

**分析师 周君芝**

执业证书: S0100521100008

电话: 15601683648

邮箱: zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 陈怡

执业证书: S0100122120020

电话: 13817480407

邮箱: chenyi@mszq.com

全国楼市经历 2-3 月“小阳春”后，4 月以来新建住宅和二手住宅成交量季节性回调。部分城市二手房挂牌量增长速率较快，挂牌价指数连续走低。中国二手房市场目前到底发生了怎样的变化？

我们调研两大板块二手房市场，上海以及环沪经济带城市（杭州、苏州、太仓）以及中部长江经济带城市（武汉、宜昌、枝江、长阳），以期反映更多二手房市场现实。

➤ 2-3 月楼市“小阳春”过后二手住宅市场成交转淡。

实地调研的意义在于我们能够更加清晰获知细节线索和现实逻辑。调研现实反馈今年 2-3 月楼市“小阳春”之后，二手房成交转淡，与高频数据反馈信息一致。4 月以来二手房成交转淡过程中有三点特征值得关注。

（一）前期积压需求集中释放后，二手房买卖双方价格博弈加剧。4 月以后刚需购房阶段性退坡，然而二手房供应保持稳定，供需双方价格博弈加剧，成交周期拉长。

（二）非一线城市二手房普遍面临新房供应带来的二手房价格压制。新房价格主动或被动限价，压制了二手房价上涨空间。

（三）一线城市二手房偏稳健，整体成交价仍小幅增长。成交量回落背景下，一线城市二手住宅成交价格仍维持一定韧性，这与 4 月统计局公布的一线城市二手住宅指数趋势保持一致。

➤ 二手住宅市场分化格局下的三点具体演绎。

当前二手住宅市场分化的格局分化，综合不同地区和不同板块的量价表现，我们可以总结得到三大特征。

第一，热门城市优于非热门城市，沿海经济带优于中部经济带。城市分化背后仍然是区域经济分化以及当地居民财力分化（居民手中持有储蓄）。

第二，不同品质住宅板块分化加剧。综合不同城市及板块调研信息，我们得到由强及弱排序：豪宅>大面积改善型住宅>刚需住房>小面积改善型住宅。

第三，价格抗跌的住宅板块内部也呈现一定程度分化。豪宅以及“大刚改”住宅价格比较抗跌，即便如此，这些二手住宅内部仍产生一定分化，分化主要取决于房龄、楼层、景观、物业水平等因素。

➤ 相较于其他类型住宅，此次调研显示“小刚改”住宅价格更为弱势。

我们认为小刚改价格相对偏弱主要三点因素有关。

一是，居民收入预期的不稳定性。以杭州某曾经热门的板块为例，大厂效应退潮后该区域从去年下半年开始出现普遍降价。

二是，产业布局调整带来相关就业压力。去年至今，长三角陆续有代工工厂将部分产线调整，这一点在宏观数据上有同步印证。我们调研发现，受产业调整影响，苏州工业园区相关板块的购房和租房市场皆受负面影响。

三是，稀缺性但前期投机氛围浓厚的住宅区域退热。典型板块有上海大虹桥等。

➤ 当前二手房挂牌看似放量背后的“虚”与“实”。

2-3 月“小阳春”过后，媒体对于城市二手房挂牌抛压渲染较多。实地调研之后，我们发现市场对当前真实二手房挂牌格局存有两点认知偏差。

（一）二手房挂牌新增并未大幅增加，事实上供给相对稳定。局部板块挂牌量看似异增，主因多处挂牌、应对成交周期拉长而提前挂牌等，真实二手房供给并未激增。

（二）二手房挂牌动机趋于多元化，这些挂牌反映出当下地产若干新现象。例如本地改善性需求和异地改善型需求仍偏强韧，相关挂牌背后都有置换并追求更高改善型住房的影子。此外，当下宏观环境增大就业压力，变现需求对应二手挂牌较往年增加。

综上，当下实际有效挂牌量未如预期严峻。只因各种原因挂牌数量“表象”扩大。

风险提示：调研数量与范围有限、地产调控政策超预期。

相关研究

- 1.宏观专题研究：“天量”信贷缘何难推投资高增？-2023/05/23
- 2.全球大类资产跟踪周报：成长板块强势回归-2023/05/22
- 3.流动性跟踪周报：又见人民币汇率破 7-20 23/05/21
- 4.2023 年 4 月财政数据点评：财政的“疲惫感”-2023/05/19
- 5.海外专题研究：美国债务上限蕴含的投资机会-2023/05/19

