



Research and
Development Center

地产的重要拐点：新开工触底回升的逻辑

2023年11月14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
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@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

地产的重要拐点：新开工触底回升的逻辑

2023年11月14日

8月开始针对房地产行业的新一轮刺激政策陆续出台，但地产的多项数据仍未好转。尽管市场对政策放松后的房地产市场仍较为悲观，但我们研究认为，房地产新开工有望最早出清完毕，新开工触底回升的拐点可能已经到来。

- **9月以来房地产行业的多个指标仍在探底。**(1) 房价：过去三年，全国房价总体上呈现下降态势，即便今年8月开始房地产放松政策陆续出台，房价亦未改变下行趋势。分城市能级来看，一线城市房价较为稳健，二三线城市房价表现偏弱。(2) 销售：政策放松后全国地产销售低位企稳。一二线城市效果相对明显，三四线城市商品房销售保持平淡。(3) 投资：房地产投资仍较为低迷，地产开发资金来源降幅较大，土地投资尤为疲弱。参照2014-2015年经验，房地产市场企稳可能仍需更多政策支持。
- **住宅新开工增速出现触底回升迹象。**2023年7月，住宅新开工累计增速录得-25%的低点，8月降幅小幅收窄至-24.7%，9月降幅继续收窄至-23.9%。我们认为其逻辑在于：从供给端来看，伴随房企库存的持续去化，地产行业的出清即将完成。历史上多数时间里，住宅新开工面积是强于销售的，但最近三年新开工面积持续弱于销售。开工低于销售导致房企广义库存的快速去化。从需求端来看，根据我们的测算，未来五年商品房住宅需求趋势可维持在8-10.6亿平方米，因此新开工或已偏离了可持续的住宅需求。往后看，新开工面积存在继续向趋势值回归的动力。作为证据，可以看到2023年8-9月住宅新开工当月同比连续两个月反超销售。我们预计到2024年上半年，住宅新开工面积累计增速有望实现由负转正，并逐步带动地产投资整体企稳。
- **明年房价有望企稳。**第一，明年楼市“供需缺口”可能再现。2014-2015年我国地产新开工面积同比连续两年为负。房屋从新开工到进入销售市场（预售或现房）大概需要3年的时间。我们认为，2014-2015年新开工的下滑使得2018年楼市供给收缩，并引发了房价的上涨。2021年四季度开始新开工开始下滑，或意味着2024年我国楼市可能也面临“供需缺口”。第二，房价收入比连续三年下降，已回落至十年低位。房价收入比衡量了一个地区房价的高低和居民的购买力。观察美国的房价收入比可以发现，美国房价收入比存在一定的均值回归的特性。我们认为，其逻辑在于随着房价下降，居民的购买力逐渐提升，购房需求迎来重新释放。2020年之后我国房价收入比经历了连续三年的下降，截至2023年年中，房价收入比距离2015年的低位已经不远。我们判断，借鉴发达国家的经验，后续房价大幅下跌的空间或相对有限，明年全国层面房价有望企稳。
- **风险因素：**政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

目录

一、房地产行业的多个指标仍在探底.....	4
1.1 房价：全国房价总体上持续下行.....	4
1.2 销售：政策放松后低位企稳.....	5
1.3 投资：仍处于大幅度负增长.....	8
二、住宅新开工增速出现触底回升迹象.....	11
2.1 供给端，新开工的出清即将完成.....	12
2.2 需求端，新开工或已偏离了可持续的住宅需求.....	16
三、明年房价有望企稳.....	17
3.1 楼市“供需缺口”可能再现.....	17
3.2 房价收入比连续三年下降，已回落至十年低位.....	18
四、关注股市熊转牛的三大拐点.....	20
风险因素.....	23

表目录

表 1：近期房地产调控政策整理.....	6
表 2：预计未来五年商品房住宅需求趋势可维持在 8-10.6 亿平方米.....	16

图目录

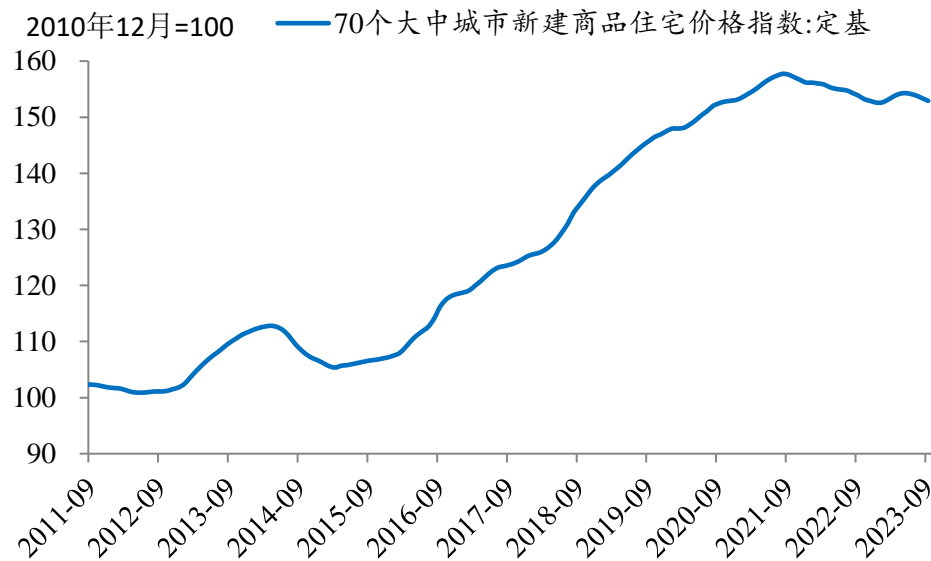
图 1：新房房价持续下行.....	4
图 2：二手房房价降幅更大.....	4
图 3：新房房价，一线强于二线，二线强于三线.....	5
图 4：二手房房价，一线横盘，二三线持续下跌.....	5
图 5：统计局口径的 9 月全国商品房销售负增长加深.....	6
图 6：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）.....	7
图 7：一线城市商品房成交面积（28 日移动平均）.....	7
图 8：二线城市商品房成交面积（28 日移动平均）.....	8
图 9：三线城市商品房成交面积（28 日移动平均）.....	8
图 10：房地产投资仍深陷负增长.....	9
图 11：房地产投资资金来源降幅较大.....	9
图 12：100 城成交土地占地面积:住宅类用地（8 周移动平均）.....	10
图 13：成交土地溢价率也保持低迷.....	10
图 14：2014 年“认房不认贷”后，支持措施继续加码.....	11
图 15：住宅新开工增速出现触底回升迹象.....	11
图 16：住宅新开工面积连续三年弱于销售面积.....	12
图 17：商品房住宅广义库存已降至 2011 年水平.....	13
图 18：期房和现房销售面积.....	13
图 19：在保交楼政策影响下，现房库存不降反升.....	14
图 20：商品房库存压降主要体现在期房库存.....	14
图 21：施工面积中待售库存和已售面积走势.....	15
图 22：施工面积中未售库存占比可能已经见底.....	15
图 23：住宅新开工当月同比已反超销售.....	17
图 24：2018 年房价上涨，但地产销售平淡.....	17
图 25：新开工领先竣工大概 30 个月.....	18
图 26：2018 年之前，我国居民收入与地产销售的增速有着一定的反向关系.....	19
图 27：美国房价收入比.....	19
图 28：中国房价收入比.....	20
图 29：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位.....	21
图 30：A 股走势推演.....	21
图 31：产成品库存同比在 8 月触底回升.....	22
图 32：半导体周期或已见底.....	22

一、房地产行业的多个指标仍在探底

1.1 房价：全国房价总体上持续下行

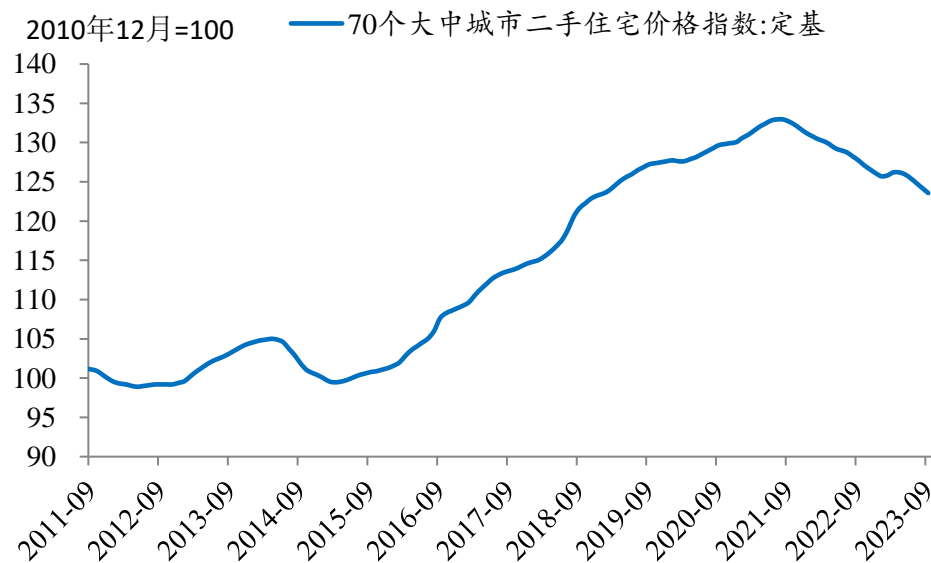
过去三年，全国房价总体上呈现下降态势。2021年8月至今，使用70大中城市新建商品房价衡量的全国新房房价总体上持续下行。即便今年8月开始房地产放松政策陆续出台，房价亦未改变下行趋势。截至2023年9月，新房价格较高点（2021年8月）累计下跌3.1%。二手房房价调整则相对更大，截至2023年9月，全国二手房房价较高点（2021年8月）累计下跌7.1%，降幅远超新房。

