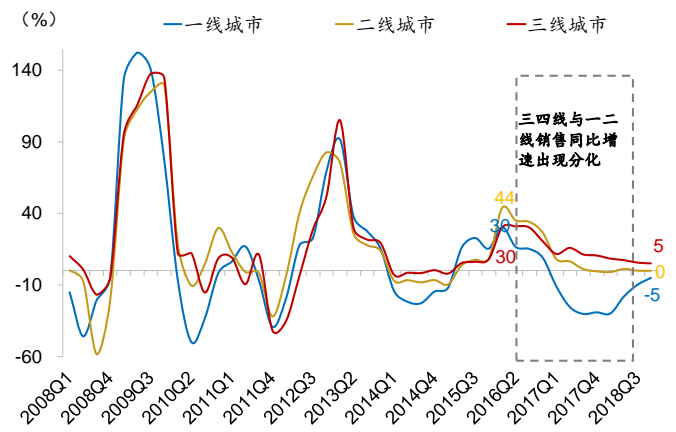
圖 13: 三四線城市商品房庫存去化效果最好



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

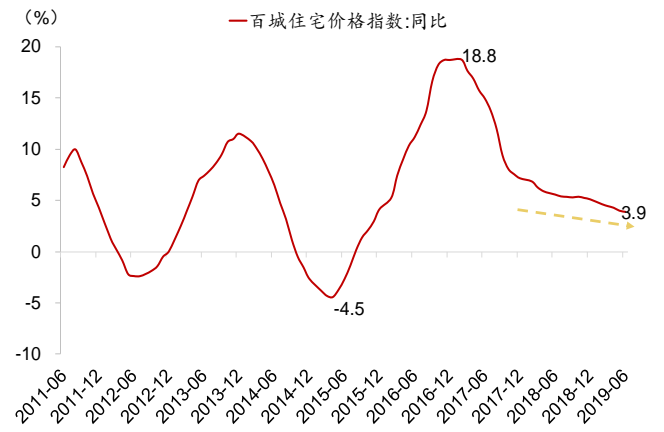
同時，棚改貨幣化安置政策延長了始於2015年的本輪房地產週期銷售的景氣時長，並造成了不同城市之間的分化。2017年四季度後一二線城市銷售開始負增長，但受棚改貨幣化安置支撐，三四線城市銷售持續位於景氣區間（圖14）。這使得本輪房地產小週期銷售面積同比增速連續41個月正增長，長度顯著超出前兩輪房地產週期（平均24個月）。

圖 14：長尾：本輪房地產週期下行期更長



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15：棚改支撐下房價增速長尾回落

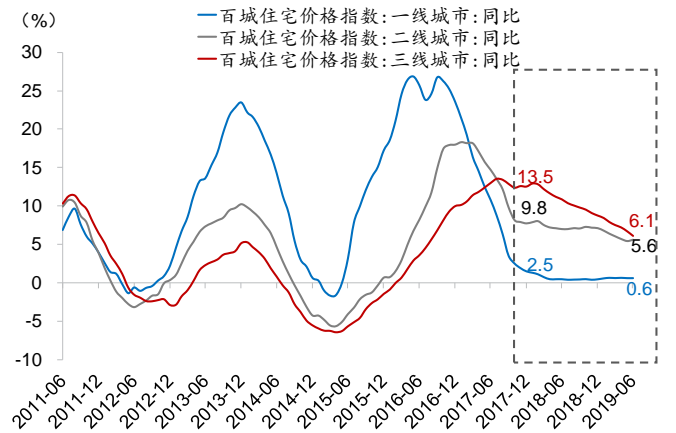


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

再者，房地產銷售上行、庫存下降推動了房價上漲。2015年8月至今，百城住宅價格指數同比增速連續44個月為正，景氣區間時長顯著超出前幾輪房地產小週期（圖15）。2017年中以來，房價走勢出現分化，受貨幣化棚改支持更多的三四線城市房價同比增速顯著超過一二線城市（圖16）。

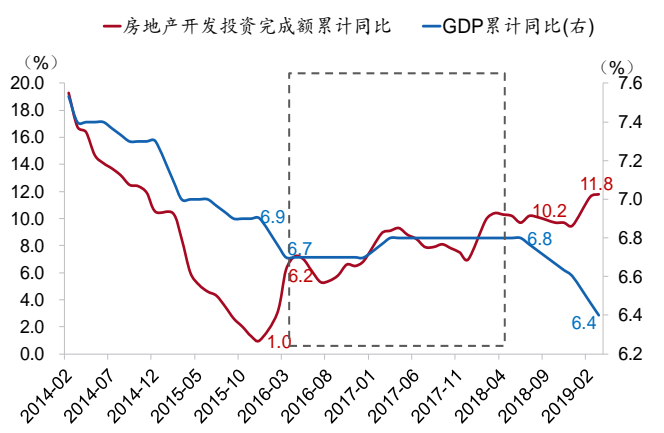
最後，房價上漲預期又拉動了房地產投資，支持了宏觀經濟在2016-2017年企穩回升（圖17）。

圖 16：三線城市房價漲幅高於一二線城市



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 17：房地產投資增速反彈支撐經濟企穩



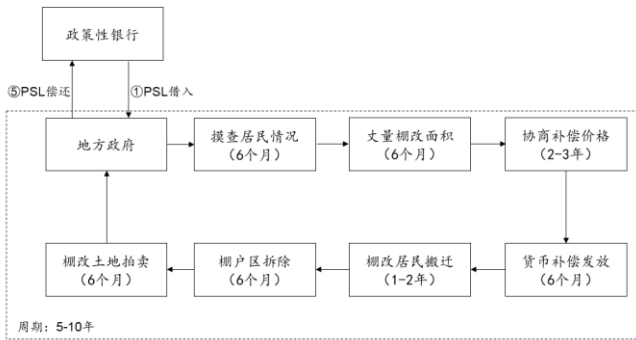
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

