

## 數說中國房地產行業：庫存高企，銷售暴跌，樓市的冬天還會持續多久？

2024年1至4月，中國百強房企銷售總金額為10914.1億元，同比下降46.8%。



2024年2月1日，中國河北石家莊市郊區，一名保全站在恆大集團未完工的住宅開發案外。攝：Tingshu Wang/Reuters/達志影像

據德邦證券於2023年的**測算**，從總量來看，2022年房地產及房地產建造業對中國GDP的直接貢獻佔比約為10%，如果考慮到地產對其他上下游行業的拉動，佔比可達20%。但近年來，由於地產行業持續低迷，房地產行業佔GDP比例也有所下滑，從2017年26.6%下滑到2022年的20.3%。

2024年5月14日，地產商雅居樂集團首次發生美元債券違約，並在公告中指出，其已無力履行境外債務的付款義務。至此，發行美元債券的民營地產商除萬科等少數倖存者之外，近乎全軍覆滅。

中國房企此輪流動性危機起於政府試圖「降槓桿」，控制房企債務規模的政策。其中，影響最為深遠的政策為2020年提出的「三道紅線」政策，包括要求房企控制負債率在70%以下；淨負債率不得大於100%；以及現金和短期債務的比例大於一倍。而如果房企被劃入紅檔，則被要求有息負債規模以2019年6月底為上限，不得增加。

在過去十餘年中國房價急速攀升的繁榮時期，房企通常以高負債不斷擴張、購地，並從購房者手中拿到預售款提前回流現金，但高槓桿的前提則是房價只升不降。中國政府嚴苛的降槓桿要求為房企擴張踩下了急剎車，但隨之而來的是，高負債的房企面臨流動性危機。

自2021年10月花樣年作為首家中資地產商境外債券違約後，中國民營房企紛紛「暴雷」，無法按期兌付債券的利息或本金。國際投資者曾一度押注中國政府會不惜代價救援恆大，並買入恆大美元債券，但出乎意料的是，政府並未對恆大伸出援手，此後多米諾骨牌效應下，包括曾是中國銷量最高的房企碧桂園等一眾民營地產商，在之後的兩年裡也陸續暴雷。據**彭博數據**，截至2023年9月1日，以美元債券發行規模計的中國排名前50名的民營房地產商中，有34家已出現海外債務拖欠或違約。據評級機構標準普爾**數據**，從2020年至2023年年底，中資發行人的境外債券已有288個房地產行業債券出現違約，而非房地產行業的發行人的債券中，同期僅有43個債券違約。

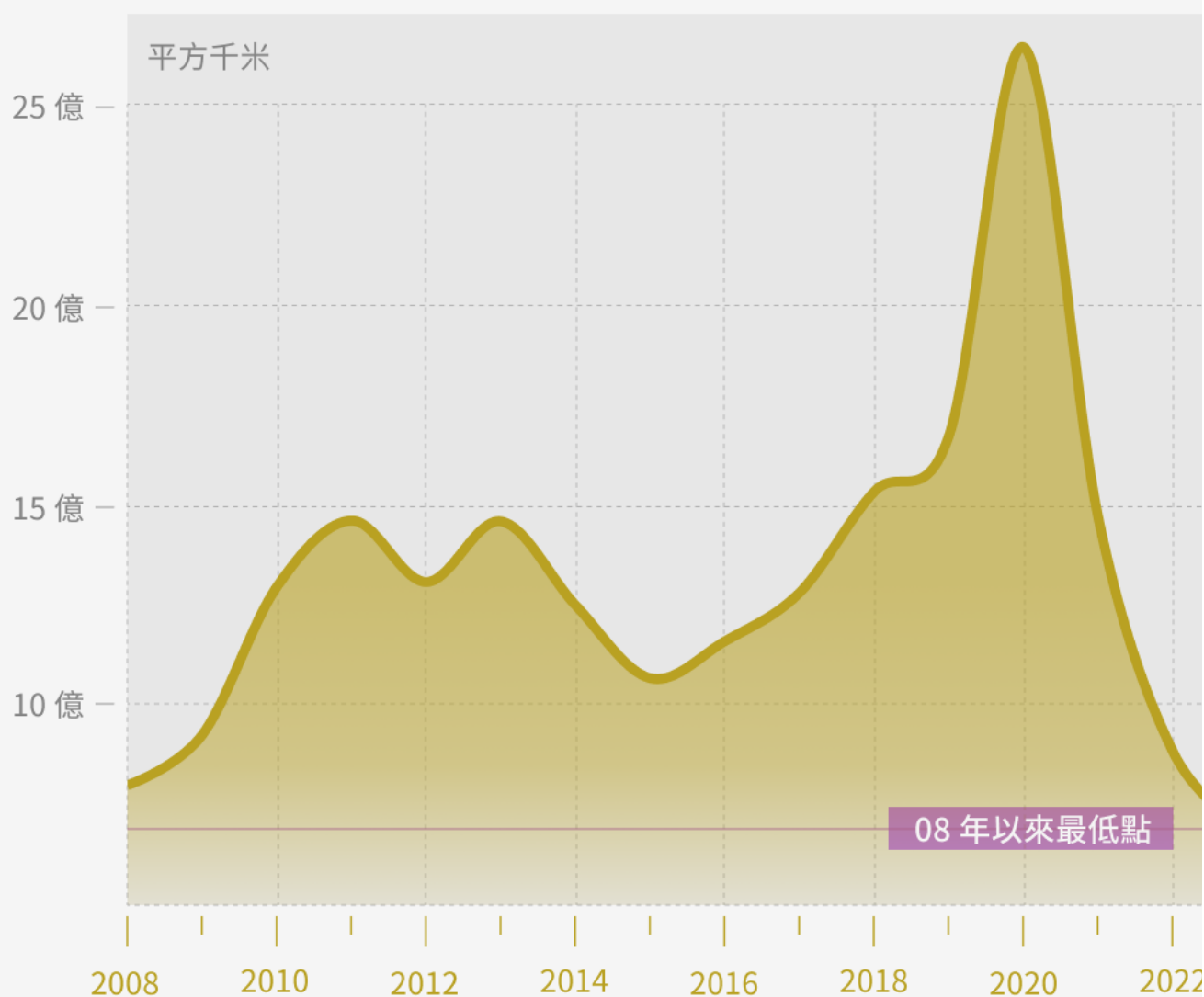
而暴雷的地產商也為政府帶來「維穩」壓力。以碧桂園為例，據碧桂園2023年中報統計，碧桂園在全國有超過3000個樓盤，其中多數分散在中國的二三線城市。同大多數中國房企一樣，碧桂園在自己銷售的樓盤中也廣泛採用了「預售」制度，即售房者購買尚未完成的地產項目，開放商可以提前拿到房子預售款。碧桂園資金鏈斷裂後，多地項目未能按期交房，其龐大的樓盤數量以及多數分散在二三線城市的特點，也意味著地方政府面臨著巨大的來自購房者的維穩壓力。據彭博社援引非營利性政治倡導組織「Freedom House」的「China Dissent Monitor」項目，自2022年6月以來，中國內地發生了**1,800多起與房地產相關的抗議活動**，多數與房子爛尾或施工質量差有關。

