



從統計看今年中國房地產去庫存任務

在今年的政府工作報告中，對於房地產去庫存是這樣描述的：“因城施策去庫存。目前三四線城市房地產庫存仍然較多，要支持居民自住和進城人員購房需求。”國家統計局的數字顯示，今年頭兩個月，全國商品房銷售面積同比增長 25.1%，其中住宅銷售面積增長 23.7%；非重點城市（即三四線城市）商品房銷售面積同比增長 35.9%；截至 2 月底全國商品房待售面積同比下降 4.6%；而截至 1 月份底，15 個一線和熱點二線城市中，11 個城市新建商品住宅價格環比下降，3 個持平，1 個漲幅回落。銷售增加、庫存減少、價格下降均是去庫存取得進展的反映。然而，同期全國房地產開發投資同比增長 8.9%，房屋新開工面積同比增長 10.4%，就意味著未來的供應會持續增長，將繼續帶來房地產去庫存的壓力。那麼到底應如何看待今年去庫存的任務呢？

首先，有必要理清房地產庫存問題的嚴重程度。政府工作報告指出要因城施策，是因為房地產庫存問題集中於三四線城市，一二線城市面對的問題正好相反，是樓市過熱的問題。對於房地產庫存，最權威的統計來自國家統計局每月發佈的全國房地產開發投資和銷售情況統計系列，狹義的庫存量是指商品房待售面積，而廣義的庫存量則應該再加上房屋施工面積，因為經過一般 2 到 4 年的建造週期，正在施工建造的房屋就會成為待售房屋。如果只看狹義的庫存量（待售面積），則中國房地產沒有庫存過多的問題，因為根據 2016 年的實際銷售情況，只需要 5.3 個月就能消化所有庫存，其中一二線城市更是可能只需約 3 個月就可以出清待售庫存。但如果看是 12 倍於狹義庫存量的廣義庫存量（待售面積+施工面積），那麼根據最新銷售情況，去庫存就需要高達 63 個月時間（整體水平）。據此，中國房地產的庫存問題肯定源自廣義庫存量過高。

戴道華
高級經濟研究員
Tel: 28266187
michaeldai@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

在 2015 年底，全國商品房待售面積創下 7.2 億平方米的記錄新高，而施工面積則高達 73.6 億平方米。一年後在 2016 年底，由於年內房屋銷售顯著快於房屋竣工，商品房待售面積錄得 3.2% 的降幅，減少到 7.0 億平方米，其中住宅待售面積更是減少 11.0% 至 4.0 億平方米，佔比降至 58%。然而，同年房屋施工面積雖然只增長 3.2%，但由於其絕對量逾十倍於商品房待售面積，因此出現了狹義的房地產庫存量減少 2314 萬平方米、但廣義房地產庫存量就仍然增加 2.3 億平方米的組合。

作為粗略估算，中國房地產庫存大約三成是在一二線城市，約七成是在三四線城市，以 2016 年數字來分，一二線和三四線城市房地產庫存之比約是 24.8 億平方米對 58.0 億平方米。從銷售情況來看，三四線城市商品房銷售面積同比增長與一二線城市相若，均為兩成多一點，其總銷售面積為 8.4 億平方米，多於一二線城市的 7.3 億平方米。以此銷售速度量度，則一二線城市房地產去庫存需要 41 個月，而三四線城市更要用 82 個月才能消化完畢。

當然，以上只是粗略的估算，並沒有具體到個別城市，另外就如何量度房地產庫存市場上也一直沒有共識，廣義庫存裏面的施工面積有可能包括了應該撤除的竣工面積和期房銷售在內。但無論如何，這不改房地產、尤其是三四線城市房地產需要去庫存的結論，對於過熱的一二線城市，反而是要遏制房價過快上漲，要限購、限貸。

