日期：2020 年 09 月 02 日

房地产市场长效机制将逐步推进

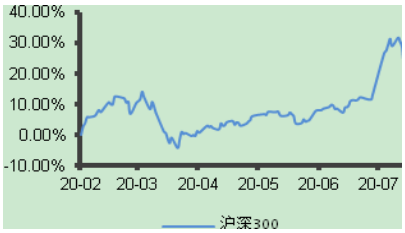
分析师： 王伟力
Tel： 021-53686165
E-mail： wangweili@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120003

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

最近 6 个月沪深 300 指数表现



■ 主要观点：

房地产泡沫将挤压消费和实体经济

在中国逐步进入以内循环为主的经济发展模式过程中，消费和投资将成为未来经济增长的主要动力。房地产市场的泡沫一方面将对金融系统性安全造成极大的隐患，另一方面，将挤压消费，挤压存款，挤压股市，甚至挤压货币政策本需要进入实体经济的那部分增量。这些都将降低经济政策的效率，降低经济增长的效率。

房地产市场的长效机制将从两方面推进

在内循环背景下，一方面需要安全稳定和相对独立的金融系统，另一方面需要经济增长尤其是需求的快速增长。因此，房地产市场的长效机制需要从金融系统安全和防止需求挤出两个方面推进。从而促进内部产业结构升级，经济结构改善，经济质量提升，以及制造业产业链的补缺和升级。在房地产市场稳定的条件下，为推动产业链升级而培育的资本市场鼓励创新的土壤，为推动实体经济发展而营造的资产兼并收购的宽松环境，都将发挥其原本的作用。未来可能的降准降息的货币政策的效率也将得到提高，新增的资金会大概率地流入实体经济和证券市场，为国家新兴产业和国资国企改革助力。

一、内循环将更加强调 “房子是用来住的”

从 2016 年底中央经济工作会议提出“住房不炒”后，从中央政治局会议、国务院常务会议到各级会议都把建立房地产长效机制作为一项重要工作内容。

近期，中央政治局会议特别提出，要加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。也就是说，经济内循环将会是下半年的发展基调，相关的财税、金融政策等，都将围绕经济内循环，更好地向实体经济、尤其是中小企业等倾斜，而不会再通过放松楼市调控，伤害实体经济发展，影响居民生活水平提高。尤其不会因为房价上涨，对居民生活预期产生影响。

截止到今年一季度末，居民杠杆率已攀升至 54.3%，比 2008 年的 17.9%上升了 36.4 个百分点。其中，个人住房贷款占住户部门贷款总额已超过了 50%。相当于居民杠杆率的一半以上来自于住房贷款。这些贷款，不仅影响了居民的当期消费，也在影响着居民的未来消费。如果房价继续上涨，对居民消费能力的影响会更大。所以房地产市场对金融的系统性安全和经济增长的消费需求释放同样都非常重要。

图 1　房地产贷款同比

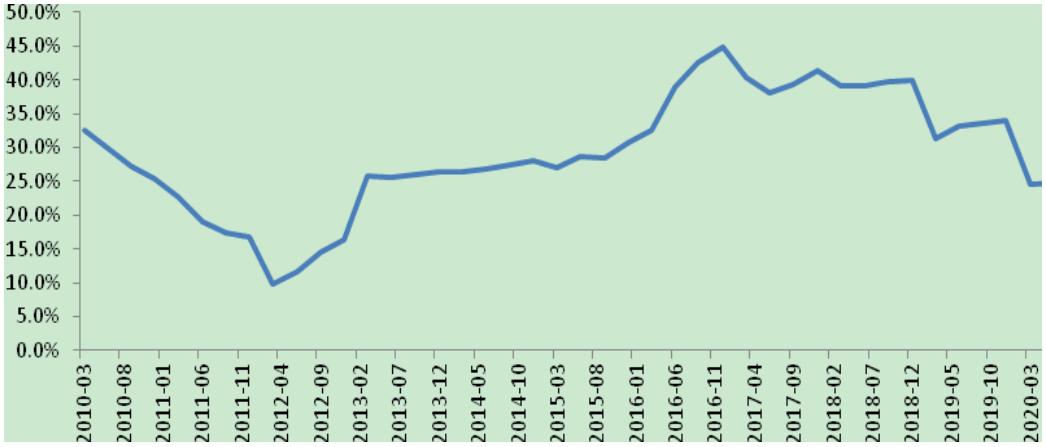


数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

各地区各部门根据“房住不炒”和“一城一策”精神，优化金融资源配置，严防资金违规流入房地产市场。2019 年与 2016 年相比，房地产贷款增速下降 12 个百分点，新增房地产贷款占全部新增贷款的比重下降 10 个百分点。既满足房地产行业平稳发展的正常需

