

中国房地产市场观察

Westlake Intelligence

2024/06/03

概述

对于中国房地产甚少理性客观的研究视角看待和分析,相比于美国的股票市场充分的研究和交易的结果,中国的房地产市场主要参与方都缺少深入的研究和详实的数据,比如其中的生产资料出让方是地方政府,建设方为房地产开发商而最终用户缺少充分定量的分析来进行定价和交易,作为整个市场的建设方中央政府对于房地产市场态度不知可否 暧昧不清,总体来说,这个市场缺少专业理性 科学定量的分析和声音,我们尝试从这样的角度来分析看待这个市场。

本文尝试从相对全面充分的角度来研究中国房地产市场,经济和市场一般具有周期性属性,当前房地产市场的表现叠加了经济周期效应,从有数据支撑的角度观察当前经济周期和房地产周期的现状,伴随着产业升级对于资本 产业和人口的聚集效应带来的房地产的供需和价格的变化。

同时房地产市场产品作为市场属性商品来看,具备商品的一般性属性,如产能周期 供需关系和需求升级等特征。在房地产市场中房地产企业在被抽走流动性后给市场信心和供需关系带来的变化导致的资产价格波动。

前置的主要结论有:

- 房地产市场的修复依赖产业升级带来的资本 人口聚集效应,同时房地产市场会出现再分化,比如不具备国际竞争力的产业的三四线城市房地产市场会逐渐沉沦。
- 针对分化的资产市场,应当给与不同的行政政策来进行救市。分化的标准在于判断其是否具有国际竞争力的产业,产业会带来资本和人口的聚集,二者维持了资产市场价格,顺势维护强势区域的资产价格是事半功倍的,逆势维护产业失去优势区域的资产价格注定会徒劳无功。
- 当前针对房地产市场的行政政策在缓解下跌中有一定作用,但要实现资产负债的修复,需要在整体的经济层面有起色才能看到有效的资产负债表修复,而整体的经济层面的起色需要在当前产业现状下实现新阶段的产业升级,包括高端制造 汽车和计算产品出口等。
- 结合过往可参考数据,预计二手房价格整体还会下跌 10%-20%在未来 2-3 年,此后 5 年根据产业升级状态可能迎来资产负债表修复周期。

同时我们特别的指出同时并表示不认同的一些观念:

- 人口红利消失论: 人口红利消失论认为当前人口下降周期会影响房地产需求总量的下降,然而伴随着产业升级,人口红利的概念有必要升级为工程师红利的概念,在人口质量上升以满足产业升级需求,产业人口基础依赖的是工程师
- 资产负债表衰退论: 以辜朝明为代表的学者研究日本的案例来说明日本的发展路径下资产负债表的长期衰退和艰难修复过程,但其研究对日本的了解是深入的但对中国的国情了解是肤浅的,某种程度上存在非常不恰当的生搬硬套,加上部分媒体和绝大部分公众的附和,更反向加强了这种错误观念的普及和大规模流行。

具体的不同我们在后文论证，结论是日本的长期衰退和艰难修复都是日本的政策失当和产业升级失败和关键产业破灭的原因导致，这些问题在中国可能存在但绝不是完全一致或者雷同，中国有自身的问题，但同时也会走出自己的道路。

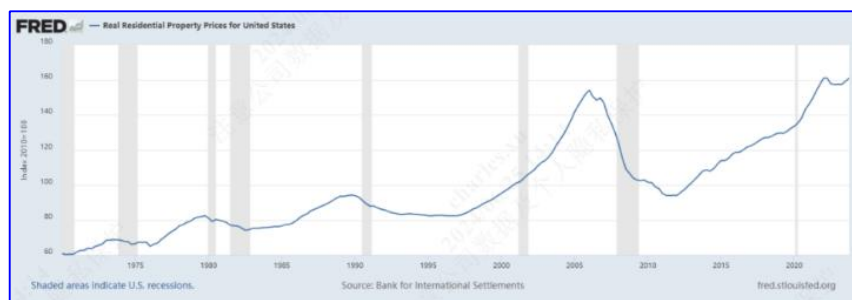
数据口径

首先简单介绍当前中国房地产市场的一些被普遍认可的数据研究，包括海外机构高盛对于中国房地产周期阶段位置的追踪，以及国内金融四十人论坛成员高善文对于房地产市场的数据报告和若干结论，同时国内机构华泰证券针对中国房地产市场中的供需关系提供了部分数据，这些都是从宏观层面上对房地产市场进行了刻画。