觀點網引述野村證券的報告**指出**，截至2022年底，中國延後交樓的房屋數量約2000萬套，完成工程資金粗略估算需要3.2萬億（兆）元。

### 1. 樓市持續萎靡，房企縮減投資

根據國家統計局數據，2023年住宅新開工面積約6.9億平方米，為2008年之後的最低點，僅為2020年高點26.4億平方米的26%。負債累累的房企不再新建樓盤和購置地塊。據國家統計局數據，2023年全年房地產開發投資金額為11.09萬億元，同比下降9.6%。

# 住宅新開工面積



資料來源：國家統計局

端傳媒 Init

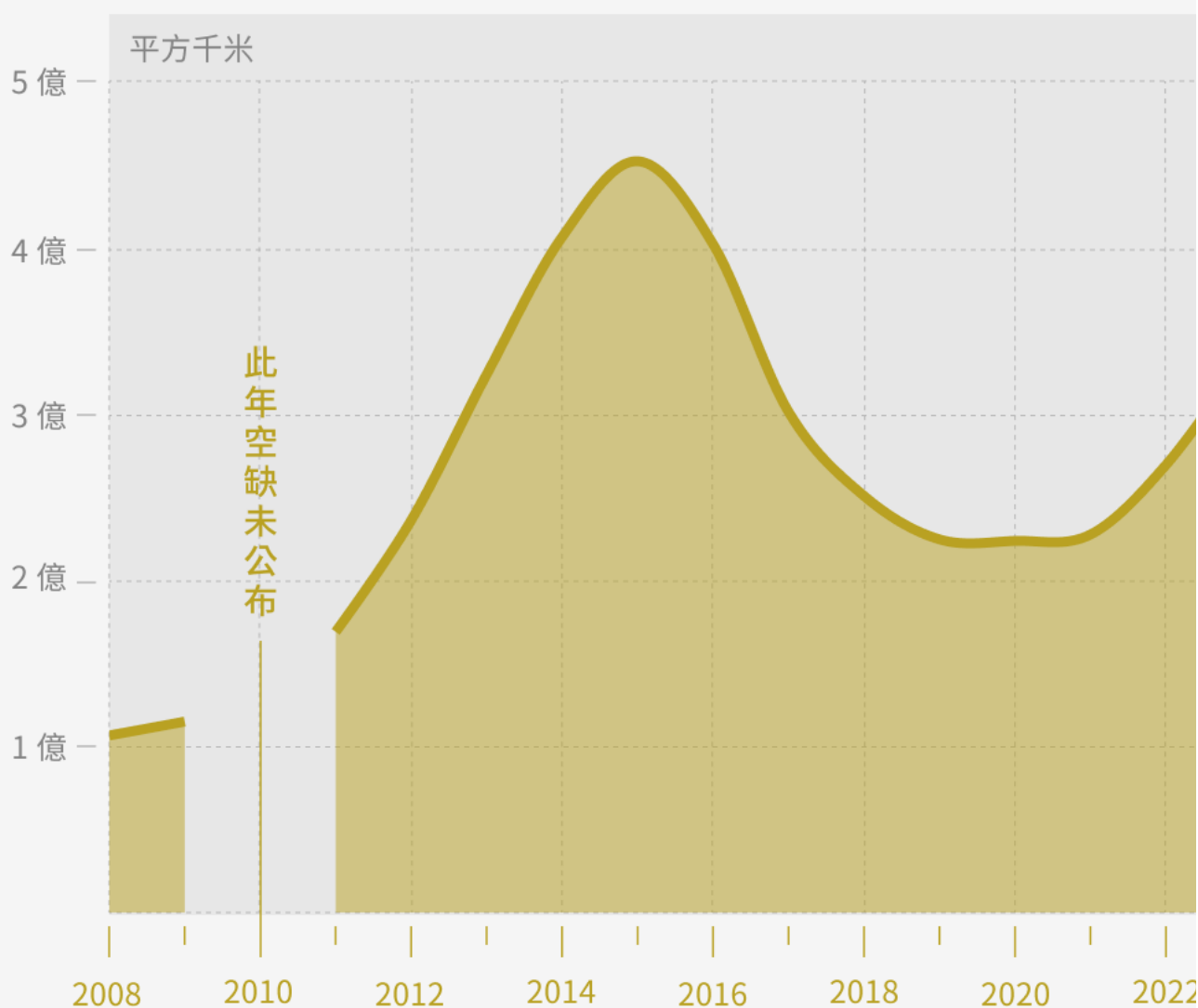
多數房企專注於解決現有庫存，新開工動力不佳。持續低迷的銷售情況也讓房企投資意願寥寥。2024年1至3月，新開工數據仍繼續走低。住宅新開工面積為1.25億平方米，同比下降28.7%。

房企投資意願不佳也跟中國獨特的「預售」制度有關，定金和預收款一向是房企投資資金的重要來源。由於居民購房意願不強，今年第一季度，根據國家統計局數據，房地產企業拿到定金及預收款7435億元，同比下降37.5%。

## 2. 房企庫存高企

與此同時，居民購房意願低迷，受供給兩端雙重影響，房企也面臨著前所未有的庫存壓力。2023年，商品房待售面積增加到3.3億平方米，為2017年以來最高水平。根據廣開首席產業研究院的報告，截至2024年2月末，全國商品房住宅庫銷比——即庫存量與銷售的比率——升至6.5，創下歷史新高。而上一次庫銷比超過6還是2015年4月份。增加的庫存待售面積意味著房企面臨更大的銷售壓力，商品房供給高居不下為房價進一步走低留下空間。

# 商品房待售面積



資料來源：國家統計局

端傳媒 Init

由於房企的稅收和購地為地方政府提供重要經濟來源，幫助房企消化庫存也成為政府的重中之重。自2023年，多個地方政府推出以舊換新政策，通過發放「房票」等形式鼓勵居民購置新房，部分城市則直接以國企或者地方政府融資平台直接收購舊房，業主拿到購房款後則用所得款在相對應的房產項目購買新房，也有地方政府收購舊房後用作當地保障性住房提供給低收入群體。據《人民日報海外版》，2023年以來，已有超30個城市表態支持「以舊換新」。鹽城、蘇州、沈陽等城市發放「以舊換新」購房補貼；在蘇州相城區、鄭州、連雲港等地，國企平台或開發商則直接下場收購舊房。