要，又避免因资金过度集中出现更大风险。

图 2 新增房地产贷款占新增贷款比例



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

有关“双循环”的问题，早在今年 5 月 14 日中央政治局会议上已经有过明确表述。在接下来的两个多月时间里，高层又有过多次表述与强调。这也意味着，下半年以及接下来的“十四五”规划中的经济工作，都有可能围绕“双循环”而展开。一切工作的重心，也将紧紧围绕“双循环”做出部署。特别是“国内大循环”，更是经济工作依赖的基础，是经济能否稳定健康有序的关键。

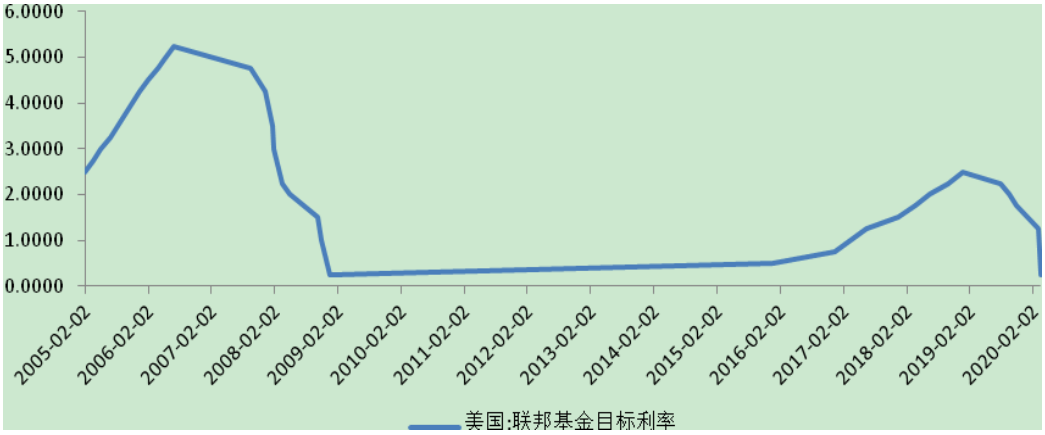
我们认为，在中国逐步进入以内循环为主的经济发展模式过程中，消费和投资将成为未来经济增长的主要动力。房地产市场的泡沫一方面将对金融系统性安全造成极大的隐患，另一方面，将挤压消费，挤压存款，挤压股市，甚至挤压货币政策本需要进入实体经济的那部分增量。国内经济的内循环，需要内部产业结构升级，经济结构改善，经济质量提升，以及制造业产业链的补缺和升级。

只有更加强调和建立“房子是用来住的”这一理念和目标，整个房地产市场才能回归本源，经济发展的协调性也会重新理顺。在房地产市场稳定的条件下，为推动产业链升级而培育的资本市场鼓励创新的土壤，为推动实体经济发展而营造的资产兼并收购的宽松环境，也都将发挥其原本的作用。未来可能的降准降息的货币政策的效率也将得到提高，新增的资金会大概率地流入实体经济和证券市场，为国家新兴产业和国资国企改革助力。

二、房地产市场长效机制目前以金融风险防控为主

从目前的全球大环境来看，美联储的货币宽松政策导致的全球货币超发对各国经济影响最大。美联储在把目标基准利率降至 0%—0.25%区间的基础上，进一步调整了货币政策框架。即对于通胀的评价将提高容忍度，从原来的 2%改变为平均 2%，也就是说，允许通胀水平在一段时间内超过 2%。

