



Research and
Development Center

提前还贷和房地产市场 L 型企稳

2023 年 3 月 22 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

提前还贷和房地产市场 L 型企稳

2023 年 3 月 22 日

- **地产提前还贷潮中最需要关注的是超额提前还贷部分。**往年均有居民提前偿还房贷，当前房地产市场的提前还贷潮备受关注，我们认为最需要关注的其实是超额提前还贷。我们认为这一次房地产提前还贷现象不是受单一驱动因素的影响，而是一系列背景同时出现的结果。背景之一是房价已经持续下降一段时间；背景之二是居民对楼市的预期已经发生了变化，楼市预期偏弱不仅体现在居民对房价上涨的预期较弱，也体现在未来购房预期下降上；背景之三是存量和增量房贷利率出现大幅偏离，而居民理财收益率偏低，提前还贷可以减少利息支出。在多重因素交织下，居民提前还贷动力增强，我们认为超基准情形下的提前还贷才是最需要关注的部分。
- **我们预计今年超额提前还贷规模较小，其影响也相对有限。**根据我们的测算，我们预计今年实际提前还贷规模约为 4-4.8 万亿元，其中 3.6 万亿元均属于基准情形下的还贷规模，超额提前还贷部分仅为 0.4-1.2 万亿元，其规模相对较小，影响也相对有限。根据居民提前还房贷的成本和收益框架，在应对居民超额提前还房贷现象时或存在以下三种可能方案：一是提高房价预期涨幅，二是提高投资预期收益，三是降低存量房贷利率。我们认为提高房价预期涨幅和降低存量房贷利率的可能性都比较小，目前也没有看到监管部门选择第三种方案的迹象。未来，如果投资预期收益提高，那么超额提前还贷问题或将得以缓解。
- **房地产市场有望 L 型企稳，利好股市表现。**当下房地产市场已经出现了许多企稳的迹象，一方面是房地产销售止跌，或初步显示出 L 型企稳的迹象；另一方面，房地产价格也释放出两大企稳信号，一是房地产价格环比变化出现改善迹象；二是春节以来的房价关注度也在大幅上升，预示着后续商品房销售表现或将不错。而销售、房贷和房价三者增速往往具有涨则同涨、跌则同跌的特征，若房地产销售企稳，房贷和房价也有望企稳。但是我们说的 L 型企稳不包含房地产投资，也就是说今年的房地产投资可能还是负增长。整体上看，我们认为今年房地产市场有望 L 型企稳，不仅能有效缓释地产风险蔓延，也能减轻房地产对其他相关行业的拖累，这将有助于中国经济企稳向好，从而继续利好股市表现。
- **风险因素：**房价上涨超预期；房地产政策力度超预期。

目录

一、地产提前还贷潮中最需要关注的是超额提前还贷部分	4
1.1 背景一：房价已经持续下降一段时间	4
1.2 背景二：房价预期和购房预期均比较弱	7
1.3 背景三：存量和增量房贷利率出现大幅偏离	9
二、我们预计今年超额提前还贷规模较小，其影响也相对有限	11
2.1 今年超额提前还贷规模的影响或相对有限	12
2.2 应对超额提前还贷的三种可能解决方案	13
三、房地产市场有望 L 型企稳，利好股市表现	15
3.1 房地产销售止跌，已经出现企稳迹象	15
3.2 房地产价格也释放两大企稳信号	16
3.3 房地产 L 型企稳并不包括房地产投资	21
3.4 地产企稳继续利好股市表现	23
四、附录	24
风险因素	24

表目录

表 1：居民提前还贷规模估算和预测	12
附表 1：近期房地产政策梳理	24

图目录

图 1：截至 2 月，RMBS 条件早偿率指数仍处在相对高位	4
图 2：个人住房贷款余额同比增速降至十年来最低水平	5
图 3：过去一段时间，全国新房房价持续下跌	5
图 4：全国二手房房价也在下跌	6
图 5：新房房价也曾连续数月下跌	6
图 6：一线城市的二手房房价也曾连续数月下跌	7
图 7：截至 2022 年底，房价预期较弱	7
图 8：居民未来就业与收入预期下降	8
图 9：截至 2022 年底，购房预期同样较弱	8
图 10：存量和增量房贷利率出现大幅偏离	9
图 11：2 月，23 个城市下调首套房贷利率	10
图 12：2022 年全球重要指数均表现较弱	10
图 13：存量房贷利率远高于理财收益率	11
图 14：家庭投资理财平均收益率历史走势	11
图 15：居民贷款同比和存款同比分化	13
图 16：居民提前还贷的成本和收益	13
图 17：近期，新房和二手房的房贷利率均有下调	14
图 18：春节过后，30 城房地产销售好于去年同期	15
图 19：房地产销售或已出现 L 型企稳迹象	16
图 20：新房和二手房价格环比出现改善	17
图 21：2 月份，一二三线城市新房房价环比出现上涨	17
图 22：70 个大中城市新房价格环比上涨个数变多	18
图 23：2 月份，一二线城市二手房房价环比出现上涨	18
图 24：70 个大中城市二手房价格环比上涨个数也变多	19
图 25：房价搜索指数大幅上升	19
图 26：房价搜索指数上升往往预示后续销售不错	20
图 27：房地产销售下降期一般为一年半左右	21
图 28：房地产销售、房贷和房价三者密切相关	21
图 29：100 城住宅用地供应面积仍然负增长	22
图 30：100 城住宅用地成交面积也仍然负增长	22
图 31：房地产开发投资完成额累计同比依旧为负数	23

一、地产提前还贷潮中最需要关注的是超额提前还贷部分

近期，房地产市场出现的提前还贷潮备受关注，去年年底个人住房贷款余额同比增速降至十年来最低水平，今年2月RMBS条件早偿率指数仍处于相对高位。当前的提前还贷潮中最需要关注的是超额提前还贷部分。我们认为，这一轮提前还贷现象的出现并非是受到单一驱动因素的影响，而是一系列背景同时出现下的结果。**地产提前还贷潮的出现主要有房价持续下降、房价预期和购房预期弱、存量和增量房贷利率出现大幅偏离这三大背景。**

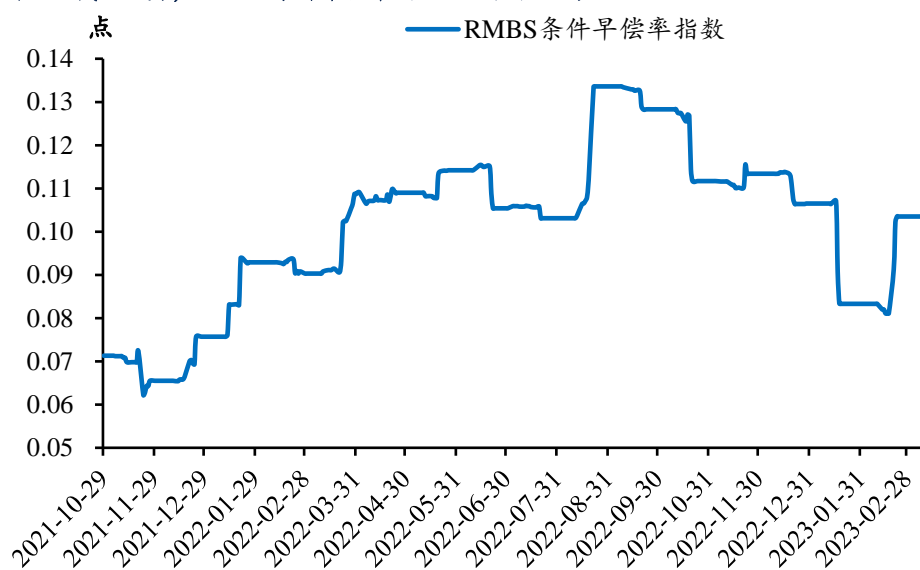
1.1 背景一：房价已经持续下降一段时间

地产提前还贷潮仍在延续，或导致提前还贷和新投放贷款相互抵消，进而拖累个人住房贷款余额增速。

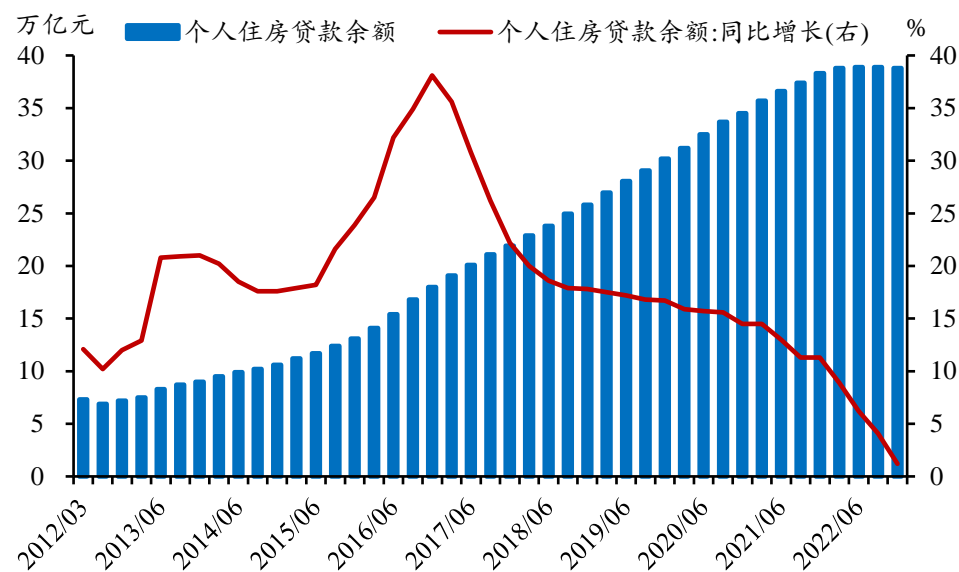
1) 从RMBS条件早偿率指数来看，提前还贷比例经历一轮上升。2021年10月早偿率指数是0.0713，2022年1至8月RMBS条件早偿率指数呈上升趋势，于2022年8月达到当年峰值0.1336后开始回调。但截至今年2月底，该指数仍处在0.1035的相对高位。

2) 从住房贷款余额来看，贷款余额增速下滑至低点。2022年底个人住房贷款余额为38.8万亿元，同比仅增长1.2%，增速比2021年末低约10个百分点，是近十年来最低水平；从2022年内变化来看，个人住房贷款余额同比增速逐季下降，依次为8.89%、6.23%、4.12%和1.2%，与前几年持续两位数的增速相比明显下降。个人住房贷款余额规模增长放缓，我们认为一个重要的原因是买房的人变少，另一个重要原因就是提前还贷潮延续。

