

还应期待怎样的地产政策？

2023年06月20日

近期市场博弈政策，对当下偏弱的地产，市场一方面期待政策，同时也在困惑当下：地产到底经历了怎样的现实压力，未来还有哪些政策可以放松？

研究层面我们只能把握政策“应然性”，针对地产行业现状“应该”出台哪些政策。中国地产行业牵涉众多，政策考虑更多维度，最终政策实施落地与研究层面给出的“应然性”有时并不完全一致。**即政策应然性只是我们观察未来或有地产政策的坐标轴，而非衡量尺度，这一点值得充分重视。**

研究地产政策“应然性”，我们先从当下地产三点特征来把握中国地产底层运行逻辑，随后推演中国地产政策或许会从哪些方面入手。

➤ 当下中国地产的三点特征违背市场直觉，这是理解中国地产现实的三个切入口。

横向对比国际经验，中国本轮地产下行并非缘起金融杠杆过高。其他国家地产价格下行往往起因于加息戳破金融杠杆泡沫，与之不同，中国本轮地产价格下行过程中并未伴随典型的金融杠杆调整现象。中国本轮地产压力更多来自收入预期和房价预期转弱。

不论是库存测算还是户均套数测算，均显示中国地产总量尚未供给过剩。着眼当下，静态库存以及动态库销比现实，只要今年销售维持正增长，则今年库存压力便弱于去年。此外，我们测算了中国城镇居民户均套数，截至目前，中国城镇居民户均套数在 1 左右，低于成熟发达国家的 1.1，说明住宅市场总量并未供给过剩。

中国地产的确结束了黄金发展二十年，大分化或是未来地产发展主题。当下中国城镇化率已超 65%，地产黄金发展期已过。未来中国地产将迎接分化大时代。数据层面可以同步印证。一是城市库存去化周期的深度分化，高能级城市经济带地区的有效库存较低，而靠后 60% 的地区面临现实的去库压力。二是人口流动的分化，人口向东部沿海高能级城市流入，向本地省会城市流入。三是商品住宅定价分化，大部分住宅归为商品属性，价格弹性弱，一部分资源稀缺的住宅因带有金融属性，价格与货币周期同频。

本轮地产下行压力并非直接缘起金融杠杆破裂，并且测算发现当前中国地产尚不能判定为总量供给过剩，这就意味着面对当下地产下行，政策有必要“松绑”。这一点已经在政策层面得到回应，去年 4 月至今，地产需求政策因城施策陆续放松。

➤ 既然压力更多来自收入和房价预期转弱，短期地产政策或有三个着力点。

其一，降息维持居民部门资产负债表稳定。

站在居民角度，当下中国地产的矛盾是偏弱的收入预期和持续低迷的地产价格之下，债务偿付压力偏高。毕竟中国目前存量房贷利率多数在 4% 以上。为平衡债务偿付比，去年底至今，部分居民以提前还贷方式收缩资产负债表。提高居民收入及地产价格预期，需要时间，短期内延缓居民缩表进程的操作是降息。这也是为何我们预计今年降息不止一次。

其二，关注高能级城市需求端政策放松的有效空间。

去年 4 月至今，低能级城市因城施策宽松政策应放尽放。低能级城市后续进一步放松空间有效，效果亦有限。若未来仍有地产需求端政策放松，有效空间还是在高能级城市。

其三，有效激活本轮中国地产需求，政策操作可参考 2014-2015 年。

本轮地产下行压力并不来自于金融杠杆过高，本轮地产价格下行压力缘自收入预期和地产价格预期。这种情况历史上并不常见，能够与当下地产现实压力类似的是 2014 年，当时也面临着地产各环节数据快速下行，宏观大背景也是内需偏弱，有效需求不足。以此推演，激活本轮地产需求，有效政策操作可参考 2014 至 2015 年。