图 3　美联储目标基准利率



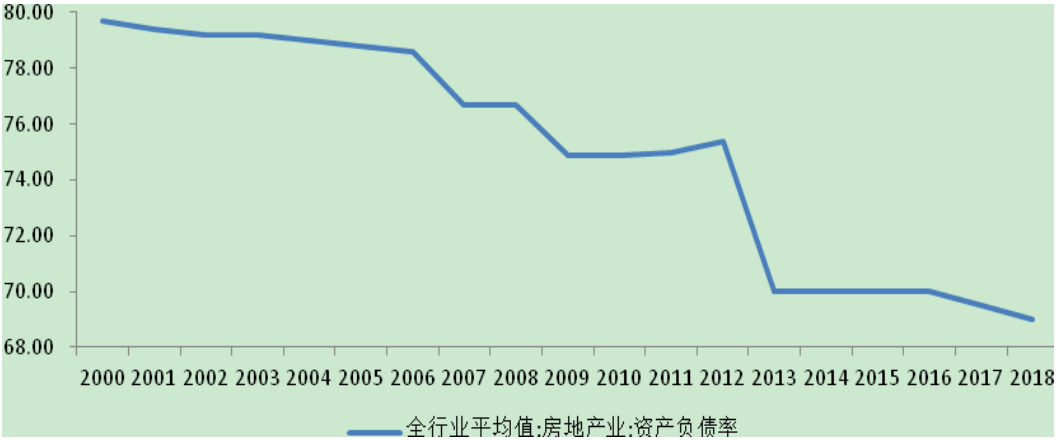
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

央行书记、银保监主席郭树清对中国金融系统的评价，在肯定控制金融风险的工作有效性后，强调要提高对房地产市场这头灰犀牛以及疫情风险这只黑天鹅的关注，也主要是在当前全球形势下做出的判断。因此，目前的长效机制也将更多从控制金融风险的角度出发，对一些关键评价标准，主要针对负债融资水平等进行控制，从而防范未来。

近日住房城乡建设部、人民银行在北京召开的重点房地产企业座谈会，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则。其实，在此次座谈会之前，相关监管部门已经释放明确的相关信号，明确房企在未来较长时间内要着重降低负债规模和负债率。

此次明确的融资管理规则是此前业内多次预期的“三条红线”：房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；房企的净负债率不得大于 100%；房企的“现金短债比”小于 1 。此外，拿地销售比是否过高、经营性现金流情况两个方面也将作为监管机构考察的重要指标。

图 4　房地产业资产负债率



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

我们认为，房地产业的稳定是宏观金融系统性安全的一个重要组成部分。随着全球货币宽松的持续，房地产市场的泡沫将会造成杠杆率的上升，危及整个金融系统的安全。及时控制杠杆水平以及房地产价格的波动幅度，对于房地产市场自身的风险控制将会起到积极的影响，对市场预期也将起到前瞻性的引导。

三、房地产市场的长效机制还将包括阻止消费需求的挤出

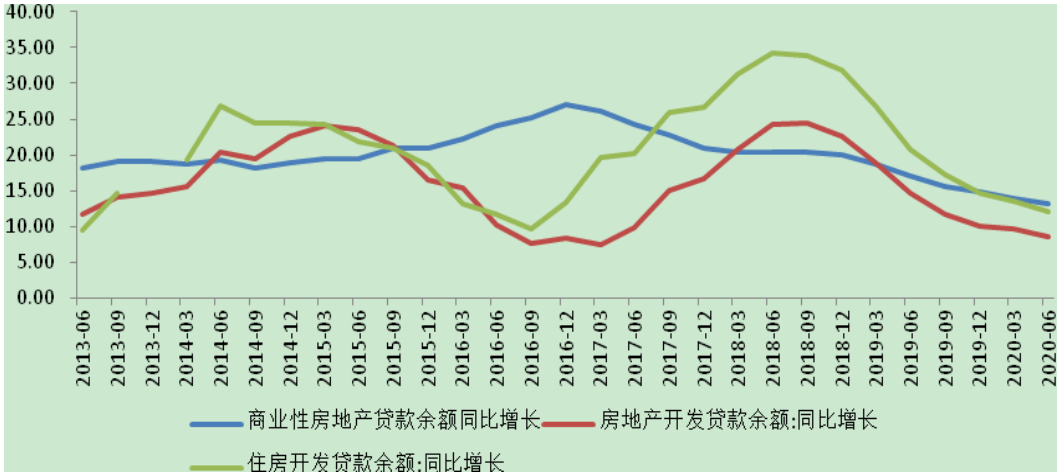
在内循环背景下，一方面需要安全稳定和相对独立的金融系统，另一方面需要经济增长尤其是需求的快速增长。因此，房地产市场的长效机制需要从金融系统安全和防止需求挤出两个方面推进。在目前金融系统安全控制的效果初步显现后，未来，其促进经济转型升级，推动消费需求增长的目标也将逐步落地。

