



▲有專家意見認為，進入下半年，中國貨幣政策維持謹慎態度，銀行間資金利率有所回升，房企債券融資成本也有所提高，這在一定程度上抑制房企的拿地熱情

為何內地賣樓火爆賣地冷？

2020年二季度，隨著內地房企拿地、銷售的快速改善，地產投資明顯上行，成為帶動國內經濟反彈的重要動力之一。但進入8月後，房地產市場整體呈冷熱不均的態勢，商品房銷售持續火熱，土地市場卻呈量價齊跌的態勢，銷售與拿地為何一熱一冷？後續二者又將如何演繹？



明若觀火
明明

中信證券固定收益首席研究員

二季度以來，內地地產投資快速修復，成為帶動中國經濟反彈的重要動力。回顧年初以來的經濟走勢，受新冠疫情影响，一季度國內經濟供需兩弱，產業鏈、供應鏈受到明顯衝擊，工業生產、消費、投資等各項經濟數據均有明顯回落。進入二季度後，國內復工復產持續推進，各分項數據均有明顯回升，但不同行業、不同部門的恢復速度具有明顯差異。企業生產快速回升而居民消費持續磨底，在此背景之下，地產投資成為國民經濟中恢復最快的一環：1-7月房地產投資累計同比增長3.4%，7月單月房地產投資增速為11.6%，均為年內新高；同時地產銷售也延續回暖，截至7月商品房銷售面積、商品房銷售額單月同比增速分別錄得9.47%、16.56%的增長，為近年來的相對高位。

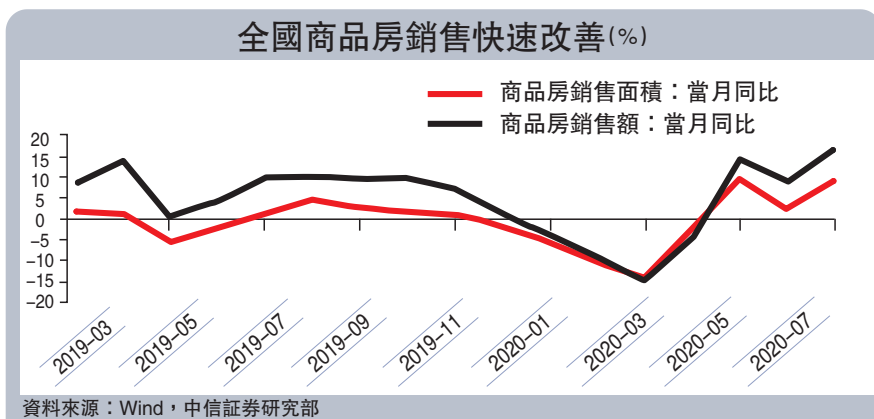
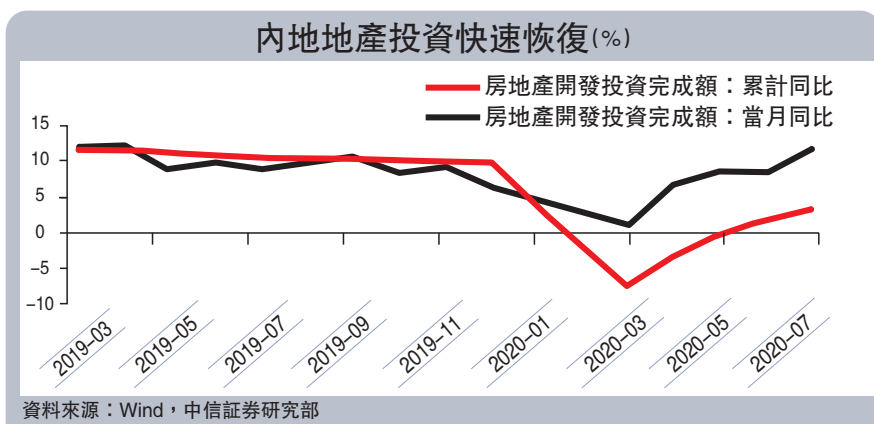
上月土地成交價量齊跌

進入8月後，高頻數據顯示商品房銷售維持火熱，但土地成交量價齊跌，銷售與拿地的背離成為當前房地產市場的重要特徵。傳統的房地產周期中，銷售端的持續回暖一般對應着房企資金回籠的加速和拿地意願的改善，商品房銷售往往與房企拿地具有一定的正相關關係。

