

# 巴曙松：中国房地产市场该拐了吗？

**作者简介：**巴曙松，男，1969年生，国务院发展研究中心金融研究所副所长，研究员，博士生导师，中国银行业协会首席经济学家，享受国务院特殊津贴专家。1987-1994年就读于华中科技大学，获工学学士和经济学硕士学位，1996-1999年，就读于中央财经大学，获得经济学博士学位。主要研究领域为金融市场监管和金融机构风险管理。

近期，关于中国房地产市场触及“拐点”的论调不绝于耳，然而，泛泛的争论往往会忽略细节和真相。“拐点之争”首先需要厘清的是我们究竟面临怎样的拐点？供给拐点、需求拐点、房价拐点背后所暗含的宏观含义存在显著的差异，而且这三个拐点到来的时间节奏和叠加程度并不完全相同，应对不同拐点、不同时序、不同叠加程度所需要的政策组合也将不同，因此，需要区别对待。

中国房地产市场真正的问题是：供给层面，中国正逐步进入新房供给与二手房供给彼此衔接转换主导的阶段；需求层面，中国正逐步进入投资性需求明显退场与改善性需求缓慢进场的交替阶段，退与进的力量对比将决定需求下滑的程度；房价走势层面，中国正逐步进入单边上涨和双向波动、政府不再对房价进行直接控制等的切换阶段；宏观层面，中国正逐步进入由投资效应主导与财富效应主导的转换阶段。基于此，关于中国房地产市场拐点的研究应在这几个背景下展开。

## 一、何为拐点？

当几乎所有人都在不约而同的谈论目前中国房地产面临拐点之变的时候，其拐点背后指代的意义却可能不尽相同。拐点可以指房价的转折、供给的减速，也可以指需求的萎缩，需要一个清晰的界定。

从美国和日本经验来看，这种界定是十分有必要的。从历史数据分析，美国早在上世纪中叶就迎来了供给的拐点，新开工面积在1950年就达到了峰值，然而，房地产价格却稳中取升，直到2007年才触及了一个阶段性拐点。日本上世纪90年代资产泡沫破灭、房价至今跌去50%，但供求却并未出现类似的剧烈下滑，每年的成交量稳定在100多万套。如果加上家庭自建新开工，每年的新开工数量达到在150-200万套，直到2006年才经历了一个明显下降。

更重要的是，我们之所以需要对房价、供给、需求三类拐点进行区分和界定，在于驱动这三者的力量是不同的，各类拐点带来的调整幅度和宏观影响也是截然不同的。从最简单的层面来讲，新增供给往往仅仅指新开工房屋，而需求则既可以由新房来满足，也可由存量的二手房来满足，因此供给的拐点并不必然意味着需求拐点的同步出现。存量流通的房屋是否在质量上与需求的结构升级相互匹配往往决定着新房供给出现拐点之后的下滑幅度。

房价拐点的出现时点则取决于供求调整的速度和弹性能否匹配。在新房主导市场供给的阶段，由于拿地、设计、施工等诸多环节涉及的周期较长，往往需求 3-5 年，因此，新房供给往往存在明显滞后，不同与需求的变化同步调整，因此，需求弹性远远大于供给弹性往往是导致房价大起大落的根本原因。在二手房主导市场供给的阶段，供给弹性与需求弹性将更为一致，调整的节奏几乎完全同步，在这个阶段，除非出现金融力量对需求的显著冲击，否则，房价应该是一种相对平稳的变化。

需求拐点的决定因素则更加复杂。从国际比较看，当一个国家处于工业化和城市化进程中，收入的快速增长和城市人口的快速膨胀是核心的驱动因素，这时需求的释放速度快、释放规模大，供给释放则存在滞后，因此，房价容易出现急涨。当一个国家处于工业化和城市化后期，居民的金融杠杆、城市人口之间的内部流动和城市家庭的裂变速度开始成为核心的驱动因素。当然，金融杠杆的扩张并不必然出现在第二阶段，如果工业化、城市化和居民金融杠杆的扩张同时出现在第一阶段，那么房价则会出现更大幅度的急涨，也会出现第二阶段的急跌。日本就是一个典型。