➤ 未来地产主题是大分化，这也意味着未来地产政策调控需要双层并进。

中国城市化未来方向是都市圈、城市圈、城市群以及中心城市扩容。我们认为，传统总量需求调控政策框架基础上，政策还可以在以下两方面有所着力。

针对人口流入地区，进一步平衡住宅的居住和资源属性。抑制地产投机泡沫同时，加大“以旧换新”，“以小换大”等改善性住房需求支持力度。

针对人口流出地区，深入推进新型城镇化，加快库存去化。三四线城市面广人多，尤其广大中西部地级市、县级市的楼市库存积压相对严重，对地方的稳增长、调结构以及金融业带来较大风险。三四线城市加快地产去库可主要遵循“加快农业转移人口市民化”、“因城施策化解房地产库存”，“建立租购并举的住房制度”三条方针，采取更具针对性措施。

➤ 风险提示：调研数量与范围有限、地产调控政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 陈怡

执业证书：S0100122120020

邮箱：chenyi@mszq.com

相关研究

1. 宏观专题研究：耐心等待政策的“出牌”节奏-2023/06/19
2. 流动性跟踪周报：海外资金加速涌入日本股市-2023/06/18
3. 2023年5月财政数据点评：财政还有多少空间？-2023/06/17
4. 全球大类资产跟踪周报：预期反转-2023/06/17
5. 2023年5月经济数据点评：留一份期待给三季度-2023/06/16

目录

1	当下地产下行压力源头不在金融杠杆过高	3
2	当下地产压力更多来自收入和房价预期转弱	4
3	当下中国地产现实是总量供给尚未过剩	5
4	大分化或是未来中国地产发展的趋势	6
5	面对现实，我们还应该期待怎样的地产政策？	7
6	风险提示	10
	插图目录	11

1 当下地产下行压力源头不在金融杠杆过高

纵观海外经验，地产周期和货币利率周期密切相关。地产下行直接诱因是货币收紧，金融杠杆断裂，进而引发一系列负面的连锁效应。

依据国际经验，金融政策调整，尤其货币松紧是房地产泡沫积累和破灭的常见的直接诱因。以日本、美国为例，房地产泡沫形成与低息政策和流动性泛滥相关，而泡沫破灭则往往起因加息收紧流动性。

回溯我国过往历史商品房销售数据，也能发现每一轮地产周期背后都有政策调控的影子。政策松紧决定了地产周期的开始与终结。

与海外地产泡沫破裂经验不同，本轮中国地产下行（2021年7月至今），并非起因加息或者流动性收紧。

4月以来的地产超季节性调整呈现出两点重要特征：

一是国内宏观利率环境趋于稳定，地产下行甚至同步伴随利率下降。

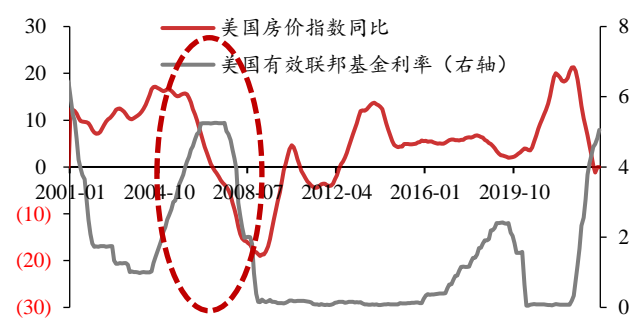
二是地产价格急跌情形至今没有出现。

上述两点现象指向目前中国楼市调整，并非缘起于金融杠杆过高而导致投机性抛压。这与我们在今年5月初二手房调研时反馈的信息交叉验证。

今年5月初我们在多地展开调研，不同地区和板块反映出的共性特征是，目前尚未看到金融杠杆调整。地产价格下行压力更多缘自购房需求偏弱。

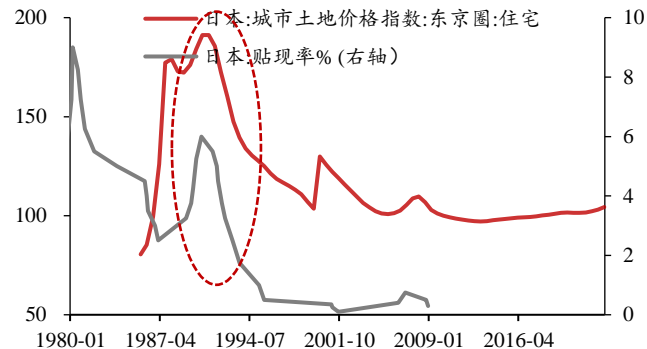
正因如此，本轮地产价格下行过程中并未伴随一些典型的金融杠杆断裂现象，例如金融流动性波动、资产负债表广泛传染等。

