

房地产市场最终很可能将度过难关

中国的房地产故事正在发生改变，但未必会终结。城镇化、需求升级和收入增加都意味着长期而言会呈现进一步的根本性增长。



放眼全球，拥有房地产都被视为财富长久保值增值的良好方式。在中国，对房地产的钟爱尤其根深蒂固——由于境内市场可选投资方式不多，住房资产在城市家庭财富中的占比高达 70%（截至 2019 年）。

在中国，私人拥有住房是从 2000 年代初才开始出现。房地产市场享受了长达二十年的迅猛增长时期。但这种蓬勃发展也带来了一些后果：杠杆过高、投机行为、财富差距加剧、经济高度依赖这个周期性的产业。

近期有关中国房地产市场困局的报道，都与上述问题以及中国政府整顿该行业的措施直接相关。

随着经济受到疫情带来的不利影响，投资者越来越担心金融体系面临的挑战。这些风险不容小觑，但随着经济起起伏伏温和复苏，房地产市场最终很可能将度过难关。

本轮下行周期有所不同

房地产市场的下行周期在中国并不鲜见——似乎每隔三四年都会出现。不过，于 2018 年中期开始的本轮周期在范围、持续时间以及政策响应的性质上都有所不同。

在以往的周期中，继中国政府放松政策以缓解其他经济领域的压力后（通常是刺激建筑活动），住房需求往往会上升并带动房地产繁荣。随后，决策者为火热的房价降温，而一旦市场呈现下行趋势，则会开始调节流动性以促进销售。

多年来，经济对房地产的依赖不断加深，以致人们普遍认为规模高达 60 万亿美元的房地产市场“太大而不能倒”。毕竟，目前房地产活动对 GDP 的贡献高达 25–30%，至少 20 个大中型城市地方政府的

卖地收入超过其税收收入，同时四分之一的城市就业与房地产有关。

经过 2014-2016 年的上行周期后，决策者在 2018 年开始实施去杠杆为市场降温，仅在疫情爆发的最严重时期暂时停顿。2020 年，政府推出更为严厉的“三道红线”政策，这与之前的降温策略显著不同：该政策通过堵住房企绕过调控措施的漏洞，以限制债务无序扩张。

在此严格的政策立场下，对于房价持续上涨的观念正在改变，但在经济受到疫情冲击的背景下，这使得房地产行业出现一系列事件，困局持续加重。

拖累增长，但尚不构成资产负债表危机

由于融资渠道关闭，销售又受到疫情相关出行控制的冲击，一些大型开发商停止了债券的还本付息，这使得过去 12 个月中国高收益美元债券的违约率达到创纪录的 65%。一些缺乏现金的开发商还停止了预售项目的建设。针对这一情况，部分购房者要求暂停偿还按揭贷款，在高峰时期，停贷风波涉及数个低线城市中的 300 多个烂尾项目。

与此同时，住房销售也大幅下滑。全国 100 强开发商的住房销售额继 7 月份同比下降超过 40% 之后，8 月份同比再下降 30%。建设活动也因此急剧下行，7 月份新开工数同比下降 45%，回到 2010 年以

前的水平。

为防止问题加剧，政府出台了多项措施，包括下调按揭贷款利率、放松开发商融资限制等，以确保项目交付。这些措施似乎缓解了业主的顾虑。毕竟，由于首付比例高达 40–50%（美国仅为 10%），放弃已购住房对于中国中产阶级而言绝非易事。

鉴于停贷金额仅占整个按揭市场规模的极小比例（按照我们的最不利情景估计，涉及的贷款不到按揭贷款总余额的 2%），而且银行系统的资本十分充足（在核心一级资本（CET1）之外拥有大约 10 万亿元人民币的风险缓冲），因此系统性金融风险也得以减轻。

不过，尽管中国能够避免资产负债表危机，但由于没有统一的房地产纾困方案，加上经济反弹力度不如预期，对房地产市场的信心下滑仍然难以修复。

从中国寻找机会

中国致力于使经济更具韧性和效率之际，政府仍坚持“房住不炒”的立场。由于发生重大战略转向的可能性不大，投资者应避免中国房地产相关债券和股票。

由于经济复苏力度不及预期，中国股市整体上也表现乏力。尽管如此，在可望受益于政策支持以及盈利强韧的板块仍存在自下而上的机会。

这包括电动汽车供应链、可再生能源运营商和国内消费品等领域的企业，尤其是符合中国产业升级雄心和“双循环”战略的公司。此外，中国的头部科技公司最近也传来利好消息，包括随着成本效率的提高，企业盈利意外好于预期，以及中美两国就中概股审计监管合作达成协议等。

中国的房地产故事正在发生改变，但未必会终结。城镇化、需求升级和收入增加都意味着长期而言会呈现进一步的根本性增长。与此同时，投资者应关注政府着力推动的领域。