图1：新房房价持续下行



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图2：二手房房价降幅更大

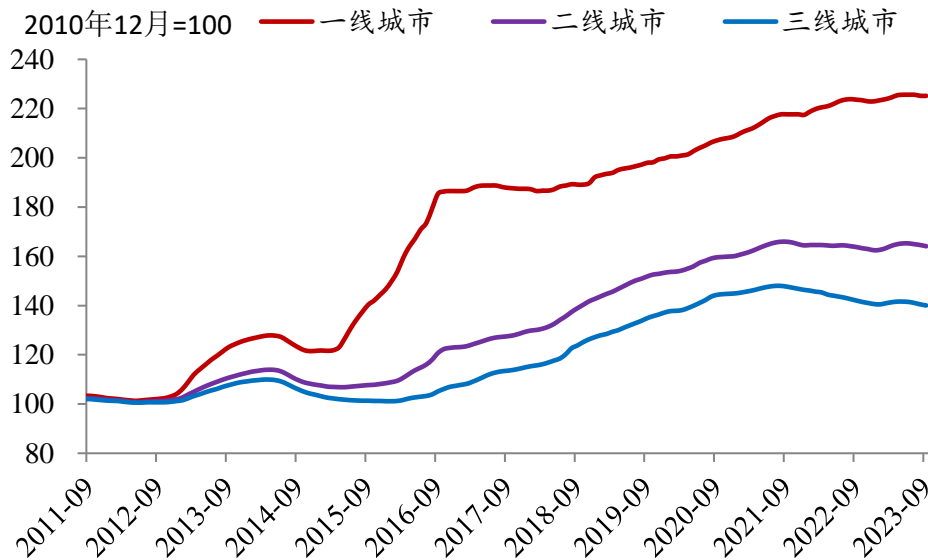


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

分城市能级来看，一线城市房价较为稳健，二三线城市房价表现偏弱。新房房价方面，一线强于二线，二线强

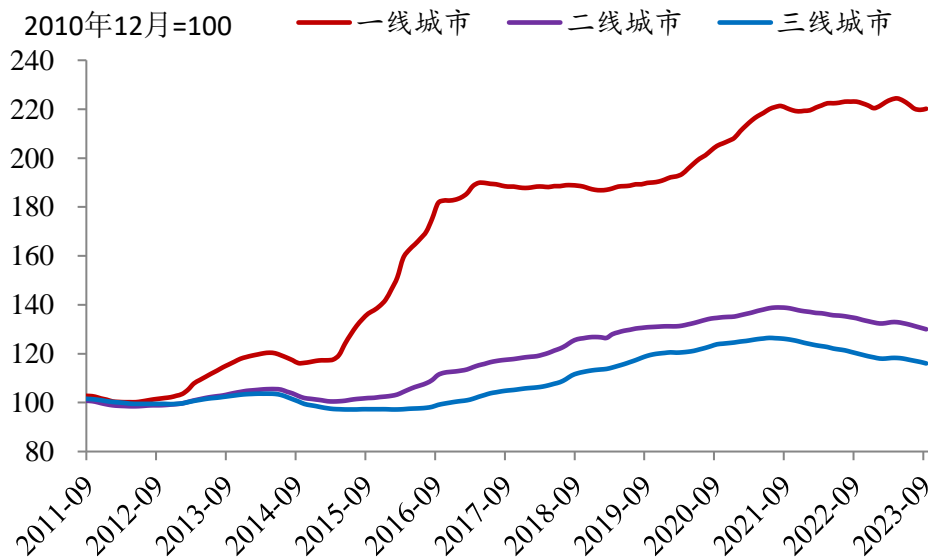
于三线。截至 2023 年 9 月，一二三线新房房价较 2021 年 8 月累计涨跌幅分别为 3.4%、-1.1%、-5.4%。二手房房价方面，一线城市两年间基本横盘，二三线则是持续下跌。截至 2023 年 9 月，一二三线二手房房价较 2021 年 8 月累计涨跌幅分别为-0.5%、-6.4%、-8.1%。和历史房价进行比较，二三线房价已跌至疫情前水平（2019 年 6 月）。

图 3：新房房价，一线强于二线，二线强于三线



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：二手房房价，一线横盘，二三线持续下跌

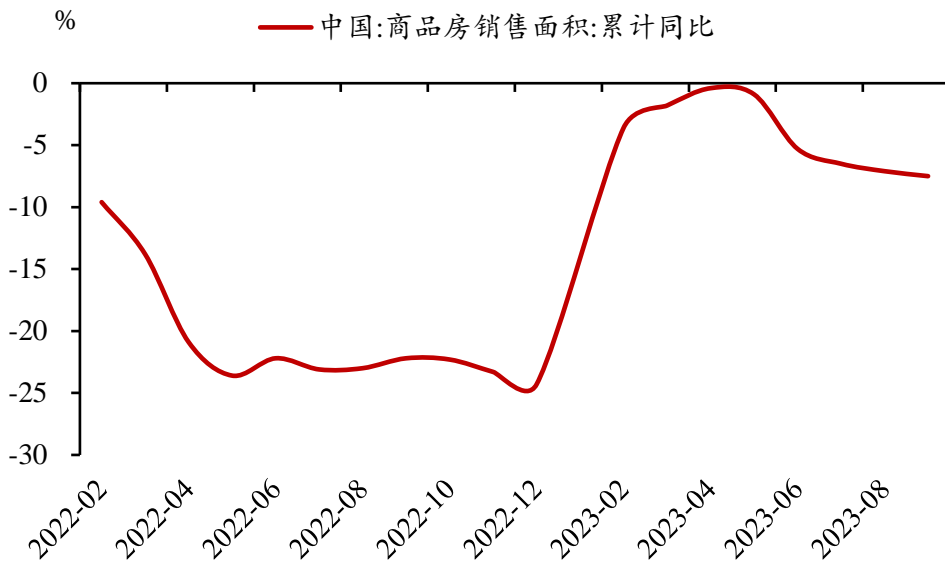


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 销售：政策放松后低位企稳

7.24 中央政治局会议后，8 月开始地方地产优化政策密集出台。7 月 24 日中央政治局会议为房地产行业定调，明确提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”。8 月以来房地产市场放松政策频出，包含各地陆续落实“认房不认贷”、调低首付比例、部分城市放开限售限购限价政策、支持提高公积金贷款额度等。政策多措并举，支持合理住房需求释放，力促房地产市场平稳运行。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

图 5：统计局口径的 9 月全国商品房销售负增长加深


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 1：近期房地产调控政策整理

部门	日期	政策	相关内容
住建部、央行、金融监管总局	2023年8月25日	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	推动首套房“认房不认贷”政策落地，明确指出将政策纳入“一城一策”工具箱。
住建部、央行、金融监管总局	2023年8月25日	《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	自2024年1月1日至2025年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
证监会	2023年8月27日	《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》	将根据市场情况阶段性收紧IPO节奏，对大额再融资实施预沟通机制，对存在破发、破净、经营业绩持续亏损等情形的上市公司再融资适当限制其融资间隔和规模，严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务。
央行、金融监管总局	2023年8月31日	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套房贷款最低首付比例统一为不低于20%，二套房贷款最低首付比例统一为不低于30%；首套房贷款利率政策下限不变，二套房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。
各省市	2023年7月至今	住房公积金政策	上调最高贷款额度、优化二手房支持、放宽异地缴存贷款限制、支持商转公或组合贷款等。典型代表有：贵阳市降低结清首套房公积金贷款再次购房的最低首付比例；佛山市提高职工家庭最高贷款额度；厦门市实行公积金异地缴存互认政策和二手房“带押过户”公积金贷款。
各省市	2023年7月至今	货币化或房票安置	宁波市实行房票安置；佛山市港澳居民只需提供自用自住承诺即可购房；绍兴越城区在征收奖励总体不变的前提下，将房票的奖励幅度提高至20%，支持拆迁安置房票在三区范围内实行跨区域使用。
各省市	2023年9月至今	放宽或全面取消住房限购	截至9月19日，中国约30城放松限购政策，其中，东莞、佛山、沈阳、嘉兴、大连、南京、兰州、济南、青岛、郑州、合肥、无锡、武汉13城已全面取消限购政策；苏州、天津、长沙、杭州、厦门、西安等10余城放松针对局部区域、群体或房源类型的限购。例如：苏州近期出台政策，取消对120平方米及以上商品住房的限购。

资料来源: 政府网站, 人民银行网站, 证监会网站, 澎湃新闻, 地方政府网站, 信达证券研发中心

政策放松后地产销售低位企稳，一二线城市效果相对明显。截至 10 月 31 日，30 城销售面积同比降幅收窄至-0.87%，基本上与去年同期持平。9 月 30 日该值的降幅在 21.8%，显示 10 月新房销售要好于 9 月。进一步观察

不同能级的城市。8月底，一线城市商品房销售同比降幅超过30%，“认房不认贷”等措施实施后，9月中旬起销售面积逐渐向好，截至10月末同比降幅收窄至5.8%。二线城市的好转则较为波折，9月中旬商品房销售面积同比由负转正，9月下旬重回负增长，截至10月中旬同比降幅再次超过20%。但10月下旬开始二线城市新房成交活跃度明显抬升，10月末同比增速达到了10.7%。我们判断，二线城市成交向好与9月以来重点二线城市密集松绑限购政策的持续作用有关，如武汉、西安、佛山、成都、南京、杭州等城市均对限购政策进行了全面或局部松绑。