图1：美国房价波动和联邦基金利率



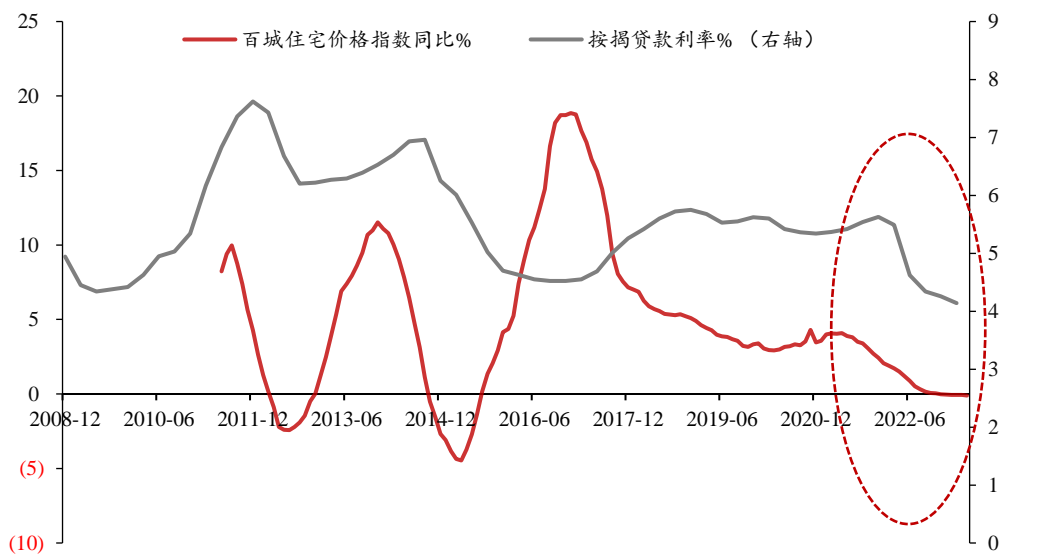
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：日本城市土地价格指数和利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：本轮房价下跌（2021年7月至今）过程中利率同步下行



资料来源：wind，民生证券研究院

2 当下地产压力更多来自收入和房价预期转弱

4月以来新建住宅和二手住宅成交量回落，楼市调整压力加大。

我们之前二手房调研反馈，当前二手挂牌动机趋于多元化，变现需求较以往有所增加。二手挂牌量偏多，局部板块价格偏弱，总体可归为两点原因。

第一，居民收入预期不稳定。

中小民营企业以及外资面临经营压力，宏观数据上民营和外资的工增持续下探，可做同步印证。

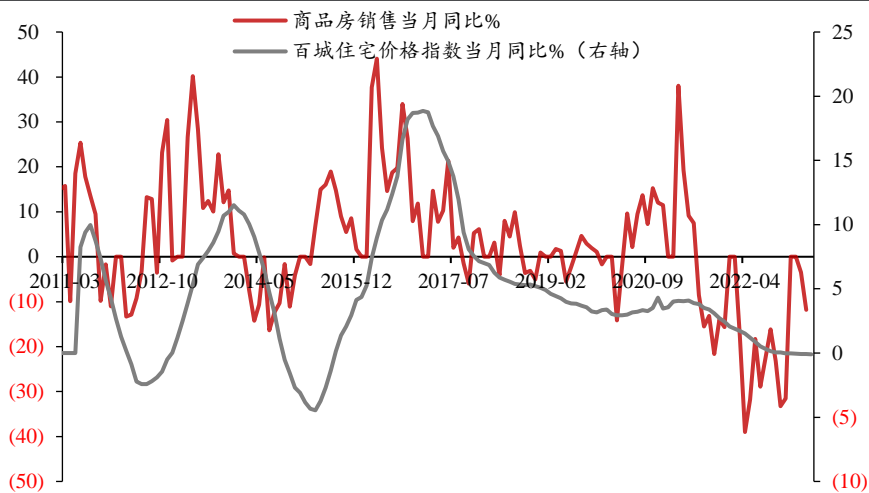
作为吸纳就业最大的两大企业主体，民营和外资规模扩张进度迟缓，最终带来就业压力以及居民收入端预期下降。

