



## 4月地产销售是升？还是降？

——宏观周报（20230515-20230521）

### 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

### 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

### 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

### 投资要点

- **4月地产销售是升？还是降？** 市场对4月房地产数据存在分歧，有的认为当月地产销售同比上升，有的认为大幅下降。我们认为，判断当月地产销售下降，主要可能是忽略了统计局对房地产相关数据可比口径的调整，4月房地产销售实际上是上升的。从数据来看，房地产市场在改善，尤其是销售以及竣工，不过结合5月的高频数据来看，改善的力度并不大，压力可能仍在二、三线城市。
- **地产销售继续回升。** 根据国家统计局公布的数据，1-4月商品房销售面积累计同比-0.4%，前值-1.8%。但根据绝对值金额直接来测算，1-4月商品房销售面积累计同比-5.4%，前值-3.5%，4月当月同比为-11.8%，前值-3.5%，这与统计局直接公布的增速出现了背离。其中主要原因是统计局针对房地产的数据进行了可比口径的调整，使得数据更加能反映真实的情况。若忽略可比口径来计算当月同比，得出的结论可能存在偏差。以统计局公布的累计同比增速修正可比口径基数，4月当月商品房销售面积同比5.5%，较前值上升5.4个百分点，表明地产销售有明显改善。
- **金融数据视角下也容易低估销售的改善。** 4月居民新增中长期贷款为-1156亿元，而房地产开发资金来源中按揭贷款超过2000亿元，依旧维持增长，两者存在矛盾。我们认为，主要原因可能在于低利率环境下，居民提前归还前期利率较高贷款的金额较多，从而导致居民中长期贷款下降。从数据看，房地产开发资金来源中的个人按揭贷款仍然维持在2000亿元以上，略高于去年月均1985亿元，也高于去年同期1668亿元，与可比口径下商品房销售面积当月同比增速所反映出的现象一致。故仅参考居民新增中长期贷款来判断房地产销售，可能存在低估。
- **地产投资增速估计仍偏弱。** 房地产数据中，销售数据一般领先于新开工、投资等数据，投资增速滞后于销售数据，而且开发商在拿地后通常并非一次性支付土地购置费，使投资数据更滞后。根据规定，首次缴纳比例不得低于全部土地出让价款的50%，剩余部分按照合同约定原则上在一年内支付完毕。这就导致了土地购置费增速滞后于拿地面积增速3个季度至1年左右。由于2022年土地购置面积增速处于低位，其对土地购置费具有领先性，而土地购置费在房地产投资开发中的占比近3成，故年内对地产投资可能继续形成拖累。而受益于保交楼等措施的推进，竣工增速有望延续高增，对地产投资可能形成支撑。对于在建安环节中需求较高的大宗商品以及地产后周期产业链可能存在一定的预期差。
- **4月经济数据低于预期，但高频数据显示经济可能已有所恢复。** 上周，国内发布4月工业生产、固定资产投资、社会消费品零售总额等经济数据，剔除基数效应来看，总体低于预期，反观海外美国经济仍有韧性，叠加其他诸如结售汇意愿的因素，人民币汇率破7，而权益市场的调整也映射出了对于基本面的预期。高频数据显示，上中下游开工率多数回升，反映出工业生产有所恢复，但石油沥青装置开工率回落，基建投资支撑的动能可能在逐步回落。由于统计局对地产数据可比口径的调整，市场对地产销售的改善可能存在低估。总体来看，中国经济仍有韧性，政策上也仍有空间，短期的预期波动带来的调整，不改中长期向好趋势。
- **风险提示：** 地缘政治风险；政策力度不及预期；海外金融事件风险。

## 正文目录

<b>1. 4月地产销售是升？还是降？</b> .....	<b>4</b>
1.1. 可比口径调整后，地产销售继续回升 .....	4
1.2. 地产投资增速预计仍偏弱 .....	6
<b>2. 高频数据：上中下游开工率多数回升，乘用车销售回落</b> .....	<b>8</b>
<b>3. 本周关注</b> .....	<b>8</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>9</b>

