

# 中国房地产 平衡方能再生

编者按：中国经济，绕不开房地产。经济界一致的观点是，房地产行业将成为决定2012年中国经济是否硬着陆的“风险眼”。同时，房地产也成为中国政府能否彻底解决老百姓重大民生问题的突破口，而2012年是关键的时间点。这不仅考验政府智慧，同时也考验房地产行业本身的生命力。在实施限购限贷的调控政策一年多后，保障房建设战鼓擂得更响了。保障房建设能在多大程度上抵消商品房建设下滑对宏观经济的影响呢？“洗牌”后的房地产业格局会如何呢？2012年的第一期话题，编者特别选择了房地产来开篇。让我们跟随专家来思考这个关乎国情、关乎你我的命题。

孙建平

中国本轮房地产政策调控起始于2009年四季度，中间大致经历三次政策严厉高峰。调控措施从最初的恢复二套房贷政策、上调优惠利率下限升级到向沪渝两市增量房屋征收房产税、限贷政策、限价政策、限购政策，调控手段涵盖经济、法律和必要的行政手段，在去投机需求、投资需求的同时，改善需求（含首次）也受到限制，首套房刚需的按揭贷款政策也彻底偏向打压（如：首付从三成上升到四成，利率从基准利率打折上升到上浮1.1倍），政策面表现越来越走向过于严厉的失衡状态，不断逼近寒冬。

政策面走向严厉和失衡状态的同时，基本面精彩纷呈，迭创新高，从开工、投资到房价、销量均大放异彩，而房价表现尤为彪悍。相对于政策面表现及其趋势、行业正常环境乃至中长期成长，基本面也迈入失衡状态，不断逼近酷暑。而这也必是政策面不断走向严厉的重要根源。

展望2012年，我们认为，政策面、基本面都将从失衡回归平衡，通过调整逐渐恢复正常。只有、也只要恢复了平衡，行业方能、就能进入再生成长。

## 行业基本面：全面调整趋势已形成

简言之，基本面进入调整的原因主要在于基本面失衡后的回归、政策面持续后终于产生效果。对于前者，调整压力来自于越来越具有资产价格属性的房价在持续上涨后的调整压力、行业自2009年8月开始持续高开工后的供应和库存压力，政府面压力来自于越来越聚焦于信贷、利率和购房资格的行业政策。按照上海限购方案，理论测算限制了约38%的购

买资格，主要限制了投资、投机、外地改善性需求。

其中，从忽略成交户型均价看，国泰君安房地产团队覆盖研究的18个一二三线城市，2009年初至2011年9月房价平均涨幅60%左右。而从单个楼盘可比价格看，房价涨幅远高于上述数据。房价短期快速上涨导致风险加剧，例如：一线城市租售比普遍下降到1.5%-2%，租供比下降0.4强。

相比2008年的行业调整，2012年行业资金链风险更大、中小开发商资金压力更大。我们预计房地产行业资金缺口将高达1.3万亿元（2011年行业整体没有资金缺口的），相比2008年增加50%左右。资金压力最大的开发商很可能是中等开发商，他们可能是区域性市场，公司刚上一定规模，处于快速扩张，拿地、开工、销售等与行业完全同步，团队缺乏行业预判和快速反应能力。

房地产行业巨大资金缺口的压力，表明开发商存在普遍的资金压力，更加快开发商降价的速度和幅度。而房价的真正调整，才能使政策面真正有趋于缓和、从失衡走向平衡的可能。我们预计，2012年主流一二线城市房价整体降幅15%-20%，全国全行业房价下降3%。房价实质性、全局性调整必然意味着过冬。首先，缩减拿地和新开工是进入冬季后开发商的首选。我们预计2012年全国新开工面积为17.3亿平米，同比下降11%，若剔除2012年保障房在新开工上的巨大贡献，新开工增速变为-15%。其次，预计全国房地产投资额增速仅为12%，而且若剔除保障房贡献，则同比增速下降到8%。这对宏观经济、房地产上下游产业将产生最直接而痛苦的负面冲击。因为2011年新开工面积和房地产投资增速还能保持在19%和30%。

