



蒋飞：房地产后周期下的 金融转型——宏观经济 专题报告



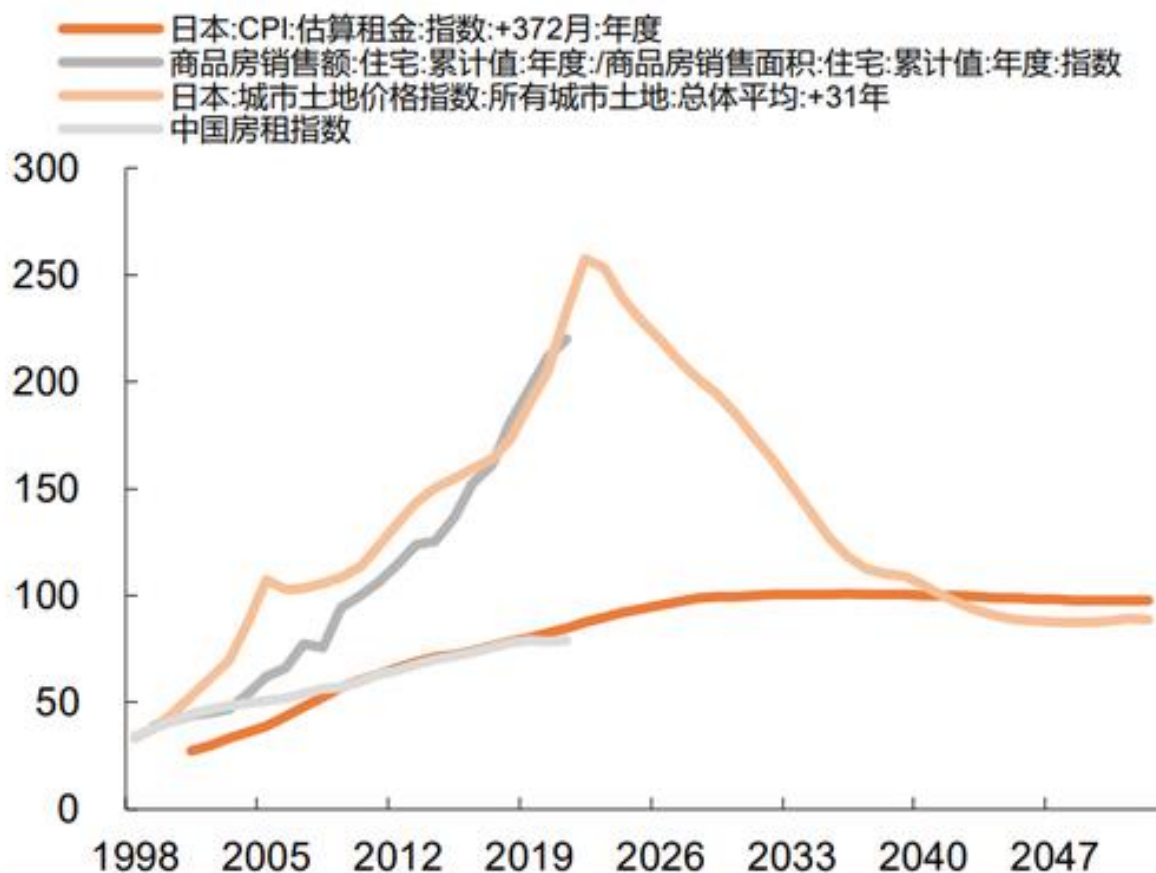
文/意见领袖专栏作家 蒋飞、长城证券分析师 李相龙



1 房地产后周期开启

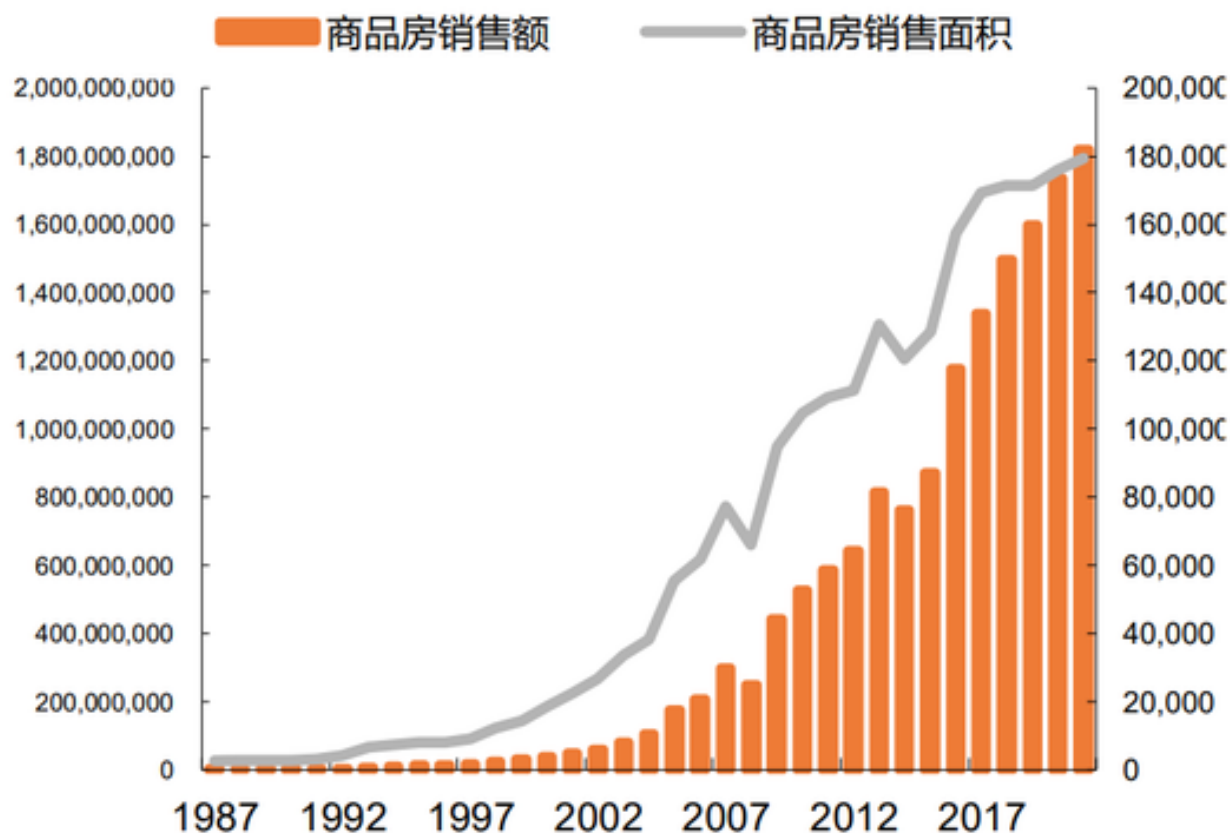
自从 1998 年《国务院关于进一步深化住房制度改革，加快住房建设的通知》发布，到 2020 年 8 