图 1：截至 2 月，RMBS 条件早偿率指数仍处在相对高位



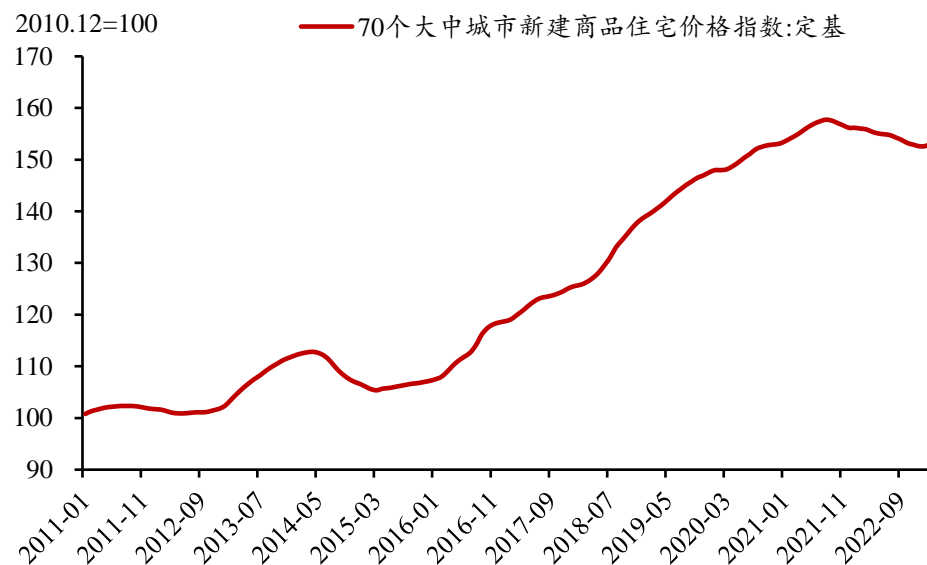
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：个人住房贷款余额同比增速降至十年来最低水平


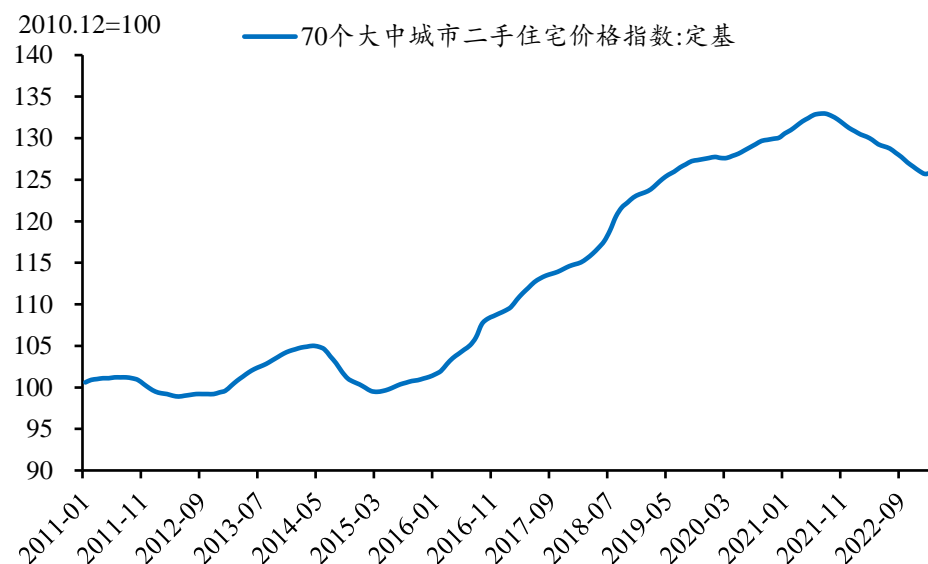
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

而地产提前还贷潮出现的第一个背景，就是房价已经持续下降一段时间。

2021 年下半年以来，房价开始由增转降。从定基指数来看，2016-2020 年期间，国内房地产市场的热度维持在较高水平，70 个大中城市新建商品住宅价格指数和二手住宅价格定基指数均保持着较高的增长趋势。受到地产金融政策调控的影响后，新房和二手房价格的高点均出现于 2021 年 8 月，此后房地产市场表现走弱，房价亦开始由增转降，70 大中城市无论是新房还是二手房价均出现显著回调。截至 2022 年底，全国新房和二手房房价分别较高点下跌 3.3%和 5.2%。

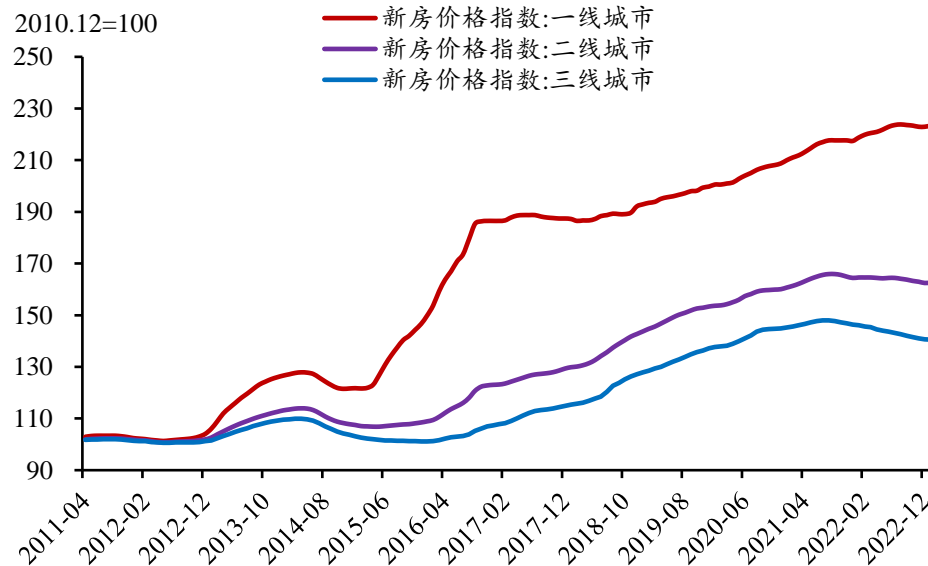
图 3：过去一段时间，全国新房房价持续下跌


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

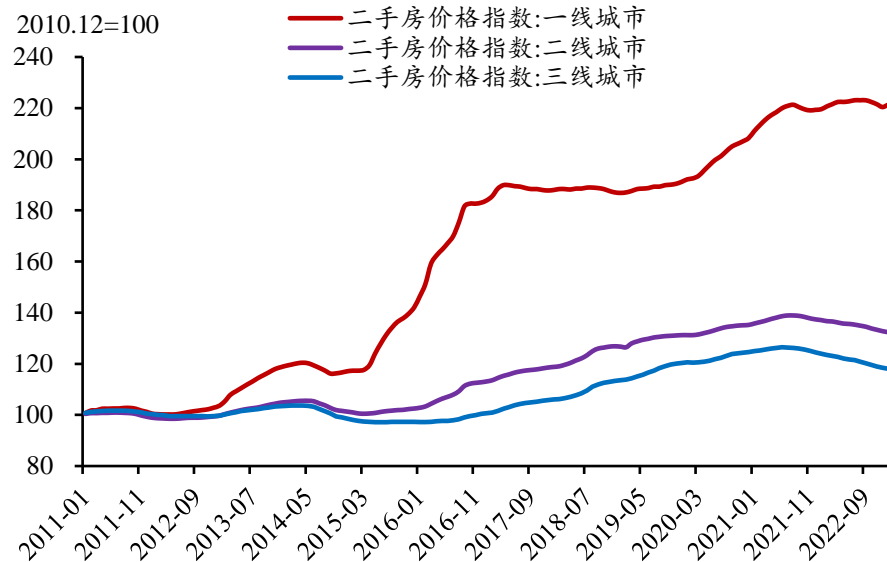
图 4：全国二手房房价也在下跌


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分不同能级城市来看，结构性分化现象显著，一线房价刚性较大，二三线房价均已出现下跌。从不同城市类型来看，二三线城市房价均已出现下跌，其中，二三线新房房价高点均出现于2021年8月，而二手房房价高点分别在2021年8月和6月出现。与二、三线城市相比，经济体量更大、人口吸引力更强的一线城市房价刚性往往较大。可即便是一线城市，新房和二手房房价也曾连续数月下跌，但是房价开始下跌的时间与二、三线城市相比略晚，出现在2022年8-9月。在此后的4个月内，一线城市新房和二手房房价连续下跌或持平。