## 图表目录

图 1 房地产投资当月同比可比口径修正, % .....	4
图 2 商品房销售当月同比可比口径修正, % .....	4
图 3 居民新增中长期贷款, 亿元 .....	5
图 4 房地产资金来源下的个人按揭贷款, 亿元 .....	5
图 5 30 大中城市商品房销售面积, 万平方米 .....	5
图 6 一线城市商品房销售面积, 万平方米 .....	5
图 7 二线城市商品房销售面积, 万平方米 .....	6
图 8 三线城市商品房销售面积, 万平方米 .....	6
图 9 房地产投资完成额构成, % .....	7
图 10 土地购置费与土地购置面积增速, % .....	7
图 11 建筑工程投资及其他费用当月同比 (按可比口径调整), % .....	8

## 1.4 月地产销售是升？还是降？

### 1.1.可比口径调整后，地产销售继续回升

4 月地产销售是升？还是降？市场对 4 月房地产数据存在分歧，有的认为当月地产销售同比上升，有的认为大幅下降。我们认为，判断当月地产销售下降，主要可能是忽略了统计局对房地产相关数据可比口径的调整，4 月房地产销售实际上是上升的。从数据来看，房地产市场在改善，尤其是销售以及竣工，不过结合 5 月的高频数据来看，改善的力度并不大，压力可能仍在二、三线城市。

地产销售继续回升。根据国家统计局公布的数据，1-4 月商品房销售面积累计同比-0.4%，前值-1.8%。但根据绝对值金额直接来测算，1-4 月商品房销售面积累计同比-5.4%，前值-3.5%，4 月当月同比为-11.8%，前值-3.5%，这与统计局直接公布的增速出现了背离。其中主要原因是统计局针对房地产的数据进行了可比口径的调整，使得数据更加能反映真实的情况。若忽略可比口径来计算当月同比，得出的结论可能存在偏差。以统计局公布的累计同比增速修正可比口径基数，4 月当月商品房销售面积同比 5.5%，较前值上升 5.4 个百分点，表明地产销售有明显改善。

据统计局解释，可比口径的主要调整在于：（一）加强在库项目管理，对毁约退房的商品房销售数据进行了修订；（二）加强统计执法，对统计执法检查中发现的问题数据，按照相关规定进行了改正；（三）加强数据质量管理，剔除非房地产开发性质的项目投资以及具有抵押性质的销售数据。

图1 房地产投资当月同比可比口径修正，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 商品房销售当月同比可比口径修正，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

金融数据视角下也容易低估销售的改善。4 月居民新增中长期贷款为-1156 亿元，而房地产开发资金来源中按揭贷款超 2000 亿元，依旧维持增长，两者存在矛盾。我们认为，主要原因可能在于低利率环境下，居民提前归还前期利率较高贷款的金额较多，从而导致居民中长期贷款下降。

从数据看，4 月当月金融数据中，居民新增中长期贷款为-1156 亿元，继 2022 年 4 月、6 月以来再次出现负增长。而从房地产企业视角来看，开发资金来源中的个人按揭贷款仍然维持在 2000 亿元以上，略高于去年月均 1985 亿元，也高于去年同期 1668 亿元，与可比口径下商品房销售面积当月同比增速所反映出的现象一致。故仅参考居民新增中长期贷款来判断房地产销售，可能存在低估。