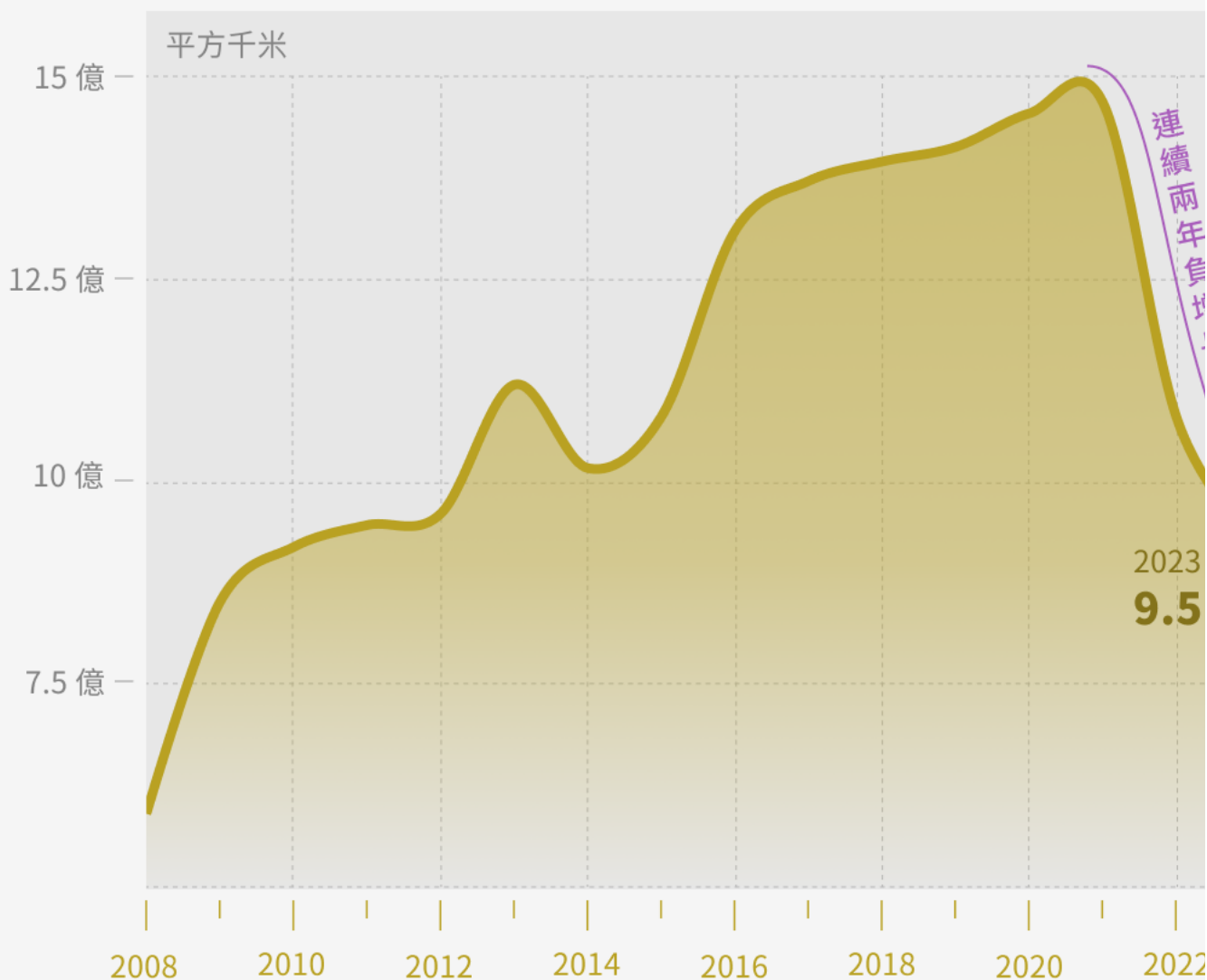
## 3. 住宅商品房銷售面積下滑

地產市場低迷的直接體現便是銷售額和銷售量的走低。面對未來不確定性，居民存款意願攀升，而不願意投資與消費。此外，地產市場景氣時，一些居民買房抱著投資心態，期冀未來能以更高價格售出房產。但隨著房價下滑，居民投資意願驟減。

雪上加霜的是，由於房企資金緊張，擔心購入新房會存在「爛尾」風險，購房者或傾向於購置二手房以避免新房爛尾，這又進一步加劇了房企的新房銷售壓力。

# 住宅商品房銷售面積

2023年中國商品房銷售面積為近十年最低



資料來源：國家統計局

端傳媒 Init

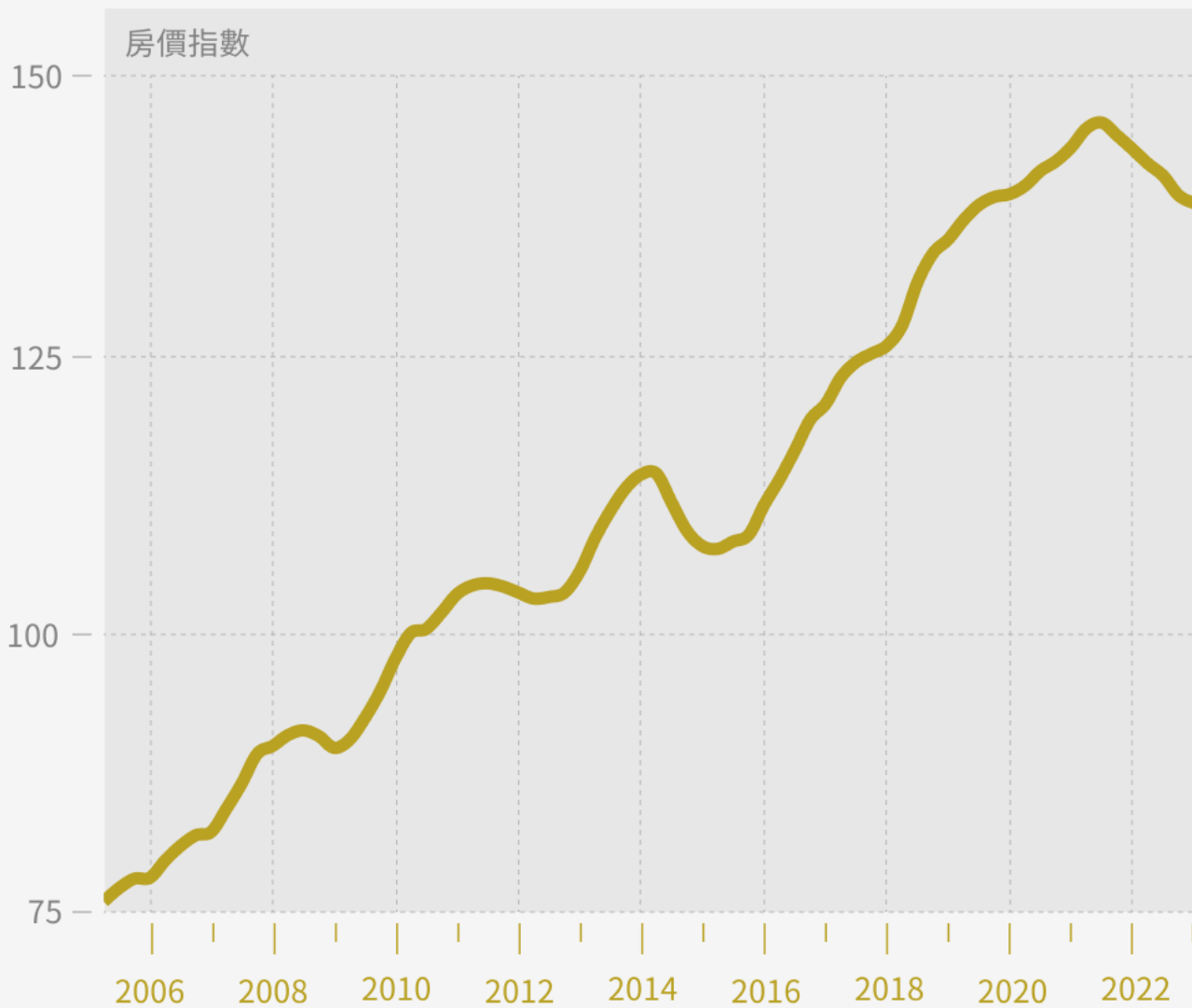
國家統計局數據顯示，住宅銷售量近年來大幅下滑。2021年，住宅商品房年度銷售總量為14.96億平方米。2022年，住宅商品房銷售量降至10.96億平方米，減少26.8%。2023年，住宅商品房銷售面積9.48萬平方米，同比繼續下降13.5%。國泰君安統計，這是自1999年有數據以來，第一次連續兩年銷售金額負增長。