第三，预计一二季度行业库存增速都将维持在高位，6月以后可能达到库存和新增供应的高峰。

## 行业政策面：局部放松趋势将确立

简言之，行业政策面有条件修正的局部放松的原因，主要在于基本面调整趋势形成，房价出现真正调整，行业基本中期有望恢复健康，持续将近3年的政策目标获得成功和得到实现。

预计政策面反转的基本思路是：宏观货币信贷实际宽松—地方政府行业政策局部松动—中央政府行业调控政策局部修正。其中，第一个环节通过降准、信贷增加、个别银行首套房利率和首付下浮已开始实现。第二个环节通过南京等城市提高公积金贷款额度、北京等城市提高普通住宅标准已开始实现。预计一季度开始，将有越来越多的地方政府将做同样政策局部放松的事情，使得行业量价等指标调整的底部相比市场预期能抬高。最重要的环节是中央政府的政策局部松动，可能的政策包括：首套房贷款利率普遍下浮到打折；商业地产和工业地产类别的非住宅项目贷款定向宽松；二套房贷政策调整以支持换房等合理消费需求；在外地人购买首套房纳税时间长度调整、首次改善需求、限购区域或类别缩小等方面有条件修正限购政策。

## 2012年行业方向：将在困难中突破

以房价为核心，基本面调整见底的标志，是主流城市房价跌幅15%-20%；以资金链为核心，基本面调整见底的标志，是区域性高负债中等开发商变卖股权还债甚至破产。当这些情况发生时，我们认为基本面本身将逐渐自然见底和开始自然恢复，以2008年为例，在主流城市房价普遍跌幅15%、局部区域房价跌幅50%已经完成，行业和资本

市场最恐慌、预期最悲观的9月前后，11个重点城市新房单周成交量还有100万平方米左右，同比跌幅大约60%。同时，随着政策调控目标实现、房地产再库存和调整压力向相关产业和宏观经济传导，政府将对持续了将近3年的过于严厉的调控政策做出调整，支持合理的消费需求。而经历了3年的政策调控和1-2年的基本面震荡调整，商品房的投资属性正在弱化，消费属性正在突出。

从政策局部放松预期角度看，政府是具有足够的意愿和能力来驱动、引导房地产正常合理的需求和购买力的。也正因为是局部放松，所以我们预判政府在房地产调控政策上将更加注重微调，更加务实和实干。对于市场和政府有所疑虑的2012年限购政策做出局部修正后是否会导致房价报复性反弹，我们认为，限购、限贷等政策局部松动只是会释放合理消费需求的购买力，再加上2012年整体库存和新增供应量处于高峰，也即需求政策部分调整后行业格局也还是供过于求。而到了2013年，政府可以考虑以增量房产税向其他一二线重点城市推广的办法，来对冲供应下降对房价的影响。相反，2013年因为库存和新增库存下降，房价有反弹压力，等到这一年来再求需求政策的局部放松，一方面，很可能因为2012年的调整过度经济衰退更加显著反而要求更大力度的放松，另一方面，由于供给下降房价很容易有报复性上涨的压力。

从未来3-5年看，根据对城市化、拆迁更新、改善需求、人口红利、行业金融化深度、市场深度等方面的综合考量，行业中期依然处于成长期，而不会从2012年开始进入成熟期。但是，可能是成长期的下半场。在上半场，行业量价等指标增速普遍在30%左右，同时具有高利润、高杠杆、高成长性的特征，但在下半场，销售额增速可能降低到15-20%左右，而且销量增速明显快于房价增速。对于开发商，在下半场高周转、做大模式的龙头公司可能更多地分享到行业的成长。

（作者系国泰君安证券房地产行业首席分析师，2011年度新财富行业分析师评选房地产行业第一名）



## 从楼市“洗牌”看未来

金岩石

楼市进入“洗牌”阶段，而人们对于楼市“洗牌”的理解却各不相同，看房价下跌的人谈“拐点”，看行业调整的人谈“淘汰”，看社会公平的人谈“保障”。在我看来，只要城市化的发展趋势不变，货币化的增长模式不变，洗牌后的楼市会使主要中心城市的房价继续上涨，这就要理解楼市“洗牌”的三重含义。

据不完全统计，中国具有房地产开发资质的公司有三万多家，还不包括直接或间接参与房地产开发的其他企业。从城市房地产企业的经营模式看，一流公司做社区，二流公司做房子，三流公司“炒地皮”。能够对住宅、商业和社区环境进行综合开发的房地产公司不过百余家，能够做精装修房产的不过数千家，至少有两三万家。当土地开发的无序和地价飙升的盛宴结束后，房地产业中“炒地皮”的公司势必分期分批退出房地产开发。纵观世界，美国的房地产开发早已进入寡头垄断市场，四家上市公司控制了近80%的市场份额；香港的房地产市场也不例外，十家公司控制90%以上的市场份额，中国的城市化已从“春秋”进入“战国”，此为楼市“洗牌”的第一层含义，预计在中国的城市化基本完成之时（2025-2030年），房地产企业将减少到一千家左右。

