

日期：2021年07月06日


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师：胡月晓
Tel：021-53686171
E-mail：huyuexiao@shzq.com
SAC证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《货币、资产“双充裕”和泡沫理性化》
(2021年2月18日)
《楼市泡沫的成因、影响和治理》
(2020年5月20日)

珍惜资产配置调整窗口期

■ 主要观点

中国楼市的2个平行市场

楼市成为居民资产配置手段，房地产成为投资品，意味着楼市的金融属性和投资功能增强，意味着楼市居住市场和投资市场成为两个平行独立的市场！楼市投资功能对于维护楼市平稳和流动性，客观上具有一定作用，实际上对维护楼市居住供给正常也有重要贡献。但当楼市成为居民主要财富存储手段，投资功能重要性过大导致住房成为居民资产配置中的储藏品时，楼市分裂成两个平行市场，无论从金融稳定、宏观风险管理，还是社会公平和经济可持续发展的角度，市场重塑不可避免！

楼市双市场下泡沫屡调屡涨原因

表现为楼市泡沫过度膨胀的中国楼市失衡，是市场交易方面的供求失衡，并非真实世界里行业基本面方面的供给不足。真实世界供应是充足的，而市场交易又供应不足，这意味着必然有许多供应没有进入市场，未能形成市场有效供应！在时下的现实世界中，社会大众不仅将楼市当作投资品，而且当作资产财富的价值储藏手段。楼市调控机制需要在两个平行世界里纠正失衡，这就导致了市场看到的以压供给来控制房价的矛盾现象。中国楼市中的供求失衡在两个平行世界里是完全不同的，楼市调控机制需要在两个平行世界里纠正失衡。

发展租赁市场或引发楼市模式重塑

自“房住不炒”楼市调控政策提出以来，从“三道红线”到“贷款集中度”，再到当前的“发展租赁”，中国房地产市场管理采用了一条不用增加持有成本等传统刺破泡沫的方式，有序重塑了市场，将使楼市市场不协调发展局面，逐渐回归居住市场决定投资市场的正常格局。首先，基于居住市场供给过剩局面，提高市场进入门槛、防止投机资金过度进入等管理措施在逐步建立和完善。其次，建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，对金融机构的涉房风险进行了总量控制。第三，加快租赁市场发展，扩容居住市场。

资产配置调整窗口期或不长

国家放弃租赁建设经营用地的“地租”！租赁房或临快速扩容，这意味着楼市格局面临根本性重塑，流动性分布和居民财富结构也将随之改变。楼市重塑后，投资功能过大的局面将得到扭转，投资市场将萎缩。基于楼市市场环境的变化，一代中国人培养起来的以楼市为资产首选配置模式的状况，将逐渐发生改变。相对于海外金融危机后数倍的股市上涨，因楼市泡沫对资金的“虹吸”，中国市场呈现了长期的平稳和底部徘徊状态！面对未来，中国居民资产配置调整的大幕即将拉开，由于宏观环境变化带来的行为主体行为的较高一致性，楼市和资本市场都大概率会迎来快速变化，房地产和资本市场或临快速相向而行局面，留给人们从容调整资产配置结构的时间将不会太长！

目 录

一、面临重塑的中国居民资产配置格局.....	3
1. 以楼市为首选核心的现格局	3
2. 中国楼市的 2 个平行市场	4
3. 楼市双市场下泡沫屡调屡涨原因	5
二、资产配置调整机会窗口期或不长.....	7
1. 发展租赁市场或引发楼市新重塑模式	7
2. 资产配置调整窗口期或不长	9
三、若楼市泡沫破裂，情景将何如？	11
1. 楼市需要和面临重塑	11
2. 如何界定楼市泡沫破裂	12
3. 中国楼市泡沫破裂后情景假设	13
4. 该如何未雨绸缪？	15

图

图 1 中国居民家庭住房拥有结构（2019，%）	3
图 2 中国楼市的 2 个平行市场	4
图 3 中国楼市租售发展不同步	6
图 4 中国楼市双市场下的失衡	7
图 5 中国房地产信贷增长领先的格局（季度，%）	8
图 6 中美居民家庭资产构成比重对比（2019）	10
图 7 中国货币政策体系的三角形支撑框架	10
图 8 中国资产配置调整超级周期开启	11
图 9 中国物价变动的不同观察视角	13
图 10 中国楼市调控的演进	14