月住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，中国房地产市场走过了长周期的大发展。

图 1: 中日房地产市场数据比较



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 2: 商品房销售额及销售面积



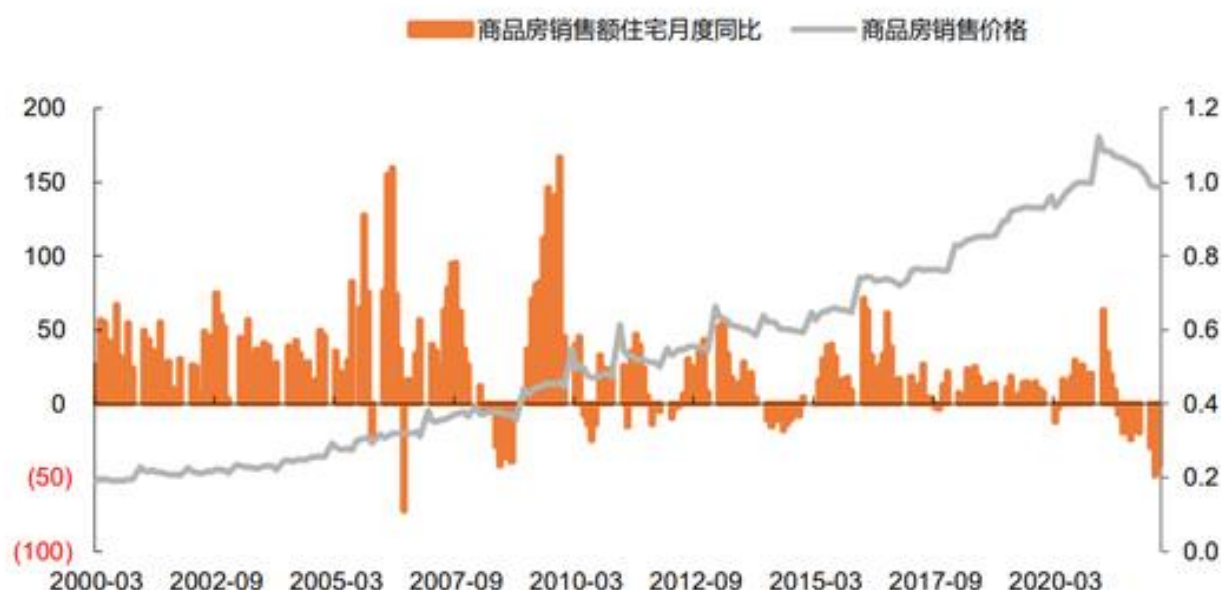
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

