

新冠疫情冲击下的浙江房地产形势分析

杨博野

有效区分房地产市场自身周期的转变和疫情的影响，既要防止被“浑水摸鱼、暗度陈仓”，也要防止房价大涨大跌，实现“三稳”目标

在当前“房住不炒”的大背景下，浙江房地产市场平稳触底，投资投机性需求逐渐挤出。随着改善型需求和首置型需求逐渐成为购房主力，虽然疫情对一季度房地产销售产生冲击，但对全年商品房销售边际影响不大，市场对住宅品质和小区环境的需求也将进一步提升。然而，房地产市场焦点已经由量的扩张转为质的提升，大概率告别高速增长时代。虽然疫情导致项目施工受到明显的负面影响，但由于土地成交领先土地交付一段时间，前期大量土地成交支撑今年房地产投资基本面。另外需高度关注房企资金链风险，以及房地产市场进入低速增长新常态下的政府财政收支压力。

房地产市场迎来新一轮周期，疫情边际影响相对不大

2019 年商品房销售增速触底回升。历时 57 个月、史上最长的房地产周期在 2019 年 2 月迎来拐点。2019 年 3 月以来，在适度宽松的货币政策背景下，央行市场逆回购利率和 MLF 一年期利率持续回落，房地产销售同比增速触底回升，但回升节奏相比 2014-2016 年更加平稳，投资投机性需求在调控政策下逐渐挤出。2019 年 12 月全省商品房销售面积和销售额分别累计同比增长-3.9%和 1.9%，高于 2019 年 2 月累计同比增速 11.4 和 22.6 个百分点，但仍低于 2018 年同期水平。虽然由于 2020 年 1 月春节提前和新冠肺炎疫情的影响，一季度房地产市场增速有所回落，但房地产市场将大概率迎来周期拐点。

疫情期间全省房地产市场成交量显著下降。杭州、宁波、温州、台州四市是全省商品房成交的“大户”，2019 年杭州、宁波、温州三地市区商品房成交量都在 1000 万方以上，台州市也超过了 600 万方，四地市区商品房成交量占全省商品房销售面积近一半。2020 年 1-2 月，杭州、宁波、温州、台州市区商品房成交面积均为负增长。其中 2 月份处于疫情爆发期，售楼处关闭、市场观望情绪浓厚，商品房销售呈现较为明显的下降趋势，当月大部分市区商品房成交面积不到 2019 年同期水平 40%。

杭州和台州房地产成交量呈现持续上升态势，1-2 月同比增速高于去年。若将时间轴放大至 2019 年，杭州、台州商品房成交面积同比增速持续上升。虽然今年 1-2 月杭州、台州两市的市区商品房成交面积分别同比下降 22.7%和 11.3%，但同比增速高于 2019 年 1-2 月 31.3 和 27.9 个百分点。其中，台州市区 2 月份商品房成交 27.4 万方，相当于去年同期成交量的 79.0%，是全省相对于去年同比比例最高的市区。

受益于 2019 年较大的房地产市场回暖惯性，金华是全省商品房成交面积唯一正增长的市区。金华是全省房地产市场发力较晚的地区，本轮房价增速反弹时间晚了杭州 1 年时间。2019 年以来，金华市区商品房成交面积同比增速显著回升。1-2 月，金华市区商品房成交面积同比增长 5.7%，高于去年同期 63.5 个百分点。

温州是浙江疫情的“重灾区”，受到的边际冲击最为明显。1-2 月，温州市区商品房成交面积仅为 98.1 万平方米，同比下降 41.7%，成交量相比去年近乎“腰斩”，同比增速低于去年同期 89.1 个百分点，甚至低于 2019 年全年增速 66.4 个百分点，其中商品房 2 月份成交量仅为去年同期的 12.4%。

嘉兴受到疫情的边际冲击影响可能仅次于温州。2020 年 2 月，嘉兴市区商品房成交面积仅为 13531 平方米，甚至低于舟山市区商品房成交面积，仅为 2019 年 2 月成交面积的 9.9%，而且 2019 年 2 月还包含了春节假期。1-2 月，嘉兴市区商品房成交面积同比下降 62.3%，是全省下降幅度最大的市区，但也不排除前期市区房地产市场“退烧”回调因素的影响。