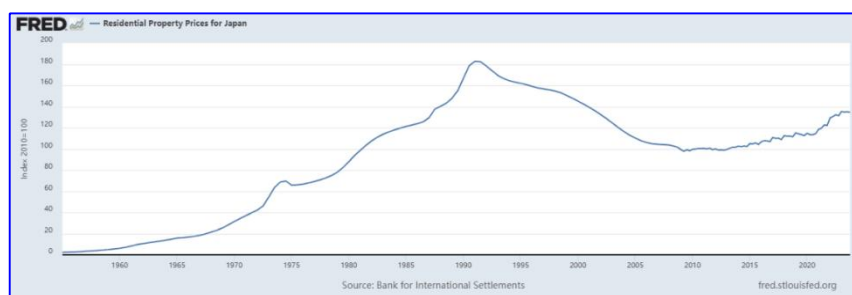
海外数据

针对高盛和其他海外机构倾向引用的 FRED 的数据有哪些问题？从目前看到的情况来看，FRED 的数据有一定的滞后性，比如如下的 Real Residential Property Prices for China 表格中当前相比于 2016 年高点下跌了 12% 左右，但根据国内的其他数据源其下跌比例在 22%-25% 之间，针对这个差异结合实际一线市场体感来看，FRED 的数据一定滞后，我决定采信国内针对这个维度的数据。

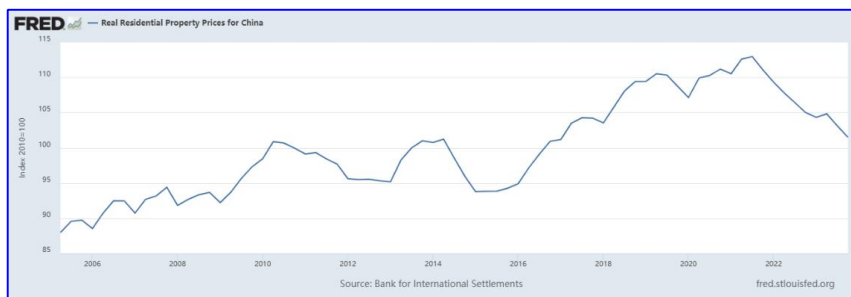
Real Residential Property Prices for United States



