

回歸理性：房地產市場參與者的行為演變

- 我國商品房的銷售在疫情期間意外地出現一個先跌後揚的 V 型小週期。但今年以來，嚴厲的調控措施使得住宅市場景氣出現拐點，遊戲規則發生深刻變化，對市場參與者——居民家庭、地方政府和開發企業——的行為產生了深遠影響。
- 居民購房行為，受居住偏好、預算約束和購房政策等多方面因素的制約。首先，居家辦公加大了家庭對住宅空間的訴求，降低了方便通勤的區位要求，這在西方國家尤其明顯。其次，寬鬆的貨幣政策和直接的財政補貼，提升了房地產投資的預期回報，降低了居民加杠杆的成本。此外，疫情對居民收入的衝擊出現了 K 型分化，我國出現明顯的房租房價走勢分化。
- 地方政府的供地行為，受財政收支情況的影響。疫情之前，地方一般財政收入增長就已開始放緩，疫情爆發後，支出端“抗疫”相關開支上升，導致財政吃緊。這導致高線城市加快推出核心地段住宅用地，供地結構向核心區域集中，土地溢價率上升。進入 2021 年，房地產調控的主導邏輯轉向“穩地價”，中央推出兩項新政：一是集中供地，二是土地收入劃轉稅務部門徵收。為壓抑溢價率，未來住宅供地比重或進一步上升，高線城市的土地供應將向非核心區轉移。
- 房企的行為，根據其融資約束不斷調整。“資管新規”出臺後，非標融資管道就已全面收緊，信用供給向頭部房企集中，部分頭部房企反而逆勢加快擴張。為維持現金流，頭部房企加速周轉，經營行為上體現為“高開工”與“慢施工、低竣工”的背離。疫情之下，房地產市場逆勢上升，調控措施加碼，從融資管道進一步延伸至開發主體。“三道紅線”和“貸款集中度”上限的組合拳下，房企的融資約束從維持現金流轉向“降杠杆”，房企行為相應轉向，呈現出與前期截然相反的“低開工、快施工、高竣工”特徵，建安投資增速超過土地購置費增速。
- 展望未來，調控政策相機抉擇的靈敏度和強度都會上升，“三穩”效果將逐漸顯現，房地產行業週期性特徵或將進一步弱化。居民投機炒房、扭曲的土地財政和無序擴張的民營房企，都將逐步回歸理性。

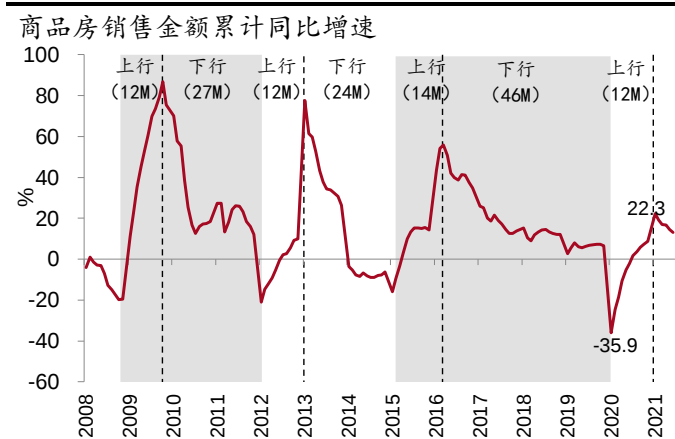
丁安華，首席經濟學家
 (852) 3761 8901
 dinganhua@cmbi.com.hk

嚴厲的調控措施使得住宅市場景氣出現拐點，遊戲規則相應發生深刻變化，對市場參與者——居民家庭、地方政府和開發企業——的行為產生了深遠影響。從市場運行看，居民購房行為決定商品房需求，地方政府的行為決定土地供應，房企的開發行為決定土地需求和商品房供給，中央的調控政策則構成房地產市場嚴厲的外部約束。

