

2011年中国房地产市场走势预测



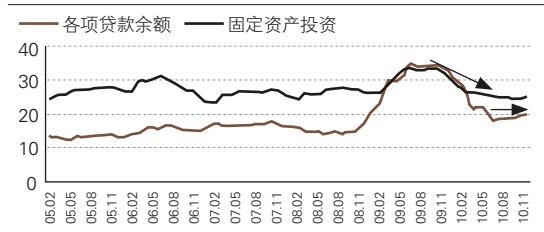
中国指数研究院※

一、2011年房地产市场发展环境展望

1. 宏观经济环境

(1) 政府主动调整经济增长方式，贷款和固定资产投资增速下滑明显，但11月又有上升

图1 2007年至今固定资产投资、贷款余额增速走势

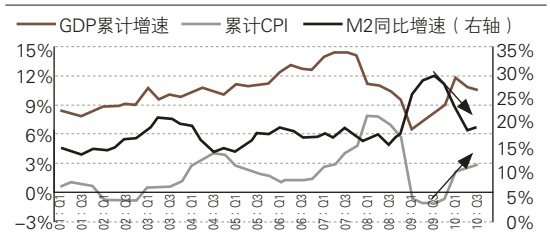


数据来源：国家统计局、中国房地产指数系统

2009年，为应对全球金融危机和经济下滑风险，中央政府通过扩大投资和信贷投放，促进了经济迅速回升。2009年全年新增贷款接近10万亿元，固定资产投资和贷款余额增长率分别达到30.5%和31.7%，远高于2005~2008年间25.8%和15.7%的水平。2010年以来，固定资产投资和贷款余额增速显著下降，1季度分别为26.4%和21.8%，10月份下滑至24.4%和19.3%，其中固定资产投资增速已低于2005~2008年间平均水平，但贷款余额增速依然高出3.6个百分点。但在11月数据显示，固定资产投资和贷款余额增速分别为24.9%和19.8%，较上月均提高了0.5个百分点。

(2) 经济增速渐趋平稳，M2增速高位回落，但10月以来又有所反弹，物价涨幅持续攀升，通胀

图2 2001年至今GDP、CPI、M2增速走势



数据来源：国家统计局、中国房地产指数系统

压力较大

2010年以来，在政府主动调控、低基数效应等多重因素的影响下，中国宏观经济渐趋平稳，GDP累计增速从1季度的11.9%下滑至上半年的11.1%，前3季度进一步下滑至10.6%，显著低于2006年、2007年的平均增速13.5%。M2增速方面，受新增信贷下降影响，2009年4季度以来整体下行，2010年1季度末为22.5%，第3季度末下降至19.0%（2009年3季度曾达到接近30%历史高点）。

11月M2、CPI、固定资产投资等指标增速均高于10月，表明通胀风险依然较大，并已成为中央的中心关注点。2010年12月11日，国家统计局提前发布原计划于12月13日发布的11月经济数据。数据显示，11月末，M2和贷款余额同比增速分别为19.5%和19.8%，较上月分别提高0.2和0.5个百分点；11月新增人民币贷款5640亿元，同比多增2692亿元，1~11月累计新增贷款7.46万亿元，已接近全年7.5万亿元的新增贷款计划；11月CPI达到5.1%，继10月突破4%以后再

※中国指数研究院是目前中国最大的房地产专业研究机构，由搜房控股有限公司总裁莫天全（清华1986级经管硕士，现兼任中国指数研究院院长）等人于2004年创办。

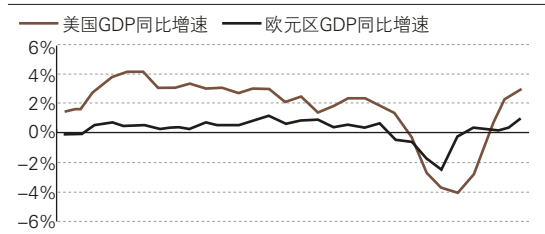
创阶段性新高；1~11月固定资产投资同比增长24.9%，增速较上月加快0.5个百分点。

