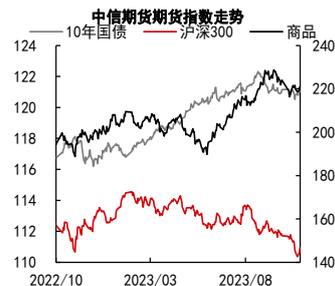


房地产市场运行逻辑辨析及未来展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

购房需求被透支、居民风险偏好低迷、房价预期悲观等因素共同导致当前住宅销售偏弱，二手房供应增加分流了新房需求。定性与定量分析显示今年三季度住宅销售面积低于中长期均衡水平。短期来看，政策支持有望推动四季度住宅销售边际修复，但改善幅度可能不大。中长期来看，住宅销售有望显著回升，这有待二手房库存的消化以及购房情绪的修复，其标志是二手房价格趋势性回升。



摘要：

今年三季度住宅销售面积进一步回落，同比降幅高达 13.6%，原因值得深思。本文对此进行了系统分析，进而对未来住宅销售进行研判。

一、购房需求被透支、居民风险偏好低迷、房价预期悲观等因素共同导致当前住宅销售偏弱，二手房供应增加分流了新房需求。三季度住宅销售下滑可能有多种解释，本文对七种逻辑进行数据验证，结论如下：（1）房价预期悲观以及买涨不买跌的心理是三季度住宅销售下滑的重要原因，但房价下跌有更深层次的供需方面原因。（2）前几年楼市过度繁荣透支购房需求可能是今年住宅销售较弱的一个原因。（3）前几年居民过多增持房产以及当前居民风险偏好低迷导致今年部分居民减持房产，二手房供应增加分流了新房需求。（4）今年整体居民收入增长加快，高收入群体收入增长可能放缓，长期收入信心可能不足，收入因素不利于住宅销售恢复，但未必能解释三季度住宅销售下降。（5）长期人口减少相对缓慢，今年人口回流城市，人口因素难以解释三季度住宅销售下滑。（6）中国城市住房仍然不足，所谓的住房充足并非住房销售下滑原因。（7）对楼盘烂尾的担忧不是三季度住宅销售下降的主要原因。

二、定性与定量分析显示今年三季度住宅销售面积低于中长期均衡水平。从定性逻辑来看，购房需求被透支意味着需要持续一段时间的住房销售低于中长期均衡水平来恢复均衡。房价预期悲观导致的“买涨不买跌”心理使得居民购房观望情绪浓厚。目前居民风险偏好以及长期收入信心低于中长期均衡水平。这些因素可能意味着三季度住宅销售面积被压低到中长期均衡水平以下。定量分析显示，中性情景下，未来几年新建住宅需求在 10 亿平方米/年左右，比三季度住宅销售折年数高约 7%。

三、中长期来看，住宅销售有望显著回升，这有待二手房库存的消化以及购房情绪的修复，其标志是二手房价格趋势性回升。短期来看，政策支持有望推动四季度住宅销售边际修复，但改善幅度可能不大，主要因为二手房供应增加继续分流新房需求。由于今年三季度住宅销售面积低于中长期均衡水平，未来住宅销售有望显著改善。这可能要等到二手房库存显著去化之后，其标志是二手房价格趋势性回升。房价的趋势性回升也将扭转房价悲观预期，推动居民风险偏好修复，从而支持新房销售显著改善。

风险提示：购房情绪进一步下滑，货币政策大幅放松

宏观与商品策略组

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

目 录

摘要:	1
一、购房需求被透支、居民风险偏好低迷、房价预期悲观等因素共同导致三季度住宅销售下滑	4
(一) 房价预期悲观抑制居民购房意愿, 但房价下跌有更深层次的供需方面原因	5
(二) 前几年楼市过度繁荣透支购房需求可能是今年住宅销售较弱的-一个原因	5
(三) 居民风险偏好低迷导致购房意愿较弱, 部分居民减持房产分流新房需求	6
(四) 今年整体收入增长加快, 长期收入信心可能不足, 收入因素未必能解释三季度住宅销售下降 ...	7
(五) 长期人口减少相对缓慢, 今年人口回流城市, 人口因素难以解释三季度住宅销售下滑	10
(六) 中国城市住房仍然不足, 所谓的住房饱和并非今年住房销售下滑原因	12
(七) 对楼盘烂尾的担忧不是三季度住宅销售下降的主要原因	14
(八) 购房需求被透支、居民风险偏好低迷、房价预期悲观等因素共同导致三季度住宅销售下滑	14
二、定性与定量分析显示今年三季度住宅销售面积低于中长期均衡水平	15
(一) 从定性逻辑来看, 三季度住宅销售面积可能低于中长期均衡水平	15
(二) 定量分析显示, 未来几年新建住宅需求为 10 亿平方米/年, 比三季度住宅销售高 7%左右	15
三、住宅销售的显著恢复有待二手房库存的消化以及购房情绪的趋势性改善	18
免责声明	19

图目录

图表 1: 住宅销售面积 (万平方米)	4
图表 2: 住宅销售面积增速 (%)	4
图表 3: 70 大中城市二手房价格环比 (%)	5
图表 4: 城市二手房出售挂牌价指数	5
图表 5: 房价与城镇储户调查中购房住房意愿比例 (%)	6
图表 6: 两个时间段住宅销售面积增速的对比	6
图表 7: 城镇储户调查-消费、储蓄、投资意愿比例 (%)	7
图表 8: 个人购房贷款余额 (亿元)	7
图表 9: 新房与二手房成交面积当月同比 (%)	7
图表 10: 70 个大中城市新房与二手房价格同比 (%)	7
图表 11: 居民收入增速与失业率 (%)	8
图表 12: 收入信心指数与收入感受指数 (%)	8
图表 13: 个人所得税同比增速 (%)	8
图表 14: 各省市工资水平与收入同比增速	8
图表 15: 各省市住宅销售与收入的累计同比增速 (%)	9
图表 16: 中国消费者信心指数	9
图表 17: 北京消费者信心指数	9
图表 18: 北京大学国家发展研究院编制的消费者信心 (满意) 指数	10
图表 19: 中国主力购房群体数量 (亿)	10
图表 20: 2021-2025 年间主力购房群体数量年均增速	10
图表 21: 中国结婚登记人数增速 (%)	11

图表 22: 初婚登记人数与住宅销售面积.....	11
图表 23: 常住人口城镇化率及其年增量 (%)	12
图表 24: 主要经济体的城市化率 (%)	12
图表 25: GDP 增速与常住人口城镇化率 (%)	12
图表 26: 农村出生人数领先城镇化速度.....	12
图表 27: 中国城市住房仍然不足.....	13
图表 28: 我国城市化率远低于城镇化率.....	13
图表 29: 全国与 30 大中城市住宅销售面积同比增速 (%)	13
图表 30: 全国与 30 大中城市住宅销售面积相对于 19 年增速.....	13
图表 31: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	14
图表 32: 二线城市商品房成交面积 (万平方米)	14
图表 33: 中国常住人口城镇化率及其预测 (%)	16
图表 34: 各国城镇化率达到 64%前后十年的城镇化速度 (%)	16
图表 35: 中国人均住宅建筑面积 (平方米)	16
图表 36: 人均住宅建筑面积 (平方米)	16
图表 37: 棚户区改造开工套数 (万套)	17
图表 38: 年均老旧住宅拆除的建筑面积 (亿平方米)	17
图表 39: 中国年均商品住宅需求情景分析.....	18
图表 40: 30 大中城市每日商品房成交面积:MA7 (万平方米)	18
图表 41: 二手房成交面积与出售挂牌价指数.....	18

今年7月份以来我国住宅销售面积进一步下滑。为了维护房地产平稳健康发展，9月以来政策对楼市的支持力度显著加大，住宅销售略有改善，但总体仍偏弱。那么，未来房地产会如何运行呢？

