



# 中国社会科学院经济研究所

中国宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

---

2014/04/23

经济走势跟踪 No.2014-016

## 房地产与经济硬着陆风险

导读：一季度，中国国内生产总值（GDP）同比增长 7.4%。多位国内经济学家认为未来经济将趋稳。但是，房地产走势是公认的最大风险。鉴于房地产的风险正在聚集，有部分观点认为，不排除出现硬着陆的可能。

整理、编写：王砚峰；责任编辑：王砚峰

声明：本文版权属中国社会科学院经济研究所所有，未经允许请勿转载，或以任何方式刊登、发表。

## 房地产与经济硬着陆风险

[导读：一季度，中国国内生产总值（GDP）同比增长 7.4%。多位国内经济学家认为未来经济将趋稳。但是，房地产走势是公认的最大风险。鉴于房地产的风险正在聚集，有部分观点认为，不排除出现硬着陆的可能。]

### 智囊：经济未来趋稳，结构调整持续

一季度中国经济增长 7.4%。对于中国经济的今后走向，国内智库的多位智囊均表示中国经济未来会趋稳，经济结构调整仍将持续，但对房地产的走势，有智囊发出了预警。据《华尔街日报》报道，智囊们多认为，第一季度经济数据好于预期是因为此前市场预期过于悲观，同时中国经济在第二季度中仍面临压力。

国家信息中心经济预测部主任祝宝良表示，一季度工业中下降幅度较大的几个行业为采掘业、冶金业、建材、电子电器等，拉低了工业增长速度 0.6-0.7 个百分点，而这也反过来说明新兴行业的增长仍是保持稳定态势的。投资整体增长速度放缓则是受到制造业、房地产、基础设施建设三大领域投资下降影响。细分看，制造业投资相对较稳定，基础设施的建设略有抬头，下行的是房地产，风险点位于房地产上。

祝宝良预测，2014 年第二季度及上半年中国的经济基本增长速度可能跟第一季度差不多，接近 7.4%，略低但不会低于 7.4%，还是基本处于调控目标的情况。存款准备金降低甚至是降息尚为时过早。

国务院发展研究中心宏观经济研究部研究员张立群也认为第一季度经济数据好于预期，中国未来经济走势是趋稳。张立群同样指出，房地产投资回落是第一季度投资回落的主要原因。但未来房地产投资增长将会在第一季度的水平上大体走稳，不会出现持续的快速下滑。

张立群预测，未来中国经济是一个总体回稳的态势，围绕 7.5% 增速的水平线，小幅波动，更值得关注的是结构调整、转型升级和稳增长之间的关系，只有这些改善了才是稳增长最可靠的基础。

而中信证券首席经济学家诸建芳认为第一季度经济数据略微偏弱，第二季度经济数据环比可能改善，但同比仍承受压力。诸建芳指出，投资虽然整体上是放缓的，但是从结构来看，服务行业的投资增长保持非常不错的状态。而且产业政策调整及税收政策调整趋势也正在倾向服务领域，因此虽然经济整体上有一定放缓，但结构上有亮点。

诸建芳建议，政策方面做一些微调或者预调仍有需求，而且第二季度是一个政策调整的时间窗口。

中国国际经济交流中心经济研究部副部长张永军强调要正视目前经济运行中存在的下行压力，尤其是生产者价格指数（PPI）的持续下降，反映出内心扩张的步伐不够快。张永军称，总体看目前中国经济增速的下降跟国内外整个需求的放缓有明显的关系，这样放缓的情况不会造成中国经济的“硬着陆”。

### 中国经济硬着陆的理由依然存在

在 2014 年第一季度中国经济 7.4% 的同比增速高于预期之后，许多分析师以及评论人士很快得出结论，认为中国已经避免了经济硬着陆。

里昂证券（CLSA）中国内地及香港策略研究部主管张耀昌表示，今年第一季度国内生产

总值（GDP）增长数字好于预期是“一个好兆头，表明中国政府今年可以引导经济实现软着陆”。凯投宏观经济咨询公司（Capital Economics）中国经济学家王勤伟提出了类似的评论：“除了强于预期的 GDP 增速之外，3 月份相对乐观的经济活动数据（衡量近期中国经济增长势头的一个更好的指标）应该已经进一步缓解了市场对中国面临经济硬着陆的担忧情绪。”

