

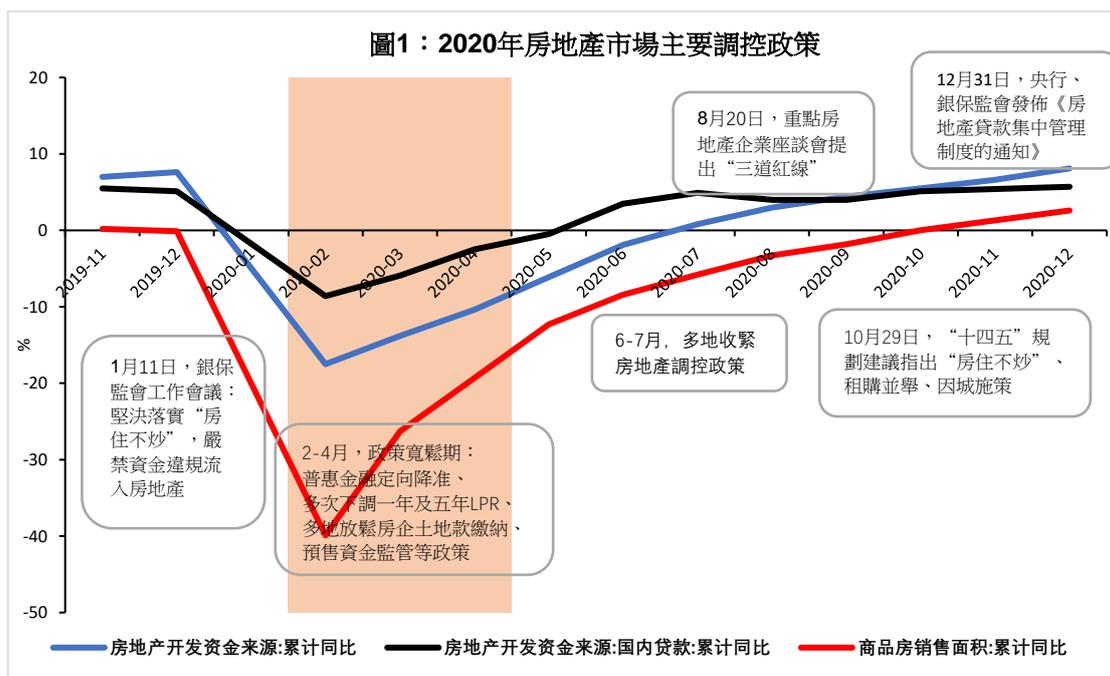
2021年中國內地房地產市場展望

房地產行業在中國經濟生活中扮演著舉足輕重的角色。根據投入產出表可以算出，房地產行業增加值及其對上下遊行業的帶動占到GDP近30%。2020年，在新冠疫情受控下，房地產銷售、開發投資呈現“V”型走勢，商品房價格小幅上升，市場整體表現出極強的韌性。2021年，這一強勁復蘇勢頭是否能延續？在房地產監管常態化、流動性邊際收緊的預期下，房地產企業的資金來源、土地購買、施工計畫會如何演繹？房價是否還能繼續上升？本文通過對政策及數據的分析，預計2021年整體商品房銷售面積將小幅下降，銷售金額微增，房價漲幅繼續收窄，房地產投資增速保持在5%左右。

一、2020年房地產市場回顧

(一) 2020年房地產銷售情況及政策演變

2020年第一季度，為應對疫情帶來的衝擊，當局推出逆週期支持政策，如放鬆土地款繳納條件、降准降息等措施，在一定程度上刺激了購房需求的快速釋放；5月以來，隨著疫情受控，房地產市場迅速反彈，部分城市甚至出現過熱跡象，於是下半年房地產領域調控再度收緊（圖1）。8月20日，住建部、人民銀行明確了重點房地產企業資金監測和融資管理規則，即“剔除預收款後的資產負債率不得大於70%，淨負債率不得大於100%，現金短債比不得小於1”的“三道紅線”。12月31日，人民銀行、銀保監會發佈《關於建立銀行業金融機構房地產貸款集中管理制度的通知》，為銀行業金融機構分檔設置房地產貸款餘額占比和個人住房貸款餘額占比兩個上限。隨著房企融資渠道不斷收緊，銷售回款對房企現金流更加重要，增強了企業加速推盤、回籠資金的意願。