目录

引言	3
1 楼市“小阳春”过后二手住宅市场成交转淡	3
2 二手住宅市场分化格局的演绎	4
3 当前二手房挂牌看似放量背后的“虚”与“实”	7
4 风险提示	9
插图目录	10

引言

全国楼市经历 2-3 月“小阳春”后，4 月以来新建住宅和二手住宅成交量季节性回调。

部分城市二手房挂牌量增长速率较快，挂牌价指数连续走低。有关中国存量房地产过剩担忧随之而起。

我们在上海以及环沪经济带城市（杭州、苏州、太仓）以及中部长江经济带城市（武汉、宜昌、枝江、长阳）进行专项调研。

我们尝试从实地调研的一线视角观察当下商品住宅成交回落原因，并尝试解开当前存量房市场面临怎样的结构分化。

1 楼市“小阳春”过后二手住宅市场成交转淡

春节“小阳春”过后，4-5 月新房销售和二手房销售总量数据转弱，成交价承压。我们在环沪经济带以及中部长江经济带城市的不同住宅板块的调研反馈，基本与之前高频数据反馈结果一致。

实地调研的意义在于我们能够更加清晰获知细节线索和现实逻辑。

调研信息反馈当下存量商品住宅正在经历的现状，总结起来有如下几点特征。

第一，积压需求集中释放后，业主和购房者博弈加剧。

据调研反馈，进入 4 月之后，刚需购房阶段性退坡，叠加存量房供应稳步增长，二手房成交周期普遍拉长，供需双方在成交价方面博弈加剧。

第二，非一线城市二手房普遍面临新房供应带来的二手房价格压制。

和高频数据较为吻合，4 月之后成交量回落，二手房成交价出现松动；一线和非一线城市表现分化，非一线城市跌价幅度更为显著。

一来，强二线城市由于限价政策造成了新房和二手房存在较大套利空间，新房供给较为充足，新房推盘对二手住房价格上涨造成明显压制。类似情况在调研杭州、苏州等地区反馈比较充分。

二来，普通二三线城市新房和二手房倒挂情况不多见，但新推盘出现新房价格直降和赠送车位、家具等优惠情况。新房实际成交价下调，对当地二手房市场价格也形成压制。类似情况在武汉、苏州、太仓等地也有相应充分反馈。

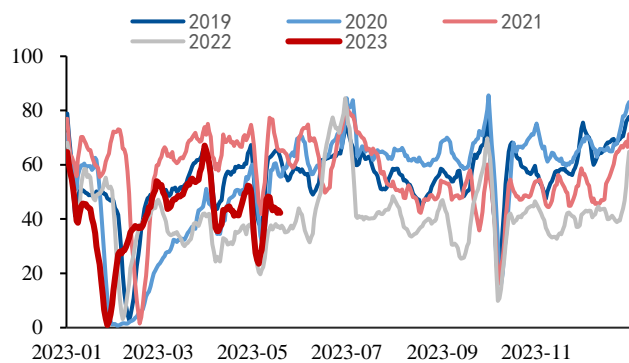
第三，一线城市二手房偏稳健，整体成交价仍小幅增长。

成交量回落背景下，调研样本中上海的住宅成交价格仍维持一定韧性，这和

4月统计局公布的一线城市二手住宅指数的趋势一致。

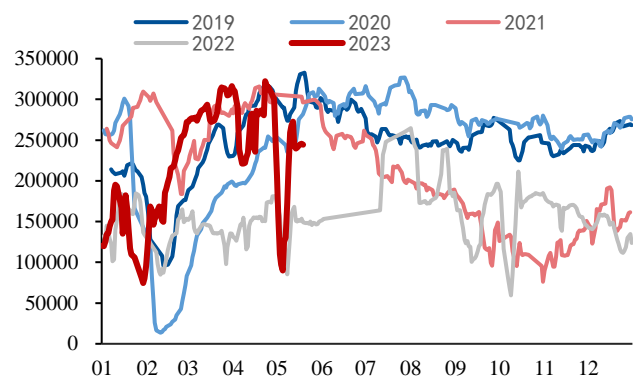
以我们调研的上海长宁某刚改小区为例，4月之后成交量显著回落，但依据链家内网实际成交价信息，整体价格较2021年成交价仍录得小幅正增。