疫情可能促成宁波房地产市场提前进入回调期。1-2 月，宁波市区住宅成交面积同比下降 14.0%。虽然下降幅度不大，但与去年同期相比低了 128.5 个百分点。若将时间轴再延长至 2018 年，可以发现宁波在 2019 年经历了一波暴涨期，今年 1-2 月同比增速仍高于 2018 年市场表现。

综合来看，疫情对全省 1-2 月房地产销售的边际影响并不大。1-2 月，杭州、宁波、温州、嘉兴、金华、绍兴、台州、舟山等地市区的商品房成交面积同比下降 28.8%。若以此作为全省市区的商品房成交面积同比增速，实证模型显示，1-2 月全省商品房销售面积同比下降约 21.2%，仅低于去年同期 5.9 个百分点。另外，1-2 月全省商品房销售面积约为一季度 45%-49%，占比不到 50%。疫情对 1-2 月全省房地产市场的冲击力再打折扣。

房地产居住需求只是推迟，没有消失。住宿餐饮等一季度损失的部分需求，无论后面三个季度怎么“报复性”反弹，都不能补上一季度的缺口。而房地产消费是大宗消费，交易频率低、交易周期长。短期的市场“停摆”不会影响到长周期的消费。3 月份房地产市场销售形势正呈现好转迹象。3 月 1 日-7 日，全省 8 市区商品房成交面积同比增长 5.9%。假设受疫情形势好转影响，3 月份商品房销售面积同比增速由负转正，同比增长 5%，预计一季度全省商品房销售面积同比负增长 8%左右，一季度房地产增加值同比增长 1.5%左右，全年商品房销售面积同比增速不低于 2019 年水平。

土地市场打好房地产投资基本面，疫情重点冲击房地产项目开工建设

2019 年土地市场经历一轮“N”型波动回升。继 2019 年上半年土拍市场“高歌猛进”后，下半年房企融资渠道全面收紧，杭州等各市土拍市场有所回落。2019 年 11 月，杭州、宁波、温州、绍兴土地成交溢价率分别低于 2019 年上半年平均值 18.2、13.7、9.3 和 13.6 个百分点。然而，随着流动性不断宽松和市场预期有所松动，2019 年 12 月起，土地市场又开始升温，杭州、宁波、绍兴等土地成交溢价率均明显高于上一年同期水平。

图 1



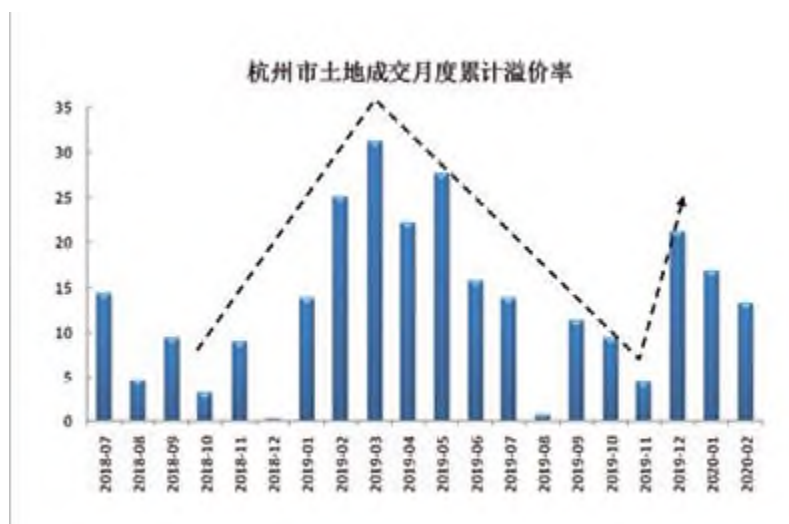
图 2



图 3



图 4



疫情给开始升温的土拍市场踩了一脚“刹车”。1月，全省土拍市场延续2019年底回升态势。全省11个市区土地成交总价高达577亿元，同比增长83.0%。其中杭州市土地成交总价高达334.1亿元，仅次于2018年和2014年1月，为史上1月份土地成交总价的第三位。若再考虑今年1月包含整个春节假期因素，而2018年和2014年春节日期分别为2月16日和1月31日，今年土地市场热度明显。2月进入疫情防控措施高峰期，地方政府供地节奏也有所放缓，土地成交显著收缩。全省11个市区土地成交总价仅为101.2亿元，同比下降17.1%。其中杭州市土地成交40.55亿元，同比下降44.1%，土地成交溢价率为13.2%，低于2019年同期11.7个百分点，环比回落3.6个百分点。