图3 居民新增中长期贷款，亿元



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

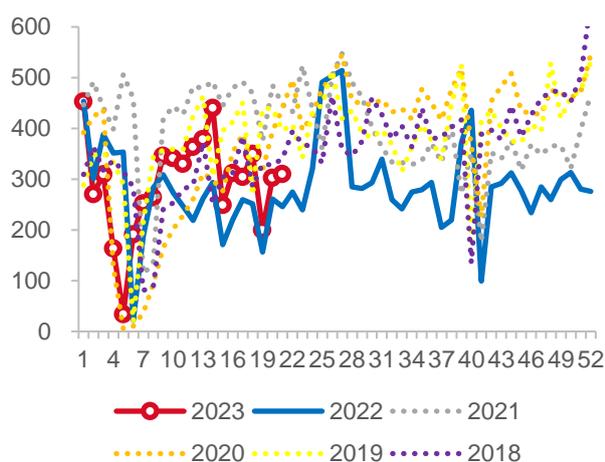
图4 房地产资金来源下的个人按揭贷款，亿元



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

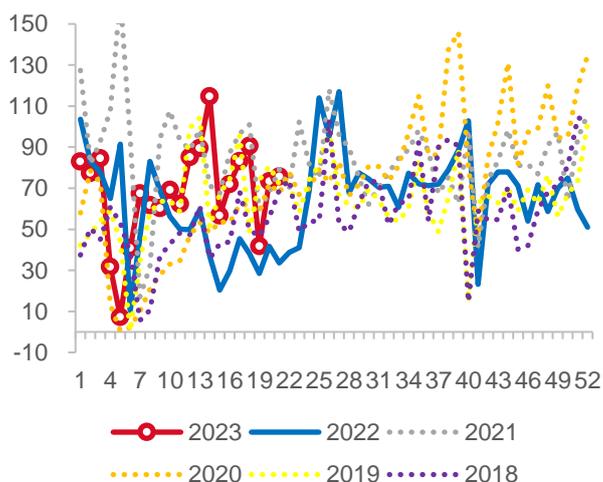
但也需要注意地产销售改善的过程中仍然存在波动，高频数据显示 5 月地产销售相对于 4 月有所下滑。结合 5 月前三周的 30 大中城市商品房成交面积高频数据来看，向上的动能有所减弱，而压力仍然主要集中在二三线城市，一线城市销售水平仍高于近几年同期水平。5 月 7 日、14 日、21 日当周，30 大中城市商品房成交面积分别为 200、303、310 万平方米，同比分别为 27.8%、16.1%、26.0%，而 4 月份周同比均值为 36.0%。

图5 30 大中城市商品房销售面积，万平方米



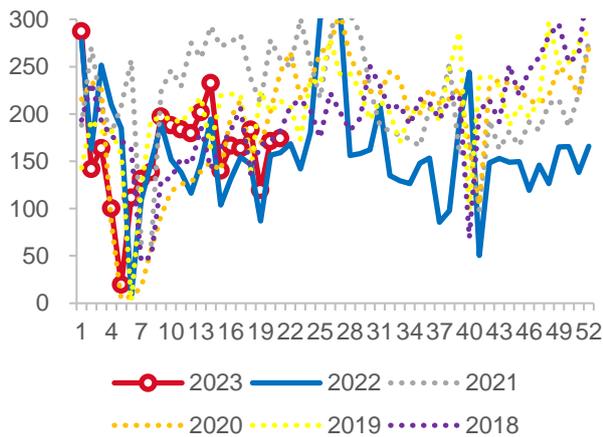
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 一线城市商品房销售面积，万平方米



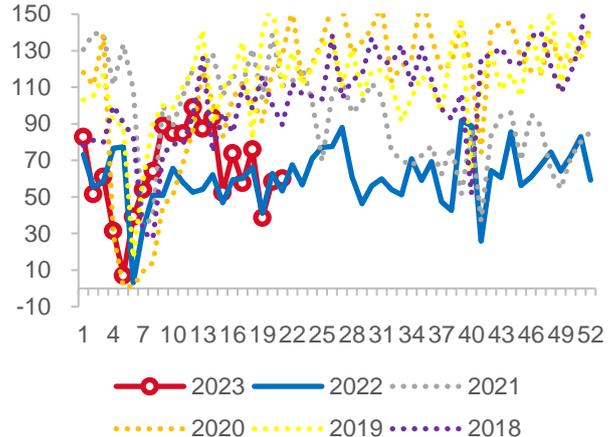
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 二线城市商品房销售面积，万平方米