但奥列佛·巴伦（Oliver Barron）在《福布斯》发表的一篇分析文章却对此提出了疑问。他从以下角度进行了分析：

中国 2014 年第一季度 GDP 同比增速从 2013 年第四季度的 7.7% 放缓至 7.4%，创出自 2012 年第四季度以来的最低水平。此番下滑似乎与以李克强总理为首的中国政府设定的政策目标基本一致。中国决策者制定的长期目标是把经济增长模式从目前的投资主导型调整为消费驱动型。今年第一季度的数据在这方面显示出进展。

从支出的角度来看，GDP 由三部分组成：最终消费支出（消费）、资本形成总额（投资）以及净出口（出口减去进口）。今年第一季度，消费在 GDP 增长中占据的份额为 76.7%，为该数据系列于 2009 年开始发布以来第二高的季度比例。上一次年度消费在 GDP 中占更高份额的时候是 1985 年（85.5%）。

此外，经济调整也出现在月度数据系列中。年初至今的零售销售额同比增速为 12%，相比之下 1-2 月份为 11.8%，而固定资产投资同比增速从前一个月的 17.9% 放缓至 17.6%。

所有这一切都表明，中国经济实际上正在调整结构。再加上工业产值呈现温和加速（同比增速从 8.6% 加快至 8.8%），经济软着陆的情景似乎合情合理。

但是，巴伦进一步认为，中国经济明显在调整的主要原因是房地产市场出现大幅放缓。第一季度住房销售额同比下滑 7.7%，至 1.1 万亿元。新建住房开工面积同比下滑 25.2%，至 2.91 亿平方米，创出至少自 1997 年以来季度数据的最大同比降幅，以及自 2009 年第一季度以来最低的季度新建住房开工面积。

房地产开发商之所以会停止开发新的房地产，有两个主要原因。第一，他们可能对现房销售情况感到非常担忧，因此他们认为没有理由建造新住房。其证据是第一季度住房销售额同比下滑 7.7%，以及在房地产开发商至少在五个二三线城市降低房价之后，潜在购房者持以更加谨慎的看法。

其次，金融环境持续趋紧。房地产开发商的现金流已经因今年第一季度住房销售下滑以及去年第四季度大手笔的土地收购而受到挤压，去年第四季度土地收购面积同比增长了 41.7%，达到 1.36 亿平方米。这是自 2011 年第二季度以来最大的土地季度收购面积，以及自 2003 年第二季度以来最快的同比增速。

更加糟糕的是，中国经济涵盖范围最广泛的融资指标（即社会融资总量）在今年第一季度同比下滑了 9.1%，至 5.6 万亿元，其中信托贷款同比下滑了 66%，至仅仅 2800 亿元。过去几年以来，由于风险持续攀升，各大银行已经收紧了对房地产开发商的融资，信托贷款已成为房地产开发商融资的一个重要组成部分，因此，房地产开发商正在因信托贷款的此番下滑而遭受不利影响。

虽然诸如信托贷款等融资收紧是政策驱动的，而且是政府对所谓影子银行业务进行打击的一部分，但房地产市场放缓对现行政策可以持续多久提出了诸多问题。城市房地产投资占 GDP 的比例超过 10%，因此房地产市场的持续疲软将会继续拖累 GDP 增长。

正如法国兴业银行中国经济学家姚炜所指出的：“房地产行业现在对中国经济构成了最大的下行风险。”中国经济硬着陆的理由依然存在。

当然，经济硬着陆的发生需要决策者不作为，而分析师一致认为，这种情况不会发生。据姚炜称，“下一批政策公告很可能是在地方政府层面上放松房地产政策。”与此同时，花旗集团、美国银行以及中国最大房地产经纪商的母公司中原集团都预计房地产政策即将出现松