## 4. 房價持續走低

2024年房企銷售並未出現好轉跡象。據克而瑞統計，2024年1至4月，中國百強房企銷售總金額為10914.1億元，同比下降46.8%。

隨著房價走低，多個城市取消限購措施以刺激需求。今年4月，成都不再審核購房資格，取消了搖號購房，由企業自主銷售。廈門、蘇州等地也放寬購房資格。5月初，杭州放開所有購房限制，取消搖號購房，並稱購買杭州住房的外地非杭州戶籍人員，可申請落戶杭州。

# 中國 70 個大中城市房屋銷售價格指



資料來源：美國聯邦儲備銀行

端傳媒 Init

房價低迷固然受近年來宏觀經濟疲軟和居民收入不振等因素影響，也因為在地產市場繁榮時期，房價大大超出居民可負擔水平。與其他國際都市相比，中國的大城市房價從房價收入比和租金回報率兩個維度來衡量，都算得上相當昂貴。（註：房價收入比即住房價格與居民家庭年收入的比例。）

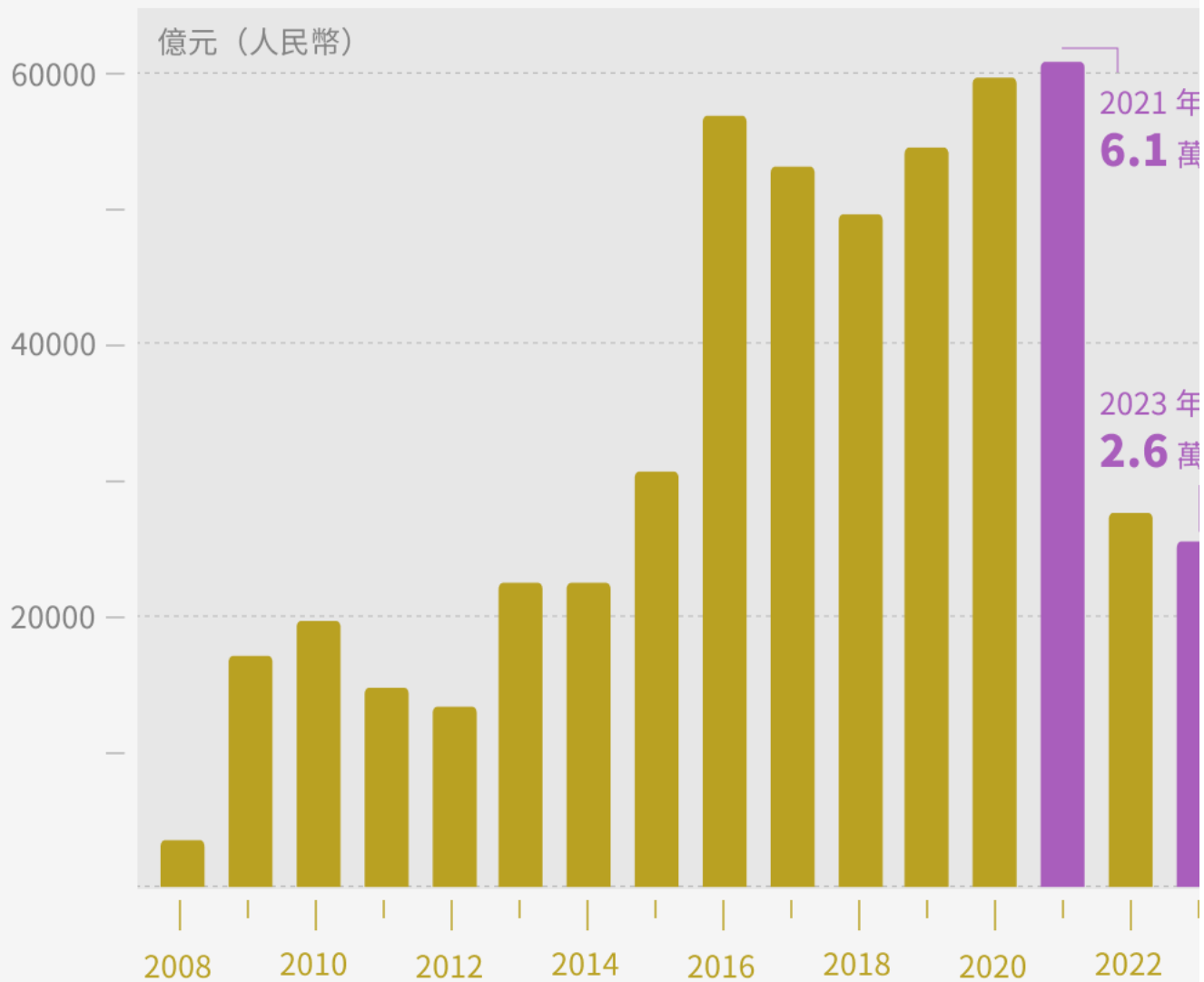
澤平宏觀**測算**，「以使用面積算，紐約、倫敦、東京市中心房價收入比分別為12、15、11，北上廣深分別為33、44、37、32，紐約、倫敦、東京市中心租金回報率分別為3.1%、2.8%、2.5%，而北上廣深分別為1.5%、1.5%、1.0%、1.1%。」

## 5. 住戶中長期貸款需求疲軟

據麥肯錫**數據**，中國家庭儲蓄率較疫情前上升，2023年達到31.7%。與之對應，居民消費相對疲軟，2020年至2023年新增儲蓄存款共計人民幣56萬億元，超過了2023年全年的社會消費品零售總額。

# 新增住戶中長期貸款

住戶貸款過去兩年連續走低，相比 2021 年高峰時僅有四成水平，顯示負槓桿購房意願頗低。



資料來源：中國人民銀行

端傳媒 Init

2024年4月，中國社會融資新增融資為負，這是2005年以來，社會融資月度新增融資數據首度為負，這也意味著經濟萎靡，前景不明朗，企業和居民或主動「降槓桿」，減少投資，貸款需求疲軟。其中，住戶中長期貸款反應居民房貸狀態，自2021年達到峰值六萬億後，2022年即同上年水平相比腰斬，2023年繼續走低，顯示居民背負槓桿購房意願頗低。