图 5：新房房价也曾连续数月下跌


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

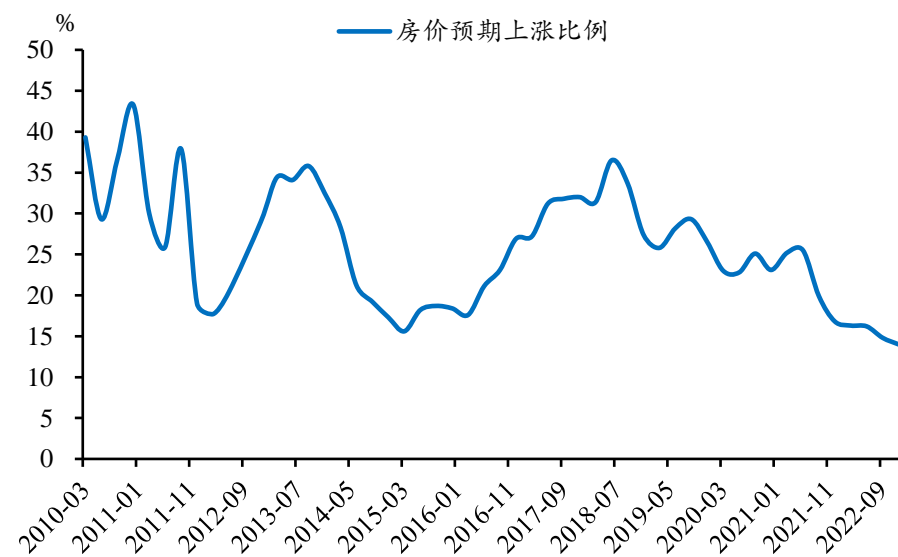
图 6：一线城市的二手房房价也曾连续数月下跌


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 背景二：房价预期和购房预期均比较弱

除房价持续下跌外，居民对未来楼市的预期比较弱也是地产提前还贷潮出现的另一个重要背景，这种弱预期体现在两个方面。

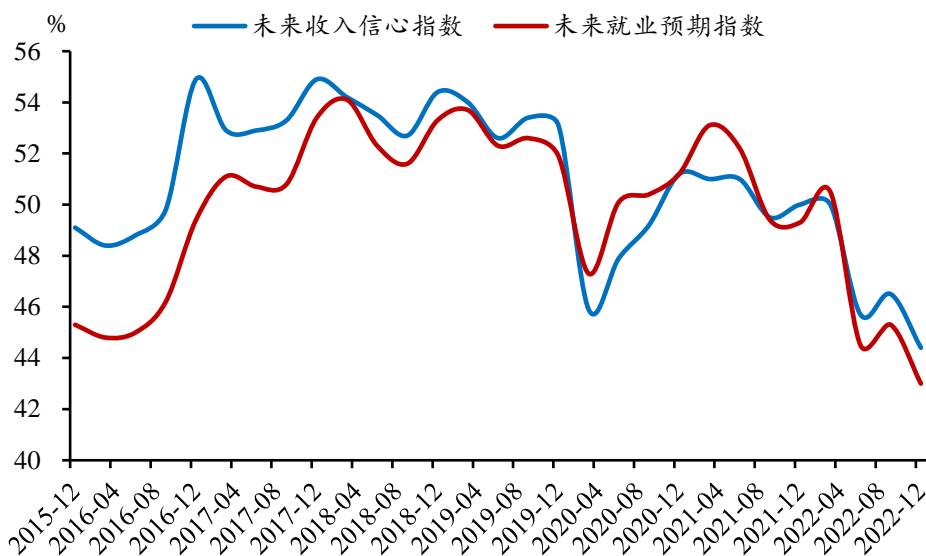
一是居民对房价上涨的预期比较弱。经过近几年的调整，特别是 2021 年房地产政策的大幅调整，居民对于房价上涨的预期正在发生改变。因为只涨不跌的预期需要一直上涨的房价作为支撑，但是从 2021 年 9 月开始，国内商品房成交价格同比就在连续下跌。房价跌了，房价上涨预期的支撑将减弱。央行储户调查问卷结果显示，2022 年第四季度城镇居民对未来房价上涨预期比例仅为 14%，连续 6 个季度下降，相当于 2021 年 Q2 数据的一半，也处于历史最低位。

图 7：截至 2022 年底，房价预期较弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

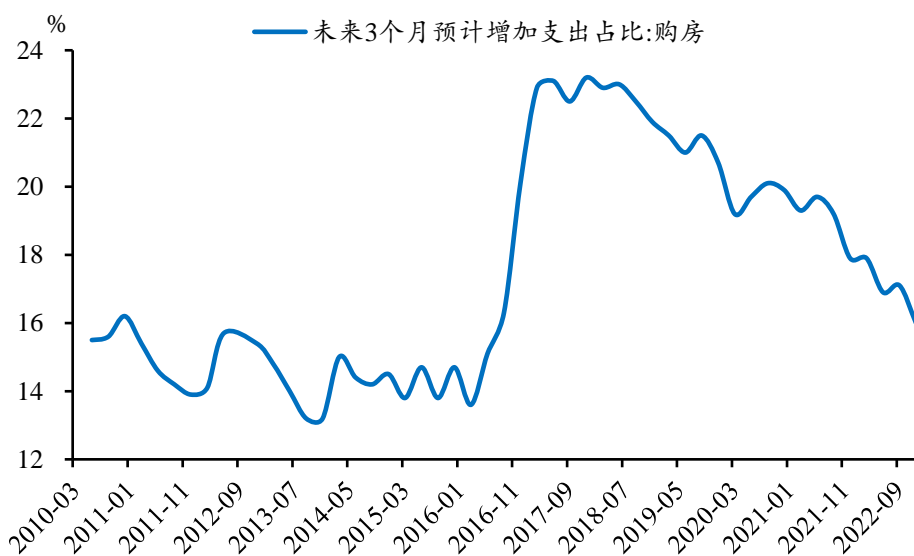
二是居民未来的购房预期也在下降。居民购房与居民加杠杆的能力相关，这一能力主要取决于居民对未来就业和收入的预期。但过去受到疫情高频反复和经济下行压力持续影响下，居民的就业和收入预期指数不断走低。央行城镇储户调查数据显示，2022年第四季度城镇居民未来就业与收入的预期指数分别为43.0%和44.4%，比前一季度分别下降了2.3和2.1个百分点。随着居民就业和收入预期走低，购房预期也在下降，截至2022年第四季度，城镇居民未来3个月预计增加购房支出占比为16%，延续下行趋势，处于2017年以来低位。

图 8：居民未来就业与收入预期下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：截至 2022 年底，购房预期同样较弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

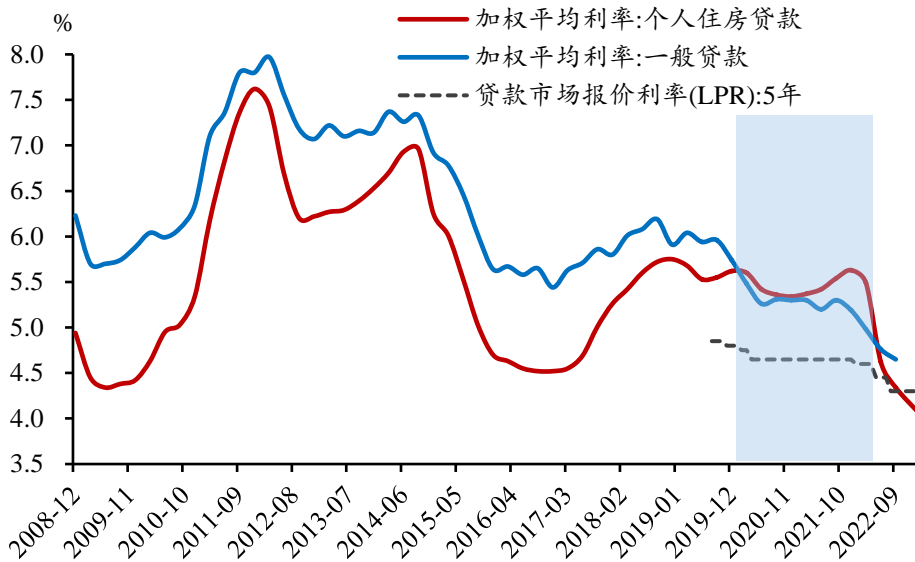
1.3 背景三：存量和增量房贷利率出现大幅偏离

此外，我们认为地产提前还贷现象的出现不仅有当前房贷利率下行的影响，也与居民缺乏合适的投资渠道有关。

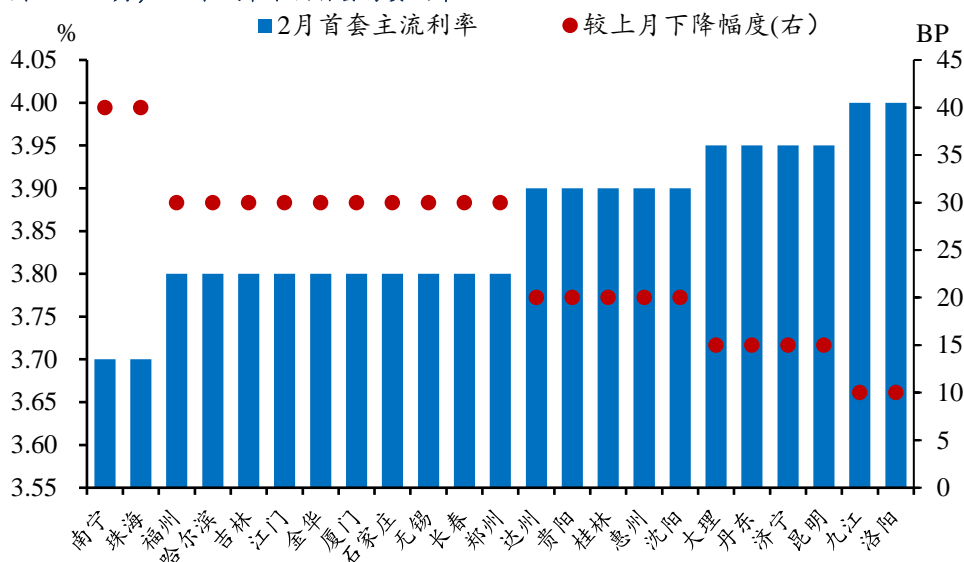
1) 存量和增量房贷利率出现大幅偏离，提前还贷可减少利息支出。房贷利率由 LPR 和银行加点两部分组成，2018Q2-2022Q1 期间发放的房贷利率普遍在 5-6%，多数在 5.5% 以上，尤其是 2020Q1-2022Q1 期间发放的房贷利率，明显高于一般贷款利率。2022 年，央行分别于 5 月和 8 月将 5 年期 LPR 下调了 15 个 bp，房贷利率有了进一步下调空间。2023 年 1 月人民银行和银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限（见附表 1）。在全国新房房价普遍下降的情况下，各地首套住房贷款利率有下行趋势。

截至今年 2 月，在贝壳研究院监测的 103 个重点城市中，有 23 个城市首套房贷利率下降（见图 11），首套房利率低于 4.1% 的城市增加至 34 个。其中，70 大城市中符合首套利率动态调整的 38 个城市中，石家庄、哈尔滨、长春、福州等 17 个城市首套房贷利率回调至 4% 以内。多数城市房贷利率下调，当前房贷利率已经是 2008 年以来的相对低位，存量和增量房贷利率出现较大幅度偏离，提前还贷可以减少利息支出，居民还贷动力增强。

