

# 房地产市场初步企稳

证券研究报告

2022年07月11日

## 作者

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

**林彦** 联系人  
linyanyan@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-大盘价值可能加快修复-7月第2周资产配置报告》2022-07-06
- 2 《宏观报告：风险定价-拥挤度回归中性-7月第1周资产配置报告》2022-06-28
- 3 《宏观报告：宏观-经济修复的斜率》2022-06-24

随着疫情影响明显走弱以及各地纷纷出台地产放松政策，房地产销售市场似乎迎来了拐点。高频数据显示出国内商品房销售市场大幅好转，30大中城市商品房成交面积一度回升至60万平方米以上水平。尽管近期的加速复苏有一些短期因素和特殊因素，但随着政策持续发力，我们认为后续房地产销售会继续缓慢改善，中枢也会高于今年2-3月的水平。但销售的加速改善目前还不是全局性的，预计在前期积累的需求快速释放，地产销售阶段性冲高后，房地产销售会有所降温。

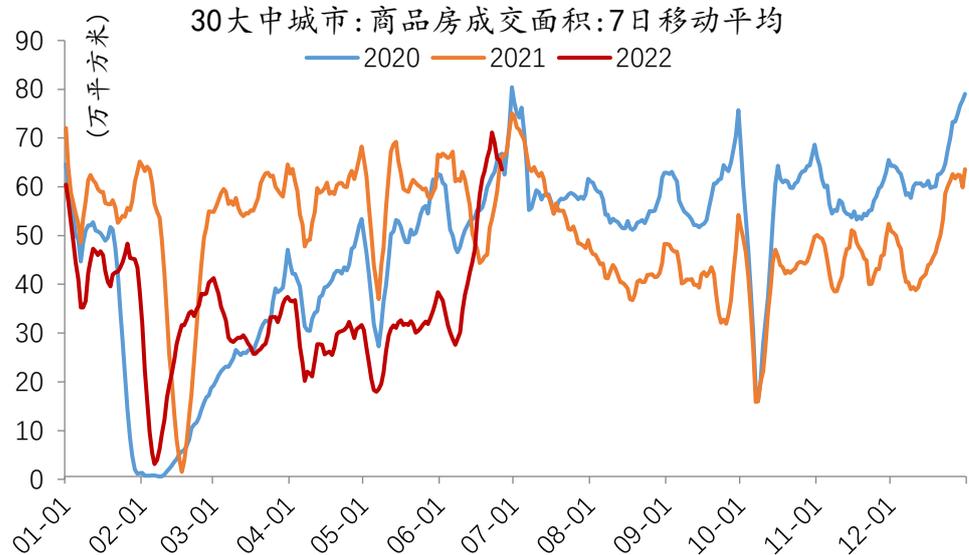
本轮政策起效时间较长，从去年四季度至今已经超过半年时间，但是地产销售依旧偏弱。这背后除了疫情等外力因素之外，房地产的大周期也正在发生变化：2016年之后，城镇化进度放缓、中国适龄购房人群规模逐渐下滑以及居民人均住房面积提升等均制约了房地产销售的回升力度。因此，我们认为尽管下半年房地产销售大概率出现修复，但是修复弹性可能会明显低于2020年和此前三轮的快速修复行情。

**风险提示：疫情再次出现反弹；经济增速回落超预期；房企信用超预期恶化**

## 房地产销售已经初步企稳，近期加速复苏有短期特殊因素

5月21日我们在《房地产放松有没有用》中指出：“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。”6月以来，我们的判断正在得到验证。随着疫情影响明显走弱以及各地纷纷出台地产放松政策，房地产销售市场似乎迎来了拐点。高频数据显示出国内商品房销售市场大幅好转，30大中城市商品房成交面积一度回升至60万平方米以上水平。