以上各指标的变化充分表明，尽管中央持续出台紧缩性措施，但宏观经济增长趋势依然向好，通胀风险持续上升。在11月数据公布的前一天，央行再度提高存款准备金率，这也是年内第六次提高存款准备金率，目前已达到18.5%的历史新高，表明通胀风险已成为中央决策部门的首要关注点，更加大了未来一段时间内收紧货币政策的判断。

(3) 外部经济环境复苏并不稳定，利差扩大和QE2双重背景下热钱流入风险加大

虽然中国主要贸易伙伴如美国、欧元区2010年以来经济增速呈上升趋势，美国3季度GDP同比增速更是达到3.1%，但两地失业率仍高居不下，10月分别为9.6%（美国11月扩大到9.8%）和10.1%。11月以来，爱尔兰债务问题愈演愈烈，欧元区未来经济复苏前景并不稳定。

图3 2003年以来美国、欧元区经济增速

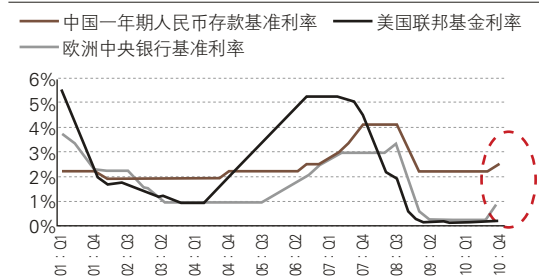


数据来源：国家统计局、中国房地产指数系统

2007年以来，为应对次贷危机引发的全球危机，欧美国家大幅下调利率以刺激经济复苏，其利率水平由之前大幅高于或与中国持平变为显著低于中国。2007年4季度，中国一年期人民币存款基准利率为4.14%，较同期美国联邦基金利率低0.36个百分点。随着美联储的连续降息，2008年2季度以来，中美息差一直保持在2个百分点以上。2010年10月20日，中国加息25个基点后，中美息差提高至2.3个百分点。中国与欧元区利差也由2004~2007年平均0.8个百分点扩大至2010年前3季度的2个百分点。

此外，美联储于11月初决定实施二次宽松货币量化政策，计划将在2011年6月底之前购买6000亿美元的政府债券，过于宽裕的美元货币供应势必会通过各种渠道加快流入中国等新兴市场。预计2011年，美欧两大经济体的利率水平仍将维持在较低水平，而中国为应对通胀上升风险，将逐步提升利率，与美欧的利差有可能进一步扩大，这将大大增加未来一段时间的人民币升值压力和热钱流入风险，给我国经济运行带来较大的不确定性。

图4 2009年2季度以来，中国与美国、欧元区息差保持在1.5~2个百分点的水平



资料来源：中国人民银行、欧洲央行、中国房地产指数系统整理

2. 货币政策展望

2010年12月3日，中共中央政治局召开会议，指出2011年将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性。这标志着货币政策在从2009年的“极度宽松”（2009年货币政策虽为适度宽松，但全年新增贷款达9.6万亿元，M2增速接近30%）转为2010年的“适度宽松”后，正恢复到中性。考虑到2010年起中央已多次提高存款准备金率（最近一次为12月10日，大型金融机构的存款准备金率已达到18.5%的历史新高），并于10月和12月两次加息，预计从现在起至2011年上半年，货币政策的重点在于抑制物价上涨和促进经济转型，整体偏紧的导向不会变化。