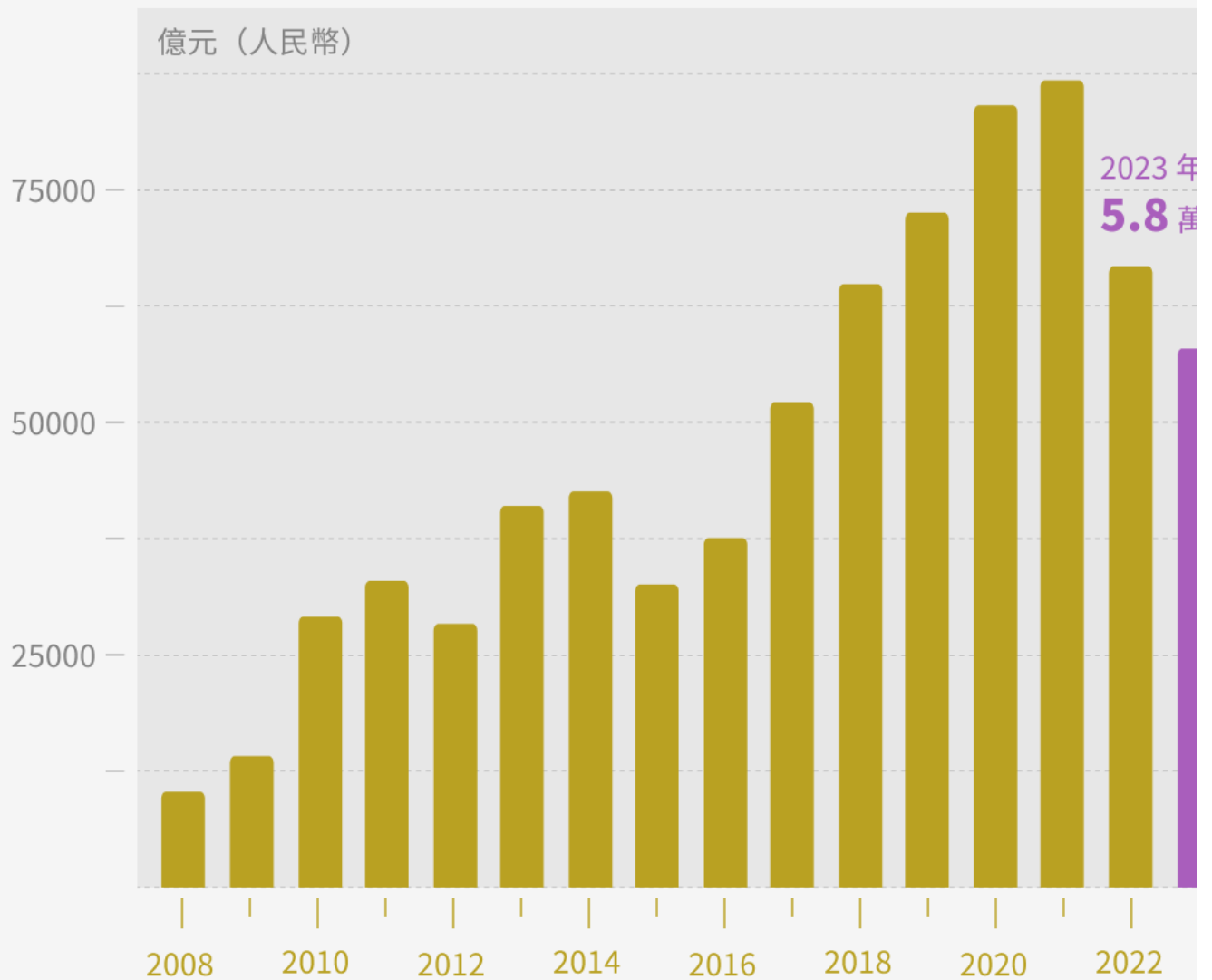
## 6. 地方政府賣地收入大幅下滑

低迷的房地產市場也拖累地方政府的財政收入，據中國財政部數據，2022年國有土地使用權出讓收入減少23%至6.7萬億元，2023年又同比下降13%至5.8萬億元。

這其中，2023年，城投——即地方政府的投資融資平台——拿地佔1.2萬億元，同比下滑39%。城投為中國地方政府特有的融資工具，通常地方政府以城投為載體借債，以投資房地產項目或基礎設施建設項目，如高速公路、水利建設等。

# 政府土地出讓金收入

低迷的房地產市場也拖累地方政府的財政收入，2022 年全國土地出讓金少 23% 至 6.7 萬億元，2023 年又同比下降 13% 至 5.8 萬億元。



資料來源：中國財政部—國有土地使用權出讓收入

端傳媒 Init

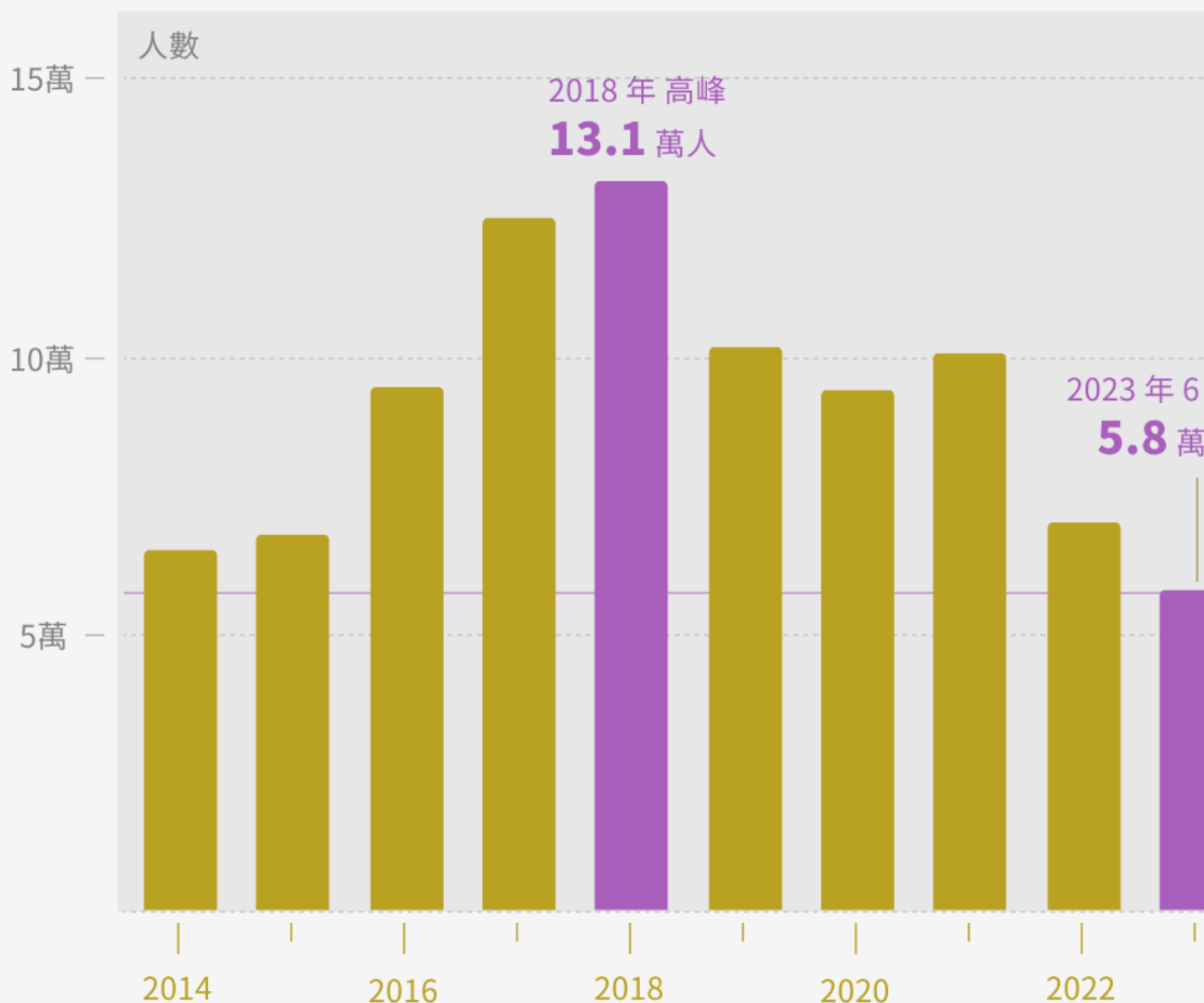
不少城投公司缺乏財務自給的能力，需要靠地方政府的持續「輸血」才能收支平衡。在房企不斷暴雷的背景下，城投債務風險凸顯。由於城投發的債券在不少投資者眼裏有地方政府信用背書，一旦城投違約，將會帶來嚴重的對政府的信任危機，系統性風險或不可避免。因此，化解城投債務、防止城投出現如房地產行業所面臨的流動性危機成為政府的重要工作。中央政府自去年七月份政治局會議以來，加大力度遏制地方債務高企帶來的風險。今年「兩會」發布的政府工作報告提出，要統籌好地方債務風險化解和穩定發展，妥善化解存量債務風險、嚴防新增債務風險。化債降槓桿的思路下，地方政府被嚴格控制通過城投平台的新發債規模。