要去庫存，無非是增加需求或減少供應，措施也有政策和市場之分。今年頭兩個月，全國商品房銷售面積同比增長 25.1%，其中三四線城市的銷售錄得更大的 35.9% 的增幅；同時商品房待售面積環比雖然略有增加，但同比就減少 4.6%，房屋施工面積同比則只增長 3.2%；最後，房屋新開工面積同比增長 10.4%，房地產開發投資同比增長 8.9%。這些數據顯示房地產整體的供應還在增加，但同時去庫存也取得了進展，主要因為棚戶改造、公租房發展、貨幣化安置、配套設施建設和公共服務等的加強有效增加了三四線城市的需求，其增長較庫存為快。

增加需求措施可以令房地產去庫存較快見效，但亦可能會有副作用。如果是通過降低首付、降低交易稅、增加購房補貼等增

加需求，會是寬財政和加杠杆。2016年房地產開發企業到位資金增長15.2%，其中來自個人按揭貸款的金額則增長46.5%；今年頭兩個月，兩者增幅分別為7.0%和20.4%；2016年銀行體系人民幣貸款增長13.5%，其中個人購房貸款則增長35.0%。根據BIS的統計，截至2016年第3季末，中國家庭的杠杆率是43.2%，其絕對水平在全球是偏低和健康的，惟也升至有記錄以來的新高，該統計最主要的組成部份就是按揭貸款。

另外，如果一二線城市限購、限貸，其房價開始調整，三四線城市行情向好，那麼不排除資金會從一二線城市轉投三四線城市房地產，假以時日，在去庫存的同時或會令後者出現過熱，或非政策的初衷。

在需求不變的情況下，減少供應是去庫存的另一選項。惟減少供應如果是在政策主導下取得的，就意味著要對土地供應進行限制，這會影響地方財政，在目前正在治理地方政府債務的情況下頗受制肘，而且減少房地產開發投資、減少新屋動工也會影響穩增長目標。如果減少供應是市場行爲，就意味著房地產進入下行週期，房價下跌自然令其開發投資卻步，對實體經濟的影響也非正面。據此，減少供應無論如何著墨，恐怕都要付出代價，相信會是不得已的選項。

近期報告

- | | | | |
|-----|-------------------------|---------|-------|
| 1. | 人行上調逆回購利率，助人民幣匯率階段性企穩 | 應堅 | 03.16 |
| 2. | 聯儲局加息前景及短期影響 | 鄂志寰、卓亮 | 03.16 |
| 3. | 美國加息週期下，香港住宅樓價再創新高的前景分析 | 蔡永雄 | 03.16 |
| 4. | 債券通將為香港離岸人民幣中心注入新動力 | 張朝陽、花鋒 | 03.15 |
| 5. | 改革與監管並重，內地新三板前景可期 | 蘇傑 | 03.15 |
| 6. | 從政府工作報告看2017年去槓桿任務 | 戴道華 | 03.09 |
| 7. | 兩會聚焦：市場化債轉股料將加速推進 | 蘇傑 | 03.08 |
| 8. | 粵港澳大灣區城市群發展的優勢及路徑探討 | 鄂志寰、蔡永雄 | 03.07 |
| 9. | 債務上限或拖慢聯儲局加息步伐 | 卓亮 | 03.07 |
| 10. | 粵港澳大灣區規劃 金融合作最為關鍵 | 應堅 | 03.06 |
| 11. | “特朗普交易”推高美國加息預期 | 劉雅莹 | 03.02 |
| 12. | 從基礎貨幣的變化看貨幣政策的新操作 | 戴道華 | 03.02 |
| 13. | 中國債券市場正日趨豐富與成熟 | 孔玲 | 03.01 |
| 14. | 從中期人口統計看香港市民的住屋情況 | 蔡永雄 | 02.28 |
| 15. | 市場波動難阻綠色金融井噴式增長 | 孔玲 | 02.23 |
| 16. | 內地政策新動向 利人幣匯率階段性趨穩 | 柳洪 | 02.23 |
| 17. | 2016年香港經濟再勝預期 | 蔡永雄 | 02.22 |
| 18. | 對中國持有美國國債的解讀 | 戴道華 | 02.21 |
| 19. | 美國加息預期升溫會否改變貨幣政策正常化路徑？ | 鄂志寰、黃思華 | 02.20 |
| 20. | 貨幣市場長短期利率出現“剪刀差”走勢 | 劉雅莹 | 02.17 |