图 6：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）

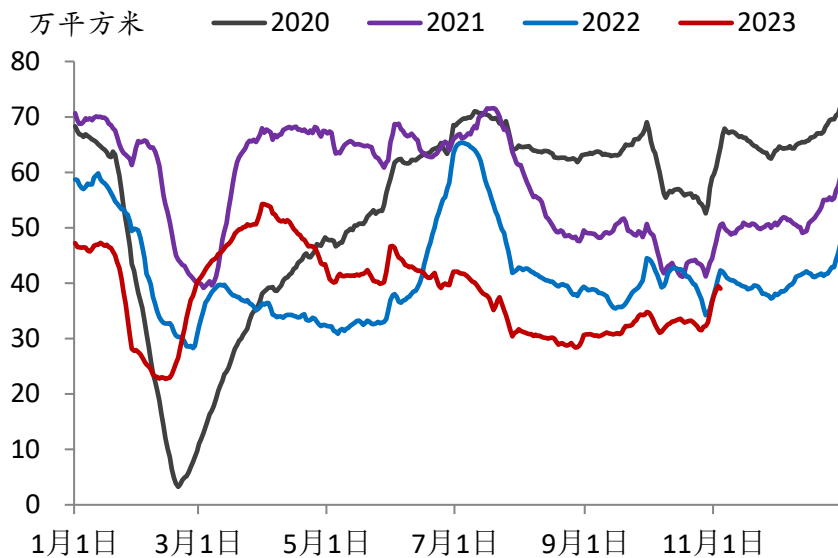


图 7：一线城市商品房成交面积（28 日移动平均）

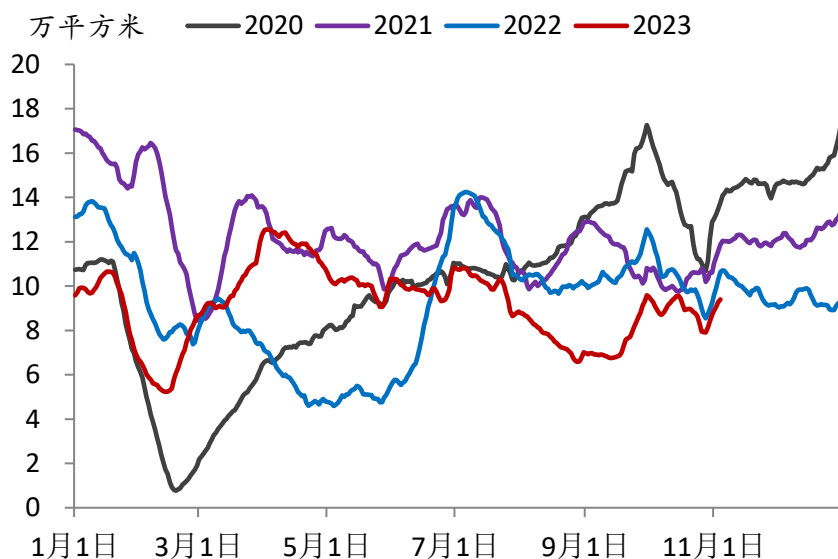
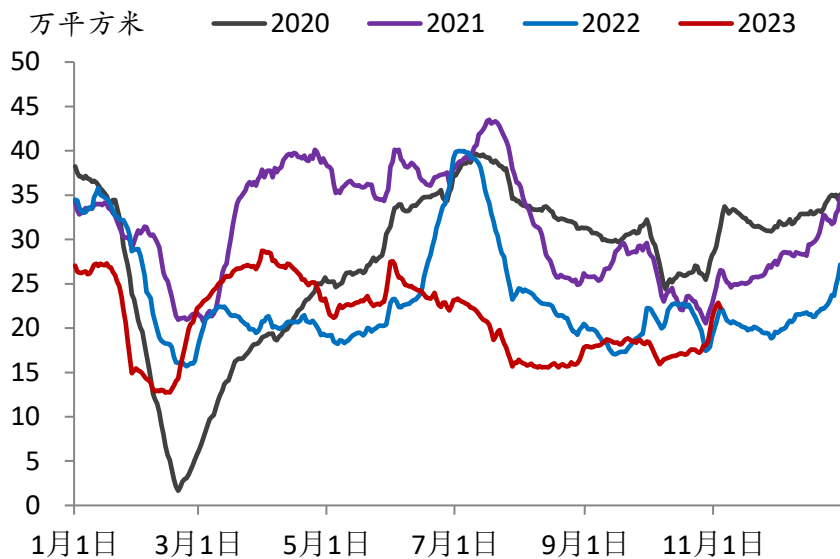
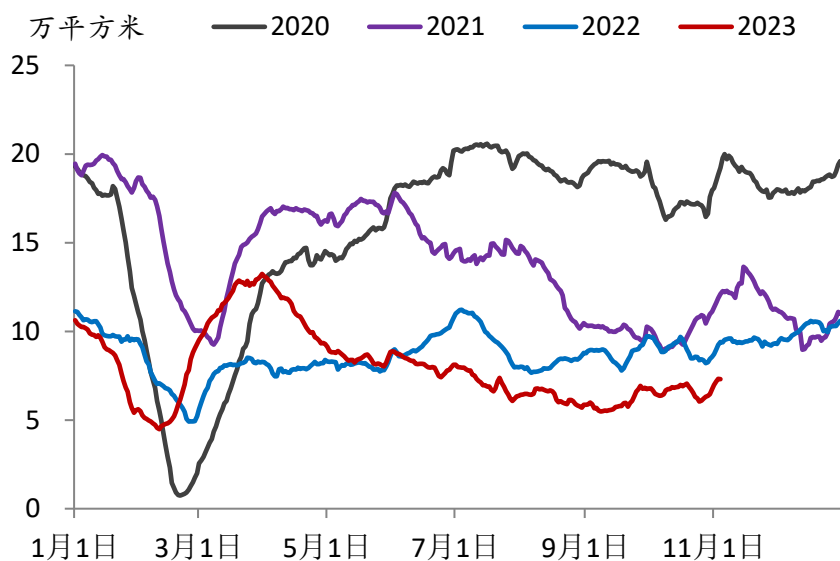


图 8：二线城市商品房成交面积（28 日移动平均）


资料来源：万得，信达证券研发中心

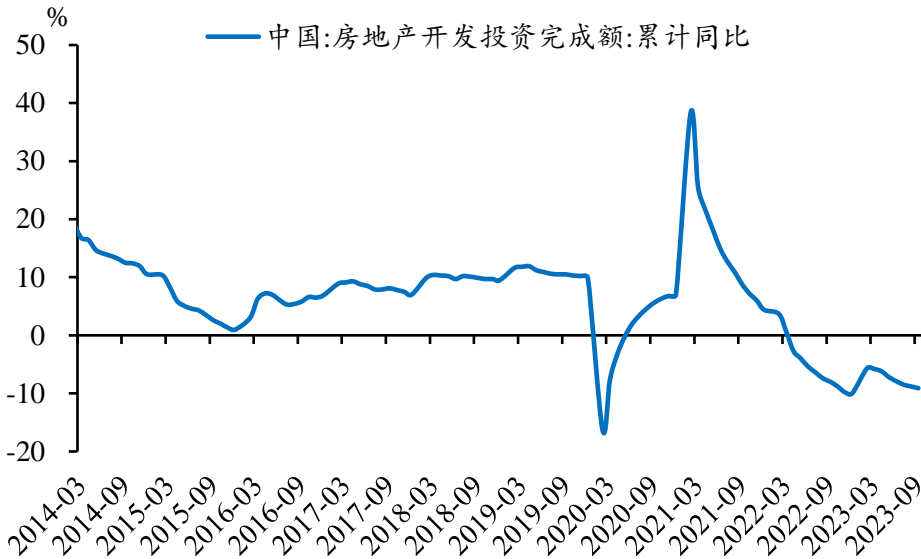
三四线城市商品房销售保持平淡。8 月底商品房销售降幅超过 30%，截至 10 月末，降幅在 21.3%，成交仍显疲态。在本轮“因城施策”的地产调控框架下，大多数三四线城市的地产政策已基本放开，因此 8 月以来的放松效果有限。再叠加一二线城市楼市回暖对低能级城市可能存在虹吸效应，三四线城市成交保持低迷。

图 9：三线城市商品房成交面积（28 日移动平均）


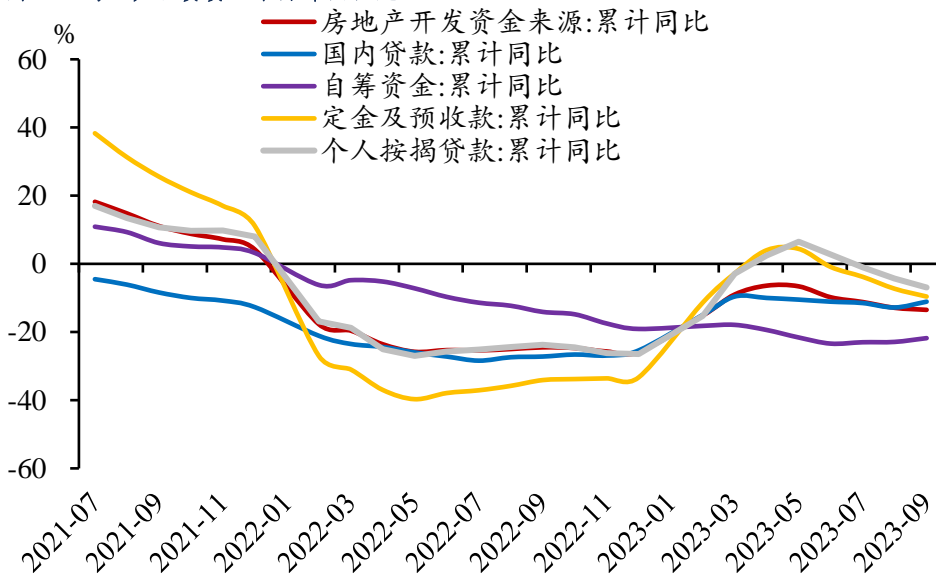
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 投资：仍处于大幅度负增长

房地产投资仍较为低迷，地产开发资金来源降幅较大。2023 年前三季度，全国房地产开发投资额为 8.7 万亿元，同比下降 9.1%，降幅较 1-8 月扩大 0.3 个百分点，房地产开发投资累计同比降幅已经连续 7 个月扩大。资金来源方面，1-9 月地产开发资金来源同比降幅扩大至 13.5%（1-8 月为-12.9%），其中国内贷款的降幅有所收窄，可能与政策支持力度加大有关；定金及预收款、个人按揭贷款同比继续回落。