而人口结构的变化无论对哪一类拐点的指向意义从目前的案例对比看都不明显。例如，美国在 1985 至 1994 年期间同样经历了人口结构的拐点，在这 10 年间适龄劳动人口占比从 66.4%持续下降至 65.5%。然而在该阶段，美国房价指数涨幅达到 48.6%，年复合增长率约 4.5%。日本在 1969 年至 1980 年的近 11 年期间其适龄劳动人口阶段性触顶回落，占比从 68.9%下降至 67.4%，而 1992 年日本房价才迎来拐点，直到 30 年后的 1997 年日本房屋供给才有一个明显下降。

## 二、拐点到来的次序是什么？

虽然具体的房地产市场制度和发展阶段存在差异，但是从趋势看，观察美国和日本房价、供给和需求的拐点渐次到来的顺序，可以发现一定的规律。

从美国经验观察，新房供给拐点于 1950 左右先于需求和房价拐点到来，二手房供给则于 2006 年出现一个阶段性拐点。具体而言，需求和房价经历了 1980 年代和 2007 年金融危机两次调整，目前仍未出现拐点显现的迹象，人口的自由迁徙、住房的改善带来每年稳

定在 500 万套左右的交易量，其中 90%为二手房交易。因此，严格意义上说美国房地产需求和价格的拐点与供给拐点是存在明显的差异的。

究其原因，可以发现：（1）1950 年之后，美国由城市化浪潮进入郊区化浪潮，在城市人口总量没有明显增加的情况下，郊区人口则出现快速膨胀，1950 年代和 1960 年代美国郊区人口分别增长 52%和 33%，这构成美国住房需求上升的最主要驱动力；（2）美国住房需求不断升级，套均面积不断增长，目前为 230 平左右，是日本和中国的 3 倍；（3）美国金融系统对居民住房需求的支撑，这使得美国居民的杠杆率在 1995-2005 年出现连续和快速的上升，由此驱使需求膨胀和房价上涨。（4）美国联邦住房局、两房等机构对低收入家庭的持续支持，使得正常情况无法进入住房市场的潜在需求变成真实需求，住房自有率快速上升。这些机构的存在不仅能够使美国的需求和房价在上升周期中“锦上添花”，而且也能在下降周期中“雪中送炭”，发挥明显的对冲作用。

从日本经验来看，房价拐点先于供求拐点到来。日本在房价陷入低谷后，供给和需求仍然保持了健康的增长。几乎所有的悲观分析都喜欢把日本视为对标中国的案例。然而，事实上，1980 年代末房价的暴跌并没有摧毁日本的房地产市场，尽管房价和地价至今没有恢复，但真实有效的需求仍然存在，这也表明区分不同的拐点的界定是有意义的。日本户均住房套数从 1970 年代开始就长期大于 1，但由于存量住房在面积、设计上的缺陷无法满足增量的需求，因此，在大量房屋空置房的情况下，每年仍有 100 多万套的新建住房进入市场。

虽然从长期来看，日本新开工数量的确在下降，但是并非突发式下降，而是逐步平稳下降，从 1991 年每年新工 140 万工，下降到 2012 年每年新开工 100 万套，20 多年下降 30%，这是一个十分正常的调整节奏。

我们的研究表明，相比人口结构和城镇化率，美日韩三国居民部门的杠杆率与房价走势变化的拟合度要好得多。如果将日本和美国的案例放在一起进行对比，这两个国家的拐点到来时序以及幅度之所以存在不同，重要的原因之一在于金融杠杆的力量差异。居民部门杠杆率提升的幅度和力度往往决定了房价拐点将以何种方式到来、以何种方式化解。日本居民部门的杠杆率从 1970 年代经历了一个长达 20 年的急速猛烈的陡峭上升，房价在此带动下不断创出新高。在泡沫破灭后，居民部门的去杠杆进程历经 20 年仍未结束。相比而言，美国居民部门的杠杆率则保持了温和上行的态势，只是在 2000 年之后出现一个加速上升的过程，在金融危机调整 5 年后再次步入上升通道。我们倾向于认为，日本房地产如此戏剧性急涨急跌的变化，除了房地产市场的一些制度差异外，一个重要的影响因素是由于

其背后缺少一个弹性多元的金融体系。而美国房地产市场之所以能够迅速反弹，与金融危机中美联储、房地美、房利美和吉利美及时填补了市场金融力量暂时缺失有着直接关系。

### 三、中国房地产即将经历什么样的拐点？

首先，目前中国正在迎来新开工和销售面积的拐点。对比过去几年的数据，2013年13.1亿平方米的销售量很可能是中国房地产市场销售的天花板。2002-2012年十年间房地产市场高歌猛进，总销售面积约60多亿平米。2010-2012年销售面积每年大概10.5-11亿平米，而13年销售面积达到13亿平方米，增幅达到20%。

