

2009 中国住宅物业市场展望

分析师

Michael Wu
+852 2263 9696
michael.wu@fitchratings.com
Frederic Gits
+81 3 3288 2992
frederic.gits@fitchratings.com

摘要

2008 年，中国住宅物业市场有些低迷。与往年同期数字相比，随着房价的下跌，物业市场的售楼业绩在前 11 个月下降了 18%。这一趋势和中国的经济环境以及政府于 2007 至 2008 上半年期间执行的经济“降温”政策息息相关。

关于 2009 年中国住宅物业市场的前景展望，惠誉认为仍然不容乐观。由于全球经济危机的影响，经济增长速度必然放缓，而国内股票市场疲软也将导致负面的财富效应，两者将持续冲击房地产市场。就业市场的不确定性也将使消费者失去信心。

已开工的房屋建筑施工项目和在建房屋建筑面积显示，短期供房价格也偏高。房屋建筑商通过加速建造房屋和预售的方式，大力确保现金回流。

为了“挽救”市场，保持经济增长，中央政府逐步一改先前实施的财政紧缩政策。各级地方政府也将拥有更多的自主权，出台适合自己的救市措施。政府实施的共同政策包括减少税收/交易成本，以及给首套住房购买者提供优惠条件。

为了极大地增强政策的影响力，中国人民银行全面放宽了信用环境。目前，第二套房产的购买更容易通过按揭抵押融资，同时也鼓励银行放贷给有信用的房地产开发商。市场情绪有所增长，有更多人确信监管环境已到达转折点，并且中期内可能不会再有进一步的降温政策。对于大型住宅建筑商而言，流动性和再融资风险也显著降低。

对于住宅物业市场来说，中长期的前景展望则和短期截然不同，相当乐观。自从 2007 年第四季度以来，很少有增加土地储备的情况，这表明在未来 3-5 年内新地产的供应将维持在低水平上。此外，在第 11 个五年计划（2006-2010）中，为了保留 18 亿亩（约等于 120 万平方公里）土地，政府实施的政策也限制了物业开发商进一步开发新的土地。惠誉估测，获得足够的粮食是中国中央政府的关键战略性目标，因此即使五年计划结束，保留适量耕地面积的政策也将不再改变。

从需求层面来说，惠誉认为长期内不会发生根本性改变。目前的经济下滑对较长期的人口增长和城市化趋势不会产生任何影响。一旦经济增长回到正常轨道后，换房的需求将重新出现。

惠誉相信市场低迷将加速行业整合。规模较大、效益较好的开发商将获得更多市场份额，而规模偏小、资金匮乏的开发商则将被迫退出市场或被兼并。

目前的评级已考虑了不良行业发展前景的影响。

市场活动水平

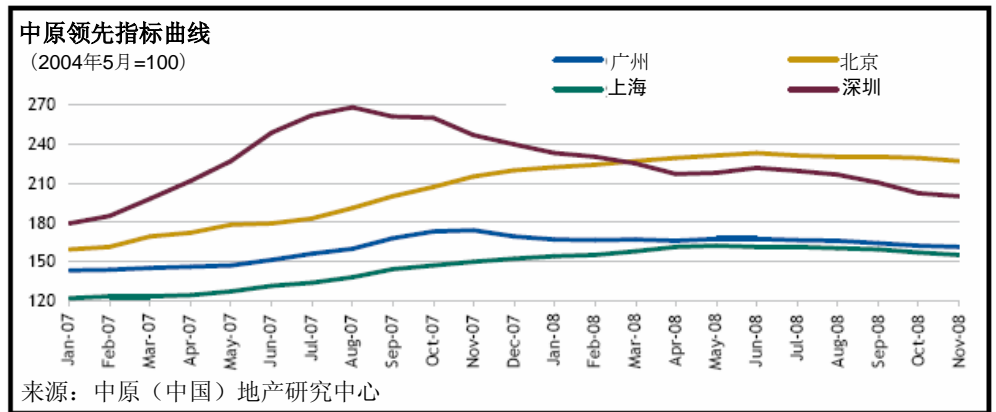
已出售商品房

(百万平方米)	建筑面积
2008年 1-11月	491.5
2007年 1-11月	601.6
2006年 1-11月	461.1
2005年 1-11月	433.9