Residential Property Prices for Japan



Real Residential Property Prices for China



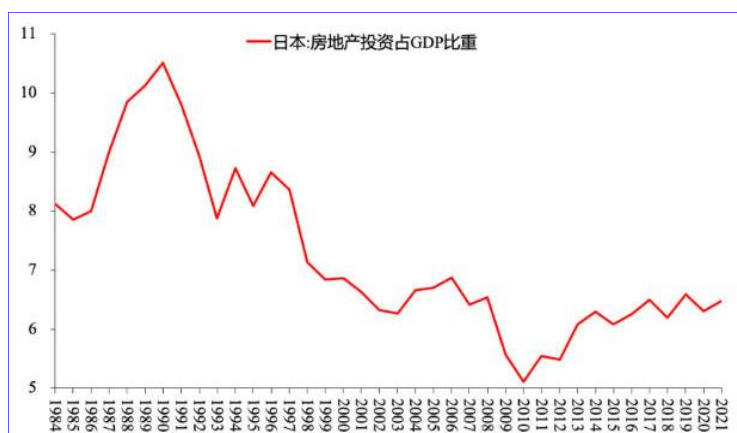
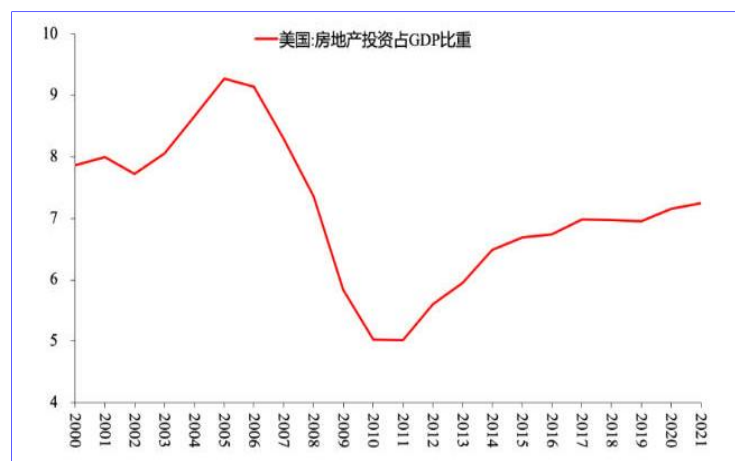
房价下降过程，美国下降了 6 年，日本下降了 19 年，价格分别下降 37%和 47%



国内数据

国内数据部分我主要引用高善文和华泰证券的部分数据来描绘当前房地产的发展现状。

房地产行业投资在 GDP 中的占比，高的观点认为房地产投资在 GDP 中已经超调，对比美国和日本同类数据，具体比例数据如下：



除了 GDP 投资占比数据外，中金的数据收集的二手房成交价格指数较 2021 年高点已下跌 22%



结合海外和国内的数据来看，我们部分赞同高善文的观点，价格回落到合理区间，但价格低点需偏离合理价格才能形成，更进一步的我预测在现有的22%基础上还有10%-20%的下跌空间，即在原高点的基础上下跌约50%形成资产价格的低点。平均五年形成周期底部，再五年从周期底部修复，这个预测参考了美国和日本的周期变化曲线和历程。

我们更倾向于中国的房地产价格曲线接近美国的整体表现，中国的情况和日本有着显著的区别，这个后面在一些误导澄清中说明。和美国的区别在于房地产市场在二者整体国民经济中的重要程度上有所区别。同时中国的房地产市场修复中有行政手段加速助力，这也是一个需要考虑的因素。

同时修复的过程和曲线和中国的经济恢复和产业升级节奏强相关，经济的恢复伴随着资产负债表的修复，产业升级意味着居民收入的增长和支付能力的提升，来为资产价格提供强有力的需求支撑。

产业规律

产业升级的一般性规律，参考金融四十人论坛中张斌等人的研究：[制造业投资与产业升级](#)，其观点主要有：

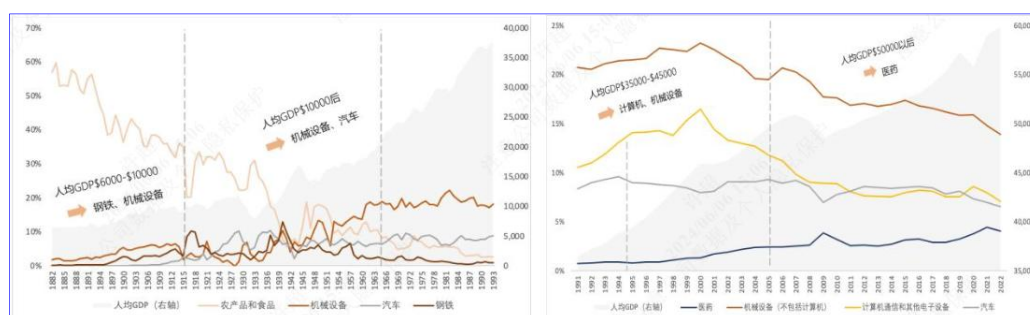
- 2020年以来我国制造业投资增速持续高于总投资和GDP增速，民营企业投资占比进一步上升，制造业投资主要集中在电气设备、计算机通讯信息等少数行业。
- 制造业投资和产业升级有两个规律性现象：一是制造业活动在总体经济活动中的占比由升到降，二是制造业有着高度相似、一步一个台阶的产业升级轨迹。这些规律现象背后有着相同的制造业成长逻辑。
- 我国的制造业活动占比、制造业升级路线与国际经验高度一致。制造业投资高于全社会固定资产投资难以持续，现代化服务业发展对于制造业升级是必要保障。