然而，我們應該看到，貨幣化棚改提高安居保障、助力去庫存和推動經濟企穩的同時，也對地方政府債務和居民杠杆產生了負面影響。

首先，PSL推升了地方政府顯性債務。PSL從發放到償還期間，棚改需經歷摸查棚改居民基本情況、丈量棚戶區拆遷面積、協商貨幣補償價格、貨幣補償發放、棚改居民搬遷、棚戶區拆除、棚改土地拍賣等流程，全程歷時5-10年（圖18）。棚改項目的土地拍賣收入是地方政府償還PSL的重要資金來源，若此期間地價下跌，將極大增加地方政府的還款壓力。相較實物化安置，貨幣化安置的時間更長、成本更高，因此債務償還壓力更大。當前3.5萬億PSL餘額在地方政府顯性債務中占比約18%。

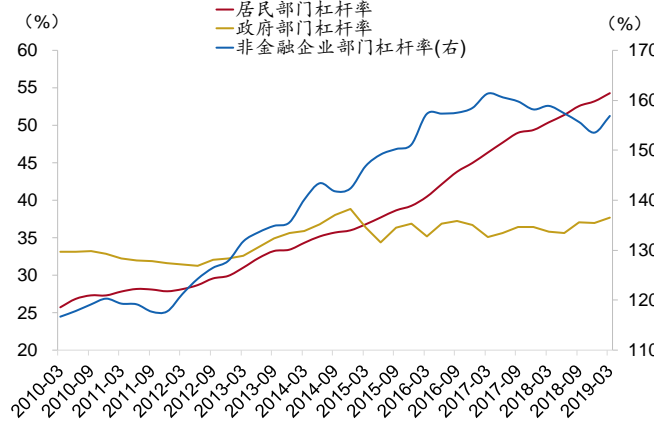


圖 18: PSL 在地方政府停留時間長達 5-10 年



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 19: 2015 年後居民部門杠桿增長最快

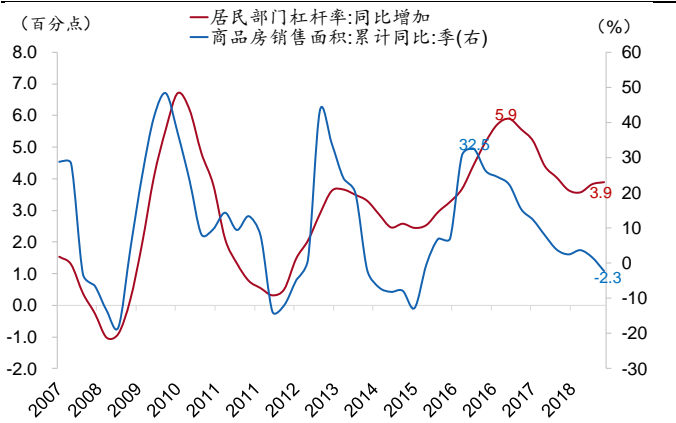


資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

其次，棚改貨幣化增加了地方政府隱性債務。貨幣化安置過程中政府多採用購買服務，以社會平臺承接動員、征地、拆遷等工作。但承接平臺開展安置工作中常有不規範舉債行為，若政府為承接平臺舉債背書，則構成了地方政府的隱性債務。財政部官網曾發文指出，棚戶區改造是地方政府隱形債務的一大來源<sup>3</sup>。

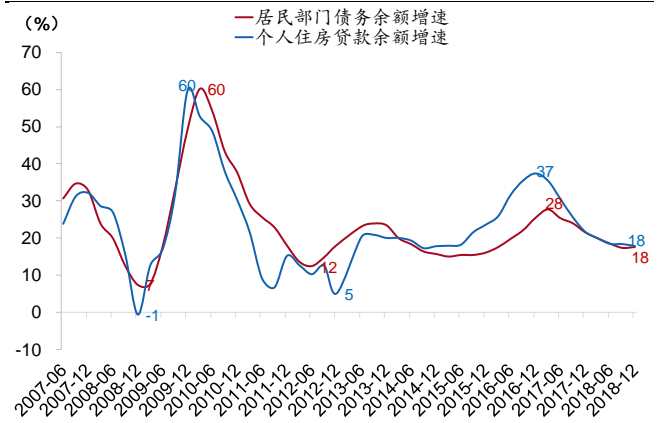
與此同時，貨幣化安置也推升了居民部門杠桿率。棚改貨幣補償通常存在溢價，大部分棚改居民用部分補償款作為首付，在此基礎上加杠桿購房，使得房價上漲、其他購房者負擔加重，從而推升了居民部門總體的杠桿率。我國居民部門杠桿率由 2014 年底的 35.6% 快速攀升至 2018 年的 53.2%，上升斜率遠高於政府部門和企業的杠桿率，很大程度上受到棚改影響（圖 19）。一個證據是，居民部門債務餘額的增長與商品房銷售面積和個人住房貸款餘額均高度相關（圖 20、21），且個人住房貸款（含公積金貸款）餘額在居民部門債務餘額中的占比超過 65%。

