

## 回归理性：房地产市场参与者的行为演变

- 我国商品房的销售在疫情期间意外地出现一个先跌后扬的 V 型小周期。但今年以来，严厉的调控措施使得住宅市场景气出现拐点，游戏规则发生深刻变化，对市场参与者——居民家庭、地方政府和开发企业——的行为产生了深远影响。
- 居民购房行为，受居住偏好、预算约束和购房政策等多方面因素的制约。首先，居家办公加大了家庭对住宅空间的诉求，降低了方便通勤的区位要求，这在西方国家尤其明显。其次，宽松的货币政策和直接的财政补贴，提升了房地产投资的预期回报，降低了居民加杠杆的成本。此外，疫情对居民收入的冲击出现了 K 型分化，我国出现明显的房租房价走势分化。
- 地方政府的供地行为，受财政收支情况的影响。疫情之前，地方一般财政收入增长就已开始放缓，疫情爆发后，支出端“抗疫”相关开支上升，导致财政吃紧。这导致高线城市加快推出核心地段住宅用地，供地结构向核心区域集中，土地溢价率上升。进入 2021 年，房地产调控的主导逻辑转向“稳地价”，中央推出两项新政：一是集中供地，二是土地收入划转税务部门征收。为压抑溢价率，未来住宅供地比重或进一步上升，高线城市的土地供应将向非核心区转移。
- 房企的行为，根据其融资约束不断调整。“资管新规”出台后，非标融资渠道就已全面收紧，信用供给向头部房企集中，部分头部房企反而逆势加快扩张。为维持现金流，头部房企加速周转，经营行为上体现为“高开工”与“慢施工、低竣工”的背离。疫情之下，房地产市场逆势上升，调控措施加码，从融资渠道进一步延伸至开发主体。“三道红线”和“贷款集中度”上限的组合拳下，房企的融资约束从维持现金流转向“降杠杆”，房企行为相应转向，呈现出与前期截然相反的“低开工、快施工、高竣工”特征，建安投资增速超过土地购置费增速。
- 展望未来，调控政策相机抉择的灵敏度和强度都会上升，“三稳”效果将逐渐显现，房地产行业周期性特征或将进一步弱化。居民投机炒房、扭曲的土地财政和无序扩张的民营房企，都将逐步回归理性。

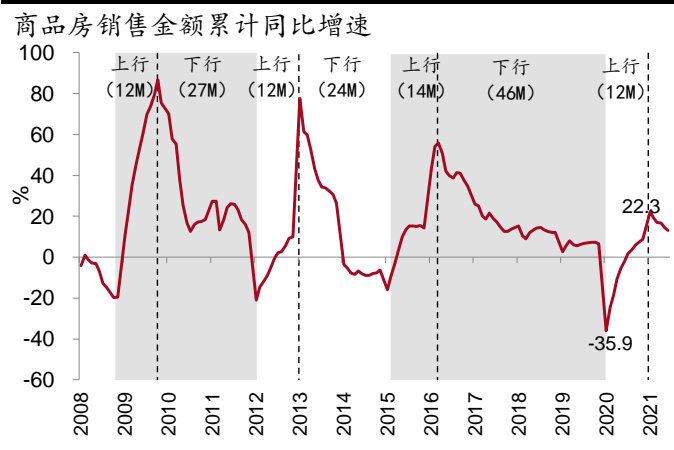
丁安华，首席经济学家  
 (852) 3761 8901  
 dinganhua@cmbi.com.hk

严厉的调控措施使得住宅市场景气出现拐点，游戏规则相应发生深刻变化，对市场参与者——居民家庭、地方政府和开发企业——的行为产生了深远影响。从市场运行看，居民购房行为决定商品房需求，地方政府的行为决定土地供应，房企的开发行为决定土地需求和商品房供给，中央的调控政策则构成房地产市场严厉的外部约束。

