

## 經濟觀察家

# 樓市銷售延續弱勢 房價走向還看供給



◀中國住房市場存在嚴重的區域結構錯配，中心城市需求快速增長但土地供給明顯不足，邊緣城市則面臨中長期需求下降和潛在供給過剩的壓力

近期監管層嚴查消費資金違規流入房地產市場，引導熱點城市首套房貸利率普遍上浮5%至10%。展望明年，在房地產調控從緊和貨幣金融政策穩健中性基調下，一二線城市需求在短期內仍將被顯著抑制，價格或延續略跌狀態。但社會對中心城市房產資產配置和財富效應的預期依然存在，中心城市的住房供給能否有效擴大是決定房價是否進一步下行的的重要因素。

中銀國際研究部副總經理、資深宏觀策略分析師 葉丙南



江南曉望

從住房需求來看，25至44歲人口是首次置業和改善性需求集中的適齡購房人群。據鏈家地產等中介機構調查，在一二線城市的購房客戶中，25至44歲的購房人口佔比超過80%。按照境內外學者普遍預測，中國25至44歲人口在2005至2015年已見到峰值水平而後將逐步回落，2020年以後下降將更為明顯。因而，全國整體居住需求的持續增長期可能逐步結束。

## 區域結構錯配嚴重

從住房供給來看，1993年以後城鎮住房建設進入快車道，2000年以來顯著加速，城鎮房地產投資佔GDP比重由1992年之前的不到2%上升至1993至2000年年均4.8%和2007年以來的10%以上。現代市場經濟的規模經濟效應導致新開工住宅套數年均達到4.5套，已顯著超出發達國家住房建設高峰時期的水平。據統計局估算，2015年底中國城鎮戶均住房套數約達到1.08套。就全國整體市場而言，住房市場已告別供給短缺時代，進入供求相對均衡階段，房地產投資佔GDP的峰值已過。

但中國住房市場存在嚴重的區域結構錯配，中心城市的住房需求快速增長但土地供給明顯不足，而邊緣城市則面臨中長期需求下降和潛在供給過剩的壓力。現代市場經濟的規模經濟效應導致要素持續向核心城市聚集，25至44歲的適齡購房人口總體向就業機會更好的一二線城市集中，支撐中心城市的住房需求持續較快增長，而中心城市由於土地供給、資源環境和公共服務的供給嚴重不足，住房供求最為緊張，而供求緊張和價格上漲預期刺激中心城市投資投機需求居高不下，進一步加劇住房供不應求。

而大部分邊緣城市，除一些環大都市圈或中心城市的三四線城市外，在中長期內面臨產業聚集弱、公共服務吸引

力低、人口淨流出和潛在土地供給過剩的壓力，將呈現相對弱勢。

由於房地產行業高槓桿和資產屬性特徵，貨幣政策鬆緊周期很大程度上決定了房地產短期波動。2008年以來，中國貨幣政策經歷三輪鬆緊周期，令中國房地產市場出現三輪明顯的短期波動。新一輪地產調控和貨幣金融條件收緊導致房地產市場尤其是一二線城市房地產市場快速降溫，商品房銷售面積和新開工面積的同比增速分別由2016年的22.5%和18.1%降至2017年1至10月的8.2%和5.6%，其中北上深商品房銷售面積增速由2016年上半年的14.8%大幅降至2017年前三季度的至33.6%，降幅已超過2014年全年降幅，23個二線城市商品房銷售面積增速由35.2%降至1.2%，已大幅低於2015年全年增速8.3%。

但由於此輪房地產調控堅持因城施策，針對三四線城市仍是去庫存的扶持態度，受需求外溢、按揭貸款供給傾斜和棚改貨幣化安置等因素支撐，三四線城市房地產在2017年延續相對活躍周期，扣除一二線城市後其他城鎮的商品房銷售面積增速，從2016年的21.7%略回落至2017年前三季度的17.4%，但仍大幅高於2015年全年增速5.2%，是支撐2017年中國經濟表現超預期的重要因素之一。

## 邊緣城市需求降溫

2016年9月以來，新一輪房地產調控不斷加碼，陸續有新城市加入限購、限貸、限價或限售行列。十九大報告又重申「房住不炒」定位，預示熱點城市調控從緊的基調仍將延續。在短期內，熱點城市為實現房價環比零增長的政治任務，普遍實行「限價」政策，在審批環節嚴格控制預售申報價格，導致新增供應量進一步收縮，是中心城市銷量下滑的另一重要因素。

今年年初住建部 and 國土資源部要求熱點一二線城市公布未來三至五年土地供地計劃以穩定市場預期，一二線城市整體計劃供應面積相比「十二五」期間顯著增長，但未來計劃實際完成情況仍