然而这一拐点的出现并不意味着未来新开工面积会出现陡降。一个重要的原因是，即便新开工的套数会明显下降，但住房升级带来的套均面积扩张可以一定程度上对冲套数下降的影响。据调查，2012年全国城镇家庭住房建筑面积的中位数为80平方米，低于主要发达国家。中国当前城镇人口人均住宅面积为33平方米，不仅远低于人均耕地面积较为广阔的美国、法国、西班牙等地，更是低于同样土地资源匮乏的日本、英国以及荷兰等国家，同时中国的城市中依然有不少居民的居住条件较差。

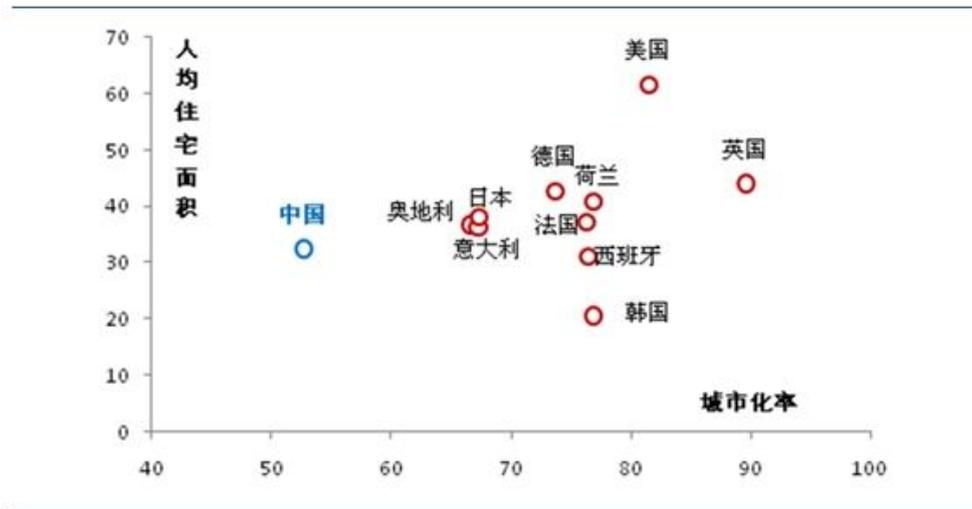
其次，中国房地产市场需求的拐点可能还没有到来，驱动需求的因素还在发生积极的变化。具体来看：

(1) 中国家庭仍在裂变进程中。2012年中国家庭户均人数为3.02人，家庭数量4.3亿户，家庭规模日益小型化的趋势仍在延续。尽管人口增长率已处于较低水平，但家庭数量还会在一个时期内持续增长。据预测，2040年中国的家庭户数量将跨上5亿户台阶，2045年才达到峰值（约5.04亿），到2050年仍将保持在5亿户左右的规模。如果假设中国的房屋周转率（turnover，即每年房产交易量/家庭数量）仅为2%（美国长期平均均为4.5%、日本最低水平为2%、英国为4-6%），则每年成交的房屋套数也至少在1000万套。当然，这其中将包含大量的二手房交易量。

(2) 中国城镇化红利还在继续释放。过去十多年中国房地产膨胀的需求更多由城市领地外延式扩张带来的人口自然增长而驱动，城镇化进程的人口迁徙特别是农民工实现向市民化带动的房地产需求才刚刚萌芽。据统计，仅10%的流动人口在城镇地区拥有住房，绝大部分流动人口进入的是租房市场或工矿厂区提供的住所。户籍制度的制约、高达30%首付比例等让“落脚城市”的梦想对多数群体遥不可及。如果能够在上述方面有所松动，城镇化的房地产红利能够得到极大撬动。

(3) 居住升级的需求依然存在。过去30多年快速城镇化浪潮中催生出的房屋，一如整体上缺乏规划的城市建设，往往在户型布局、配套设施等方面都存在明显的缺陷。随着人们对户型结构、绿化环境、居住面积、物业服务等更为宜居和人性化的追求，一大批上

世纪 90 年代建成的住房已经不能满足更高质量的改善型需求，正在被动加速折旧。一个与之相印证的事实是，除了一线城市外，多数城市的二手房交易并不活跃。随着轨道交通的便利，越来越多的人群放弃居住在城市中陈旧的居所，选择可接受的距离内更大面积和更合理设计的住房。这也是日本房地产业多年存量供给过剩、而仍有大量新开工的原因。