一、居民：購房行為

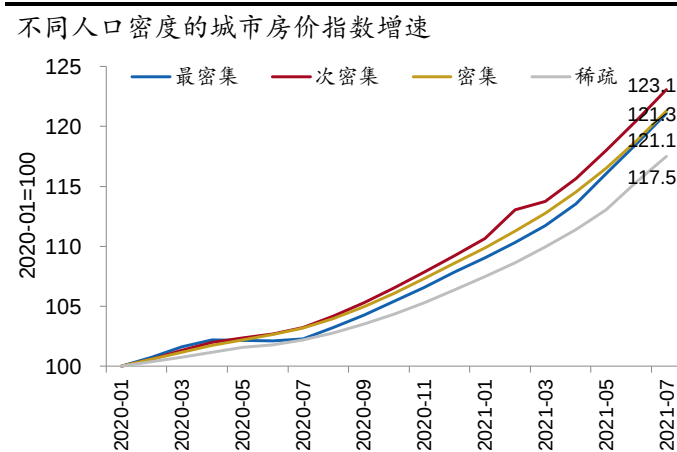
我國商品房的銷售在疫情期間意外地出現一個先跌後揚的 V 型小週期（圖 1），去年一季度快速陷入穀底，二季度開始反彈，之後一路走高，導致去年全年銷售面積達 17.6 億平方米，刷新歷史新高。今年以來，房地產銷售增長開始掉頭回落，說明此輪週期頂點已經過去，銷售放緩趨勢很大機會還將繼續下去。

圖 1：中國房地產“新週期”逆勢開啟



注：2021 年資料為兩年平均增速
資料來源：Wind，招商銀行研究院

圖 2：美國人口次密集城市房價漲幅最快



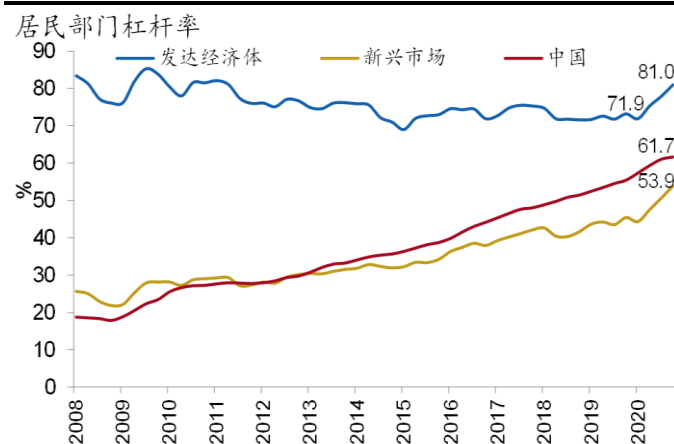
資料來源：Zillow、招商銀行研究院

居民購房行為，受居住偏好、預算約束和購房政策等多方面因素的制約。從全球看，疫情對購房行為產生了顯著的影響。

首先，居家辦公加大了家庭對住宅空間的訴求，降低了方便通勤的區位要求，這在西方國家尤其明顯。以美國為例，市郊住宅的價格漲幅顯著超過市中心。截止今年 7 月，美國次密集城市房價漲幅達 23.1%，超過最密集城市的 21.1%（圖 2）。這種變化，在我們中國表現並不明顯，主要是因為我國疫情“先進先出”，復工復產迅速，沒有形成持久的居家辦公常態。核心區域的商品房仍然更受青睞，一線城市二手房房價上漲 15.0%，而二、三線城市僅分別上漲 5.9%、4.8%。

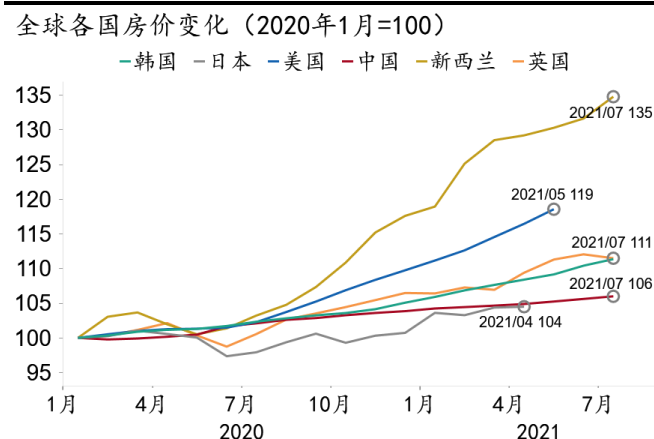
其次，寬鬆的貨幣政策和直接的財政補貼，提升了房地產投資的預期回報，降低了居民加杠杆的成本。與發達國家相比，我國的貨幣政策相對克制，作為按揭貸款定價基準的 5 年期 LPR 下調 15bp，而美國 30 年期抵押貸款利率下調了 85bp。去年發達經濟體和新興市場國家的居民杠杆率分別大幅上漲了 9.1 和 9.6 個百分點，我國居民杠杆率上行 4.3 個百分點，漲幅位於全球較低水準（圖 3）。這種差異，在很大程度上決定了房價的漲幅。相較去年初，今年 7 月中國房價平均漲幅為 6%，美國則超過 19%（圖 4）。

