



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2021.12.9(Y-Research RN135)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

www.cbnri.com

研究简报

中国观察

中国的房地产市场是否已经触底？

摘要

近期，由于中国一家房企在境外发行的美元债未能如期兑付，市场显得有些焦虑。住房需求似乎未受影响，一旦市场稳定下来，很可能会重新出现。鉴于库存水平较低，市场企稳速度可能比 2014 至 2015 年快得多。另外，对房地产开发商的监管更加严格，这表明，供应只会缓慢调整，从而调节低迷的程度。

正文

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

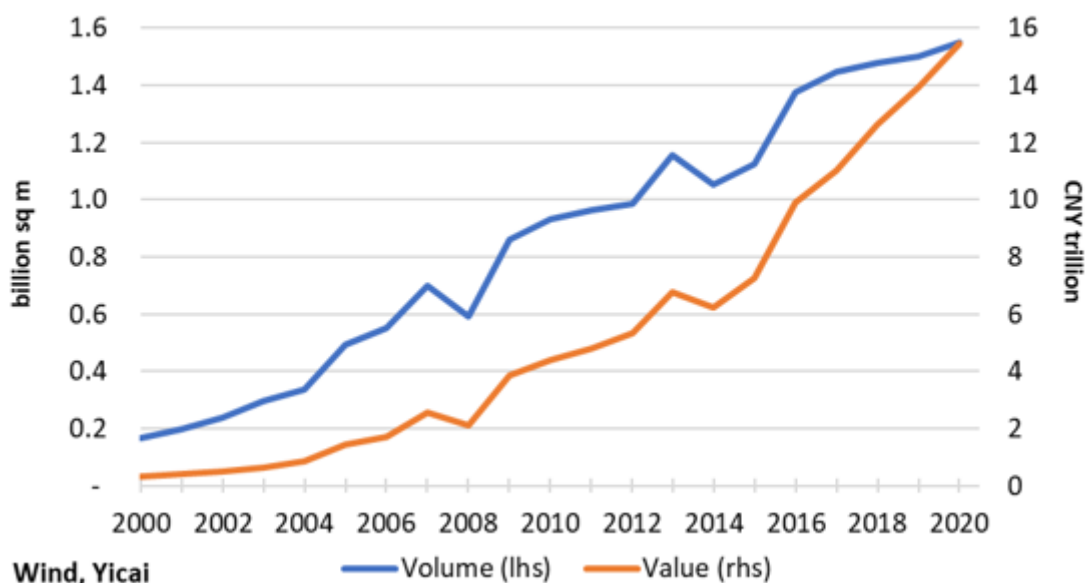
在 11 月的金融稳定报告中，美联储指出其商业联系人开始重点关注来自中国市场的影响。近一半的美联储商业联系人提高了未来 12 至 18 个月中国房地产市场发生影响的可能性。而这一切的焦虑与近期中国一家房企在境外发行的美元债未能如期兑付有关。市场心态总会因个别风险事件而产生普遍联系。

这种担忧是可以理解的。中国拥有巨大的房地产市场。去年新建房屋的销售额总计为 15.5 万亿元 (2.2 万亿美元)。这是美国去年新建房屋销售额的 7 倍。中国房地产市场通过原材料进口和开发商融资与全球市场相连。

中国住房市场的增长非常迅速。2011 至 2020 年销售额增长了 2 倍多，在这 9 年间，销售面积增长了 60%，且价格也翻了一番（见图 1）。市场经历了一系列走走停停的循环，部分原因正是由于其快速增长。2008 年和 2011 至 2012 年的下滑主要是政策导致的。政府收紧购房政策以控制价格上涨，提高人们的负担能力。相比之下，2014 至 2015 年的下滑则主要是由包括库存大量增加、经济增长放缓和为家庭提供更广泛的投资机会的金融创新在内的市场因素推动的。

目前的循环也是政策导致的，但这次政府试图控制的是金融风险，而不是住宅的价格。中国房地产开发商的商业模式涉及到通过大笔借款收购土地和建造公寓，这一过程通常需要三年才能完成。随着市场的飞速增长，开发商们变得负债累累。

图 1 住宅房产销售额



去年 8 月，政府开始实施“三条红线”机制，该机制旨在使房地产开发商的借款与其资产负债表的健康状况保持一致。违反全部三条红线的开发商的负债不允许增加，而没有违反其中任何一条的开发商的负债每年可扩大 15%。

