

房地产市场，是一个我们既熟悉又陌生的领域，不管做市场研究还是做政策研究，它的难点在于数据多、类别多、链条长，因此很难找到主要矛盾。正所谓“成也萧何败也萧何”，找到“萧何”才是最关键的。对于房地产问题，厘清边际变化或者这一轮调控与过去的不同之处，对预判经济、未来投资将有所帮助。

本轮房地产调控与过去的不同之处

与以往相比，始于2016年9月的本轮房地产市场调控呈现出一些不同特点。过去两年多，全国的房价同比增速是下降的，只是不同区域（如一二三四线城市）的房价下降幅度不一样。由此可见，本轮调控对房价上涨起到了一定的抑制作用。过去，一旦调控房价，房地产投资也会随之下降，但2016年以来的这一轮调控过程中，房地产投资却相当稳健，而且相当有韧性。

为什么这一轮调控使房价回落，而房地产投资总体却保有韧性？客观上而言，并不是建安投资有韧性，建安投资随着房屋销售面积的下滑也在持续回落，而是与土地购置有很大的关系。最近一年多，房地产商的土地购置量迅猛增长，这也可能是一个拐点。过去，房地产商的土地购置迅猛发展，与因城施策和去库存有一定的关系。去库存对房地产商的土地购置有很强的吸引力，从历史数据来看，商品房库存去化和房地产购地行为非常相关。

由此可以看出，一方面房地产商很悲观，因为销售持续下滑；另一方面房地产商又看到商品房库存处于低位，物以稀为贵、奇货可居，所以房地产商就会加大土地购置。

过去的情况是，房地产市场销售下滑，库存被动累积；而这一轮的情况是，销售下滑过程中，库存实现了完美地去化。在这样的矛盾信息下，房地产商的投资行为和过去相比有很明显的变化。过去的几轮房地产调控没有去库存政策，只是“踩刹车”，而现在是“既踩刹车，又踩油门”。在这样的情况下，房地产商对市场短期悲观，但是对中期或许不那么悲观。

上半年房地产市场寒意明显，下半年将企稳

当前，去库存政策已经发生了非常明显的变化，包括央行和国开行对棚改货币化的态度也发生了变化，未来一段时间棚改货币化安置将明显下降。这使去库存可能会往相反的方向发展，即库存被动累积。如果库存出现被动累积，会打压房地产商购地的积极性。现在我们已经看到全国范围内库存累积的趋势，在2018年高基数的情况下，2019年房地产开发商的土地购置热情可能会较快降温，房地产动能下降会很显著。

但另一方面，建安投资反而没有那么悲观。因为影响房地产销售和建安更重要的因素是房贷利率，而房贷利率具有前瞻性，可以领先于房屋销售和建安投资情况。2018年春节后，银行间市场利率就持续下行，银行间市场宽松没有很好地传导到实体经济里面，社融还处于低位没有企稳，但从资金价格角度来看，这种利率传导正在发生作用。从这一轮调控大概看得出来，银行间市场利率大概领先房贷利率七个月左右。

最近，有一些省份的房贷利率边际下滑增多。央行近期货币政策报告也显示贷款加权平均利率已经开始下降，这种下降具有拐点性质。过去两年贷款加权平均利率都持续上升，房贷利率也持续上升，现在出现了非常关键的拐点性变化。

如果房贷利率出现调整，或者说出现了拐点，意味着什么？利率跟销售相关，销售跟建安相关，这对未来一段时间的房地产销售会起到非常积极的作用。

对2019年而言，上半年房地产投资下行的幅度可能比较大，因为土地投资急剧下降，但随着房贷利率发生变化及销售与建安投资的企稳，全年房地产投资同比增速估算大概在5%-7%的范围。虽然与2018年相比有所下降，但是和历史上最严峻时期相比，其实也不是那么严峻。现在房地产市场已经进入冬天，只不过上半年这个冬意会很显著，但到下半年会有所减缓。

房地产政策要因城施策调整，但是如何因城施策很关键。客观上，我们既想适当放松调控，又不想让房价上涨。但房价坚决不上涨，开发商就没有动力去投资。作为房地产市场的真正供给者，房地产商非常关键，熨平房价的前提是，房地产商能够很好地提供供给。我认为，因城施策可能要提高对于部分人口流入城市房价的容忍度。虽然大家都觉得房价过高，但对于人口持续流入的城市，对于有刚性需求的城市，应酌情考虑市场供求之间的动态变化，房价的容忍度还需要适当提升，但要严格禁止投机炒作。