本轮楼市调控的政策基调是“保障+限贷”，结果必然是政策引导下进入“双轨制”的住宅市场，从而加剧楼市的洗牌。毕竟能够进入保障房市场的企业不是大多数，而土地供给的“双轨制”势必减少普通商品房的供给。银行的政策性“限贷”又抑制了商品房市场的资金供给，一方面，资金供给的总量下降会将一些公司驱逐出房地产开发，另一方面，资金供给突然下降会导致金融“趁火打劫”，大幅度提高中小开发商的资金成本。由于土地和资金的供给同时下降，商品房的未来供给必然减少，需求却会由于“保障”而增加，结果将如何呢？此为楼市“洗牌”的第二层含义。

2012年，按照原定计划，以武汉为中心的高铁网基本建成，结果必然是加速人口流动。一般认为，高铁网的形成会疏散人口，延缓中心城市人口流入的压力，而事实上，现代交通网是超级都市圈的产物，如果没有汽车化的逆向趋势为补充，高铁网的形成会逐渐与地铁+轻轨

无缝对接，从而加速都市圈的扩容，导致中心城市的人口集聚与集中。在城市化的前期阶段（城市化率35%-50%），“小富进城，大富进京”，城市化会在各级城市同步进行，呈相对的均衡发展。而在城市化的中后期（城市化率从50%到65%），人口流动会出现非均衡发展，一些城市将在资源条件和就业机会的约束下进入“去城市化”的阶段，城市化和去城市化的趋势将同时存在，城市化的非均衡发展就会“淘汰”一些城市，分化一些城市，逐渐形成三级城市体系：超级都市圈+区域中心城市+特色城市，而特色城市的特色主要是：公司城+大学城+文化旅游名城，此为楼市“洗牌”的第三层含义。

解读楼市“洗牌”的三重含义，我们再回到经济学的基本常识：供求决定价格。开发商数量的减少会强化开发者的定价权，在“洗牌”阶段，中小开发商被淘汰出局而被迫降价，大型开发商伺机低价抢占市场，房价下降不可避免，这将是一个政策性的机会。“保障+限贷”会抑制未来商品房的有效供给，而保障房必将培育商品房的未来需求，结果则是未来的供求失衡，驱动房价再度上涨。在“洗牌”阶段，城市的洗牌尤为重要，人们习惯以总量分析的方法来计算人均住宅面积的供求，这就像年薪10万和年入三千的平均值一样，无法真实反映非均衡的经济现实。在超级都市圈和区域中心城，人口将加速集聚，而在去城市化的城市，人口会由于水资源的稀缺与就业机会减少而加速外流，结果就是中心城市的房价上涨趋势不变，豪宅市场将领涨抗跌。

城市化将在市场和政策的双重调节下进入非均衡发展的阶段，今天我们能够记住的城市名字，美国不过20个，欧洲不过30左右，未来中国也不例外，城市数量将减少到几十个，房地产开发商将减少到约一千家。在非均衡的城市化阶段，要从三个角度看未来才能解开房价上涨之谜：都市圈、水资源和人口流向。选择之中，一看圈内圈外，二看有水无水，三看流入流出。中国城市化的供求定价机制不仅来自于人口和货币的流动，而且来自于水土资源的稀缺。著名经济学家萨缪尔森在《经济学》一书中说，如果教会一只鸚鵡说“供求”，鸚鵡也可以成为经济学家，这句话引自于一则古老的经济学笑话。今天，我们在楼市“洗牌”的阶段看未来，只需有鸚鵡的智商就能理解洗牌后的楼市，也就能再次抓住当前的政策性机会。（作者系独立经济学家）

# 保障房能助经济避免硬着陆吗？

汪涛

内需、尤其是房地产建设活动是中国维持2012年经济平稳增长的关键。今年政府将继续推进保障房建设，尽管这无法防止整体建设活动和经济增长在明年明显放缓，但它将帮助中国经济避免出现硬着陆。

## 商品房市场的冬季

2011年10月份房地产销售面积同比下跌10%。自政府房地产调控政策2010年4月份实施以来，房屋销售面积共出现过两次下跌，但这是首次销售面积在没有新规出台下出现下跌。

我们认为，商品房新开工面积将在未来12个月里下跌10%或更多。决定我们对商品房市场前景判断的最重要因素是政策。而政府将继续实施限购限贷政策，这将限制接下来的房地产建设活动。

受限购令影响，购房者可能无法像2008年末和2009年初那样在房价下跌时积极买入。一些规模小的开发商或出售其公司或项目以退出房地产行业，行业整合将造成更多公司倒闭。

