



汪涛：中国房地产行业 热点解析



文/新浪财经意见领袖专栏作家 汪涛

房地产相关的信贷敞口有多大？近期房地产政策对行业有何影响？



房地产行业对中国经济有多重要？

我们估计房地产行业对中国 GDP 增长的拉动约为 1/4。1990 年代末以来，中国房地产行业经历了长期繁荣，房价持续上涨，房地产行业成为拉动 GDP 增长的主要引擎之一。2020 年房地产投资占中国固定资产投资总额的 24%，仅略低于 2013 年的峰值（26%左右）。2020 年房地产行业对中国 GDP 的直接贡献超过 12%（增加值占比），其中 7.3%来自房地产服务，4.8%来自房地产建设。此外，根据 2017 年中国投入产出表，我们

估计通过行业间的供应链传导，房地产行业对 GDP 的间接贡献可能也在 12%以上。总体来看，房地产行业对中国 GDP 增长的拉动可能为 25%左右，即如果房地产活动整体下跌 10%，那么对 GDP 增速的直接和间接拖累（包括多轮传导）合计可达 2.5 个百分点左右。

房地产是地方政府收入的重要来源和居民财富的主要组成。过去 20 年，地方政府较为依赖房地产和土地相关收入来推动地方基建投资。2020 年土地出让收入为 8.4 万亿元，房地产和土地相关税收收入为 2.4 万亿元，两者合计占地方政府预算收入总额的 1/3。虽然超过一半的地方土地出让收入用于支付土地相关成本，但我们估计地方土地出让净收入仍占中国基建投资资金来源的 15-20%。就家庭部门而言，我们估计 2020 年中国城镇住房存量总值超过 170 万亿元（约占 GDP 的 170%），占居民财富总额的 50%以上。最新的 UBS Evidence Lab 中国住房调查和消费信贷调查显示，2020 年城镇自有住房比例为 81%，房地产占受访者总资产的比例更高达 84%。因此，房地产下行及其带来的房地产价格下降将产生负面的房地产财富效应，并可能抑制消费。

政府对房地产活动走弱的容忍度提升，但仍不希望持续大幅下行。近年来，政府明显提高了对房地产活动走弱的容忍度，并整体上收紧了房地产政策以控制房地产相关风险。尽管如此，鉴于房地产行业对中国经济的重要性，我们认为政府可能仍有隐性的政策底线，即不希望房地产活动持续大幅下行（这将给经济增长带来较大压力，并导致更多金融风险）。正是

基于此，如果房地产活动在未来多个月仍继续显著走弱，我们预计政府可能会进行边际政策调整以降低恒大事件溢出效应、避免房地产活动持续大幅下行。

房地产相关的信贷敞口有多大？

2021年上半年开发商贷款为12.3万亿元，但其整体的融资规模要大得多。2020年开发商贷款为11.9万亿元，占银行贷款总额的6.9%（今年上半年为12.3万亿元，占6.6%），略低于2018-2019年水平，主要由于近期政策收紧。与此相对应，开发商贷款增速明显放缓，从2018年的23%降至2020年的6.1%和今年上半年的2.8%。此外，银行对房地产建筑行业的贷款可能达到3.8万亿元；房地产开发商和建筑商发行的公司债估计为6万亿元。另外，我们认为整体影子信贷中有1/3到1/2可能最终流向房地产行业，2020年末规模为7万亿-10.5万亿元。2020年房地产开发商平均资产负债率（不包括预收款）达75%，但一些高风险开发商的净负债率要高得多，甚至超过100%，如恒大和华夏幸福等。

居民住房贷款大幅上升，但仍基本可控。2020年中国居民住房贷款达37.7万亿元，占银行贷款总额的21.8%（今年上半年为38.5万亿元，占20.7%），远高于2010年的13%。居民住房贷款占GDP的比重也从2010年的15.2%升至2020年的37.1%。不过，房贷增速从2016年的35.4%明显放缓至2020年的13.5%和今年上半年的8.6%。尽管房贷增长迅速，但由于中国首付比要求高（20%-70%），整体购房者杠杆依然较低。

2009-2010 年和 2016-2017 年，增量住房贷款价值比 (LTV) 大幅上升，近年来由于房地产政策收紧，这一比率明显下降。此外，我们估计过去几年存量 LTV 在 30% 左右。因此，与住房贷款杠杆率较高的其他经济体相比，房价下跌对中国家庭资产负债表的影响更为有限。