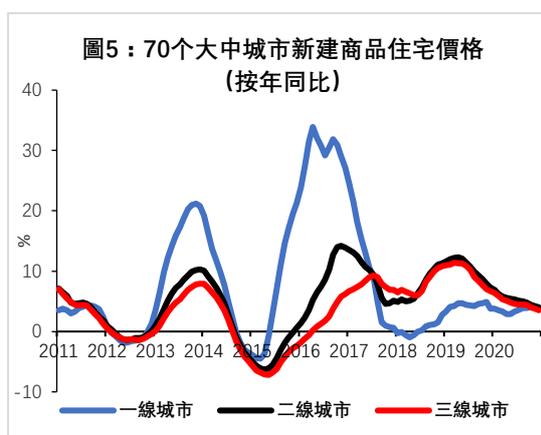
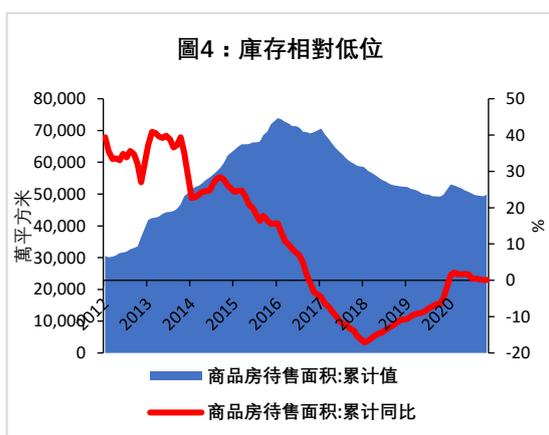
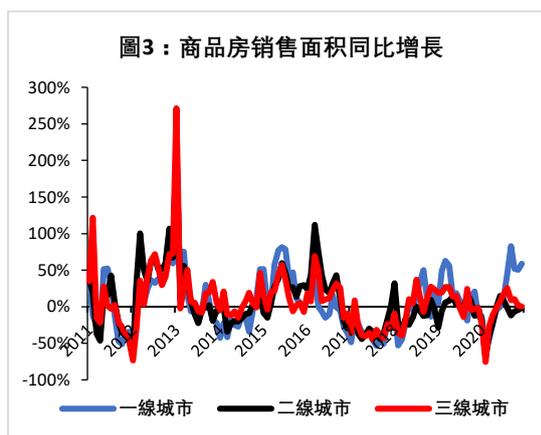
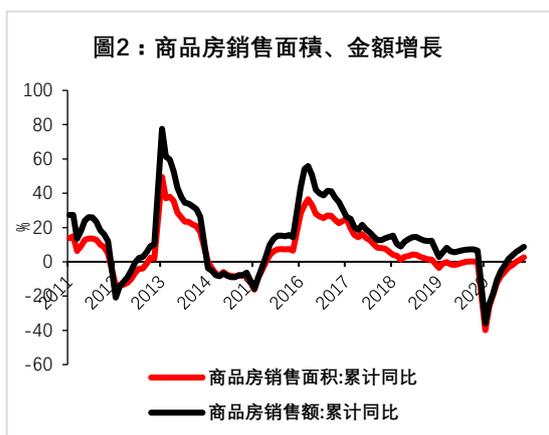


鑒於此，2020年商品房銷售面積及金額增速均呈現出明顯的前低後高走勢，2020年5月起，單月同比增長由負轉正。全年來看，商品房銷售面積同比增長2.6%，增速較2019年全年加快2.7個百分點；商品房銷售金額同比增長8.7%，增速較2019年全年加快2.2個百分點（圖2）。

分城市層級來看，根據房管局三十大中城市的數據，一線城市商品房需求極具韌性，對一線核心房產的居住性及投資性需求在疫情受控後集中釋放，商品房銷量迅猛反彈，並持續同比高增長；二三線城市恢復動能則相對較弱（圖3）。

房地產庫存水平繼續維持低位。待售面積在連續負增長四年後，2020年與上一年基本持平，錄得0.1%輕微正增長（圖4）。從庫存去化週期看，截至2020年底，四大一線城市的商品房庫存去化週期平均為6.4個月，六個二線城市平均為12個月。低庫存也助推了部分熱點城市，如深圳、東莞商品房房價在疫情過後高速上漲。

70個大中城市新建商品住宅價格指數按年上升3.7%，一二三線城市漲幅趨同（圖5）。自2016年三季度提出堅持“房住不炒”以來，本輪房地產調控週期已經持續4年有餘，整體房價漲幅控制得當，且自2019年起房價漲幅有所收窄，2020年延續了收窄趨勢。