(1) 中央经济工作会议对次年经济工作的主基调是货币政策制定的主要依据

每年12月，中央召开经济工作会议，对当年

表1 1999~2010年中央经济工作会议主基调

召开年度	定调年度	主基调
1999年中央经济工作会议	定调2000年	突出抓好国企改革
2000年中央经济工作会议	定调2001年	加强和改善宏观调控
2001年中央经济工作会议	定调2002年	扩大内需
2002年中央经济工作会议	定调2003年	积极财政和 稳健货币政策
2003年中央经济工作会议	定调2004年	保持宏观政策连续性
2004年中央经济工作会议	定调2005年	巩固宏观调控成果
2005年中央经济工作会议	定调2006年	继续搞好宏观调控
2006年中央经济工作会议	定调2007年	继续稳健财政政策， 实现国民经济 又好又快发展
2007年中央经济工作会议	定调2008年	实施从紧货币政策， 防过热，防通胀， 重民生
2008年中央经济工作会议	定调2009年	保增长，促发展
2009年中央经济工作会议	定调2010年	更加注重推动经济 发展方式转变和 经济结构调整； 继续实施积极的 财政政策和适度宽松 的货币政策
2010年中央政治局会议	定调2011年	2011年实施积极的 财政政策和稳健的 货币政策，增强 宏观调控的针对性、 灵活性、有效性

资料来源：新华网，中国房地产指数系统整理

经济社会发展形势进行总结，并对次年经济工作进行定调，同时也会提出货币政策和财政政策的取向。回顾1999年来的中央经济工作会议的主基调（见表1），在2003年和2007年的政策曾提出实行“稳健”的货币政策。

2002年，在扩内需政策的引导下，宏观经济企稳回升，GDP增长率从去年的8.3%上升到9.1%。此时提出2003年实行稳健的货币政策更多是指延续之前的政策。从计划来看，2003年M2增长率计划为16%（较2002年计划值提高3个百分点，但较2002年实际值下降0.9个百分点），新增贷款计划1.8万亿元（较2002年计划提高0.5万亿元，但较2002年实际值下降0.1万亿元）。从实际执行来看，M2增速实际值超出计划3~4个百分点，新增贷款超出计划约50%，与2002年类似。

2006年，各季度GDP增长率均在12.5%以

上，CPI从年初的不足1%上升到接近3%的水平，经济过热风险已经显现。在当年底的经济工作会议上，中央提出继续稳健财政政策，更多的是指货币政策在延续之前的基础上逐渐紧缩。从计划来看，2007年M2增长率计划为16%（与2006年计划持平，但较2006年实际值下降0.3个百分点），新增贷款计划2.9万亿元（较2006年计划提高0.4万亿元，但较2006年实际值下降0.2万亿元）。从实际执行来看，M2增速实际值与计划持平，新增贷款超出计划约24%，与上年类似。

（2）近10年央行货币政策多数年份均是稳健，但具体执行有显著差异，固定资产投资和物价水平是重要关注点

在中央经济工作会议后，央行也会召开相关会议，对货币政策进行“定调”，并对M2、新增贷款等关键指标提出明确的数值计划。总结2001年来央行货币政策的变化可以发现如下特点。

多数年份货币政策稳健。2001~2010年，央行提出的货币政策，除2004年为“稳健、适度从紧”、2008年为“从紧”、2009~2010年为“适度宽松”外，其余6个年份均为“稳健”，M2增长率计划多数为16%。

2007年来货币政策取向和实际执行波动显著。2007年的货币政策基调在前一年定为“稳健”，这一政策在当年上半年也得到了贯彻执行，但3季度，货币政策转为“适度从紧，适当加大调控力度，防止经济增长由偏快转向过热”，下半年共加息4次，5次提高存款准备金率，当年11~12月单月新增贷款甚至从年初的超过4000亿元下降到不足1000亿元，12月更是不足500亿元。

2008年的货币政策在上年末定为“从紧”，但受金融危机等因素影响，下半年货币政策快速转向，多次下调存款准备金率和利率，四季度新增贷款即达1.43万亿元；2009年名为“适度宽松”实为“极度宽松”，M2增速实际值超出计划10个百分点，新增贷款超出计划近1倍。2010年货币政策仍定为“适度宽松”，预计全年M2