银行业对房地产行业的整体信贷敞口可能远超表内贷款敞口。我们估计 2020 年银行业对房地产行业的表内贷款约为 53.4 万亿元，占银行贷款总额的 31% (主要为住房贷款、开发商贷款和房地产建筑商贷款)。此外，银行业可能还持有房地产行业相关的 3 万亿元左右公司债和 7 万亿-10.5 万亿元表外影子信贷。更重要的是，银行业对房地产行业的间接敞口 (以土地和房地产为抵押品向非房地产行业 (尤其地方融资平台和国企) 提供的贷款) 可能为 27 万亿-35 万亿元。总体来看，国内银行业对房地产行业的整体信贷敞口 (包括直接和间接、表内和表外) 可能为 90 万亿-102 万亿元，相当于银行业总资产的 28%-32%。

中国房地产行业的驱动力有何变化？

住房市场改革、经济强劲增长和城镇化快速推进为主要动力。1990 年代末中国启动住房市场改革，大量城镇居民拥有了私人房产，公共部门资产向城镇家庭部门进行了一次大规模转移，大量受抑制住房需求得到了释放。1998 年以来，中国累计完成商品住宅竣工面积 120 亿平方米，商品住宅销售面积 180 亿平方米 (分别约为 1.2 亿和 1.8 亿套)；全球金融危机后中国更是经历了更大的房地产市场繁荣 (尽管 2014-2015 年房地产行

业出现了大幅下行)。2020 年新建商品住宅销售超过 1500 万套，成交额达 15.5 万亿元，创历史新高。中国城镇居民可支配收入强劲增长 (1998-2020 年年均增长 10%) 和城镇人口迅速扩张 (同期城镇常住人口和户籍人口年均增长分别为 2200 万和 1500 万) 为房地产行业上行的主要动力。

棚户区改造支持了过去几年的房地产市场繁荣，但近期影响已经大幅减弱。2014-2015 年，受此前多年过度开发和投资影响，中国房地产活动大幅下行，两年内住宅新开工下降 27%，2014 年房地产销售下降 9%，房地产投资增速从之前的 10% 以上降至 0%。随后，政府全面放宽房地产政策，包括加大棚改力度，部分是为了帮助消化高企的房地产库存。2016-2020 年中国累计开工 2300 万套棚户区改造 (总投资 7 万亿元)；我们估计其中 1100 万套为棚改货币化安置，这也最终提振了商品住宅市场，尤其是在低线城市。我们估计棚改货币化安置带来的住宅销售占 2017 年住宅销售总量的 20%、对其当年增长的贡献率为 60%。近期棚改规模大幅下降，从 2015-2018 年的每年 600 万套以上，回落到 2019 年的 316 万套和 2020 年的 150 万套左右。

整体房地产需求增长已经在放缓。中国城镇常住人口增长预计将从 2011-2020 年的每年 2300 万降至 2021-2025 年的 1000 万左右，因此未来几年城镇化推进带来的基本住房需求增长应会放缓。此外，2015 年以来主要购房者群体人口规模 (25-44 岁) 也在不断下降，人口结构的变化

也令住房需求增长承压。1990 年代末之前所建造的质量不佳的旧房可能大多已被过去十年来大规模的新建住宅所取代，尤其是 2008-2020 年间棚改累计开工 5000 万套（其规模近两年已大幅下降），因此现有老旧住房的升级和置换需求可能已经见顶。投资需求一直是整体房地产市场的重要支撑，但鉴于政府持续强调“房住不炒”并收紧相关政策，预计投资需求可能会继续受到抑制。

近期房地产政策对行业有何影响？

过去几年房地产政策持续偏紧，尽管去年疫情暴发期间有所放松。2016 年底中国政府提出“房子是用来住的、不是用来炒的”这一房地产政策总体基调。此后，尽管棚改推进和居民收入较快增长推动许多城市房价上涨，但房地产政策整体偏紧并强调“因城施策”。如前述所，2019-2020 年棚改规模大幅下降。2020 年上半年，由于疫情暴发给经济增长带来显著下行压力，政府放松了货币信贷政策，地方层面的房地产政策也有所放松，这支持了房地产市场信心，推动了房地产活动大幅反弹。去年下半年和今年上半年房地产销售同比增速分别跃升至 11% 和 28%（基数较低），房地

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_27822