出口产品结构是一个国家制造业的镜子。通过观察出口商品的结构，也能反映出一个国家的制造业生产能力和国际竞争力变化轨迹。随着人均收入从低到高，主要国家的制造业出

口商品都大致经历了类似的演化规律：先是重点出口纺织、服装等劳动密集型产品，然后到出口钢铁、机械设备、汽车等资本密集型产品，最后以通信计算机和医药等资本和技术密集型产品的出口为主。从全球贸易的角度看，近年来其他机械设备和汽车占全球出口金额的比重小幅下降，而通信、计算机等电子设备以及医药的占比还在逐渐上升，这同样反映了全球制造业升级的过程。

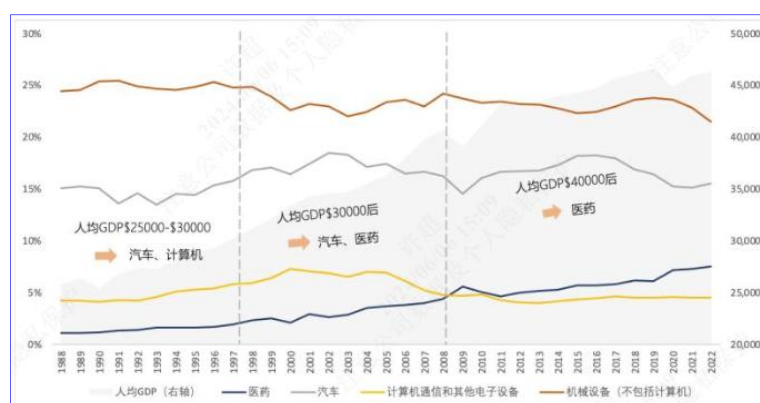
美国：人均收入不足 1 万美元时，主要的出口商品是农产品和食品；接近 1 万美元时，钢铁、机械设备和汽车的出口份额开始增长；人均收入 3 万美元后，计算机通信等电子设备的出口份额提升；人均收入 5 万美元后，医药出口份额持续上升。

左图美国的出口结构变化(1882-1993)，右图为美国的出口结构变化(1991-2022)，数据来源：帕尔格雷夫世界历史统计，UN Comtrade，Maddison Project Database，作者测算



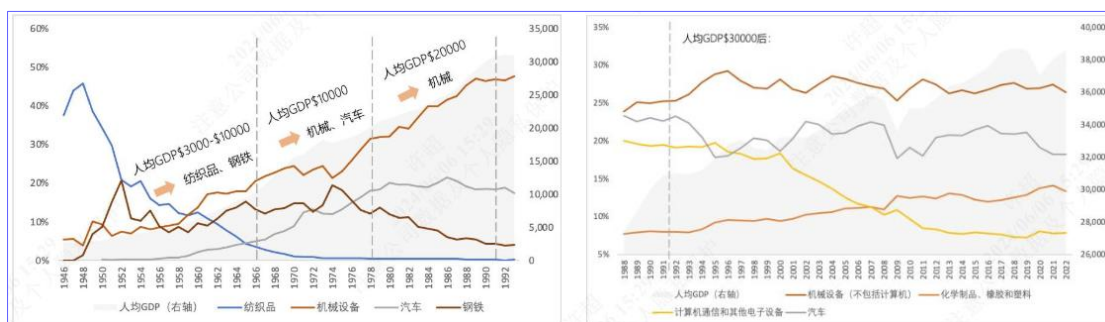
德国：人均收入 2 万美元后，主要的出口商品是汽车和机械设备；3 万美元后，医药的出口份额稳步提升。