圖 20: 居民部門杠桿率與房地產週期高度相關



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21: 居民債務餘額增速與房貸餘額增速高度相關



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

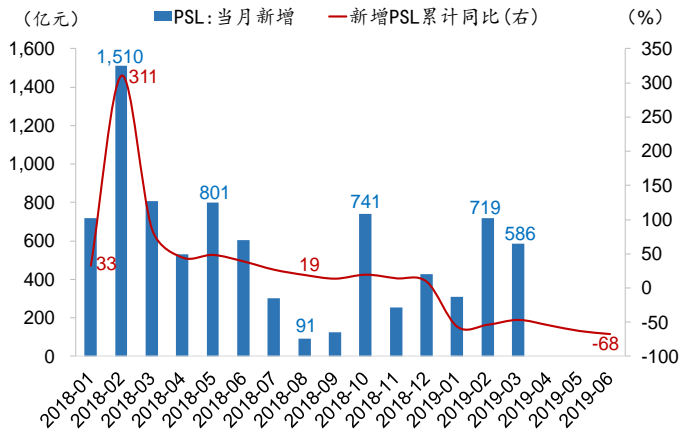
<sup>3</sup> 《寧波專員辦：當前棚戶區改造工作面臨的問題及對策建議》，財政部官網。據審計署披露，2015 年 12 月至 2016 年 9 月包頭融資平臺公司借款 81 億元用於市政道路建設、棚戶區改造項目等，包頭市政府出具承諾函承諾上述借款本息或基金由財政資金償還、回購。截至 2017 年底，隱性債務餘額 52.36 億元，約占包頭市 2016-2017 年棚改投資額的 24%。

## 四. 棚改退潮，影響幾何？

### 1. 2019年全國棚改規劃套數“腰斬”

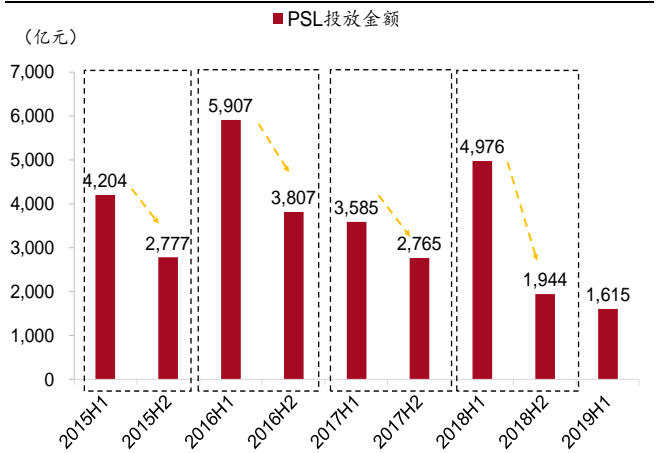
因其對地方政府債務和居民部門杠杆率的負面影響，棚改政策在2018年下半年開始退潮。國務院和住建部多次表示，各地將因地制宜調整完善棚改貨幣化安置政策，房價上漲壓力較大、庫存不足的地區將會縮減貨幣化安置比例。國開行也相應於2018年下半年收緊了PSL的審批。除4月財政部公佈全國棚改規劃套數減半之外，2019年1-6月新增PSL累計同比減少68%，指向棚改貨幣化安置的資金來源亦被“腰斬”（圖22）。考慮到PSL投放的前置特徵（圖23），下半年棚改的資金來源不容樂觀。

圖 22：2019年PSL投放力度進一步減小



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 23：PSL 投放具備前置特徵



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

### 2. 對商品房銷售的影響估算

有鑑於此前棚改政策對房地產銷售的巨大拉動作用，我們有必要對棚改退潮的影響進行估算。假設2019年貨幣化安置比例兩種場景：一是與2018年持平在50%，二是進一步下滑降30%；並假設棚改實際開工的三種情形：悲觀情形下，棚改實際開工率為100%，全年開工285萬套；中性情形下，實際開工率為108%（與2018年完成率相同），全年開工308萬套；樂觀情形下，實際開工率為153%（根據2018-2020年棚改規劃及此前完成情況估算），全年開工437萬套。

測算結果表明，棚改退潮將對商品房銷售面積形成顯著拖累。貨幣化安置比例為50%時，悲觀、中性、樂觀情形下，棚改貨幣化退潮對商品房銷售面積的拖累分別為10.0、9.3、5.5個百分點；貨幣化安置比例為30%時，悲觀、中性、樂觀情形下對銷售面積的拖累分別為13.3、12.9、10.7個百分點（表2）。

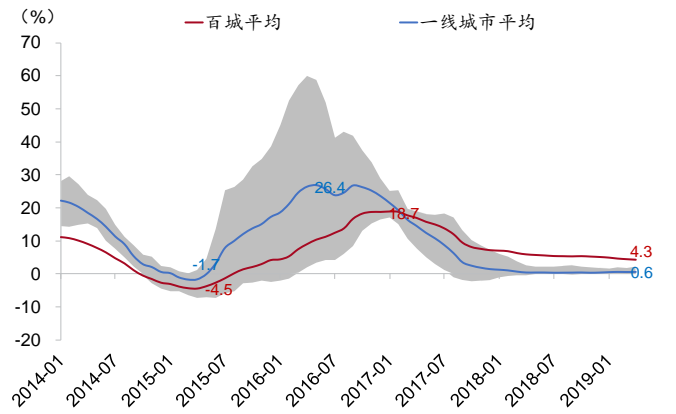
表 2：不同情形下棚改對商品房銷售面積的影響測算

| 不同情景    | 棚改實際開工套數 (萬套) | 貨幣化安置銷售面積 (萬㎡) |        | 貨幣化安置銷售面積同比變化 (萬㎡) |         | 對房地產銷售面積同比的影響 (百分點) |       |
|---------|---------------|----------------|--------|--------------------|---------|---------------------|-------|
|         |               | 50%            | 30%    | 50%                | 30%     | 50%                 | 30%   |
| 貨幣化安置比例 |               |                |        |                    |         |                     |       |
| 悲觀      | 285.3         | 12,125         | 7,275  | -14,480            | -19,330 | -10.0               | -13.3 |
| 中性      | 307.9         | 13,086         | 7,851  | -13,519            | -18,754 | -9.3                | -12.9 |
| 樂觀      | 437.0         | 18,573         | 11,144 | -8,033             | -15,462 | -5.5                | -10.7 |