图1：30大中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

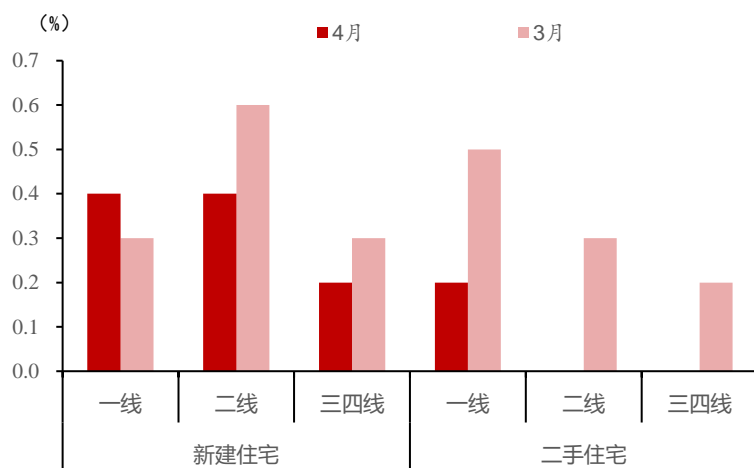
图2：九大城市二手商品房成交面积（平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：九大代表城市分别选取：北京、深圳、杭州、成都、南京、青岛、苏州、东莞、佛山

图3：2023年3-4月各梯队城市新建及二手住宅价格环比涨跌数据



资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院

2 二手住宅市场分化格局的演绎

当前二手住宅市场分化的格局极致演绎，综合不同地区和不同板块的量价表现，我们得到几点核心结论：

第一，热门城市二手住宅市场仍保持相对强势。

参考二手住宅成交量价、以及调研反馈的新房中签率情况，不同城市的楼市表现呈现一定梯度：上海>杭州>苏州>太仓~武汉。

据中指的项目成交价量数据，上海 4 月份二手住宅成交量环比回落，而平均成交价仍微增。相较之下，非热门城市，例如苏州以及武汉，二手住宅平均成交价已经回落至去年 Q4 的水平。

我们调研过程中发现，昆山、太仓、长江经济带沿线城市的新房优惠力度较大。相对而言，苏州热门板块仍维持较低的新房中签率，楼市表现相对健康。

城市分化背后仍然是区域经济的分化，环沪经济带城市群整体表现优于中部经济带城市。

如我们在之前的研究报告《地产大分化时代已来》中提及，东部地区房地产市场大概率受益于两方面因素保持相对优势，一是偏低的地产库存，二是偏多配超额储蓄。

图4：调研城市二手商品住宅价量表现

城市	指标	2023年 04月	2023年 03月	2023年 02月	2023年 01月	2022年 12月	2022年 11月
上海	销售价格(元/㎡)	62851	61665	59818	59915	59189	56396
上海	销售面积(万㎡)	129.55	178.8	143.9	60.94	89.43	110.8
苏州	销售价格(元/㎡)	27769	28186	28214	27396	27717	28330
苏州	销售面积(万㎡)	75.79	79.97	39.75	40.6	39.8	49.31
武汉	销售价格(元/㎡)	16477	17154	16259	16374	16473	16778
武汉	销售面积(万㎡)	117.26	116.5	68.39	57.53	63.01	45.66