下图为：帕尔格雷夫世界历史统计，UN Comtrade，Maddison Project Database，作者测算



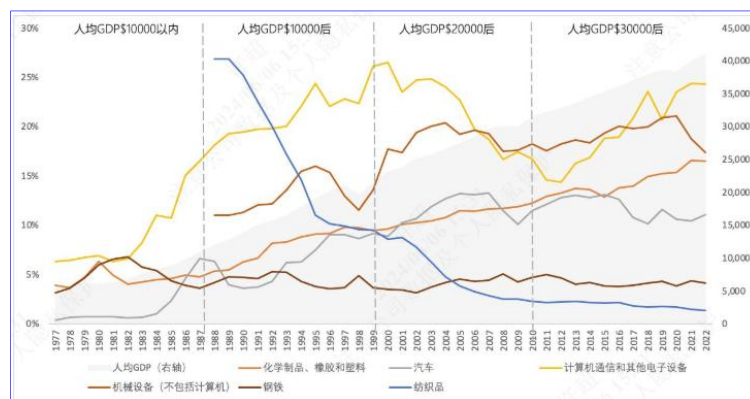
日本：人均收入不足 1 万美元时，主要的出口商品是纺织品和钢铁；在接近 1 万美元时，机械设备和汽车的出口份额迅速提升；人均收入 2 万美元后，计算机通信等电子设备的出口应有显著增长；3 万美元后，化学制品、橡胶和塑料的出口份额稳步上升。

左图为日本的出口结构变化(1946-1993)，右图日本的出口结构变化(1988-2022)，数据来源：帕尔格雷夫世界历史统计，UN Comtrade，Maddison Project Database，作者测算



韩国：人均收入 5000-8000 美元左右，纺织品和钢铁出口迅速增长；在人均收入接近 1 万美元时，计算机和汽车出口份额提升；人均收入 1 万美元后，计算机、汽车和其他机械设备的出口份额继续攀升，化学制品、橡胶和塑料的出口份额也在持续增长。

韩国的出口结构变化(1877-2022)，数据来源：UN Comtrade，Maddison Project Database，作者测算



不同收入水平下出口份额显著提升的制造业产品,数据来源：帕尔格雷夫世界历史统计，UN Comtrade，Maddison Project Database，作者测算

人均收入	美国	德国	日本	韩国
1 万美元以内	钢铁	--	钢铁	纺织品、钢铁、计算机、汽车
1-2 万美元	机械设备、汽车	--	机械设备、汽车	计算机、机械设备、汽车

2-3 万美元	计算机	汽车、计算机	机械设备	机械设备、汽车、化学制品
3-4 万美元	计算机	汽车、医药	化学制品	计算机、化学制品
4-5 万美元	医药	医药	--	--

本段主要讨论当前中国产业升级所处的阶段和发展状态,总体来看符合产业升级的一般性规律,同时发展状态符合预期。同时产业升级带来的显著变化是人均收入的增长,在产业升级的过程中伴随着人均收入的必然增长,同时带来支付能力的增长,这部分的支付能力是未来中国资产定价的核心支撑。同时也一定程度上说明要想实现有效的资产负债表的修复,需要实现产业升级人均收入增长的前提,产业升级的进展和信心部分决定了当前经济体内的资产价格。