动。事实上，这样的松动已经开始，一些省市（最近的是福建）正在讨论取消对房地产的购买限制。

但是，正如看空者所认为的那样，如果购房者的情绪就是那么糟，而有针对性的政策松动力度还不足够的话，情况将会怎样？前中国人民银行货币政策委员会委员余永定表示，那些认为中国经济即将崩溃的人忽视了中国独一无二的经济状况。他指出，即使在想象的最糟糕情况下房地产价格下跌超过 50%，政府也可以买下未售出的房地产，并把这些房地产用于保障性住房，以此支撑房价，并且减少库存，同时还可以利用其近 4 万亿美元外汇储备的一部分向银行业注资——如果各大银行看到不良抵押贷款造成的不良贷款出现大幅攀升的话。他的文章《有关中国崩溃的传言被极度夸大了》（*Rumours of a Chinese crash are greatly exaggerated*）非常值得一读。

如果房地产政策松动措施急切加快步伐的话，看起来经济硬着陆的情况将会暂时避免。但是，如果危及到正在进行的经济再平衡和调整，那么中国完全会回到以前依靠投资来实现经济增长的旧模式上，不久之后看空中国经济的理由将会再度出现，而且比以往更加有说服力。

### 房地产是增长面临的重大下行风险

数据显示，一季度房地产活动相关数据均有所下滑，一季度商品房销售面积同比下降 3.8%，降幅比 1-2 月份扩大 3.7 个百分点。一季度房产销售额的增速从四季度的+13.7%锐减至-4.7%，新开工面积的同比增幅从+33.1%下跌至-25.2%。3 月的数据尤其令人失望，当月房地产投资同比增 14.2%，而今年前 2 个月的数据为 19.3%，去年第四季度为 20%。当月销售面积同比下降 7.5%，新开工面积在去年同期显著收缩的低基数上仍大幅下滑 22%。

瑞银经济学家汪涛分析到，出口和房地产活动疲弱以及部分行业去库存拖累一季度 GDP 增长。一季度 GDP 同比增速由 2013 年四季度的 7.7%下滑至 7.4%，而我们估算环比增速放缓更为显著，降至 5.8%。拖累经济增长的主要因素包括出口低迷、房地产活动疲弱，以及部分行业的去库存活动。3 月出口和基建投资增长出现反弹，经济活动随之温和回升。

汪涛认为，信贷并非拖累增长放缓的主因。3 月社会融资规模余额同比增长近 17%，其中人民币贷款和委托贷款增长强劲，这在一定程度上抵消了新增信托贷款和企业债券同比下滑带来的负面影响。我们估算的信贷扩张度小幅上升，这正印证了央行此前偏紧的政策取向自去年底起已有所松动。银行间市场的流动性充裕，因此目前全面降准的必要性不大。我们认为导致企业投资疲弱的主要原因是最终需求不足且产能过剩，而非影子银行信贷利率的上升。

汪涛表示，近来决策层加快了项目审批和财政拨款的速度，受此推动，基建投资增长明显反弹，估计那些已经公布的“稳增长”政策（虽然大部分都是既定计划）应可以小幅提振 GDP 增长约 0.2 个百分点。如果经济增长进一步放缓，决策层或将不得不动用其他措施来守住“7.5%左右”GDP 增速目标的“下限”，包括增加财政拨款、加速推进可以有助于“稳增长”的改革措施，以及必要时放松房地产政策。不过，我们认为货币政策应不会、也不太可能在稳增长中发挥主要作用。

而汪涛认为，房地产是增长面临的重大下行风险。她表示，基于出口复苏、投资审批和建设进度加速和信贷稳健增长，我们仍然预计增长将在二季度回升，并维持全年 7.5%的 GDP 增速预测，预计二季度同比增速将提高至 7.7-7.8%，季调后环比折年增速接近 8%。

不过，考虑到房地产销售疲弱、市场前景恶化可能会迫使开发商进一步调整开工计划，房地产建设活动仍将是年内增长面临的主要风险。虽然从居民中长期贷款表现来看，房贷增速在一季度大体稳健，但我们认为这更多地反映了前两个季度较为强劲的房地产销售。此外，三四线城市房地产市场的高库存和价格低迷可能会打击投资性需求，而更严峻的资金环境可

能会迫使许多开发商削减新项目。销售和新开工下滑将进一步影响当前的建设和投资活动。

鉴于房地产对于支撑内需的关键作用，房地产活动下滑无疑会给 GDP 增长带来下行风险。此外，出口复苏的不确定性、影子银行信贷违约和监管收紧可能造成的信贷波动，也都会给经济增长带来风险。因此，为保住“7.5%左右”的 GDP 增长目标的“下限”，政府可能有必要出台更多的政策支持。我们维持 2014 年 GDP 增长 7.5% 的预测，但认为我们当前预测面临的风险偏下行。