瑞银房地产研究团队预计，2012年一线城市房价将下跌10%-15%，二线及其他城市房价跌幅为5%-10%，房屋新开工面积将下跌10%。

## 2012年保障房建设加马力

据报道，2011年保障房新开工的宏大目标已然实现。在质疑新开工1000万套的目标过高声中，最初几个月新开工项目进展缓慢。但6月份的全国会议及更大的政策压力，迫使地方政府加快推进保障房建设，随后公布的新开工数量在三季度大升。到9

月底，已公布新开工986万套，10月底增至1033万套。

但官方数据显然高估了实际建设活动。去年11月初，住建部也证实三分之一的“新开工”实际上并未真正开始建设，而且是“挖坑待建”。

对房地产业和整体经济而言，更重要的是施工面积，它有助于我们判断建设活动的增长方向。我们预计施工面积将会增加：保障房施工面积将从2010年的4.7亿平方米左右增加至2011年的8.3亿平方米左右，并于2012年增加至10亿平方米左右，今年保障房实际建设活动仍会进一步增长。

如前所述，如果保障房真有三分之一“挖坑待建”，这意味着2012年保障房的真实施工面积有更大的增长空间。若这三分之一的新开工项目在今年真正投入建设，那么保障房建设增长的强劲程度就会超过之前预期，甚至2012年保障房施工面积将会增长约50%，达到10亿平方米左右。

“挖坑就算新开工”，只是保障房建设中的一个现象。地方政府很可能将继续面临建设资金和动力方面的挑战，我们仍预计2012年保障房将获得更多的资金支持。从决策层角度看，为了支持经济增长、维持社会稳定和降低房价，保障房建设是首要任务。事实上，国务院已在去年9月的一会议上提出了几个途径确保保障房资金来源：中央和地方政府增加财政预算拨款、地方政府发行债券、银行增加贷款支持、出售相关商业服务设施，以及欢迎企业参与建设等。外部环境越糟，则中央政府推动保障房建设的决心和力度越大，可能的支持手段包括增加中央财政拨款等。

## 房地产整体建设强度及走势

2012年保障房建设能在多大程度上抵消商品房建设下滑对宏观经济的影响呢？

表面上看，2012年住房建设活动下跌似乎已成定局。我们认为新开工数据不会因保障房而有所改善——保障房新开工数量最多保持不变，事实上已从去年的1000万套下调至今年的700万套，而商品房新开工面积将在销售疲软和信贷限制的压力下出现下跌，预计2012年商品房新开工面积将比今年下跌10%-15%。

不过，决定投资和建材需求的是房屋施工面积，而即便新开工面积下跌、施工面积在2012年仍应有所增长，保障房建设将在一定程度上抵消商品房建设的疲弱表现。假设2012年商品房新开工面积下跌15%，保障房新开工700万套，由于去年新开工的保障房有三分之一将转化为今年的实际建设活动，那么，整体住宅施工面积可能仍有10%以上的增长，虽然远低于去年约20%的增速，但足以防止整体房地产建设活动出现崩盘。我们据此预计房地产投资增速将从去年的30%放缓至2012年的15%-20%。

我们认为房地产建设和建设活动增速放缓，但不会出现灾难性的下跌，而这是判断金属和材料等房地产相关行业生产和投资强弱的关键。2012年保障房竣工量也应上升——若500万套保障房明年如期建成，这些保障房将占住宅总竣工套数的三分之一以上，大约占住宅总竣工面积的四分之一。保障房的竣工及其低廉的价格，应有助于支撑家电用品需求。

## 最大的风险在于资金

只有整体房地产建设活动面临



2012年房地产行业方向将在困难中突破。

孙建平



2012年房地产投资和建设活动增速不会灾难性下跌。

汪涛



楼市“洗牌”后，中心城市的房价涨势不变。

金岩石

显的崩盘风险、并对经济带来硬着陆的威胁下，政府才会显著放宽购房和贷款限制。我们认为，2012年晚些时候，随着保障房建设取得显著进展且商品房市场在较长时间内表现疲弱，政府或会逐步放松对商品房市场的限制。我们认为，最大的风险是政府能否调动足够的资金并激发地方政府的动力。整体建设活动或许会在未来几个月内急剧减少，从而影响建材订单和工业生产。因此2012年一季度经济增长的基准预测（环比增长率略高于7%）将面临更大的下行风险。如果2012年一季度建设活动和工业生产急剧减少，出口也大跌，放松房地产调控政策的呼声将明显高涨；政府将处于更艰难的局势，不得不在寻找其他保增长的措施、继续房地产调控但容忍经济增长显著放缓、提前放松房地产紧缩政策之间做出选择。（作者系瑞银中国首席经济学家）