就目前房地产市场本身的调控政策而言，长效机制的部分作用已经初步显现，但仍有着一定的局限性。这些措施和政策对于降低房地产市场 5 年内的短期金融属性，稳定房地产价格有着积极的作用。但是普通家庭购房后，用 20 到 30 年时间还贷是一个普遍现象，严重制约着普通家庭的消费潜力。

从市场化的角度看，5 年内交易成本的提高仍有空间，房地产短期的金融属性的下降也还有空间。另外，限购政策属于非市场化的控制方式。因此，在贷款利率水平整体呈下降趋势，货币政策总体趋于宽松的大环境下，目前政策下，房地产价格上涨的动力仍然是存

在的，不过也是可控的。

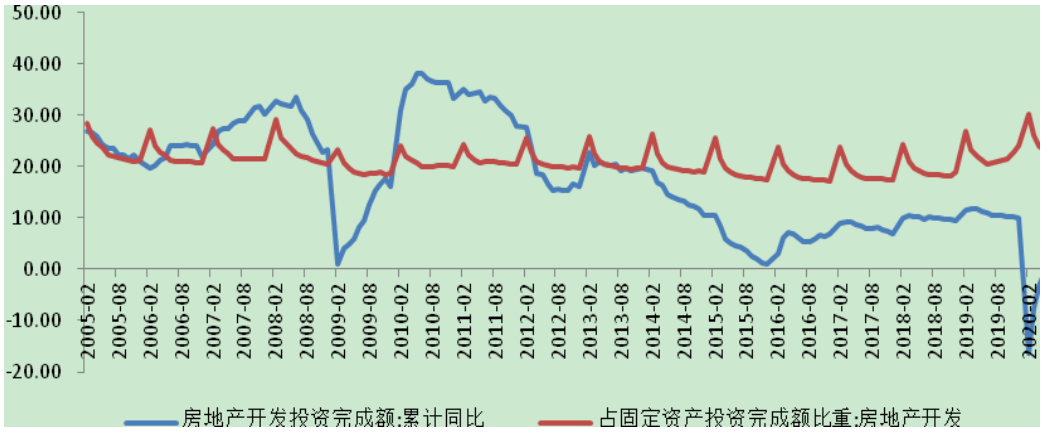
图 5　房地产开发贷款同比



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

从长远来看，中国房地产市场仍需进一步的去金融属性化过程，而且需要集中在市场化的交易成本和持有成本提高的方式上，并区别对待，加大 5 年内交易成本和持有成本，适当提高 5 年以上交易成本和持有成本，比如房产税。从而使房地产的住宅属性进一步体现，而金融属性进一步减弱。

图 6　房地产固定投资情况



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

我们认为，本质上看，房地产价格的高增长，与土地价格的增长密切相关，而土地价格的增长与政府财政收入密切相关。从国家总的财政收入结构来看，前些年土地财政的比例较高，如果下降过快，

会影响总体财政收入的规模。在财政需要支持中小微企业、支持实体经济、支持新兴产业的大环境下，财政收入不能出现大幅的下降。因此，既要保持一定速度的增长，又要实现上述这些目标，那么财政收入的结构需要一定的改善，我们能够预期的是房地产税收的增加。在房地产市场达到相当大的规模之后，通过房地产税的调控，不但能对房地产的持有成本进行调节，从而对房价产生影响，还能增加财政收入来源。减小土地财政的压力，减小土地价格的上升动力，最终为房价的回归住房属性打通价格传导路径。经过这样的结构改善之后，房地产价格或将得到有效控制。未来，平稳甚至下行的房价对于经济增长过程中消费需求的挤出效应也将逐渐减弱。

分析师声明

王伟力

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。