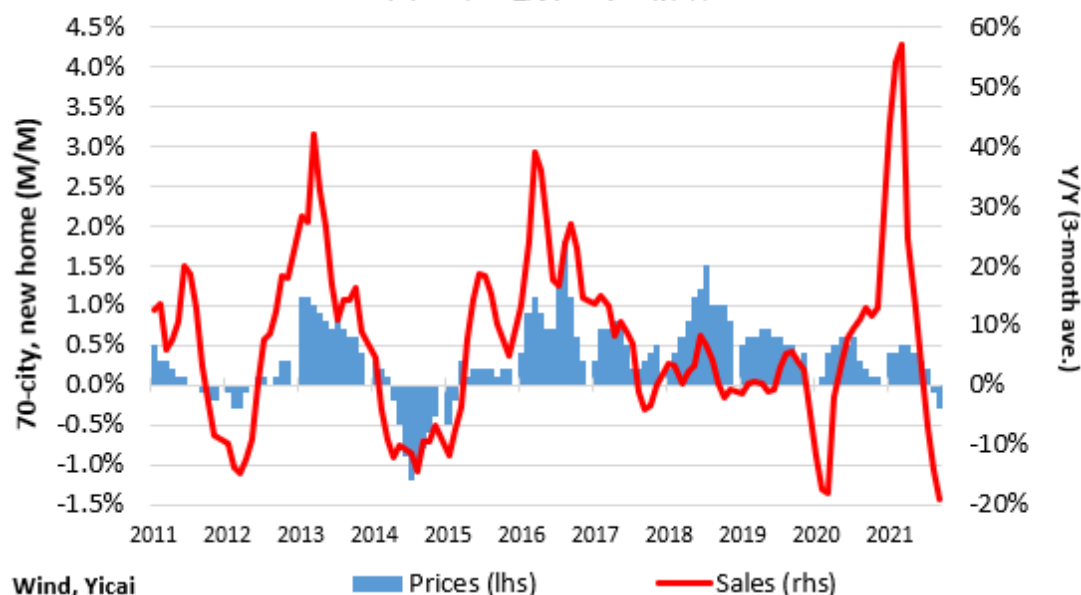
今年 10 月下旬，彭博社报道称，在 30 家最大的开发商中，有 3 家违反了全部 3 条红线，5 家违反了 2 条红线，13 家违反了 1 条红线，有 9 家同时遵守了三条红线的规定。这 30 家开发商出售了中国近 45% 的住宅房产。

三条红线使得开发商不太愿意承接新的项目，而更急于出售现有房产。因此，潜在的购房者现在不太可能在市场上找到有吸引力的新项目。此外，随着开发商降低价格，他们更愿意在购买前采取观望态度，以防价格进一步下跌。

2020 年冬天，住房销售呈现出强劲态势，但其自 2021 年夏季以来急剧下降。新房的价格对销售趋势的变化很敏感（见图 2）。

2011 至 2012 年（8 个月）和 2014 至 2015 年（11 个月），当销售特别疲软时，有过很长一段时间的价格环比下降。

图2 住宅房地产指标



在这次周期中，房价刚刚开始下跌。在中国 70 个最大的城市中，二手房价格在 9 月和 10 月均有所下降。房价下跌的地域范围很广，70 个城市中有 64 个在 10 月份报告了月度环比下降（2 个城市没有变化，4 个城市报告增加）。

每个人心里都在问：这个周期有多深，有多长？

三个因素表明，当前的周期将比 2014-2015 年的周期温和。

首先，现在的库存远低于之前的周期。就销售月份而言，房屋库存量不到 2014-2015 年的一半（见图 3）。这意味着开发商在另建新屋之前，并没有特别多的待售公寓需要清理库存。

其次，三条红线政策将限制开发商开工的速度。回顾之前的周期，建成公寓越少，房价增长越快，如 2013 年和 2017-2018 年（见图 4）。对开发商的借贷进行更严格的监管，意味着我们可以预计这次周期内