图1：30大中城市商品房成交面积

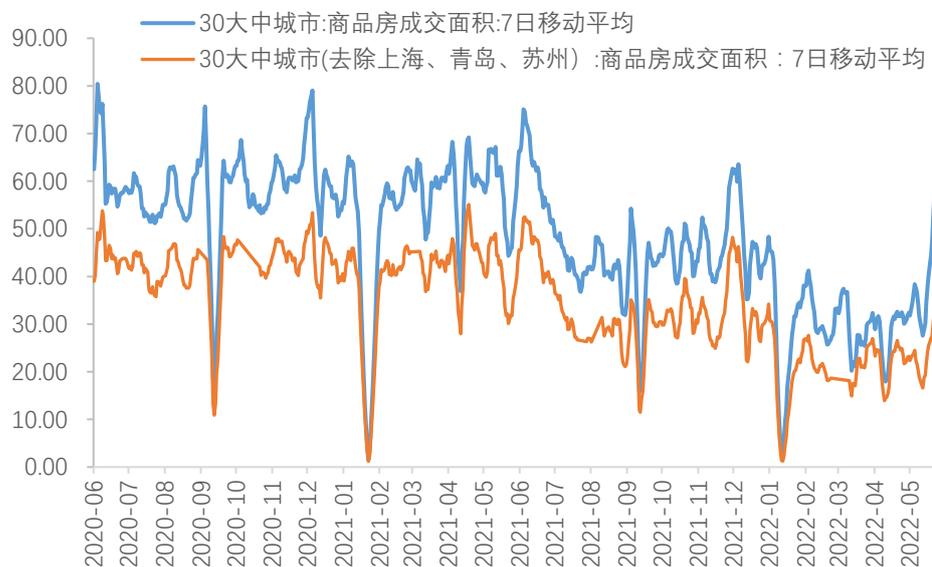


资料来源：wind，天风证券研究所

进一步拆分30大中城市后可以看到，6月地产销售的回升主要是由上海、青岛、苏州等个别城市大规模回升推动的。这背后的推动因素可以分为两类：第一类是以上海为代表，体现的是疫情之后，前期积累的需求集中性释放；另一类以青岛、苏州等为代表，除疫情影响减弱之外，也与当地刺激政策出台（如青岛5月出台公积金新政，6月部分城区取消限售）等因素有关。

在刨除掉上海、青岛、苏州之后，可以看到地产销售仍在修复，但是修复力度较弱，约半数城市的商品房成交没有明显变化，例如杭州/南京/成都/扬州/惠州/韶关/南宁/江阴/福州，说明销售的加速改善目前还不是全局性的，预计在前期积累的需求快速释放，地产销售阶段性冲高后，房地产销售会有所降温（现在已经有迹象了）。

图2：刨除掉部分城市之后，整体房地产销售好转速度偏慢



资料来源：wind，天风证券研究所

## 地产销售大概率持续回升，同比拐点即将出现

尽管近期的加速复苏有一些短期因素和特殊因素，但随着政策持续发力，后续房地产销售会继续缓慢改善，中枢或将高于今年 2-3 月的水平。回顾过去三轮明显的地产下行周期，在政策底出现之后，虽然房地产销售见底和回升的时间有所不同，但是回升的方向是明确的。

本轮地产政策底在 2021 年四季度，今年以来二线城市密集出台房地产放松政策，范围越来越广，力度也越来越大，房贷利率已经降至 2018 年以来最低。统计部分已经出台放松政策的城市，除个别城市之外，大部分城市的销售均已经出现了好转。考虑到目前地产价格和销售还处于负区间，政策短期会继续放松，这也就确定了后续地产销售回升的大方向。

