

# 宏观

证券研究报告

2022年05月21日

## 房地产放松有没有用？

3月以来，越来越多的二线城市先后放松了“四限”政策中的一部分。但现实情况是，尽管3月以来越来越多城市自发放松地产限制政策，但地产销售受到了疫情的冲击，数据还在继续走弱。因此，要观察地产放松是否有用，还要区分疫情封控的影响。

从样本观察来看，不管有没有疫情封控的影响，放松“四限”大概率能对房价环比回升起到一些作用。在没有疫情封控影响的情况下，放松“四限”后地产销售同比回升的概率较大。因此，如果下半年常态化核酸检测能够降低出现疫情封控的概率，房价环比增速转正和房地产销售面积同比增速回升还是值得我们期待。

按照历史规律，如果后续观察到销售数据在年中前后企稳，叠加供给侧纾困政策，房地产投资增速也有望在今年下半年企稳，这对于今年经济稳增长和市场信心重建的意义非凡。

**风险提示：**国内疫情形势超预期；房地产政策刺激力度超预期；房企信用违约超预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-人民币汇率走贬接近第一目标位-5月第3周资产配置报告》 2022-05-19
- 2 《宏观报告：长三角调查系列3：来自456份问卷的供应链重构线索》 2022-05-14
- 3 《宏观报告：风险定价-权益短期和中期的性价比都很高-5月第2周资产配置报告》 2022-05-11

## 图表目录

图 1: 除 20 年疫情时期之外, 房地产投资增速自 1999 年以来未曾长时间负增长.....	3
图 2: 房地产开发贷增速下行、居民新增中长期贷款负增.....	4
图 3: 房地产销售增速连续下台阶, 4 月下旬以来有企稳迹象.....	4
图 4: 房价环比底部领先销售同比底部 1-2 个季度.....	6
表 1: 放松“四限”政策的二三线城市一览.....	4
表 2: 将放松“四限”政策的政策按照有无疫情封控分组.....	5
表 3: 各样本城市今年以来房价/销售面积对比.....	5

疫情之外，房地产是今年经济的另一个关键问题。之所以关键，有三个具体原因。

**原因一，房地产政策已经明显实质性放松了。**

本轮房地产放松经历了三个阶段。

**第一阶段是金融信贷政策放松，时间节点在去年 9 月**，我们 9 月 22 日提示《房地产投资下行才刚开始，关注短期政策底的可能性》，9 月底房地产金融工作座谈会召开，提出“两个维护”，即维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。

**第二阶段是自下而上自主放松，时间节点在今年 3 月**，我们 3 月 1 日提出《房地产放松的大河与小溪》，3 月开始以郑州为代表的二三线城市，先后突破四限政策（限购/限贷/限售/限价），尤其是限购限贷政策的密集调整，代表本轮地产放松进入了地方自下而上全面宽松的第二阶段。

**第三阶段是自上而下支持放松，时间节点在今年 4 月**，4 月 29 日的政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”，给予了地方更大的因城施策空间，之后杭州等新一线城市跟进，放松“四限”的城市能级和政策尺度进一步上升。

**原因二，房地产对经济至关重要。**

房地产在上海疫情之前就已经出现了供给侧“去杠杆”和需求侧“硬着陆”的迹象，成为拖累经济增速和信用扩张的主要内因。房地产稳不稳得住，对经济是至关重要的问题。房地产投资完成额达到名义 GDP 总量的 13.5%，再考虑到房地产对服务业、后周期消费相关的衍生带动，占比超过 20%。

今年 1-4 月房地产开发投资同比增长-2.7%，新开工面积同比增长-26.3%，我国自 1999 年进入商品房时代以来，除了 2020 年疫情的短暂冲击时期之外，中国房地产开发投资增速从未出现过负增长。考虑到销售尚未企稳，当前房地产投资增速不仅是历史最低，而且预计将续创新低。今年以来，房地产投资增速从 2021 年的高位回落超过了 10%，按照 20% 的传导弹性，对经济增速的拖累达到 2% 左右。