资料来源：中指数据库，民生证券研究院

第二，不同品质住宅呈现更深度分化。

成交量整体走低背景下，二手住宅价格走势并非统一大幅下滑。根据我们实地调研反馈，不同品质住宅呈现更深度分化。

目前不同类型二手房的价格抗跌性排序（由强及弱）：豪宅>大面积改善型住宅>刚需住房>小面积改善型住宅

第三，二手住宅抗跌板块内部也存在一定程度分化。

豪宅和大面积改善性住房两大板块抗跌性相对更强。而在这两大板块内部，也存在一定程度的分化。

(1) 二手豪宅和高品质改善性住宅价格分化，主要取决于房龄、景观、楼层、地段等因素。房龄越低、景观越好（例如江景房）、楼层偏高、地段在

市中心或者毗邻热门商场等，此类住宅价格表现越强。

(2) 小区规划以及物业管理也是同板块不同小区价格分化的重要因素。

第四，小面积改善型住房板块，跌价现象最为普遍。

结合宏观经济基本面和我们的实地调研反馈，可以发现该板块跌价背后主要有三大原因：

(1) 居民收入预期不稳定性。

比较典型案例是杭州某曾经的楼市爆盘，大厂效应退潮后，员工收入预期下降，该区域自去年 5、6 月份之后便出现，普遍降价。

(2) 产业转移带来相关住宅房价面临下跌。

我们调研苏州工业园区发现，当地制造业产业迁移在疫情间出现加速的情况，人口随着产业迁出而流出对区域房地产市场产生一定影响。

(3) 缺乏稀缺性但前期投机氛围浓厚的边缘改善性住宅区域退热。

如上海大虹桥，由于过多依赖未来规划但实际稀缺性不足，价格回落幅度较为明显。

第五，刚需盘观望氛围浓厚，但整体价格下跌空间比较有限。

今年 2-3 月疫情积压购房需求集中释放，进入 4 月之后，刚需成交量回落，成交周期同步拉长。整体价格下跌的空间已比较有限，主要有两点原因：

(1) 高线城市住房降级，冲抵了逆城市化需求减量。这也是为何高能级城市刚需住宅价格表现尚可的原因。

以上海浦东郊区某典型刚需住宅小区为例，4-5 月尽管成交量回落，但买卖双方博弈加剧暂未出现明显降价现象。购买方观望的同时，挂牌方改善置换节奏也在放缓。

(2) 低线城市住宅总价相对较低。刚需盘在以往多轮的房价周期内价格弹性往往弱于改善以上定位的住宅价格，上涨和下跌空间都比较有限。

以武汉和太仓为例，老城区房子尽管房龄较老，居住品质一般，但受益于便利的交通，完善的配套，价格表现长期稳定，当前下跌空间也十分有限。

3 当前二手房挂牌看似放量背后的“虚”与“实”

2-3 月“小阳春”过后，媒体对于城市二手房挂牌抛压渲染较多。实地调研之后，我们发现市场对当前真实二手房挂牌格局存有三点认知偏差：

第一，二手房挂牌新增供应总体而言没有井喷，二手房供给相对稳定。

我们调研反馈，数据上看 2020 年疫情之后，二手房挂牌量延续增长，但事实上每月新增供应整体维持稳定，**当前二手房供给整体处于正常的放量节奏。**

从挂牌住宅的类型来看，刚需盘和小面积改善的挂牌量仍占主要比例。**投机盘抛售并不普遍**，说明当前二手房交易市场仍处在相对稳定的状态。

第二，局部板块挂牌量看似异常增多，主因三点扰动，并不意味着供给大增。

调研过程中，局部区域挂牌貌似“激增”，但深入分析之后我们发现这一挂牌量“貌似多增”有几处深层次原因：

(1) 多处挂牌。近期成交周期拉长之后，部分业主基于推进售房考虑，会选择多个平台同时挂牌以及多次调整价格重新挂牌。这会造成数据上重复计算，这会夸大挂牌量的数据表象，但实际上这部分房源并非新增供应。

(2) 成交周期拉长。部分业主并不急于当下就出售房产，但因市场成交周期长，选择当下挂牌来应对成交周期拉长现实。这种情况下，这部分业主的挂牌并不意味着当下真实售房意图，而是需求回落导致存量挂牌量较大。这也能解释为何成交周期拉长之下，挂牌量增多但未同步对应二手房价格快速下降。

(3) 二手住宅外网展示限制放松。依据调研反馈，一些房屋从中介公司内网转移到外网挂牌，造成了挂牌激增表象。这种情况下，二手房挂牌数量多增并不意味着新增供应放量，而是原有供应从内网转移到外网，挂牌量数量表面上扩大。