需跟蹤觀察。從過去經驗來看，一二線城市供地計劃的實際完成率普遍較低，2014至2016年住宅類用地的月均供地面積相比2009至2013年月均值下降40%，未來一二線城市政策調控的重點應該是提高這些城市供地計劃的實際完成率。

今年三四線城市房地產火爆是過去兩年貨幣寬鬆刺激下的滯後效應，一二線城市因為嚴厲調控而快速轉冷，但三四線城市受益於需求外溢效應、去庫存的扶持政策和棚改貨幣化安置，火熱周期延續相對更長一段時期。棚改貨幣化安置尤其是大量項目集中實施在短期內對部分三四線城市住房市場供求產生了明顯影響，因為既減少了一批存量住房供給，又集中產生了一批新增需求。

棚改項目所拉動的需求建立在兩次加槓桿的基礎上，地方政府或平台企業首先借債向個人發放拆遷款，個人再以拆遷款為首付申請住房按揭貸款。從中長期來看，棚改項目中原來的存量土地一般經過整理後會重新入市，如果仍用於住房用地的話，那麼考慮到容積率的提高，棚改在中長期內未必會減少住房供應。筆者認為，當前三四線城市房地產火爆態勢難以持續，明年住房銷量增長將明顯放緩，部分缺乏居住需求支撐的城市未來兩年可能面臨一定的調整風險。

總體來看，明年一二線城市房地產銷售可能延續弱勢，價格或進一步略有下跌，但隨著需求急劇萎縮和供給約束日益明顯，銷量跌幅可能收窄，價格進一步下跌空間很大程度上取決於供給能否有效放量；三四線城市住房銷量增速可能大幅下行，價格或逐步結束上漲過程，部分城市面臨一定回調壓力。

筆者預測，明年全國商品房銷售面積同比可能下降5%至10%；受過去兩年住房銷量火爆帶動房企補庫存和在建項目投資支撐，短期內土地購置面積將延續較快增長勢頭，房地產投資降幅平緩，但隨著銷量持續下行，明年下半年後房地產投資增速的降幅或明顯擴大，預計全年增速由今年的6%至7%回落至明年的3%至4%。

# 慢牛難免有震盪

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

上周五對茅台股價過高的擔憂引發了市場比較大的調整：滬綜指在突破3400點後又重新回踩60日線，回到3380點；而創業板指則在年線位置遭遇強阻力，重新跌到1800點附近。而本周，茅台估值是否過高又成為市場焦點，白酒板塊出現全面調整。筆者認為，中長期看，A股的慢牛趨勢已經形成，在市場震盪回調結束後，龍頭股依舊將引領指數不斷上行。

龍頭股上漲的行情，是世界股市的普遍現象，而A股呈現出這樣的狀態，則是與相應的監管風格變化有關。只要當前的監管風格延續，A股就能夠延續龍頭股的行情：持續敞開的新股發行使得小股票的稀缺性下降，而嚴厲的監管則抑制了市場的「妖股」炒作。

今年以來，A股市值越大漲得越好的狀況十分明顯：從均值來看，2000億元（人民幣，下同）以上市值公司漲幅為30%，1000至2000億元市值公司漲幅為25%，500至1000億元市值公司漲幅為10%，200至500億元市值公司漲幅為5%，而200億元市值以下公司的平均漲幅全部為負，最小的50億以下市值的公司漲幅甚至只有至20%。如果按照中位數來看，這個狀況也是類似的，只不過大市值公司的漲幅變小，而小市值公司的漲幅擴大了。

## A股估值仍然偏低

與之對照的是，美股所有市值區間的公司都實現了平均漲幅正收益，只不過50億美元以下市值的小公司漲幅顯著低於其他市值區間的公司，其中位數漲幅只有不到5%，遠遠跑輸指數。而美股是一個經典的小市值公司佔主體的市場，其30億美元以下市值的公司佔比高達70%，50億美元以下公司佔比更是接近80%，這反映出美股大部分公司的漲幅都不明顯。同時，美股每年還有大量的退市公司，而小市值公司是退市的主力軍，如果把這些退市的公司算進去，美股小市值