图 1：除 20 年疫情时期之外，房地产投资增速自 1999 年以来未曾长时间负增长



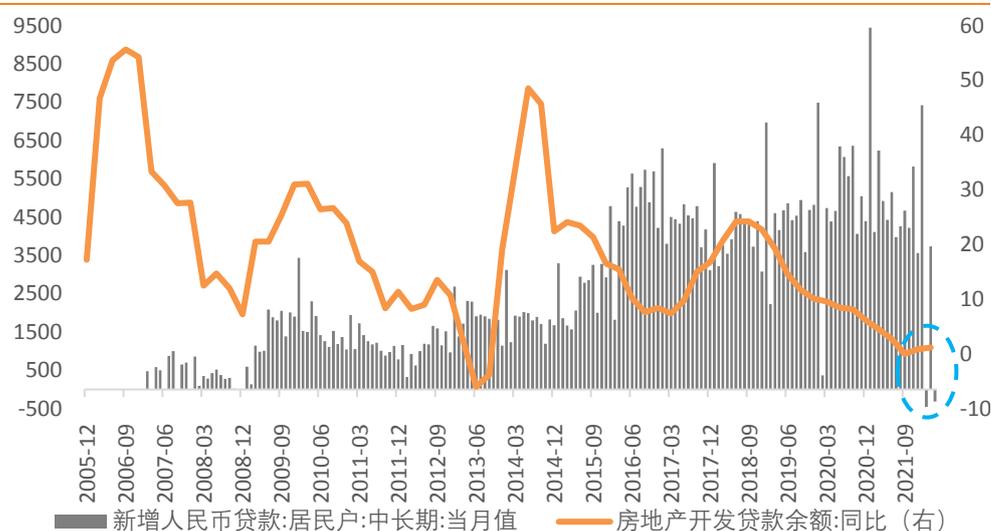
资料来源：WIND，天风证券研究所

**原因三，在大周期转变和疫情冲击下，对政策效果不足的担忧越来越多。**

我们正处于自 1998 年房改以来从未出现过的周期位置上。本轮房市需求的下行压力是前所未有的，是更低的人口周期、更大的城市差距，叠加了更弱的涨价预期。房地产总需求见顶已经是大势所趋，这是由人口周期和城镇化水平决定的，刺激政策能在多长时间和多大程度上改善需求存在不确定性，疫情反复冲击居民收入和预期又带来了新的不确定性。

房住不炒的背景下，购房者对投资住宅回报的长期预期已经发生改变，地产销售面积回不到过去；房企去杠杆的背景下，开发商对商业开发的毛利率水平的长期预期也发生改变，地产开发投资的杠杆率和周转率回不到过去。根据央行数据，今年1季度房地产开发贷款余额同比增长仅1.1%，2月和4月的新增居民中长期贷款历史上首次负增长，房企和居民都进入了去杠杆时代。

图 2：房地产开发贷增速下行、居民新增中长期贷款负增



资料来源：WIND，天风证券研究所

3月以来，越来越多的二线城市先后放松了“四限”政策中的一部分。据不完全统计，3月部分放松“四限”的二三线城市有郑州、宁波、青岛、福州、昆明、沈阳、广西、哈尔滨等，4月跟进放松的二三线城市有南京、苏州、无锡、佛山、东莞、贵阳、兰州、秦皇岛等。

