



近期市场点评：地产修复还需耐心

政策投资报告

► 地产数据有待修复

楼市成交维持回落态势，政策加码预期上升。今年 8 月的前两周，30 大中城市商品房成交套数合计 3.39 万套，较去年同期下滑约 27.0%。地产政策未来可能进一步加码。

► 地产成交突破需要重塑信心

地产成交难以突破的成因可分为需求端和供给端两侧。从需求端来说，国内受疫情冲击影响，民众对未来收入预期下降，压低了民众短期内购房的信心。供给端来看，当下民众偏好现房买卖，“预售模式”失去吸引力。等宏观经济进一步修复，预计成交量将逐步恢复。

► 大规模地产刺激政策还合适吗？

高房价影响生育率，刺激政策对人口影响值得重视。与日本相比，我国一线城市生育率更低，房价收入比更高，对人口产生重大影响。大型刺激政策可能会进一步推动这种形势的发展。

居民加杠杆意愿偏弱，大规模刺激效果有所弱化。民众对房价信心可能不足，刺激政策可能造成反效果。

► 放平心态，聚焦增长新动力

我国的发展目标已经从经济高速增长向高质量发展转型。当下的政策走向可能将更聚焦于科技、民生、就业等领域，为未来创造更多的希望。

风险提示

地缘风险、海外市场大幅波动、海外黑天鹅事件等。

分析师

分析师：顾洋恺

邮箱：guyk@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090002

联系人：童安格

邮箱：tongag@hx168.com.cn

正文目录

1. 地产数据有待修复	3
2. 地产成交量突破需要重塑信心	3
3. 大规模地产刺激还合适吗?	4
4. 放平心态，聚焦增长新动力	5
5. 风险提示	5

图表目录

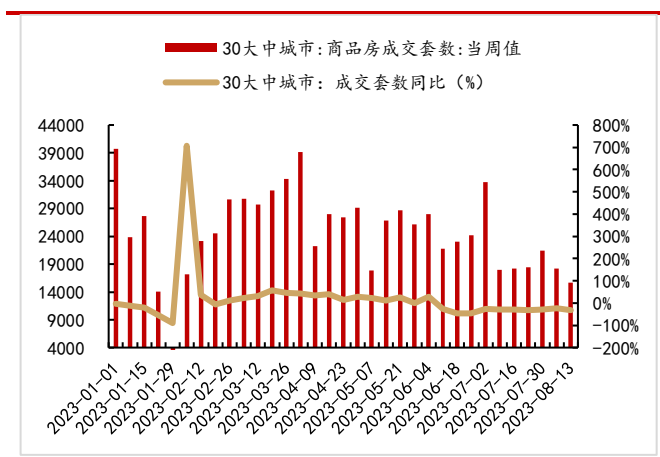
图 1 今年以来 30 大中城市成交套数（套）	3
图 2 2015 年前后地产政策传导（%）	3
图 3 中国一二三线城市商品房价格指数同比（%）	4
图 4 各线城市二手房挂牌价格指数（2015=100）	4
图 5 中国一二三线城市房价收入比	5
图 6 各大城市出生率	5

1. 地产数据有待修复

楼市成交量维持回落态势，政策加码预期上升。今年 8 月的前两周，30 大中城市商品房成交套数合计 3.39 万套，较去年同期下滑约 27.0%，从成交面积上看下滑更多，较同期下滑约 27.6%。近期地产刺激政策信号频发，7 月 24 日政治局会议没有再提“房住不炒”的表述；7 月 27 日住建部座谈会上，住建部部长倪虹重新强调房地产支柱地位。但目前来看地产销售数据修复态势依旧未变。因此地产政策未来可能进一步加码。