## 一、居民：购房行为

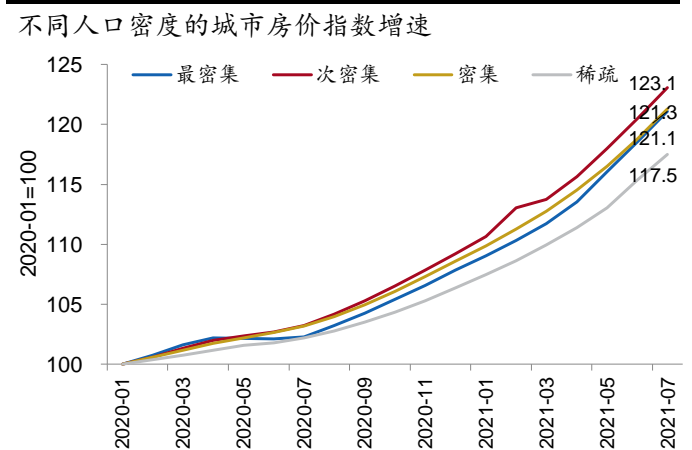
我国商品房的销售在疫情期间意外地出现一个先跌后扬的V型小周期（图1），去年一季度快速陷入谷底，二季度开始反弹，之后一路走高，导致去年全年销售面积达17.6亿平方米，刷新历史新高。今年以来，房地产销售增长开始掉头回落，说明此轮周期顶点已经过去，销售放缓趋势很大机会还将继续下去。

图1：中国房地产“新周期”逆势开启



注：2021年数据为两年平均增速  
资料来源：Wind，招商银行研究院

图2：美国人口次密集城市房价涨幅最快



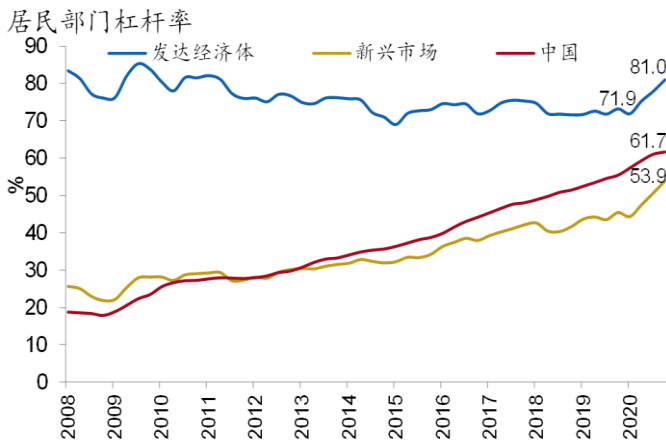
资料来源：Zillow，招商银行研究院

居民购房行为，受居住偏好、预算约束和购房政策等多方面因素的制约。从全球看，疫情对购房行为产生了显著的影响。

首先，居家办公加大了家庭对住宅空间的诉求，降低了方便通勤的区位要求，这在西方国家尤其明显。以美国为例，市郊住宅的价格涨幅显著超过市中心。截止今年7月，美国次密集城市房价涨幅达23.1%，超过最密集城市的21.1%（图2）。这种变化，在我们中国表现并不明显，主要是因为我国疫情“先进先出”，复工复产迅速，没有形成持久的居家办公常态。核心区域的商品房仍然更受青睐，一线城市二手房房价上涨15.0%，而二、三线城市仅分别上涨5.9%、4.8%。

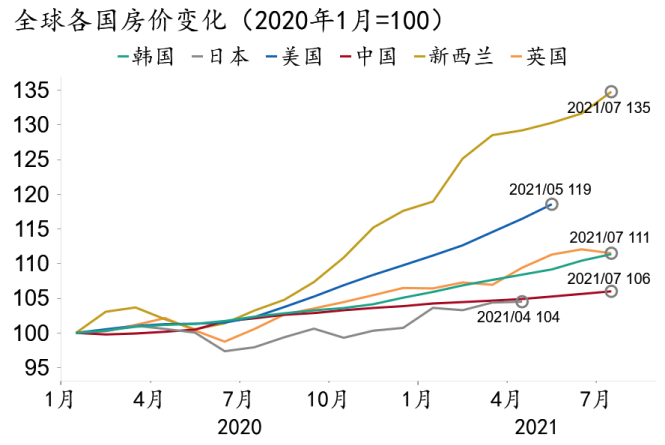
其次，宽松的货币政策和直接的财政补贴，提升了房地产投资的预期回报，降低了居民加杠杆的成本。与发达国家相比，我国的货币政策相对克制，作为按揭贷款定价基准的5年期LPR下调15bp，而美国30年期抵押贷款利率下调了85bp。去年发达经济体和新兴市场国家的居民杠杆率分别大幅上涨了9.1和9.6个百分点，我国居民杠杆率上行4.3个百分点，涨幅位于全球较低水平（图3）。这种差异，在很大程度上决定了房价的涨幅。相较于年初，今年7月中国房价平均涨幅为6%，美国则超过19%（图4）。