圖 3：發達經濟體和新興市場國家杠杆率漲幅超我國



資料來源：Wind、招商銀行研究院

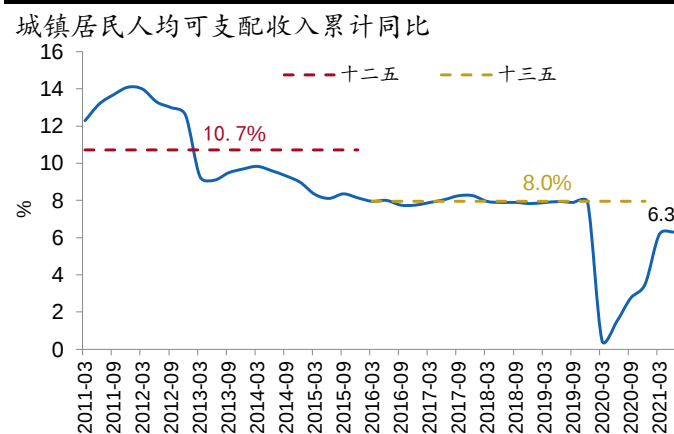
圖 4：中國相對克制的貨幣政策導致房價漲幅較小



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

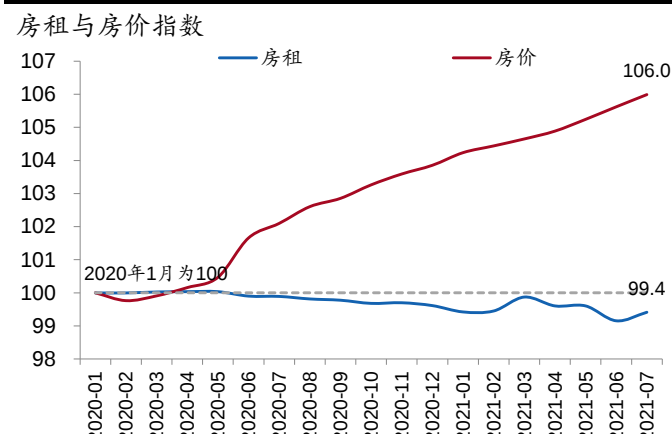
此外，疫情對居民收入的衝擊出現了 K 型分化。高收入群體受疫情衝擊小、更多受惠於寬鬆政策帶來的資產收入，低收入工薪階層受疫情衝擊相對較大。不過，美歐在財政大規模轉移支付的推動下，低收入人群的收入上升，提振了房租水準；而在中國，一方面在高收入群體投資需求的推動下房價不斷上行，另一方面居民平均收入增速下行（圖 5）導致房租不升反降，目前仍然低於疫前水準（圖 6）。

圖 5：我國居民平均收入增速明顯下滑



注：2021 年資料為兩年平均增速
 資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 6：我國房租和房價出現明顯分化



資料來源：Wind、招商銀行研究院

總結而言，我國這一輪房地產價格上漲的幅度，相對發達國家而言尚算溫和，而且上漲週期的時長也比較短。這背後還有兩個原因：一是政策干預，我國迅速採取強力措施“穩地價、穩房價、穩預期”；二是房地產施工受疫情影響的程度不同，目前西方國家的新房開工、竣工仍顯不足，供需缺口加大推動房價上行。

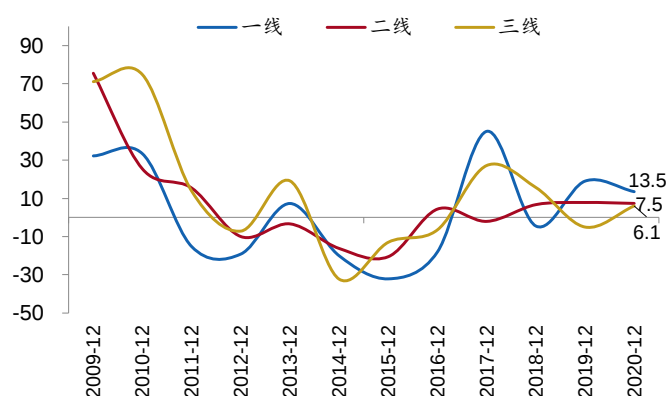
二、地方政府：供地行為

疫情之前，地方一般財政收入增長就已開始放緩，主要是因減稅降費的緣故。疫情爆發，地方財政收入端大幅下滑，支出端“抗疫”相關開支上升，導致財政吃緊。地方政府通過土地出讓補充公共財政的動機顯著上升，2020年土地出讓收入佔地方綜合財力（一般預算收入+土地出讓收入）的比重上升了4個百分點。