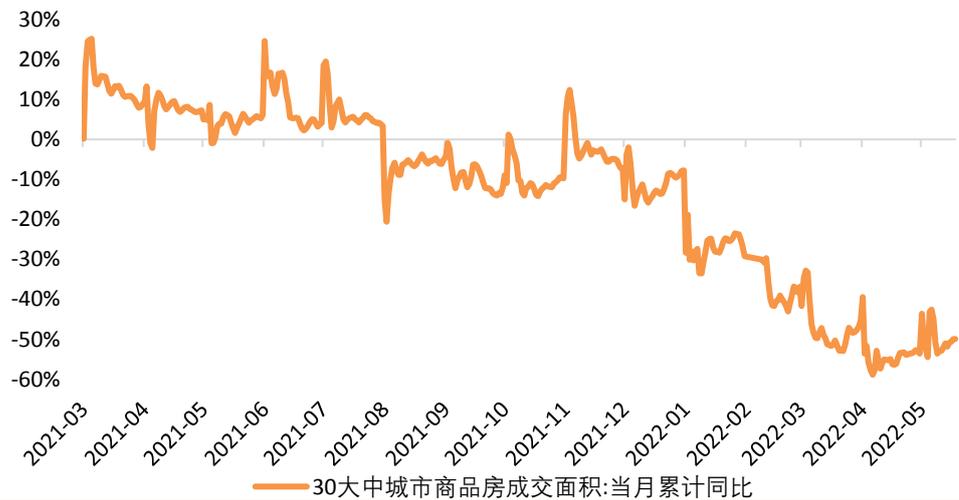
表 1：放松“四限”政策的二三线城市一览

政策调整时间	涉及城市
3月	郑州、宁波、青岛、福州、昆明、沈阳、广西、哈尔滨
4月	南京、苏州、无锡、佛山、东莞、贵阳、兰州、秦皇岛

资料来源：WIND，天风证券研究所

但现实情况是，尽管3月以来越来越多城市自发放松地产限制政策，但地产销售受到了疫情的冲击，数据还在继续走弱。4月商品房销售面积累计同比-20.9%，增速较3月降低7.1%；4月克而瑞百强房企销售金额同比-59.0%，增速较3月降低6.2%；4月30城成交同比-54%，增速较3月降低8%，但是5月前半月同比-50.6%，似有企稳迹象。

图 3：房地产销售增速连续下台阶，4月下旬以来有企稳迹象



资料来源: WIND, 天风证券研究所

因此, 要观察地产放松是否有效, 还要区分疫情封控的影响。根据不完全统计, 3月以来有 80 个地级市的区县及全市出现过不同程度的封控措施(封控、停课、停业、交通管制等), 管控区域最高占全国 GDP 的 16%。在 3-4 月放松地产“四限”的城市中, 因为疫情封控措施而可能影响地产销售的城市有郑州、苏州、无锡、南京、沈阳、哈尔滨、秦皇岛(抚宁区)、天津、西安。因此, 3-4 月既部分放松了地产“四限”, 又没有疫情封控的城市, 就只剩下宁波、青岛(除莱西)、福州、昆明、佛山、东莞、贵阳、兰州、张家口、宜昌, 这些城市组成了观察地产放松是否有效的有限样本。

表 2: 将放松“四限”政策的政策按照有无疫情封控分组

样本	政策描述	城市列表
样本 1	“四限”放松、无封控城市	宁波、青岛(除莱西)、福州、昆明、佛山、东莞、贵阳、兰州、张家口、宜昌, 长沙
样本 2	“四限”放松、有封控城市	郑州、苏州、无锡、南京、沈阳、哈尔滨、秦皇岛(抚宁区)、天津、西安
样本 3	全国城市	放松城市平均, 二线城市平均, 全国城市平均

资料来源: WIND, 天风证券研究所

对比这三个样本, 我们几个发现:

第一, 观察样本 1+样本 2: 在全部“四限”放松的二线城市中, 除了福州和佛山以外, 多数城市的 4 月商品房销售均价高于 2 月或者 3 月, 即出现了房价的环比意义拐点。3-4 月“四限”放松城市的均价环比也高于全部二线城市均价环比。这说明放松“四限”对二线城市的房价企稳回升还是能起到一些作用。

表 3: 各样本城市今年以来房价/销售面积对比

		商品房销售面积同比增速 %				商品房销售均价环比增速 %				
		1月	2月	3月	4月	1月	2月	3月	4月	3-4月累计
样本 1	宁波	-60	-60	-9	-59	20	-6	9	4	14
	青岛	-26	-9	-9	-40	-5	0	-4	11	6
	福州	0	-54	-45	-42	-5	-4	-10	-6	-15
	佛山	-34	-11	33	-80	-14	16	-3	-2	-5
	东莞	-66	-53	-6	-40	4	-14	9	-4	5
	兰州	-72	-55	-73	-52	6	-1	10	5	16
	长沙	-54	-39	-55	-57	-9	-8	1	2	3
样本 2	郑州	97	41	25	-61	-2	-4	10	-2	7
	苏州	-9	8	-18	-51	6	0	-4	1	-3
	无锡	-47	-43	-48	-64	6	2	-5	2	-3
	南京	14	36	-59	-64					