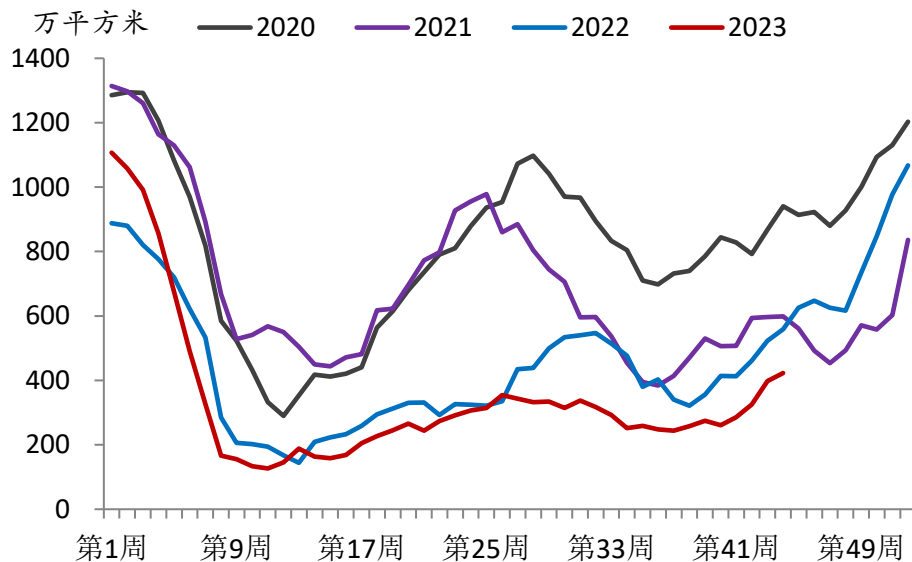
图 10：房地产投资仍深陷负增长


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11：房地产投资资金来源降幅较大


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

土地投资尤为疲弱。今年绝大多数时间里, 100 城土地成交均深陷负增长之中。截至 10 月末, 100 城土地成交面积 (8 周移动平均) 同比降幅近 30%, 或指向房企拿地的意愿和能力尚未恢复。成交土地溢价率也保持低迷, 2016 年 8 月成交土地溢价率曾高达 100% 以上, 2021 年 4 月也曾达到 40%, 但 2023 年 4 月中旬以来, 成交土地溢价率均保持在 10% 以下。9 月底自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件, 主要内容包括建议取消土地拍卖中的地价限制, 建议取消远郊区容积率 1.0 限制等内容。我们认为, 取消土地价格上限, 恢复价高者得, 或有利于提高土地拍卖热度, 尤其是热点城市及核心片区, 但对非核心地区效果有限。对于地产销售, 政策有望改善房价预期, 并一定程度上解决一二手房价格倒挂的问题。

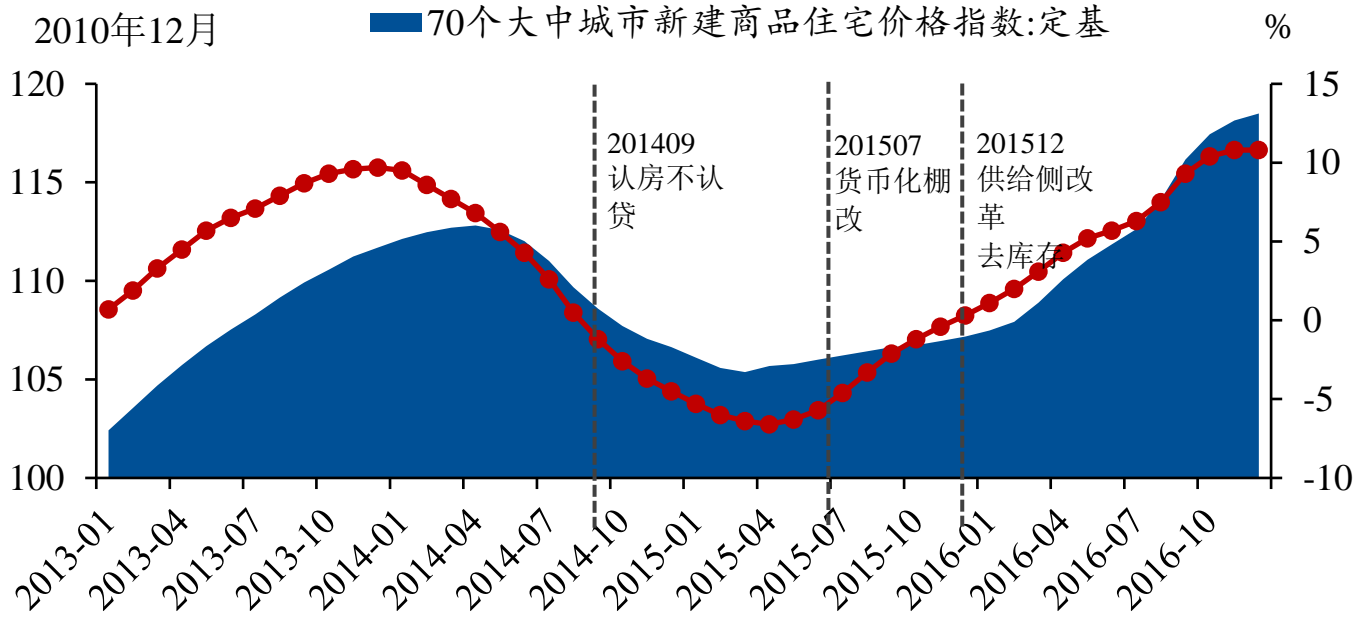
图 12: 100 城成交土地占地面积:住宅类用地 (8 周移动平均)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 成交土地溢价率也保持低迷


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

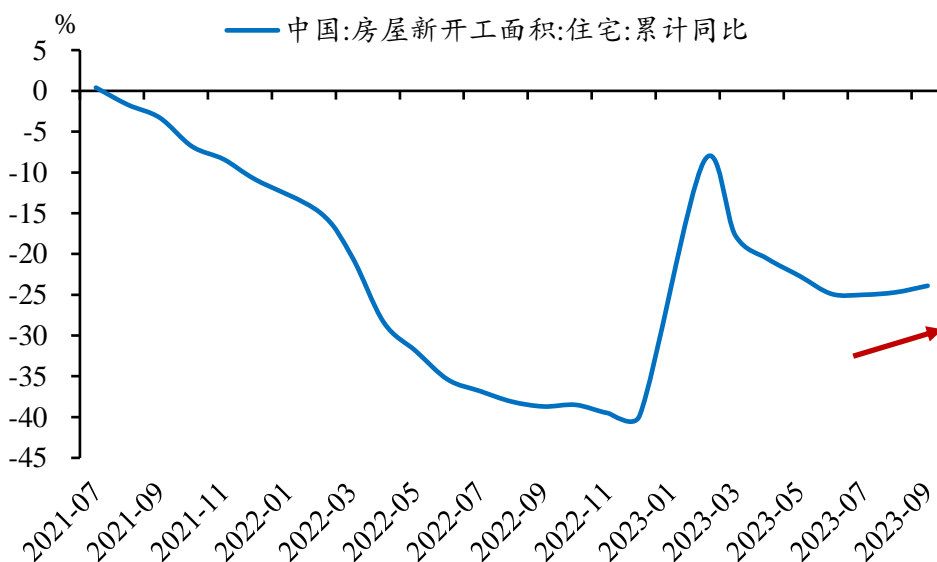
参照 2014-2015 年经验, 房地产市场企稳可能仍需更多政策支持。2014 年 9 月 30 日, 为应对当时房价下行压力, 实施“认房不认贷”, 首套房贷款最低首付款比例为 30%, 贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍 (银发〔2014〕287 号)。但此举未能扭转房价下行趋势。2015 年 7 月国务院提出棚改货币化安置 (国发〔2015〕37 号), 9 月落地细则提出货币化安置比例不低于 50% (建保〔2015〕125 号), 年底中央经济工作会议提出供给侧改革, 至此房价增速由负转正。本轮地产调控措施已经基本覆盖了 2014-2015 年出台的核心政策, 包括“认房不认贷”、放松住房信贷、降低税收等。但政策放松力度不及 2014-2015 年。另外, 我们判断, 政治局会议提出的城中村改造与 2015 年“棚改”相比, 在投资规模和货币化安置的比例上预计存在不小的差距。

图 14：2014 年“认房不认贷”后，支持措施继续加码


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、住宅新开工增速出现触底回升迹象

在市场对房地产市场普遍较为悲观之际，一个重要的拐点正在逐步显现，住宅新开工增速出现了触底回升的迹象。2023 年 7 月，住宅新开工累计增速录得-25%的低点，8 月降幅小幅收窄至-24.7%，9 月降幅继续收窄至-23.9%。