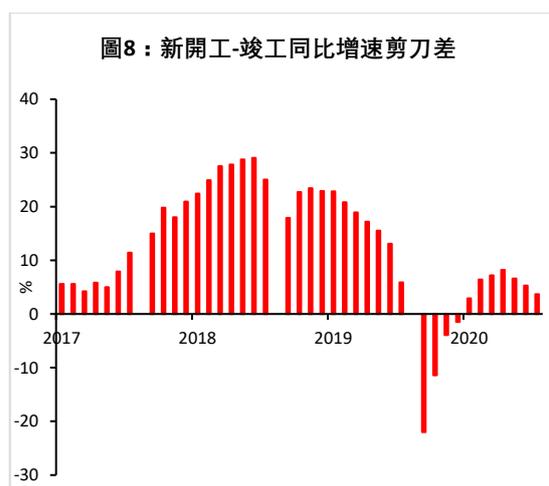
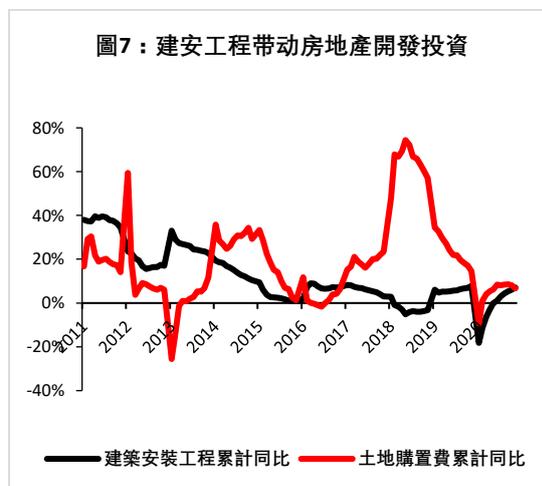
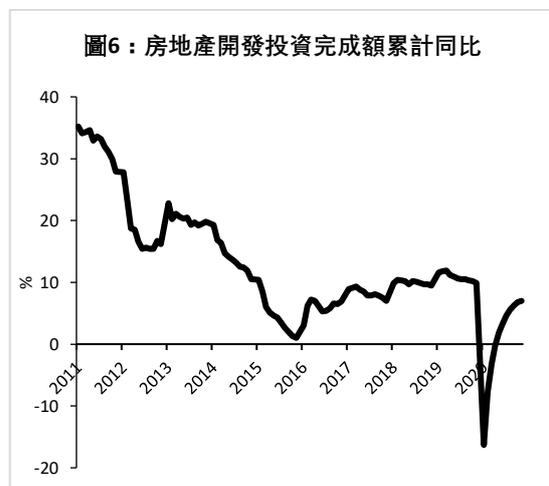
(二) 2020年房地產開發投資情況

2020年全國房地產投資額同比增長7.0%，較2019年減慢2.9個百分點。房地產開發投資額在首兩月錄得-16.3%的負增長，之後在疫情受控後迅速反彈（圖6）。分項來看，住宅開發投資完成額率先恢復，反彈動力最強。辦公樓次之，而商業營業用房開發投資全年則錄得-1.1%的輕微負增長。

從投資構成看，2020年房地產開發投資的增長主要由建築安裝工程投資的平穩增長所支撐。建築安裝工程投資約占整體房地產開發投資額的62%，繼2019年增長7.9%之後，2020年同比增長7.1%。相比之下，占整體房地產開發投資額約31%的土地購置費增速則較2019年大幅下滑7.8個百分點至6.7%（圖7）。在“三道紅線”壓力及疫情受控後融資環境邊際收緊的情況下，企業購買土地偏向謹慎。

建築安裝工程投資的增長與施工面積的增加相對應。疫情爆發令房地產施工進度減慢，對竣工面積帶來較大的負面影響。而8月針對房企融資的“三道紅線”新規後，企業土地購置明顯降溫。土地購置是新開工面積的領先指標，年末新開工面積因此受到影響，這使2020年全年新開工面積同比下降1.2%，竣工面積同比下降4.9%。由於竣