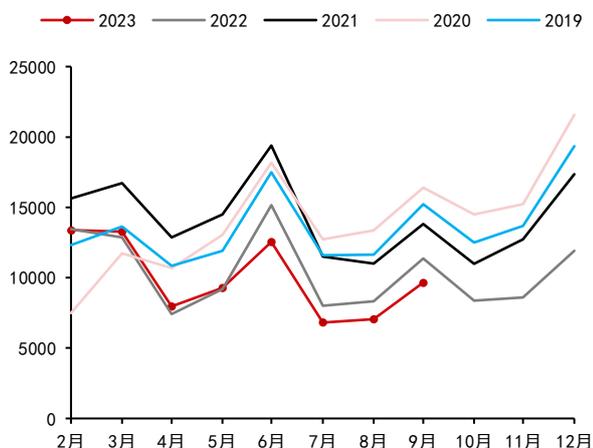
研判未来的房地产形势需要理解三季度住宅销售下滑的原因。本文对此进行了系统分析，进而对未来住宅销售形势进行研判。

一、购房需求被透支、居民风险偏好低迷、房价预期悲观等因素共同导致三季度住宅销售下滑

今年7-8月住宅销售面积环比显著回落，同比下降15%；在政策的支持下，9月住宅销售面积同比降幅收窄至11.5%。在去年住宅销售较低的背景，今年三季度住宅销售面积同比降幅仍高达13.6%，其原因值得深思。对此有多种可能的解释，下文将对这些逻辑进行辨析：

- (1) 房价预期悲观以及“买涨不买跌”心理导致住宅销售下滑。
- (2) 此前楼市的繁荣透支了购房需求，因此今年购房需求相对不足。
- (3) 居民风险偏好低迷导致居民购房意愿较弱甚至减持房产。
- (4) 居民收入增速下滑、收入信心不足等因素导致购房需求下降。
- (5) 主力购房群体数量趋于减少，年轻人减少，购房需求趋于下降。
- (6) 中小城镇住房已经充足甚至过剩，因此住宅销售下降。
- (7) 对楼盘烂尾的担忧导致住宅销售下降。

图表1：住宅销售面积（万平方米）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：住宅销售面积增速（%）



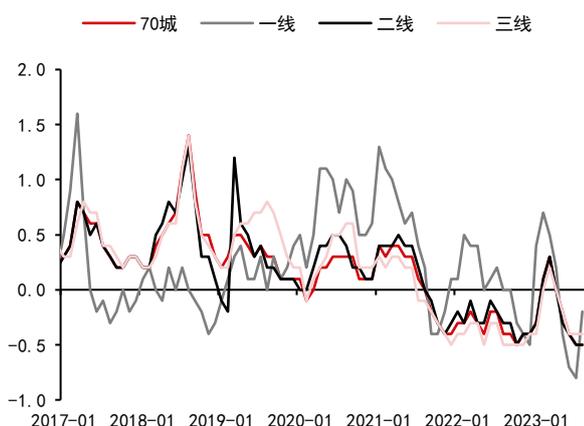
资料来源：Wind 中信期货研究所

(一) 房价预期悲观抑制居民购房意愿，但房价下跌有更深层次的供需方面原因

房价预期悲观以及买涨不买跌的心理可能是三季度住宅销售进一步下滑的重要原因。今年5月以来，70大中城市二手房价格再次转跌，而且跌幅逐步扩大，楼市悲观情绪也逐步扩散。2021年10月份以来，二线、三线、四线城市二手房出售挂牌价格趋势性下跌，累计降幅达到10%左右，实际成交价跌幅更大。特别是，本轮房价下跌持续时间将近2年，显著超过了以往房价下跌的持续时间。这可能导致一些居民不再看好房价长期表现。此外，一些楼市基本面的逻辑似乎也佐证了对房价的悲观预期，比如总人口与年轻人减少导致购房需求不足、中小城镇住房已经充足甚至过剩等。自媒体的流行使得这种悲观情绪得到广泛传播。7月，70大中城市二手房价格环比跌幅扩大至0.5%，为2015年下半年以来的最低水平。买涨不买跌的心理可能使得7月住宅销售进一步下滑。

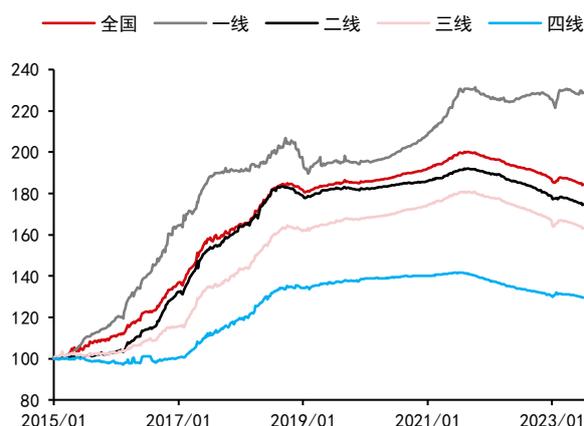
房价预期悲观的直接原因是房价持续大幅下跌。今年2-3月份，70大中城市房价已经企稳回升；为何5-6月份房价再次转跌？房价下跌以及房价预期悲观背后有着更深层次的供需方面的原因。

图表3：70大中城市二手房价格环比（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：城市二手房出售挂牌价指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

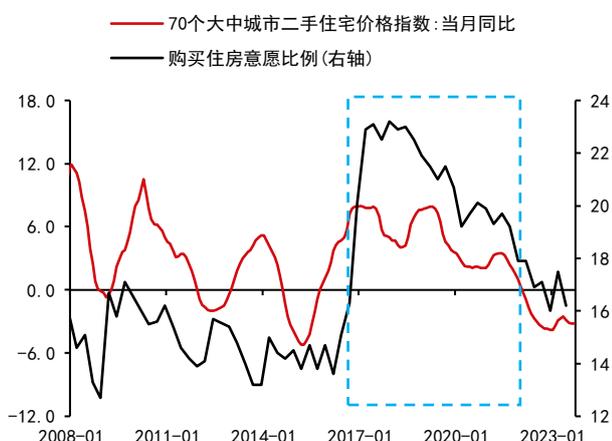
(二) 前几年楼市过度繁荣透支购房需求可能是今年住宅销售较弱的的一个原因

2016至2021年买涨情绪高涨，透支了未来的购房需求。2016至2021年，城市房价持续上涨时间长达6年左右，很多地区的房价翻倍。这使得买涨情绪高涨。根据央行城镇储户问卷调查，2016年四季度至2021年三季度，居民购买住房意愿比例持续高于19%，这显著高于此前六年该指标的波动区间13%-16%。这意味着2016至2021年买涨情绪高涨，可能使得住宅销售超过中长期均衡水平，透支未来的购房需求。

购房需求被透支是今年购房需求较弱的的一个原因。购房需求被提前透支可能意味着近两年的住宅销售会降至中长期均衡水平以下；此前购房需求被透支越多，

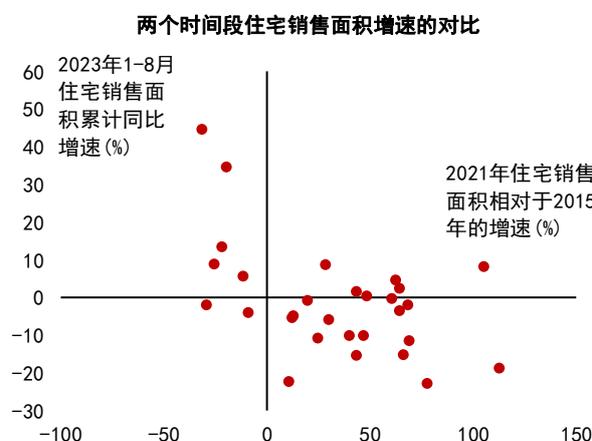
近两年住宅销售降幅就越大。分析各省市的住宅销售面积增速（不考虑青海、西藏这两个住宅销售面积很低的地区），2023年前8个月住宅销售面积累计同比增速与2016-2021年累计增速的相关系数为-0.51，2023年前8个月住宅销售面积相对于2021年同期的累计增速与2016-2021年累计增速的相关系数为-0.43，初步验证了上述逻辑。如果剔除掉今年住宅销售面积同比增速最高的四个地区，那么上述两个相关系数分别为-0.15、-0.03，相关性就变得很小。当然，这也并不能否定上述逻辑，毕竟样本数只有25个，而且影响住宅销售的因素较多，简单的相关性分析不能剔除其他因素的扰动。我们倾向于认为前几年楼市过度繁荣透支购房需求是今年住宅销售较弱的一个原因。