来源: CEIC

住宅领域

对于中国住宅物业市场来说, 2008年显然是低迷的时期。事实上, 自从2007年第4季度以来, 市场一直呈现出疲软迹象, 并且自那时起, 市场活动水平也大幅下降。从售楼面积的统计数据可知, 2008年(一直到11月)和2007年相比大约下降了18%, 这和经济下滑及政府采取的紧缩政策息息相关。



然而, 各地物业价格下跌的速度和程度并不相同。中原领先指标价格曲线显示中国的四大地区性地产市场是如何在不同时间以不同速度到达发展顶峰的。比如, 深圳在2007年夏天到达顶峰, 而北京则是在2008年夏季奥运会前稍有领先, 达到最高点。惠誉坚持认为市场是不平均的, 许多人口超过100万的城市在经济规模和最终消费者期望上也有着显著差异。

需求方面的因素非常微弱, 部分原因是因为监管环境和信用环境变得越来越支持市场。近期内, 供给可能超出平均水平, 因为开发商急于抛售存楼以维持偿债能力, 这将导致价格和利润的压力。

削弱的需求因素

失业率在上升, 而国民生产总值(GDP)总体预计会以较慢的速度增长。根据惠誉最新的GDP预测, 2009年的GDP大约为6%, 这和近几年来10%以上的增长率相比明显有所下降。由于国内股票市场回调产生的负面财富效应也将导致公众的信心和市场情绪锐减, 总体上冲击整个市场。

然而, 一些关键的基础因素表明, 如城市化和人口增长, 对于住宅物业的长期发展前景惠誉仍持乐观态度。比如, 目前的城市人口比例(大约)低于总人口的40%, 而中国政府期望(并计划)这一比例拟于2020年前达到55%。此外鉴于20世纪90年代中期前建造住宅的质量很难满足用户需求, 换房的需求(即有些想更换新房的消费者)也将极为巨大。

对最终住户和开发商有利的监管环境

自从2008年中期以来，中央政府逐渐改变了先前实施的紧缩政策，并给予省、自治区和/直辖市政府更多的“自由”，以便因地制宜，采取措施支持其房地产市场。显然，这一目标是维持市场的稳定，并减少整体经济放缓的风险。虽然目前采取的措施似乎并不能改变局势，对于市场的期望却已经改变。观察人士已经开始相信政府将不会推行额外的紧缩政策，并且这样的期望将对于房地产的购置起着鼓励的作用。

自从2008年中期以来关键的监管政策和采取的措施

日期	政策执行部门/城市	主要内容
08年3月以来	不同城市和省份	1. 减少不同省市的交易成本和房地产税收 2. 提供房屋购买补贴 3. 减少土地供给 4. 提高购房用养老金借贷允许金额
08年10月	中国人民银行	1. 降低首套购房者的按揭利率 2. 将首套购房者的首付房款从原来的30%降到20%
08年10月	财政部	1. 降低地产契税 2. 免除印花税
08年9月以来	中国人民银行	1. 将利率下调2.16% 2. 将存款准备金率下调1.5%
08年12月	国务院办公厅	1. 通过消减交易相关成本及适当放低对二次买房的信用额度来鼓励购房 2. 鼓励银行向有信用、实力强的开发商提供贷款

来源：惠誉，Factiva，中国政府部门，www.gov.cn

放宽与税收及交易成本相关的政策，同时在信用环境方面也有更健康的发展趋势。首套购房者当然将获得一些优惠条件，而第二套购房者和以前相比，现在面临的阻碍也有所减少。在公司借贷层面，现在“鼓励”银行放贷给一些有信誉的大型房地产公司。这一政策的改变有效减少了开发商“亏本出售”的可能性。为了避免房价急剧下降可能产生的不良财富效应，目前的宽松政策将符合生产的发展实际，以便鼓励国内消费。