图 10：存量和增量房贷利率出现大幅偏离

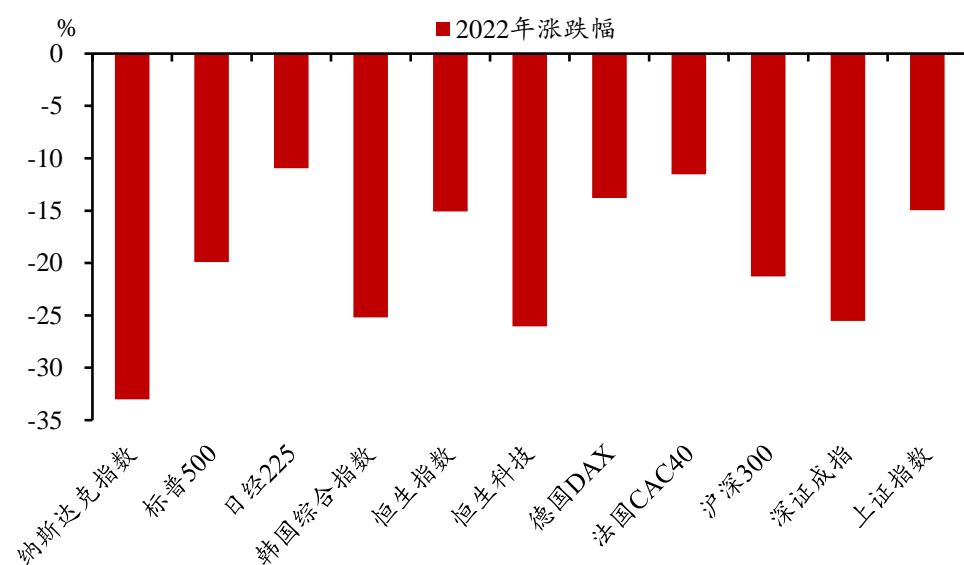


资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

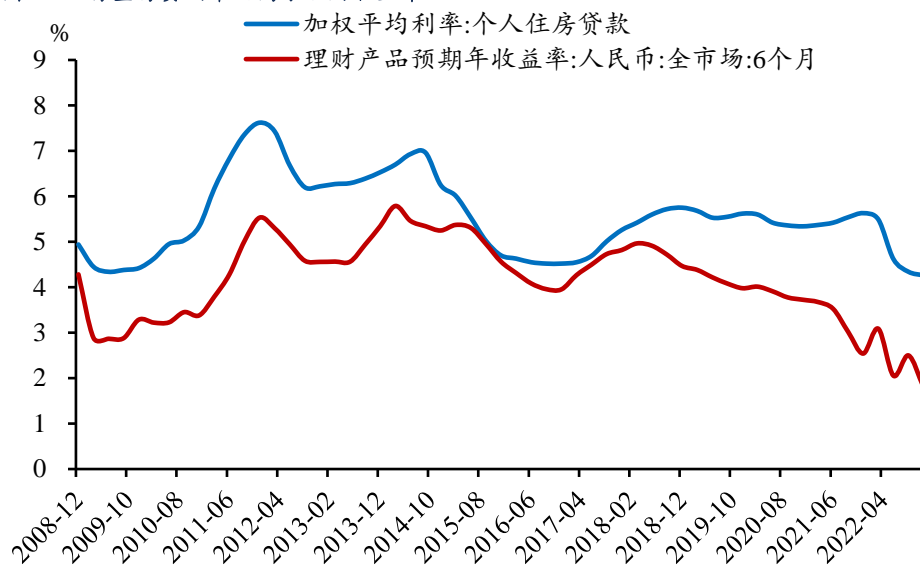
图 11：2 月，23 个城市下调首套房贷利率


资料来源：贝壳研究院，信达证券研发中心

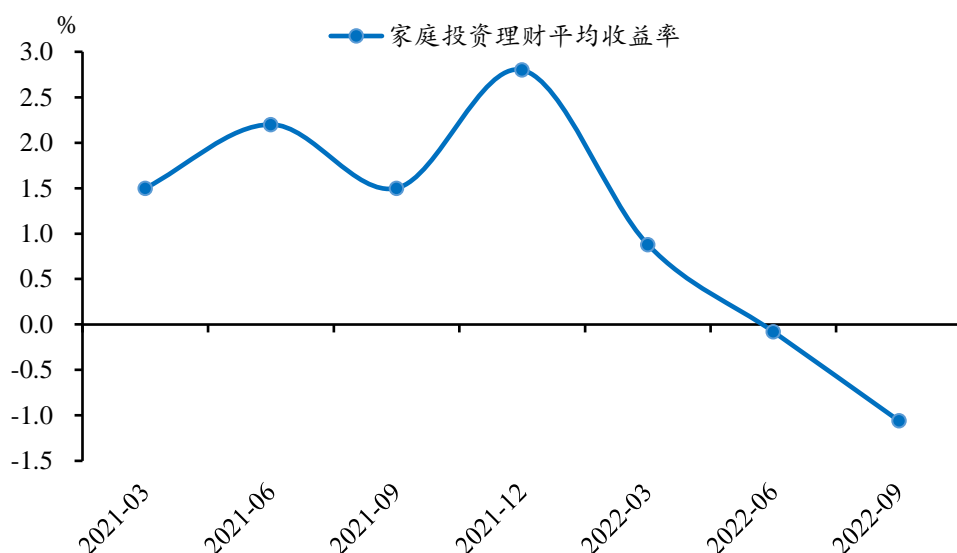
2) 理财收益率下行，居民缺乏优质投资渠道也促进了提前还贷现象的发生。2022 年全球各类资产表现低迷，从股指来看，美国、日本、韩国、中国等股市均大幅下跌。纳斯达克指数、标普 500 指数、日经 225 指数、韩国综合指数、恒生科技指数、德国 DAX 指数、沪深 300 指数分别下跌 33.00%、19.90%、10.95%、25.18%、26.03%、13.8%、21.27%。近年来理财收益率一路下行，目前 6 个月理财预期年收益率只有 1.8%，低于房贷利率。根据 CHFS 调查数据显示，家庭平均理财收益率也较低，普通居民投资收益明显下降。现有投资理财的收益持续较低可能使得居民投资理财热情下挫，在缺乏优质投资渠道的情况下，居民或倾向于将闲置资金提前偿还房贷，相当于加剧了提前还贷现象的发酵。

图 12：2022 年全球重要指数均表现较弱


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13: 存量房贷利率远高于理财收益率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 家庭投资理财平均收益率历史走势


资料来源: 疫情下中国家庭的财富变动趋势——中国家庭财富指数调查报告 (2022-Q3), 信达证券研发中心

在多重因素交织下,居民提前还贷动力增强、提前还贷现象频发。在银行信贷中,提前还款是一种正常现象,实际上最需要关注的是超额提前还贷这部分规模。

二、我们预计今年超额提前还贷规模较小,其影响也相对有限

我们预计今年超额提前还贷现象仍会延续,根据我们的估测,今年居民提前还贷规模约为 4-4.8 万亿元,其中 3.6 万亿元均属于基准情形下的还贷规模,超额提前还贷部分仅为 0.4-1.2 万亿元,其规模相对较小,影响也相对有限。

2.1 今年超额提前还贷规模的影响或相对有限

与基准情形相比，超额提前还贷才是市场最需要关注的部分。在银行信贷中，提前还款是一种正常现象，是借款人出于市场利率波动和自身资金安排的考量而提前还贷。在过去的住房贷款中，提前还贷也有一定比例。比如2018、2019年提前还贷的本金规模分别为2.16和2.17万亿元左右，2018-2020这三年提前还贷占比处于8.43%-9.86%之间。我们取这三年提前还贷占比的均值9.3%作为基准值，与这一基准情形相比较，当前已经出现了超额提前还贷现象。2021、2022年居民提前还贷占比分别为10.43%和10.01%，大于9.3%这一基准值。

我们预计今年超额提前还贷现象延续，超额提前还贷规模仅为0.4-1.2万亿元。若以2018-2020年提前还贷占比均值9.3%为基准进行计算，今年提前还贷的基准规模应为3.6万亿元左右，但是在房价下降且预期低迷、存量和增量房贷利率偏离的情况下，超额提前还贷现象或将延续。如果今年实际提前还贷占比较基准情形高出1-3个百分点，那么今年实际提前还贷规模将达到4.0-4.8万亿元，仅比基准情形超出4000-12000亿元。

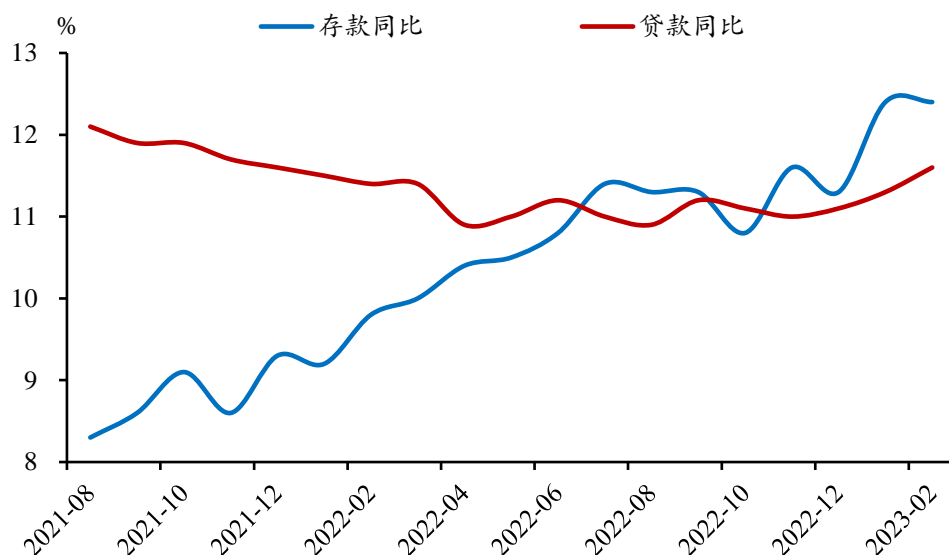
在今年提前还贷的规模中，3.6万亿元属于正常的提前还贷规模，最需要关注的超额提前还贷部分其实只有4000-12000万亿元，其规模相对较小，影响也相对有限。这部分超额提前还贷继续存在的结果或是消耗居民存款。从存量增速上看，居民部门贷款同比增速已经回落到5.4%，而居民存款同比增速则上升到17.3%，此前长期都是居民贷款增速要远高于存款增速，现在存款增速反而更高，居民拥有超额储蓄，而超额提前还贷可能只会消耗部分超额储蓄。