表

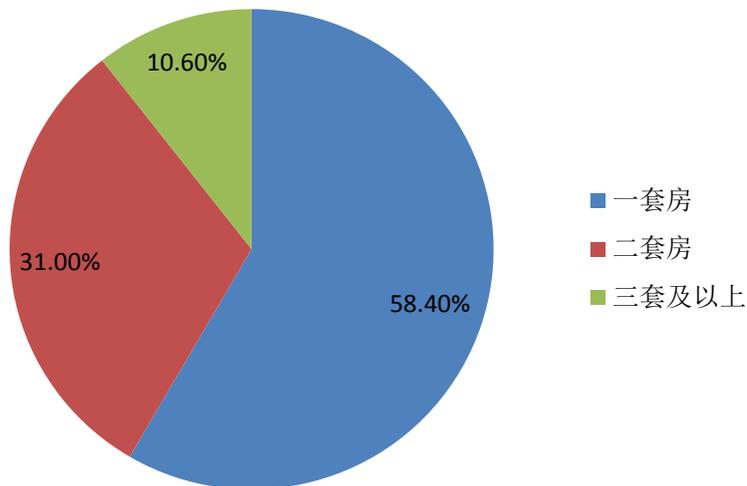
表 1. 中国楼市的 2 个平行市场	5
--------------------------	---

一、面临重塑的中国居民资产配置格局

1. 以楼市为首选核心的现格局

尽管没有这方面的专项统计，但人们根据自身观察和经验即可体会到，当前及很长一段时间以来，普通人和一般家庭在财富构成方面，最大资产在于房子。拥有可投资资产的中产人群，大都拥有 2 套以上的住房，即一套自住，一套出租或干脆以财富形式储藏。楼市成为居民财产配置首选场所，住房成为储藏品，是 2010 年以来楼市泡沫上涨的重要因素。2010 年中国开始“限购、限贷”为特征的楼市行政调控，说明当时从居住功能着眼，楼市已出现供过于求的现象，并且还很严重！如果是供不应求引起的价格上涨，调控对策自然是加大供应，单纯价格上涨过快的“泡沫”并不会引起管制需求的调控。当时的很多城市的土地供应和增加人口比较，实际上并不缺少，这十几年人均居住面积的持续改善，说明土地供应和住房开发的量是超过了新增人口的。2019 年中国人民银行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》报告显示，中国居民户均拥有住房 1.5 套，有两套住房的占比为 31.0%，有三套及以上住房的占比为 10.5%。当住房成为居民财富存储手段时，楼市的居住功能不可避免会受到削弱。

图 1 中国居民家庭住房拥有结构（2019，%）



数据来源：PBC，上海证券研究所

2. 中国楼市的 2 个平行市场

楼市成为居民资产配置手段，意味着房地产已成为“有钱人”（其实大部分是中等收入的普通民众、中产阶级人士）的投资品，意味着楼市的金融属性和投资功能增强，意味着楼市居住市场和投资市场成为两个平行独立的市场——居住市场和投资市场！

图 2 中国楼市的 2 个平行市场



显然，中国楼市中的供求失衡在两个平行世界里是完全不同的：真实世界中的供给是充分的，甚至整体略偏过剩，2020 年末克尔瑞监测数据显示 40 城楼市库存去化周期超过了 1 年（楼市正常去化周期为 6-12 月）；另一方面，楼市泡沫又持续膨胀，房地产市场量价齐升，部分城市新房申购靠“摇号”买房如中奖！