表2 2001~2010年货币政策与关键指标目标、实际值对比

年份	政策目标	M2增长率		新增贷款(万亿元)		计划与实际值对比
		计划	实际值	计划	实际值	
2001	实施稳健的货币政策,进一步运用多种货币政策工具,巩固和发展国民经济回升的良好势头	13%~14%	17.6%	1.3	1.3	新增贷款额度符合计划
2002	坚持稳健的货币政策,进一步加大对经济发展的支持力度	13%	16.9%	1.3	1.9	M2增速实际值超出计划3-4个百分点,新增贷款超出计划约50%
2003	坚持稳健的货币政策,保持信贷平稳增长	16%	19.6%	1.8	2.8	
2004	实施稳健的货币政策,适度从紧,应对固定资产投资过快和通胀压力	17%	14.9%	2.6	1.8	
2005	实施稳健的货币政策,松紧适度,不失时机地推进改革	15%	17.6%	2.5	1.7	M2增速实际值与计划基本持平,新增贷款超出计划24%
2006	实施稳健的货币政策,综合运用货币政策工具保持利率、汇率基本稳定	16%	15.7%	2.5	3.1	
2007	实施稳健的货币政策,保持宏观经济调控的连续性和稳定性	16%	16.7%	2.9	3.6	
2008	实施从紧的货币政策,应对通货膨胀	-	17.8%	3.87,年中调至4万亿以上	4.9	新增贷款超出上年末制定计划(3.87)27%
2009	实施适度宽松的货币政策,货币政策要在促进经济增长方面发挥更加积极的作用	17%左右	27.6%	5	9.6	M2增速实际值超出计划10个百分点,新增贷款超出计划近1倍
2010	实施适度宽松的货币政策,保持货币信贷合理充裕	17%左右	1~11月 19.5%	7.5	1~11月 7.46万亿元	预计全年M2增速超出实际值2个百分点,新增贷款超出计划约7%

资料来源:新华网,长江证券,中国房地产指数系统整理

增长率和新增贷款与实际计划相差不大,是最近4年来计划与实际值相差最小的一年。

稳健意味着对前期政策的延续,并保持一定的灵活性,若经济过热风险出现,货币政策可能快速收缩,反之亦然。尽管中央在前一年对2003年和2007年的货币政策定调为稳健,从实际执行来看,当年年初,M2增速、贷款增速等指标基本平稳,但年中以后,货币政策收紧幅度较大,各指标均呈现冲高回落之势。主要是由于在2003年和2007年分别出现了固定资产投资过旺和物价上涨速度过快等问题(2003年固定资产投资增速持续高于30%,2007年6月CPI突破4%并持续攀升,当年末接近7%)。

图5 2007年至今固定资产投资、贷款余额增速走势



数据来源:国家统计局、中国房地产指数系统

预计2011年M2增长率和新增贷款目标将分别定为16%和7万亿元。从前文的分析可以看出,当前的货币政策环境和2002年、2006年较为类似,在制定计划时,预计2011年M2增长率将参照2003、2006~2007年的计划制定。至于新增贷款目标,考虑到2010年全年新增贷款将达到8万亿元,而此前几次制定该指标计划时一般会低于上年实际值(如2003~2004年和2007年)。预计2011年新增贷款计划将为7万亿元。

此外,对2011年货币政策的定调由之前的强调“稳定性、协调性和可持续性”改为强调“针对性、灵活性和有效性”,这也印证了前文的判断:货币政策在2011年将具有较大的灵活性,预计在今年年底到2011年初,抑制通货膨胀将是中央政府决策的主要关注点,货币政策将继续目前中性偏紧的格局。若经济复苏趋势、物价涨幅等指标没有明显变化,将继续延续该政策,但同时也密切关注可能存在的经济过热或过冷风险。

对房地产行业而言,更需关注的是央行对数量化(信贷总额)而非价格型工具(利率)的使用。根据测算,在加息50个基点和100个基点的

假设下，居民购房成本将提高5~10%，不会突破2007年的水平。开发企业方面，即使加息200个基点，万科等多数标杆企业利息支出占货币资金的比值仍处于较低水平。但由于银行信贷（包括开发贷款和购房按揭贷款）占企业资金来源的近40%。若信贷紧缩力度加大，新增贷款额度限制更加严厉，将给房地产业特别是开发企业资金状况带来显著影响。

