



宏观专题

关于我国房地产市场的一些思考

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点: 2023年经济整体处于波折修复阶段, 地产投资是主要掣肘项, 当下如何评估地产走势成为市场核心关切。**由于房地产行业链条长, 单一指标很难对整个地产中枢进行准确估计, 因此我们从“人、房、地、钱”新机制出发, 考虑住房人口和地产模式, 对地产产业链进行拆分, 提供了探究我国地产中枢的“三步法”: 第一步以人均GDP为锚, 考虑人口和资金因素, 通过国际横向比较判断我国当前地产在全球中所处的区间位置。第二步将各国地产危机后企稳阶段作为长期中枢, 大致推断我国地产中枢区间。即在长期中枢上, 以地产危机作为外生事件冲击, 关注日本、韩国、美国和新加坡地产危机后的企稳阶段。第三步将经历深度调整的东北地区作为长期中枢参考, 进一步调整前两步所得区间。我们认为: 从住宅投资占GDP比重来看, 我国住宅投资接近中枢水平, 从住宅开发率和房价收入比来看, 销售面积仍有下调空间, 房价预计很难出现普涨或仍存在一定下调空间。地产增量政策可以有效缓解地产下跌风险, 以地产为主要支撑项的旧经济发展模式有望逐步调整, 房地产新模式的建立也有助于实现经济的转型。
- **从住宅投资/GDP看, 我国住宅投资接近中枢水平:**住宅投资是反映住宅投资规模的指标, 具有较高的国际可比性和数据可得性, 因此用住宅投资占GDP的比重作为计算地产产业链上游投资端中枢的核心指标。我国住宅投资/GDP在可比国家对标年份中处于中游, 可比国家该指标的区间均值为3.5%, 以东北地区为参考得到的下限为3.0%, 综合来看, 我国GDP中住宅投资占比的中枢为3.3%, 2024年我国该比值有望达到4%, 我国目前住宅投资占GDP的比重较为接近中枢值, 并未出现大幅的超调, 未来可以通过三大工程弥补与中枢的距离。
- **从住宅开发率看, 销售面积可能仍有下降空间:**住宅开发率反映户均住房供给, 该数值较高时表明新增住房对居民住房需求起到了较好的支撑作用。例如住宅开发率为4%, 代表当总户数为100万的时候, 房地产市场上今年新开工4万套住房是合宜的。综合分析, 假定我国住宅开发率的中枢为1.5%, 销售面积可能仍有下降空间。然而由于各国的自然资源禀赋等存在差异, 除了均值考量外, 一方面考虑到新加坡和美国当前城镇化率较高, 我国当前城镇化率3.1%与日韩较为接近, 另一方面考虑到我国当前主力购房人口占比与韩国较为接近, 故以韩国的住宅开发率的中枢水平3.4%来衡量, 中国的住宅开发率也仅有0.3个百分点的提升空间, 难以大幅度提高, 甚至还可能向东北地区1.2%的住宅开发率中枢靠近。假定住宅开发率中枢为1.5%, 预计商品房需求面积中枢约为7亿平方米, 高于中枢4.17亿平方米, 这表明人均住房供给过高, 即新增住房对居民住房需求起到了“过度”的支撑作用。在较长时间维度下, 可以通过地产增量政策的出台压缩地产销售面积的下跌空间, 或减缓地产销售面积下滑的速度。

- **从房价收入比来看，房价预计很难再出现普涨且或仍存在一定下调空间：**以东北作为我国房价收入比的前瞻地区，按照可比国家房价收入比的稳态中枢来进行评估。综合分析，假定我国房价收入比的中枢为 20，那么我国当前房屋估值处于明显偏高的状态。然而由于各国之间存在文化差异和居民购房行为差异。一方面考虑到新加坡的文化属性与中国类似，另一方面考虑到中国当前大力推进保障房与新加坡模式类似，所以虽然中国合理的房价收入比水平仍高于全球平均水平，但是即便以新加坡的房价收入比来衡量，中国的房价仍难以再出现普涨，甚至还会有一定的向下调整空间。如果居民收入水平能够不断提高的话，也会减缓这一向下调整速度。地产增量政策可以有效缓解地产下跌风险，以地产为主要支撑项的旧经济发展模式有望逐步调整，房地产新模式的建立和发展也有助于实现经济的转型。
- **风险提示：**(1) 国际比较的经验失效；(2) 政策推进力度及效果不及预期；(3) 地产下行风险超预期；(4) 地产增量政策出台不及预期。

内容目录

1. 地产是 2024 年宏观经济的重要变量	6
1.1 地产投资是当前经济的拖累项	6
1.2 地产链各环节恢复速度存在差异	7
1.3 当下如何评估地产走势是市场关切	9
2. 探究我国当前地产发展阶段的对标框架	10
2.1 人均 GDP 是探究地产发展阶段的锚	10
2.2 泡沫破灭后地产稳态指向长期中枢	13
2.3 东北地区可作为长期中枢参考下限	17
3. 从住宅投资/GDP 看，我国住宅投资接近中枢水平	18
3.1 我国住宅投资/GDP 在可比国家对标年份中处于中游	18
3.2 可比国家住宅投资/GDP 稳态中枢为 2%-5%	19
3.3 我国住宅投资/GDP 中枢为 3.3%，当前接近中枢水平	20
4. 从住宅开发率看，我国地产销售面积仍有下降空间	21
4.1 我国住宅开发率显著高于可比国家对标年份	21
4.2 可比国家住宅开发率稳态中枢为 0.3%-3.4%	22
4.3 如果以住宅开发率作为估算指标参考，地产销售面积可能还有下跌空间	23
5. 从房价收入比来看，房价预计很难再出现普涨或仍存在一定的下调空间	25
5.1 我国房价收入比高于可比国家对标年份	25
5.2 可比国家房价收入比稳态中枢为 10-20	26
5.3 如果我国房价收入比中枢为 20，那么房价或仍存在一定下调空间	27
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 主要经济指标运行情况概览 (2022.8-2023.12): 地产投资为经济的主要掣肘项	6
图 2: 2023 年以来地产政策主线: 先“稳妥化解风险”, 后“政策工具加速落地”	7
图 3: 地产链条恢复速度存在差异: 投资、开工、施工和销售仍为负增长, 竣工增速已转正	8
图 4: 北京二手房成交面积 (七天移动平均)	8
图 5: 深圳二手房成交面积 (七天移动平均)	8
图 6: 地产投资与大宗商品走势接近	8
图 7: 地产销售与家具零售走势接近	8
图 8: 住宅投资和经济发展呈“S”型曲线关系	11
图 9: 参考日、韩、美、新加坡, 中国人均 GDP 增速将上行	11
图 10: 中、日、韩、美和新加坡购房人口占比对比	12
图 11: 中、日、韩、美和新加坡城镇化率对比	12
图 12: 中、日、韩、美和新加坡城市土地面积增速对比	13
图 13: 中、日、韩、美和新加坡居民杠杆率对比	13
图 14: 日本地产在 2013 至 2023 年间处于泡沫破灭后的相对稳态	14
图 15: 日本工业生产指数在 1955 至 1970 年增长了 728%	14
图 16: 1973 年日本住宅投资同比+44.1%, 1974 年降至 7%	14
图 17: 韩国实际房价指数在 1992 年和 1997 年出现两次大幅下跌, 2000 年至今小幅波动	15
图 18: 美国地产稳态分两段: 一是 1970 至 2000 年, 二是 2014 年后	15
图 19: 2008 年后新加坡地产进入稳态	16
图 20: 东北四市城镇居民人均可支配收入近年增速下滑	17
图 21: 东北地区人口自然增长率与日本接近, 低于中国人口自然增长率, 东北可以作为人口老龄化和城镇化接近尾声的前瞻地区	17
图 22: 中、日、韩、美、新加坡住宅投资/GDP 对比	18
图 23: 中国住宅投资/GDP 在可比国家对标区间年份居中游偏上	18
图 24: 2013 年至今日本住宅投资/GDP 稳态中枢为 3.0%	19
图 25: 2000 年至今韩国住宅投资/GDP 稳态中枢为 5.4%	19
图 26: 美国 2014 年至今住宅投资/GDP 中枢为 4.2%	20
图 27: 新加坡住宅投资/GDP 稳态中枢为 1.7%	20
图 28: 2024 年预计中国住宅投资/GDP 回落至 4.0%	20

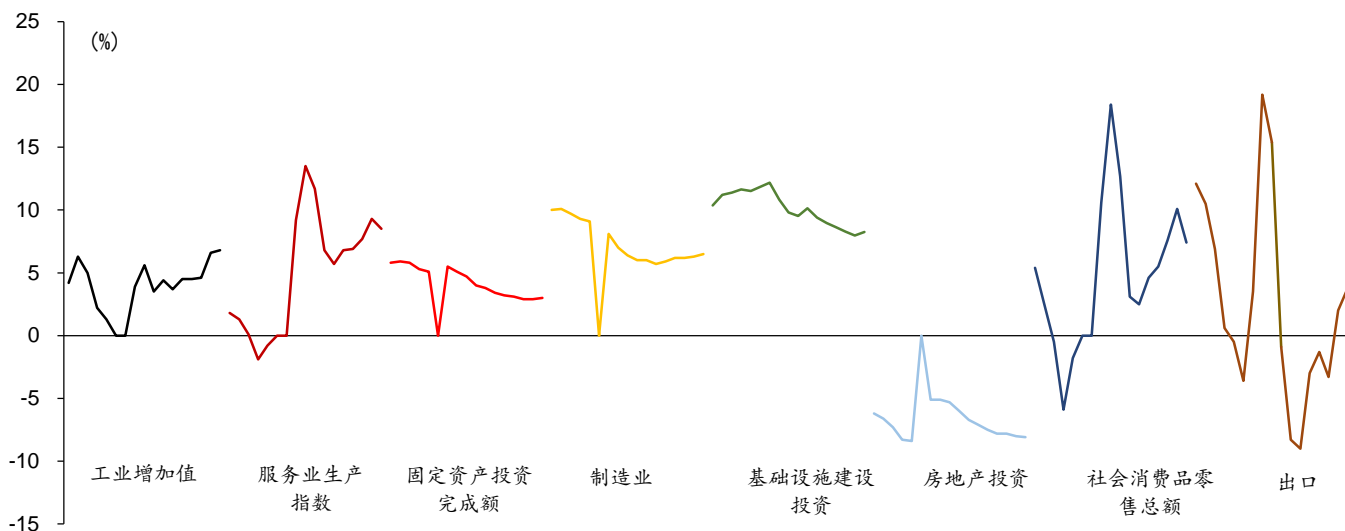
图 29: 2024 年预计东北四市住宅投资/GDP 回落至 3.0%	20
图 30: 中、日、韩、美、新加坡住宅开发率对比	21
图 31: 中国住宅开发率明显高于可比国家对标区间均值	21
图 32: 2013 年至今日本住宅开发率稳态中枢为 2%	22
图 33: 2000 年至今韩国住宅开发率稳态中枢为 3.4%	22
图 34: 2014 年至今美国住宅开发率稳态中枢为 0.3%	23
图 35: 2008 年至今新加坡住宅开发率稳态中枢为 0.6%	23
图 36: 中国当前住宅开发率中枢为 4.4%	24
图 37: 东北四市住宅开发率中枢为 1.2%	24
图 38: 我国商品房销售面积仍有小幅下调空间	24
图 39: 2022、2023 年商品房销售面积同比超-20%	24
图 40: 中、日、韩、美房价收入比对比	25
图 41: 中国房价收入比明显高于可比国家	25
图 42: 2013 年至今日本房价收入比稳态中枢为 10.2	26
图 43: 2000 年至今韩国房价收入比稳态中枢为 10.7	26
图 44: 2014 年至今美国房价收入比稳态中枢为 10.9	26
图 45: 新加坡房价收入比稳态中枢为 20	26
图 46: 预计 2024 年中国房价收入比回落至 24	27
图 47: 东北四市房价收入比中枢为 11	27
图 48: 重点城市 2023 年和 2018 年 12 月房价收入比: 全国各城市房价收入比较稳定	29
图 49: 个人住房贷款利率达历史低位水平	30
图 50: 房贷利率历史降幅: 当前房贷利率或有下调空间	30