显然，当前中国楼市中的供给不足，只是理论世界中的供求失衡。从市场交易的角度，楼市泡沫之所以产生、膨胀并持续，就是因为供给一直远远赶不上需求！

以“永远涨”之一的上海为例，上海常住人口自 2013 年突破 2400 万人（当年为 2415.15 万）后，连续 5 年处于平衡状态，2014-2019 年间的常住人口分布为 2415.27-2428.00 万人之间，2020 年才由于落户政策放宽等因素，而有了突然跃升，当年常住人口达 2487.09 万，比上年增长了 61 万。前面 5 年几乎未有增长，突然增长了 60 多万，楼市交易的均衡局面猛然被打破，从而导致了 2020 年年末上海房价的突然暴涨。然而，就从市场真实供应而言，上海 2015-2019 年间新落成住宅 80.46 万套/14370.82 万平，新增人口人均近 1.5 套，这还不算 2020 年新增住房供应（因官方数据未公布）。可见，供求失衡带来的楼市暴涨，是一种纯市场现象，真实供求实际上在多方努力下，一直处于改善之中。从市场交易角度，楼市泡沫持续膨胀，表明供求持续失衡（供给不足程度持续甚至波动扩大）。当一个行业出现市场和基本面的长久背离时，通常是市场分层界限持续强化的结果。

表 1. 中国楼市的 2 个平行市场

指标名称	常住人口:万人	住宅竣工:套	商品住宅销售:套	商品住宅销售面积:万平
2015	2,415.27	153,148.00	216,922.00	2,009.17
2016	2,419.70	157,370.00	203,884.00	2,019.80
2017	2,418.33	180,347.00	136,908.00	1,341.62
2018	2,423.78	171,688.00	130,704.00	1,333.29
2019	2,428.14	142,001.00	136,561.00	1,353.70
2020			138,884.00	1,434.07

数据来源: 同花顺, 上海证券研究所

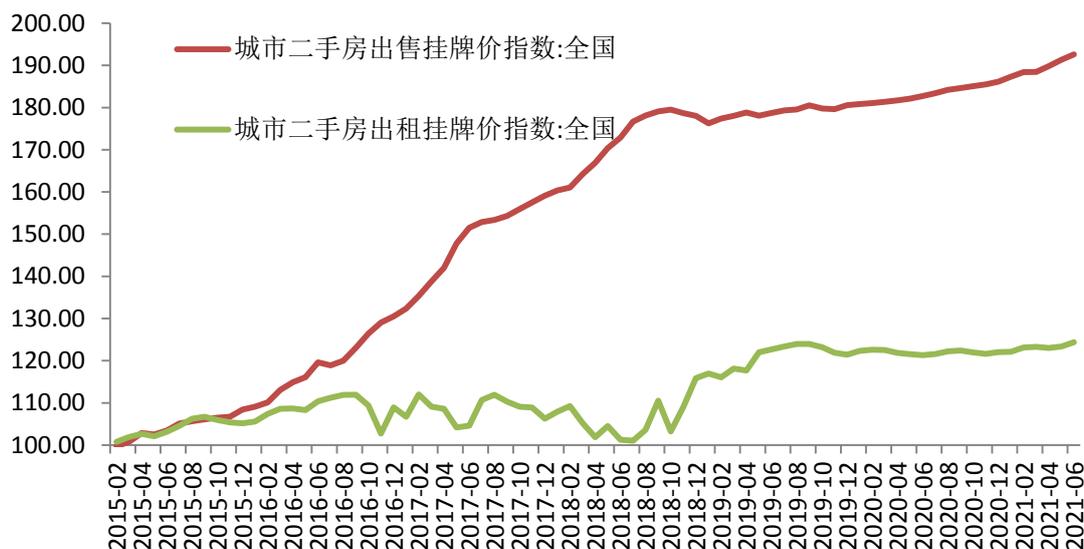
显然, 楼市调控机制需要在两个平行世界里纠正失衡, 这就导致了市场看到的以压供给来控房价的矛盾现象! 比如限制开发商融资杠杆的“三道红线”、减缓入市节奏的销售许可制度等。这也正是中国楼市复杂性之所在。在单一世界里, 价格控制等行政管控交易的行为, 都会带来效率下降并产生新的不公平。但是, 当楼市分层发展异化为身份商品市场后, 房地产市场已带有了较高的金融投资属性, 而对资产投资市场的监管是市场平稳有序运行的必备条件。经济理论分析和中外政策实践都表明, 对真实世界中的供给不足, 价格管制是无效的。然而中国楼市供求失衡, 并非真实世界中的供给不足, 而是真实供给过多下市场供给不足, 即部分住房成为了投资品并没有成为居住供给!