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 三线城市商品房销售面积，万平方米



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 1.2.地产投资增速预计仍偏弱

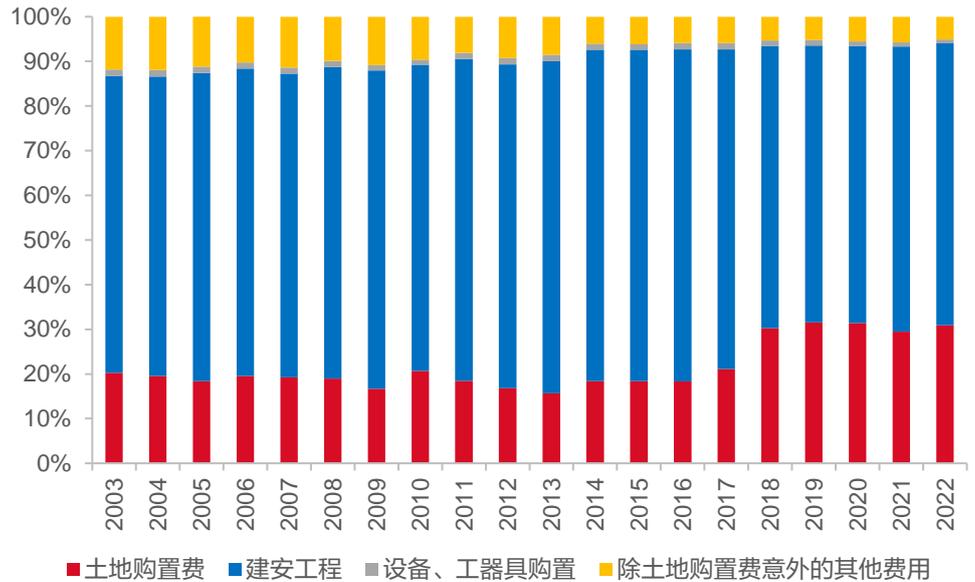
地产投资数据滞后。房地产数据中，销售数据一般领先于新开工、投资等数据，投资增速滞后于销售数据，而且开发商在拿地后通常并非一次性支付土地购置费，使投资数据更滞后。根据规定，首次缴纳比例不得低于全部土地出让价款的 50%，剩余部分按照合同约定原则上在一年内支付完毕。这就导致了土地购置费增速滞后于拿地面积增速 3 个季度至 1 年左右。

2017 年以来，土地购置费在房地产投资完成额中的占比明显提升，一方面可能与房企在高周转模式下拿地速度的提升有关，另一方面可能与地价的上涨有一定关系。

由于 2022 年土地购置面积增速处于低位，其对土地购置费具有领先性，而土地购置费在房地产投资开发中的占比近 3 成，故年内对地产投资可能继续形成拖累。而受益于保交楼等措施的推进，竣工增速有望延续高增，对地产投资可能形成支撑。对于在建安环节中需求较高的大宗商品以及地产后周期产业链可能存在一定的预期差。

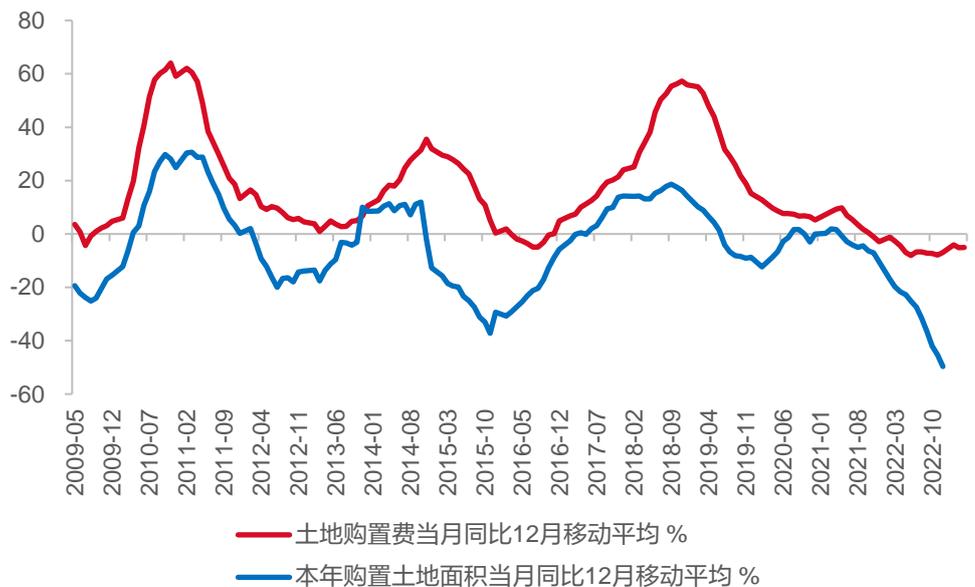
房价涨、竣工强、新开工弱。同样以前文所述的可比口径看修正后的新开工、竣工等数据，4 月当月商品房销售金额、新开工面积、竣工面积当月同比分别为 28.0%、-27.3%、42.0%，均较上月有所改善。反映出：(1)销售金额增速高于销售面积增速，表明房价上涨可能有所贡献；(2)新开工面积增速降幅略有收窄，但仍处低位，一定程度上仍会拖累投资；(3)竣工面积维持高位，保交楼工作仍在推进，支撑地产投资。