第二，房地产价格预期转弱。

杭州房价下降较大板块是某网红楼盘，原因在于大厂效应退潮，导致网红楼盘价格下跌幅度大于其他楼盘。苏州房价下行较大板块主要落在工业园区，起因外资工业企业生产计划调整。

上述两点微观成因在一定程度上描述当下地产下行压力较大，更因为收入预期下降叠加房价预期转弱共振。

图4：4月以来商品房成交量跌价缓



资料来源：wind，民生证券研究院

3 当下中国地产现实是总量供给尚未过剩

黄金二十年后，大分化时代下中国商品住宅总量尚未过剩。当下及未来一段时间，中国地产的主要矛盾在于高质量住宅供给不足。

我们之前做过系列研究，就地产库存以及存量房供应等问题做出深度分析。得到三点关键性结论：

第一，若地产需求量大于去年，那么按理今年库存去化压力大概率弱于去年。

基于我们测算，若今年全国商品住房销售累计同比维持正增（达到12亿平），即全国商品住房销售量高于去年，那么今年地产库存压力将弱于去年。即无论是静态库存还是动态库销比，压力都较2022年减弱。

6月第二周以来，高频数据显示中国30大中城市新房销售量同比开始转负。这不是一个好迹象，若今年销售量弱于去年，那么今年新房库存压力将高于去年。

第二，高能级城市有效库存普遍偏薄。

疫情扰动下，房企拿地投资意愿不足，全国地产拿地和新开工节奏放缓，全国地产拿地和新开工节奏放缓。

疫情过后，尘埃落地，高能级城市偏薄的地产库存压力开始显露。如果今年需求量能够高于去年，高能级城市库存压力较大。当然，如果需求弱于去年，那么即便高能级城市，地产库存压力依然处于历史偏高水平。

第三，目前中国住宅市场总量供给仍未过剩。

我们测算发现中国城镇居民户均1套房，反应目前中国住宅市场供需并不平衡。国际数据显示，成熟房地产市场住宅户套比在1.1左右。尤其在经济热点地区，

户均一套房无法满足庞大流动人口的租赁和置业需求。

依据我们二手房调研的反馈，当前二手挂牌新增并未大幅增加，供给相对稳定。

这也在微观细节上补充说明了当前存量房供应尚未出现总量过剩。

4 大分化或是未来中国地产发展的趋势

根据经济规律，人口和资金向发达地区涌入，深刻影响房地产市场的发展格局。

结合我们之前地产专题系列的研究以及二手房调研的反馈，中国房地产未来的长期分化或体现在三个方面：

（一）城市库存去化周期深度分化。

据我们测算，分布在东部沿海经济带的城市，住房库存整体偏薄，只要需求能够高于去年，理论上会看到一个偏快的库存去化速度。

与之相对应，排序靠后 60%的城市地区库存去化压力较大，或需要较长时间消化既有新房库存。

（二）人口流动在不同城市面临分化。

尽管因就业等现实问题，2022 年我国人口迁移趋势发生了一定变化，部分中部城市的出现人口回流。

但从区域经济分化以及城市发展路径变革的考虑，东部沿海高能级城市对中西部低能级城市的人口流入，省会城市对周边地区的人口流入，存在持续吸引力。

（三）定价逻辑的分化，商品房的居住属性和资源属性定价将进一步分化。

商品房需求包括居住需求和投机需求。居住需求主要跟城镇化、居民收入和人口结构有关，反映了商品房的商品属性。投机需求，主要跟货币投放、低利率和土地垄断有关，反映了商品房的资源属性。