人均住宅面积国际比较（资料来源：《中国经济增长十年展望》，华创证券）

#### 四、中国房地产供给拐点到来的宏观影响是什么？

新开工拐点的到来，在宏观上意味着短期房地产投资的下滑以及对经济贡献度的趋势性下降。而长期来看，这一拐点的到来是否必然意味着对经济形成负面影响则取决于房地产对宏观经济的贡献能否顺利地由投资效应较为平稳地逐步切换到财富效应。

如上所述，美国房地产在上世纪 40 年代就进入了新开工的拐点，然而房地产对经济的贡献度却始终能够保持在 10-20% 的区间内，其中最大部分来自房地产财富效应的释放。对于居民部门而言，金融市场的繁荣和不断涌现的金融创新使得上涨的房价不仅仅是“纸面财富”，而是通过抵押贷款再融资、倒按揭等为消费者取得了更广泛的信贷支持。

目前，由于缺少合理的金融安排，中国已购房城镇人口的财富效应难以实现，而多数流动人口被排除在抵押贷款市场之外，无法从住房价值的增长中受益，也没有刺激其消费的正的住房财富效应。2010 年，资本收益占城镇永久居民家庭平均收入的 8%，而城镇流动人口的这一比例仅为 3.4%。2002 至 2007 年间，人均城镇住房财富与人均农村住房财富之间的比例从 4.5 上升至 7.2。因此，如何通过合理的金融安排激发已购房人群的财富效应，并使得未来流动人口具备加杠杆的能力。

新开工拐点的到来，还意味着蔓延扩张式的新开工以及依附其上的土地财政模式的逐步终结。过去二十多年，中国房地产的新开工是从市中心到郊区的摊大饼式的建设方式，由此促成了土地财政的形成。未来新开工面积不仅难以超越 2013 年峰值，新开工的结构和

性质也将发生根本变化。随着对土地用途更合理的规划，一半以上的房屋供应来自于对存量土地的集约利用，棚户区改造就是典型的做法，地方政府卖地模式将不可持续。一方面，存量土地的集约利用需要建立公平共享的土地增值收益分配制度，另一方面，土地财政的日渐式微也要求加快建立与现代社会发展相适应的土地财产税制度。

新开工拐点的到来，是市场自发调整的结果，同时需求的拐点还远未到来，因此对宏观的冲击没有想象中那么大。经过二十多年的高速增长，中国的房地产市场需要一次真实的调整。尽管对住房的需求是切实存在的，但由于财富分配的不均衡，住房购买力严重分配不均。在过去的十多年中，财富爆发式增长以极大的动能释放在房地产这一类资产上，投资型需求集中进场，而供给则或者短时间内难以跟上需求释放的速度，或者在一次次行政调控中被抑制。最近几年来，随着财富配置的多元化、房地产限购政策的不断升级，投资性需求的大潮已过，房价进一步上涨的动力在衰竭。根据世联地产的调查，住房投资性需求已经由过去的 50%多降到现在的 10%左右。而另一方面，真实性需求则由于面临着较高的金融约束，无法有效接续投资性需求退场带来的宏观冲击，需要时间来逐步消化两者的落差。

## 五、需要什么样的政策应对？

首先需要明确政策要应对什么？

(1) 投资性需求退场和真实性需求进场接续中带来的短期冲击性落差；(2) 投资效应向财富效应逐步过渡中带来的转换落差。投资性需求大潮正在快速退却，而真实性需求的进场依旧缓慢，这一进一退之间不可避免带来投资的回落，短时间内对经济增长可能形成负面影响。

其次如何更好应对？

短期内，可通过有真实需求的城镇化过程中的基建投资予以一定程度的对冲两类需求进退间形成的落差。

中长期内，应当通过加快户籍制度改革、更加公平的公共服务共享以及更加积极的住房融资政策加快真实性需求的进场步伐，适当降低首套房的首付比例，激活居民部门潜在的加杠杆空间；同时，着眼于建立长期有利于房地产财富效应发挥的制度安排，例如，更为市场化的住房金融创新、增强而非削弱财富效应的住房保障制度。从数据上来看，中国居民部门债务虽然自金融危机之后有较快的提升，占 GDP 比重从 2008 年约 18% 上升至 2013 年的约 33%，涨幅约 15 个百分点。但其绝对水平仍然较为健康，远低于其他国家，仅与 50 年代末期的美国、70 年代初期的日本和 80 年代末的韩国水平相近。加杠杆的空间