图表5：房价与城镇储户调查中购房住房意愿比例(%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：两个时间段住宅销售面积增速的对比



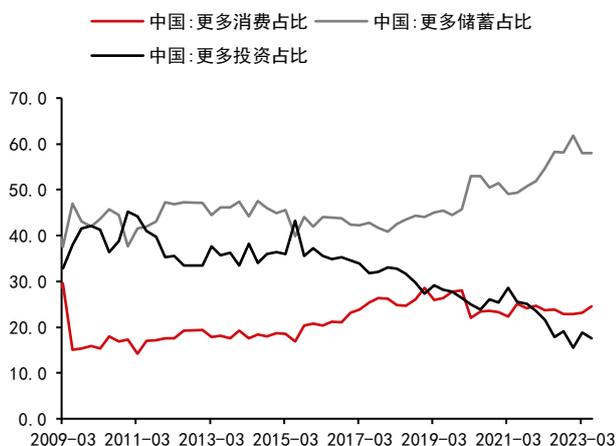
资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）居民风险偏好低迷导致购房意愿较弱，部分居民减持房产分流新房需求

今年以来居民风险偏好仍处于很低的水平。由于疫情影响，2022年二季度以来居民风险偏好大幅降低。根据央行城镇储户问卷调查，2022年四季度城镇储户倾向于更多储蓄的比例高达61.8%，远高于2019年45%的水平，也远高于2021年50.3%的水平；反之，倾向于更多投资的比例为15.5%，远低于2019年28%的水平。今年上半年居民风险偏好相对于去年四季度略有修复，但仍处于很低的水平。居民风险偏好大幅降低的一个表现是，去年二季度开始部分居民开始降杠杆，选择提前偿还房贷，这导致个人购房贷款余额停止增长。

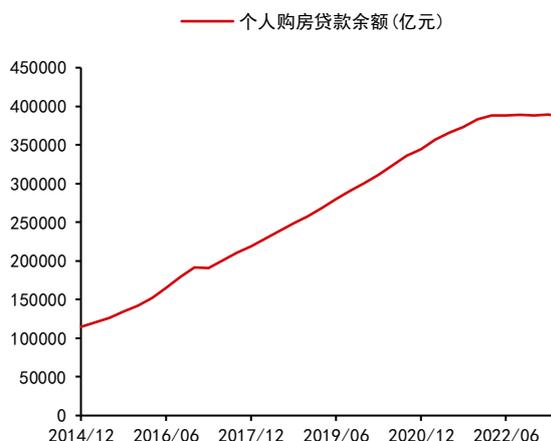
居民风险偏好低迷以及前几年居民过多购买房产导致今年部分居民减持房产，这使得二手房供应与成交增加，分流了新房需求，也压制了房价及其预期。今年二手房成交显著强于新房。前三季度16个城市二手房成交面积同比增长32%，显著高于30大中城市-7%的增速；三季度二手房成交同比+0.4%，也远强于新房同比-24.7%。在新房需求下滑的背景下，二手房成交显著增加，合理的原因是二手房供应显著增加。这有两个原因：一是居民风险偏好低迷，选择减持房产；二是2016-2021年间楼市过度繁荣期间居民过多购买房产。二手房供应增加分流新房需求，也导致二手房价格跌幅比新房更大，房价下跌进一步抑制居民购房意愿。

图表7：城镇储户调查-消费、储蓄、投资意愿比例（%）



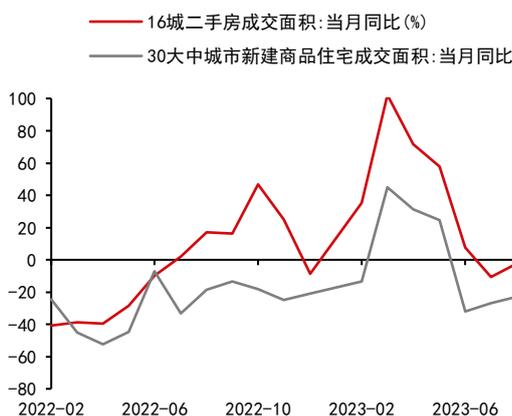
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：个人购房贷款余额（亿元）



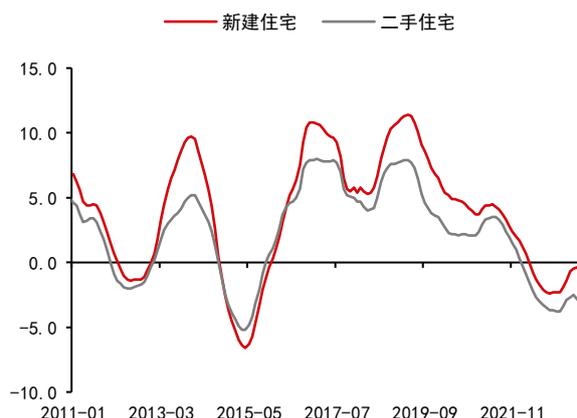
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：新房与二手房成交面积当月同比（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：70个大中城市新房与二手房价格同比（%）

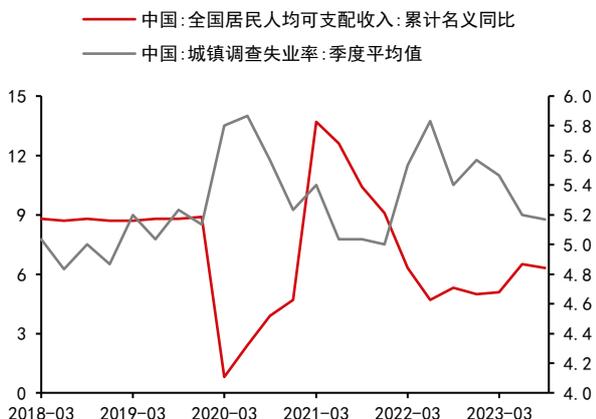


资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）今年整体收入增长加快，长期收入信心可能不足，收入因素未必能解释三季度住宅销售下降

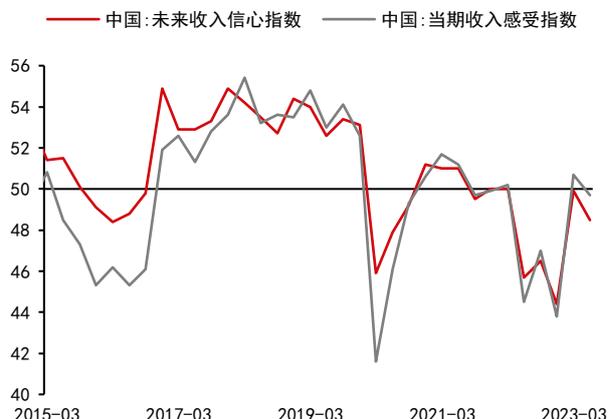
防疫优化后，今年整体居民收入增速与短期收入信心均好于去年，中短期收入因素难以解释三季度住房销售比去年同期更差。今年前三季度全国居民人均可支配收入同比增长 6.3%，虽然低于 2019 年 8.9% 的增速，但高于去年前三季度 5.3% 的增速。从其它相关指标来看，三季度城镇调查失业率为 5.17%，低于去年三季度 5.4% 的水平，从侧面印证当前居民就业与收入好于去年同期。从逻辑上来讲，防疫优化后，人员密接型服务业显著恢复，相关就业增加，相关从业人员收入增加，带动整体居民收入增长加快。根据央行调查，今年上半年城镇储户当期收入感受指数与未来（下季）收入信心指数仍低于疫情前，但均明显高于去年下半年。三季度的收入信心指数尚未公布，但从历史经验来看，收入信心与当期收入密切相关。在三季度就业改善、收入增长加快的情况下，收入信心显著下滑的可能性不大。因此，整体收入因素难以解释三季度住房销售同比大幅下降。

图表11: 居民收入增速与失业率 (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表12: 收入信心指数与收入感受指数 (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