**图 3: 发达经济体和新兴市场国家杠杆率涨幅超我国**



资料来源: Wind、招商银行研究院

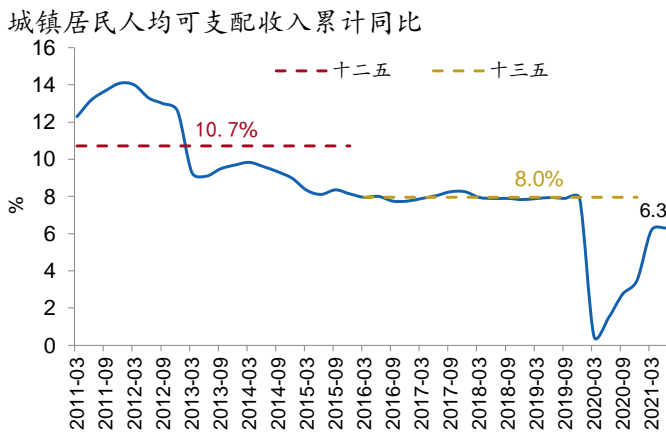
**图 4: 中国相对克制的货币政策导致房价涨幅较小**



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

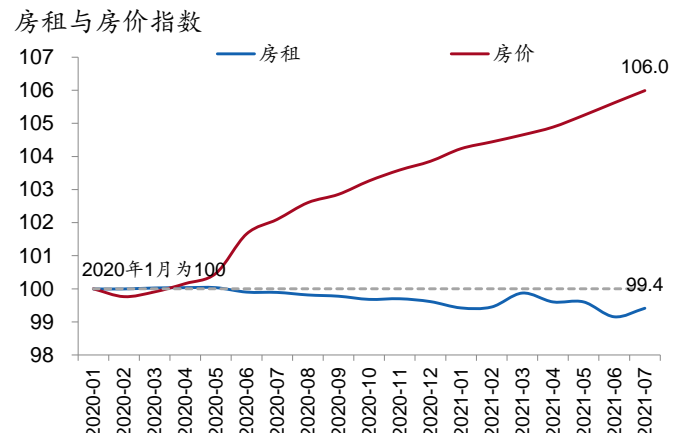
此外, 疫情对居民收入的冲击出现了 K 型分化。高收入群体受疫情冲击小、更多受惠于宽松政策带来的资产收入, 低收入工薪阶层受疫情冲击相对较大。不过, 美欧在财政大规模转移支付的推动下, 低收入人群的收入上升, 提振了房租水平; 而在中国, 一方面在高收入群体投资需求的推动下房价不断上行, 另一方面居民平均收入增速下行 (图 5) 导致房租不升反降, 目前仍然低于疫前水平 (图 6)。

**图 5: 我国居民平均收入增速明显下滑**



注: 2021 年数据为两年平均增速  
资料来源: Wind、招商银行研究院

**图 6: 我国房租和房价出现明显分化**



资料来源: Wind、招商银行研究院

总结而言, 我国这一轮房地产价格上涨的幅度, 相对发达国家而言尚算温和, 而且上涨周期的时长也比较短。这背后还有两个原因: 一是政策干预, 我国迅速采取强力措施“稳地价、稳房价、稳预期”; 二是房地产施工受疫情影响的程度不同, 目前西方国家的新房开工、竣工仍显不足, 供需缺口加大推动房价上行。

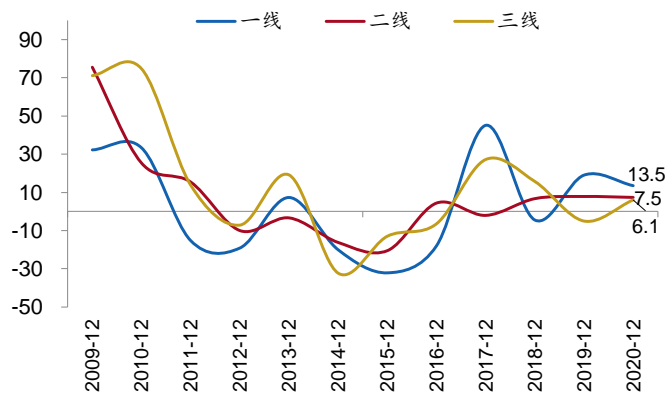
## 二、地方政府：供地行为

疫情之前，地方一般财政收入增长就已开始放缓，主要是因减税降费的缘故。疫情爆发，地方财政收入端大幅下滑，支出端“抗疫”相关开支上升，导致财政吃紧。地方政府通过土地出让补充公共财政的动机显著上升，2020年土地出让收入占地方综合财力（一般预算收入+土地出让收入）的比重上升了4个百分点。