### 中小房企倒闭潮汹涌来袭

房企倒闭潮在全国各地正愈演愈烈。仅今年 3 月以来，被曝光的房企资金链断裂的案例就有 10 余起，涉及浙江、江苏、安徽、湖北、海南等多个省份。据《华夏时报》报道，今年以来，浙江宁波、江苏南京、无锡、安徽合肥、湖北襄阳、陕西神木等地，已有多家中小房企因资金链断裂，陷入破产危机，旗下项目也多半烂尾。

而此前浙江宁波兴润置业的破产是一系列房产企业破产案中最先引起广泛关注的。兴润置业是宁波奉化当地最大的房企，拥有 30 亿资产。但如今却资金链断裂、资不抵债，主要原因是经营不善被高利贷搞垮。“兴润置业”及关联企业总负债 35 亿多元，其中银行贷款 24 亿元，有证据证实的非法吸收公众存款 7 亿多元，涉及 98 人。

而在距兴润置业破产还不足一个月，海宁一家名为立德房产的企业由于资金链断裂，陷入数千万的民间借贷纠纷，旗下的多个项目已经烂尾。

随着房地产增长出现疲态，今年年初开始，国内金融机构开始逐步收紧了对地产企业的贷款。今年一季度，中国房地产集合信托成立规模下跌至 507 亿元，环比去年第四季度的 997 亿元下降幅度高达 49%。媒体上也开始频频出现楼市降价的消息，其中二线城市房价增幅明显回落，降价潮似乎也开始向一线城市蔓延，比如杭州出现了 6.8 折的折扣，房地产大佬万科加入了降价行列，此前保利地产在广州的三个项目同时推出 1 成首付优惠活动，时代地产旗下项目全线 88 折优惠等等。

根据最新发布的数据，3 月北上广深四大一线城市中，除上海同比上涨 15.5% 外，全面回落至 15% 以内。从二线城市来看，房价上涨幅度在 10% 以上的屈指可数，基本回落至 10% 以下。一季度楼市成交量大跌，30 个典型城市商品住宅成交面积环比减少 33.8%，同比减少 25.0%。

《华夏时报》提到，“目前楼市成交的低迷并不是受调控政策的影响，而是因为市场调整，信托公司现在对房地产项目的投资都十分慎重。”中融信托一位业务经理称，“不是一线城市的项目我们都已经不做了。”“目前看来，2014 年房企的融资渠道仍然非常窄，银行信贷、信托基金等方式会越收越紧。大型开发商还可以通过降价卖房来回笼资金，但对于中小房企而言，除了借高利贷，就只能卖项目、卖股权。”上海易居房地产研究院综合研究部严跃进表示。

报道引述业内人士分析，被曝光的案例只是“冰山一角”，更大的隐患已在行业内悄然积聚。“整个市场在用短期的资金来支持长期的投资项目，这样的风险，已从金融体系向地产行业延伸。”北京贝塔咨询中心合伙人杜丽虹表示，“下半年，房企资金链断裂的现象将会更为频繁地发生。”

### 投资者开始抛售中国房地产

2014 年 4 月初，李嘉诚次子李泽楷以 9.28 亿美元价格出售了位于北京三里屯的一处综合物业。Esther Fung 在《华尔街日报》上写道，多年来，精明的投资者一直把房地产市场作为分享中国经济盛宴的一张最稳妥的入场券。现在，一些最知名的投资者已经开始从房地产市场撤资，至少目前如此。

去年 9 月份以来，被视为亚洲首富的香港大亨李嘉诚卖出了位于上海和广州的写字楼和

商场项目。他的次子李泽楷则在今年4月初以9.28亿美元价格出售了位于北京三里屯的一处综合物业。今年2月份，只在北京和上海两地发展房地产项目的SOHO中国有限公司以人民币52.3亿元（约合8.37亿美元）的价格出售了上海的两个写字楼项目。

房地产私募股权投资公司MGI Pacific董事总经理博加尔（Colin Bogar）称，目前看来，抛售房地产项目确实是明智之举。在中国经济整体走弱的背景下，房地产似乎也不能独善其身。随着经济学家警告房地产市场供应过剩，开发商已开始下调小城市的住宅销售价格。在供应过剩加剧之际，许多房企还面临信贷紧张、回报率下降、需求减少和竞争激烈的困局。