图 15：住宅新开工增速出现触底回升迹象


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

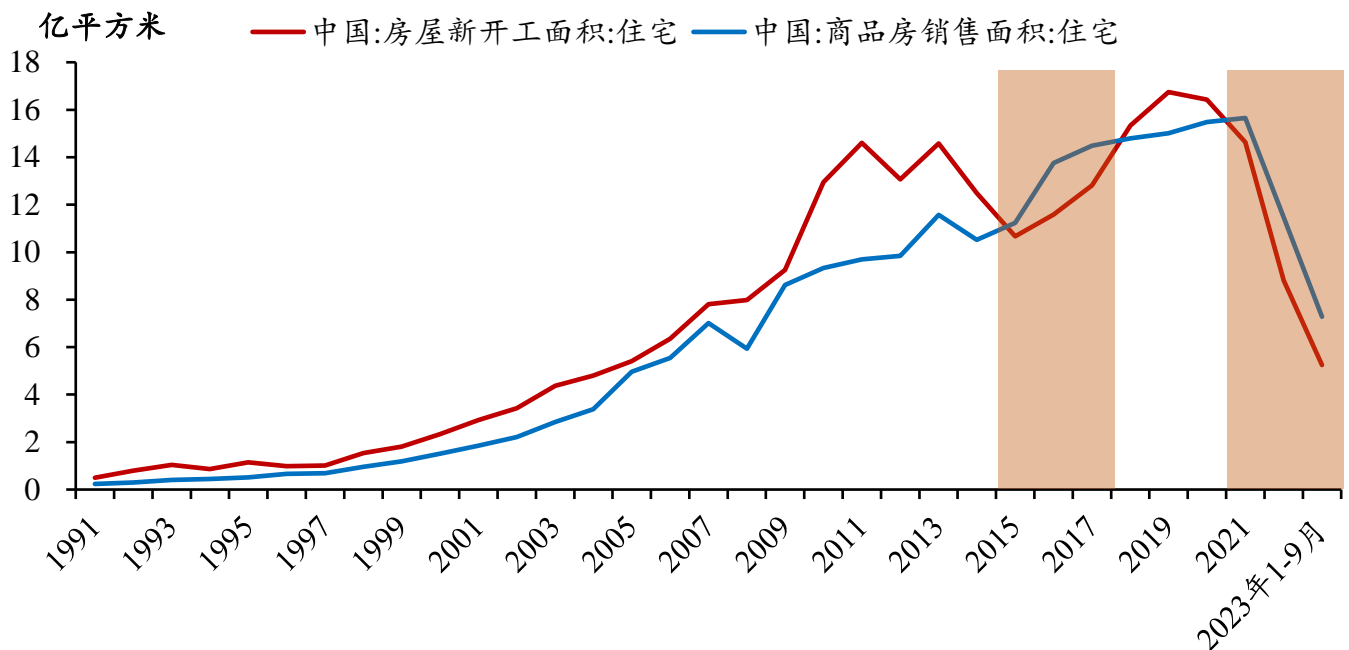
那么为什么新开工在近期边际改善？我们认为其逻辑在于：（1）从供给端来看，伴随房企库存的持续去化，地产行业的出清即将完成。（2）从需求端来看，新开工或已偏离了可持续的住宅需求，新开工面积存在继续向趋

势值回归的动力。

2.1 供给端，新开工的出清即将完成

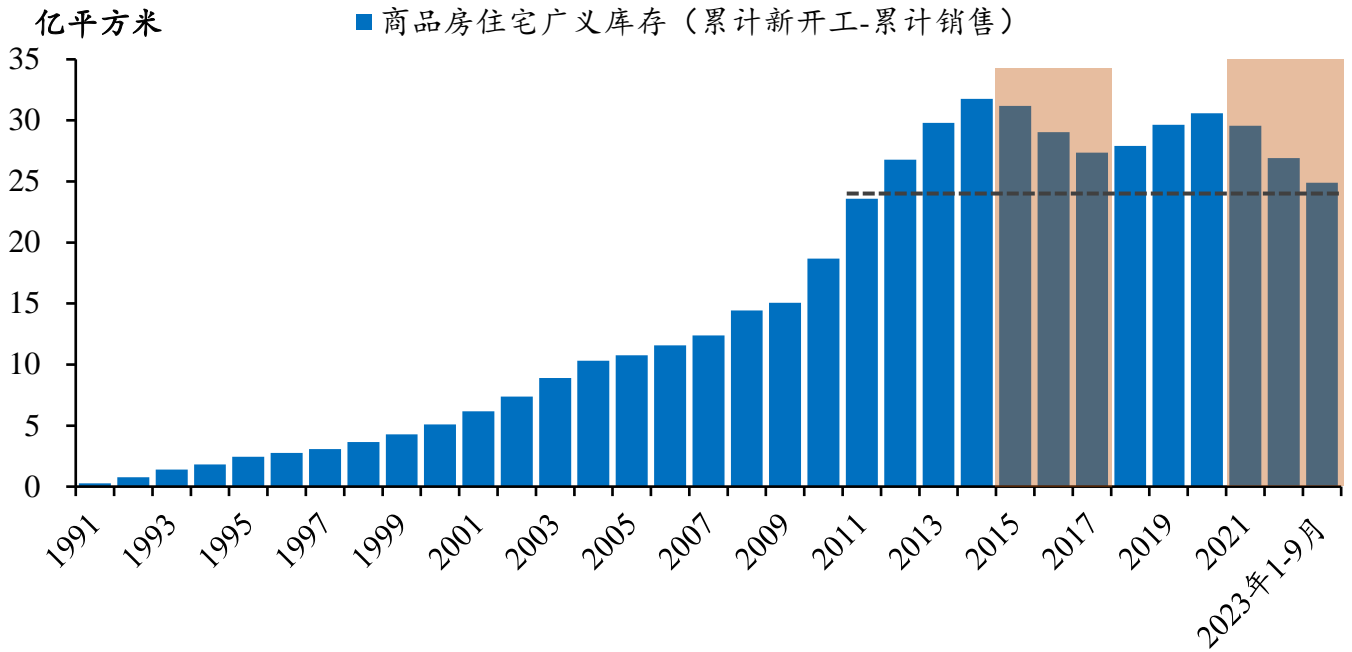
伴随房企库存的持续去化，地产行业的出清即将完成。历史上多数时间里，住宅新开工面积是强于销售的，但最近三年新开工面积持续弱于销售。可参考时间段为 2015-2017 年，新开工连续三年弱于销售后，重新反超销售。2019 年住宅新开工面积高达 16.8 亿平方米，2022 年降至 8.8 亿平方米，我们预计 2023 年可能仅为 7 亿平方米左右。2021 年住宅销售面积高达 15.7 亿平方米，2022 年降至 11.5 亿平方米，我们预计 2023 年可能低于 10 亿平方米。

图 16：住宅新开工面积连续三年弱于销售面积



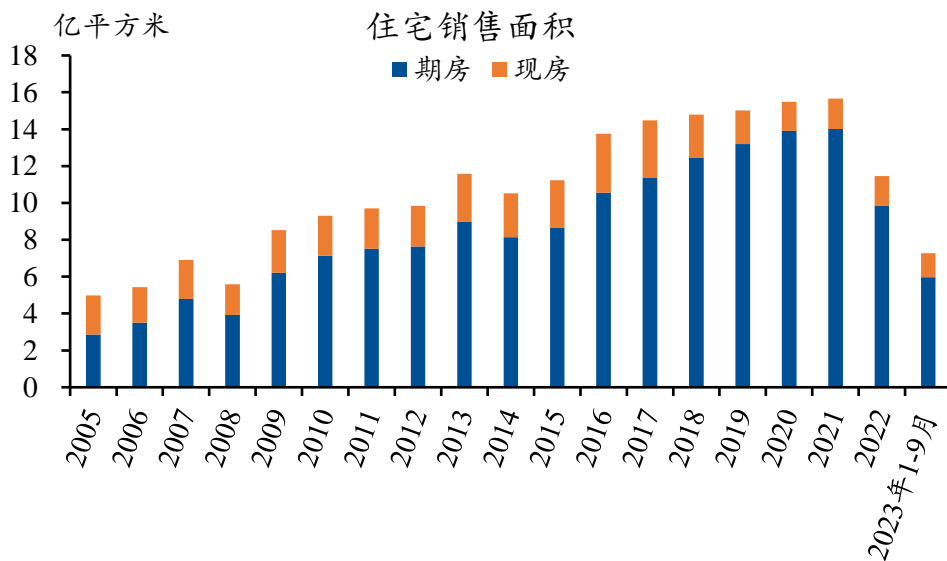
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

开工低于销售导致房企广义库存的快速去化。广义库存=历史累计新开工面积-历史累计销售面积。每年“新开工面积”和“销售面积”的差额，为当年商品房新增库存，对历史数据进行累计求和，即可得到商品房广义库存（含期房和现房）。2021 年以来，与住宅新开工持续弱于销售相对应，商品房住宅广义库存持续下降。截至 2023 年 9 月，广义库存为 24.9 亿平方米，较 2020 年高点下降 18.6%，已超过上一轮去库存累计降幅（-13.9%）。

图 17：商品房住宅广义库存已降至 2011 年水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

广义库存可以进一步划分为现房库存和期房库存（广义库存=现房库存+期房库存）。期房是商品房预售制下产生的、近年来房地产开发商普遍采用的一种房屋销售方式。2005 年期房销售在所有住宅销售中占比在 6 成，2020-2021 年达到高峰，该占比达到了近 90%。2022 年开始部分房企资金链出现问题，导致“烂尾楼”现象频发。购房者对期房担忧情绪上升，2022 年期房销售占比降至 86%，2023 年 1-9 月进一步下滑至 82%。正如商品房销售=现房销售+期房销售，广义库存=现房库存+期房库存。

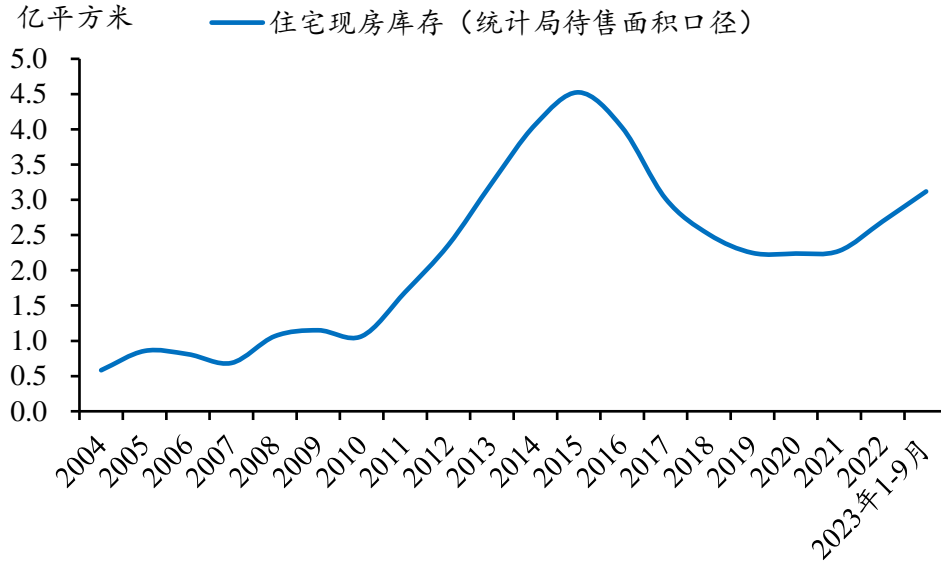
图 18：期房和现房销售面积


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

在保交楼政策影响下，现房库存不降反升。根据统计局的解释，商品房待售面积指报告期末已竣工的可供销售

或出租的商品房屋建筑面积中，尚未销售或出租的商品房屋建筑面积，包括以前年度竣工和本期竣工的房屋面积。该指标每月随经济数据一同公布，与我们对现房库存的定义相符。现房库存的高点出现于 2015 年，2016-2018 年那轮去库存中，现房库存曾持续下降。2022 年以来，受保交楼政策影响，现房库存处于持续上升中。