資料來源：住建部、招商銀行研究院、招銀國際研究

**銷售疲弱將產生兩方面的負面影響。首先是房價。**2019年6月，百城住宅價格同比增速由去年底的4.9%下滑至3.9%。預期房價上漲的比例也從去年底的27.4%下滑至3月的25.8%。棚改退潮對棚改項目集中的低線城市的房價造成的壓力更大。簡單從房價變動上看，2016年以來，一線城市房價（百城房價同比增速）同比增速平均弱於全國平均水平（圖24），二線城市平均略高於全國平均水平（圖25），三四線城市平均強於全國平均水平（圖26），一線、二線、三四線城市房價的下行壓力或將逐級加大。

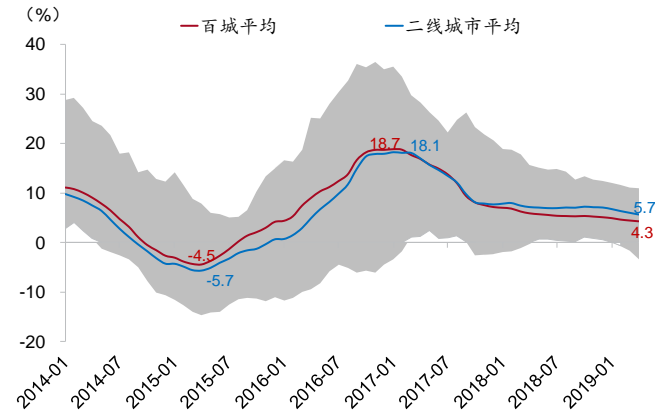
**圖 24：2017 年中後一線房價增速弱於全國平均**



注：陰影上限表示當期該類城市中增速最高值，陰影下限表示當期該類城市中增速最低值

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 25：二線房價同比增速略高於全國平均水平**

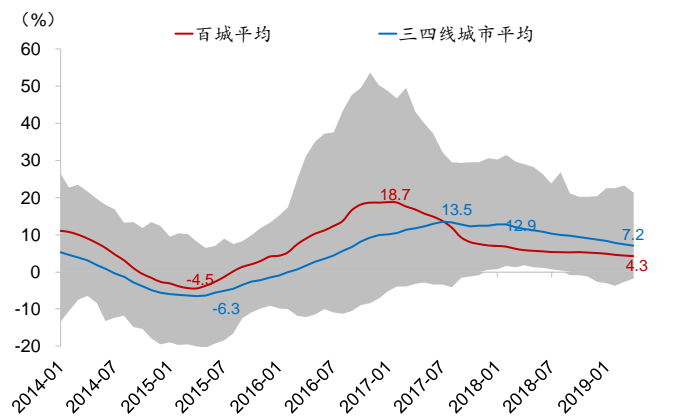


注：陰影上限表示當期該類城市中增速最高值，陰影下限表示當期該類城市中增速最低值，下同

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

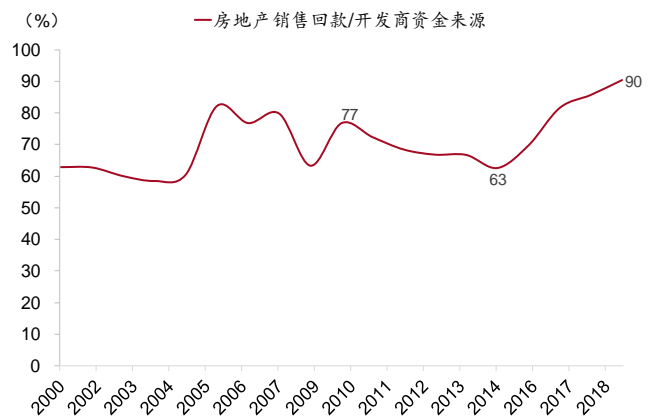
**其次，房地產銷售下滑將造成房企資金鏈的緊張，進而傳導至地方財政。**當前房企的資金周轉高度依賴銷售回款（占比達 90%，圖 27），商品房銷售疲弱將拖累房企拿地和施工，拿地意願疲弱對地方政府土地出讓造成不利影響，畢竟 2018 年土地出讓收入占地方政府一般公共預算收入比重高達 66%（圖 28）。2019 年 1-5 月，商品房銷售面積同比下降 1.6%，土地成交價款同比下降 35.6%，這將進一步加劇減稅降費下地方財政收支平衡的壓力（圖 29）。

**圖 26：三四線房價增速強於全國平均水平**



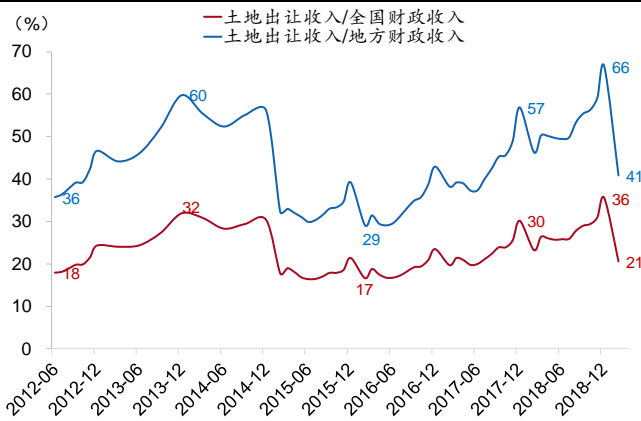
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 27：銷售回款在房企資金來源中占絕對比重**