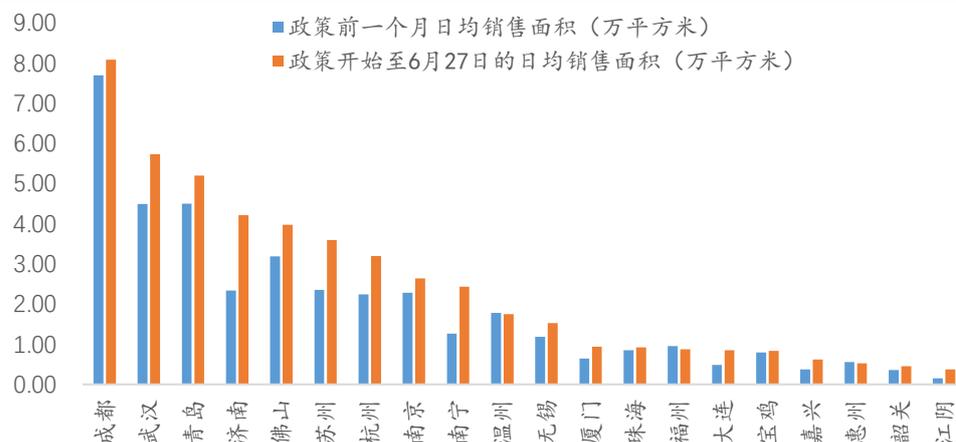
叠加去年下半年房地产销售快速下滑的基数效应（去年上半年商品房月均销售面积为 1.77 亿平方米，而下半年月均销售面积下滑到了 1.51 亿平方米），今年下半年房地产销售同比大概率出现持续回升。考虑到 5 月地产数据较低，只要 6 月环比持平或好于以往 3 年的环比均值，6 月地产销售当月同比增速就会高于 5 月，即正式迎来“销售同比”的拐点，累计同比的拐点则会滞后当月同比 1-2 个月。

图 3：政策底后，市场迎来销售底



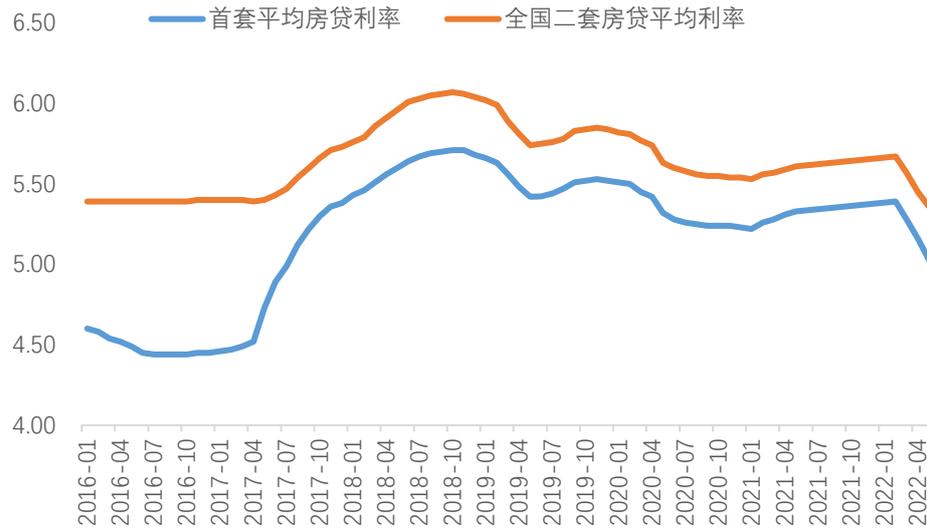
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：政策放松前后，各城市地产销售情况



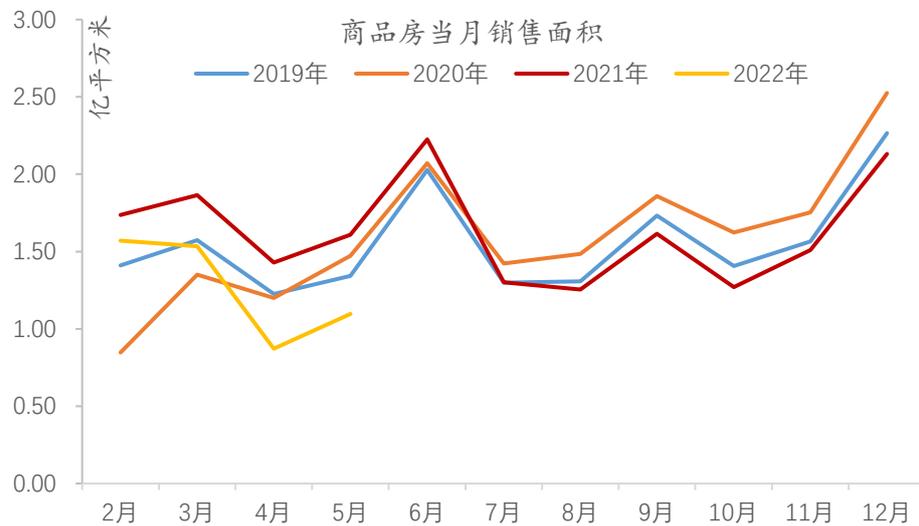
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：房贷利率已经是 2018 年以来的低点



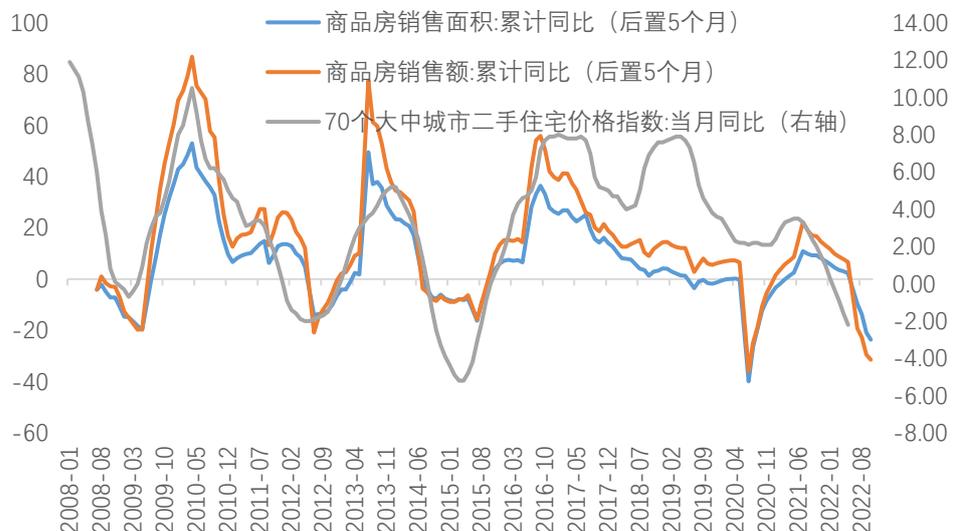
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2021 年商品房当月销售由强转弱



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：商品房价格环比领先销售同比（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 本轮房地产销售的修复是一个低水平企稳的过程

尽管下半年房地产销售大概率出现修复，但是修复弹性可能会明显低于 2020 年和此前三轮的快速修复行情。回顾过去几轮从政策调控到销售见底，需求端政策的刺激效果在逐渐减弱。在 2008 年和 2011 年的两轮调控中，政策底到销售底的传导时间一般在 3 个月左右，地产往往呈现“V 型”走势（见图 7）。2014 年开始仅仅放开限购等政策的效果明显减弱，一直到 2015 年 6 月货币化棚改政策的横空出世才正式推动地产销售大幅回暖。

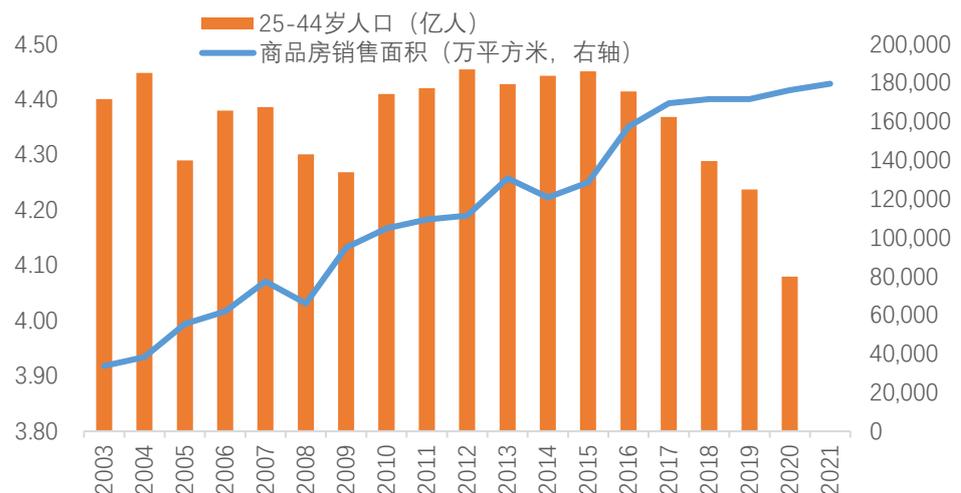
而本轮政策起效时间则更长，从去年四季度至今已经超过半年时间，但是地产销售依旧偏弱。这背后除了疫情等外力因素之外，房地产的大周期也正在发生变化：2016 年之后，城镇化进度放缓、中国适龄购房人群规模逐渐下滑以及居民人均住房面积提升等均制约了房地产销售的回升力度。这也解释了为什么近年来房地产销售规模进入了平台期，且需求端的刺激政策越发乏力（见图 8）。

对房价上涨预期的改变、疫情反复扰动影响居民收入，预防性储蓄需求回升，加杠杆意愿不足等因素也使得本轮居民购房意愿回升较慢。比如我们可以看到居民中长期贷款同比持续回落（见图 9）。另外房企“交付难”打破了此前的期房销售模式，居民对期房的不信任推动着现房交易占比逐渐上行，这也制约了销售的回暖（见图 10）。

因为需求端的弹性在变得越来越弱，供给端的弹性也在逐渐钝化。在“房住不炒”的总基调下，本轮地产政策放松整体还是比较谨慎。且在本轮房地产周期中，一线和强二线城市的表现一直强于其他城市，这也使得这些城市的政策难以放松，而三四线城市在经过此前的棚改之后，基本面支撑不足，政策放松对需求的拉动效应不足，从图 4 也能够看到宝鸡、韶关等低能级城市的销售修复并不明显（见图 11）。

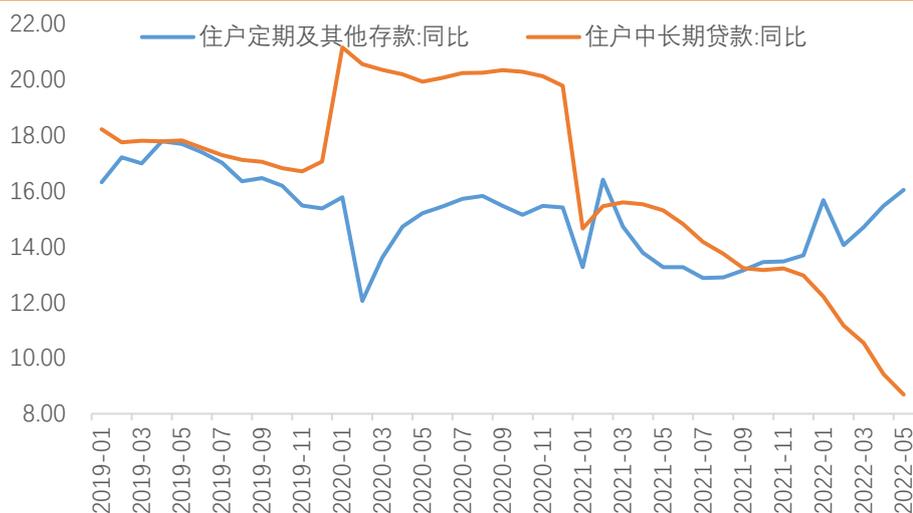
在这样的情况下，这一轮房地产销售的修复是一个低水平企稳的过程，修复进度和最终水平会明显弱于以往几轮。后续如果没有超预期的政策出台的话，按照估算全年房地产销售的同比增速可能会落在 -15%—-20% 的区间。分城市来看，一线二线城市的表现则会好于三四线城市。高能级城市有“房住不炒”压力，低能级城市基本面支撑偏弱，又很难像 2014-2015 年通过大规模棚改货币化来撑起房价，所以房价也是一个弱企稳的状态。

图 8：2016 年以来，地产销售进入平台期



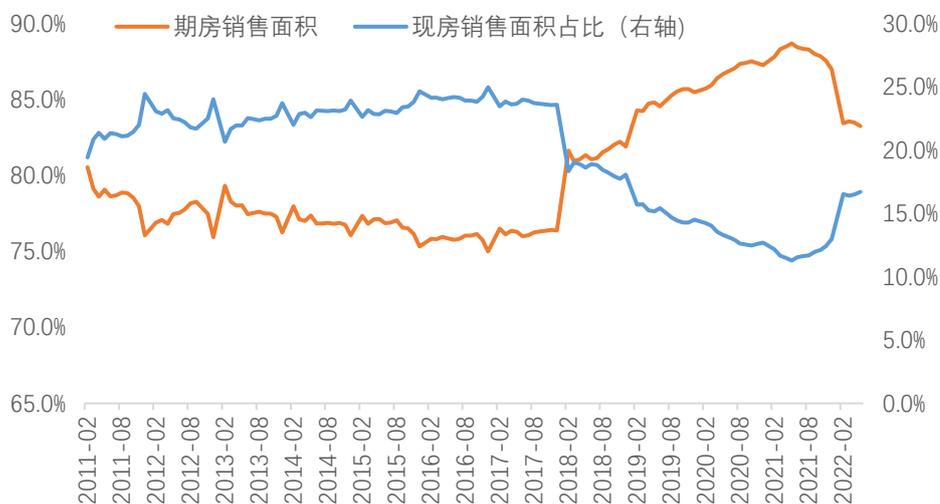
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：居民中长期贷款同比持续回落（单位：%）



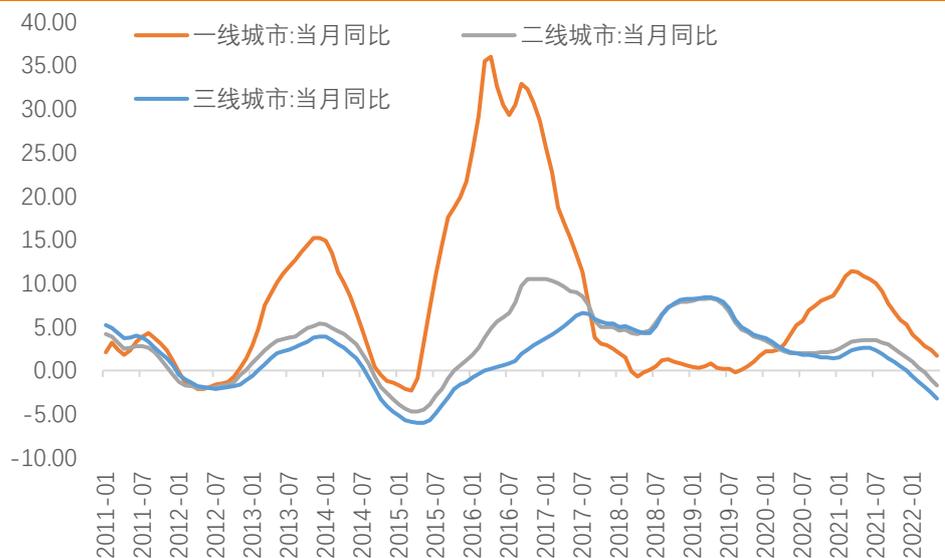
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期房交易回落



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：一线城市房价上涨领先二三线城市（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

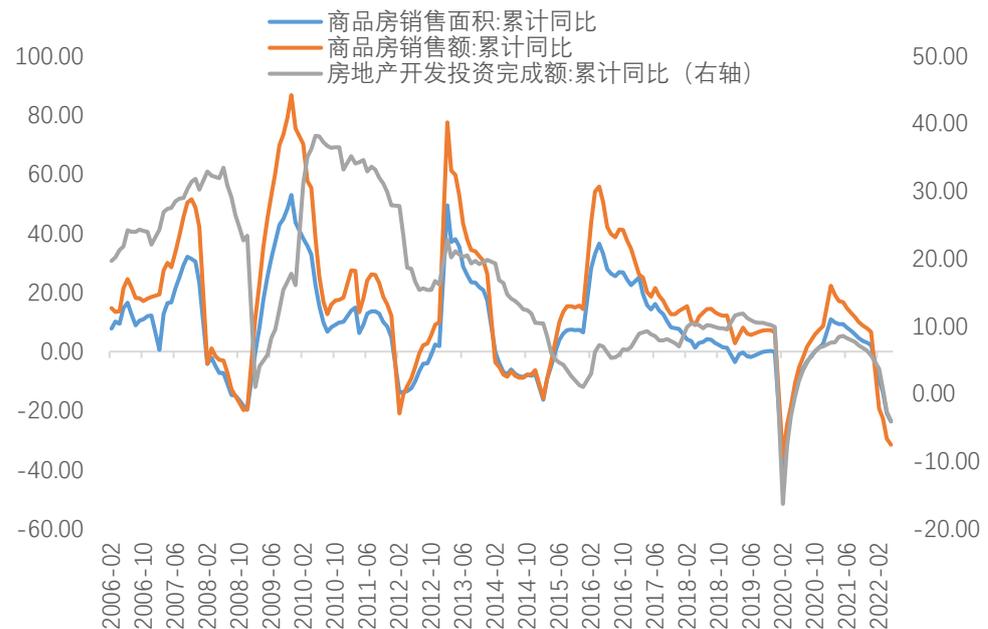
**房地产投资以保竣工为主，可能年末出现拐点，修复比以往更加艰难**

从历史经验上看，房地产销售是房地产投资的一个领先指标，从销售底到投资底大概需要 2-3 个季度，而且三轮底部的时滞有所拉长。从这个角度来看，三季度在房地产销售逐渐企稳之后，今年末我们或许能够看到房地产投资的拐点。

近期房地产企业的施工强度已经有边际改善。5 月新开工面积当月同比-41.8%，较 4 月小幅回升 2.4%，用当月“销售/开工”衡量房企的新开工意愿仍然保持低位。5 月建安设备投资当月同比增长-5.2%，较 4 月回升 3.3%，用当月“建安设备投资/施工面积”衡量房企的施工强度有所改善。

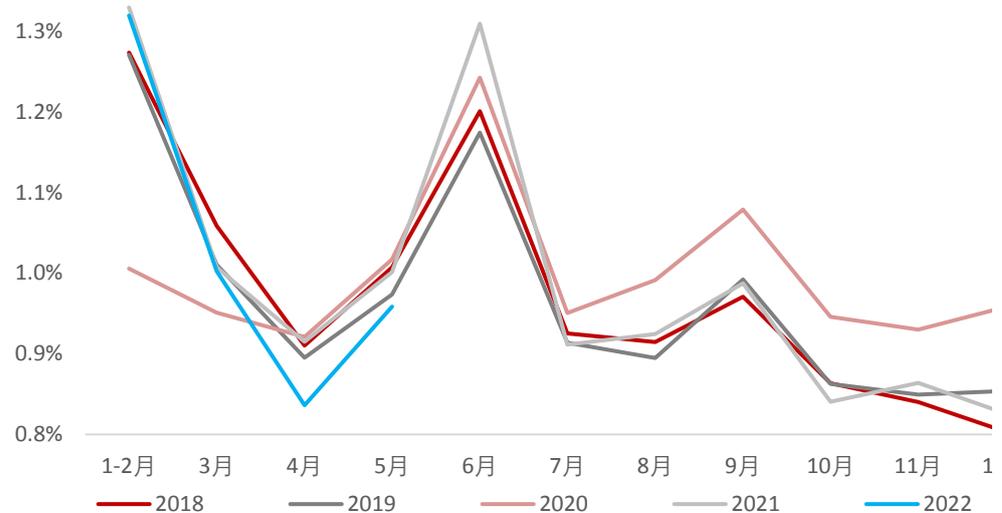
目前房企的信用风险尚未出清，房企外部融资和销售回款都面临很大的压力，1-5 月房地产开发企业到位资金中国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款同比分别为-26%、-39.7%和-27%。房地产开发企业到位资金的情况直接影响到拿地和新开工。

图 12：房地产销售领先于地产投资（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：房企施工强度有所改善

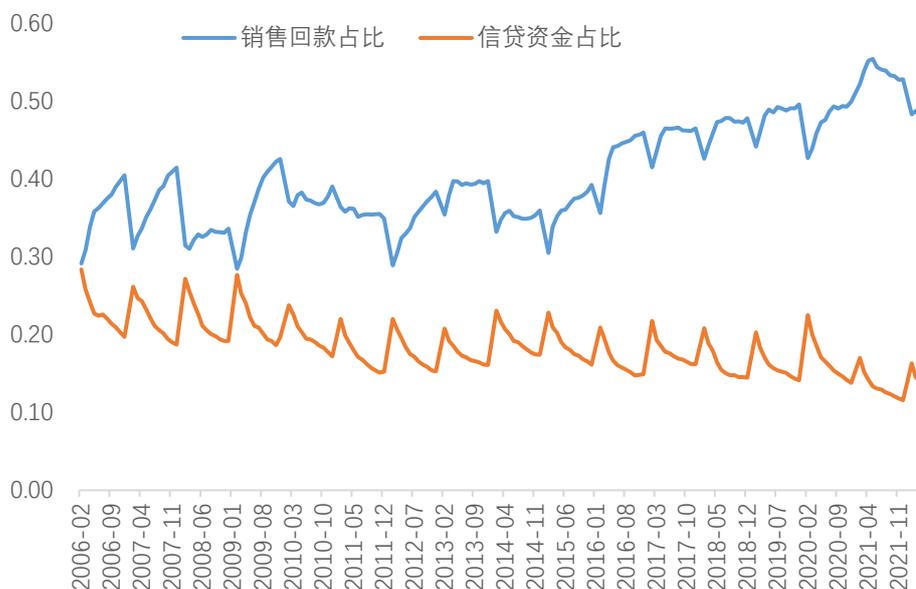


资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，本次房地产投资的修复弹性不仅会比销售更低，也比以往几轮周期显得更加艰难。除了居民需求修复缓慢、房企自身面临资金压力等原因以外，连接销售和投资的开发杠杆仍在去化。尽管政策多次提及要加大对房企融资端的支撑，满足房企的合理融资需求。如此前深交所表示支持优质房地产企业盘活存量资产，允许优质房地产企

业进一步拓宽债券募集资金用途；再比如政治局会议要求优化商品房预售资金的监管。但是这些政策也都有一定的限制，比如“保交付”。期房高占比的销售模式或难以为继，高杠杆快周转的经营模式可能已成过往。

图 14：房企的内外部融资压力均尚未缓解



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：房企的资金端压力后续仍会显现（单位：%）



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