据地产咨询公司第一太平戴维斯中国（Savills China）介绍，今年3月份，上海甲级写字楼每平米售价达到人民币6万元，较上年同期上涨1.4%，较2010年3月上漲65%。

但租金的上涨速度却没那么快。地产咨询机构高纬环球（Cushman & Wakefield）的数据显示，北京和上海两地写字楼的毛收益率（税前年投资回报率）已较上年下降。高纬环球驻上海的资本市场主管Kent Fong说，如此之低的租金回报已经促使部分投资者重新考虑在这一领域和地理区域上的投资选择。

据地产咨询公司仲量联行（Jones Lang Lasalle）称，今年第一季度，中国商业地产市场的总投资规模为30亿美元，较上年同期下降18%。这是2012年第四季度以来的最大降幅，当时中国商业地产的投资规模下降了57%。

中国政府公布的数据显示，中国第一季度的住宅销售额同比下降7.7%，至人民币1.11万亿元。

当然，有卖就有买，买方通常是将当前价格下探视为逢低买进机会的投资者。私募股权投资公司基汇资本（Gaw Capital Partners）执行合伙人彭庆邦表示，他们认为现在是买入良机。基汇资本本月从李泽楷手中购买了位于北京三里屯的零售、办公、酒店式公寓项目盈科中心。

房地产卖家过去也遇到过好时机。2004年，李嘉诚旗下的和记黄埔开发了40层的上海世纪商贸广场，并于2008年6月以人民币49亿元的价格将其出售给总部位于香港的私营投资公司亚太置地（Asia Pacific Land）。知情人士称，亚太置地于2011年3月将该项目以人民币44亿元的价格出售，但人民币汇兑收益帮助该公司抵消了售价上的损失。

SOHO中国上述两个项目的售价也高于该公司的买入价。该公司2011年收购这两个项目时共出资人民币40.7亿元，这两个尚未完工的项目今年2月份的售价为人民币52.3亿元。SOHO中国很少出售整栋大楼，该公司过去主要开发和销售商业地产。

SOHO中国的首席执行长张欣说，有更多的房地产开发商正在到国外寻求更高利润率。在本月举行的一个论坛上，她强调了中国目前很高的融资成本。她说，北京和上海房地产项目的租金收益率仅为5%，而银行贷款利率为7%，她因此有2%的损失。

她补充说，在曼哈顿，租金收益率为5%，但融资成本仅为2%。去年，张欣和来自巴西的合作伙伴收购了曼哈顿通用汽车大厦的股份。

张欣上个月对《华尔街日报》表示，SOHO中国共计有人民币220亿元现金，正在等待市场出现调整。她说，去年夏天看到了第一轮信贷紧张行情。她说，该公司已经感觉情况会变得更糟，流动性将会枯竭。

2013年10月份，李嘉诚以11.6亿美元的价格出

## 房地产投资回报率下滑

写字楼地产交易平均收益率



来源：高纬环球 (Cushman & Wakefield Research)  
《华尔街日报》

售了上海陆家嘴 31 层楼的东方汇经中心。去年 10 月份，李嘉诚通过旗下和记黄埔和长江实业以 11.6 亿美元的价格将上海陆家嘴 31 层楼的东方汇经中心（Oriental Financial Center）卖给了交通银行和光大集团。此前一个月，和记黄埔和长江实业表示将以 30 亿港元（合 3.87 亿美元）出售广州购物中心西城都荟。

并非所有人都认为房地产价值已经见顶。基汇资本的彭庆邦说，盈科中心 9.28 亿美元的价格相当于每平方米不到人民币 3.4 万元。他说，在相同地理位置上找不到另一块地有同样的价格。他补充说，他的公司善于提取价值。

（完）

---

地 址：北京阜外月坛北小街 2 号  
中国社会科学院经济研究所

邮 编：100836  
电 话：(010) 68034160

E-mail: [tsg-jjs@cass.org.cn](mailto:tsg-jjs@cass.org.cn)  
[kingwyf@cass.org.cn](mailto:kingwyf@cass.org.cn)

传 真：(010) 68032473