第三，二手房挂牌动机趋于多元化，这些挂牌反映出当下地产若干新现象。

(1) 本地改善性需求。刚需和小面积改善住宅的业主，倾向于置换本地大面积改善住宅以及打新，所以刚需和小刚改挂牌占比较高。

调研城市对该信息皆有反馈，这一现象在杭州等一二手价差较大、刚改需求较旺的地方更明显，这说明仍然存在部分改善型住房需求。

(2) 异地改善型需求。三四线城市刚需和小面积改善住宅的业主，倾向于置换省会城市住宅。这说明中部省会城市对省内人口流入仍存在一定吸引力。

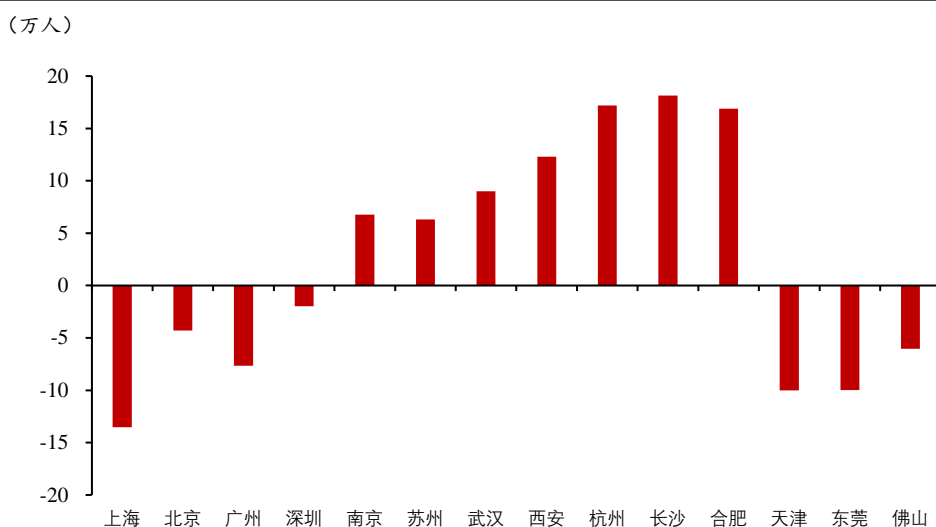
(3) 变现需求。变现需求的原因主要有几种情况，一是资金链压力，二是

收入预期不稳定，三是变现用作他用（如子女教育投入）；上海、杭州、苏州以及武汉等地对该情况反馈较充分。这说明当前宏观经济形势对部分居民的收入产生了影响，以及市场仍然存在部分变现需求。

(4) 人口流出。人口流出的问题考虑产业迁出（苏州、太仓）以及外籍人口流出（苏州、杭州、上海）。这说明当前国际形势对部分城市的房地产市场产生了一定影响。

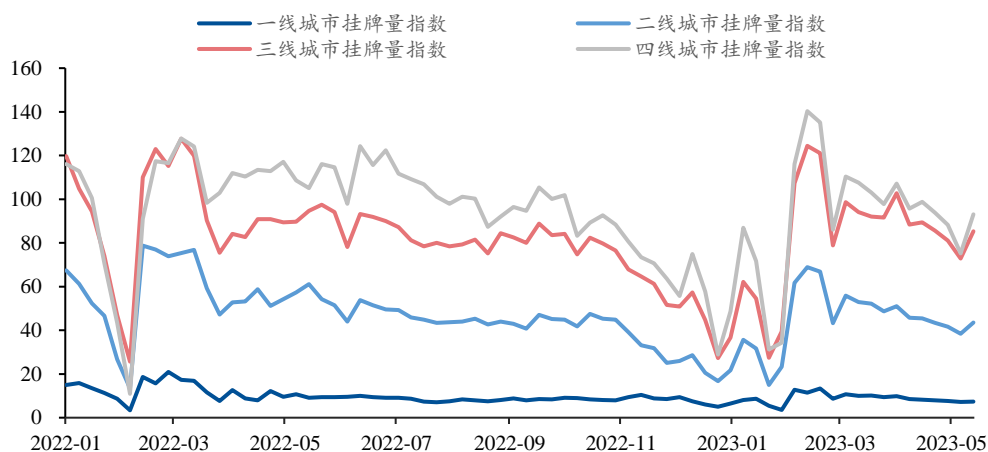
综上所述，实际有效挂牌并不如预期严峻，但由于各种原因挂牌表象扩大。同时，我们也发现了一些新的挂牌现象，值得我们进一步关注。

图 5：2022 年城市常住人口变化



资料来源：各地统计局，民生证券研究院

图 6：今年以来不同能级城市挂牌量指数变化



资料来源：国信达数据，民生证券研究院

4 风险提示

1) **调研数量与范围有限。**本次调研城市以及住宅板块数量及范围有限，所得结论可能与真实情况存在偏差。

2) **地产调控政策超预期。**地产调控政策超预期或对房地产销售价量表现有重大影响。

插图目录

图 1: 30 大中城市房地产成交面积 (万平方米)	4
图 2: 九大城市二手商品房成交面积 (平方米)	4
图 3: 2023 年 3-4 月各梯队城市新建及二手住宅价格环比涨跌数据	4
图 4: 调研城市二手商品住宅价量表现	5
图 5: 2022 年城市常住人口变化.....	8
图 6: 今年以来不同能级城市挂牌量指数变化	8

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