土地成交情况是土地购置费和房地产投资的先行指标。土地购置费和建筑工程费用是房地产投资的主要组成部分，占到房地产投资总额90%左右，其中土地购置费占55%左右，建筑工程费用占35%左右。土地成交总价是土地购置费的先行指标。一宗土地竞价成功后，有9个月的时间交付首款和尾款，再过10天由地方政府交付宗地，然后等永久性工程开始施工后入库统计。实证模型也显示，土地成交总价领先土地购置费10-11个月左右，相关系数高达70%。2019年全省11个市区土地出让总价高达6137.9亿元，同比增长25.0%，为今年购置费和房地产投资留有缓冲储备。

一季度房地产投资压力主要来自房地产项目停工。由于疫情管控，房地产项目停工面较大。截至今年2月29日，全省建筑业和房地产业复产率仍然低于去年同期32.4%和50.6%。一方面前期加速的建筑工程投资量会收缩，另一方面前期竞拍的土地由于没有交付或者没有开工，土地出让金无法计入土地购置费和房地产投资。若疫情能够在4-5月全面结束，那么前期成交的土地可以快速开工并入库统计。因此，疫情对于全年的房地产投资影响主要来自于第一季度的建筑工程放缓因素，假设建筑工程相当于全面停工5周，预计拖累全年房地产投资8个百分点左右。同时由于2019年和今年1-2月土地出让增长较快，预计全年房地产投资大概率仍然保持5%以上增速。

全球货币环境宽松，关注房企债务风险

浙江房地产企业2020年偿债压力略低于全国，年中迎来还债高峰。据统计，浙江当前房地产企业信用债余额为1126.6亿元，约为全国1.95万亿元房地产企业信用债的5.7%。2020年到期的浙江房企信用债余额为194.9亿元，占浙江房企信用债余额17.3%，低于全国平均水平2.2个百分点。其中绿城房产2020年到期信用债最高，共有4笔要偿还，分别是4月21日8亿元、6月13日25亿元、8月27日14.3亿元、9月16日15.1亿元，合计74.4亿元；其次是新湖房产，共有2笔合计31.6亿元。两家房产公司2020年到期余额占到全省一半以上。2020年付息债余额为1061.1亿元，按照5%信用债利率测算，浙江房地产企业今年需还本付息合计248.0亿元，但大部分都在下半年偿付。其中6-9月到期余额为121.亿元，占全年三分之二。

房企海外发债明显加快，关注房企海外债风险。随着全球疫情升级，全球央行降息、海外机构预期中国房地产调控政策边际放松、海外资金进入债市避险，大量海外资金进入中国房地产领域，房企发债利率均有2-3个点的下降，如中梁控股2月18日发行一年期债券利率为8.75%，比2019年10月10日发行利率低2.75个百分点。1-2月，全国房地产企业海外发债1527.6亿元（按2019年12月汇率折合人民币，下同），发债规模约为2019年房企全年海外融资额的29.0%。其中1月份发债1273.4亿元，环比增长421.0%，同比增长75.9%。房企发行海外短期债券（一年期及以下）速度加快。海外短期债券无需备案登记、限制较少，越来越受到房企的青睐。1月1日-3月8日，全国房企累计发行海外短期债券223.6亿元，已经超出2019年全年海外债发行量11.7亿元。另外，今年全国海外债共有2051亿元到期，其中绿城房产需要偿还77.4亿元，佳源房产需要偿还15.8亿元。房地产是长周期产业，要关注和防范浙江房企海外发债“短贷长投”带来的期限错配风险和汇率风险。

警惕房企激进拿地，关注资金链断裂风险。尽管房企融资环境有所放松，但疫情冲击下房地产销售和回款放缓，且贷款受益主体倾向于大品牌房企、央企和国企，一贯使用高杠杆运营的部分房企一季度资金链相对紧张。重点关注拿地激进、杠杆率高、速动比率较低的房企，适时向市场传递“房住不炒”的明确信号，引导和支持房企在疫情期维持现金流稳定运行，防止出现“逆向选择、大而不倒”。