房地产行业

人均收入

在产业升级篇章中,作为产业升级的重要成果就是人均收入的增长,假定中国完成了预期的产业升级路径的关键节点,那么中国的人均收入水平是可以预期的。

资产定价因素

资产的价格有几个因素驱动,包括不限于:需求 收益和投资信心,针对房地产的这几个因素分别如何呢? 房地产提供基础的居住需求,是人类社会最为基础的需求之一,需求的量级变化取决于几个因素,包括:人口规模衍生的居住需求 居民收入水平导致的居住需求可支付能力,收益从几个角度来看,首先房地产的租金收益作为出售居住权力的收益,目前中国房地产住宅类型的收益率普遍在 1%-2%之间,其他属性如商住类型的收益率更高约 2%-5%,同时房地产作为固定资产具有一定的抗通胀能力,假设通胀率在 5%-10%的区间,抗通胀率为实际通胀率的一定比例,取一个合理的系数的 50%-100%,实际抗通胀能力还是要看公众对于房地产大类资产的认可和信心程度。投资信心取决于国家未来的发展景气程度 房地产大类资产的在未来的资产位置。因此通过结合租售比和抗通胀能力,比如通胀取 10%,系数为 50%的时候,住宅类整体收益因该在 6%-7%

但是我们要知道,居住是人类社会最根本 最基础的需求,需求不会消失,需求还会升级,因此房地产提供的价值是无法被其他代替的。同时房地产的底层资产为土地,土地作为基础生产资料,是基础生产资料的再生产成住宅从而为社会提供居住的产品的一种表象,因此放在更长远的角度来看,房地产市场的长期需求和底层逻辑是可靠的

以上的综合收益率对比国债和其他资产收益相比如何呢？假设银行存款利率 2%，长期国债收益率 2.5%的话，房地产的长期收益率还是可以远超如上两类资产，同时存款和长期国债都是以币本位，不享受抗通胀能力，因此法币本位资产抗通胀的系数为 0。

通胀过低或者无法正常通胀主要在于居民侧对于通胀的承受能力，在居民收入水平无法有效提升前，尝试提升通胀都是无效的，本身居民消费者无法承受这种程度的通胀，强行通胀是对居民和消费的损害。最大的症结在于怎么提升居民的收入水平，以目前在整个产业或者价值链条上的位置是无法继续有效的提升居民收入水平的，只有在产业和价值链条上更进一步才有希望提升，这意味着希望进行产业的升级，抢占更有价值和利润空间的链条位置才能实现，这是为什么现在如此激进的进行产业升级的原因。

部分误导

对部分在公众视野上得到广泛流传和认同的观点进行驳斥和说明，这样的片面的观点得到过度的传播和解读。

辜朝明：资产负债表衰退论

引用部分人士的观点，包括：[观点 1](#) [观点 2](#) 金融四十人论坛中的文章：[日本经济对抗“地球引力”的三十年](#)，其中在日本经济对抗地球引力三十的文章中给出了两个方面的总结包括：一是日本政府十分警惕用财政资金救助金融机构所带来的道德风险，因此宏观政策上只尝试进行了小部分救助，例如对住专公司提供了 6800 亿日元的支出，这项政策在当时也受到了极大的批评。二是受限于日本当时的金融法律体系，缺乏合适的法律制度框架来处理破产的金融机构。以上两点使得日本在不良债权问题的处理上，既缺乏资金，又缺乏制度支持。这些观点结论都指向了一个表象即日本政府应对危机的进退失据，这种失据更深层次的原因在于两点：一是日本作为主权不完整国家，其政策缺乏完整自主性，包括著名的广场协定。二是日本国内的政治环境在危机期间的不稳定性，难以积极有效的制定和实施有效的经济危机应对政策。

资产负债表衰退是在经济出现危机时的一种必然表现，但主权和治理情况的巨大差别导致在中国不会出现类似日本长期持续性的衰退。结合中国在产业升级经济发展上的努力，因此类似日本的资产负债表的长期持续性衰退的情形应用在中国是不恰当 南辕北辙的。

人口衰退论

人口在减少是事实，假设每年减少一千万人，过十年中国从 14 亿人口变成 13 亿人口，还是世界上最大人口规模的国家，生育率下降几乎是经济体发展过程中伴生的必然现象，人口减少的同时伴随着全要素的生产力提升，社会整体的经济规模和价值创造规模是增长的，赖以发展的人口红利在新的社会生产制造发展阶段转变为对工程师红利的依赖，因此人口减少不是末日，没有完成产业升级争取到更好的产业位置才会是真的灾难，而后者更多的依赖