工面積降幅較新開工面積大，施工面積同比上升 3.7%。新開工及竣工均呈現先低後高走勢，新開工-竣工剪刀差仍然存在但已遠低於此前兩年（圖 8）。



從房地產開發到位資金來源看，2020 年全年，房地產開發資金企業到位資金 19.3 萬億元，同比上升 8.1%。增速上看，到位資金的增長主要由銷售回款（定金與預付款、個人按揭貸款）、各項應付款以及自籌資金帶動。而國內貸款增速全年增速只有 5.7%，說明在下半“三道紅線”及貸款集中管理的政策預期下，開發商銀行信貸融資環境偏緊。在加強監管，房地產調控常態化的情況下，房企資金來源將進一步從銀行貸款向銷售回款和應付款轉變。

二、2021 年房地產市場展望

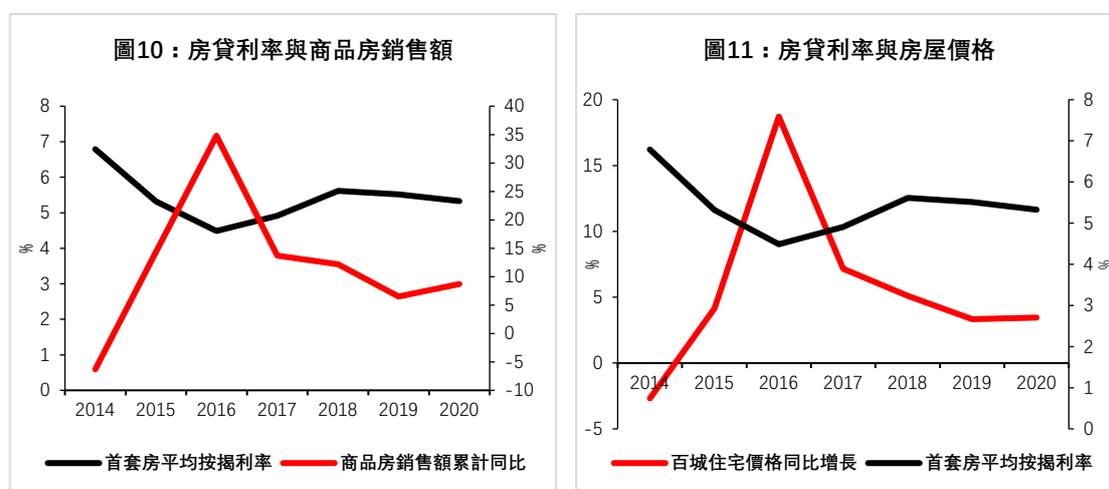
（一）2021 年房地產市場銷售預測

供給端看，在“三道紅線”、房地產貸款集中管理的政策背景下，

房企加速銷售及回款的意願增強，這會在一定程度上加大 2021 年的商品房供給。不過，鑒於自 2018 年以來，房屋庫存一直處於低位，供給增幅或有限。另外，從地方政府角度看，一二線城市政府為完成供地計畫，三四線城市受地方財政壓力影響，均有增加土地供應的動力。整體來看，土地供給依然穩健，商品房供給增速將加快。

需求端看，一方面，預計 2021 年貨幣政策將穩中偏緊，按揭貸款投放增速放緩，對部分房地產投機需求帶來一定壓制。另一方面，部分購房需求已在 2020 年低利率環境下提前釋放，預計 2021 年整體商品房需求將有所下降。一二線城市居民購買力強，商品房供不應求，購房需求彈性小，三四線城市的購房需求主要受到人口流動與收入水平、以及戶籍政策、當地經濟及城鎮化發展的影響。

價格方面，從過往經驗看，中國房屋價格受利率水平、房價預期及政策調控力度的影響較大。利率水平影響著居民按揭貸款成本及企業融資成本，對房地產市場供需兩端均有直接影響，且與房價增速、房地產市場銷量增速均成明顯負相關關係（圖 10、11）。