关注热钱推升地价和房价风险。2016年和2019年上半年，房企资金面一旦宽松之后，马上“引爆”全国各大城市土地市场，高溢价率、高总价、高单价的“地王”犹如打地鼠一样此起彼伏。根据实证模型显示，浙江溢价率对下一个月的房价增速相关性高达64%，直接将房价推升高位，形成更高的房价泡沫和房企债务风险，也挤压了实体经济融资和普通居民消费。

房地产市场与政府收入息息相关“，稳地价稳房价”是稳财政的重要支撑

商品房销售下滑直接影响税收收入。房地产业主要涉及11个税种，其中契税、耕地占用税、城镇土地使用税、土地增值税和房产税是房地产业独有、直接相关的5个税种。另外6个间接相关税种是营业税、

房企所得税、个人所得税、城市维护建设税、印花税和教育附加费。2018 年，全国房地产业税收收入为 2.4 万亿元，占全部税收收入 14.4%；浙江房地产业税收收入 1557.7 亿元，占全部税收收入 17.5%。直接相关的 5 个税种是房地产业主要税源，2018 年直接 5 税占全部房地产业税收比例高达 73.4%。实证模型显示，商品房销售额与房地产直接五税高度相关。特别是 2017 年以后，商品房销售额累计同比增速与房地产直接五税相关性高达 87.0%。商品房销售额每下降 1%，房地产直接五税预计下降 0.89%。此外，近年来浙江房地产业税收收入同比增速显著高于税收收入。房地产业税收收入下降将拖累税收收入增长。

土地市场支撑政府性基金收入。政府性基金收入在浙江财政总收入的比重越来越大。2019 年，全省政府性基金收入突破 1 万亿元，达到 10607.8 亿元，同比增长 21.4%，高于一般公共预算收入同比增速 14.6 个百分点。政府性基金预算收入与一般公共预算收入的比率从 2018 年的 1.32：1 扩大到 2019 年 1.51：1。政府性基金收入的主要来源是土地出让金，占基金收入 77.9%。2019 年下半年以来，土地出让总价相对保持平稳增长。1-2 月，土地出让收入同比增长 55.0%。而土地竞价成交后，一般有 9 个月的时间付款交地。因此预计今年政府性基金收入仍能保持去年水平。但随着房企资金面逐渐紧张，未来政府性基金收入和财政总收入面临一定压力。

明确坚持“房住不炒”定位，着力“稳地价稳房价稳预期”

当前浙江房地产市场正处于回归理性、健康发展的“转轨”过程中，防止出现“大涨大跌”。务必要蹄疾步稳、保持定力，既要防止即将“浮出水面”需要市场消化的房地产风险因素再次被“大水”淹没，形成更大的房价泡沫风险，导致浙江房地产市场再次“变轨”，也要防止出现大跌，催生系统化债务风险，导致房地产市场“翻车”。若浙江房地产市场不出台调控放松政策，则“房住不炒”的市场预期将继续强化，土地市场热度顺势回落，房价平稳的基本面更加巩固，投资投机性需求和提前释放的需求逐步“退潮”，健康稳定的长效管理机制有效落实。

锚定“三稳”目标因城施策实施房地产调控。建立土地价格指数监测体系。明确城市房价和地价波动范围，稳定市场预期。建立地价与供地联动机制，实现地价自动稳定逆周期调节。探索农业转移人口带指标进城交易机制。探索杭州市放开限购政策，实施三套房及以上征收累进税率房产税，实现收入分配调节、市场成交量提升“双赢”目标，也为下一步推行房地产税、降低土地出让收入依赖积累经验。

加快推进城市更新和老旧小区改造。“老旧小区”主要是指建成于 2000 年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区。据住建部摸排，全国共有老旧小区 17 万个，涉及 4200 万户居民，建筑面积约 40 亿平方米，总投资额达 5 万亿元。其中浙江老旧小区建筑面积约为 6000 万平方米，仅次于广东、江苏、山东和河南，总投资额约为 750 亿元。此次疫情更是暴露出老旧小区改造的必要性。要抓紧摸清底数、明确改造条件和对象，并向社会广泛公布并征求意见，形成市场预期。加强政府支持引导和统筹协调，加大土地、资金、规划等要素倾斜力度，压实属地街道主体责任，动员社区和群众积极参与。创新投融资体制机制，参照“未来社区”模式运用市场化手段吸引社会力量积极参与。