表 1：居民提前还贷规模估算和预测

年度	提前还贷规模 (万亿元)	基准规模 (万亿元)	较基准变化 (亿元)	提前还贷占比 (%)	基准占比 (%)	较基准变化 (%)
2018	2.16	2.04	1228	9.86	9.3	0.56
2019	2.17	2.40	-2250	8.43	9.3	-0.87
2020	2.89	2.81	814	9.57	9.3	0.27
2021	3.60	3.21	3915	10.43	9.3	1.13
2022	3.83	3.56	2715	10.01	9.3	0.71
2023	4.0~4.8	3.60	4000~12000	10.3~12.3	9.3	1.0~3.0

资料来源: Wind, 财新, 信达证券研发中心

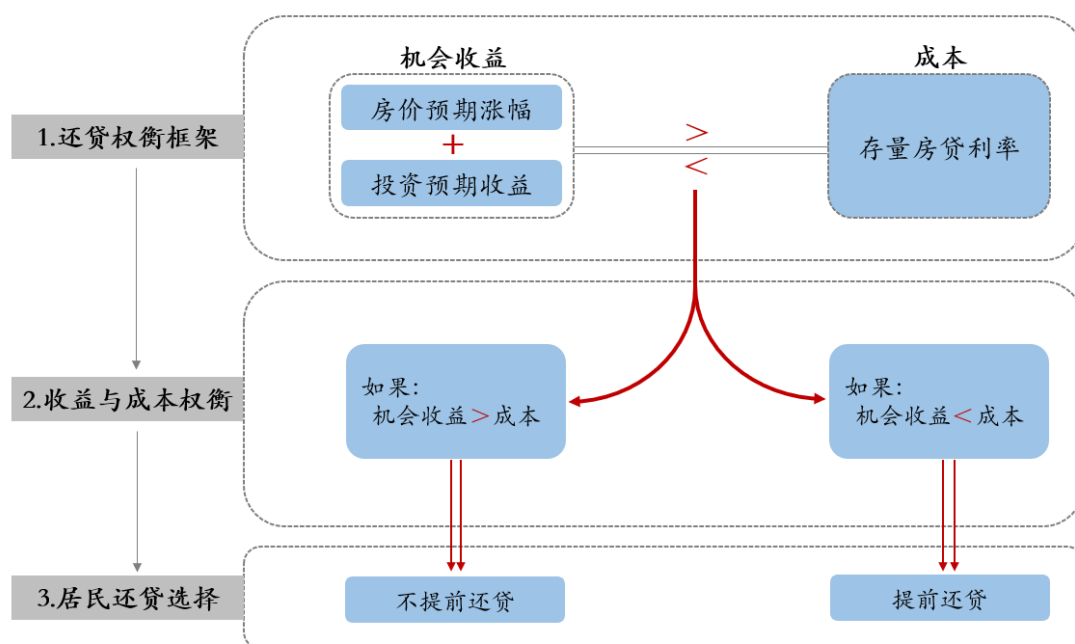
备注: 表中还贷规模指本金规模, 占比指当年还贷本金规模在上年个人住房贷款余额中占比。

图 15：居民贷款同比和存款同比分化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 应对超额提前还贷的三种可能解决方案

当持有贷款的机会收益小于成本时，居民提前还贷意愿增加。当居民手上拥有一笔钱时，面临两个选择，要么提前偿还房贷，要么购买理财产品并持有至到期后再偿还贷款。居民持有贷款的成本就是房贷利率，而机会收益包含房价预期涨幅和投资预期收益两个部分。当房价预期涨幅与投资预期收益之和大于存量房贷利率，即持有贷款的机会收益 > 成本时，居民不会选择提前还房贷；当房价预期涨幅与投资预期收益之和小于存量房贷利率，即持有贷款的机会收益 < 成本时，居民选择提前还房贷。

图 16：居民提前还贷的成本和收益


资料来源: 信达证券研发中心

根据居民还贷的成本和收益框架来看，要降低居民继续提前还贷的可能，就要打破原本的成本收益权衡，也就是说当房价预期涨幅提高、投资预期收益提高或存量房贷利率降低时，可以使持有贷款的机会收益大于成本，这时居民继续提前还贷的可能性下降。

根据居民提前还房贷的成本和收益框架，应对居民超额提前还房贷现象或存在以下三种可能方案。

第一种方案：提高房价预期涨幅。当前预期房价上涨的比例在下降，市场对房价预期偏悲观。如果居民对房价预期再次提升，居民选择提前还贷的可能性就会降低。而只涨不跌的预期需要一直上涨的房价作为支撑，如果要提高居民对房价的预期涨幅，市场首先要看到房价有较大涨幅，但是这和“房住不炒”的定调不相符。3月7日下午，在十四届全国人大一次会议的第二场“部长通道”上，住房和城乡建设部部长倪虹强调两点内容，在期望房地产企稳时，不仅要牢牢坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”这一定位，而且要防止市场大起大落的企稳回升。因此，我们认为，通过提高房价预期涨幅来应对居民超额提前还房贷现象的可能性比较小。

第二种方案：提高投资预期收益。由于受到多重经济压力的影响，2022年全球重要股指表现均较弱，居民投资理财的收益率在下降。缺乏优质投资方案和投资渠道也会导致持有贷款的机会收益减少，大家持有贷款的动力减弱。如果市场上的投资预期收益率上升，持有房贷的机会收益变大且超过成本，那么居民提前还房贷的比例也会相应减少。

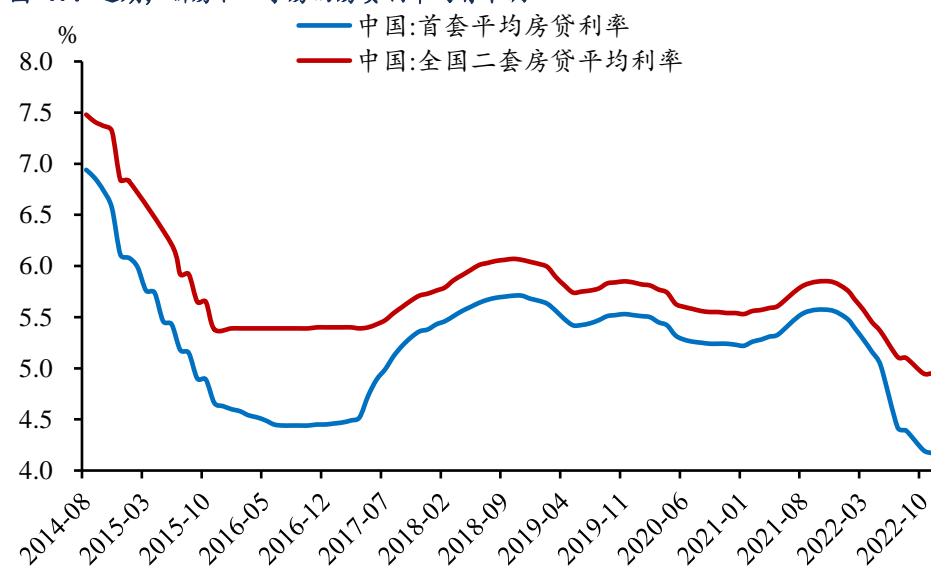
第三种方案：降低存量房贷利率。相关部门可以出台措施引导银行适度下调存量房贷利率，因为提前还贷现象出现的一大背景就是近期房贷利率下调，导致存量房贷利率远高于增量房贷利率，所以要降低居民提前还贷的可能性，就可以降低存量房贷利率，减少存量和增量间房贷利率的差距。下调存量房贷利率，使得站在利率高位的购房者利息支出下降，这有利于降低居民扎堆提前还贷的问题。

但我们认为降低存量房贷利率的可能性比较小，因为我们已经采用了贴息这种政策工具，也就是说相关部门已经对想要支持的领域给予定向降息，所以我们可能不会再实施全面降息，降低存量房贷利率的可能性就会下降。

目前，也没有看到监管部门选择第三种方案的迹象。

未来，如果投资预期收益提高，那么超额提前还贷问题或将得以缓解。

图 17：近期，新房和二手房的房贷利率均有下调



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、房地产市场有望 L 型企稳，利好股市表现

当下房地产市场已经出现了许多企稳的迹象，我们认为房地产市场有望实现 L 型企稳，但这一企稳含义在于房地产销售、房贷和房价三方面企稳，而不包含房地产投资的企稳。若地产如期企稳，这将有助于中国经济企稳向好，从而继续利好股市表现。