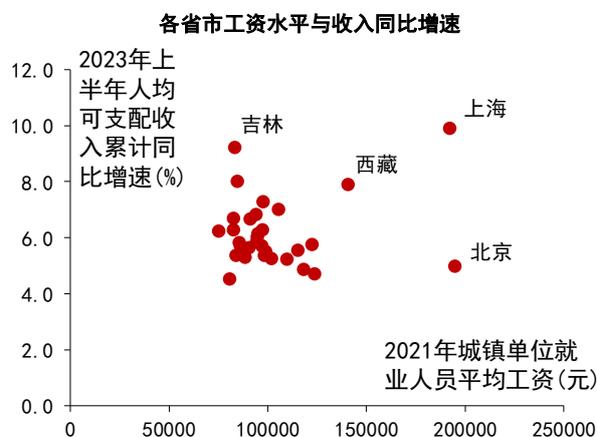
从收入结构看,近1-2年高收入群体收入增长可能放缓,但中短期(1-2年)收入增长放缓对住房销售的负面影响并不显著,而且今年整体收入加快增长也可能对冲掉高收入群体收入增长放缓的不利影响。今年1-8月个人所得税同比下降0.1%,显著低于2022年6.6%的增速。这可能因为今年高收入群体收入增长放缓。相关性分析显示,工资水平越高的省市,近1-2年收入增速越低。各省市工资水平与2023年上半年人均可支配收入累计同比增速的相关系数为-0.35,与收入的两年平均增速的相关系数为-0.41。(不考虑上海、吉林、西藏地区。上海和吉林今年收入同比增速异常高,主要因为去年疫情导致收入异常低;西藏收入水平较高有特殊原因,不具有代表性。)那么,近1-2年高收入群体收入增长放缓是否会导致今年住房销售同比显著下降呢?相关性分析显示这个影响并不显著。今年上半年各省市人均可支配收入的累计同比增速与1-8月住宅销售面积的累积同比增速的相关系数为0.10,相关性并不显著。今年整体收入增长加快,这可能对冲掉高收入群体收入增长放缓的不利影响。

图表13: 个人所得税同比增速 (%)



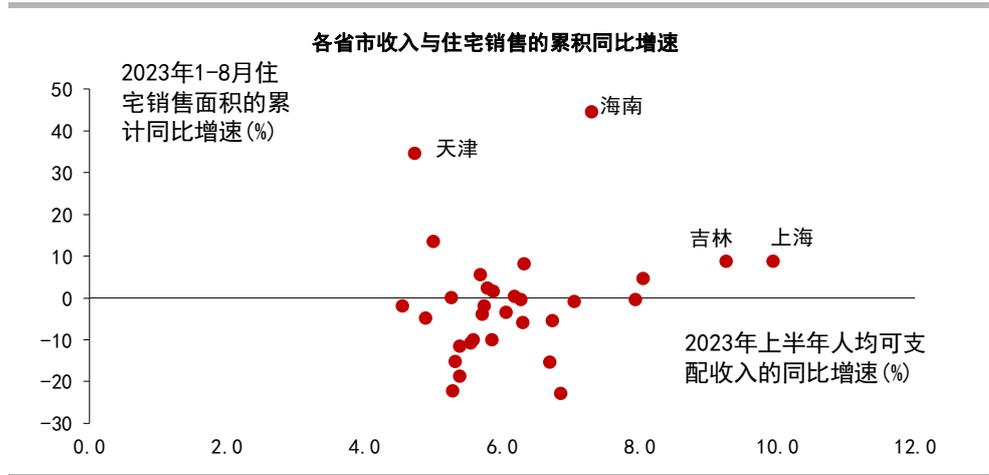
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表14: 各省市工资水平与收入同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表15：各省市住宅销售与收入的累计同比增速（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

当前居民长期收入信心可能不足，不利于住宅销售恢复；但长期收入信心未必弱于去年下半年，未必能解释三季度住宅销售同比下降。居民购房通常需要背负较长时间的房贷，购房意愿更多地受到长期收入信心的影响。8月中国消费者信心与收入预期指数分别为86.5、95.4，显著低于100的临界水平以及疫情前的最低水平。该指标与央行发布的城镇储户收入信心指数的表现存在诸多差异，比如后者今年二季度回落幅度较小，也并未低于疫情前的最低水平。消费者信心指数是定性指标，受消费者情绪影响较大，准确性相对不足。从其他消费者信心类指数来看，北京市统计局发布的三季度北京消费者信心指数较二季度大幅回落至109，不过该指标仍显著高于100的临界水平以及2016年上半年的低位水平。北京大学国家发展研究院编制的消费者对未来五年的信心(满意)指数在今年二季度进一步回落至144，为近5年最低水平，不过该指标仍显著高于100的临界水平。综合来看，当前消费者信心仍明显不足，不过，是否处于过去5-10年的最低水平仍有待商榷。防疫优化已经较长时间，但消费者信心仍显著偏低，这可能反映居民长期收入信心仍然不足，不利于住宅销售恢复。当前长期收入信心未必弱于去年下半年，该素未必能解释三季度住宅销售比去年同期大幅下降。

图表16：中国消费者信心指数



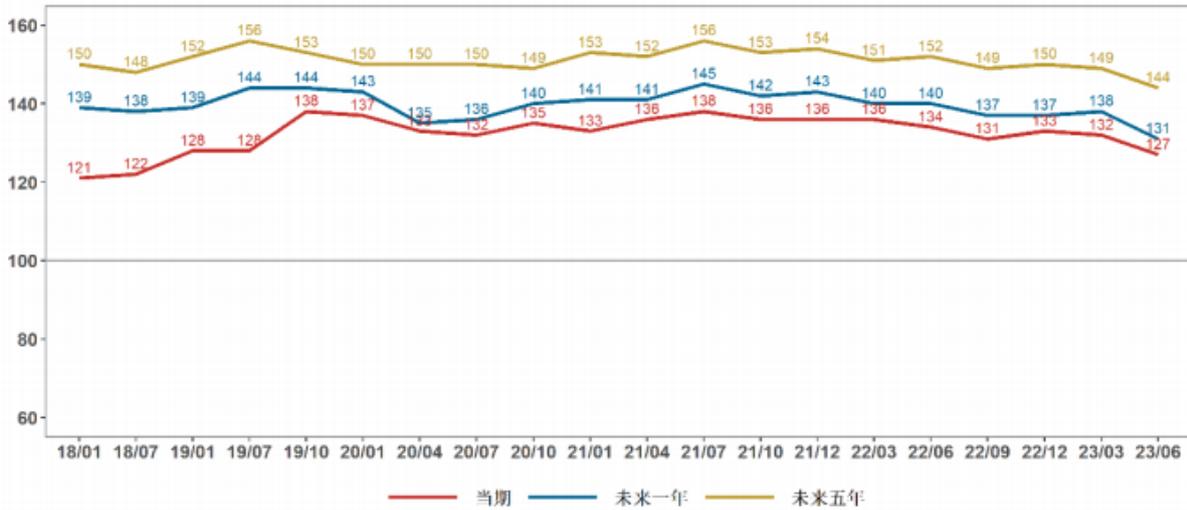
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：北京消费者信心指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：北京大学国家发展研究院编制的消费者信心(满意)指数

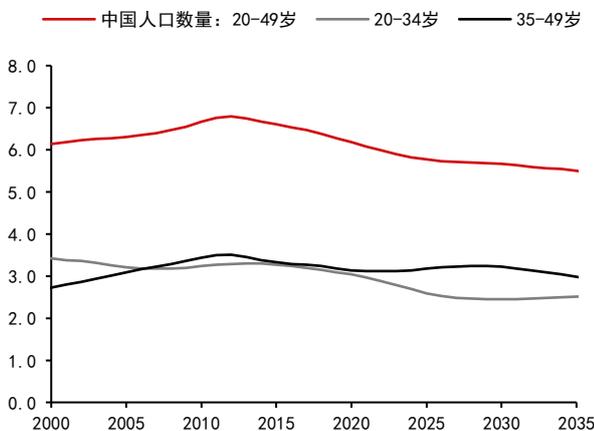


资料来源：北京大学国家发展研究院 中信期货研究所

(五) 长期人口减少相对缓慢，今年人口回流城市，人口因素难以解释三季度住宅销售下滑

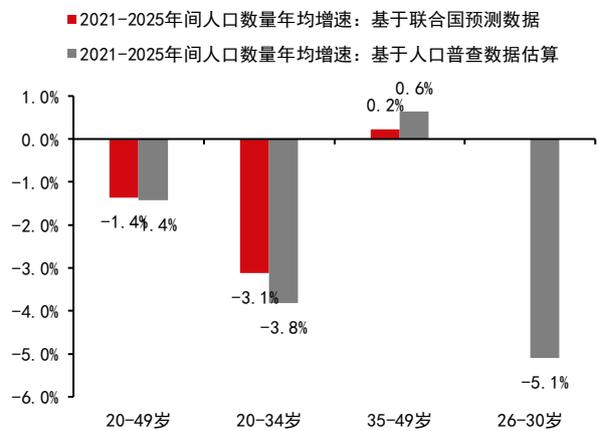
2021-2025 年间主力购房人口数量年均降幅约为 1.4%，不足以解释三季度住宅销售面积同比 13.6%的降幅。人口变化通常相对缓慢。根据联合国经济和社会事务部人口属 2022 年发布的预测数据，2021-2025 年间我国 20-49 岁主力购房人口数量年均下降 1.4%，其中 20-34 岁首套购房群体数量年均下降 3.1%，而 35-49 岁改善性购房群体数量年均增长 0.2%。笔者基于人口普查数据进行简单推算（忽略 50 岁以下人口的死亡率），结果也类似的。改善性购房群体数量的增长部分对冲了首套购房群体数量的减少。