	沈阳	-27	-34	-42	-53	-25	1	231	-72	-7
	哈尔滨					-6	15	4		
	西安	-74	1	32	-22	23	-10	0	2	2
	放松城市平均		-33	-34	-54	-1	0	8	-6	2
<b>样本 3</b>	二线平均		-30	-36	-52	-1	0	3	-6	-3
	全国平均		-34	-41	-52	-1	1	1	2	4

资料来源：WIND，天风证券研究所

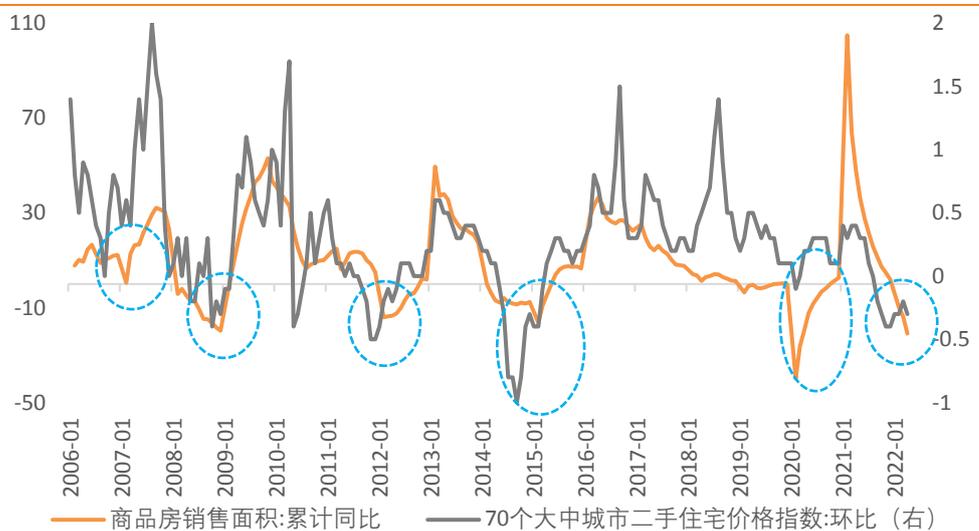
**第二，观察样本 1：**在无疫情封控的“四限”放松城市中，多数城市的商品房销售面积同比增速出现反弹，即出现了销售的同比意义拐点，比如宁波、兰州、佛山、福州、东莞等，但青岛和长沙的销售面积增速在放松后继续下滑。

**第三，观察样本 2：**在有疫情封控的“四限”放松城市中，4 月商品房销售面积同比增速全部出现了下滑。其中郑州、南京、苏州、西安曾在疫情封控之前出现过销售反弹，但在封控当月出现了大幅下跌。对比样本 1，说明销售大概率受到了疫情冲击。

**第四，观察样本 3：**全国房价数据已经有初步改善，观察 70 大中城市二手房价指数，银根放松已经带动一线城市房价连续 4 个月环比上涨，一线城市涨价的旗帜效应叠加地方因城施策放松，二线和三线城市房价的环比跌幅也在震荡收窄。

从以上发现来看，不管有没有疫情封控的影响，放松“四限”大概率能对房价环比回升起到一些作用。在没有疫情封控影响的情况下，放松“四限”后地产销售同比回升的概率较大。因此，如果下半年常态化核酸检测能够降低出现疫情封控的概率，房价环比增速转正和房地产销售面积同比增速回升还是值得我们期待。**按照历史规律，如果后续观察到销售数据在年中前后企稳，叠加供给侧纾困政策，房地产投资增速也有望在今年下半年企稳，这对于今年经济稳增长和市场信心重建的意义非凡，**

图 4：房价环比底部领先销售同比底部 1-2 个季度



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com