中国房屋平均销售价格自从 1999 年的 2053 元/平方米上涨到 2021 年的 10139 元/米, 上涨了 5 倍; 商品房销售面积从 1999 年的 1.46 亿平方米上升到 2021 年的 18 亿平方米, 上涨了 12 倍; 商品房销售额从 1999 年的 3000 亿元上升到 2021 年的 18.20 万亿元, 上涨了 60 倍; 二十多年来中国房地产保持着需求推动的高速发展趋势, 房价随之也不断上升。

中国当前的房地产市场如同三十年前的日本, 如果以 2010 年为基期, 2021 年中国房价指数为 220, 日本房价指数在 1990 年为 233, 两者非常

相近。而日本是在 1991 年发生土地市场泡沫破裂，给中国敲了一个警钟。

图 3: 商品房销售价格与销售额变化



资料来源: IFIND、长城证券研究院

2020 年中国实施了新一轮的房地产调控政策，比如“三道红线”、“房地产贷款集中度管理”以及“两集中三拍卖”。在这些政策的指导下，2021 年住宅商品房销售金额同比出现负增长，到年底几乎是-20%的下降；而住宅房价更是从年初就见顶回落，持续下跌。可以说中国房地产行业开始步入下一个周期。

2 房地产后周期特征

在房地产上升周期中，随着信贷的投入和房价的上涨，商品房的抵押价值也上涨，进而推升再融资能力，购房者继续购房——这种循环式上涨的模式推动了房地产的大周期。但这种过程也会产生副作用，那就是债务

率的上升。大量信贷转化为长期负债，从居民层面来说，月供占收入比重不断上升，从国家层面来说，居民债务占 GDP 比重不断上升。居民消费能力和信贷能力下降，直到降至一定水平就会量变引起质变，引发房地产的下跌周期。在房地产下跌周期中，随着房价的下跌和贷款创造能力的下降，商品房的抵押价值也会随着下降，进而增加偿债压力，购房者继续抛售——这种循环式下跌的模式推动了房地产的下跌周期。

我国已经走过房地产的上涨周期，还未进入下跌周期。在这一阶段，我们需要关注如下几个特征：

2.1 购房者较低的预期

6月29日央行公布今年第二季度城镇储户问卷调查报告，本季收入感受指数为44.5%，比上季下降5.7个百分点。其中，10.8%的居民认为收入“增加”，比上季减少3.7个百分点，67.6%的居民认为收入“基本不变”，比上季减少3.9个百分点，21.7%的居民认为收入“减少”，比上季增加7.6个百分点。收入信心指数为45.7%，比上季下降4.3个百分点。