## 7. 房地產低迷或加重失業危機

房地產行業及其上下游為中國支柱行業，提供大量就業。澤平宏觀**測算**，2004至2018年，中國房地產業從業人數由396萬增至1264萬，預估至2023年中國房地產從業人數達1300萬。

# 碧桂園員工人數

2023年中，碧桂園員工人數已不及2018年高峰時的一半。



資料來源：碧桂園年報、中報

端傳媒 Init

房企面臨的資金壓力使得眾多企業選擇大批量裁員。以曾經的「宇宙第一房企」碧桂園為例，其僱用員工數量在2018年達到頂峰，為131387人，此後呈下滑趨勢，2021年員工數量出現短暫反彈，但仍低於2018年水平，為100705人。隨後伴隨銷售低迷與債務違約，員工人數大幅下降，2023年年中，碧桂園員工人數已激降至58140人，不及2018年人數的一半。

雖然中國官方的失業率數據近幾個季度來較為穩定，比如，今年第一季全國城鎮調查失業率平均值為5.2%。但曾公布的青年失業率一度在2023年6月攀升至21.3%，統計局隨後停止公布數據，並在去年底修改統計方法後重新公布。

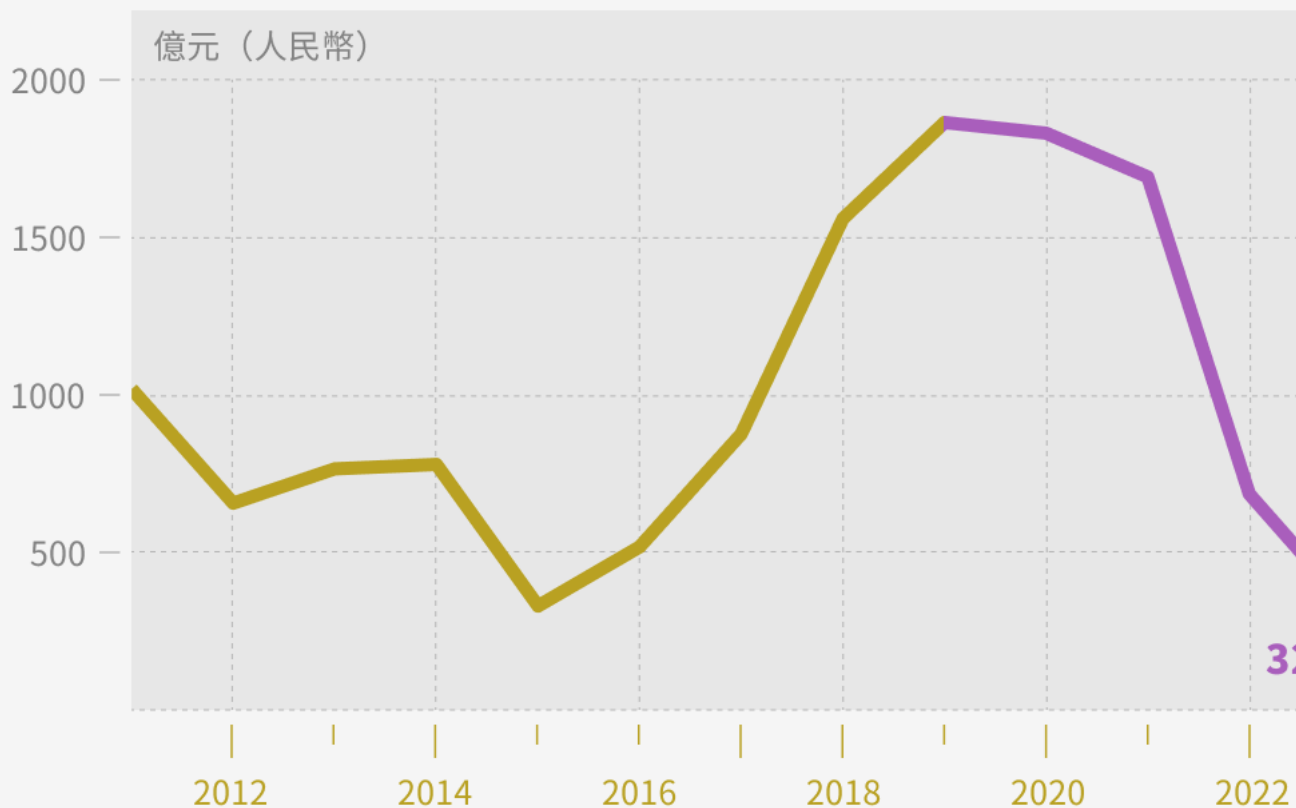
## 8. 房地產上下游受拖累

房企暴雷影響的不僅是等待著交房的購房者，也牽扯大量的上下游企業，恆大違約後，承包其工程的建築企業被大量拖欠工程款，網上流傳的據稱恆大給廣東省政府寄送的一封求救信寫道，恆大的重組倘若失敗會影響「8441家上下游合作企業，204萬業主，331萬人的穩定就業」。