地方政府的供地行为发生了明显变化。高线城市加快推出核心地段住宅用地，供地结构向核心区域集中。目的是激发更多房企参与拍卖拿地，获得更多卖地收入。这种策略的自然结果，就是2020年全国土地成交按面积计负增长1.1%，按价款计却大幅增长17.4%，说明土地溢价率上升。低线城市自棚改退出后，土地成交增速明显下滑，房企拿地向一线集中（图7）。

图7：2020年一线城市成交土地面积增速最高

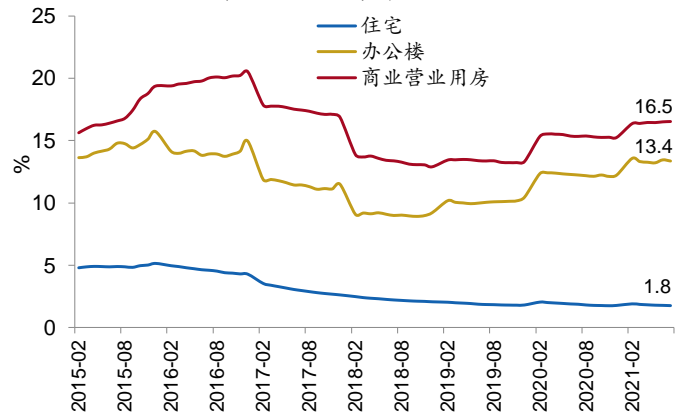
各线城市成交土地面积增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

图8：办公楼和商业营业用房库销比高于住宅

住宅、办公楼和商业营业用房库销比



资料来源：Wind、招商银行研究院

从中央的角度，地价上升太快，并非理想情况。进入2021年，房地产调控的主导逻辑转向“稳地价”，成为“三稳”（稳地价、稳房价、稳预期）之首。中央要求地方政府提高政治站位，确保土地溢价率保持平稳。

中央为“稳地价”推出两项新政：一是集中供地，二是土地收入划转税务部门征收。不过，第一轮集中供地的效果并不明显，总溢价率虽较去年下降0.6个百分点，结构上仍然分化。核心区溢价率较去年上升1.5个百分点，非核心区下降4.7个百分点。核心区成交建面占比由去年的44.9%升至54.1%。溢价率仍然偏高，部分城市被迫叫停第二轮集中供地，同时调整供地规则。

为压抑溢价率，地方政府势必要调整供地策略和供地结构。考虑到过去商业\办公楼的库销比持续高于住宅（图8），未来或将进一步加大住宅供地比重。预计明年的集中供地，高线城市的土地供应将向非核心区转移，以压低音价率，完成稳地价的政治任务。

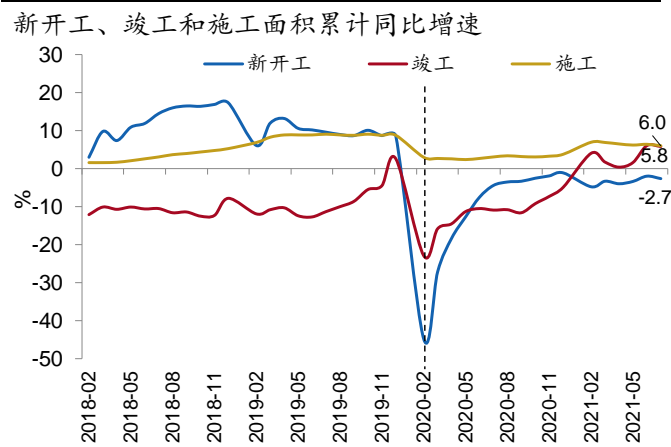
### 三、房地产企业：开发行为

目前，房地方开发企业面临前所未有的融资约束。“资管新规”出台后，房企通过非标融资的渠道就已经全面收紧，金融机构的风险偏好降低，小型房企逐渐失去融资来源，信用供给向头部房企集中。部分头部房企相信“大而不倒”，反而逆势加快扩张，通过中资美元债方式在境外融资，导致融资成本上升，财务杠杆加大，期限明显错配。