地方政府的供地行為發生了明顯變化。高線城市加快推出核心地段住宅用地，供地結構向核心區域集中。目的是激發更多房企參與拍賣拿地，獲得更多賣地收入。這種策略的自然結果，就是2020年全國土地成交按面積計負增長1.1%，按價款計卻大幅增長17.4%，說明土地溢價率上升。低線城市自棚改退出後，土地成交增速明顯下滑，房企拿地向一線集中（圖7）。

圖 7: 2020 年一線城市成交土地面積增速最高

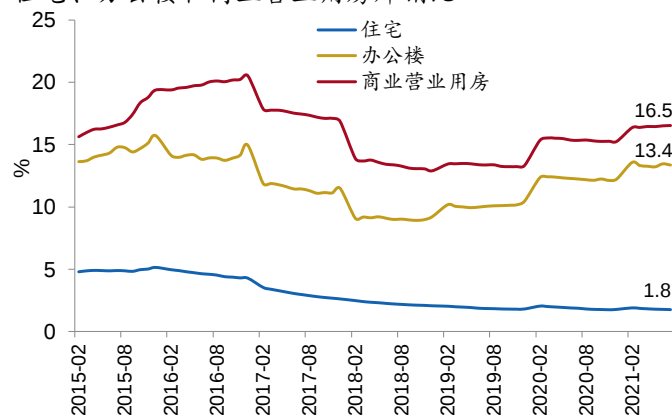
各线城市成交土地面积增速



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 8: 辦公樓和商業營業用房庫銷比高於住宅

住宅、辦公樓和商業營業用房庫銷比



資料來源：Wind、招商銀行研究院

從中央的角度，地價上升太快，並非理想情況。進入2021年，房地產調控的主導邏輯轉向“穩地價”，成為“三穩”（穩地價、穩房價、穩預期）之首。中央要求地方政府提高政治站位，確保土地溢價率保持平穩。

中央為“穩地價”推出兩項新政：一是集中供地，二是土地收入劃轉稅務部門徵收。不過，第一輪集中供地的效果並不明顯，總溢價率雖較去年下降0.6個百分點，結構上仍然分化。核心區溢價率較去年上升1.5個百分點，非核心區下降4.7個百分點。核心區成交建面佔比由去年的44.9%升至54.1%。溢價率仍然偏高，部分城市被迫叫停第二輪集中供地，同時調整供地規則。

為壓抑溢價率，地方政府勢必要調整供地策略和供地結構。考慮到過去商業辦公樓的庫銷比持續高於住宅（圖8），未來或將進一步加大住宅供地比重。預計明年的集中供地，高線城市的土地供應將向非核心區轉移，以壓低溢價率，完成穩地價的政治任務。

三、房地產企業：開發行為

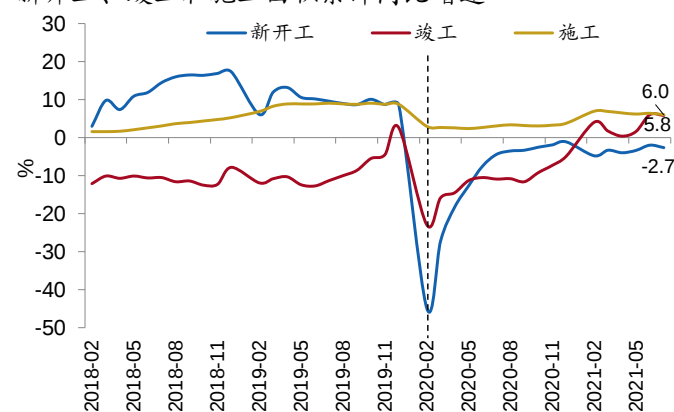
目前，房地方開發企業面臨前所未有的融資約束。“資管新規”出臺後，房企通過非標融資的管道就已經全面收緊，金融機構的風險偏好降低，小型房企逐漸失去融資來源，信用供給向頭部房企集中。部分頭部房企相信“大而不倒”，反而逆勢加快擴張，通過中資美元債方式在境外融資，導致融資成本上升，財務杠杆加大，期限明顯錯配。

為維持現金流，頭部房企採取加速周轉的策略，經營行為上體現為“高開工”與“慢施工、低竣工”的背離。高開工，目的是儘早進入預售，獲取銷售回款；慢施工，目的是縮減現金流支出；在資料上表現為低竣工。2018-2019年，房地產新開工面積兩年平均增速為12.8%，而施工和竣工的兩年平均增速僅為6.9%和-2.7%。