供应的反应相对迟缓。这应该会支持房价上涨并重新吸引那些正在观望的买家。

图3 待售空置公寓

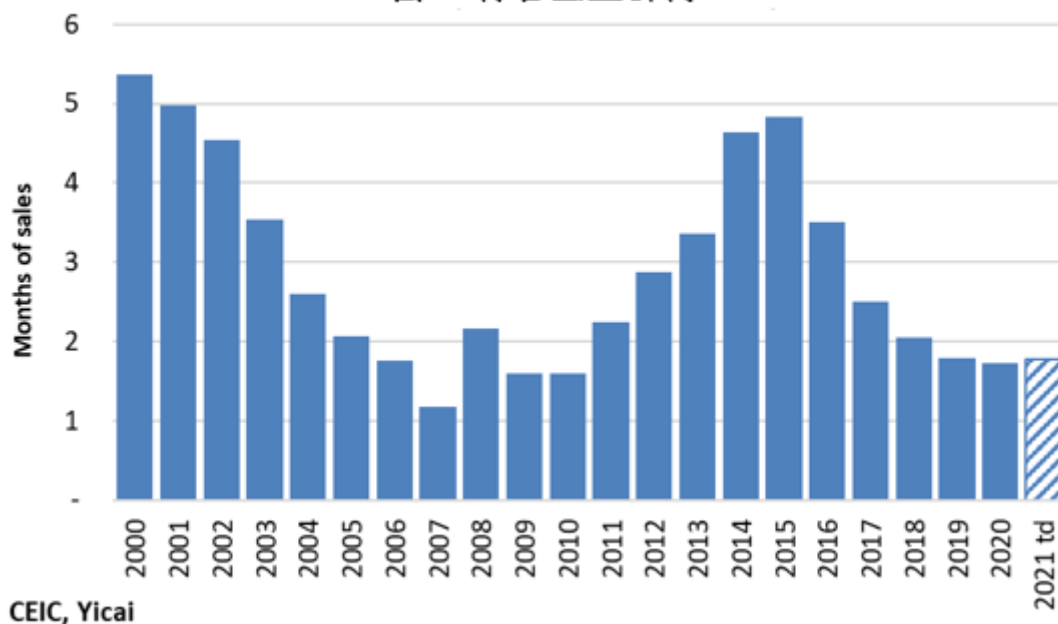
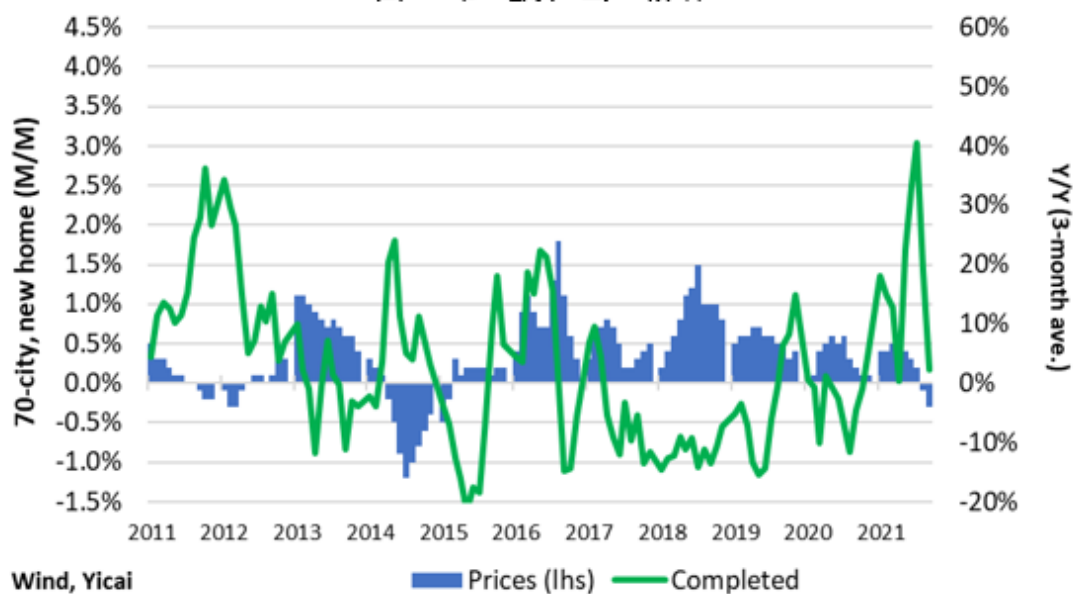


图4 住宅房地产指标



第三，我们相信潜在的住房需求仍然强劲。事实上，房地产市场已经很成熟，不再受人口结构的驱动。人口增长缓慢。虽然必定会有更多的农村人口向城市迁移，但最大的人口外流已经发生了。不过，

我不会低估对住房升级的需求。事实上，在整个上海，破旧的房屋正在被拆除，取而代之的是崭新的公寓楼，这些公寓楼的单元并不难卖。

为了更细致地了解升级需求，我们求助于 RIWI 收集的数据 (www.riwi.com)。RIWI 使用专利的机器学习技术，尽可能覆盖最广泛的受访者。它不断吸引原本未被纳入调查的人口。RIWI 的调查可能随机出现在任何在中国使用互联网的人面前。RIWI 的绝大多数中国受访者以前从未或很少被进行过调查。通常情况下，中国的调查只针对那些生活在主要城市中心的人，或者那些习惯性、激励性的调查对象。它们或者使用来自社交媒体的内容。RIWI 的调查具有匿名、连续、随机与不收集个人身份信息的特点，增加了受访者真实回答的可能性。

虽然 RIWI 的调查数据不能让我们直接衡量“更好的房产”，但它们确实提供了强有力的间接证据，表明升级需求仍然强劲。RIWI 询问调查对象的公寓价格在过去 12 个月里变化了多少。

在中国，很容易知道公寓的当前市场价格。大多数城市家庭生活住在小区 (neighbourhood)。这些小区由许多相当相似的公寓楼组成。待售单元的价格张贴在遍布街角的房地产中介的办公室里。基于这些待售单元每平方米的价格，可以很容易估计你自己公寓的价格。

让我们看看 RIWI 在 9-11 月获得的回复。RIWI 按收入组别对 12

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_31173