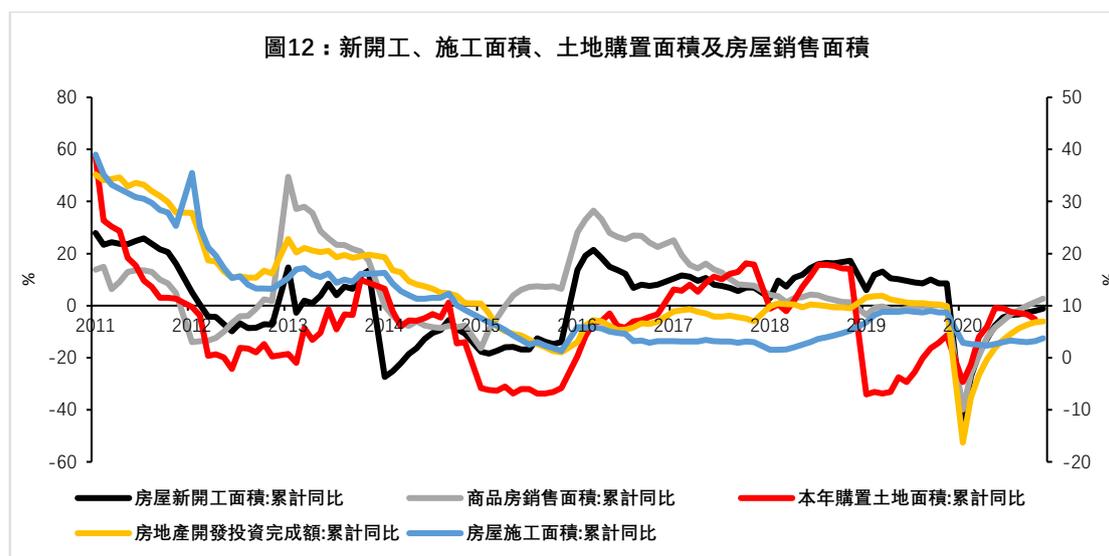


分析房價預期，我們可以從歷年年底中央工作會議關於房地產的表述中略知一二。2020 年底的中央經濟工作會議刪除了此前“穩房價，穩地價，穩預期”的表述，強調了關於老舊社區改造、租賃市場發展的表述，表明中央對近年來除個別過熱城市外的全國整體房價控制的效果較為滿意，預計 2021 年房價仍將延續上升趨勢，但升幅有望進一步縮窄。從政策調控力度上來說，雖然調控常態化已成為市場的共識，但是相信“一刀切”收緊政策可能性不大，因為房價大幅下跌帶來的系統性風險將是難以承受的。

綜上所述，結合考慮去年的基數水平，預計 2021 年房地產銷售將呈前高後低走勢，整體銷售面積小幅下降，銷售金額微增，升降區間均在 $[-3\%, +3\%]$ 之間。房價漲幅則有望在去年 3.7%的基礎上繼續收窄。不同能級城市間由於需求及供給情況不一，房地產市場的分化將依然存在。

(二) 2021 年房地產開發投資預測

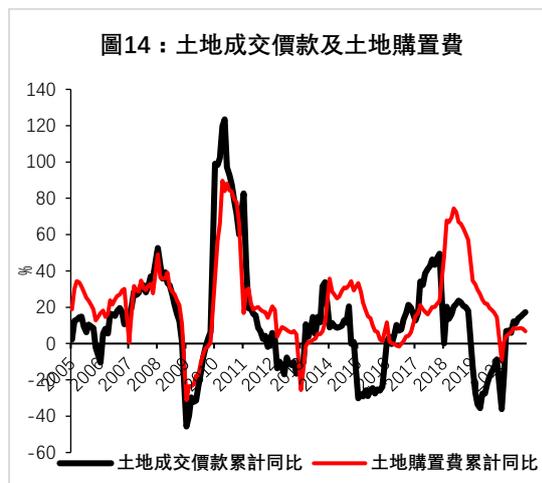
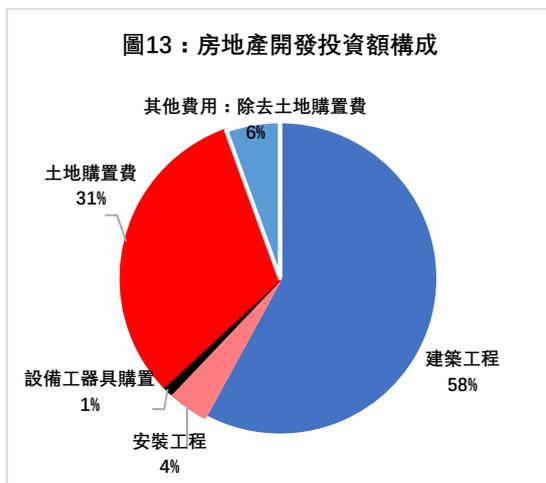
完整的地產投資週期包括資金到位-買地-新開工-部分預售-施工-竣工-銷售-庫存。其中，土地購置費用、施工面積與房地產投資的同期相關度高，房屋銷售在 2016 年之前是房地產投資的領先指標，2016 年後由於期房銷售占比的增加，銷售對於房地產投資的領先性下降（圖 12）。所以，我們主要利用土地購置費、施工面積、以及 PPI 等相關性強的指標來預測 2021 年房地產開發投資額的增長。