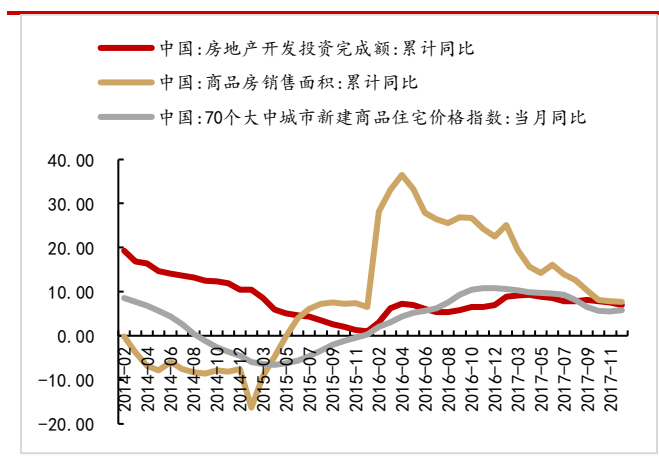
从过去地产政策对房地产市场的影响来看，政策的传导从调控放松到销售面积，再到房价，最后到地产投资。逻辑上来理解，调控政策放松后，二手房市场成交开始活跃，成交量上升，房价随后开始拉涨，开发商在房价上涨后资产负债表自然缓解，开始新一轮拿地周期，最后体现在地产投资上。以 2015 年前后地产数据走势为例，地产销售面积在 2015 年出率先见底，随后房价转向，开发投资金额于 2015 年底转向。而本轮的政策刺激效果目前仍不明显，主因是商品房成交量仍停滞，未能引导市场整体上行。

图 1 今年以来 30 大中城市成交套数（套）



资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 2 2015 年前后地产政策传导（%）



资料来源：Wind, 华西证券研究所

2. 地产成交量突破需要重塑信心

地产成交量突破难点可从需求端和供给端两侧分别讨论。从需求端来说，过去受到疫情冲击以及海外经济周期的影响，民众对未来收入预期下降，再叠加多起房地产负面新闻，压低了民众短期内购房的信心。从供给端来看，当下民众偏好现房买卖，“预售模式”失去吸引力。开放商融资难度加大，民营开发商与央企国企开发商差距也同时被拉大，最终民营开发商现金流短缺的状况又反过来影响需求侧的信心。预售制的内核是居民向开发商提供信用，因此以预售制、开发商为中心的地产模式对房价的

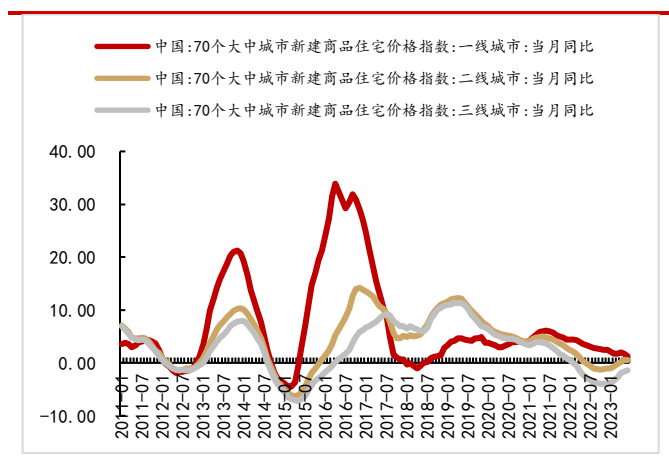
变动非常敏感，这使得房地产在现阶段的发展存在一定的阻碍。当前政策的核心在于重塑民众对经济、民营企业的信心，等宏观经济进一步修复，预计成交量将逐步恢复。

3. 大规模地产刺激还合适吗？

高房价影响人口生育率，刺激政策对人口影响值得重视。根据过去对人口的研究，房价与人口出生率呈现负相关。目前我国一线城市的出生率已显著低于东京，侧面反映了我国大城市人口生育率的问题。从房价收入比的角度去看，东京 2022 年的房价收入比约为 13.4 倍，远低于我国一线城市的房价收入比，稍高于我国二线城市。按此推测，我国出生率尤其是一二线城市将受到长期影响，对未来商品房需求的预期也要有所缩减。大型刺激政策可能会进一步推动这种形势的发展。