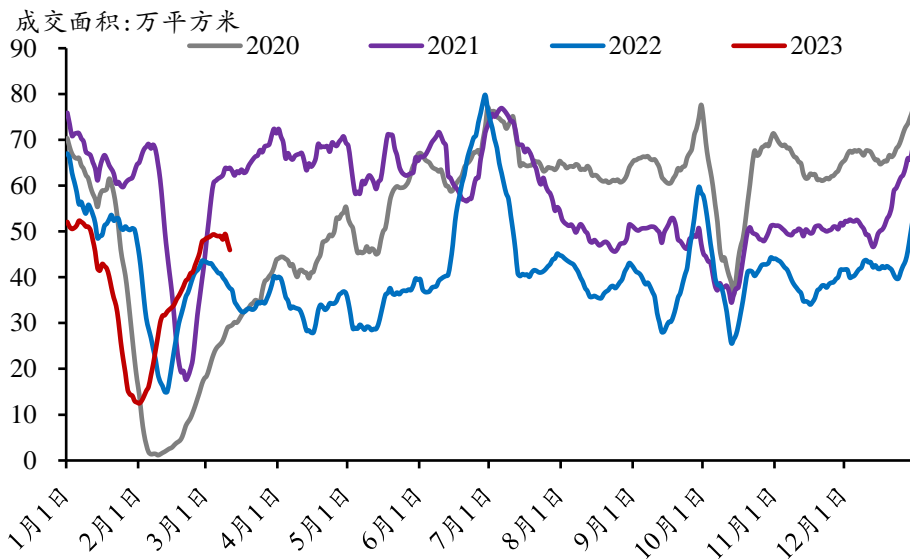
3.1 房地产销售止跌，已经出现企稳迹象

过去房地产销售受多个因素压制，包括期房信心、收入预期和疫情等多个因素影响。但目前疫情影响逐渐减弱，房地产销售止跌或已初步显示出 L 型企稳的迹象。

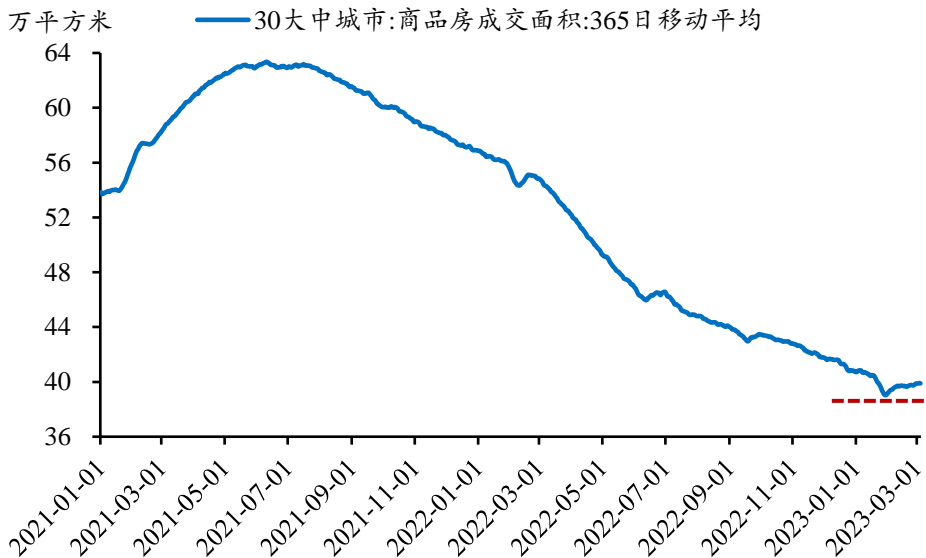
疫情影响逐渐减弱，对地产销售的压制得到松绑。过去购房者看房、选房、线下签约均受到影响，但当下中国新冠疫情防控形势总体向好，防疫措施政策也得到了优化调整，这对房地产供需两端都产生了积极影响。观察 30 城商品房销售面积 MA14 数据，今年春节过后，30 城房地产销售面积已高于去年同期，且环比实现转负为正。今年 1、2 月份全国商品房的销售，包括一手和二手房，都结束了 13 个月的负增长。

房地产销售或已初步显示出 L 型企稳的迹象。观察 30 城商品房销售面积 MA365 数据，2021 年 7 月至 2023 年 1 月，房地产销售的成交面积快速下降，或处于 L 型企稳的一竖阶段，进入今年 2 月以后，房地产销售的成交面积止跌并基本稳定，或进入 L 型企稳的一横阶段，表明当前房地产销售方面或已初步显示出 L 型企稳的迹象。

图 18：春节过后，30 城房地产销售好于去年同期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：房地产销售或已出现 L 型企稳迹象


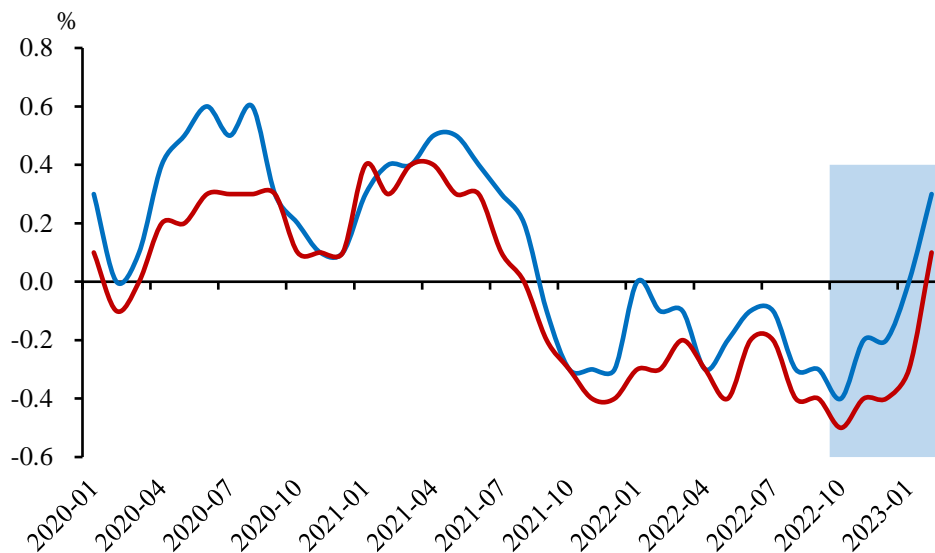
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 房地产价格也释放两大企稳信号

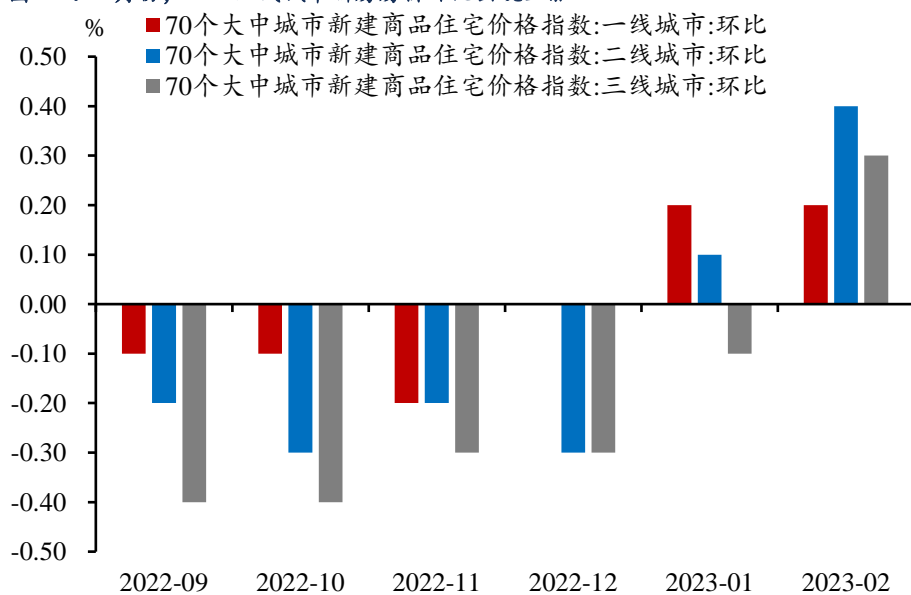
当前房地产销售已经初显企稳迹象，而房地产市场上，房价也在释放出企稳信号，包括房价环比变化改善、房价关注度大幅上升两个方面。

第一，房地产价格环比变化出现改善。自 2021 年下半年以来，新房和二手房价格环比变化都进入了负区间。但从过去几个月的数据来看，新房和二手房的环比价格都出现了改善。过去一段时间，房价持续下跌，环比深陷负区间。从新房价格环比跌幅上看，三线城市价格跌幅 > 二线城市价格跌幅 > 一线城市价格跌幅。二手房价格过去一段时间的表现也较弱，房价持续下跌的城市数明显增多，但现在这些价格表现已经开始出现改善迹象。

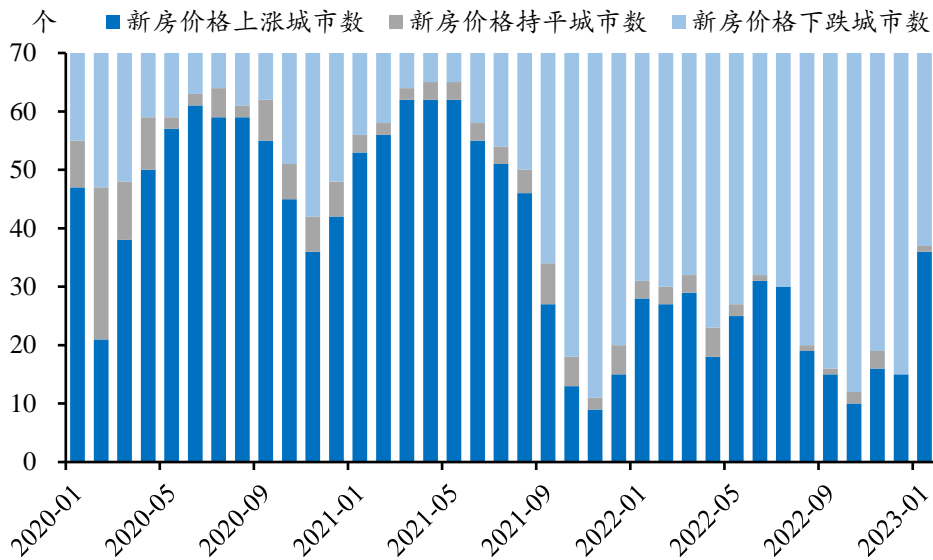
房价转跌为涨迹象从一线向二三线城市延伸。国家统计局发布的 70 个大中城市房价指数显示，2023 年 1 月份，一线和二线新建商品住宅价格指数分别环比上涨 0.2% 和 0.1%，二者环比变化均转跌为涨。年初数据较大的亮点，就是一、二线城市新建商品房住宅价格已经止跌，而三线城市新建商品房住宅价格小跌，我们预计未来房价止跌企稳的趋势会更加明显，因为与过去几年相比，疫情对楼市交易的干扰逐渐减弱，这使得房价企稳的基础变得更加牢固。现在房价转跌为涨的信号正从一线向二三线城市延伸，国家统计局最新数据显示 2 月一二三线城市房价均出现上涨，我们预计 2023 年在利好因素逐步积累的背景下，部分地区的市场需求将面临复苏，全国的销售面积也有望企稳。

图 20：新房和二手房价格环比出现改善


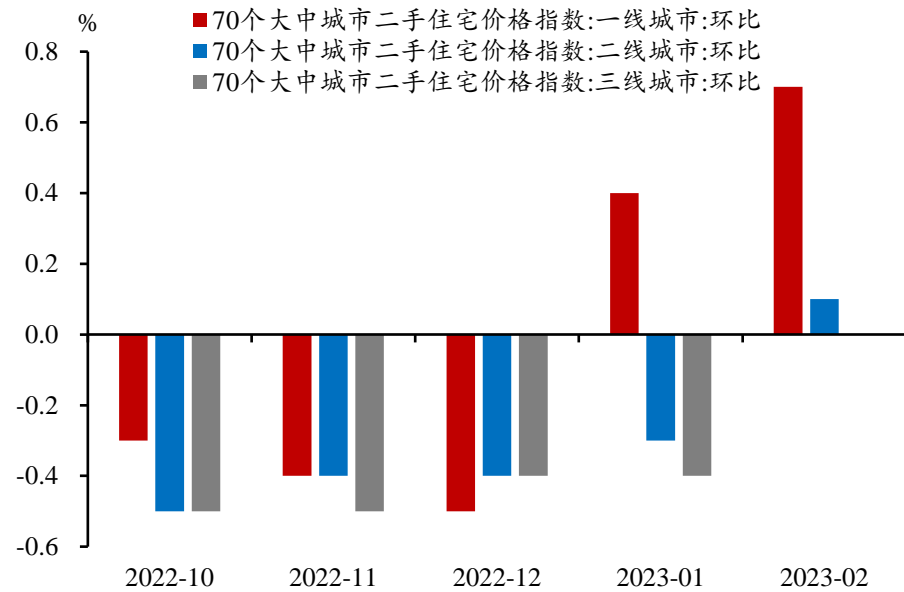
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：2 月份，一二三线城市新房房价环比出现上涨