为维持现金流，头部房企采取加速周转的策略，经营行为上体现为“高开工”与“慢施工、低竣工”的背离。高开工，目的是尽早进入预售，获取销售回款；慢施工，目的是缩减现金流支出；在数据上表现为低竣工。2018-2019年，房地产新开工面积两年平均增速为12.8%，而施工和竣工的两年平均增速仅为6.9%和-2.7%。

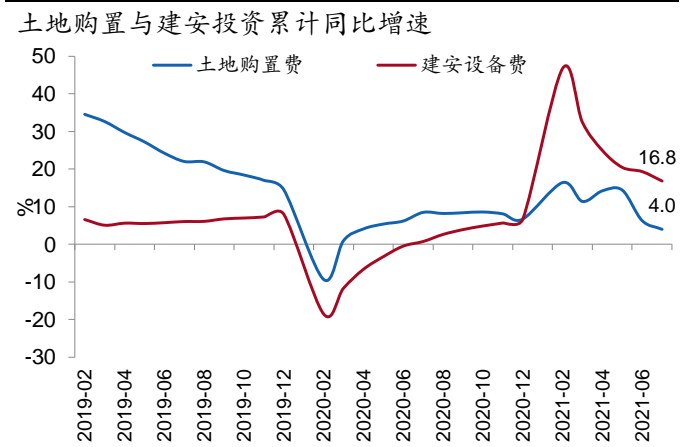
这套把戏，当然逃不过监管部门的法眼。疫情之下，房地产销售和价格逆势上升，调控措施加码，从融资渠道进一步延伸至开发主体。2020年8月，监管部门划出三道红线，直接为房地产企业设置杠杆率要求；12月出台“贷款集中度”上限，约束商业银行的房地产贷款占比。这一套组合拳，迎头痛击那些长袖善舞、激进扩张的龙头房企。

图 9: 施工和竣工增速高于新开工



注：2021年数据为两年平均增速  
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 10: 建安投资增速持续高于土地购置



资料来源：Wind，招商银行研究院

房地产开发企业的融资约束，从维持现金流转向“降杠杆”，房企行为相应转向，呈现出与前期截然相反的“低开工、快施工、高竣工”特征。在预售阶段，房企收取首付款和按揭款，会计处理上借记“银行存款”（资产增加），贷记“预收账款”（负债增加），尽管可以回流现金，但同时也使得房企负债增加、杠杆率上升。集中供地又降低了房企在拿地环节的资金使用效率，使得房企不得不压缩拿地和新开工，将资金更多向施工倾斜，以期尽快确认销售收入，降低杠杆水平。数据表现为，一是施工和竣工增速高于新开工（图 9），今年 1-7 月，新开工面积的两年平均增速为-2.7%，而施工和竣工面积两年平均增速分别达到 6.0%和 5.8%；二是叠加大宗商品价格猛涨增加建安成本，建安投资增速超过土地购置费增速（图 10）。



#### 四、结语：理性回归市场

对于居民而言，在“房住不炒”的政策目标下，房地产的投机行为将受到进一步遏制，真实的居住需求趋于理性，这部分需求受制于人口增长、新家庭组建和人口流动的变化。在人口增长放缓、老龄化趋势加快、共同富裕的发展框架下，长远来看，居民加杠杆的能力和意愿下降，真实的居住需求制约房地产销售的增长，进而压抑房地产投资增长。

地方政府的供地行为，在“稳地价”的要求下，高线城市逐渐向非核心区域转移，低线城市为吸引房企拿地可能必须推出黄金地段，城市间土地溢价率的分化将趋于收敛。各种竞拍规则花样翻新，各出奇谋，以在满足土地财政需求的同时，控制土地溢价率。

房地产企业行为，首先是降杠杆、活下来，尽快满足三道红线要求。这在短期内明显制约部分高负债企业的行为，中短期内施工和竣工面积增速将超过新开工，高杠杆民营房企的土地储备势必快速消耗。而国企的拿地份额上升，加上土地溢价率受压，开发利润有望回升，国有头部房企的可持续发展优势逐步突显。

中央的调控目标是明确的，对三大市场参与主体而言，需要深刻理解房地产市场的逻辑已发生根本变化。展望未来，调控政策相机抉择的灵敏度和强度都会上升，“稳地价、稳房价、稳预期”的效果将逐渐显现，房地产行业周期性特征或将进一步弱化。居民投机炒房、扭曲的土地财政和无序扩张的民营房企，都将逐步回归理性。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。