图表19：中国主力购房群体数量（亿）



资料来源：联合国经济和社会事务部 中信期货研究所

图表20：2021-2025 年间主力购房群体数量年均增速



资料来源：联合国 国家统计局 中信期货研究所

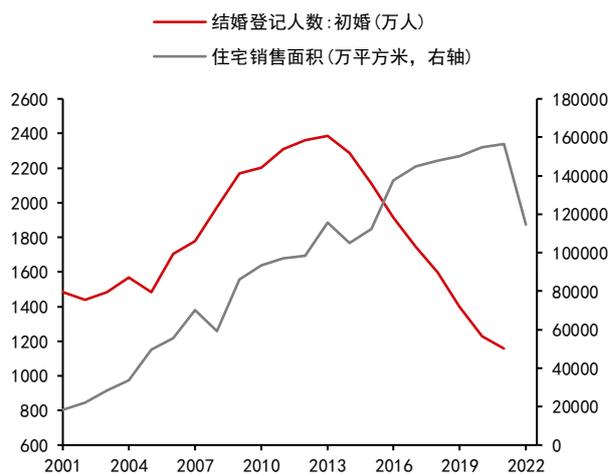
近几年结婚购房人数下降较快。预计今年初次结婚人数同比降幅小于 5%，不足以解释三季度住宅销售面积同比 13.6% 的降幅。2020-2021 年间我国初婚人数年均降幅高达 9.0%，这是否会导致住宅销售较快下降呢？从历史经验来看，初婚人数与住宅销售的相关性较小。比如 2015-2021 年初婚人数持续下降，累计降幅达到 49%，但是住宅销售面积持续增加，累计增长 49%。当然，结婚买房是一种普遍存在的现象，结婚人数的变化会对购房需求存在一些影响。目前中国初婚平均年龄是 28 岁左右，以 26-30 岁的群体作为结婚购房群体的代表。该群体数量在 2021-2025 年间的年均降幅为 5.1%，而且 2023-2025 年间的降幅小于 2021-2022 年。2020-2021 年间初婚人数年均降幅比 26-30 岁主力结婚人口数量年均降幅高 0.7 个百分点，这可能反映了结婚推迟以及结婚意愿降低的影响。从人口趋势来看，今年 26-30 岁主力结婚人口数量同比下降 4.3%，那么初次结婚人数趋势水平的降幅约为 5%。今年上半年结婚登记对数同比增长 5.3%，反映了积压结婚需求释放以及去年二季度基数较低的影响。综合来看，今年初次结婚人数降幅可能小于 5%，不足以解释三季度住宅销售面积同比 13.6% 的降幅。

图表21：中国结婚登记人数增速（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：初婚登记人数与住宅销售面积

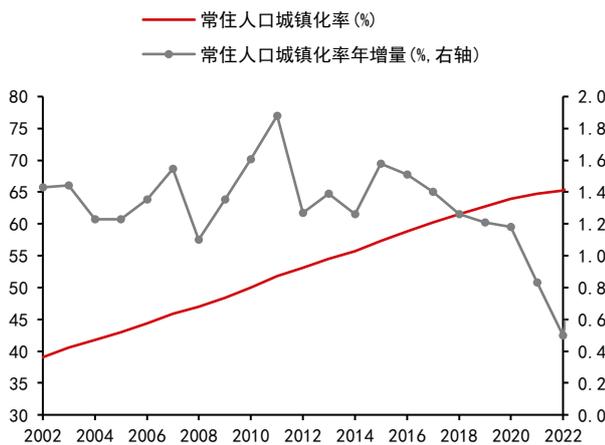


资料来源：Wind 中信期货研究所

过去两年，由于疫情抑制服务业就业，我国城镇化速度大幅放缓。防疫优化后，今年人口回流城市，城镇化将显著加快，有利于住房销售恢复。2021、2022 年我国常住人口城镇化率分别仅提高 0.83、0.50 个百分点，远低于疫情前两年 1.23 个百分点的水平。从其他国家经验来看，城镇化水平达到 70%-75% 的临界水平之后，城镇化速度才会显著放缓。2022 年我国城镇化率为 65.2%，显然没有达到临界水平。一般来讲，城镇化速度与经济增速、城镇落户政策、农村年轻人数量等因素有关。经济增速高，城镇就业机会多，那么城镇化速度相对较快。比如 2006-2007 年、2010 年我国经济增速大幅提高，城镇化速度也显著提高。受疫情抑制，2022 年我国经济增速显著下降，城镇服务业就业增长大幅放缓，这是 2022 年城镇化速度大幅放缓的主要原因。2015-2017 年间中小城市落户政策逐步放开，这是这几年城镇化速度回升的重要原因。剔除政策因素影响，2013 年以来我国城

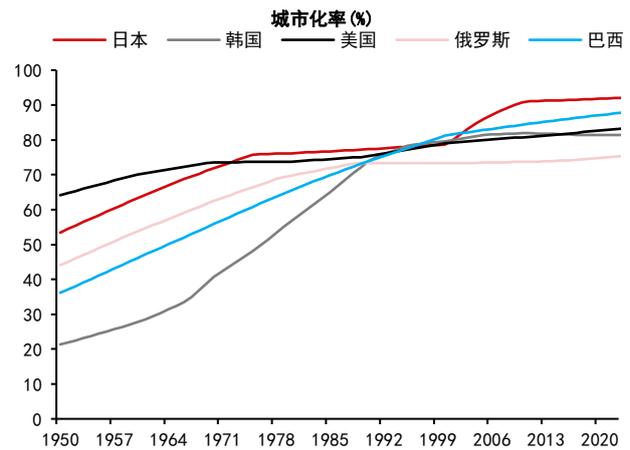
镇化速度总体趋于放缓，这与农村青少年人口数量趋势性减少有关，因为农村的青少年人口到城镇学习和就业是常住人口城镇化的重要驱动之一。但是，农村青少年人口数量相对缓慢的变化不足以解释 2022 年城镇化率年增量相对于疫情前高达 60% 的巨大降幅。防疫优化后，今年服务业显著修复，服务业就业显著增加，整体经济与就业也好于去年。在这样的背景下，今年人口会回流城市，常住人口城镇化将显著加快，有利于住房销售恢复。

图表23：常住人口城镇化率及其年增量 (%)



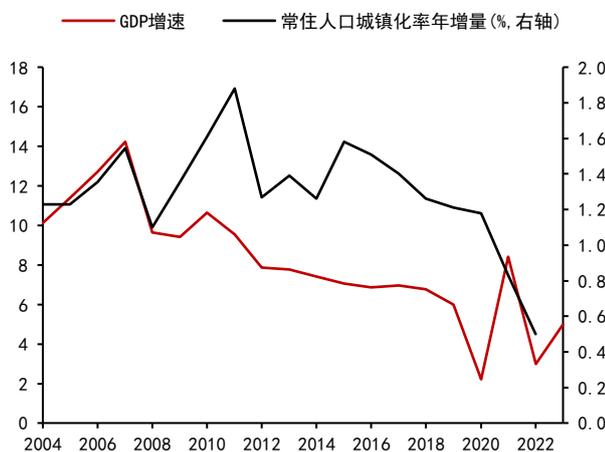
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：主要经济体的城市化率 (%)