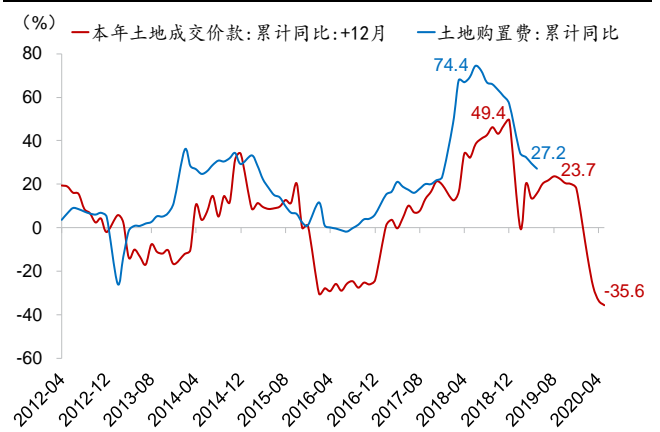
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 28：土地出讓收入在地方財政收入中占比高



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29：土地成交價款同比增速快速下滑



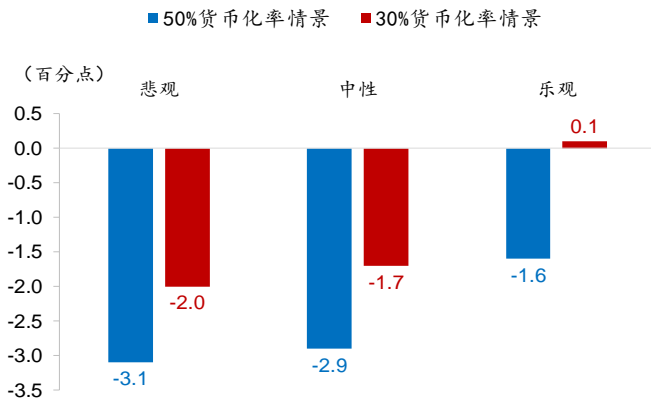
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

### 3. 對房地產投資增速影響估算

棚改退潮對房地產投資的拖累體現在兩方面：

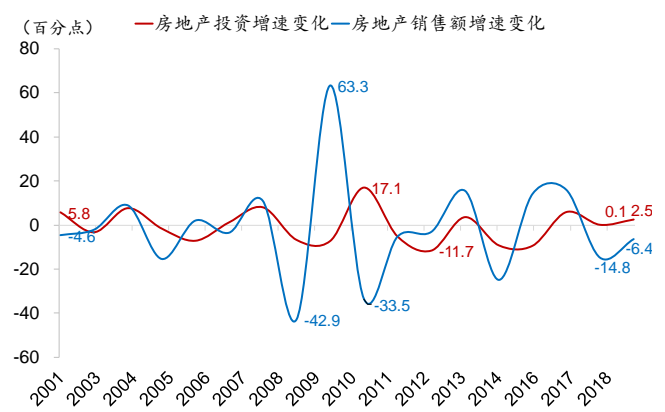
一方面，實物化安置縮減將對房地產投資形成直接拖累。根據住建部公佈的數據推算，2017年棚改實物化套均成本約為24萬元<sup>4</sup>，假設2019年實物化安置套均成本仍然維持在這一水平，貨幣化安置比例為50%時，房地產投資增速分別受到3.1、2.9、1.6個百分點的直接拖累；貨幣化安置比例為30%時，悲觀、中性、樂觀三種情形下，房地產投資增速分別受到2.0、1.7個百分點的拖累和0.1個百分點的拉動（圖30）。

圖 30：不同情形下房地產投資受到的直接影響



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 31：房地產銷售變化與投資變化正相關



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

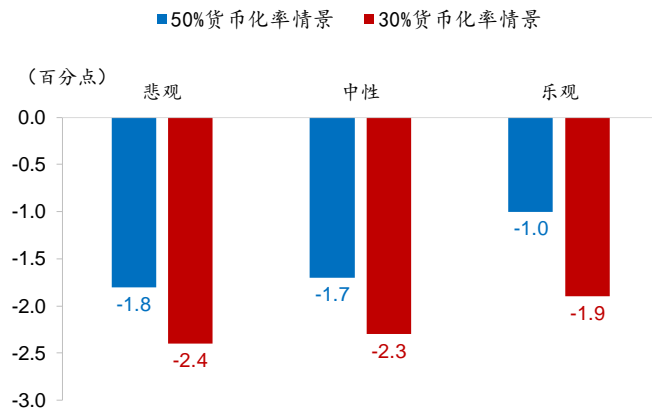
另一方面，貨幣化安置縮減將通過商品房銷售對房地產投資形成間接拖累（圖31）。2001-2018年房地產投資增速變化對銷售增速變化的彈性約為0.18。據此簡單匡算，悲觀、中性、樂觀三種情形下，貨幣化安置比例為50%時，房地產投資將分別受到1.8、1.7、1.0個百分點的間接拖累；貨幣化比例為30%時，房地產投資將分別受到2.4、2.3、1.9個百分點的間接拖累（圖32）。值得一提的是，這一靜態測算並未考慮

<sup>4</sup> 根據住建部公佈的棚改投資金額，由棚改投資金額=實物化安置套均成本（市場估算實物化安置套均成本約為貨幣化安置套均成本的70%）\*實物化安置套數+貨幣化安置套均成本\*貨幣化安置套數，計算得到貨幣化安置套均成本和實物化安置套均成本。