1. 地产是 2024 年宏观经济的重要变量

1.1 地产投资是当前经济的拖累项

2023 年经济整体处于波折弱修复阶段，地产投资是主要拖累项。2023 年 1-3 月经济快速增长，主因积压需求的集中释放；4-6 月修复斜率放缓，主因前期透支和预期转弱下的信用收缩；7-9 月政策加码，经济逐步走出底部；10-12 月地产政策延续宽松。2023 年一、二、三和四季度 GDP 同比分别为 4.5%、6.3%、4.9%和 5.2%。生产端好于需求端，内外需求偏弱，居民的消费信心、消费倾向、消费意愿具备巩固提升空间，制造业投资稳定，地产投资继续拖累。2023 年 1-12 月，地产投资累计同比-9.6%，实现自 2022 年 4 月以来连续 20 个月的负增长，地产投资是经济修复的主要拖累项，由经济运行的惯性趋势推演，地产投资的变化也仍然是影响 2024 年经济的重要变量。

图 1：主要经济指标运行情况概览（2022.8-2023.12）：地产投资为经济的主要掣肘项

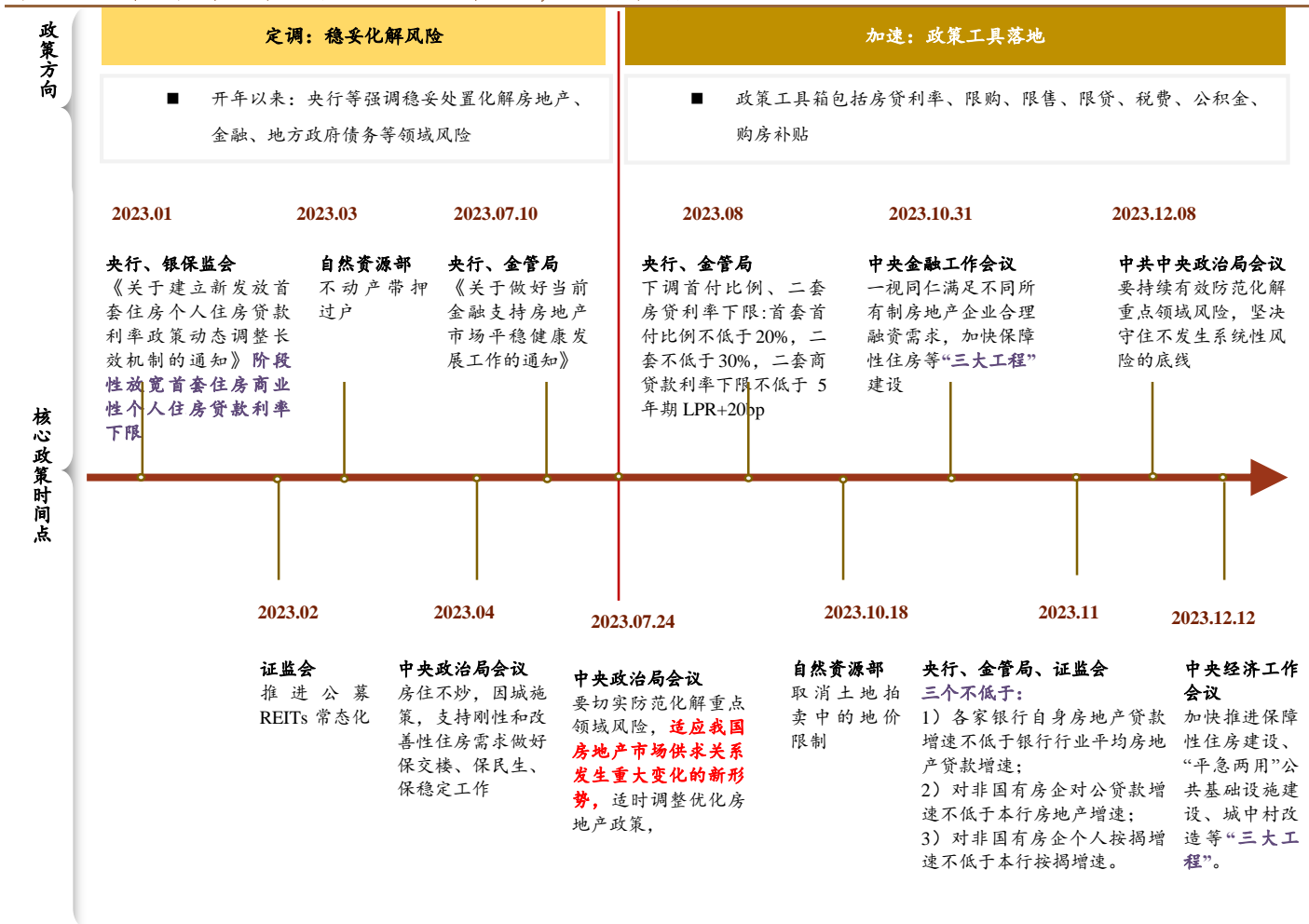


资料来源：Wind，德邦研究所

注：投资类项目为累计同比增速，其他为当月同比增速，出口按美元计价

2023 年地产政策频出，地产投资依旧未能走出底部。2023 年地产政策以 7 月“地产市场供求关系发生重大变化”为分界，可以分为稳妥化解风险和加速政策工具落地两个阶段。2023 年初，央行和银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，标志着阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限，2023 年 4 月中央政治局会议再次强调“房住不炒，因城施策，支持刚性和改善性住房需求做好保交楼、保民生、保稳定工作”。2023 年 7 月中央政治局会议强调“地产市场供求关系发生重大变化”，地产进入政策工具加速落地期，主要包括认房不认贷、存量房贷利率调整、LPR 下调、延长金融 16 条到期时间、提出三大工程等。

图 2：2023 年以来地产政策主线：先“稳妥化解风险”，后“政策工具加速落地”

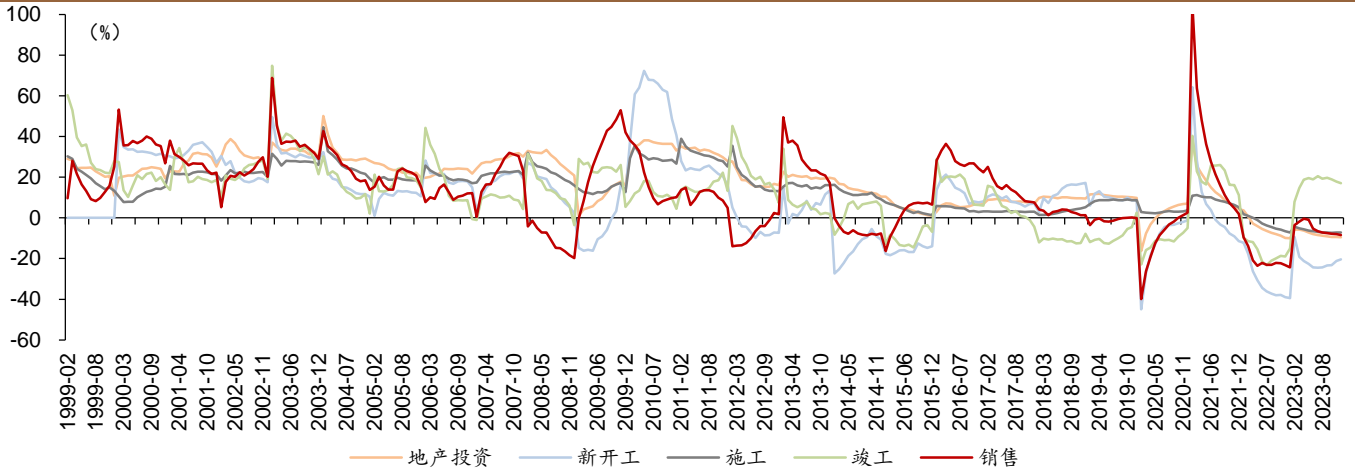


资料来源：中国人民银行，银保监会，证监会，自然资源部和住房城乡建设部等，德邦研究所

1.2 地产链各环节恢复速度存在差异

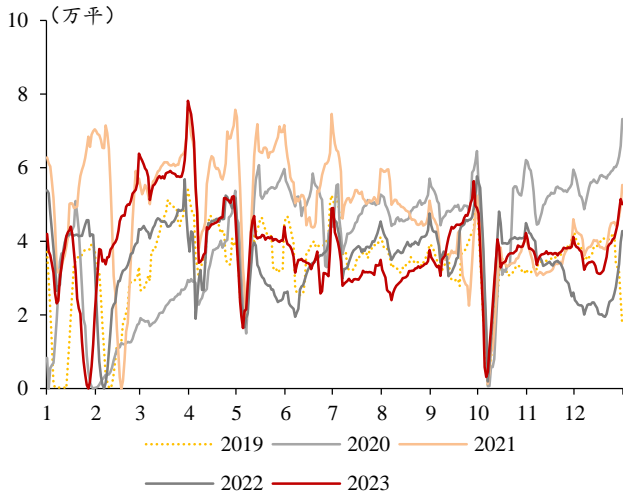
房地产链条较长，涉及行业范围较广，横跨服务业和工业，目前除了总体仍有一定向下调整压力之外，各环节恢复速度也存在差异。2023 年支撑房地产投资的是竣工潮，1-12 月竣工累计同比增速 17.0%，而新开工增速在 1-2 月恢复到 -9.4% 之后，开始继续回落，1-12 月累积新开工增速为 -20.4%。房地产链条较长，涉及投资、施工、竣工、销售（新房、二手房）等多个环节，产业链条较长，每个环节均对应特定行业。地产投资与大宗商品走势接近；地产施工和竣工涉及建筑建材行业；地产销售与地产后周期的消费行业相关，例如家居和家电等装饰行业。

图 3：地产链条恢复速度存在差异：投资、开工、施工和销售仍为负增长，竣工增速已转正



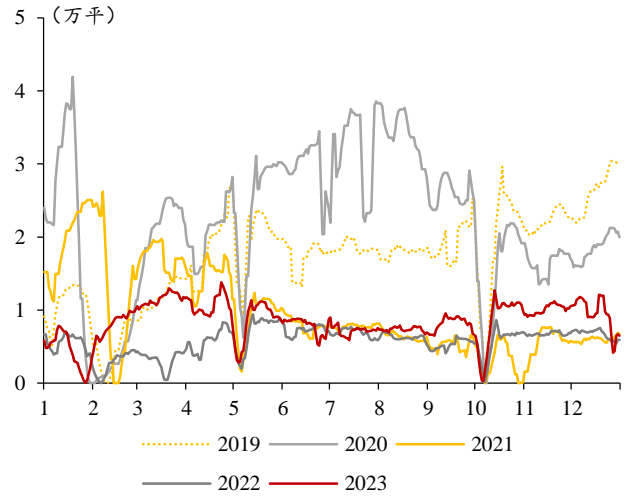
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：北京二手房成交面积（七天移动平均）



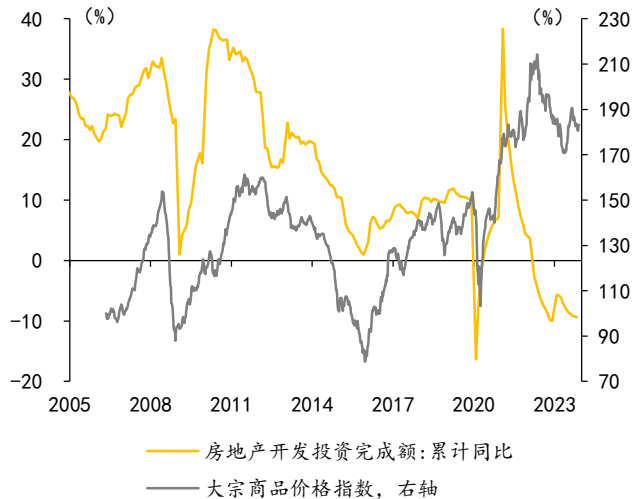
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：深圳二手房成交面积（七天移动平均）



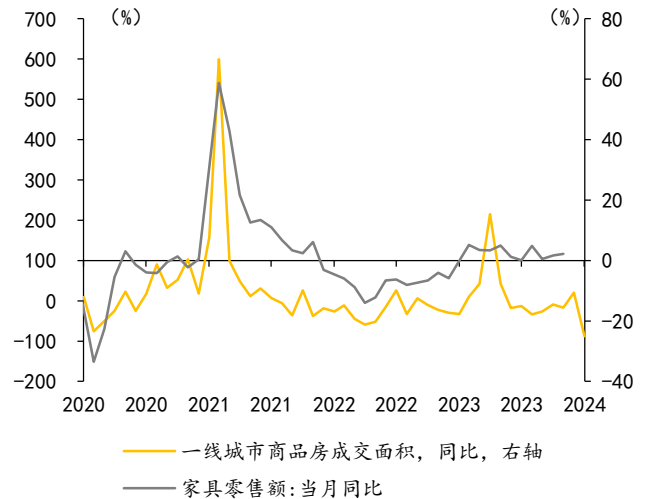
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：地产投资与大宗商品走势接近



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：地产销售与家具零售走势接近



资料来源：Wind，德邦研究所

1.3 当下如何评估地产走势是市场关切

整体来看，2023 年经济是地产缺位下的弱修复，2024 年地产是否继续掣肘宏观经济运行是当前市场的核心关切问题。市场针对地产也提出了诸多疑问，例如，地产投资是否超调？“房达峰”后销售面积有多少？住宅估值是否合理，未来是否值得继续投资？房价是否会继续下跌？为了回答这些问题，我们尝试把中国与全球主要经济体历史上的地产发展阶段进行合理对标，以人均 GDP 为锚，辅以人口结构、城镇化率和居民杠杆率三个指标寻找合适的对标年份。从两方面展开分析：一是考虑到我国地产产业链各环节恢复速度存在差异，我们进行地产产业链拆解，上游关注住宅投资占 GDP 的比重、中游关注住宅开发率、下游关注房价收入比，通过与发达国家相似阶段的横向比较，评估和分析我国房地产在全球可比国家中的相对位置和水平。二是考虑到我国地产市场存在明显的区域差异，尤其是东北地区因人口流失问题自 2011 年起便经历了地产市场的深度调整，因此我们特别分析了东北地区的房地产核心指标，将其作为前瞻指标，为全面评估我国地产中枢水平提供参考。

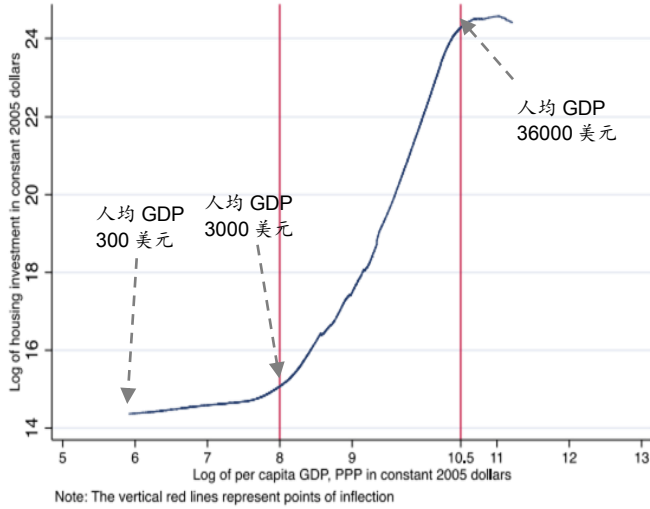
2. 探究我国当前地产发展阶段的对标框架

探究我国当前地产发展阶段对标框架的核心依据是地产生命周期。在具体操作上分三步：一是通过国际横向比较判断我国当前地产在全球中所处的区间位置。以人均 GDP 为锚，考虑人口和资金因素，我国 2010 年地产发展阶段较为接近日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年左右的水平。二是将各国地产危机后企稳阶段作为长期中枢，大致推断我国地产中枢区间。即在长期中枢上，以地产危机作为外生事件冲击，关注日本、韩国、美国和新加坡地产危机后的企稳阶段。三是将经历深度调整的东北地区作为长期中枢参考，进一步调整前两步所得区间。

2.1 人均 GDP 是探究地产发展阶段的锚

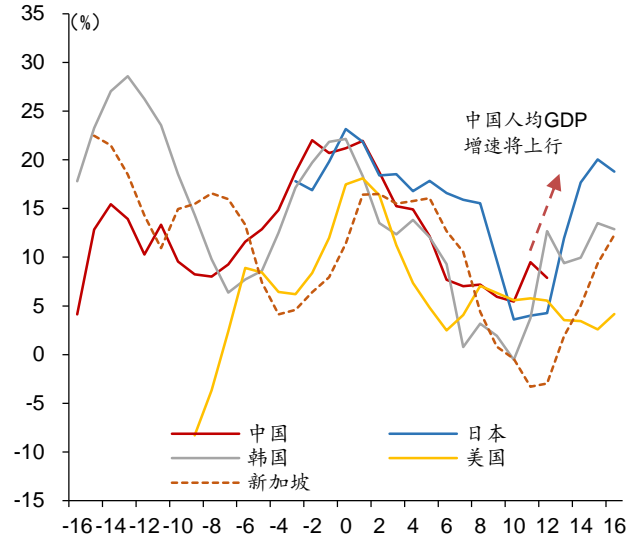
人均 GDP 可以作为分析地产发展阶段的锚。根据世界银行研究报告，全球地产产业与经济发展正相关，二者分别取对数作图所得曲线呈“S”型。具体来看，全球地产产业在人均 GDP 达 300 美元时开始起步；人均 GDP 至 3000 美元时，全球地产进入快速增长期，人均 GDP 上升 36000 美元时，全球地产进入平稳增长期。整体来看，全球地产产业与经济发展高度相关，人均 GDP 可以作为判断全球地产行业生命周期的核心指标，因此在与其他国家横向比较的过程中，我们将人均 GDP 作为评估与分析我国地产产业相对位置的锚，初步确立了地产对标年份，由于我国 2010 年人均 GDP 增速达阶段性高峰，所以以 2010 年作为标准 0 年，我国 2010 年地产发展阶段较为接近日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年左右的水平。之所以选择日本、韩国、美国和新加坡四个国家作为可比国家的代表，一是他们都经历过地产危机，经调整后地产经历过稳态阶段，且美国是次贷危机中的核心国家；二是日本和韩国人口老龄化程度与中国接近；三是新加坡采取“居者有其屋”的地产政策，2023 年 10 月我国国务院通过了一项关于规划建设保障性住房的指导性文件（国发【2023】14 号文），从房屋类型和目标群体的角度来看，我国当前着力发展保障房的地产模式与新加坡较为接近。

图 8：住宅投资 and 经济发展呈“S”型曲线关系



资料来源：世界银行，德邦研究所

图 9：参考日、韩、美、新加坡，中国人均 GDP 增速将上行



资料来源：Wind，德邦研究所，注：0 表示中国 2010 年、日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年，下同

人口、土地和资金因素辅助判断我国当前地产与海外对标时点。2024 年 2 月 27 日，住房和城乡建设部发布了《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》，强调建立“人、房、地、钱”要素联动机制。因此，在“房”要素外，我们选取了购房人口比例、城镇化率来补充表征机制中的“人”，选取城市土地面积和居民杠杆率来分别表征“地”和“钱”。

在购房人口比例方面：以 15-64 岁人口占总人口的比例表征有能力购房人口占比。近年来，中国购房主要人群占比自 2009 年的 72.94% 降至 2022 年的 69.03%；日本 1969 年主要购房人群占比 69.31%，随后先降后升，1991 年该比例升至 69.81%，日本两次主要购房人群达峰均与我国当前数据接近；韩国 1991 年主要购房人群占比为 69.65%，美国 1986 年主要购房人群占比为 66.71%，新加坡 1994 年该比例为 73.33%，均较为接近我国近年水平。因此从购房人口比例上看，我国房地产 2010 年的发展阶段与 1969 年的日本、1991 年的韩国、1986 年的美国和 1994 年的新加坡较为接近。

在城镇化率方面：我国城镇化率自 1970 年后开始增速由负转正，2010 年后首次跨越 50% 的城镇化率关口，2010-2018 年以年均提升 2.4 个百分点的增速维持增长，根据联合国数据，2023 年我国城镇化率为 64.57%，与日本 1960 年的 63.28%、韩国 1984 年的 63.30%、美国 1950 年的 64.15% 较为接近，从日本、韩国和美国的经验来看，一是我国当前城镇化率处于可比国家中同年较低位置，二是城镇化率一定程度上推动了经济增长。加之联合国预计 2050 年我国城镇化率可达 80.03%，综合来看，我国城镇化率仍存在一定的提升空间。

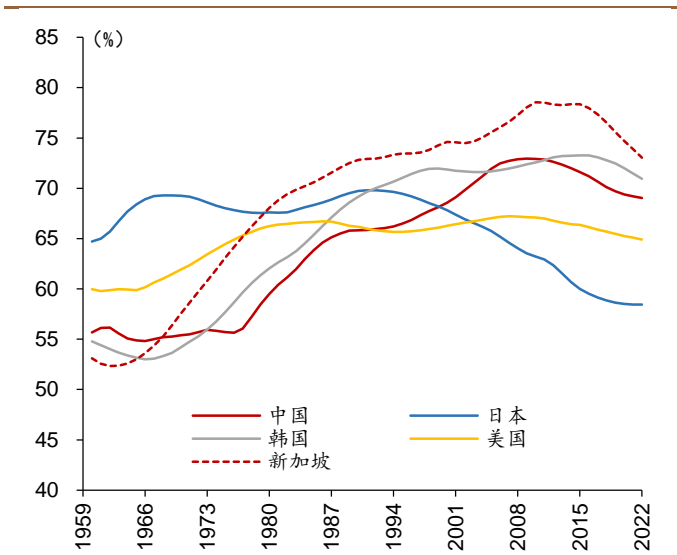
在城市土地面积方面：城市土地面积的增加表征城市空间的扩张。我国 2010 年城市土地面积较 2000 年增速为 -12.8%，远低于日本、韩国、美国和新加坡可比区间年份的增速。根据中国土地勘测规划院统计，2009-2016 年，我国城镇土地面积增加 218.1 万公顷，增幅为 30.1%，年均增长 3.8%。增长速度总体

呈逐渐放缓趋势，年度增幅由2010年的4.7%下降至2016年的2.9%，增速放缓可能受耕地保护和节约用地影响。

在居民杠杆率方面：由于房贷是居民负债端的核心因素，因此居民杠杆率的高低可以反映居民购房行为的强弱。2006年一季度我国居民杠杆率仅为11.5%，随后持续上行，2010年底我国居民杠杆率达到27.3%，2023年升至62.0%。日本1973年底居民杠杆率为34.6%，韩国1991年底居民杠杆率仅为42.5%、美国1947年底居民杠杆率为18.0%，新加坡1994年底居民杠杆率为32.7%，对比来看，我国2010年居民杠杆率处于可比国家中的低分位数，仍有小幅上涨的空间，我国当前居民杠杆率处于可比国家中位数水平。

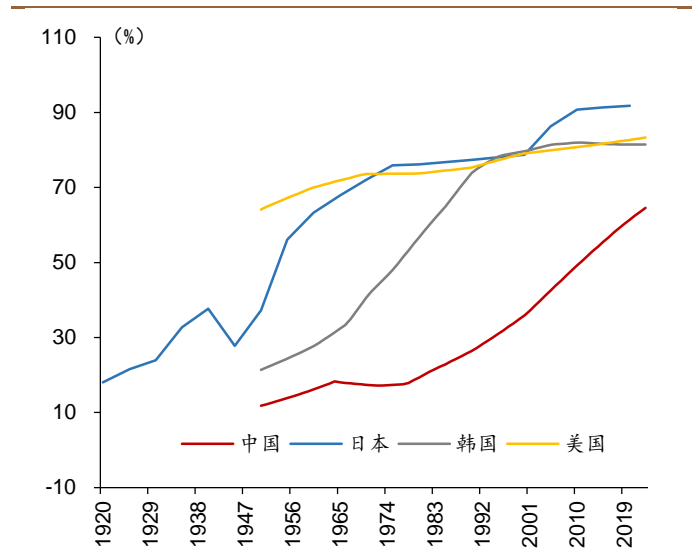
综合考虑购房比例、城镇化率、城市占地面积和杠杆率几大指标，我国2010年的地产发展阶段较为接近日本1973年、韩国1991年、美国1943年和新加坡1994年左右的水平。

图 10：中、日、韩、美和新加坡购房人口占比对比



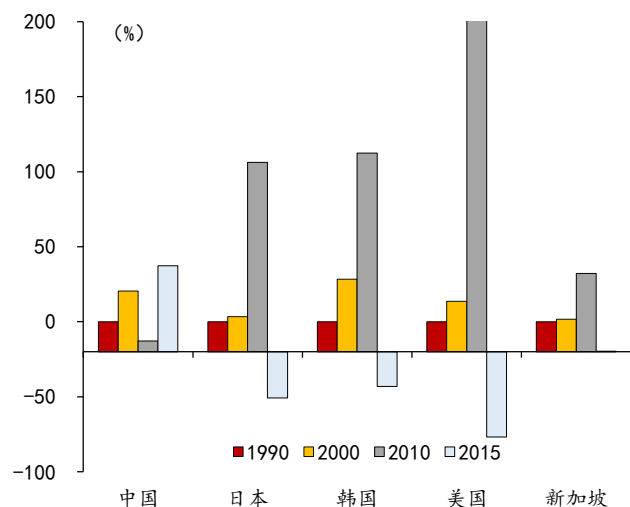
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：中、日、韩、美和新加坡城镇化率对比



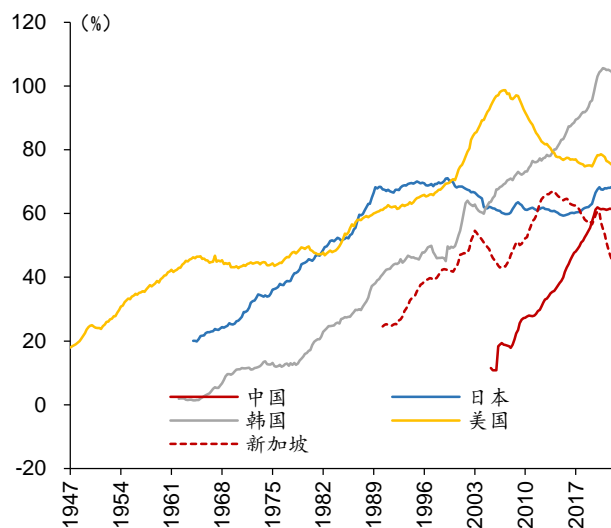
资料来源：Wind，德邦研究所
注：新加坡的城镇化率为100%

图 12: 中、日、韩、美和新加坡城市土地面积增速对比



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 中、日、韩、美和新加坡居民杠杆率对比



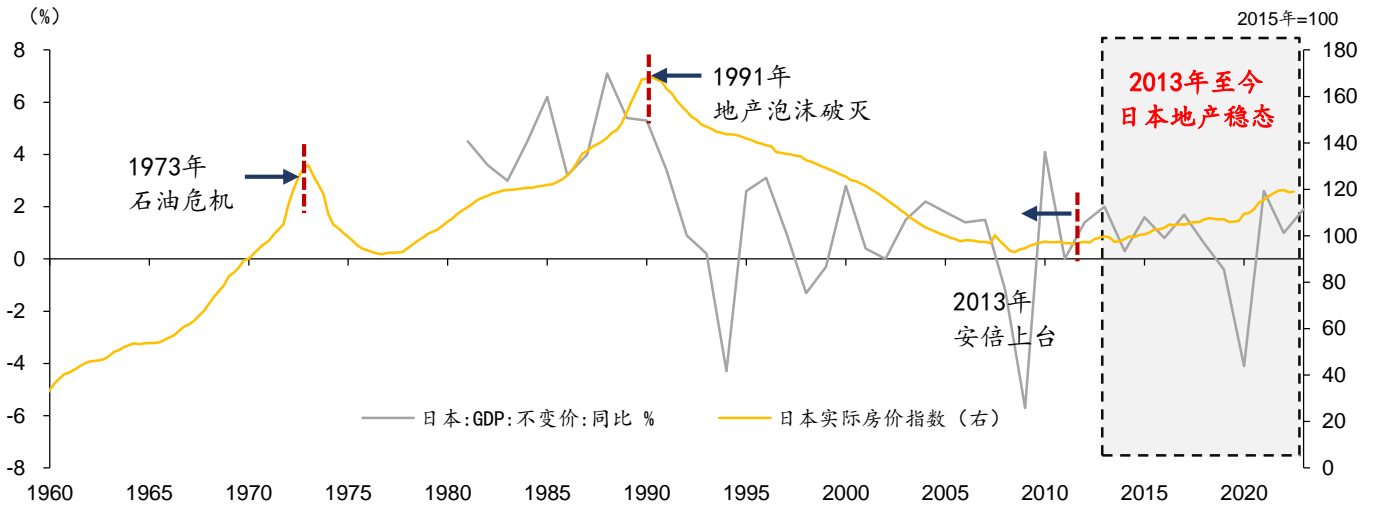
资料来源: Wind, 德邦研究所

2.2 泡沫破灭后地产稳态指向长期中枢

在比较得出我国地产阶段在全球中的相对位置的基础上, 我们通过复盘日本、韩国、美国和新加坡地产泡沫破灭的过程, 确定这些国家的地产稳态中枢时间区间, 为后续探究我国地产中枢提供参考。

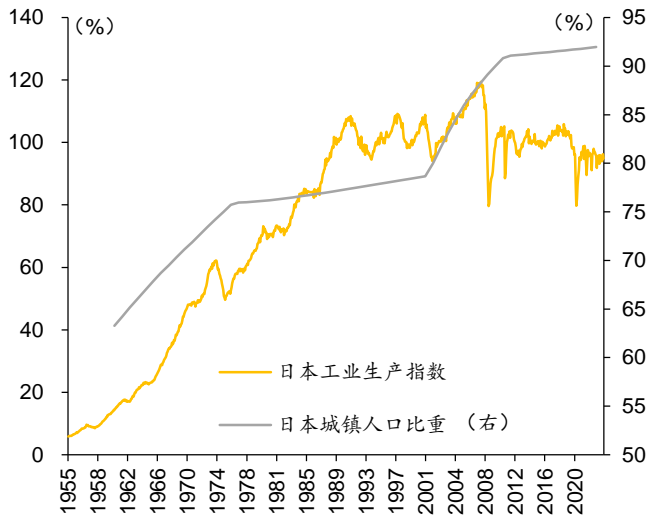
日本曾经出现 1974 和 1991 年两次地产泡沫破灭, 经历几十年调整期, 2013 年起逐步进入稳态。二战期间日本核心城市遭遇严重轰炸, 住宅毁损严重, 战后在美国的帮助下日本快速建立市场经济体系, 工业生产指数在 1955 至 1970 年增长了 728%, 工业化使得大量居民涌入城市, 城镇化率自 1945 年的 27.81% 上升至 1970 的 72.07%, 二战后毁损住宅的重建需求叠加新市民的住房需求使得日本地产进入增长期。1973 年石油危机引发日本输入型通胀, 日本政府自 1973 年开始加息, 居民收入降低但购房成本上升, 1973 年日本住宅投资同比+44.1%, 1974 年降至 7%, 地产市场压力增高。但是由于当时经济增长中枢处于高位, 加之政府采取积极的财政政策拉动地产投资, 房地产业快速回暖。1989 年日本央行开始加息, 再贴现率从 1987 年的 2.50% 调到 1989 年 5 月的 3.25%。1990 年大藏省颁布《关于控制土地相关融资的规定》, 加息+土地融资管制政策直接刺破了资产泡沫, 股市、房市资产价格大跌。2013 年安倍上任后实行安倍经济学, 通过实施宽松的货币政策, 结束了日本的通缩, 因此日本地产在 2013 至 2023 年间处于泡沫破灭后的相对稳态。

图 14：日本地产在 2013 至 2023 年间处于泡沫破灭后的相对稳态



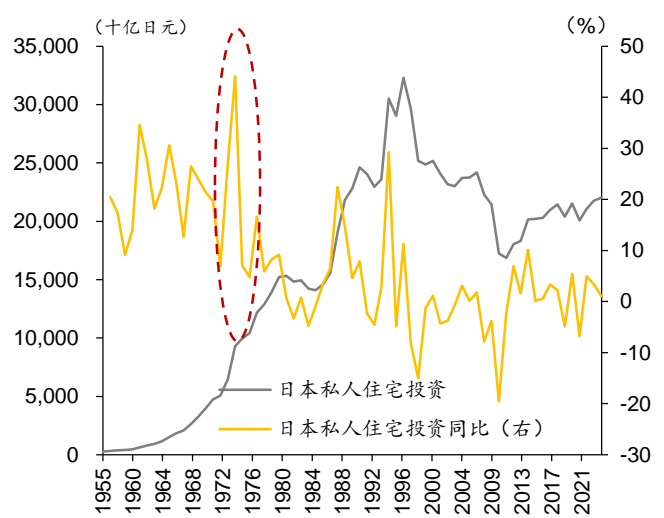
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：日本工业生产指数在 1955 至 1970 年增长了 728%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：1973 年日本住宅投资同比+44.1%，1974 年降至 7%

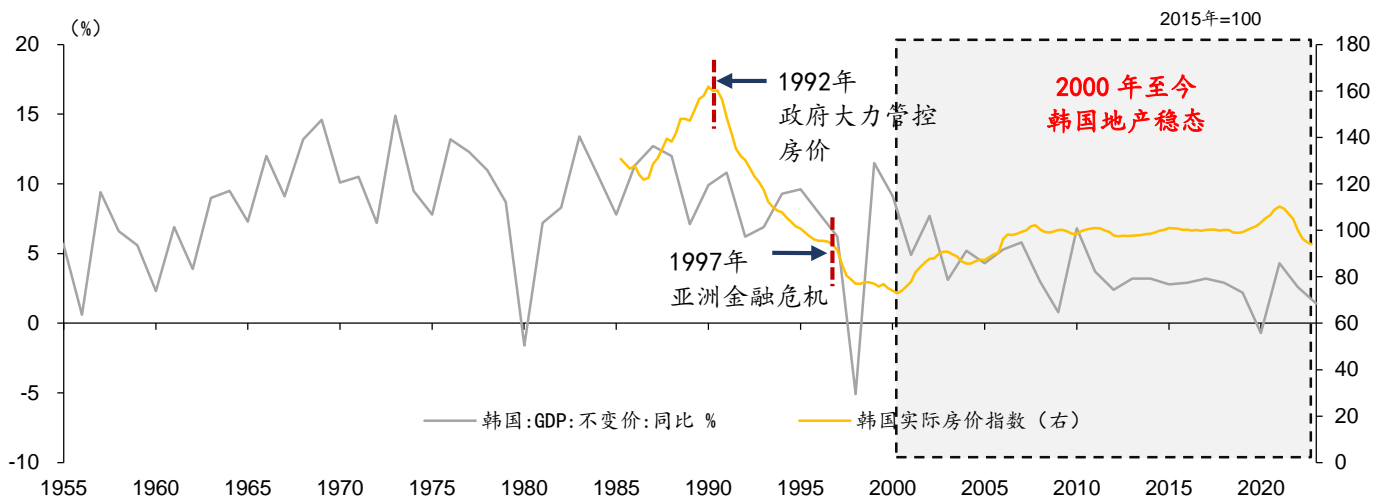


资料来源：Wind，德邦研究所

韩国房价曾经在 1992 和 1997 年出现大幅下跌，2000 年后逐步进入稳态。1986 年的亚运会和 1988 年奥运会的召开加速拉动韩国地产开发进程，加之同期，韩国经济出现“三低”（低利息、低油价、低韩元价值），推升了居民购房热情，房价指数走高。1992 年韩国房价迅速下跌系政府出台了包括新建住房价格管制和套型面积管制等一系列严厉的政策工具，新建住房大幅下降。1997 年亚洲金融危机后政府减轻对地产的干预，1998 年政府解除对建筑面积大于 60 平米的公寓价格的限制，希望以此减少建筑公司破产数量，1999 年政府解除对净建筑面

积小于 60 平米的公寓价格限制。2003 年开始，韩国政府提高期房门槛、完善地
产交易申报制度、进一步打击地产投机行为，韩国地产市场逐步进入稳态阶段。

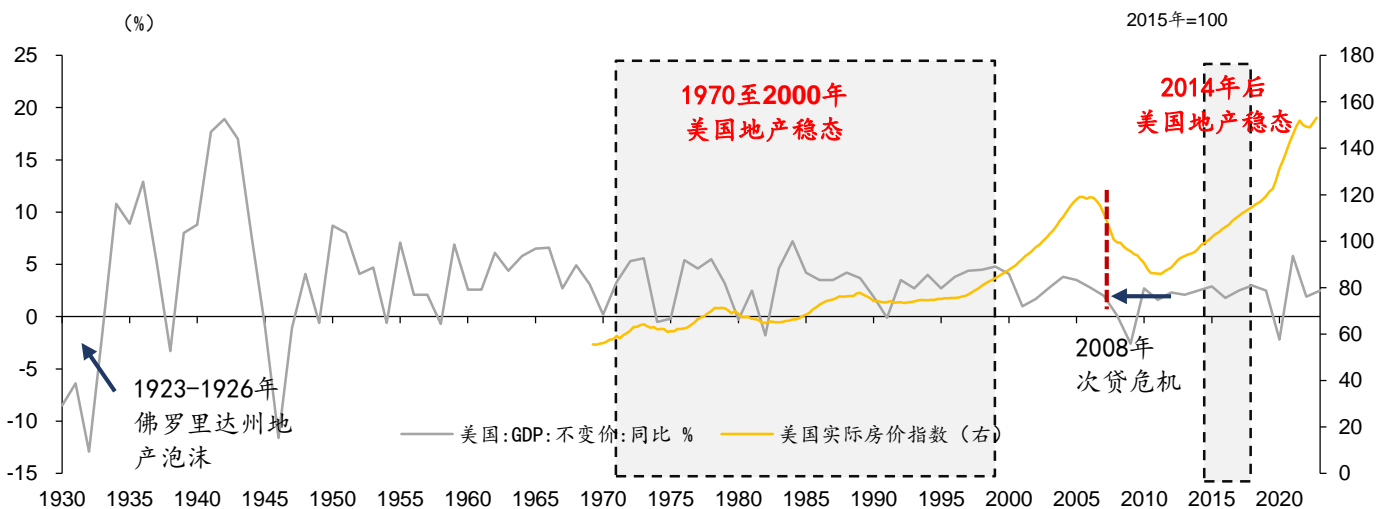
图 17：韩国实际房价指数在 1992 年和 1997 年出现两次大幅下跌，2000 年至今小幅波动



资料来源：Wind，德邦研究所

美国发生过两次重大的地产危机，一是 1926 年佛罗里达州地产危机，第二
次是 2008 年的次贷危机。在美国的两次地产危机之间，住宅投资的值在缓慢上
升，主因美国在二战后进入制造业的高速发展期，美国成为全球主要产业主导国，
加之 1933 年放弃金本位，美元与黄金挂钩，增强了美元中心货币的地位，工业
进步和主权货币地位的提有助于地产加速修复。从美国房价指数上来看，美国
曾经出现两段地产稳态：一是 1970 至 2000 年，二是 2014 年后。

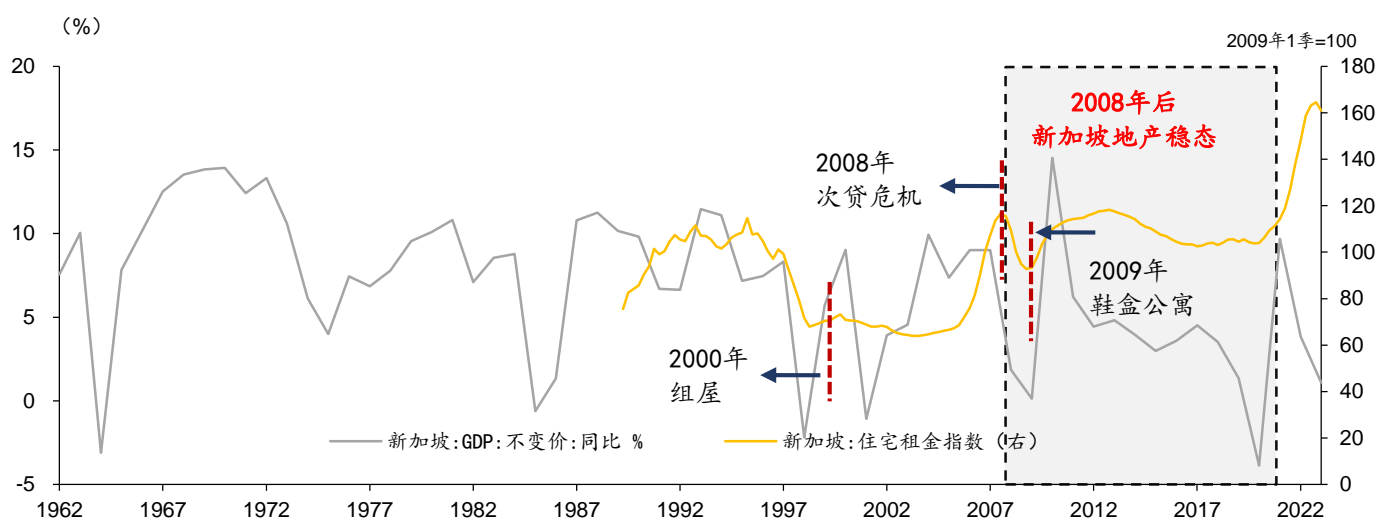
图 18：美国地产稳态分两段：一是 1970 至 2000 年，二是 2014 年后



资料来源：Wind，德邦研究所

2023年10月我国国务院通过了一项关于规划建设保障性住房的指导意见文件（国发【2023】14号文），从房屋类型和目标群体的角度来看，我国当前着力发展保障房的地产模式与新加坡较为接近。1966年，新加坡政府就颁布了《土地征用法》。法令规定只有政府才有权调整征用土地的价格，有力打击了土地的投机行为。新加坡在经历1997年的亚洲金融危机和2008年的次贷危机后，在政府“居者有其屋”的政策下，地产逐步进入稳态。新加坡房地产行业两大核心分别是以政府为主导的“组屋”制度和房地产行业的资本化。1998年后新加坡房地产REITs基金迅速发展，地产逐步转向资本化，2008至2020年新加坡房价指数围绕115上下波动，未出现较大涨跌幅。

图 19：2008 年后新加坡地产进入稳态

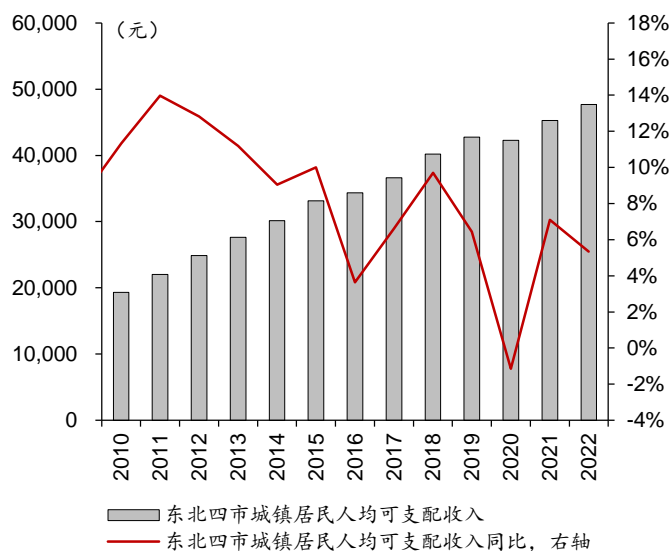


资料来源：Wind，德邦研究所

2.3 东北地区可作为长期中枢参考下限

东北地区因人口流失问题自 2011 年起便经历了地产市场的深度调整，2022 年中国人口自然增长率为-0.6%，东北三省平均人口自然增长率为-4.9%与日本 2021 年的-5.1%接近，因此东北可以作为人口老龄化和城镇化接近尾声的前瞻地区。我们特别分析了东北地区的房地产核心指标，将其作为我国地产长期中枢的前瞻指标，进一步调整前两步所得区间。

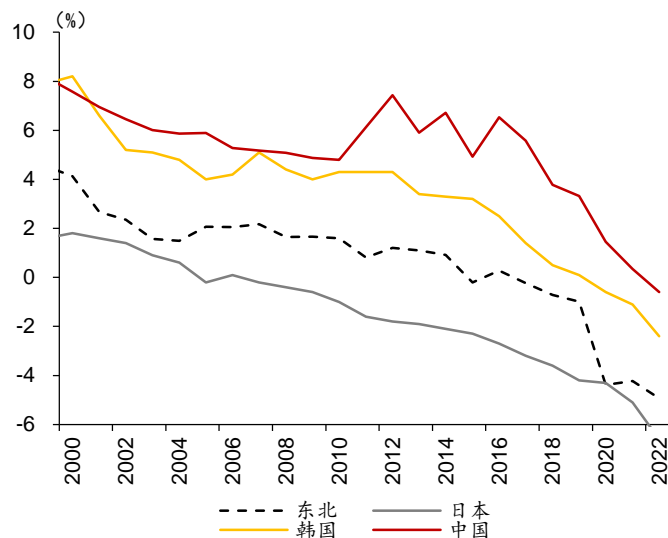
图 20：东北四市城镇居民人均可支配收入近年增速下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

注：东北四市为：哈尔滨、长春、沈阳和大连，（哈尔滨、长春和沈阳分别为黑龙江省、吉林省和辽宁省的省会城市，大连是辽宁省副省级城市，城市建设与沈阳较为接近，因此一并选取）下同

图 21：东北地区人口自然增长率与日本接近，低于中国人口自然增长率，东北可以作为人口老龄化和城镇化接近尾声的前瞻地区



资料来源：Wind，德邦研究所

接下来，我们选取地产上、中、下游的核心指标，先比较我国地产阶段在全球中的相对位置，再与日本、韩国、美国和新加坡的地产稳态时期中枢作对比，大致确定我国地产分环节的指标中枢区间，再根据东北地区的指标中枢，进一步调整前两步所得区间，最终敲定我国地产分环节的中枢，并对我国当前地产与中枢的关系做出判断。

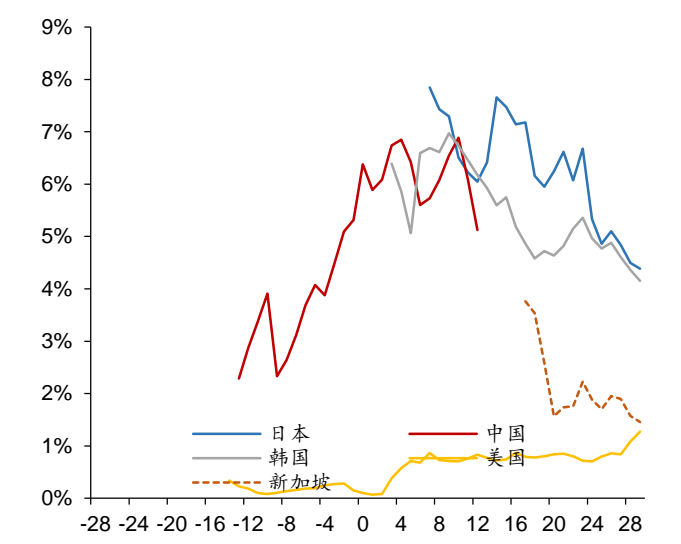
3. 从住宅投资/GDP 看，我国住宅投资接近中枢水平

住宅投资占 GDP 的比重可以较为有效地衡量地产在一国宏观经济中的重要性。住宅投资是反映住宅投资规模的指标，具有较高的国际可比性和数据可得性，因此用住宅投资占 GDP 的比重作为计算地产产业链上游投资端中枢的核心指标。我国住宅投资/GDP 在可比国家对标年份中处于中游，可比国家该指标的区间均值为 3.5%，以东北地区为参考得到的下限为 3.0%，综合来看，我国 GDP 中住宅投资占比的中枢为 3.3%，2024 年我国该比值有望达到 4%，综合来看，我国目前住宅投资占 GDP 的比重较为接近中枢值，并未出现大幅的超调。

3.1 我国住宅投资/GDP 在可比国家对标年份中处于中游

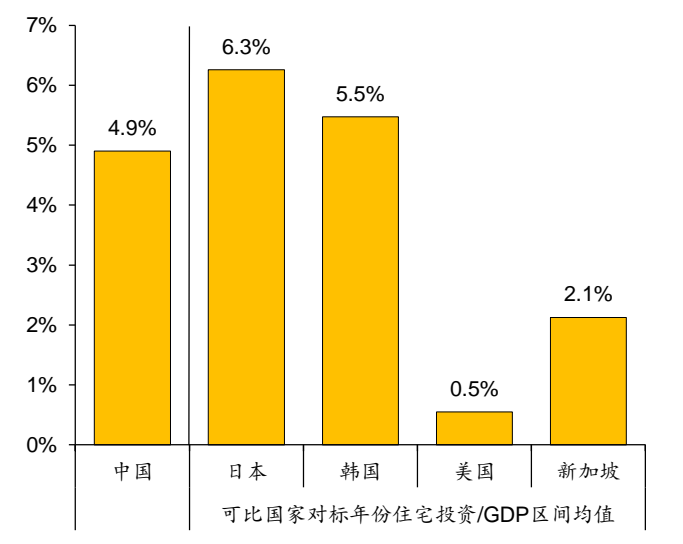
根据前文框架中划定的标准年份，我国 2010 年住宅投资占 GDP 的比例与日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年相比，处于中游水平。为减少仅比较单个年份住宅投资占 GDP 比重的偶然性，也考虑了数据的可得性，我们以标准年份前后 28 年作为比较区间，即以中国的 1982 年至今、日本 1945 年至 2001 年、韩国 1963 年至 2019 年、美国 1915 年至 1971 年、新加坡 1966 年至 2022 年作为可比区间，在区间内，中国住宅投资占 GDP 比重的均值为 4.9%，日本、韩国、美国和新加坡分别为 6.3%、5.5%、0.5%和 2.1%，我国处于相对中游水平。从可比国家可比区间的均值 3.5%来看，我国处于合理区间的中游偏上水平，并未出现住宅投资的大幅超调。

图 22：中、日、韩、美、新加坡住宅投资/GDP 对比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 23：中国住宅投资/GDP 在可比国家对标区间年份居中游偏上



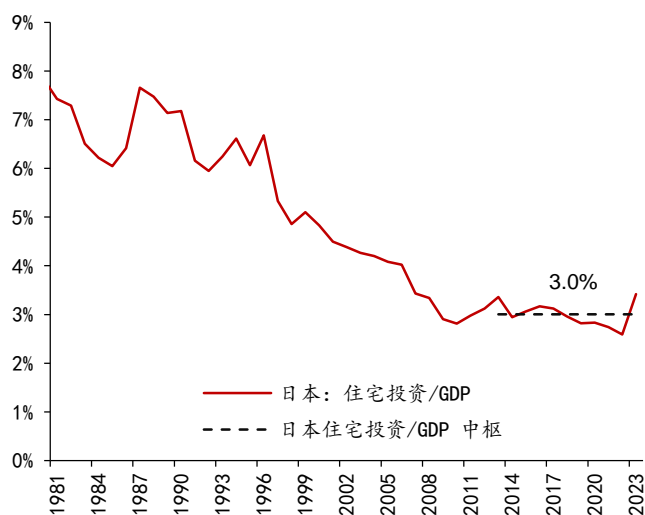
资料来源：Wind，德邦研究所

注：可比年份为中国的 1982 年至今、日本 1945 年至 2001 年、韩国 1963 年至 2019 年、美国 1915 年至 1971 年、新加坡 1966 年至 2022 年，下同

3.2 可比国家住宅投资/GDP 稳态中枢为 2%-5%

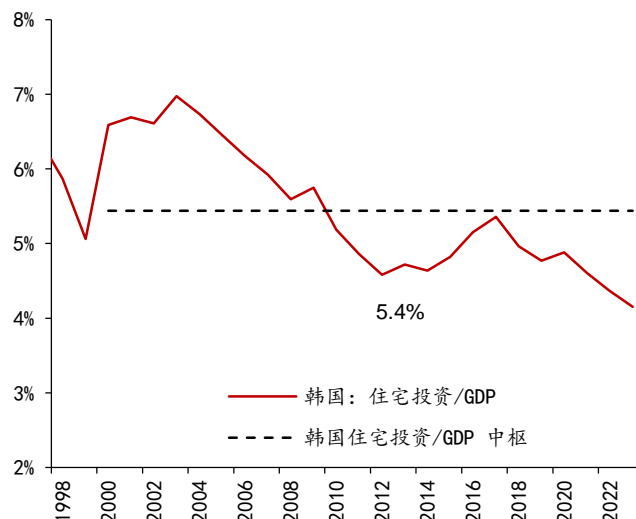
日本、韩国、美国和新加坡四大可比国家住宅投资占 GDP 比重的稳态中枢区间为 2%至 5%。日本在经历了 1974 年和 1991 年的地产泡沫破灭后，2013 起日本住宅投资占 GDP 的比重围绕 3.0%上下波动；韩国在经历 1992 年和 1997 年的房价大幅度下跌后，2000 年起韩国地产进入相对稳态，住宅投资与 GDP 的比值自 2000 年的 6.6%上升至 2003 年的 7.0%，随后先降后升，在韩国政府对地产的严加管控下，韩国住宅投资占 GDP 的比重逐步稳定在 5.4%水平，随后略有下降；美国同样历经两次地产危机，其中对美国影响较大的是 2008 年的次贷危机，按照上文分析得到的美国地产稳态区间，1970 至 2000 年美国住宅投资与 GDP 的比值中枢为 2.2%，2014 年后该比值逐步上升至 4.2%；经历次贷危机后，新加坡政府自 2012 年开始减少私人住宅的供应量，自当年的 1.42 万个私宅供应减少 45%，住宅投资下行使得其与 GDP 的比值迅速下行，随后逐步稳定在 1.7%左右，后略有下移。因此，综合来看，日本、韩国、美国和新加坡四大可比国家住宅投资占 GDP 比重的稳态中枢区间约为 2%至 5%。

图 24：2013 年至今日本住宅投资/GDP 稳态中枢为 3.0%



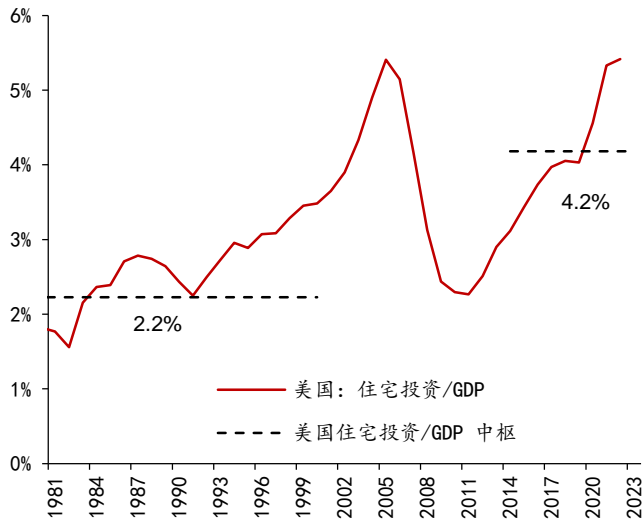
资料来源：Wind，德邦研究所

图 25：2000 年至今韩国住宅投资/GDP 稳态中枢为 5.4%



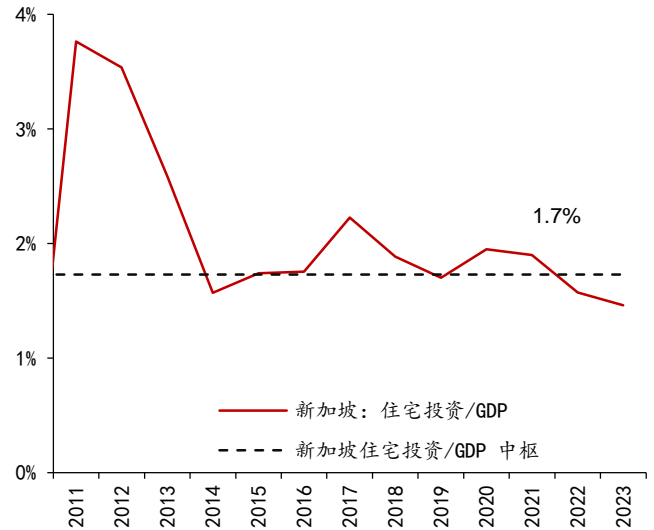
资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：美国 2014 年至今住宅投资/GDP 中枢为 4.2%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 27：新加坡住宅投资/GDP 稳态中枢为 1.7%

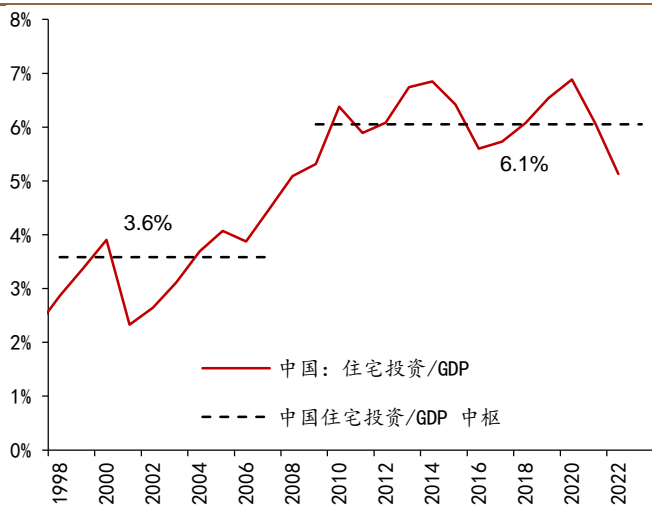


资料来源：Wind，德邦研究所

3.3 我国住宅投资/GDP 中枢为 3.3%，当前接近中枢水平

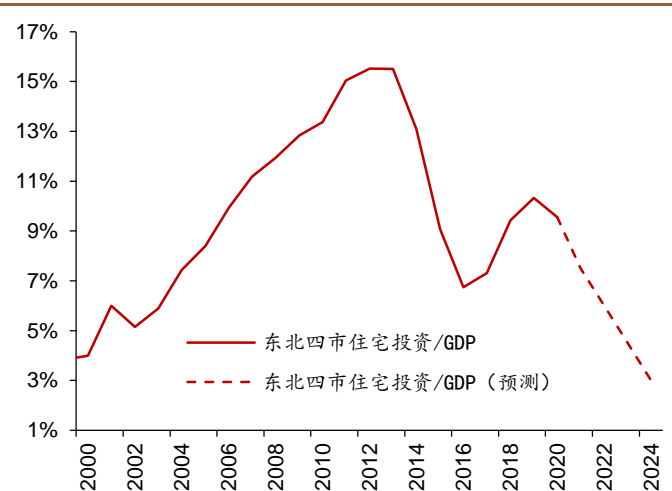
2014 年东北三省平均人口自然增长率为 0.92%，已经较为接近 0，2014 年后转负，住宅投资/GDP 随之迅速下降，东北四市住宅投资/GDP 自 2013 年的 15.5% 下降至 2016 年的 6.7%，2024 年东北地区住宅投资占 GDP 比重预计回落至 3%，假设以东北作为我国住宅投资占 GDP 比重的前瞻地区，预计我国住宅投资占 GDP 比重的下限为 3%。参考前文可比国家该指标的区间大致为 2% 到 5%，先取可比国家区间上下限均值 3.5%，同时考虑以东北地区为参考得到的新下限 3%，综合来看，我国 GDP 中住宅投资占比的中枢为 3.3%，2008 年后我国该比值的中枢约为 6%，自 2020 年开始该比值快速下降，2024 年该比值有望达到 4%，因此综合分析，假定我国住宅投资占 GDP 比重的中枢为 3.3%，那么我国目前较为接近中枢值，并未出现大幅的超调。

图 28：2024 年预计中国住宅投资/GDP 回落至 4.0%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 29：2024 年预计东北四市住宅投资/GDP 回落至 3.0%