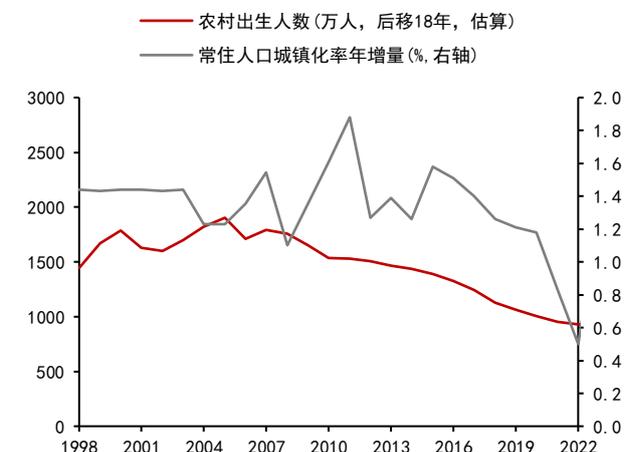
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：GDP 增速与常住人口城镇化率 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：农村出生人数领先城镇化速度



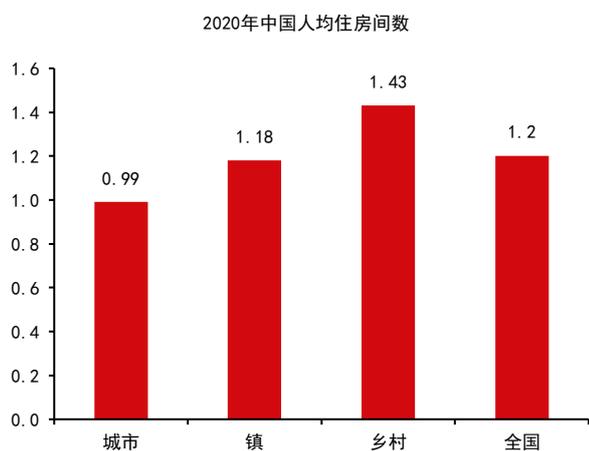
资料来源：Wind 中信期货研究所

(六) 中国城市住房仍然不足，所谓的住房饱和并非今年住房销售下滑原因

虽然中国人均住房间数超过 1 间，但这并不意味着住房过剩，而且城市住房仍然不足。根据国家统计局的人口普查数据，2020 年中国人均住房间数为 1.2 间。从结构上看，城市人均住房间数为 0.99 间，并不过剩。2020 年中国的城市化率仅 40.8%，未来很长一段时间人口还会继续向城市流动，城市的住房需求显然没

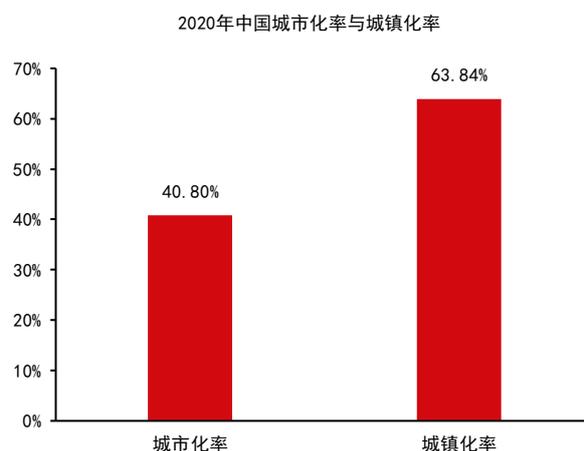
有饱和。2020年乡村与镇的常住人口人均住房间数分别为1.43、1.18间，大于1间，但这具有合理性。部分居民长期在城市工作生活，在常住人口统计中归入城市人口，但他们逢年过节回到乡村或镇上的老家，乡村或镇上需要为他们保留房间。综合来看，目前尚不能认为中国住房过剩，而且城市住房仍然不足。

图表27：中国城市住房仍然不足



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

图表28：我国城市化率远低于城镇化率



资料来源：国家统计局 中信期货研究所

此外，实证分析显示，住房充足程度并非影响中短期住房销售的主要因素，所谓的住房“充足”不是近2个月住房销售下滑的原因。如果住房的充足程度是影响中短期住房销售的主要因素，那么我们应该看到今年大中城市的住宅销售面积降幅显著小于全国，毕竟大中城市住房相对不足。但事实并非如此。今年三季度，30大中城市商品房成交面积同比下降24.7%，高于全国住宅销售面积13.6%的降幅；30大中城市商品房成交面积相对于2019年同期的降幅为45%，也高于全国38%的降幅。因此，所谓的住房充足并非三季度住房销售同比下降的原因。

图表29：全国与30大中城市住宅销售面积同比增速(%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表30：全国与30大中城市住宅销售面积相对于19年增速

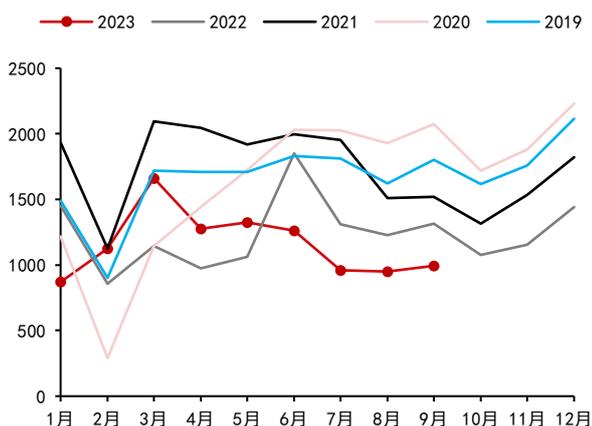


资料来源：Wind 中信期货研究所

(七) 对楼盘烂尾的担忧不是三季度住宅销售下降的主要原因

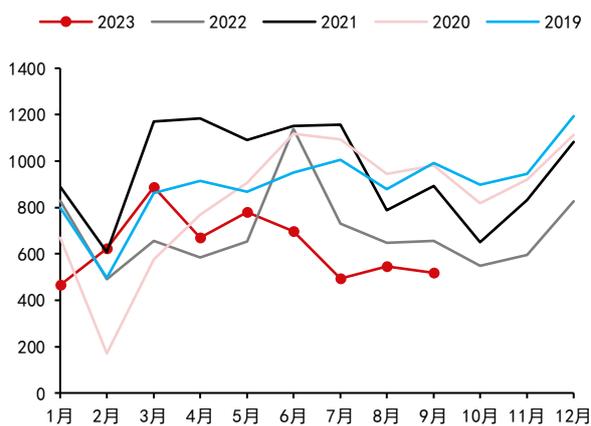
碧桂园债务风险爆发对楼市情绪有一些抑制，但该事件前后住宅销售低位平稳，对楼盘烂尾的担忧并不是三季度住宅销售下降的主要原因。近期市场对房地产担忧加大与8月7日碧桂园债务风险爆发有关。那么，这是否会导致居民对楼盘烂尾风险的担忧加大呢？逻辑上讲，这可能有一些影响。但是，2022年1月我国就发布了《关于规范商品房预售资金监管的意见》，首次从全国层面作出统一安排，保障商品房预售资金专用于楼盘建设。该项政策的有效实施可以防止楼盘烂尾。碧桂园事件之前的7月份，全国住宅销售面积就已经显著下滑；碧桂园事件之后的8月，全国住宅销售面积环比增长2.6%，并未明显受到该事件的负面影响。8月30大中城市商品房成交面积环比下降1.0%，降幅小于过去4年的中位数水平5.4%；其中二线城市商品房成交面积环比增长10.3%，环比显著回升，也未明显受到碧桂园事件影响。

图表31：30大中城市商品房成交面积(万平方米)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表32：二线城市商品房成交面积(万平方米)