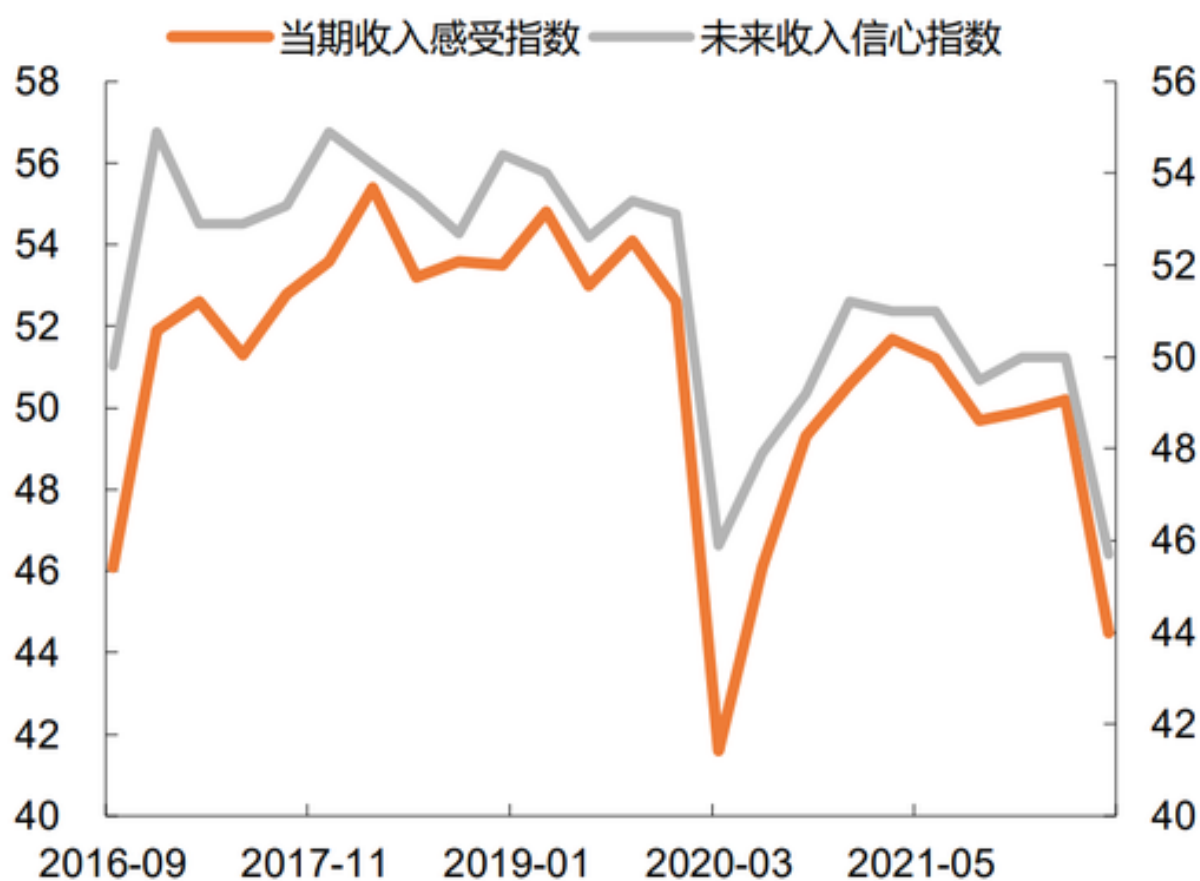
对下季房价，16.2%的居民预期“上涨”，54.6%的居民预期“基本不变”，16.0%的居民预期“下降”，13.2%的居民“看不准”。对于下季消费与储蓄，倾向于“更多消费”的居民占23.8%，比上季增加0.1个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占58.3%，比上季增加3.6个百分点。

一方面受疫情的冲击，居民收入和信心均受到较大影响，因此在2020

年一季度和 2022 年二季度当前收入感受指数以及未来收入信心指数均出现大幅回撤；另一方面在房地产调控的主基调下经济增速持续下滑，居民收入增速也不断降速，2016 年以来收入感受指数和信心指数整体呈现下行趋势。

对收入信心的下降造成居民提高了储蓄的意愿，2018 年以来居民“更多储蓄占比”持续上升，在 2020 年疫情之后经济复苏之际，“更多消费占比”有所回升，但到 2021 年经济增速再次回落时期，“更多储蓄占比”又继续走高。储蓄意愿的上升和房价下跌的预期几乎是同时发生的，都反映了居民的消费倾向下降，防御性储蓄倾向的上升，给房地产市场的复兴带来挑战。

图 4: 居民收入感受及信心



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

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_44928