到價格與預期改變下房企與消費者行為的動態變化，極有可能低估了棚改貨幣化退潮對房地產投資的拖累幅度。

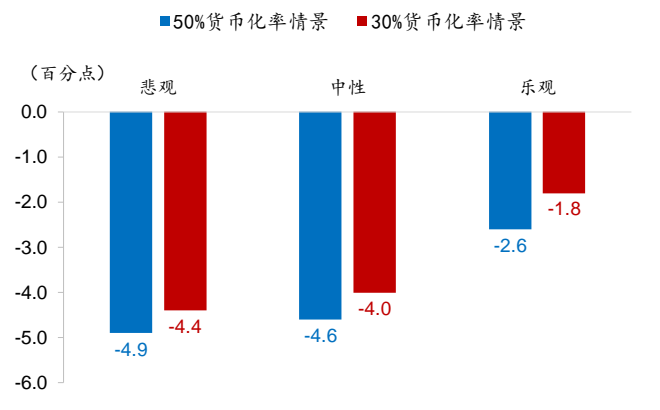
綜合直接和間接影響，悲觀、中性、樂觀三種情形下，貨幣化安置比例為50%時，2019年棚改退潮對房地產投資增速的拖累幅度分別為4.9、4.6、2.6個百分點；貨幣化安置比例為30%時，拖累幅度分別為4.4、4.0、1.8個百分點（圖33、表3）。

圖 32：不同情形下房地產投資受到的間接影響



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 33：不同情形下房地產投資受到的綜合影響



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

表 3：不同棚改實際開工套數情況下對房地產投資增速的影響

| 不同情景    | 實物化安置投資金額 (萬億) |      | 實物化安置對投資的影響 (百分點) |      | 銷售下滑對投資的拖累 (百分點) |      | 對房地產投資金額同比的影響 (百分點) |      |
|---------|----------------|------|-------------------|------|------------------|------|---------------------|------|
|         | 50%            | 30%  | 50%               | 30%  | 50%              | 30%  | 50%                 | 30%  |
| 貨幣化安置比例 | 50%            | 30%  | 50%               | 30%  | 50%              | 30%  | 50%                 | 30%  |
| 悲觀      | 0.34           | 0.48 | -3.1              | -2.0 | -1.8             | -2.4 | -4.9                | -4.4 |
| 中性      | 0.37           | 0.51 | -2.9              | -1.7 | -1.7             | -2.3 | -4.6                | -4.0 |
| 樂觀      | 0.52           | 0.73 | -1.6              | +0.1 | -1.0             | -1.9 | -2.6                | -1.8 |

資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

## 五. 區域風險評估：潮水褪去，誰在裸泳？

由於棚改政策本身有著較強的區域化特徵，有必要對棚改退潮在不同地區造成的風險加以評估。本文簡單評估了三方面風險：一是商品房銷售下滑風險；二是房價下跌的風險；三是地方政府土地出讓不暢造成的財政壓力。

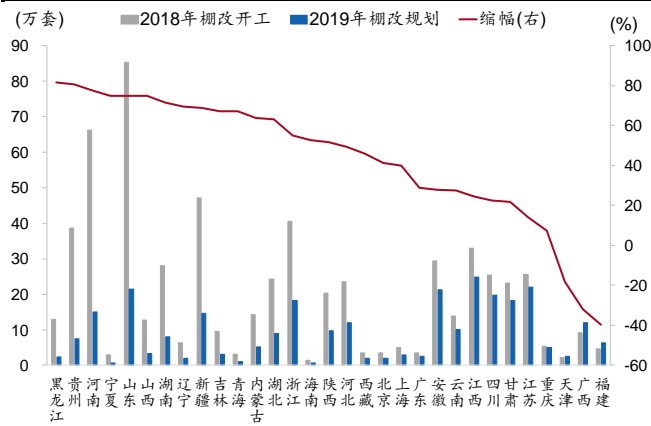
### 1. 房地產銷售下行風險

棚改退潮對商品房銷售的影響幅度可以拆分為兩個維度。一是棚改規劃套數的縮減幅度，二是房地產銷售對棚改貨幣化的依賴程度（簡稱“棚改貨幣化依賴度”）。其邏輯在於，若某地棚改規劃套數的縮減幅度與棚改貨幣化依賴度均較高，則該地區受棚改退潮的負面影響也較大。

從棚改規劃套數的縮減幅度看，數據顯示，除廣西、福建、天津外，其餘地區2019年棚改計劃較2018年開工量均有不同程度下滑（圖34）。其中，山東、河南、新疆、貴州棚改規劃縮減的幅度和規模均較大。從棚改貨幣化依賴度看，西部地區和東北地區房地產銷售對棚改貨幣化安置的依賴度較高（圖35）。2016-2018年，青海、甘

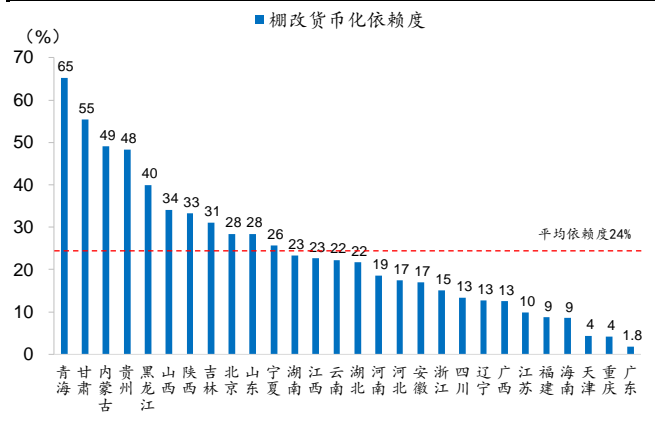
肅、內蒙古、貴州、黑龍江、山西、陝西、吉林貨幣化帶動的銷售面積占商品房銷售面積比重超過30%。