资料来源：Wind 中信期货研究所

(八) 购房需求被透支、居民风险偏好低迷、房价预期悲观等因素共同导致三季度住宅销售下滑

综合以上分析，三季度住宅销售下滑是这样形成的：由于购房需求被透支以及居民风险偏好较低，部分居民减持非必需的房产，这使得二手房供应增加，分流了部分新房需求。由于居民风险偏好低迷以及长期收入信心不足，今年新房需求总体偏弱。以上两个逻辑共同导致二季度新房销售较弱。购房需求较弱以及二手房供应增加共同导致二手房价格持续下跌，其中5-6月份房价跌幅显著扩大。本轮房价下跌持续时间较长，这使得居民对房价预期变得悲观，而人口减少等长期不利因素经过自媒体得以广泛传播，这进一步强化了居民对房价的悲观预期。“买涨不买跌”的心理使得部分有购房需求的居民观望，这导致三季度住宅销售进一步下滑。

二、定性与定量分析显示今年三季度住宅销售面积低于中长期均衡水平

（一）从定性逻辑来看，三季度住宅销售面积可能低于中长期均衡水平

从住宅销售面积下滑的驱动逻辑来看，三季度住宅销售面积可能低于中长期均衡水平。购房需求被透支意味着需要持续一段时间的住房销售低于中长期均衡水平来恢复均衡。房价预期悲观导致的“买涨不买跌”心理会使得部分购房需求暂时观望。目前居民风险偏好以及长期收入信心低于中长期均衡水平，这也意味着三季度住宅销售面积被压低到中长期均衡水平以下。

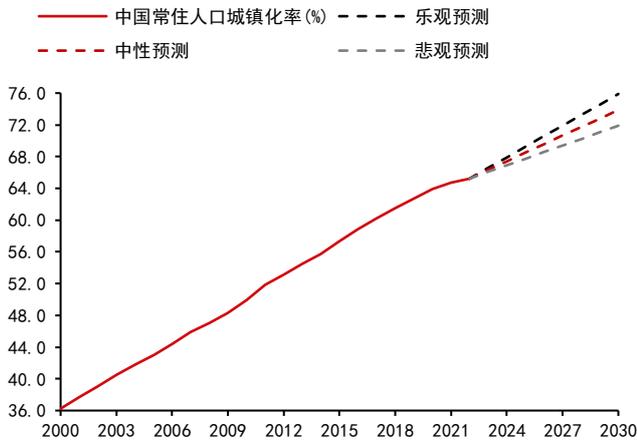
（二）定量分析显示，未来几年新建住宅需求为 10 亿平方米/年，比三季度住宅销售高 7%左右

长期来看，新房需求主要取决于城镇化速度、人均居住面积的增长速度以及老旧住房的拆除规模。新房需求可以分为三类：人口从农村向城镇转移带来的新增住房需求、城镇居民人均住房面积增加带来的新增住房需求、城镇老旧房屋拆除重建对应的住房需求。第一类需求主要取决于城镇化的速度；第二类需求主要取决于人均居住面积的增长速度；第三类需求主要取决于老旧住房的拆除规模。投资与投机性购房表现为人均住房面积增加，包含在第二类需求中。

下文对 2021-2030 年间新建住宅需求的长期均衡水平进行情景分析。情景分析的时间段包含了已经过去的 2021-2022 年，这两个原因：首先，本文分析基于人口普查中的人均住房面积数据，该数据每十年公布一次，最近两次是在 2010、2020 年。下一个十年就是 2021-2030 年。其次，本文分析的是长期均衡水平的新建住宅需求。在中短期（1-3 年），住宅销售可能显著偏离长期均衡水平；过去两年的住宅销售面积并不能反映住宅需求的长期均衡水平。

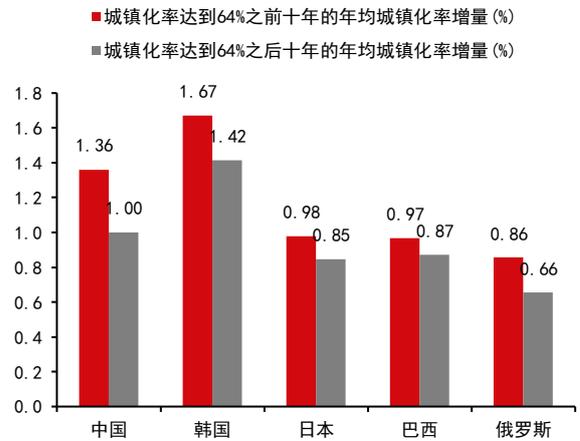
中性情景下，2021-2030 年间我国常住人口城镇化率年均提高 1.0 个百分点左右，到 2030 年达到 73.9%。2011-2020 年间，我国常住人口城镇化率年均提高 1.36 个百分点。从趋势上来看，由于长期经济增速中枢下移以及农村青少年人口减少，2021-2030 年间中国城镇化速度可能较之前十年有所放缓。2020 年中国城镇化率约为 64%。从韩国、日本、巴西、俄罗斯的经验来看，城镇化率达到 64% 之后的十年，年均城镇化率增量约为 0.66-1.42 个百分点，比之前十年下降 0.1-0.25 个百分点；之前十年城镇化速度越快，那么之后十年城镇化速度也会更快。之前十年中国城镇化速度较快，之后十年城镇化速度仍可能维持较快水平。不过，中国人口老龄化较快，之后十年城镇化速度较之前十年的下降幅度可能高于其他经济体。综合来看，我们对 2021-2030 年间中国城镇化率年均增量的乐观、中性、悲观预期是 1.2、1.0、0.8 个百分点。中性情景下，2021-2030 年间中国城镇化速度较之前十年下降 0.36 个百分点，到 2030 年城镇化率达到 73.9%。

图表33：中国常住人口城镇化率及其预测（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

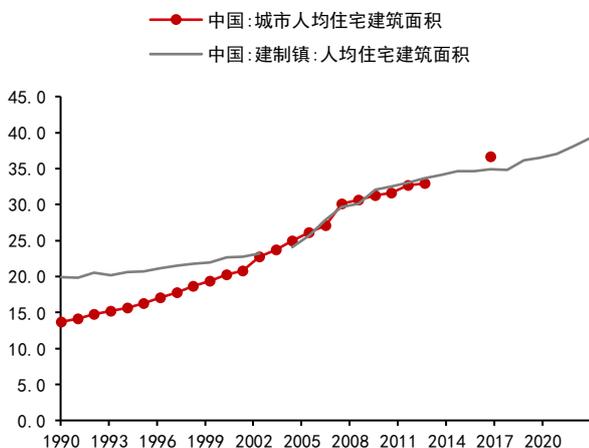
图表34：各国城镇化率达到64%前后十年的城镇化速度（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

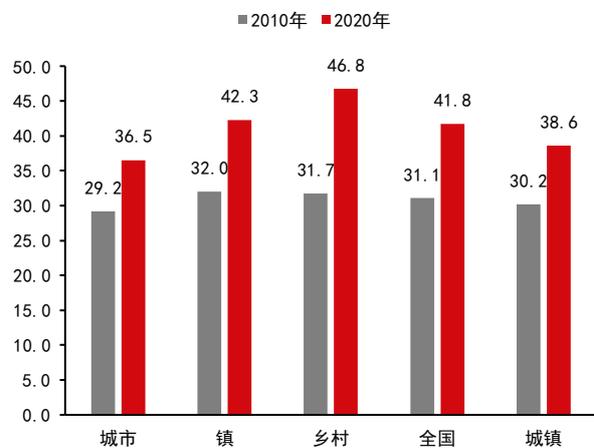
中性情景下，2021-2030 年间我国城镇人均住宅建筑面积年均提高 0.6 平方米，2030 年达到 45 平方米。长期来看，随着居民收入的增长，人均住宅建筑面积也趋于增长。根据国家统计局数据，1990-2016 年，中国城市人均住宅建筑面积持续增长（该指标 2016 年后停止公布）。根据住房和城乡建设部的数据，1990-2022 年间，中国建制镇人均住宅建筑面积从 19.9 平方米逐步增加到 39.2 平方米。不过，住建部没有发布城市人均住宅建筑面积的数据。基于国家统计局人口普查中的住房调查数据，2020 年全国城镇人均住宅建筑面积为 38.6 平方米，较 2010 年年均增加 0.83 平方米。由于 2016-2021 年间投资与投机性需求相对较多，居民人均住房面积的增长速度也会相对较快。在“房住不炒”深入人心的背景下，2021-2030 年间投资与投机性需求的减少会使得人均居住面积的增长有所放缓。本文对 2021-2030 年间城镇人均住宅建筑面积年均增量的乐观、中性、悲观预期分别为 0.7、0.6、0.5 平方米。基于中性预期，2030 年城镇人均住宅建筑面积达到 45 平方米。