3. 房地产政策环境

如前所述，在2011年“加快推进经济结构战略性调整，稳定价格总水平”的大背景下，预计2011年房地产业调控不会放松，房价不稳，政策不止。除上述货币政策的调整外，值得关注的政策如下：

(1) 调控政策不会放松，限购限贷政策放松可能性不大

胡锦涛主席近日表示继续加强房地产调控，加之2011年经济工作重点为“加快推进经济结构战略性调整，稳定价格总水平”，预计2011年的房地产政策调控不会放松，为“保增长”而放松房地产调控是小概率事件。

具体来看，限购、限贷政策执行放松的可能性不大。一方面，通胀预期加大的情况下投资投机性需求存在再度反弹可能；另一方面，重点城市供给仍显不足的大背景下，若放松限购限贷政策可能导致房价再度快速上涨。

(2) 保障房建设力度继续加大，公租房成新的着力点

2008年、2009年全国保障房建设只有100万套和300多万套。2010年，中央制定了580万套的保障性住房建设计划并已初步完成。2010年11月23日，住房和城乡建设部发布《关于报送城镇保障性安居工程计划任务的通知》，明确提出2011年计划安排保障性住房和各类棚户区改造住房1000万套，比原计划的580万增加了420万套，这将大大缓解可能存在的投资下滑对经济增长带来的不利影响，同时也有利于保障性住房供

应的继续扩大和住房供应结构的日趋合理。

(3) 房产税试点改革加快推进

2010年12月10日，重庆市政府发布通知，提出“按照国家加快推进房产税改革试点的工作要求，积极做好征收高档住房房产税的准备工作”，这表明房产税试点工作在2011年有可能落到实处。此外，中央经济工作会议将经济结构战略性调整作为2011年工作重点，2011年作为“十二五”的开局之年，房产税改革作为明确中央与地方财税关系、促进经济结构调整的重要手段，迈出实质性步伐的可能性较大。

二、2011年中国房地产市场走势展望

(1) 土地市场：供应力度继续加大，热点区域或中心城市地块竞争激烈

截至2010年11月底，全国仅完成18.5万公顷土地供应计划的约65%，预计增加土地供应仍将2011年房地产调控的重要内容，2010年土地出让计划完成率低的省市将会在2011年加大土地供应，给开发企业拓展土地储备提供更多机遇。由于行业龙头企业2010年销售业绩较好，资金较为充裕，热点区域或中心城市地块仍将得到广泛关注，地价或将继续创出新高。

(2) 房地产市场：供求关系得到改善，价格涨幅下降

在M2增长率16%、新增贷款7万亿元、加息4次共计100个基点、房地产政策环境依然从紧等一系列假设条件下，根据中国房地产业中长期发展动态模型对2011年全国商品房市场进行预测。模型预测结果如下：

表3 2011年全国商品房市场预测

	绝对值			增长率								
	销售面积 (亿平方米)	销售价格 (元/平方米)	施工面积 (亿平方米)	销售面积	销售价格	施工面积						
2011年预测	11.2	11.4	5466	5496	48.6	51.9	8	10%	8	9%	16	24%

数据来源：根据中国中长期发展动态模型预测

预测结果显示，2011年全国商品房供给、

需求、价格仍将保持增长，但增幅渐趋平稳。随着2010年新开工项目的上市，预计全国供求关系将在2011年发生转变，促进价格的平稳。

(3) 关注点一：城际高铁和市内轨道交通建设力度加大，区域发展更加分化

根据《中国铁路中长期发展规划》，到2020年，将建立省会城市及大中城市间的快速客运通道，规划“四纵四横”铁路快速客运通道。此外，中国各城市也加大了市内轨道交通建设力度，北京在2010年即新增108公里轨道交通投入运营，在建里程数达561公里。