图9 房地产投资完成额构成，%



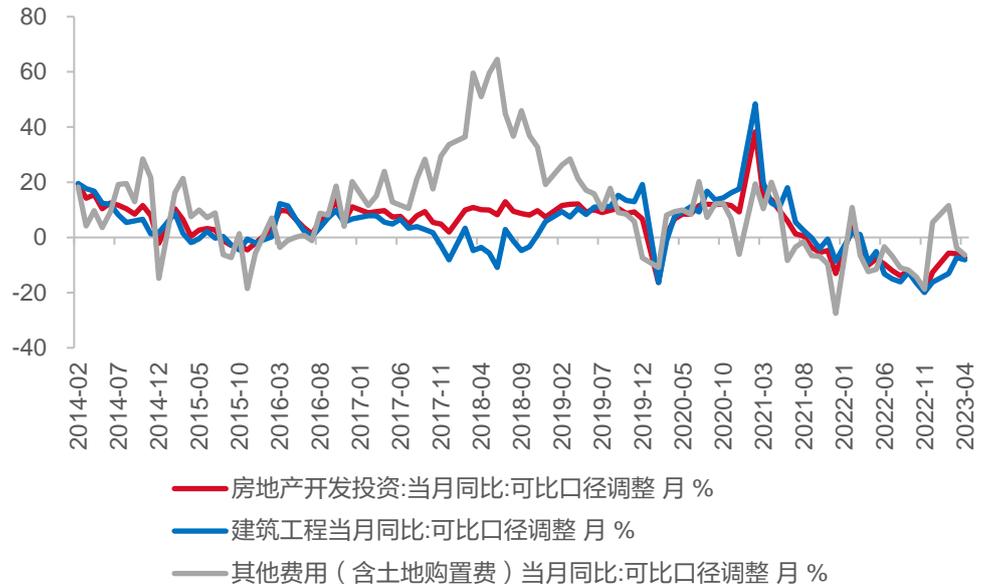
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 土地购置费与土地购置面积增速，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 建筑工程投资及其他费用当月同比（按可比口径调整），%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 2.高频数据：上中下游开工率多数回升，乘用车销售回落

4月经济数据低于预期，但高频数据显示经济可能已有所恢复。上周，国内发布4月工业生产、固定资产投资、社会消费品零售总额等经济数据，剔除基数效应来看，总体低于预期，反观海外美国经济仍有韧性，叠加其他诸如结售汇意愿的因素，人民币汇率破7，而权益市场的调整也映射出了对于基本面的预期。高频数据显示，上中下游开工率多数回升，反映出工业生产有所恢复，但石油沥青装置开工率回落，基建投资支撑的动能可能在逐步回落。由于统计局对地产数据可比口径的调整，市场对地产销售的改善可能存在低估。总体来看，中国经济仍有韧性，政策上也仍有空间，短期的预期波动带来的调整，不改中长期向好趋势。

上周高频数据情况：

**生产：**开工率普遍回升。上游高炉、PTA、六大发电集团日均耗煤量有所回升；中游纯碱开工率延续回落，浮法玻璃开工率继续小幅回升；下游江浙织机、半钢胎开工率延续五一假期后的回升。

**基建：**石油沥青开工率回落，水泥发运率小幅回升。

**消费出行：**交通拥堵延时指数小幅回落；乘用车销售环比回落、票房环比回升。

**出口：**价格上，BDI指数及运价指数均小幅回落。数量上，港口完成集装箱吞吐量环比继续上升。

## 3.本周关注

- 1) 国内4月工业企业利润。
- 2) 美联储5月议息会议纪要。

- 3) 美国 4 月 PCE 通胀。
- 4) 欧美 5 月制造业 PMI 初值。
- 5) 美国债务上限谈判情况。

## 4.风险提示

地缘政治风险，导致能源价格大幅上涨，形成输入性通胀风险。

政策力度不及预期，导致经济恢复不及预期。

海外金融事件风险，导致全球出现系统性金融危机。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089