然而進入8月後，房地產市場整體呈現出一定的分化特徵：一方面，從8月的高頻數據看，30大中城市商品房成交量與成交面積均維持在相對高位，且明顯高於2019年的同期水準；另一方面，儘管商品房的銷售維持火熱，但房企拿地卻有所放緩：從100個大中城市的土地成交數據來看，進入8月後的土地成交量、土地成交面積明顯遇冷，截至8月末已明顯低於2019年的同期水準。房企銷售與拿地的背離是當前房地產市場的一個重要特徵。

約束房企融資抑制泡沫

銷售加速一方面有購房需求持續釋放的原因，另一方面也與因城施策環境之下房貸利率持續下行有關。自二季度以來，商品房銷售額、銷售面積大幅反彈，銷售的快速修復一方面有疫情前期積壓的購房需求隨着疫情



防控持續向好、居民收入逐漸提高、居民出行和消費意願逐漸改善而持續釋放；另一方面，在MLF和LPR利率維持低位，且房地產調控因城施策的環境之下，部分城市首套房貸利率和二套房貸利率連續下調，這也在一定程度上對商品房需求端形成激勵。隨着銷售端的持續改善，房企銷售回款的持續回暖也在一定程度上改善了房企的資金周轉能力。7月當月個人按揭貸款同比增速25.4%，較去年同期的12.2%明顯提高；訂金及預收款項的單月同比增速也達到了15.2%的相對高位，超出去年同期2.4個百分點。

分地區看，一線城市的商品房銷售強於二線和三線城市。從量的角度看，結合30大中城市商品房成交數據，二季度以來，一、二、三線城市商品房成交面積普遍提高，但進入8月後，一線城市明顯強於二、三線城市。而從價的角度看，結合國家統計局公布的70城二手房住宅價格指數，二季度以來一線城市二手住宅價格增速明顯快於二、三線城市。截至2020年7月，一線城市二手住宅價格同比增長5.7%，二、三線城市二手住宅價格同比漲幅分別為2.0%和1.8%。商品房銷售的地區差異也從側面反映出不同城市之間的居民收入水準、支出意願、地產調控政策之間的差異。

土地成交方面，上半年房企拿地積極性明顯提高的重要原因在於融資環境相對友好，但近期隨着無風險利

率的持續抬升，房企的融資環境已有所變化。上半年，央行通過降息、降準等一系列寬貨幣、寬信用政策，為銀行間提供相對充裕的流動性。長短端利率、無風險利率和AA+及以上信用債收益率都呈現一定下行趨勢，為房地產企業發債創造寬鬆的融資環境。根據申萬行業分類數據統計，今年上半年房企發債行量明顯超過去年同期水準，償還量較去年同期明顯減少，淨融資額約為1697億元，將近去年上半年433億元的四倍。但進入下半年，貨幣政策維持謹慎態度，銀行間資金利率有所回升，房企債券融資成本也有所提高，這在一定程度上抑制了房企的拿地熱情。

政策對房企融資的監管趨嚴也導致了房企拿地意願的階段性回落。自2020年下半年開始，政策層面對地產調控的信號也進一步明確。7月24日，國務院副總理韓正主持召開房地產工作座談會時再次強調「房住不炒」，並表示要高度重視當前房地產市場出現的新情況新問題，時刻繃緊房地產調控這根弦，堅定不移推進落實好長效機制。8月20日，住房城鄉建設部和中國人民銀行再次在北京召開重點房地產企業座談會，進一步落實房地產長效機制，實施好房地產金融審慎管理制度，增強房地產企業融資的市場化、規則化和透明度，形成了重點房地產企業資金監測和融資管理規則。

工商舖減辣 緩衝估價不足



談樓說按
王美鳳

中原按揭經紀董事總經理

金管局於8月份公布放寬非住宅物業按揭成數由四成上調至五成，提高非住宅物業可造按揭成數一成。新冠肺炎疫情直接影響及削弱經濟活動，對工商舖市道打擊明顯大於住宅市場，成交量明顯下跌；限聚令、禁堂食等措施尤其對餐飲及零售業造成衝擊，舖市前景尤為嚴峻，故此政府希望及時放寬非住宅物業按揭成數。

放寬前，自2013年2月第六輪樓按措施起，工商舖按揭成數僅達四成。根據中原按揭客戶個案，今年工商舖按揭申請的平均按揭成數僅為28%，與住宅客戶平均按揭成數逾50%有明顯差距，原因是工商舖可造按揭成數較低。