據德邦證券分析，地產行業對貨幣金融業、批發零售業、商務服務業、電力熱力生產以及鋼壓延產品等行業的拉動最為明顯。

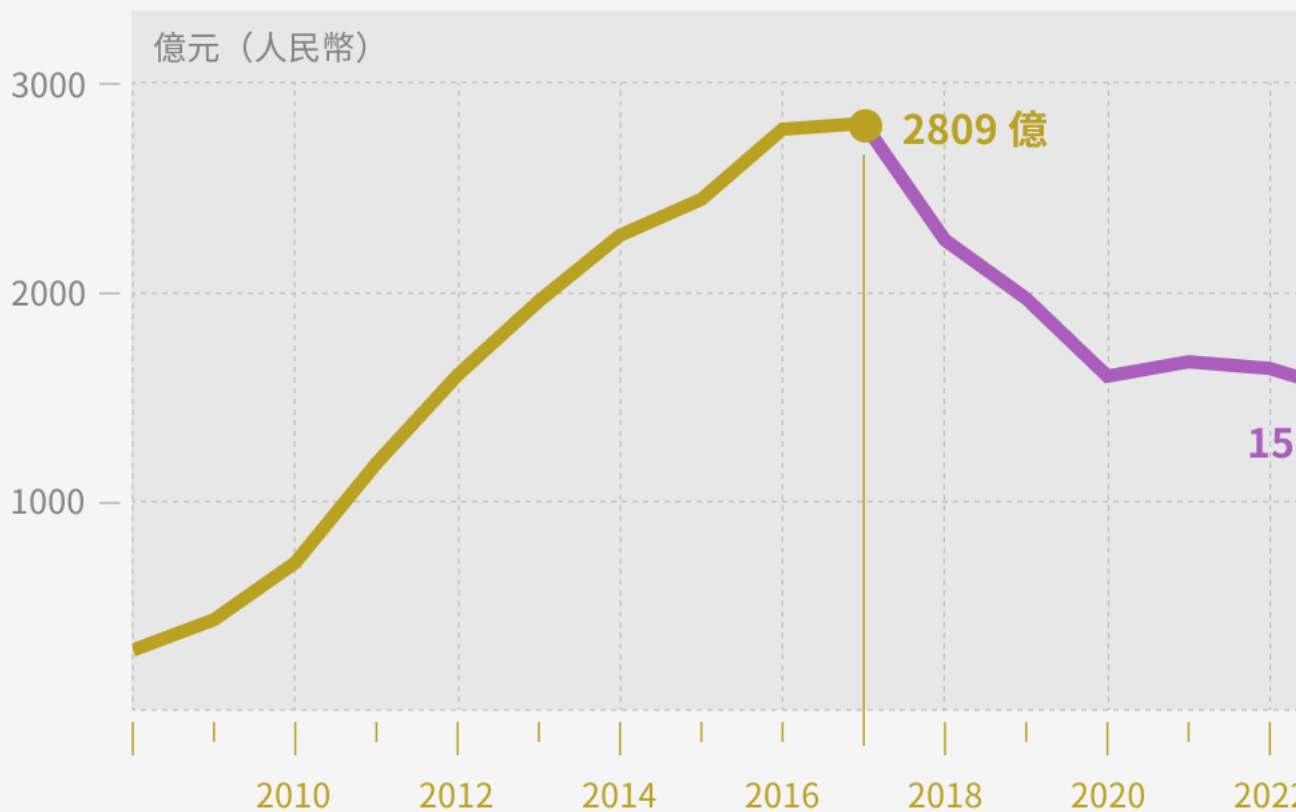
# 中國水泥行業利潤額

2022、2023年，由於房地產行業和地方基礎建設需求疲軟，水泥行業利潤額大幅下滑。



# 中國家具行業銷售額

中國家具行業總銷售額於2017年達到頂峰，此後便逐年下滑。



資料來源：國家統計局、數字水泥網

端傳媒 Init

以水泥行業為例，由於水泥無法長期儲存，所以基本不存在庫存週期，當期需求決定其產量。水泥行業利潤受供給兩端影響，2022和2023年，由於房地產行業和地方基礎建設需求疲軟，和水泥行業更為激烈的競爭，水泥行業利潤額大幅下滑，2023年水泥行業利潤額約為320億元，為2015年以來的利潤額新低。

傢俱行業為另一例子，傢俱行業總銷售額於2017年達到頂峰，當年達到2809億元，此後便逐年下滑。2023年，傢俱行業銷售額為1516億元，僅為2017年水平的53.6%。

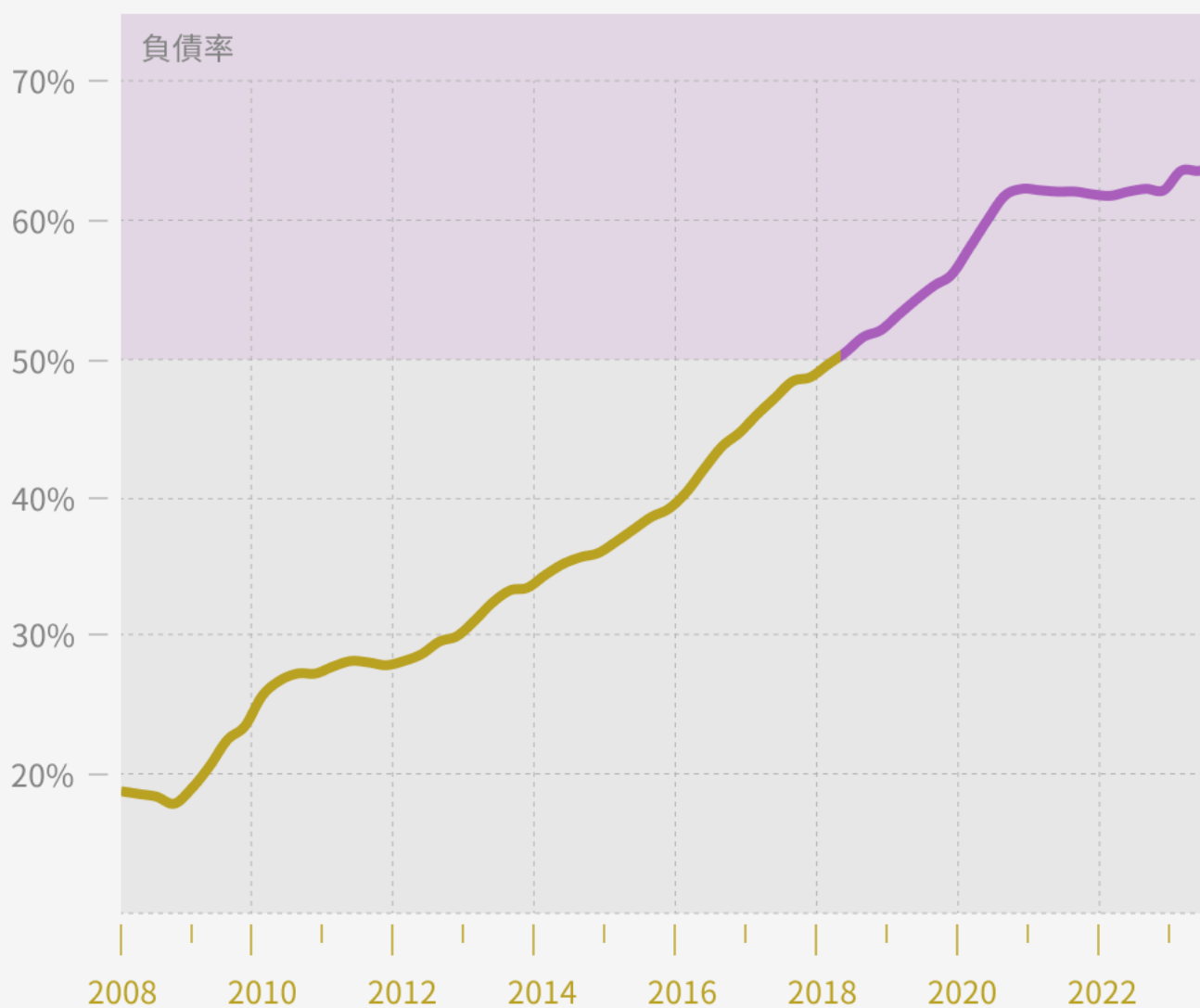
## 9. 房價超過居民負擔水平，居民負債率連年走高

中國國家金融與發展實驗室數據顯示，居民負債率從2008年時低於20%的水平逐年上升至2024年一季度的64%。

據天風證券分析，居民金融負債的主要形式為銀行貸款，而銀行貸款中最主要的組成成分為住房貸款為主的消費貸款。自2017年，居民金融負債規模同比增速也進入下滑趨勢。值得一提的是，2022年下半年高收入人群的負債已經重新開始擴張，而低收入人群負債繼續收縮，體現出低收入群體在對未來不樂觀的情況下，加槓桿的意願更加低迷。

# 中國居民負債率

居民金融負債的主要形式為銀行貸款，而其中最主要的組成為住房貸款。



資料來源：國家金融與發展實驗室

端傳媒 Init

澤平宏觀**測算**，中國一線城市居民房貸壓力居世界前列，北上廣深四個城市居民抵押貸款佔收入比例——即居民住房貸款平均月供款與居民平均月收入的比例——均超290%，是紐約、倫敦、東京的3-4倍。這也意味著，不少居民可能背負了超過經濟承受能力的貸款額，一旦出現收入下降或失業等情況，貸款違約風險較高。