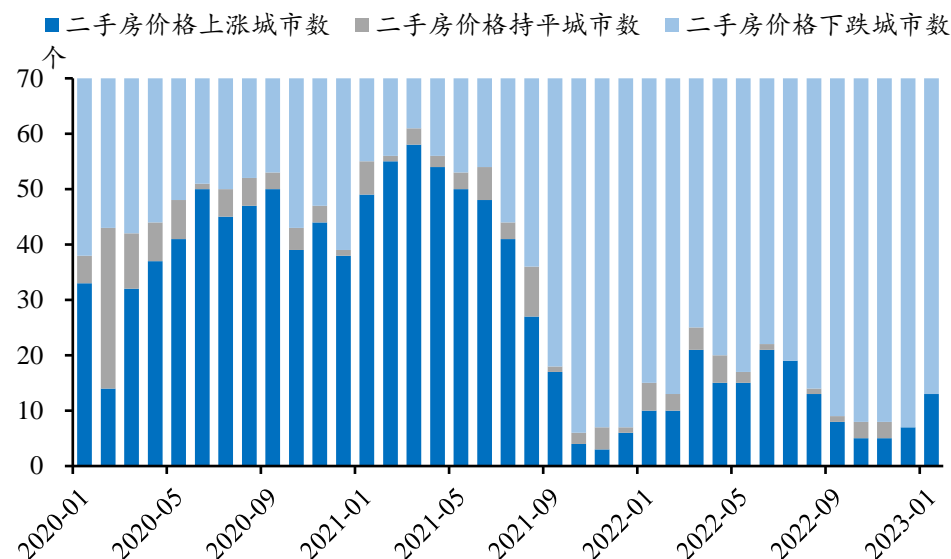
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 70 个大中城市新房价格环比上涨个数变多


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

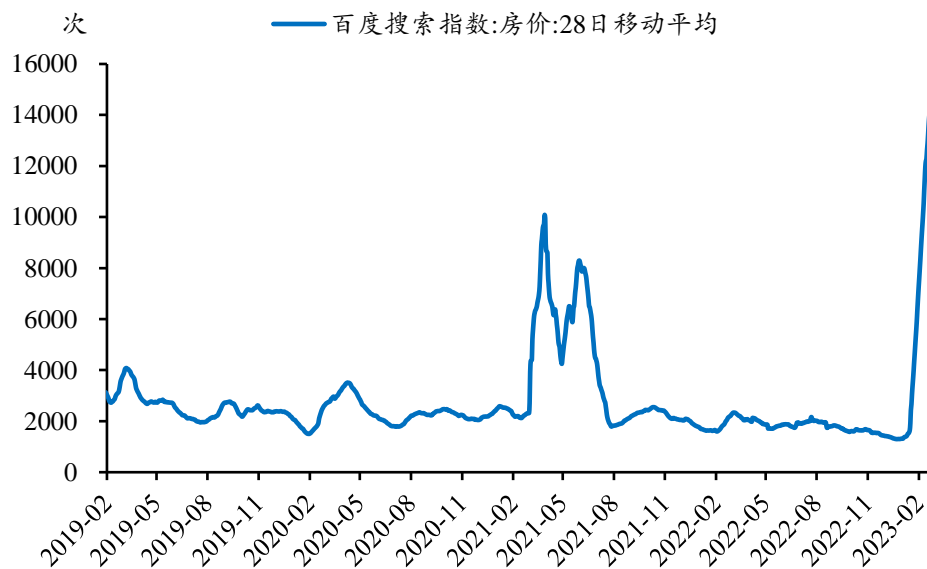
图 23: 2 月份, 一二线城市二手房房价环比出现上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：70 个大中城市二手房价格环比上涨个数也变多


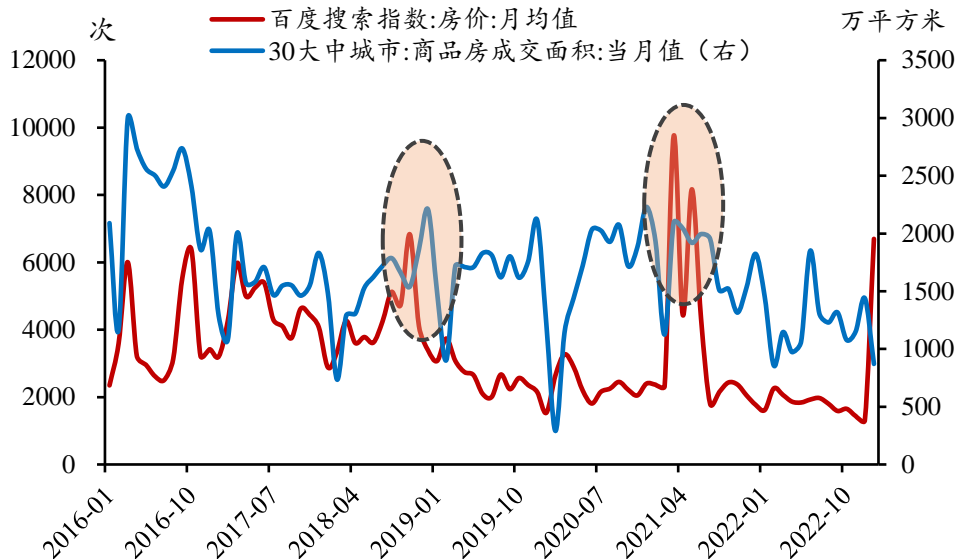
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，春节以来的房价关注度也在大幅上升，或预示着后续商品房销售将有较好的表现。房价关注度的背后反映的是购房者较真实的购房需求，观察“房价”的百度搜索指数，春节以来房价关注度大幅上升，过去四周日均搜索量(MA28)创历史新高。历史数据显示，房价搜索指数上升往往预示着后续商品房销售将有较好的表现。例如，2018年10月房价搜索指数上升，紧接着11-12月房地产销售面积明显增长；2021年3-5月房价搜索指数高企，3-6月房地产销售也不错。当前，房价关注度大幅上升，我们认为这或预示着后续商品房的销售将有较好的表现。

图 25：房价搜索指数大幅上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 房价搜索指数上升往往预示后续销售不错



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

回顾历史数据,我国房地产销售呈周期性变化,下降期一般为一年半左右。若此次房地产销售 L 型企稳,也基本符合历史规律。

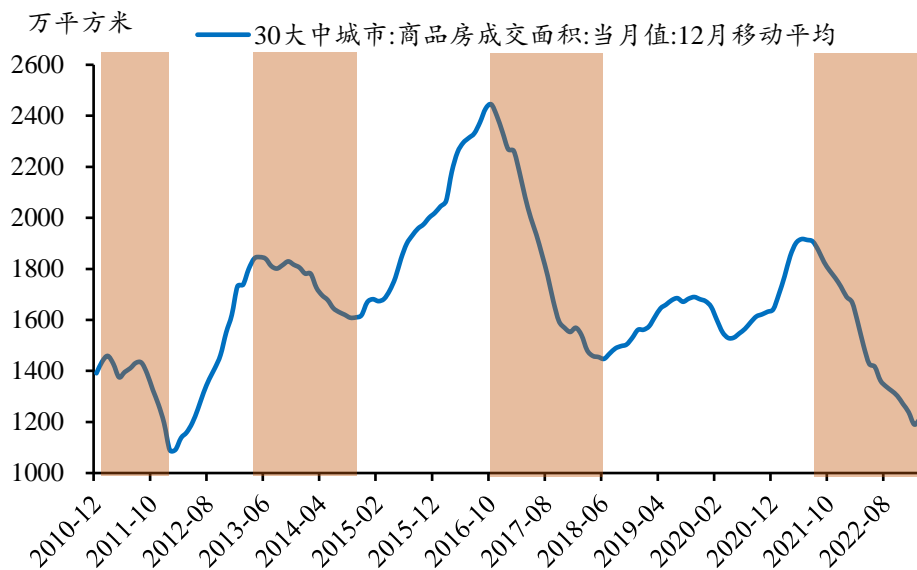
1) 2013.05-2014.09,下降期持续了 16 个月。自 2013 年 5 月起,30 大中城市商品房成交面积(MA12)开始下降,持续至 2014 年 9 月,下降期共持续了 16 个月。在整个销售面积下降期,同比增速也在逐步走低,从 2013 年 5 月 54.28%的同比增速下降到 2014 年 9 月的-11.35%的同比增速。

2) 2016.10-2018.06,下降期持续了 20 个月。这轮销售下降期从 2016 年 10 月开始,持续至 2018 年 6 月,共经历了 20 个月的下降。30 大中城市商品房成交面积(MA12)的同比增速从 2016 年 10 月的 23.81%下降至 2018 年 6 月的-25.16%。