的人口质量。而当前的人口质量确实有很大的提升空间，在此之前消除人群中对于部分传播广泛 显而易见的错误观念是非常有必要的。这些错误观念影响了民族整体的凝聚力和学习向上的动力。

推论和建议

要坚定不移的进行产业升级，完成既定的产业升级规划。

从前文的产业规律来判断当前中国的产业升级现状，产业升级的同时伴随着若干经济现象会很大程度影响资产价格，产业升级在人口方面的影响主要有：通用制造业的依赖的劳动力人口转变为中高端制造业依赖的工程师人口，从劳动力人口红利的依赖转换为工程师人口红利的依赖，同时升级过程中的资本密集型的特征意味着制造业的聚集，只有少数的城市群才能实现升级，资本聚集意味着人口聚集，人口聚集意味着在完成了大部分城市化进程之后，人口会朝着产业聚集的城市群实现更高密度的人口汇聚效应。

产业和人口的汇聚带来的结果可预期，在发展制造业的早期阶段实现了城镇化，将农村人口吸引到城镇实现劳动力的迁移伴随着农村资产的衰落，比如农村人口在农村的自住房在当下的资产体系下基本不具备居住之外的价值(农村宅基地的估值是需要单独来看的一个话题)。在产业升级的过程中，不难预测不具备竞争力的三四线城市会成为下一个农村，在完成了高度城镇化后通过产业升级将资本和人口再次汇聚提炼，部分三四线城市的资产价格会重复前一阶段农村资产价格的路径逐步湮灭。

产业集群聚集了更多的资本和人，意味着资产价格的稳定和上涨和伴生的财富聚集效应。

房地产的救市政策应该是结合产业和人口的多样性来制定，而不是眉毛胡子一把抓，谈全国住宅单价的变化 谈全国人均居住面积这种全国广泛性的指标是不能真实反映区域经济体内的实际情况的。应当在基础性的政策之上，出台区域性的政策进行互相配合。基础性的政策包括利率 首付比例 贷款年限等等，区域性配合名额 收储回购等等。

在经济失去活力 产业失去竞争力的三四线城市其房地产不具备再投入资源强撑的价值，应该予以战略性放弃。同时在一二线城市 经济活力好 具备国际竞争力产业聚集的区域内维护资产价格和经济秩序。

特别的针对房地产开企业的一些政策见这篇文章：[如何处置风险金融机构\(房地产企业\)](#)，其中提到针对流动性和资产负债率两项指标的压力测试来进行相应的处理。引发房地产企业的危机的主要问题还是流动性危机导致的问题，在失去了金融系统提供的流动性之后，任何有一定杠杆率的组织都会出现问题，但这些房地产企业是否有必要存续下去进入到下一个阶段为社会提供高品质高产品力的居住产品，这是考察这些企业价值的关键维度，总体来说房地产市场进入了新的阶段，众多玩家在经历了流动性的阵痛后，需要快速的适应市场的需求满足消费者对于更高品质产品的需求。从这个角度来看，杭州作为大本营的绿城 滨江这两家房企的尝试是值得全国房地产企业参考。

泡沫刺破再修复的过程也是一个价值重估再定价的过程,在这个过程中也是一个披沙拣金增强自身稳定性竞争力的过程,困难和阵痛是必然的,但结果会是光明的,需要齐心协力完成另一场两万五千里的长征。

参考文档

- [高善文：奋楫逐浪天地宽](#)
- [高善文：道是无晴却有晴](#)
- [高善文：关于当前房地产市场的几点观察](#)
- [高善文：谈地产会触底反弹吗？国债利率会加速下行吗？](#)
- [华泰证券：一手房成交量一年内或趋近低点，全国房价或在 2-3 个季度后转向，一线及准一线有望先行](#)
- [郑州收储存量房这两年](#)