## 10. 房企債券違約、股價歸零

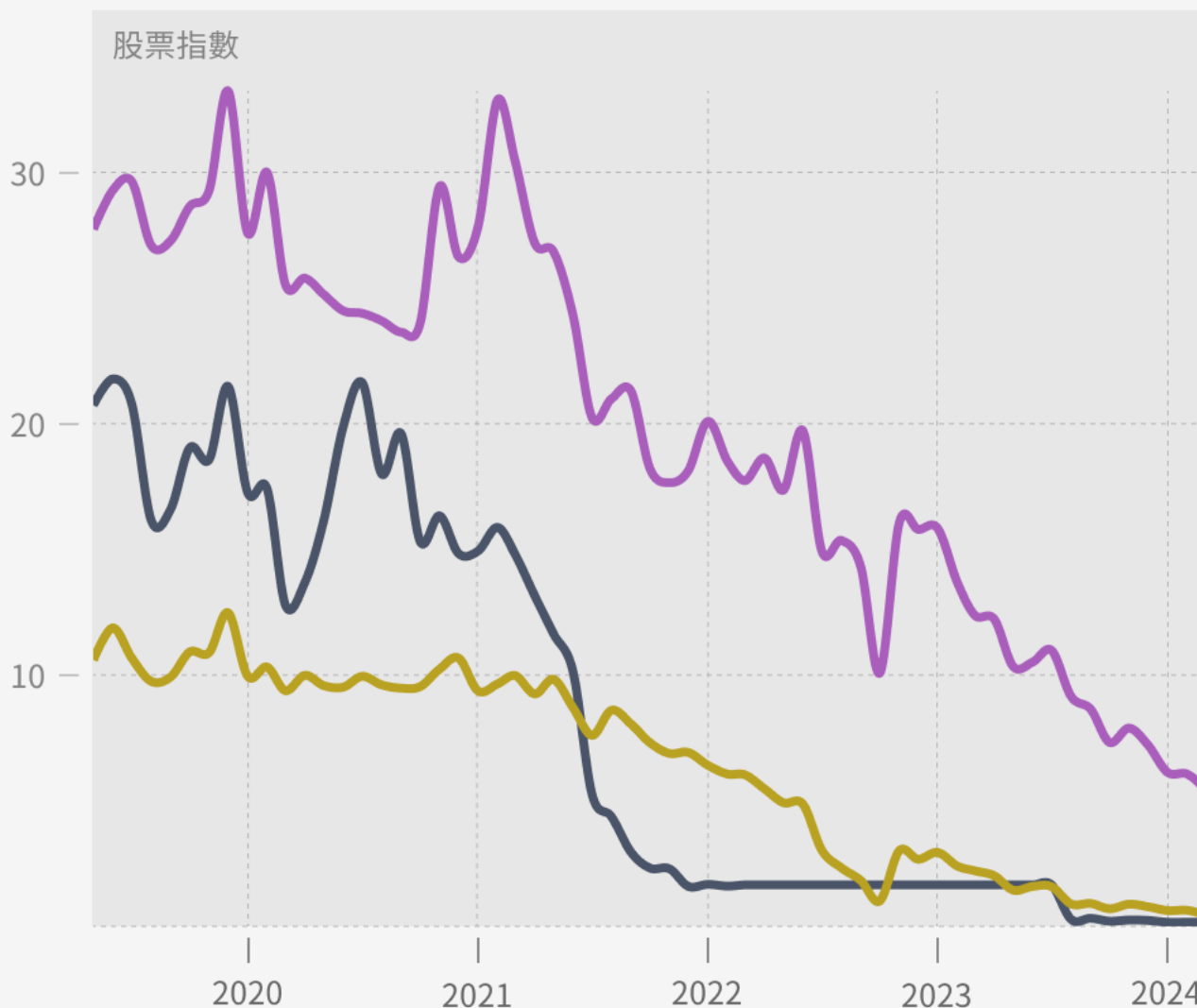
中國房地產商發行的美元債券曾是亞洲垃圾債市場炙手可熱的標的，垃圾債代指信用狀況較差、有違約風險但收益較高的債券，在繁榮的房地產上行時期，為國際投資者提供了高額收益。國際投資者過往同樣也在押注中國房價會一直走高，否則債務率往往超過100%的中國房企很難不斷為自己的債務續命。然而，自2021年底，恆大成為亞洲有史以來最大的債務違約公司，這一曾經火爆的市場驟然冷清，投資者**不願**再冒高風險投資中國房企，幾十家中國房地產商在面臨已有債務到期時，無法再從市場獲得新的融資，疊加房價下行走低，負債高居不下的房企紛紛陷入債務危機，違約情況此起彼伏。

現在，以恆大為代表的中資房企債券通常以幾塊錢交易，而這些債券發布時的票面價值是100美元——即投資者損失高達90%以上。極端情況下，若房企資不抵債，投資者可能顆粒無收。

# 中國曾經規模最大的地產公司股票走勢

恆大作為最早「暴雷」的房企之一，股價幾乎歸零；尚在低迷銷售中掙扎的房企也不被股票投資者看好。

● 萬科 ● 恆大 ● 碧桂園



資料來源：Yahoo Finance

端傳媒 Init

通常，進入破產重組程序後，債權人較股權持有人享有優先權。這也意味著，當房企債務違約時，其股票會比債券更不值錢。對於負債極高的房企來說，股權價值往往被市場認為約等於零。譬如，恆大作為最早「暴雷」的房企之一，股價幾乎歸零，僅為2019年水平的1%。

尚在低迷銷售中掙扎、未違約的房企也不被股票投資者看好。以2024年5月初股價計算，萬科港股價格僅為2019年5月初的19.5%，下降逾八成。碧桂園股價則跌去超過95%。

中國政府正在努力刺激萎靡的房市，不斷爛尾的開發商暴雷讓普通購房者對購買「期房」心生恐懼，而隨著房屋庫存高企，房價走低，市面也出現了拋售行為，許多大陸媒體對這種拋售行為的報導，疊加抖音、小紅書等社交媒體上爛尾、業主抗議等視頻層出不窮，一些原有購房計劃的人也處於持幣觀望的階段。

2024年5月初，中國央行、國家金融監督管理總局發布通知，首套住房商業性個人住房貸款最低首付款比例調整為不低於15%，二套房則調整為不低於25%。對於公積金貸款的利率也下調0.25個百分點，公積金為大陸社會保障制度的一部分，由企業和職員共同繳納，公積金貸款往往被用作住房貸款的一部分。

然而這些政策是否能起到當局所期待的效果，仍需進一步觀察。2023年起，各地推出的放鬆購房資格限制的政策似乎並未持續提振樓市。這種情況或可與「計劃生育」政策相類比，即使政府已經放開了生育限制，但經濟低迷、就業市場萎縮、生活期望降低的情況下，中國的生育率仍持續下跌，並無上升趨勢。

2024年3月9日，中國山東煙台市，居民在售樓處了解樓盤細節。攝：CFOTO/Future Publishing via Getty Images

[#中國房地產困境](#) [#中國房地產](#) [#中國經濟](#)

本刊載內容版權為端傳媒或相關單位所有，未經端傳媒編輯部授權，請勿轉載或複製，否則即為侵權。