圖 34：各地棚改規劃縮減幅度



注：天津 2018 年棚改套數按每套 80 m<sup>2</sup> 進行估算  
資料來源：財政部、住建部、招商銀行研究院、招銀國際研究

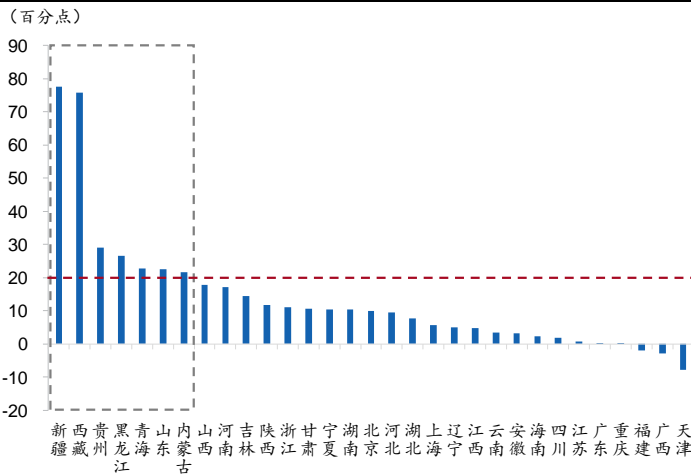
圖 35：各地棚改貨幣化依賴度



注：棚改貨幣化依賴度為 2016-2018 年平均  
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

綜合各地棚改縮減幅度和棚改貨幣化依賴度，可以計算各地商品房銷售面積增速受棚改退潮的拖累程度<sup>5</sup>。結果顯示，銷售下行壓力較大的高風險地區包括新疆、西藏、貴州、黑龍江、青海、山東、內蒙古，中性情形下這些地區商品房銷售面積增速受到的拖累均超過 20 個百分點；中風險地區包括山西、河南、吉林，中性情形下這些地區商品房銷售面積增速受到 15 個百分點左右的拖累（圖 36）。

圖 36：各地商品房銷售面積增長受棚改退潮的拖累幅度

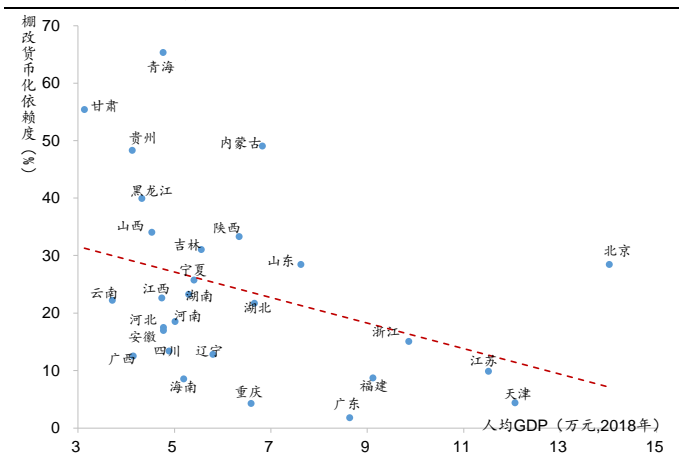


注：測算情景為 50% 貨幣化安置比例時的中性情景。其中天津、廣西、福建 2019 年棚改規劃較 2018 年棚改開工增加，因此受到拖累為負數。  
資料來源：Wind、招商銀行研究院

進一步，我們將區域風險與經濟發展水平結合起來觀察，發現無論是棚改貨幣化依賴度還是未來受棚改退潮拖累程度，都與該地區人均 GDP 水平負相關（圖 37、38）。這樣，就可得出一個基本的結論：經濟欠發達地區的商品房銷售受棚改退潮影響相對較大。

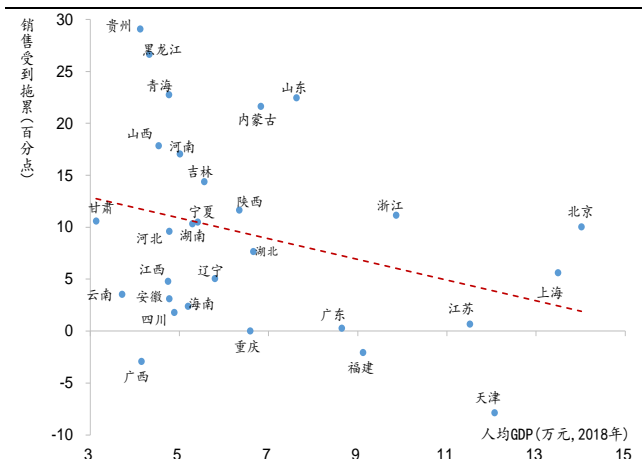
<sup>5</sup> 房地產銷售增速受到拖累程度 = (2019 年棚改開工套數 \* 貨幣化安置比例 \* 套均安置面積 - 2018 年棚改開工套數 \* 貨幣化安置比例 \* 套均安置面積) / 2018 年房地產銷售面積

圖 37: 棚改貨幣化依賴度與人均 GDP 負相關



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 38: 商品房銷售受到拖累與人均 GDP 負相關

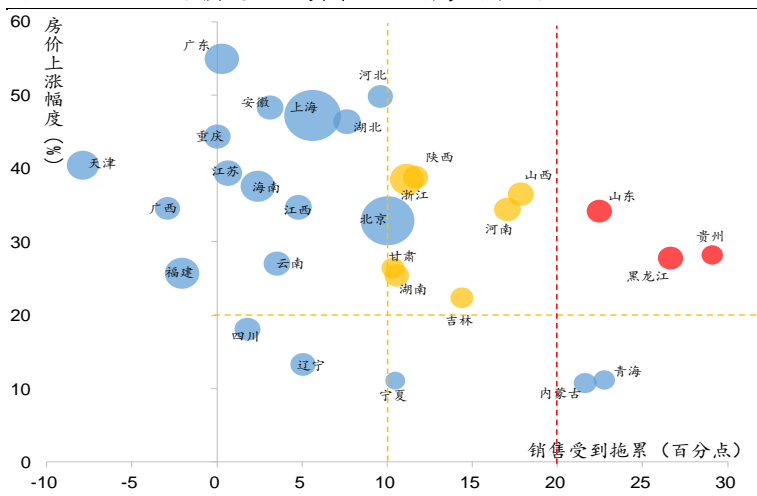


資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

## 2. 房價下行風險

我們分析的邏輯如下，假設某地區房價下行風險與該地區房價的歷史漲幅正相關，並以 2015 年棚改貨幣化加速推行以來的房價漲幅作為房價泡沫的代理變量。進一步假設棚改是各地區房價歷史漲幅的重要驅動因素，那麼房價歷史漲幅大、且棚改退潮對銷售拖累大的區域面臨的房價下行風險相對較高。