疫情下市場存在甚多不確定性，今年銀行在貸款業務方面取態保守，由於經濟前景、疲弱市道直接影響工商舖表現，銀行對於工商舖按揭取態亦變得審慎保守。事實上，工商

舖承接力轉弱、減價個案增加情況下，成交量及價格均出現跌幅，當中尤以舖位價格下滑顯著。

在這形勢下，銀行估價趨向保守，形成最近工商舖估價不足情況增加，由於按揭成數根據成交價及估價之較低者計算，若估價不足將影響實質可造按揭成數。

例如最近有買家擬購入一個減價舖位，業主原開價3000萬元，後減價至2500萬元成交，買家找銀行估價後，發現估價僅2000萬元，估價不足達20%。

在放寬按揭前，上述個案之可造按揭額僅800萬元，估價不足，令按揭成數由40%降至32%，不過，若然在放寬按揭後入市，上述個案之可造按揭額可提高至1000萬元，等同按揭成數上調至40%。

放寬工商舖按揭成數，除了有助降低入市門檻、首期外，或許亦有助減低最近估價不足之影響。筆者亦提醒用家，若出現估價不足，可多找其他銀行估價作比較，因銀行之間估值未必相同，有時候亦出現頗大差幅。



▲放寬工商舖按揭成數，除了有助降低入市門檻、首期成本外，亦有助減低最近估價不足之影響

當前對房地產融資約束有所提高，一方面有抑制地產泡沫、防範金融風險的考量，另一方面也是為了確保資金流向實體經濟以及小微企業，防止地產對資金的虹吸效應和對中小企業的擠出，這種融資約束的提高也間接導致了房企拿地熱情有所回落。

商品房銷售向好但房企拿地意願回落的背後是房企經營周轉率的不對稱變化。在對地產企業的融資監管之下，房地產企業將面臨保障盈利增長和降低槓桿率之間的再權衡。為符合監管層對地產公司負債的監管要求，房企對開發貸的申請將愈發謹慎，這將導致房企從自有資金向土地的周轉放緩；同時，為保障盈利增長和企業經營的穩定性，銷售回款對房企現金流的意義將持續升高，因而房企拿地之後到開工再到預售的鏈條或將有所加速，進而體現為開工和銷售周轉率的提高。

經濟復甦支撐住房購買力

下半年商品房銷售有望延續改善，但修復斜率料將放緩，全年看商品房銷售額有望持平於去年。對於商品房銷售而言，隨着經濟內生增長動力的持續修復，居民收入和就業環境都有望改善，料將對住房購置需求形成一定支撐；同時考慮到控槓桿、降負債的政策主線之下銷售回款對房企現金流的意義提高，後續房企也有一定的加速推盤可能，因此後續商品房銷售仍將整體呈正增長狀態。

另外一方面，二季度以來持續上行的房價也可能令部分投資者望而卻步，同時在房住不炒的政策思路下，部分城市的限購等政策調控力度或有所加碼，這也可能對後續的商品房銷售走勢產生影響。綜合考慮，後續商

品房銷售料仍將趨於改善，但其修復斜率或將有所放緩，全年看商品房銷售額的同比增速有望從當前水準（-2.1%）回歸至零值附近，但其大幅上行的可能性也相對較小。

對於房企拿地而言，監管政策脈衝之下，後續土地市場或呈先冷後熱的走勢。土地成交方面，短期看，隨着房企融資監管趨嚴，房企拿地可能更為謹慎，預計土地成交仍將維持在相對偏弱的水準，但考慮到「金九銀十」的傳統旺季對居民購房以及房企拿地的提振，隨着政策的衝擊逐漸弱化，四季度房企拿地意願的集中釋放也並非全無沒有可能；同時考慮到當前土地溢價率持續下行也將在一定程度上利好房企的拿地積極性，四季度土地市場有一定的回溫可能，但在嚴控房企負債的政策紅線之下，預計房企拿地仍不會過於激進。

8月以來，商品房銷售持續火熱，但土地市場整體呈量價齊跌的態勢，房企銷售與拿地的背離是當前房地產市場的一個重要特徵。結合來看，銷售加速一方面有購房需求加速釋放的原因，另一方面也與因城施策環境之下房貸利率持續下行有關；而對於土地成交而言，隨着無風險利率的持續抬升和政策對地方融資的監管趨嚴，房企融資環境的變化也導致了房企拿地意願的階段性回落，商品房銷售與房企拿地的分化，也從側面折射出房企經營周期中不同環節的周轉率變化的不對稱性。

綜合考慮當前經濟內生修復、房價持續上行和政策調控思路，下半年商品房銷售有望延續改善，但銷售端的修復斜率料將放緩；拿地方面，隨着監管政策的脈衝影響弱化，預計後續土地市場也有一定的回溫空間，但在節奏上也不會過於激進。