一是**土地購置費**。近年來，土地購置費占房地產開發投資的比重不斷提升，2019 年後保持大致平穩在 31%左右（圖 13）。由於土地成交價款是土地購置費的領先指標，我們可以通過對土地成交的表現來預測未來半年至一年的土地購置費。

土地成交價款自 2019 年進入負增長區間，全年下降 8.7%。2020 年 4 月起，土地成交價款累計同比增速由負轉正，2020 年全年累計增長 17.4%(圖 14)。由於土地成交價款領先土地購置費約 6-12 個月，所以預計 2021 年上半年土地購置費有望加快上升。不過，鑒於去年三季度以來，多地陸續發佈樓市調控收緊政策，同時在“三道紅線”新規下，企業資金壓力大，加杠杆拿地更加謹慎，土地溢價率有下行壓力，土地成交價款或小幅下降。綜合來看，預計 2021 年土地購置

費增速或呈現前高後低，在 2020 年增長 6.7% 的基礎上，2021 年升幅收窄至約 5%。



二是新開工面積、施工面積、竣工面積。建築與安裝工程投資約占房地產開發投資的 60%，是其最重要的組成部分。建築與安裝工程投資又由施工面積與單位施工成本決定。施工面積為上一年留存面積加當年新開工面積減當年竣工面積，單位施工成本受 PPI 影響較大。所以，可以通過預測新開工、竣工面積及 PPI 來預測建築與安裝投資。

由於土地購置是新開工的領先指標，根據上文對土地購置的預測，2021 年新開工增速會放緩。而 2020 年疫情影響施工進度，導致竣工面積大幅萎縮，考慮到去年低基數因素，預計 2021 年竣工面積將錄得小幅正增長。在新開工放緩及竣工加速的背景下，預計 2021 年施工面積增速將放緩。不過，隨著經濟的復甦，2021 年 PPI 有進一步上升趨勢，為建安投資增長帶來一定支持。

綜合來看，結合去年基數情況，2021 年上半年房地產開發投資仍將維持強勁，土地購置費用的回升是主要拉動因素，而建築安裝投資則有所放緩。下半年土地購置費及建築安裝投資或將雙雙放緩，帶動 2021 年下半年房地產投資走弱。預計全年房地產開發投資增速在 5% 左右，較 2020 年輕微放緩。

三、未來五年房地產市場政策走向

房地產政策對管理市場預期、影響企業及居民投融資決策起到重要作用。我國土地的供給節奏基本由國家把控，而房地產監管政策則更加注重對需求進行調節。所以，展望未來五年的房地產市場，政策走向無疑是最重要的變量之一，至少有三個政策方向值得關注：

首先，中央對房地產市場調控具有十足定力。面對 2020 年疫情對經濟造成的前所未有的巨大衝擊，當局並未重啟大水漫灌、刺激房地產的老路，只在疫情期間微調了部分政策以緩解企業資金壓力。當經濟回穩後，房地產政策隨即收緊，展現了政策定力。所以未來五年，樓市調控常態化依舊，房地產政策方向確定性高，只是政策力度會因應經濟發展狀況有所微調。

其次，“十四五”時期將更注重解決大城市住房緊張問題。未來五年正是“十四五”時期，政策端除了延續“十三五”時期的“房住不炒”外，預計會在如何解決大城市住房問題上著墨更多，重點是租售並舉和舊城改造。從今年初以來的地方兩會中，“租售並舉”和“舊城改造”頻被提及，亦可見政策重心的偏移方向。

最後，房地產融資監管將被放在更重要的位置。2020 年提出的“三道紅線”以及貸款集中管理新規，都是從融資端進行監管。“三道紅線”從需求端針對房地產融資主體直接監管，貸款集中度管理則從資金供給端設置上限。“十四五”規劃建議強調“推動金融、房地產同實體經濟均衡發展”，旨在減少房地產對金融資源的過度佔用。近三年來，新增居民按揭貸款占新增人民幣貸款的比例穩定在 25% 附近，相信未來五年這一比例將穩中趨降。