过去 30 年，商品房居住属性和金融属性共同支撑中国楼市快速涨价。随着人口结构以及城镇化中后期演绎，商品房居住和金融属性面临分化。

依据城镇化的一般规律，当一个国家城镇化率达到 30%-70%时，意味着城镇化处于加速阶段，这一段时期人口流动带来的住房需求和商业地产需求都比较繁荣。

目前我国人口城镇化率为 65.2%（2022 年），处于加速阶段的后半场。

在国家信息中心《人口与房地产市场关系》（2016 年）报告中提到，根据中指研究院调查结果，我国 25-34 岁的年轻人是楼市第一购房群体，约占购房总人数的 50%，这部分人群往往是结婚购房，属于首次购房需求。

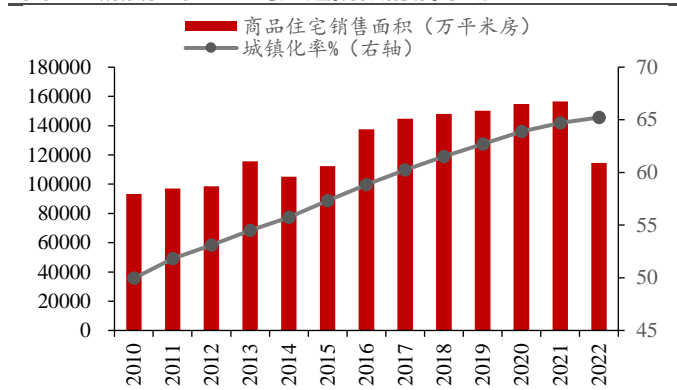
35-44 岁的中年人是第二大购房群体，约占购房者总数的 24.5%，这部分人群属于改善型需求。

25-44 周岁这段年龄段的购房者，占据了总购房人数的 3/4，成为影响房地产需求的主力军。依据测算，我国 25-44 岁适龄购房人口数量所占比例连年下滑，对未来中国的房地产居住需求或带来负面影响。

结合城镇化率进度以及人口结构变化，我们不难得出结论：

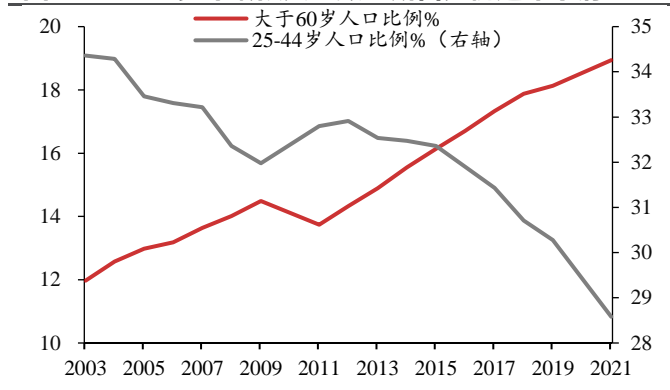
与过去三十年房地产市场需求全面繁荣不同，未来房地产居住属性和金融属性大概率将面临分化：**居住属性较强的住宅，价格弹性非常有限；金融属性较强的住宅，价格变动将与货币周期保持同频波动。**

图5：城镇化率进入到加速阶段的后半场



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：25-44 岁年龄段人口数量所占比例连年下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

5 面对现实，我们还应该期待怎样的地产政策？

2008 年至今，中国房地产经历了五轮周期。每一轮地产周期起伏都对应着需求政策的松和紧。

当前地产销售下滑速度或已低于潜在增速，需求端政策放松具有必要性。

当下地产现实源头不是金融杠杆调整的压力，在国内利率环境比较稳定的环境下，居民部门资产负债表尚未遭受金融波动的破坏，这是房地产市场不出现失速下跌的基础。

地产存量供应尚未过剩，供需仍存发展空间。当前地产销售下滑的速度或已低于其潜在增速，需求端政策放松具有必要性。

基于当前压力更多来自房价和收入预期转弱，短期地产政策或有三个着力点。

其一，降息维持居民部门资产负债表稳定。

站在居民角度，当下中国地产的矛盾是偏弱的收入预期和持续低迷的地产价格之下，债务偿付压力偏高。毕竟中国目前存量房贷利率多数在 4% 以上。为平衡债务偿付比，去年底至今，居民以提前还贷方式收缩资产负债表。提高居民收入及