圖 39: 各地區房價受棚改貨幣化退潮影響程度



注：紅色表示高風險，黃色表示中等風險，藍色表示低風險。氣泡面積越大表明該地區房價絕對水平越高。新疆、西藏的商品房銷售受棚改拖累超過 70pct 但房價漲幅小於 10%，未在圖中列示。

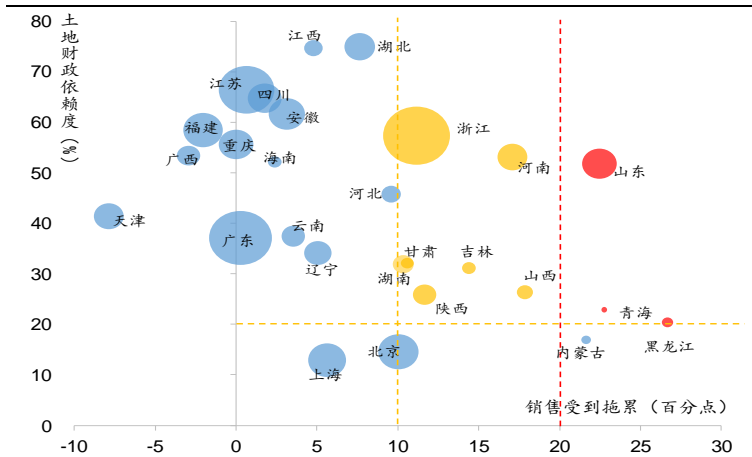
資料來源: Wind、招商銀行研究院

以歷史房價漲幅超過 20%和棚改退潮拖累銷售增長超過 20 個百分點作為高風險區間，數據顯示，貴州、山東、黑龍江三地的低線城市面臨的房價下行壓力最大；若以歷史房價漲幅超過 20%和棚改退潮拖累銷售增長超過 10 個百分點作為中風險區間，那麼山西、河南、陝西、浙江、吉林、湖南、甘肅等地低線城市房價面臨的風險亦不容忽視（圖 39）。

### 3. 地方政府財政壓力

如前所述，房地產銷售下滑和房價下行將通過制約開發商的拿地意願，進而對地方政府土地出讓收入形成壓力。邏輯上，各地財政受棚改退潮影響的程度，與其對土地財政依賴度和商品房銷售受棚改退潮拖累的幅度正相關，因此可以結合這兩個維度來觀察政府財政收支受到衝擊的程度。數據顯示，山東、青海和黑龍江等地處於高風險位置，而河南、山西、吉林、甘肅、湖南、浙江和陝西的財政壓力也比較大（圖40）。

圖 40：各地土地財政依受到衝擊情況



注：紅色表示高風險，黃色表示中等風險，藍色表示低風險。氣泡面積越大表明該地區房價絕對水平越高。新疆的商品房銷售受拖累超過70pct，土地財政依賴度19%，未在圖中列示。貴州、西藏、寧夏未公佈國有土地使用權出讓收入數據。

資料來源：Wind、招商銀行研究院

## 結語：房地產市場壓力加大，政策可能邊際對沖

綜上所述，棚改退潮將會對房地產的價格、銷售和投資造成顯著拖累，進而對地方財政收入和宏觀經濟增長形成壓力。受棚改退潮影響，商品房銷售增速將繼續長尾回落，且仍將呈現一二線走強、三四線走弱的分化格局。

在貿易摩擦的大背景下，房地產調控或將邊際放鬆。一方面，房地產銷售下滑已經拖累土地成交下滑，對政府性基金收入形成了較大壓力。尤其是今年實施更大規模的減稅降費，財政壓力本就較大。另一方面，房地產市場平穩健康發展也有助於達成穩就業、穩增長的政府工作目標。因此，部分三四線城市房地產調控政策有望邊際調整，但在“房住不炒”的大背景下，政策難以出現全面放鬆，“因城施策”仍會是今年房地產調控政策的主基調。

據歷史經驗外推，房地產政策“因城施策”的邊際鬆動也可能在下半年出現。最近三輪房地產小週期中，商品房銷售面積負增長2-3個季度後政策開始有所調整，而此輪房地產週期中商品房銷售面積已於2019年2月開始負增長。考慮到本輪商品房銷售面積負增長幅度不大，以及2020年“穩增長”的必要性，下半年房地產政策大面積放鬆的可能性並不高。

從棚改退潮的區域風險上看，部分地區的房地產銷售和地方財政可能受到較大衝擊，西部地區和東北地區的三四線房地產壓力比較大，政策可能首先面臨調整。綜合房地產銷售、房價和土地財政三個維度，山東、黑龍江、貴州的壓力最大。



## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 買入  | : 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%        |
| 持有  | : 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%        |
| 未評級 | : 招銀國際並未給予投資評級               |

### 招銀國際證券行業投資評級

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 優於大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標  |
| 同步大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若 |
| 落後大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標  |

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。