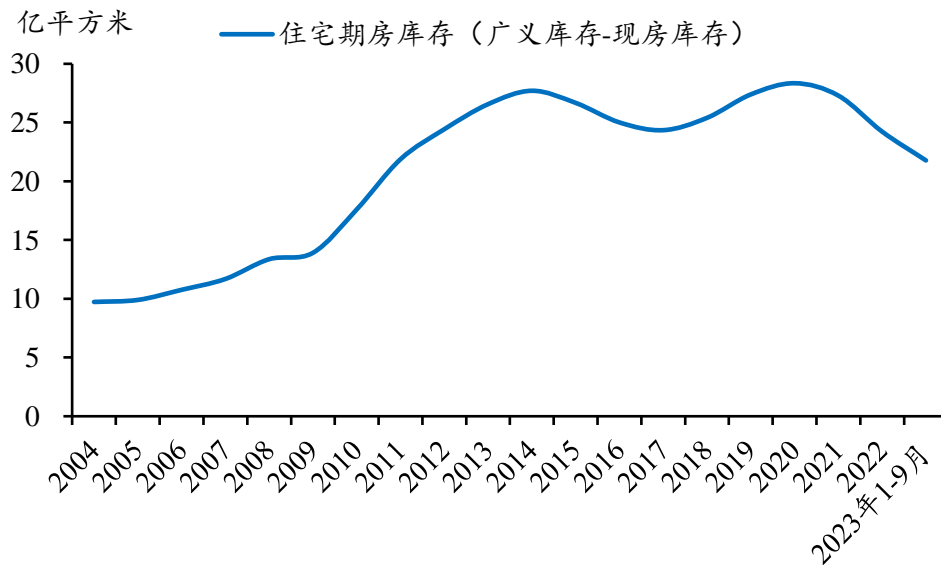
图 19：在保交楼政策影响下，现房库存不降反升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

商品房库存压降主要体现在期房库存。期房库存等于广义库存减去现房库存 (待售面积)。期房库存在广义库存中占比为八成至九成，期房库存的走势决定了广义库存的走势。2020 年末，住宅期房库存面积曾达到 28.3 亿平方米。截至 2023 年 9 月，住宅期房库存为 21.8 亿平方米，较高点下降超 20%，已降至 2011 年水平。由此可见，商品房库存压降主要体现在期房库存。

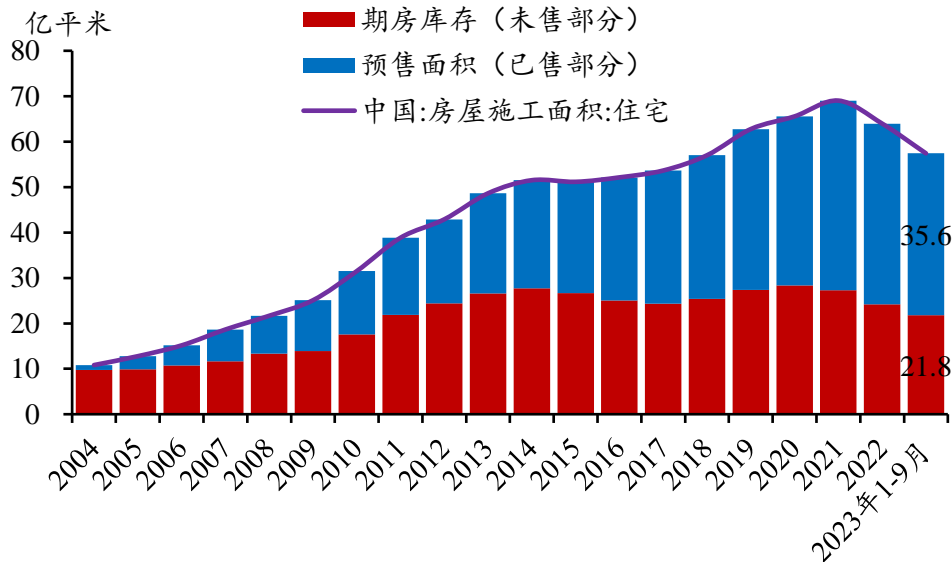
图 20：商品房库存压降主要体现在期房库存



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

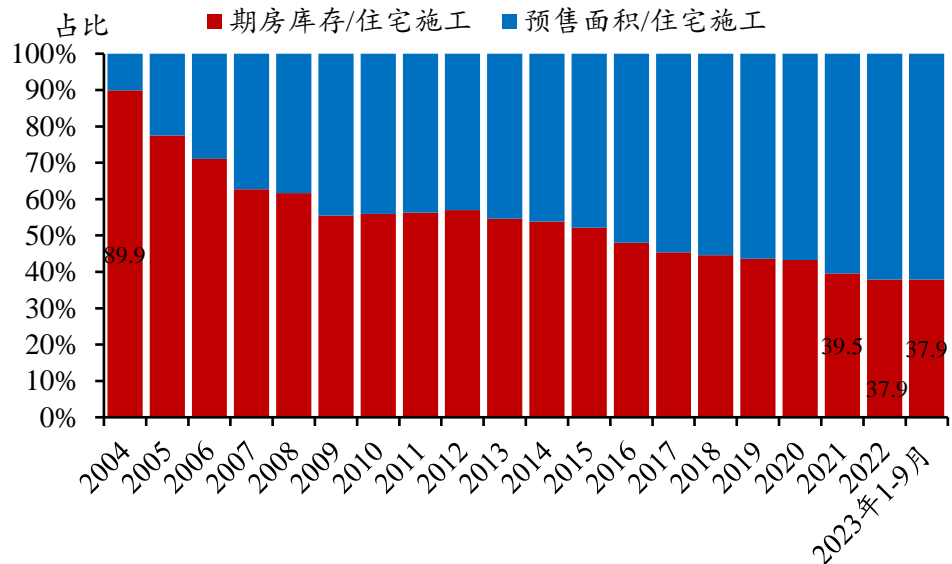
我们还可将施工面积分为未售部分和已售部分，分别予以考察。施工阶段是房屋在新开工与竣工之间的过程，因此理论上，处于施工中的房屋均为期房，且包含了未售出的期房和已售出的期房。前文中计算的期房库存面积与此处的未售出期房面积数量上相等。截至2023年9月，住宅施工面积为57.4亿平方米，其中未售面积为21.8亿平方米，占比37.9%；已售面积为35.6亿平方米，占比62.1%。2022年之前，期房库存在施工面积中占比持续下降，到2022年底降至37.9%，达到历史低点，2023年1-9月持平为37.9%。我们判断，施工面积中未售库存占比可能已经见底。

图 21：施工面积中待售库存和已售面积走势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22：施工面积中未售库存占比可能已经见底



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.2 需求端，新开工或已偏离了可持续的住宅需求

根据我们的测算，未来五年商品房住宅需求趋势可维持在8-10.6亿平方米。未来新增住房需求包括三类：一是人口从农村向城镇异地转移带来的城镇化需求，预计每年新增约4-5.6亿平方米。二是城镇居民住房面积增加带来的改善型需求，预计每年新增约3.7-4.5亿平方米。三是城镇老旧房屋拆除重建带来的拆迁需求，预计每年新增0.3-0.5亿平方米。将三类需求加总，我们预计未来五年商品房住宅需求趋势可维持在8-10.6亿平方米，下限大致在8亿平方米。

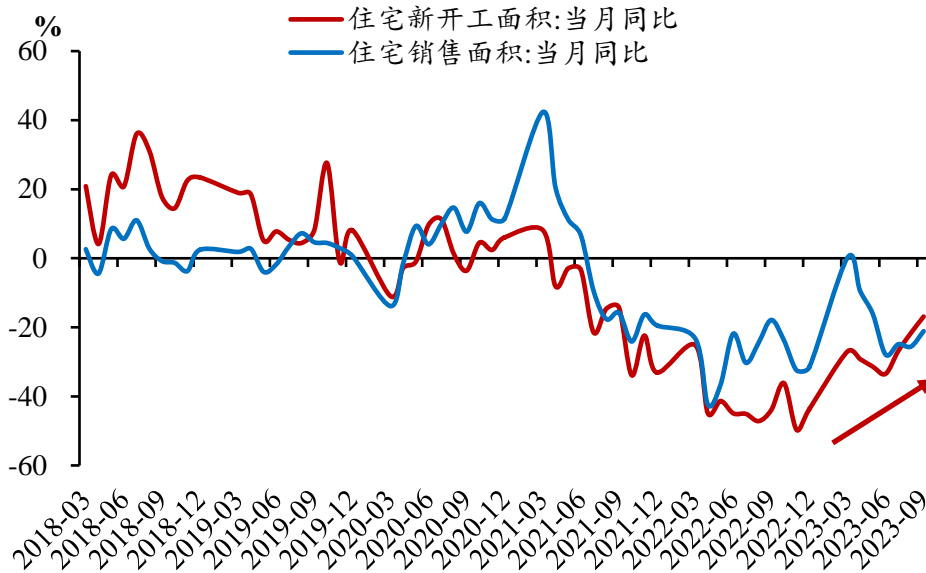
新开工或已偏离了可持续的住宅需求，我们预计后续新开工面积有望继续改善。中长期而言，住宅的供给需要与需求相匹配，假设不考虑库存的情况下，新开工面积需要等于或是略高于销售面积。2023年实际住宅销售面积可能位于趋势值的下沿，由于商品房库存水平已经不高，今年实际新开工面积或已偏离了可持续的住宅需求，且大幅度低于中长期的趋势下限。