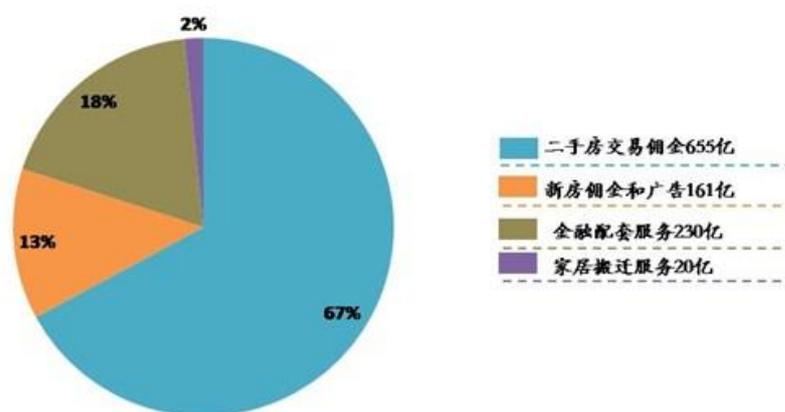
能否真实转化为加杠杆的能力，取决于我们依赖什么样的金融体系，是否可以更好地支持居民运用金融杠杆。

## 六、什么样的房地产企业能够胜出？

我们看好三类企业：

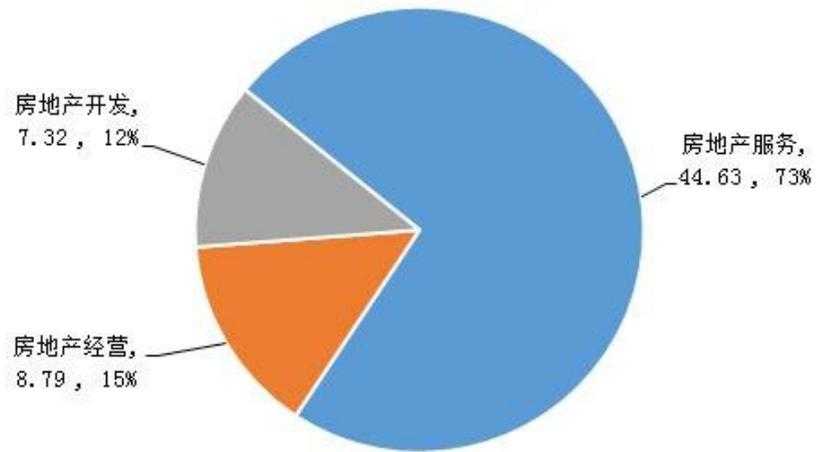
第一类，从单纯加工住宅到提供多元综合服务的企业。随着住房需求结构的转变，以及人们逐步摆脱地理空间的限制，以及富人们对大房子的需求，未来将出现一批新的、能够将自然风光、旅游和养老资源进行综合匹配的综合类企业。企业之间的竞争将体现服务配套能力、多元化元素的整合能力。未来的房地产企业要做的不仅仅是加工土地，更要把山水、风光、文化、历史等多种元素融入空间中，这才是真正的价值创造，也才能赢得未来。

第二类，在二手房市场爆发条件下，将会产生一批从事房屋流通、解决用户需求痛点、依托于互联网的企业。在目前一手房市场增速下移，二手房市场逐步成长的情况下，存量市场的流通将提供新的机遇。传统的房屋中介，如中原地产、链家地产等，以及互联网企业，将都在这个大的市场中分享这个蛋糕。根据华创新产业研究团队的测算，未来二手房及产业链市场空间将超过 1200 亿，其中近 70%来自于二手房交易佣金。



房地产流通市场空间测算（资料来源：华创证券）

第三类，围绕住房提供衍生服务的企业，许多企业围绕住房融资、物业管理、社区电商等领域进行的努力已经暗示这个市场同样巨大，机会良多。



纳斯达克房地产板块市值（资料来源：Bloomberg，华创证券）

文章来源：观察者网，转载自微信公众号“华创宏观”

详见：[http://www.guancha.cn/ba-shu-song/2014\\_06\\_25\\_240701\\_s.shtml](http://www.guancha.cn/ba-shu-song/2014_06_25_240701_s.shtml)