图表35：中国人均住宅建筑面积（平方米）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表36：人均住宅建筑面积（平方米）

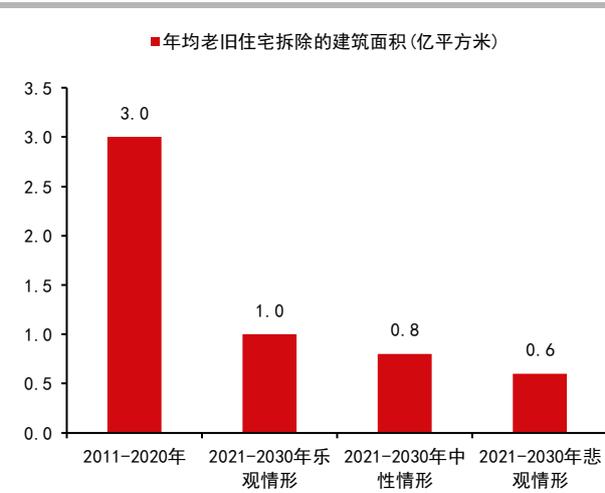
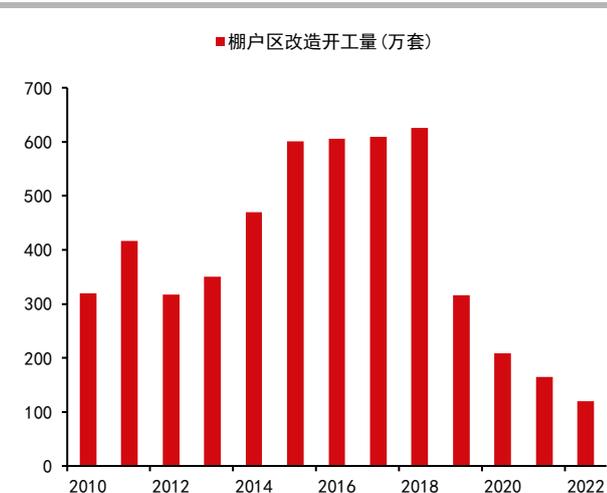


资料来源：国家统计局 中信期货研究所

中性情形下，2021-2030 年间老旧住宅的拆除规模年均均为 0.8 亿平方米。棚户区改造对应大部分城镇老旧房屋拆除重建。2011-2020 年间中国棚户区改造规模较大，年均开工 450 万套左右。按照拆除的老旧住房套均建筑面积 66 平方米来估算，年均拆除老旧住宅 3.0 亿平方米。目前我国棚户区改造已经进入尾声，2021-2030 年间年均拆除的老旧住宅建筑面积会比之前十年大幅减少。2022 年棚户区改造新开工仅 120 万套，对应拆除面积约为 0.8 亿平方米。预计 2021-2030 年间的年均拆除面积大体与 2022 年接近。在乐观、中性、悲观情形下，预计 2021-2030 年间老旧住宅年均拆除规模分别为 1.0、0.8、0.6 亿平方米。

图表37：棚户区改造开工套数（万套）

图表38：年均老旧住宅拆除的建筑面积(亿平方米)



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：中信期货研究所

综合以上分析，在乐观、中性与悲观情形下，2021-2030 年间新建商品住宅需求分别为 12.0、10.0、8.0 亿平方米。综合三大类新建住房需求，2011-2020 年间，中国年均新增住宅需求为 17.4 亿平方米；实际上，年均商品住宅销售面积为 12.6 亿平方米；商品房的比例为 73%。居民在宅基地上自建房以及单位自建房并非商品房。其中，宅基地自建房主要发生在建制镇上。由于建制镇人口向城市转移、建制镇住宅相对充足，未来居民自建房的比例会显著降低，商品房比例会提高。假定 2021-2030 年间商品房比例提高至 80%。在乐观、中性与悲观情形下，2021-2030 年间新建住宅需求分别为 15.0、12.5、10.0 亿平方米，新建商品住宅需求分别为 12.0、10.0、8.0 亿平方米。

从定量分析来看，今年三季度的住宅销售面积可能比中性情景下 2021-2030 年间新建商品住宅需求低 7%左右。按照目前的形势，今年住宅销售面积约为 10 亿平方米，与 2021-2030 年间中性情景下的商品住宅需求基本相同。今年前三个季度中，一季度住宅销售最好，三季度最差。三季度住宅销售面积的折年数为 9.3 亿平方米，比中性情景低 7%左右。

图表39：中国年均商品住宅需求情景分析

	2011-2020 年	2021-2030 年 (乐性情景)	2021-2030 年 (中性情景)	2021-2030 年 (悲观情景)
城镇化率年增量(百分点)	1.36	1.2	1.0	0.8
人均住宅面积年增量(平方米)	0.83	0.7	0.6	0.5
城镇人口增加带来的新增住房需求(亿平方米)	6.9	6.5	5.5	4.4
人均住房面积增加带来的新增住房需求(亿平方米)	7.5	7.5	6.3	5.1
老旧住宅年均拆除面积(亿平方米)	3.0	1.0	0.8	0.6
年均新增住宅需求(亿平方米)	17.4	15.0	12.5	10.0
商品房比例	73%	80%	80%	80%
年均商品住宅需求(亿平方米)	12.6	12.0	10.0	8.0

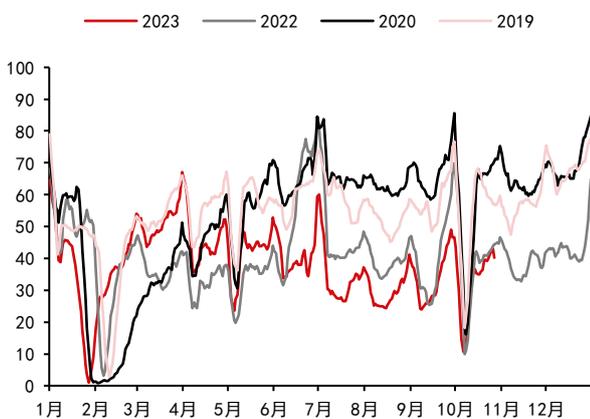
资料来源：中信期货研究所

三、住宅销售的显著恢复有待二手房库存的消化以及购房情绪的趋势性改善

短期来看，政策支持有望推动四季度住宅销售边际修复，但改善幅度可能不大。由于楼市政策的显著放松，9月以来二手房成交明显改善，新房销售也有所好转，但改善程度明显弱于二手房。值得注意的是，二手房出售挂牌价指数继续下跌，成交量的增加尚未推动价格企稳回升。这说明目前二手房供应增加占据主导地位，这会继续分流新房需求。此外，二手房成交价格的下跌也会继续抑制居民购房意愿。在这样的背景下，四季度新房销售的改善幅度可能不大。

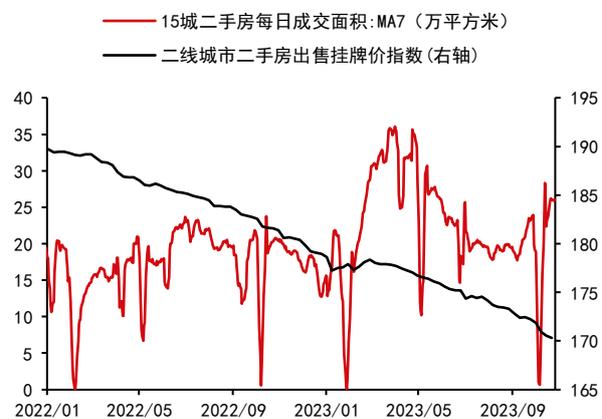
中长期来看，住宅销售有望显著回升，这有待二手房库存的消化以及购房情绪的修复，其标志是二手房价格趋势性回升。由于今年三季度住宅销售面积低于中长期均衡水平，未来住宅销售有望显著改善。这可能要等到二手房库存显著去化之后，其标志是二手房价格趋势性回升。房价的趋势性回升也将扭转房价悲观预期，推动居民风险偏好修复，从而支持新房销售显著改善。

图表40：30大中城市每日商品房成交面积:MA7(万平方米)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表41：二手房成交面积与出售挂牌价指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>