這套把戲，當然逃不過監管部門的法眼。疫情之下，房地產銷售和價格逆勢上升，調控措施加碼，從融資管道進一步延伸至開發主體。2020年8月，監管部門劃出三道紅線，直接為房地產企業設置杠杆率要求；12月出臺“貸款集中度”上限，約束商業銀行的房地產貸款佔比。這一套組合拳，迎頭痛擊那些長袖善舞、激進擴張的龍頭房企。

圖 9: 施工和竣工增速高於新開工

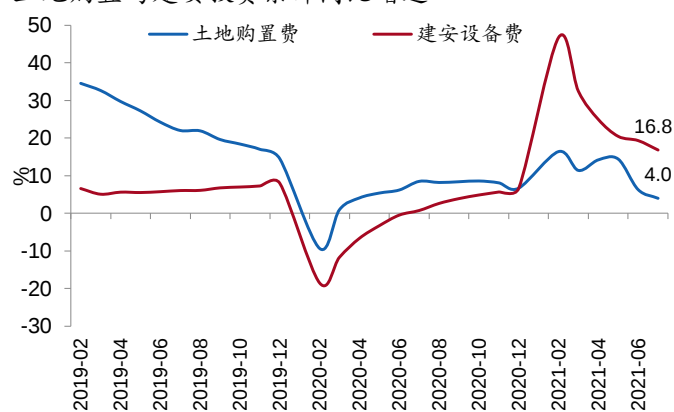
新開工、竣工和施工面積累計同比增速



注：2021年資料為兩年平均增速
資料來源：Wind，招商銀行研究院

圖 10: 建安投資增速持續高於土地購置

土地購置與建安投資累計同比增速



資料來源：Wind、招商銀行研究院

房地產開發企業的融資約束，從維持現金流轉向“降杠杆”，房企行為相應轉向，呈現出與前期截然相反的“低開工、快施工、高竣工”特徵。在預售階段，房企收取首付款和按揭款，會計處理上借記“銀行存款”（資產增加），貸記“預收賬款”（負債增加），儘管可以回流現金，但同時也使得房企負債增加、杠杆率上升。集中供地又降低了房企在拿地環節的資金使用效率，使得房企不得不壓縮拿地和新開工，將資金更多向施工傾斜，以期儘快確認銷售收入，降低杠杆水準。資料表現為，一是施工和竣工增速高於新開工（圖 9），今年 1-7 月，新開工面積的兩年平均增速為-2.7%，而施工和竣工面積兩年平均增速分別達到 6.0%和 5.8%；二是疊加大宗商品價格猛漲增加建安成本，建安投資增速超過土地購置費增速（圖 10）。

四、結語：理性回歸市場

對於居民而言，在“房住不炒”的政策目標下，房地產的投機行為將受到進一步遏制，真實的居住需求趨於理性，這部分需求受制於人口增長、新家庭組建和人口流動的變化。在人口增長放緩、老齡化趨勢加快、共同富裕的發展框架下，長遠來看，居民加杠杆的能力和意願下降，真實的居住需求制約房地產銷售的增長，進而壓抑房地產投資增長。

地方政府的供地行為，在“穩地價”的要求下，高線城市逐漸向非核心區域轉移，低線城市為吸引房企拿地可能必須推出黃金地段，城市間土地溢價率的分化將趨於收斂。各種競拍規則花樣翻新，各出奇謀，以在滿足土地財政需求的同時，控制土地溢價率。

房地產企業行為，首先是降杠杆、活下來，儘快滿足三道紅線要求。這在短期內明顯制約部分高負債企業的行為，中短期內施工和竣工面積增速將超過新開工，高杠杆民營房企的土地儲備勢必快速消耗。而國企的拿地份額上升，加上土地溢價率受壓，開發利潤有望回升，國有頭部房企的可持續發展優勢逐步突顯。

中央的調控目標是明確的，對三大市場參與主體而言，需要深刻理解房地產市場的邏輯已發生根本變化。展望未來，調控政策相機抉擇的靈敏度和強度都會上升，“穩地價、穩房價、穩預期”的效果將逐漸顯現，房地產行業週期性特徵或將進一步弱化。居民投機炒房、扭曲的土地財政和無序擴張的民營房企，都將逐步回歸理性。

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	：招銀國際證券並未給予投資評級

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（“招銀國際證券”）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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。