地产价格预期，需要时间，短期内延缓居民缩表进程的操作是降息。这也是为何我们认为今年降息不止一次。

其二，关注高能级城市需求端政策放松的有效空间。

去年 4 月至今，低能级城市因城施策宽松政策应放尽放。低能级城市后续进一步放松空间有效，效果亦有限。若未来仍有地产需求端政策放松，有效空间还是在高能级城市。

其三，有效激活本轮中国地产需求，政策操作可参考 2014-2015 年。

本轮地产下行压力并不来自于金融杠杆过高，本轮地产价格下行压力缘自收入预期和地产价格预期。这种情况历史上并不常见，能够与当下地产现实压力类似的是 2014 年，当时也面临着地产各环节数据快速下行，宏观大背景也是内需疲弱，有效需求不足。以此推演，激活本轮地产需求，有效政策操作可参考 2014 至 2015 年。

未来地产主题是大分化，这也意味着未来地产政策调控需要双层并进。

基于城市化未来方向是都市圈、城市圈、城市群、中心城市扩容，我们认为在传统的调控政策框架基础上，政策应额外在以下两个方面有所着力：

针对人口流入地区，进一步平衡居住和资源属性。

针对人口流入城市，政策调控应考虑住宅居住和资源属性的平衡，在抑制地产投机泡沫的同时，加大“以旧换新”，“以小换大”等改善性住房需求支持力度。

针对人口流出地区，针对人口流出地区，深入推进新型城镇化，加快库存去化。

三四线城市面广人多，尤其广大中西部地级市、县级市的楼市库存积压严重，对地方的稳增长、调结构以及金融业带来较大风险。三四线城市加快地产去库可主要遵循“加快农业转移人口市民化”、“因城施策化解房地产库存”，“建立租购并举的住房制度”三条方针，采取更具针对性措施。

（一）深化户籍改革制度，加快农业转移人口市民化。

加快农民工“市民化”进程，必须深化户籍制度改革，放宽城镇落户条件，建立健全“人地钱”挂钩政策。

允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，变成新市民，使该群体形成就业地买房或长期租房的预期和需求。同时需要把进城农民工纳入城镇政策体系，使他们依法享有居住地义务教育、就业、医疗等基本公共服务。

（二）建立租购并举的住房制度，创新制度安排。

可将现有库存房变为租赁房，让部分城市居民以及进城民工先租房后买房，优化住房资源配置。

按照这个思路，地方政府可设置专门的“公租房保障基金”，也可以优惠政策和适

当财政补贴支持民间资本建立“公益性住房保障基金”，指定用于购买各种过剩的库存住房，在审定资格条件后将其先租给有刚性需要的部分城市居民和进城农民工，将来一定时间后允许其优先购买。

(三) 加快推动房地产企业的转型升级。

目前，三四线城市房产周边配套设施，公共服务、管理等方面较一二线城市相比，差距明显。推动房地产企业转型升级可以从三个方向推进：

第一，鼓励房地产企业提升房产品质，打造宜居地产，同时在相关配套设施、公共服务、管理等方面做到能够个性化以及多元化购房需求。

第二，房地产企业根据市场需求优化产品结构，适当的开发养老、旅游等地产项目实现房地产转型。

第三，通过税收优惠等政策适当引导房地产开发商降价销售库存商品房，转型为住房开发和租赁服务一体化机构。

6 风险提示

1) **调研数量与范围有限。**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: 美国房价波动和联邦基金利率.....	3
图 2: 日本城市土地价格指数和利率.....	3
图 3: 本轮房价下跌 (2021 年 7 月至今) 过程中利率同步下行.....	4
图 4: 4 月以来商品房成交量跌价缓.....	5
图 5: 城镇化率进入到加速阶段的后半场.....	7
图 6: 25-44 岁年龄段人口数量所占比例连年下滑.....	7

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
	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