表 2：预计未来五年商品房住宅需求趋势可维持在 8-10.6 亿平方米

需求类型	假设思路	需求量
城镇化需求	年增1000-1400万城镇人口，人均面积40平米	4-5.6亿平米
改善型需求	9亿+城镇人口，人均居住面积年增0.4-0.5平米	3.7-4.5亿平米
拆迁和更新需求	每年30-50万套，平均每套90平米	0.3-0.5亿平米
合计	——	8-10.6亿平米

资料来源：信达证券研发中心

因此我们判断，新开工面积存在继续向趋势值回归的动力。我们认为，住宅新开工当月同比低点已出现。2020年8月起，住宅新开工面积当月同比开始低于销售面积当月同比，到2022年11月份，住宅新开工面积当月同比录得-49.7%，为近年来低点。往后看，新开工面积存在继续向趋势值回归的动力。作为证据，可以看到2023年8-9月住宅新开工当月同比连续两个月反超销售。我们预计到2024年上半年，住宅新开工面积累计增速有望实现由负转正，并逐步带动地产投资整体企稳。

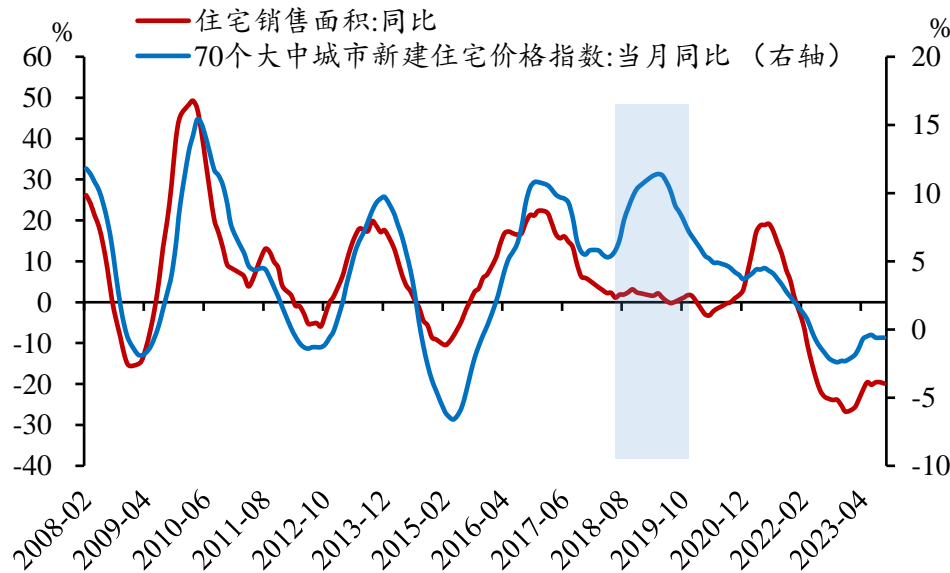
图 23: 住宅新开工当月同比已反超销售


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、明年房价有望企稳

3.1 楼市“供需缺口”可能再现

房价由住宅的供给与需求共同决定。市场对于地产的关注主要集中于需求端，其原因在于近 20 年来受到地产调控政策的影响，地产需求相对而言弹性更大，而房屋供给更偏向于长期变量。回顾历史，我国房价与住宅销售走势具有较强的一致性。

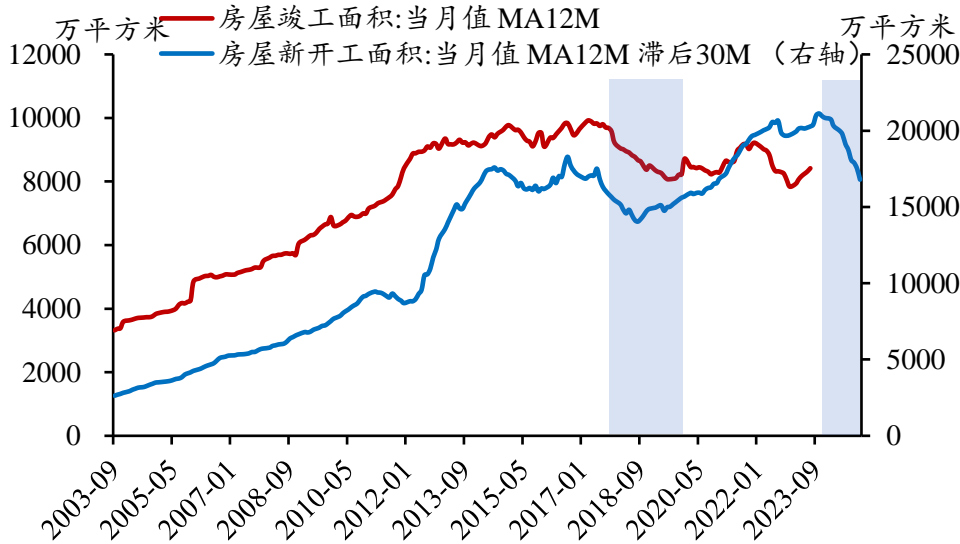
图 24: 2018 年房价上涨, 但地产销售平淡


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2018 年我国楼市或曾出现“供需缺口”，主要源于供给的收缩。2016 年年底的中央经济工作会议首次提出，“房子是用来住的，不是用来炒的”，之后的 2017-2019 年地产调控政策整体偏严。2018 年我国地产销售同比

增速处于 2%左右的低位，然而房价涨幅超过了 10%，销售和房价出现了一定程度的背离。我们判断，该背离反映了楼市在 2018 年或出现了“供需缺口”。2014-2015 年我国地产新开工面积同比连续两年为负，2014 年为-14.4%、2015 年为-14.6%。房屋从新开工到进入销售市场（预售或现房）大概需要 3 年的时间。我们认为，2014-2015 年新开工的下滑使得 2018 年楼市供给收缩，并引发了房价的上涨。

图 25：新开工领先竣工大概 30 个月



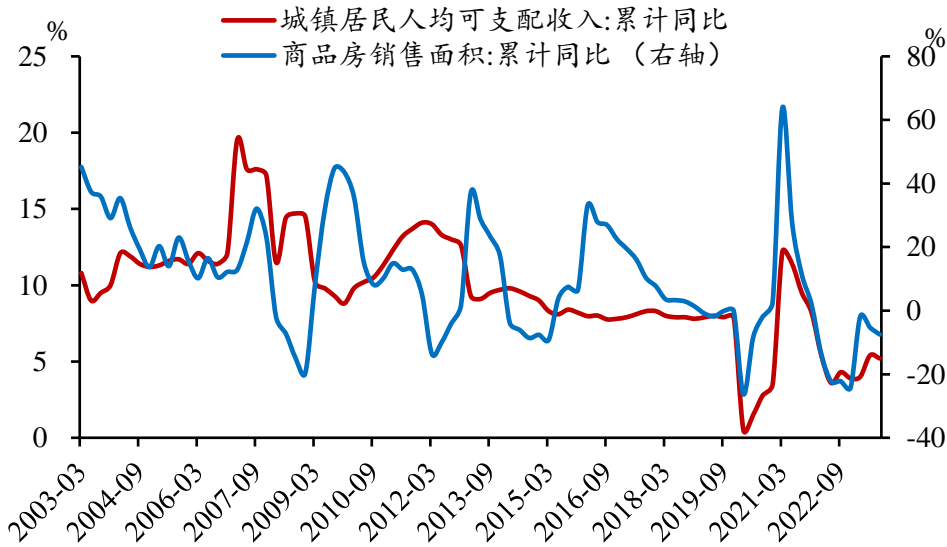
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2021 年四季度开始新开工开始下滑，或意味着 2024 年我国楼市可能也面临“供需缺口”。2021 年四季度开始我国地产市场转冷，房企拿地、开工大幅萎缩。由此我们推断，明年商品住宅预计会出现供给偏紧的格局，可能会对房价产生一定的支撑效果。对于不同能级的城市，房价的表现大概率会分化。根据易居研究院的报告，2023 年 9 月，100 个城市中一、二、三四线的新建商品住宅去化周期（存销比）分别为 14.4、18.1 和 24.3 个月。一线城市去化状况较好，二线其次，三四线城市压力最大。供给端缩减对一二线城市房价的影响预计将更为显著，对于三四线城市预计影响有限。

3.2 房价收入比连续三年下降，已回落至十年低位

在过去，我国房地产整体处于供不应求的状态，导致地产投资属性明显。1998 年房改之后，我国居民对住房的需求持续释放，我国处于供不应求的状态。因此房子“只涨不跌”的印象深入人心，从而滋生了较为广泛的投机行为。可以看到 2018 年之前，我国居民收入与地产销售的增速有着一定的反向关系，这便是地产投资属性的体现之一。由于房地产自身体量较大，加上其对上下游产业的带动作用显著，当经济面临一定下行压力时，政府放松地产调控政策，往往能够驱动经济繁荣向上。

图 26：2018 年之前，我国居民收入与地产销售的增速有着一定的反向关系

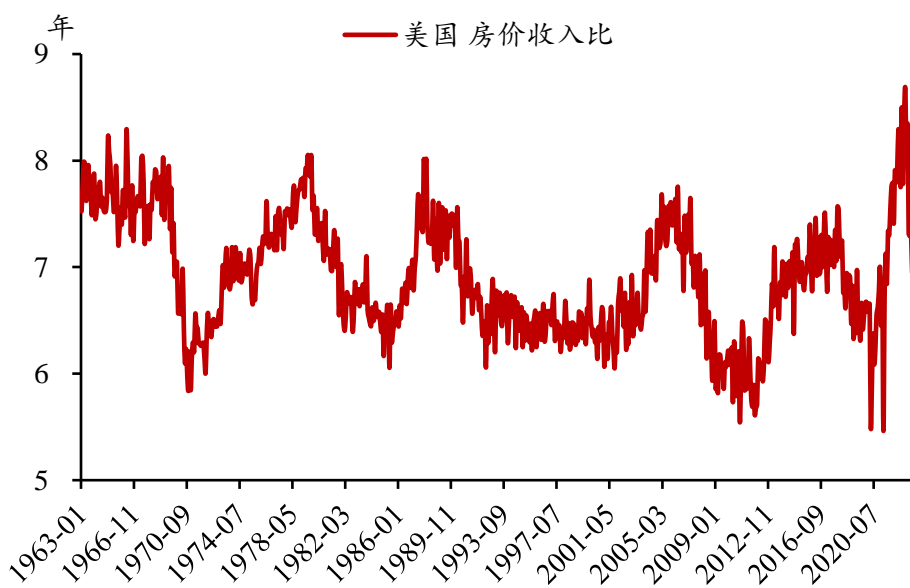


资料来源：万得，信达证券研发中心

如今，房地产市场供求关系发生重大变化，“经济靠地产”可能将转变为“地产靠经济”。2023 年 7 月政治局会议提出，“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。房地产“供不应求”正在逐步转变为“供大于求”，房价只涨不跌的预期也明显松动。我们认为，未来“经济靠地产”可能将转变为“地产靠经济”，也就是说在经济改善，居民收入回升、预期回暖之后，地产销售才能够出现趋势性的好转。收入和地产销售或将更多呈现同向变动，而非过去的反向变动。

遵循以上逻辑，中长期来看房价的均衡点或取决于收入。房价收入比衡量了一个地区房价的高低和居民的购买力。观察美国的房价收入比可以发现，美国房价收入比存在一定的均值回归的特性。例如，2008 年金融危机前夕，美国房价收入比一度达到 7.6，2009 年降至 6.0 左右的历史低位，随后企稳并开启新一轮上行。我们认为，其逻辑在于，当房价收入比下探到一定程度时，作为分母的收入会对分子的房价进行托底，反映到现实层面，即随着房价下降，居民的购买力逐渐提升，购房需求迎来重新释放。

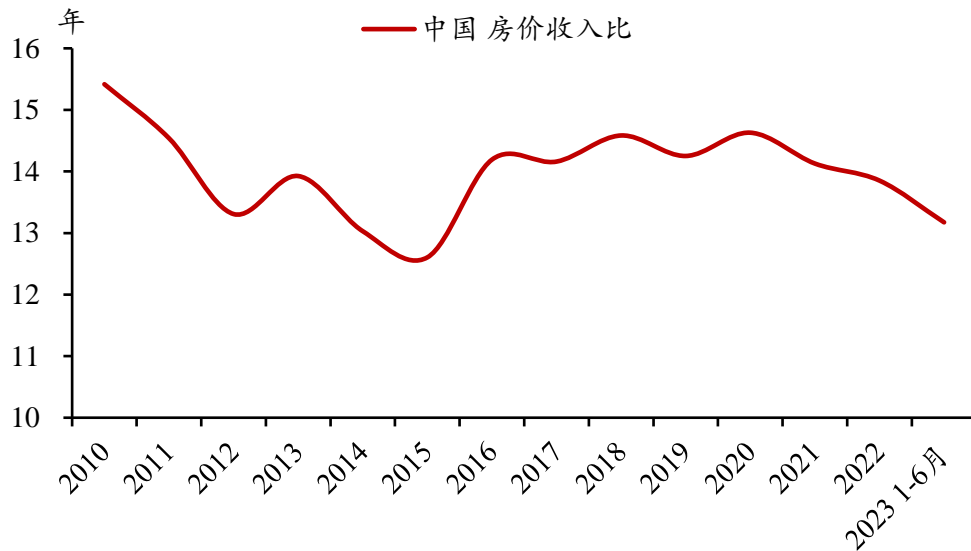
图 27：美国房价收入比



资料来源：万得，信达证券研发中心

我国房价收入比连续三年下降，已回落至十年低位。我国房价收入比=百城样本住宅平均价格*城市人均住房面积/城镇居民人均可支配收入。2015年的一轮房价下跌，房价收入比降至12.6，2020年重新上行至14.6。之后我国房价收入比经历了连续三年的下降，截至2023年年中，已下滑至13.2，距离2015年的低位已经不远。我们认为，借鉴发达国家的经验，中国的房价收入比已经接近上一轮低点，后续房价大幅下跌的空间或相对有限，明年全国层面房价有望企稳。

图 28：中国房价收入比



资料来源：万得，信达证券研发中心

此处我们做两点补充。有观点认为我国房价收入比相较于其他国家偏高，因此房价收入比有大幅下降的空间。我们认为，各国之间居民的储蓄率、房产的持有成本均有较大差异，对国家进行横向比较的意义不大。二是各个城市的房价、收入、净流入人口等因素均有所不同，因此我们判断明年房价企稳，仅是从全国宏观层面进行判断，不同城市的房价走势或仍会有分化。

四、关注股市熊转牛的三大拐点

我们认为，当下权益市场的主要矛盾有三点，（1）经济预期的提振，（2）房地产市场企稳，（3）美联储从鹰派转为鸽派。当以上三点矛盾均得到改善，A股有望迎来牛市。本文主要论述了房地产市场的现状，以及对地产拐点的判断，对应三大矛盾中的第二点。另外两大矛盾的探讨可参考前期报告《从库存周期触底到经济触底需要多久？——兼论股市熊转牛的拐点》。

综合来看，我们对A股由熊转牛三大拐点的研判如下：

（1）库存周期或已经迎来触底回升的拐点，并有望带来一系列连锁效应，与出口、产能周期可能形成共振，再叠加财政发力，有望推动经济持续改善。

（2）尽管市场对政策放松后的房地产市场仍较为悲观，但我们研究认为，房地产新开工有望最早出清完毕，新开工触底回升的拐点可能已经到来。

（3）本轮美国经济放缓是一轮非典型放缓，最近两个月，菲利普斯曲线出现回归正常化的迹象，可能促使未来美联储从鹰派转为鸽派。

我们认为，当前 A 股赔率处于历史高位，往后看三大拐点或将陆续确立，A 股有望由熊转牛。使用沪深 300 计算的股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位，指数当前已计入较多的悲观预期。往后看三大拐点或将陆续确立，A 股有望由熊转牛。

图 29：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位



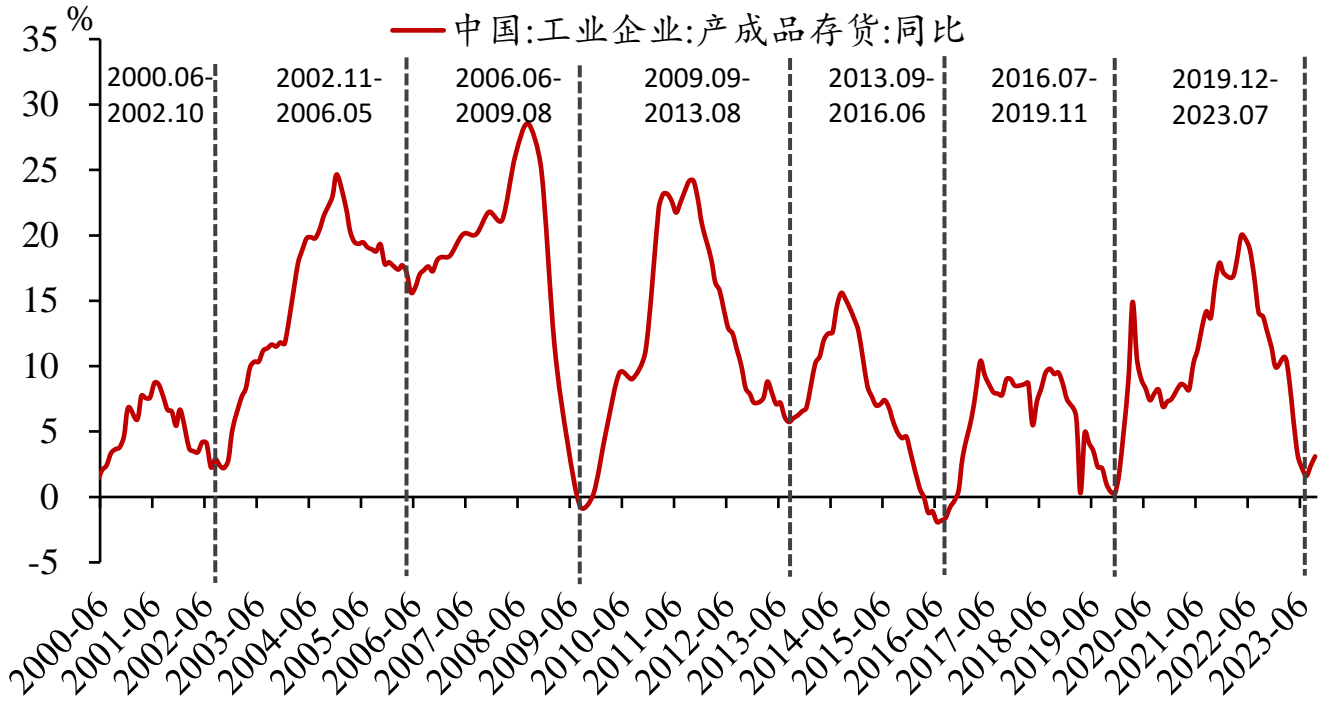
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：A 股走势推演



资料来源：万得，信达证券研发中心

建议关注中上游原材料行业与科技产业。（1）中上游原材料行业库存周期与产能周期有望共振向上，并推动中上游行业供需格局持续改善，关注煤炭、油气油服、钢铁等行业。（2）科技产业是中长期投资主线，一是全球半导体周期或已接近尾声，半导体、消费电子等细分领域景气度有望回升；二是中美博弈下，国内科技创新重要性持续提升，相关产业有望受益。

图 31：产成品库存同比在 8 月触底回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 32：半导体周期或已见底


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。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。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

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了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。