公司的漲幅將更低。

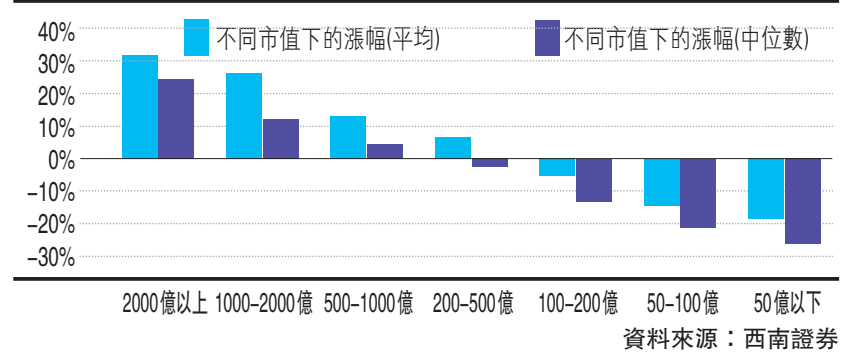
從估值來看，當前A股整體上確實不貴，業績的增長消化了指數的漲幅。雖然很多龍頭個股今年股價接近翻倍，但A股整體的走勢是非常穩健：從年初到現在，滬綜指漲幅只有8.9%，基本與名義GDP漲幅同步。上漲較多的滬深300漲幅也為24%，也基本與其業績增速相匹配。從橫向比較來看，當前滬深300市盈率約為14倍，滬綜指市盈率約為16倍，都是全球主要指數中偏低的。即使從估值提升的角度來看，其提到德國或者日本股市20倍左右的市盈率，依然有30%的上升空間。

此外，從五年以上的時間跨度來看，全球絕大多數股市漲幅是遠高於該國GDP漲幅的。因為從理論上講，上市公司的整體質地是優於非上市公司的，因而其業績增速也應該快於整體經濟的增速。但A股是唯一一個股指漲幅大幅度跑輸GDP漲幅的資本市場，這主要是早年間A股上市公司以國企為主，而國營企業的成长性顯著弱於民營企業，這就拖累了整體業績增速。未來隨着A股進一步市場化，這一扭曲有望得到改善。從縱向比較來看，滬綜指當前的估值水平處於歷史中游，而業績增長很好地消化了指數漲幅。

從整個社會資產配置的大趨勢來看，股市越來越成為資金配置的核心資產。十九大之後，國家將繼續貫徹「房子是用來住的，不是用來炒的」這一方針，房價的快速上行已經很難。而且通過限購措施的實施，各個主要城市的購房需求被進一步壓縮。但與此同時，居民的存款卻是在快速增加的，如居民儲蓄存款餘額從2016年初的53萬億元上升到了當前的59萬億元，淨增長6萬億元，這些經濟發展所積累起來的多餘資金仍然需要不斷尋找配置的資產。當房地產配置受到限制後，資本市場的配置空間就會相應增大。股市當中業績增速穩定，估值較低龍頭公司就成為資金追逐的焦點，甚至產生一些「龍頭溢價」。

從整體上看，只要當前市場的監管政策不發生大的方向性變化，市場仍將維持一個曲折向前，震盪向上的態勢。

## 2017年以來A股不同市值公司漲跌幅狀況



# 剛性需求大 樓市難減辣

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

新任特首林鄭月娥在她首份施政報告中指出，本港樓市的辣招已經很辣，但不會考慮減辣，以免市場會有不理性反應。筆者也同意這種觀點，儘管樓市這些年來成交大大萎縮，剛性需求很大，一旦減辣樓市必會進入瘋狂狀態，不但要出手抑制，更惹來公眾的不滿，暫時靜觀其變為上。

本港樓市自從2010年開始實施三種印花稅的辣招及收緊按揭以來，二手樓成交量銳挫，但樓價卻不斷攀升，還要迭創歷史新高。樓價無止境地上揚，經已引起普羅市民的不滿，政府實施辣招有百般的不是，但一旦減辣，樓價勢將出現報復式反彈，到時升勢如脫韁野馬，樓市場面更混亂、更難控制、社會反應更為激烈，非香港之福。

財政司司長陳茂波不諱言，現時香港樓價高企，政府無意調整按揭政策。他並認為，協助市民在高位入市不是好做法，待市場情況有轉變才會

考慮。林鄭月娥坦言，政府的樓市辣招已經好辣，按揭成數限制亦令二手樓市場滯後。她指稱，聽到有意見反映，「樓換樓」的六個月退稅寬限期並不足夠。林鄭月娥上任後研究過有關條例，對於有議員提出延長寬限期，認為有空間增至九個月。換樓期限放寬到九個月至十二個月，陳茂波認為是順應民意，絕不代表政府「減辣」，冀市民不要誤會。

## 鬆綁時機要選好

陳茂波指出，此舉不想加重「樓換樓」自用人士的印花稅。如果在二手市場找尋新樓，有時候六個月比較急促，變成有可能被迫到一手市場，對想換樓的人未必是最好做法。他強調，這絕對不表示政府減辣，只是希望換樓人士有多些空間及時間，去物色合適樓房。

政府實施多年的辣招，是有鬆綁的必要，但也要找尋適當時間進行，最好是在樓市回軟時間。假如在樓市上升周期採取行動，便會火上加油，樓市升得更誇張。所以，政府應該盡早作出部署，做好詳細計劃，只要遇到適當時間便將辣招鬆綁。