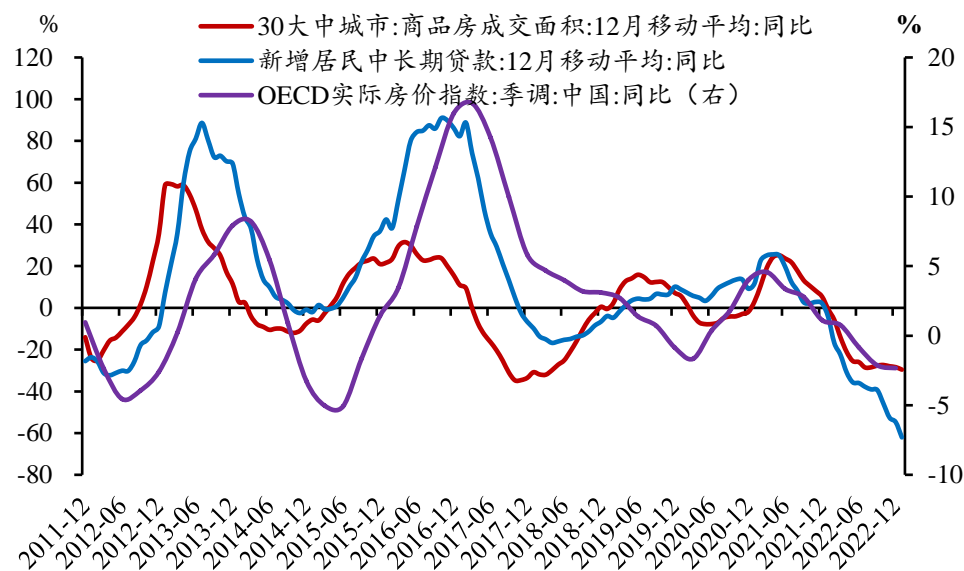
3) 2021.05-至今,下降期已经持续了 20 个月。2021 年下半年随着房地产政策收紧,需求端从居民购买力到购房信心都出现一定下降,销售端下行叠加融资端收紧,房地产市场开始下行。恒大暴雷后,房地产市场热度进一步降低,新一轮地产销售下行周期开始。这轮下降从 2021 年 5 月至今,目前下降期限已经持续了 20 个月,从周期的角度上看,若这次房地产销售 L 型企稳,也基本符合历史周期规律。

历史上,房地产销售面积、房贷和房价指数走势基本相同,销售、房贷和房价三者增速具有涨则同涨、跌则同跌的特征。因此,若房地产销售企稳,房贷和房价也有望企稳。

即若房地产销售面积企稳,新增居民中长期贷款规模有望企稳,全国新房房价水平有望企稳。

图 27：房地产销售下降期一般为一年半左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28：房地产销售、房贷和房价三者密切相关


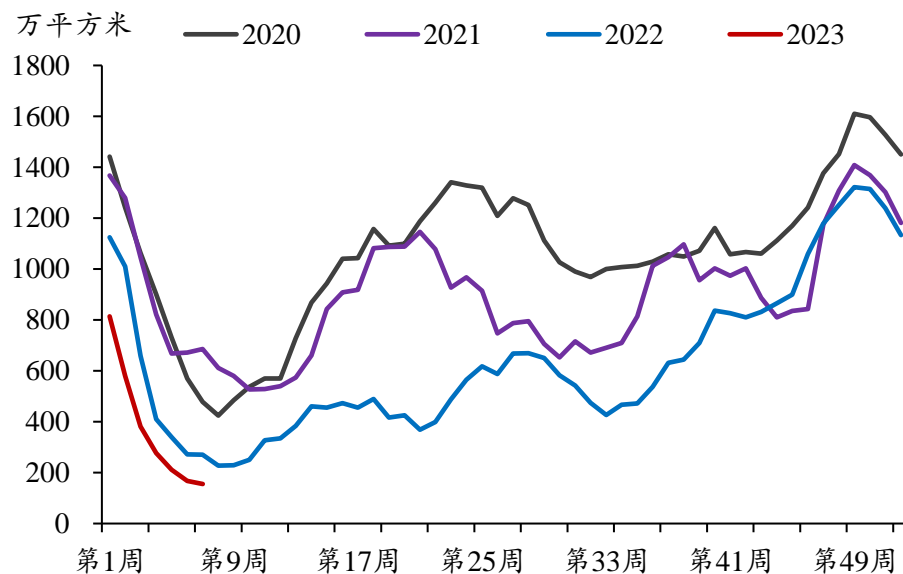
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 房地产 L 型企稳并不包括房地产投资

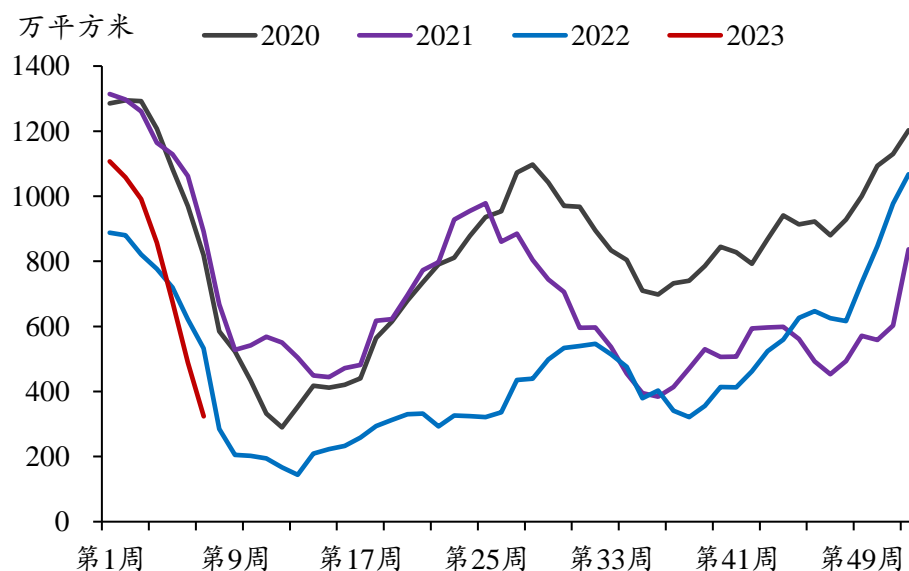
我们认为这次房地产或将 L 型企稳主要指的是销售、房贷和房价三方面企稳，而不包含房地产投资的企稳。

首先，从房价企稳到房地产投资企稳或要经历较长时间。我们认为房地产市场 L 型企稳，主要是销售、房贷和房价三方面企稳，但并不代表房地产投资企稳。因为从房价企稳到投资企稳，中间或要经过较长的时间传导。

其次，当前的房地产政策首要目标可能是房价企稳。实际上，投资端若要真正企稳，或需要房价明显上涨。但我们认为房地产市场的房价是 L 型企稳，房价或不具备大幅上涨的基础，所以我们说的房地产 L 型企稳并不包含房地产投资，也就是说今年的房地产投资可能还是负增长。从高频数据看，100 城住宅用地供应面积和成交面积都比去年同期表现更弱，同比增速延续负增长，这也同样表明房地产投资回暖较为乏力。

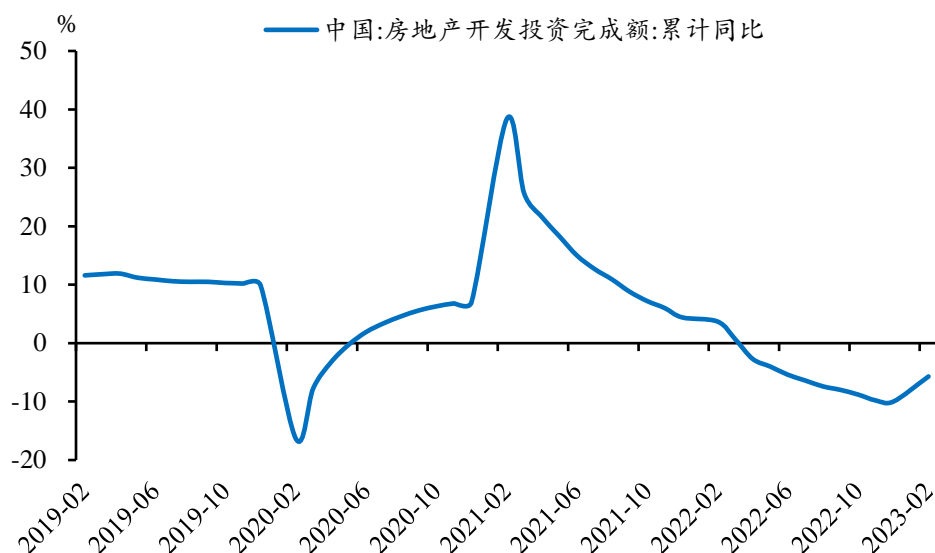
图 29：100 城住宅用地供应面积仍然负增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30：100 城住宅用地成交面积也仍然负增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31：房地产开发投资完成额累计同比依旧为负数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.4 地产企稳继续利好股市表现

整体上看，我们认为今年房地产的销售端和房价端都有望出现企稳态势，这有利于中国经济企稳向好。

第一，房地产市场企稳能有效缓释地产风险蔓延。在外需下行时期，房地产市场企稳对于国内经济企稳向好具有重要意义。过去房地产市场明显走弱，房地产销售和房价持续下跌，成为影响经济运行的一个重大风险因素。现在房地产市场出现众多企稳信号，我们认为今年房地产市场有望实现L型企稳。若地产如期企稳，将能有效缓释地产风险的蔓延，这也将有助于国内经济企稳向好。

第二，地产企稳也能减轻房地产对其他相关行业的拖累。家居、建材等行业较为依赖房地产行业，与房地产形成了共荣共损的关系。若今年房地产行业有望企稳，那么房地产对下游家居家电、轻工制造、装修装饰等相关行业的拖累也会减小，这也有望形成国内经济向好的托力。

我们认为，地产企稳有助于中国经济企稳向好，从而继续利好股市表现。

四、附录

附表 1：近期房地产政策梳理

时间	相关政策
2023/1/5	首套住房贷款利率政策动态调整机制：新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2022/11/25	推出 16 条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。
2022/9/30	自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025% 和 3.575%。
2022/9/29	2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
2022/5/25	受新冠肺炎疫情影响的缴存人，不能正常偿还住房公积金贷款的，不作逾期处理，不作为逾期记录报送征信部门。
2022/5/19	对于贷款购买普通自住住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
2022/2/8	明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。
2021/7/30	银川、徐州、金华、泉州、惠州 5 个城市今年上半年新建商品住宅销售价格和住宅用地价格增长过快，市场预期不稳，会议宣布将银川、徐州、金华、泉州、惠州纳入房地产市场监测重点城市名单。
2021/7/28	严格房地产企业“三线四档”融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理。要加快完善“稳地价”工作机制，优化土地竞拍规则，建立有效的企业购地资金审查制度。
2021/7/26	持续整治规范房地产市场秩序。
2021/3/26	坚决打击经营用途贷款违规流入房地产领域的违法违规行为。
2020/12/31	建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度：银行业金融机构房地产贷款占比和个人住房贷款占比应满足人民银行、银保监会确定的管理要求，即不得高于人民银行、银保监会确定的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限。

资料来源：中国人民银行，住建部，信达证券研发中心

风险因素

房价上涨超预期；房地产政策力度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数(以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。