城际高铁和市内轨道交通建设力度的加大将从以下几个方面影响到区域经济格局：一是有助于加强中西部与东部的交通，加强经济合作，提升区域投资吸引力，促进经济增长；二是持续增强交通节点城市或区域的经济活力，促进城市带的逐步成熟，为当地房地产市场带来更多机遇；三是扩大北京、上海、广州等中心城市对周边中小城市的带动作用，使得各区域的发展更加分化。

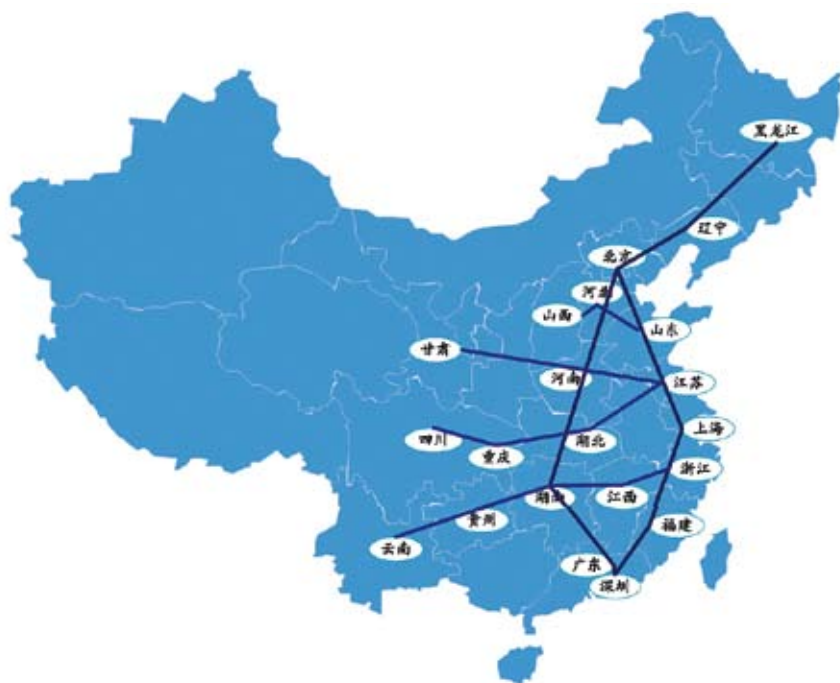
(4) 关注点二：保障房建设力度继续加大，“双轨制”逐步形成，供应结构分化

中央经济工作会议提出2011年要加大保障性安居工程建设力度，逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系，这一政策将在十二五期间得以延续。近日住建部提出2011年计划建设保障性住房1000万套，较2010年增加420万套。若落实到位，全国总开工面积将达到6亿平方米，占整个住宅施工面积的比重提高到10%，以套数计算则接近20%。保障房建设力度持续加大，将使得住房市场的“双轨制”逐步形成，加大住宅供应结构的分化。

(5) 关注点三：普通商品住房、高端住宅、商业地产等不同物业价值继续分化

从不同物业类型来看，普通商品住房代表

图6 高铁“四横四纵”建设规划网络



数据来源：铁道部、中国房地产指数系统

的自住型需求将长期大量存在，价格有望较为平稳，而高端住宅在满足高收入群体的特殊需求上具有不可替代性，未来价格有可能更大幅度地攀升，而商业地产作为经营性物业，其供求与住宅市场存在显著差异，不同物业的分化将更加明显。

2010年1~11月，全国住宅销售面积比增长7.4%，而同期办公楼和商业营业用房的销售面积增速分别为25.9%和35.2%，表明商业地产市场受政策影响相对较小。另一方面，在住宅市场，越来越多的企业开始提升产品品质和价格水平。目前北京成交均价超过5万元的住宅项目超过20个，而2009年仅为7个。在普通住宅可能遭遇保障性住房的冲击之外，预计商业地产和高端住宅市场将得到更多开发企业的关注。但商业地产市场对开发企业专业能力要求高、资金投入多，高端住宅市场更容易受宏观调控影响，开发企业更多转向这两类物业，可谓机遇与风险并存。

(本报告数据来自中国指数研究院数据信息中心、中国房地产指数系统或其他公开资料)