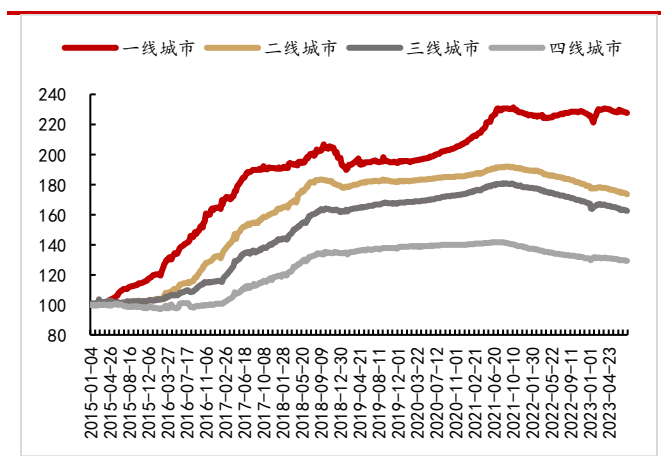
居民加杠杆意愿偏弱，大规模刺激的效果有所弱化。2012 年至 2017 年我国人口出生小高峰对应了 1982-1988 年间我国第三波婴儿潮，之后即使无经济因素的外生冲击，人口出生率也会自然下滑。在适龄购房人口不断下滑、未来存在征收房产税预期的趋势下，房价只涨不跌的共识已经不再被普遍认可。如果在大型刺激政策的作用下，一二线城市地产的成交量被激活，当地二手房挂牌量可能会相对成交量更快增加，反而不利于楼市稳定。在“稳经济”为大背景的当下，也许推动大规模刺激政策并不适宜。

图 3 中国一二三线城市商品房价格指数同比 (%)



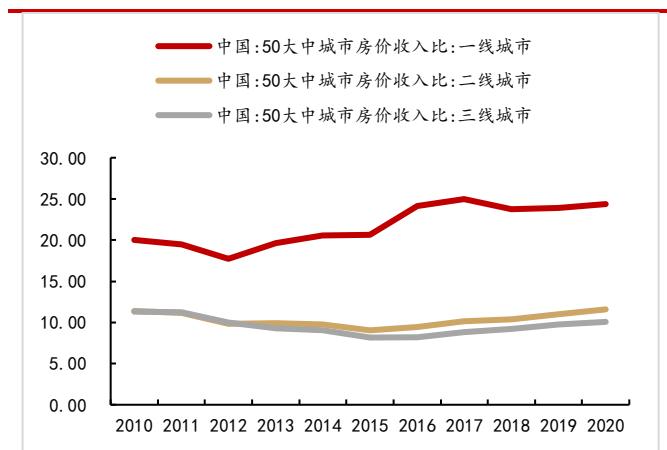
资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 4 各线城市二手房挂牌价格指数 (2015=100)



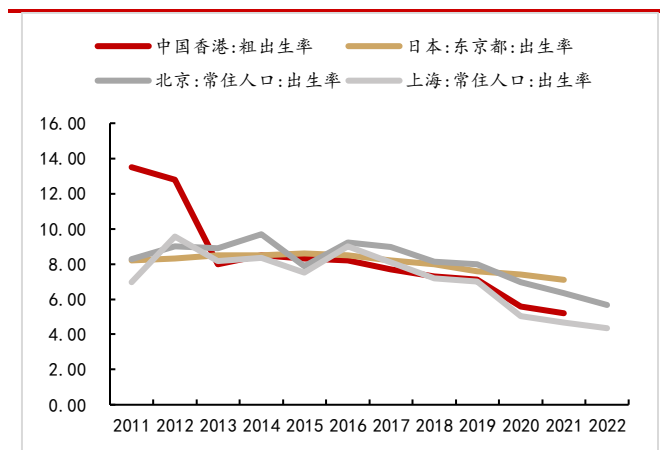
资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 5 中国一二三线城市房价收入比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 各大城市出生率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 放平心态，聚焦增长新动力

近年来，我国的发展目标已经从经济高速增长向高质量发展转型。现阶段，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。在前一个阶段，经济增速是关键，而现在主要矛盾的解决方式是从满足于温饱转向人的全面发展。未来聚焦经济发展新的增长点，摆脱对传统产业的依赖是大势所趋。当下的政策走向可能将更聚焦于科技、民生、就业等领域，为未来创造更多的希望。

5. 风险提示

地缘风险、海外市场大幅波动、海外黑天鹅事件等。

分析师与研究助理简介

顾洋恺：对外经济贸易大学金融硕士，曾任民生证券、西部证券高级宏观分析师，擅长国际关系、国内政策、宏观策略等领域，拥有智库研究经验。2022年9月加入华西证券研究所政策专题团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。