3. 楼市双市场下泡沫屡调屡涨原因

中国楼市的独特“双市场”表明, 行业供求改善和市场供求失衡可以并行发展。无论是限购、限贷, 还是限售、限价, 本质都是价格管制措施, 都是围绕着价格管制而拓展的配套非市场化楼市分配方式; 包括后来深沪等多地推出的积分摇号“认筹”购买新房政策, 其实质也是价格管制下“一手房”交易的非市场化执行手段。价格管制带来的不利影响, 经济学早已有定论!

表现为楼市泡沫过度膨胀的中国楼市失衡, 是市场交易方面的供求失衡, 并非真实世界里行业基本面方面的供给不足。真实世界供应是充足的, 而市场交易又供应不足, 这意味着必然有许多供应没有进入市场, 未能形成市场有效供应! 当楼市成为投资品时, 住房只是一个投资品载体, 楼房本身提供的居住功能被忽略。在投资人眼中, 使用价值仅是为投资价值实现服务的。房屋出租代表着真实的居住市场, 出售则在更大意义上代表着住房投资市场, 两者间的分离发展, 意味着楼市泡沫扩大和两个市场的背离。

图 3 中国楼市租售发展不同步



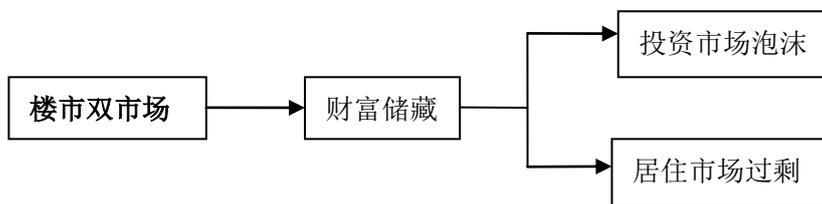
数据来源: Wind, 上海证券研究所

在时下的现实世界中, 社会大众不仅将楼市当作投资品, 而且当作资产财富的价值储藏手段。由于楼市具有较为显著的分层市场特征, 因而局部的波动和热点, 尤其是购房“恐慌”, 在楼市充当民众财富储藏手段时, 很容易扩散。分层市场不像普通商品和服务市场一样, 存在全市场统一的价格; 分层市场的特点是, 不同市场间互通性差, 不同子市场间价格差异性较大, 需求在不同子市场间的跃迁——需求升级, 通常比需求扩张的影响更为显著。因此, 在分层市场上, 供给不足和过剩, 通常是并存的。

当民众不仅把楼市当作投资场所, 而且充作财富存储场所时, 因各种原因导致的需求上升, 并不会释放出原先的占用住房——凡力所能及, 旧有住房会被转用作财富持有形式, 当然其中部分会被用于出租, 从而再形成居住供应, 但总有一部分退出市场! 随着互联网信息技术的发展, 以及金融体系监管的完善, 金融资产的司法透明度日趋提高; 这种社会变化趋势, 也使得楼市不可避免成为灰色收入的去向和财富聚拢平台, 但这一类资产大都不会形成真实居住供给。

总而言之, 楼市天生的分层市场特征, 及后天形成的投资品和财富储藏手段功能异化, 使得一些本来会进入市场形成真实居住供应(出租或出售)的房产, 会因为“永远涨”预期的持续强化, 而退出市场, 转而成为民众财富保有手段, 越来越多的现有存量房产会被储藏——既不用于出租、也不用于出售, 成为类似“老底子”压箱底金条似的资产!

图 4 中国楼市双市场下的失衡



中国楼市中的供求失衡在两个平行世界里是完全不同的，楼市调控机制需要在两个平行世界里纠正失衡。让更多“屋顶”进入市场，消除楼市的储藏现象，需要引进成熟市场通用的持有环节税！

二、资产配置调整机会窗口期或不长

1. 发展租赁市场或引发楼市模式重塑

7月2日，中国国务院办公厅日前印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，明确保障性租赁住房基础制度和支持政策。本次意见有一个前所未有的变化——国家放弃租赁建设经营用地的“地租”！租房或临快速扩容，这意味着楼市格局面临根本性重塑，流动性分布和居民财富结构也将随之改变，留给居民资产配置调整的时间不会太多！

图 5 中国楼市调控的演进

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20580



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn