



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

春节期间，人流快速达峰，消费也随之修复，然而当时地产高频数据反馈返乡置业潮并未如期到来，市场将此信号解读为本轮地产修复偏慢。

最新高频数据显示，春节过后新房和二手房的销售热度持续回温。毫无疑问，春节过后地产销售反弹节奏之快，反弹时间之早，超越市场之前预期。

过去两年，中国地产进入下行态势，行业低迷持续近两年。更为重要的是，过去一年多时间，地产政策逐一松绑，不少地区地产政策放松力度空前，然而相当长一段时间内地产销售相对平淡。

好不容易去年年中部分高能级城市地产销售迎来小幅反弹，正当市场满心期待地产修复之时，7月郑州事件之后地产掉头向下，行业再陷低迷。

面对今年开春之后初显回暖迹象的地产销售数据，也难怪市场充满疑虑，本轮地产热度持续性能有多久？

#### ➤ 基于高频数据观察，以及历史经验回溯，我们给出四点回应

第一，历史经验表明，除非外力干扰，地产一旦起势，很难自发改变方向。

第二，本轮地产修复持续性可能强于市场预期。

第三，本轮地产的修复节奏路径或为，高能级城市一手房>高能级城市二手房>低能级城市二手房>低能级城市一手房。

第四，当前地产修复所处阶段为高能级城市一手房、高能级及中低能级城市二手房交易热度快速攀升，下一阶段值得跟踪的关键指标是高能级二手房是否出现涨价。

#### ➤ 节后地产快速反弹背后有两点原因，前期积压的刚改需求集中释放，叠加前期政策放松的红利显现。

如果说年后三周时间，长三角等沿海高能级地区地产销售反弹，更多起因在于疫情期间积压刚改需求释放；

那么最新高频数据上反馈出来的信息是，低线城市地产销售数据反弹有所加快，或缘起低能级城市多维刺激需求政策。

去年至今，地产因城施策一直在放松的路上，今年初不少城市再度加码政策放松。

今年1月17日，住建部下调首套住房公积金贷款利率，此后各地政府纷纷下调首套房贷利率。有15个城市在今年1月首次下调首套房贷利率下限。

#### 相关研究

1.政策研究系列（三）：十年回顾：两会中的政府工作报告-2023/02/28

2.宏观专题研究：应对提前还贷，治标不如治本-2023/02/27

3.2022年四季度货币政策执行报告点评：货政执行报告只是看似平淡-2023/02/26

4.全球大类资产跟踪周报：东风压倒西风-2023/02/25

5.超额流动性系列研究（五）：以史鉴今，超额储蓄推涨哪类资产？-2023/02/22

据贝壳研究院监测，2月百城首套主流利率再创2019年以来新低，23城市首套房贷利率下降，首套利率低于房贷利率下限（4.1%）的城市增加至34城市。从利率同比下调幅度看，三四线城市房贷利率同比降幅最大，首二套利率同比降幅分别为150BP和91BP。

除利率变化外，三四线城市还出台了多重政策组合，例如购房补贴，放宽贷款年限，放松限售等。

➤ **回溯历史我们发现，地产一旦形成趋势，除非出现外生冲击，否则地产很难自发转向。**

中国的地产周期实质上是政策周期。

回溯过往历史商品房销售数据，我们发现2005年以来，中国共经历五轮地产周期。每一轮地产跌宕起伏，背后都有政策调控的影子。换言之，政策松紧决定了房地产周期的开始与终结。

近年稍显复杂，疫情以及郑州事件等非政策事件也会影响地产表现。例如去年年中高能级地产销售结束一个季度左右的回暖，再度步入下行通道，直接原因在于郑州事件扰动，深层次原因在于三季度以后全国各地疫情再度扩散。

考虑到这一点，我们清晰发现这样一个事实，地产一旦形成趋势，除非遇到政策压制或疫情扰动等外部干扰，否则地产趋势不会轻易转向。

**即，当前地产交易热度未来极有可能持续一段时间。**

➤ **我们认为，本轮地产修复或将延续如下路径（按修复节奏顺序）：高能级城市一手房>高能级城市二手房>低能级城市二手房>低能级城市一手房。**

之所以做出这样的推断，主要考虑本轮地产修复的需求原动力与2022年积累的超额储蓄密切相关。

从地域上看，本轮超额居民超额储蓄的累积，东部地区贡献约6成比例，中部地区和西部地区各贡献约两成。这意味着若私人部门风险偏好得到提振，本轮地产回升节奏仍将首先出现在东部沿海地区，而后辐射到中西部低能级城市。

**此外还有三点原因导致本轮地产回暖，先从高能级一手房开始。**

第一，中国当前一线以及核心二线城市新房和二手房存在价差，而且高能级城市新房出现停工项目的比例极低，持有超额储蓄的高能级城市购房需求，更有动力涌向新房。

第二，本轮地产因城施策放松范围较广，但高能级刚改需求能够吃到的政策红利最大。

第三，高能级城市享受人口流入，长期来看地产仍有涨价预期。

这也是为什么我们观察到今年春节过后，高能级城市新房交易热度快速回升。

高能级城市刚改需求推升新房交易之时，相关客群还在二手房市场卖出首套房，所以这个时候我们看到高能级城市一手房交易热度起来，同时二手房交易热度也在攀升，但二手房价格并未显著抬升。

**直到高能级新房需求大于供给之时，剩余需求再会回流高能级城市的二手房市场，届时二手房市场可能会出现量价齐升。**

本轮地产下行直接原因在于压降房企高杠杆，客观上当前地产最大的“有毒资

产”其实是低能级城市停工项目。因此本轮地产修复进程中，低能级城市一手房最不容易改善，同时改善节奏也是最慢的。

➤ **顺延上述路径观察，当前市场或已进入第二阶段，即二手房成交止跌放量，本轮地产回暖持续性难被证伪。**

当前九大代表城市二手房日度成交数据已触及 2021 年历史同期水平。数据样本中，我们选取了金华、衢州、以及江门等二三线城市二手房成交价进行跟踪，整体也已经出现了止跌企稳信号。

**这在一定程度上或指向，在前期积压的刚改需求释放后，本轮地产修复内生动能和持续性或远超市场预期。**

➤ **房价企稳信号对大类资产定价意义重大**

我们仍需警惕，本轮地产周期不同于以往，从销售企稳到新开工投资改善需要更长时间。但房价企稳的信号显然超过房地产行业企稳本身。

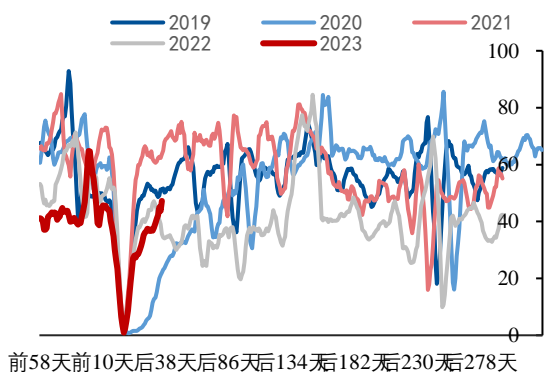
作为宏观经济的一个信号指标，地产价格企稳意味着金融资产资产负债表企稳，意味着经济从上一轮衰退中走出来，意味着复苏的真正开始。

**正因如此，地产价格企稳对宏观的意义，远不止于地产投资起来多少，实体经济能达到多少。地产价格企稳更大的意义在于宏观金融资产资产负债表修复，它深刻决定资产定价方向。只要复苏信号被确认，那么股票表现将优于债券。**

在居民存款增速触及十年新高背景下，资产价格变动的幅度对于实体复苏强度反应会相对脱敏，我们仍然强调一旦经济处于复苏态势，私人部门投融资信心修复，超额储蓄将会成为资产定价的幅度解释变量。

➤ **风险提示：地产销售数据不及预期，货币政策超预期。**

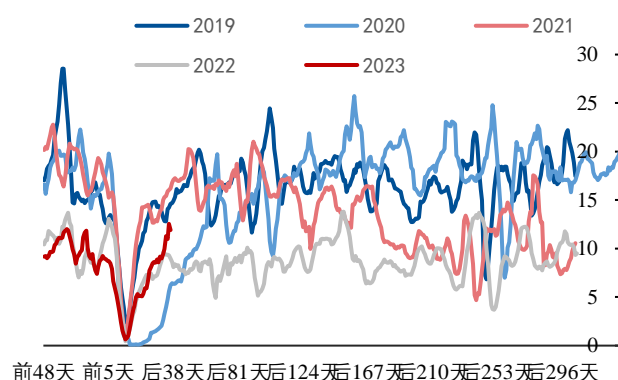
图 1：30 城房地产成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

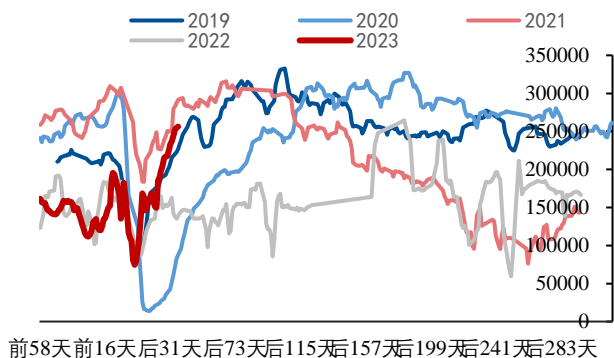
图 2：三线城市房地产成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

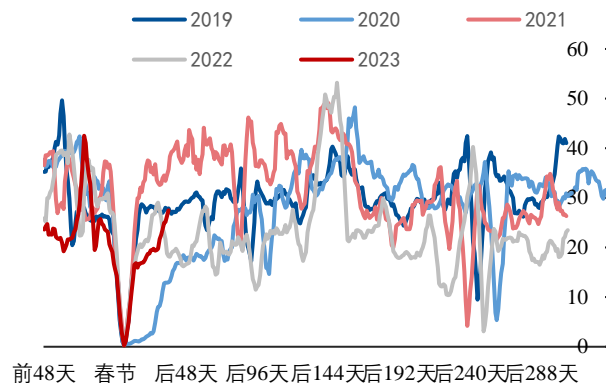
图 3：九大城市二手房成交面积（平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：九大城市分别选取：北京、深圳、杭州、成都、南京、青岛、苏州、东莞、佛山；横轴前后时间以春节为基准

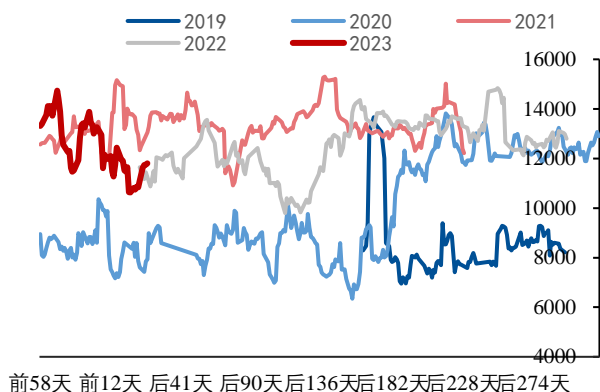
图 4：二线城市房地产成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

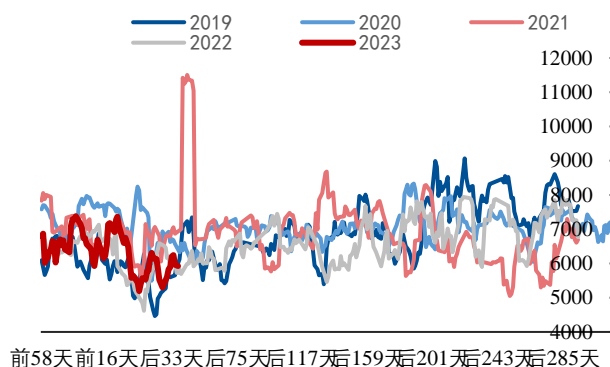
图 5：衢州二手房成交均价（元/平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

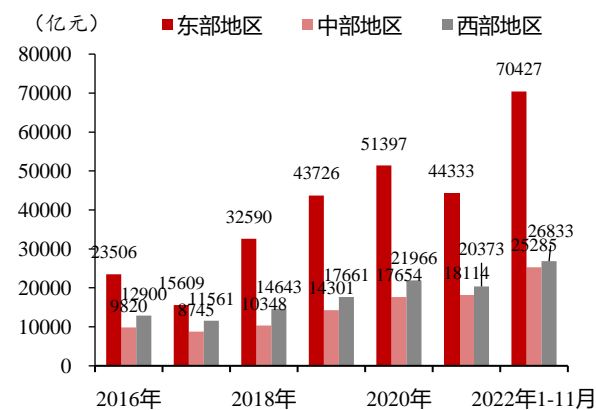
图 6：江门二手房成交均价（元/平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

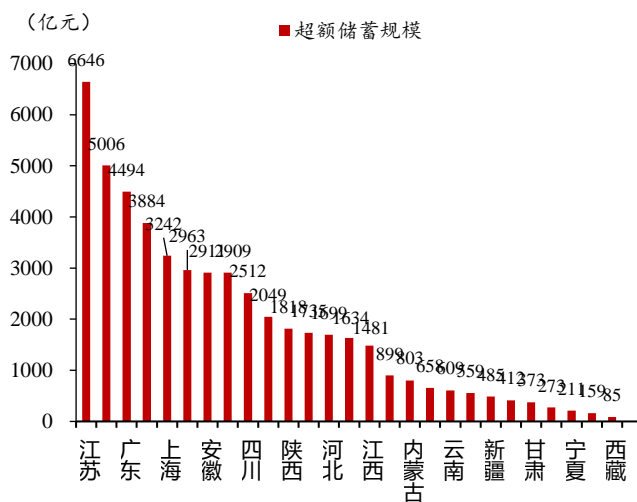
注：横轴前后时间以春节为基准

图 7：按地区分布超额储蓄规模



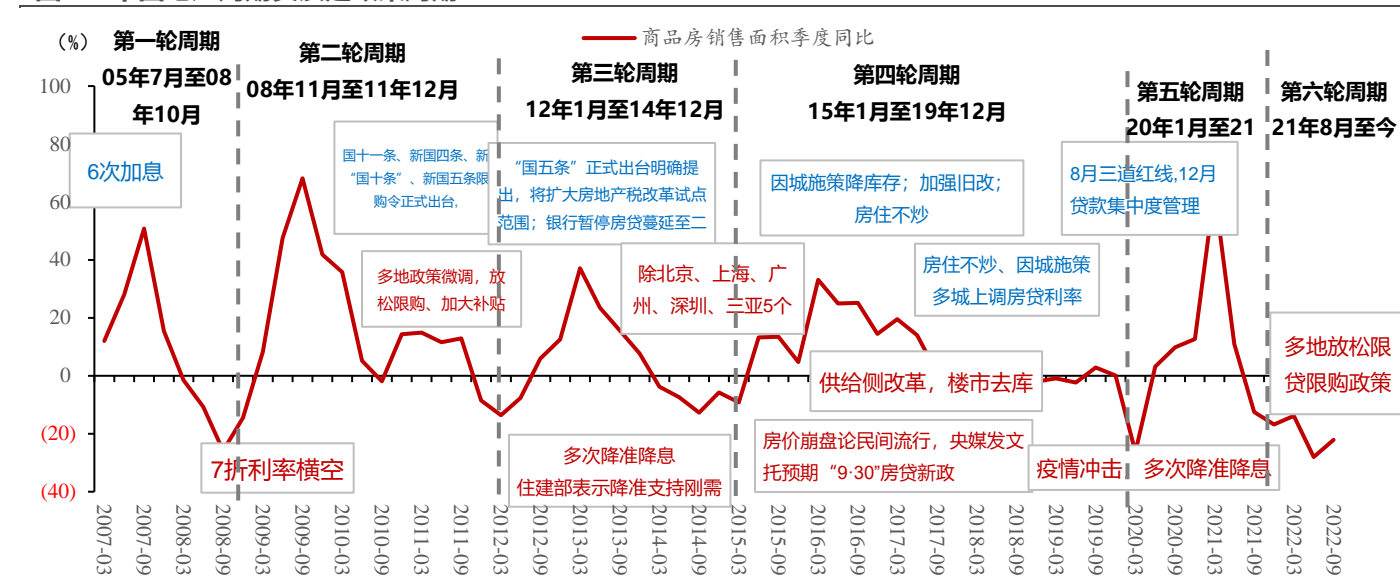
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：各省市超额储蓄规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：中国地产周期实质是政策周期



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026