正如惠誉过去指出的那样，不同政策，不管是收紧还是支持，目的都是为了减少市场波动幅度。中国政府的优先目标是在长期内维持经济稳健发展（并缩减可能存在的泡沫）。政府在这方面一直做得很成功，使市场活动和市场情绪得到了适当的恢复。

结合在需求层面不同的基本面因素和监管因素，房地产前景不容乐观。失业压力将同样在需求方面作用于住宅物业市场，良好的监管/政策环境只能缓解部分的压力。稳定失业率是完全恢复的关键因素。

供给层面中长期前景较为乐观

在供给层面，中长期的前景则较为乐观。自从2007年第四季度以来，土地征购已降至最低程度，由于买方没有兴趣购房，许多土地交易商/投标方已取消了原有的交易。在3-5年内新的土地供给很可能锐减。

另一个限制长期土地供给的因素是政府保护耕地的政策，这是为了确保足够的粮食供应和将粮食进口的依赖降至最低。正如第11个五年计划中明文规定的那样，政府的目标是为了在2010年前保留至少18亿亩耕地。这一政策的目标和中国现有耕地规模相比，区别是从原有的2000万亩增至3000万亩，或等于开发商（和用于其他基础设施建设）每年开发4000平方公里的新土地。理论上每年新开发的土地（4000平方公里）远远低于第10个五年计划，在第10个五年计划期间，每年开发超过12000平方公里的土地。

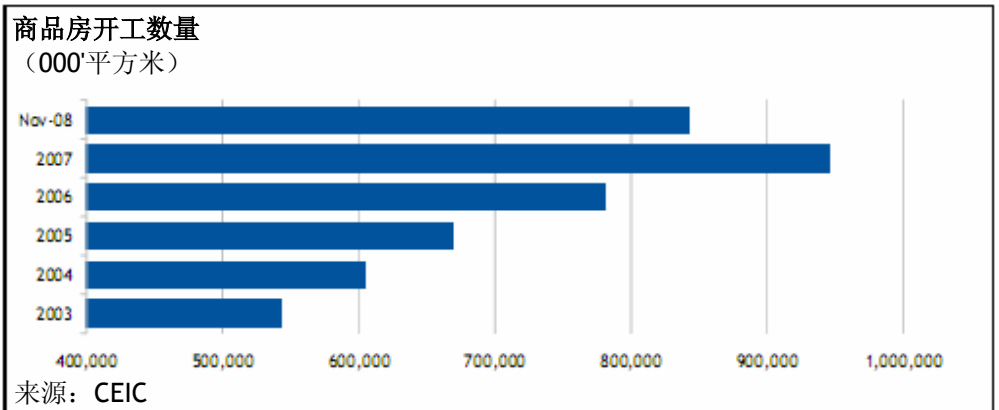
近期住宅物业供给

(平方米(百万))	已竣工商品房 建筑面积	在建商品房 面积
2008年1月1日至11月1日	286.3	2022.6
2007	498.3	1867.9
2006	454.7	1517.4

信息来源: CEIC

由于私人房屋建设商的重点是在中高端住宅物业领域，因此补贴住房对于住宅物业市场的影响将十分限制。此外，政府住房津贴面向对象则基本为低收入人群，这些人必须符合严格的条件。考虑到中国在公共住房模式上大部分采纳香港的做法，公共住房市场和私有房屋市场将演变成为两个独立的市场，两者很少会重叠。

尽管长期供给前景比较乐观，短期内的环境却截然不同——预测2009到2010年上半年供给量有望上升。住房建设开工数量和在建房屋面积仍然偏高，这表明开发商试图加速完成现有项目，并最终预售。由于许多房屋处于“裸房”状态（即内部没有经过装修），通常在开工一年后开始预售房屋。



尽管供应和需求因素相对比较薄弱，好消息是监管环境将转向支持，这为市场下滑的趋势提供了良好的缓冲。此外，长期的基本面因素，如有限的供给和强大的内在需求，仍然存在。

对于房地产公司的影响

目前的评级已考虑了不良行业发展前景的影响

惠誉对于前景展望在总体上持负面意见，并认为房价将进一步下降。考虑到利润仍然可观，许多房屋建造商会遭受冲击，但能保持盈利状态。至于惠誉评级后的实体公司，目前的等级已经把下降的经济环境考虑在内，因此，短期内不会再次评级。然而，因为中国房地产开发商仍然主要依赖国内销售，市场或买房者期望值的任何突变都将扰乱其资金回收，并最终扰乱相应的信用评级。

行业整合

惠誉坚持认为产业联合和多极化在不断发展。随着房地产市场变得不再充满活力，并且在近期内商业风险也不断上升，一些规模小效益差的企业必然将被迫出局。管理水平、经营规模和执行能力弱的企业将被淘汰。

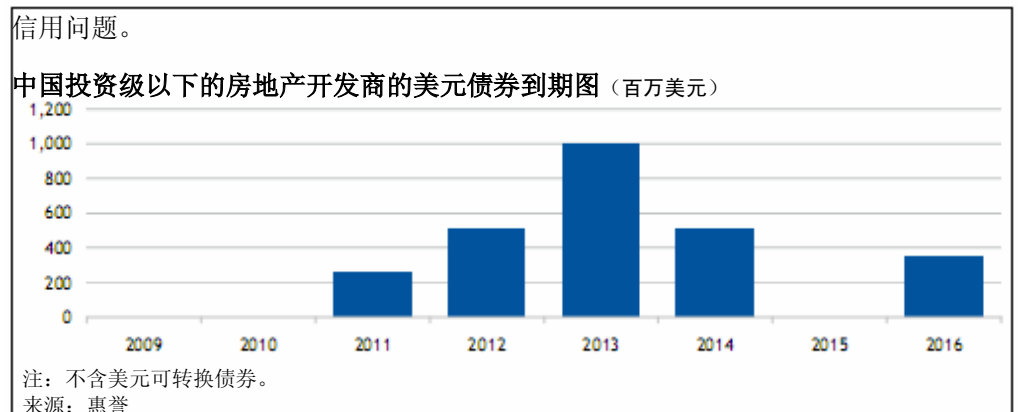
规模大、效益好、融资渠道多的房地产开发商，在目前的经济环境中将占有显赫地位。惠誉估测他们将随着行业的演变占领更多的市场。较小的公司，通常那些评级为“B”或“B”以下，可能被迫把发展重心转入利基市场。

大公司流动性风险降低

2008上半年对于房屋建筑商来说，信用环境非常苛刻。但自从2008年第3季度以来，政府开始放宽紧缩政策，惠誉注意到银行信用环境发生了改变。许多房地产开发商，如世茂房地产控股有限公司（“BB+”/稳定），已经从国内主要银行处获得了新的授信额度。这和放宽信用额的政策相关，因为政府鼓励银行向“规模大、有信用”的企业提供贷款。然而，高级无抵押债权人必须特别关注这一趋势，因为如果新的授信额度属于抵押性质或在运营子公司层面发生，可能会发生结构性从属化。如果发生从属化，则可能导致高级无抵押债券级别低于发行人违约评级。

惠誉对这一政策感到基本满意，因为对于大开发商来说流动性和再融资风险大大降低——并且由于小开发商将在融资过程中处于不利地位，这一政策也会反过来加速行业整合。

美元再融资方面，惠誉预测在2012至2013年会出现市场活动高峰。因为再融资，即使是可转换债券也考虑在内，至少3年以后才需要，所以对住宅行业不会造成任何重大的信用问题。



Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1 - 800 - 753 - 4824, (212) 908 - 0500. Fax: (212) 480 - 4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax - exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.