资料来源：Wind，德邦研究所

1、2020 年长春、哈尔滨的住宅投资数据未披露，故使用过去五年的住宅投资平均值来测算当年的住宅投资/GDP；2、2021-2024 年数据为预测值

4. 从住宅开发率看，我国地产销售面积仍有下降空间

住宅开发率是通过住房开工数/居民家庭户来计算的，由于不同国家人口数据披露的口径存在差异，因此可以用每户人数*住房开工数/总人口数来近似替代。

$$\text{使用住宅开发率} = (\text{住房开工数} / \text{总户数}) * 100\%$$

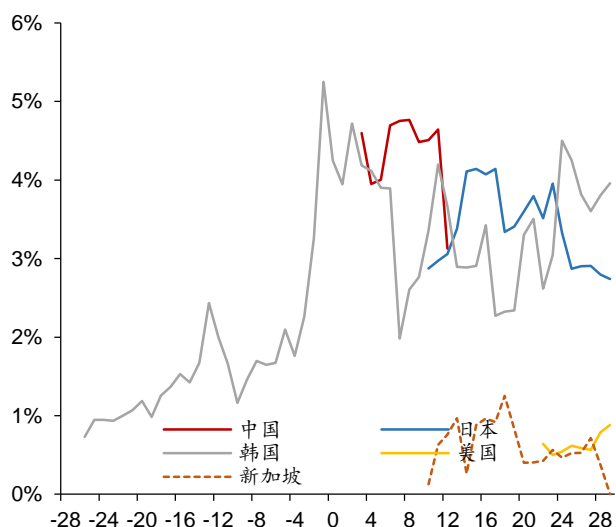
$$\text{或住宅开发率} = (\text{每户人数} * \text{住房开工数} / \text{总人口}) * 100\%$$

住宅开发率反映人均住房供给，该数值较高时表明新增住房对居民住房需求起到了较好的支撑作用。例如住宅开发率为 4%，代表当总户数为 100 万的时候，房地产市场上今年新开工 4 万套住房是合宜的，供求平衡。国际比较来看，我国住宅开发率显著高于可比国家对标年份，以东北作为我国住宅开发率的前瞻地区，预计我国住宅开发率的下限为 1.2%，参考可比国家该指标的区间为 0.3% 到 3.4%，综合来看，假定我国住宅开发率的中枢为 1.5%，那么我国目前住宅开发率与中枢值仍有差距。商品房需求面积中枢约为 7 亿平方米，而 2023 年 1-12 月我国商品房销售面积累计值为 11.17 亿平方米，高于中枢 4.17 亿平方米，这表明人均住房供给过高，即新增住房对居民住房需求起到了“过度”的支撑作用。

4.1 我国住宅开发率显著高于可比国家对标年份

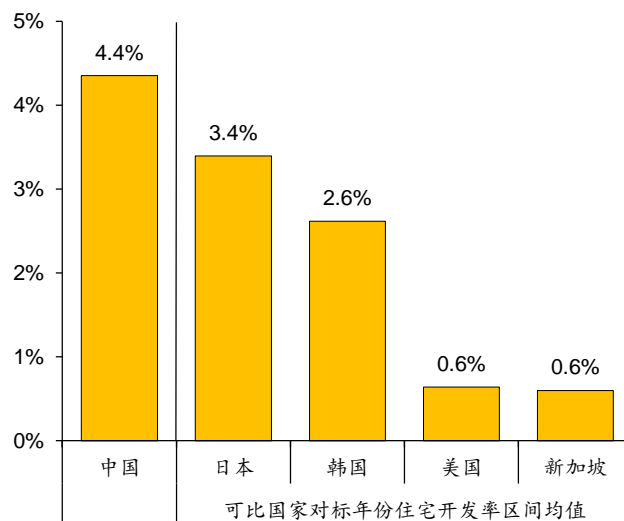
我国 2010 年住宅开发率与日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年相比，处于偏高水平。以前文确定的标准年份前后 28 年作为比较区间，在区间内，中国住宅开发率均值为 4.4%，日本、韩国、美国和新加坡分别为 3.4%、2.6%、0.6% 和 0.6%，我国住宅开发率高于其他国家水平，表明我国的新增住房对居民住房需求起到了过度的支撑作用，地产的销售存在下调空间。

图 30：中、日、韩、美、新加坡住宅开发率对比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 31：中国住宅开发率明显高于可比国家对标区间均值

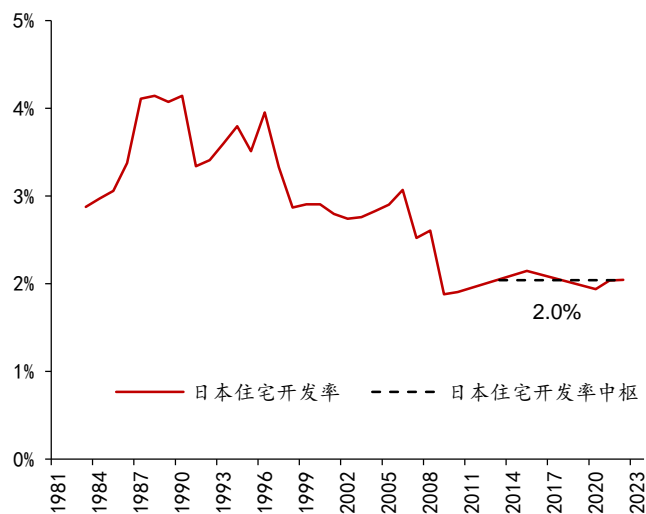


资料来源：Wind，德邦研究所

4.2 可比国家住宅开发率稳态中枢为 0.3%-3.4%

日本、韩国、美国和新加坡四大可比国家住宅开发率的稳态中枢区间为 0.3%至 3.4%。日本在经历了 1974 年和 1991 年的地产泡沫破灭后，2013 起日本住宅开发率围绕 2% 上下波动；韩国在经历 1992 年和 1997 年的房价大幅度下跌后，2000 年起韩国地产进入相对稳态，住宅开发率自 1998 年的 1.98% 上升至 2002 年的 4.2%，随后出现四轮调整，在韩国政府的地产政策调控下，韩国住宅开发率中枢逐步稳定在 3.4% 的水平；按照上文分析得到的美国地产稳态区间，1970 至 2000 年美国住宅开发率中枢为 0.5%，2014 年后该比值下降至 0.3%；该中枢下移主要是受到全美房屋居住单元数上升叠加新开工住宅减少影响，2008-2013 年，全美房屋居住单元数上升超 1000 万栋，美国每年已开工的新建私人住宅均降至每年 1000 千套以下；由于 2005 至 2012 年新加坡实施“设计-建设-出售”计划，私人开发商可以设计建造定价出售，售价略低于私人住宅价格，因此 2012 年新加坡全国私人住宅新销售交易数达 2.2 万套，创 2004 年以来的新高，2013 年新加坡推出三代同堂新组屋，满足多代家庭共同居住的需求，全国私人住宅新销售交易数开始下降，使得住宅开发率自 2012 年的 1.3% 下降至 2014 年的 0.4%，下降了 0.9 个百分点，住宅开发率的中枢降至 0.6%。因此，综合来看，日本、韩国、美国和新加坡四大可比国家住宅开发率的稳态中枢区间为 0.3% 至 3.4%。

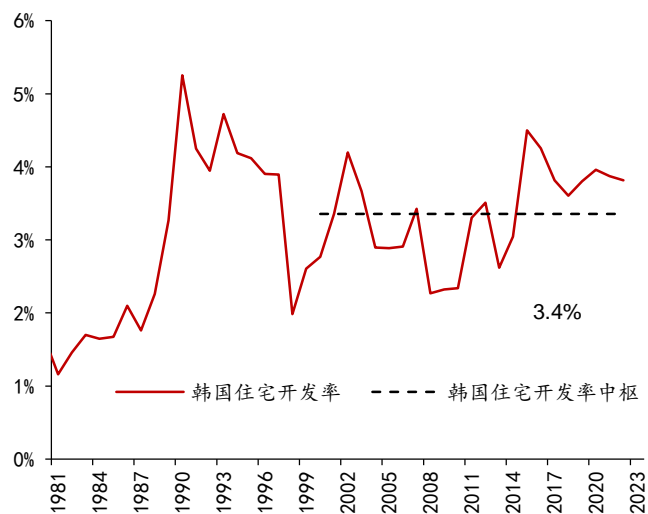
图 32：2013 年至今日本住宅开发率稳态中枢为 2%



资料来源：Wind，德邦研究所

注：根据日本总务省 2020 年披露数据，日本户均人口数为 2.27，按 3 人取整

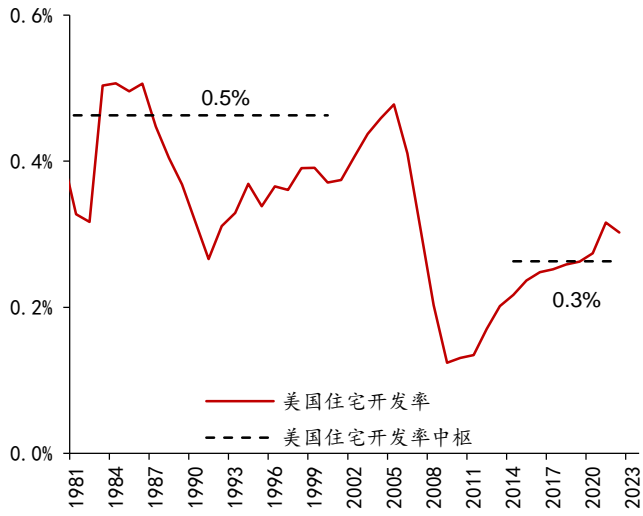
图 33：2000 年至今韩国住宅开发率稳态中枢为 3.4%



资料来源：Wind，德邦研究所

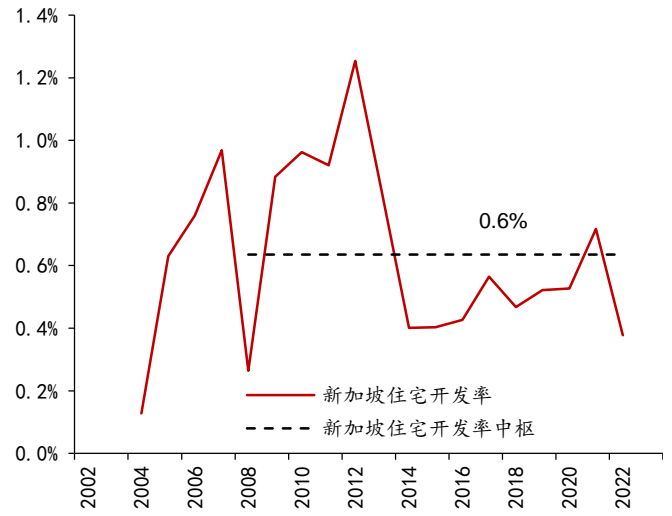
注：根据韩国行政安全部统计 2023 年韩国户均人口数为 2.15，按 3 人取整

图 34：2014 年至今美国住宅开发率稳态中枢为 0.3%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 35：2008 年至今新加坡住宅开发率稳态中枢为 0.6%



资料来源：Wind，德邦研究所

4.3 如果以住宅开发率作为估算指标参考，地产销售面积可能还有下跌空间

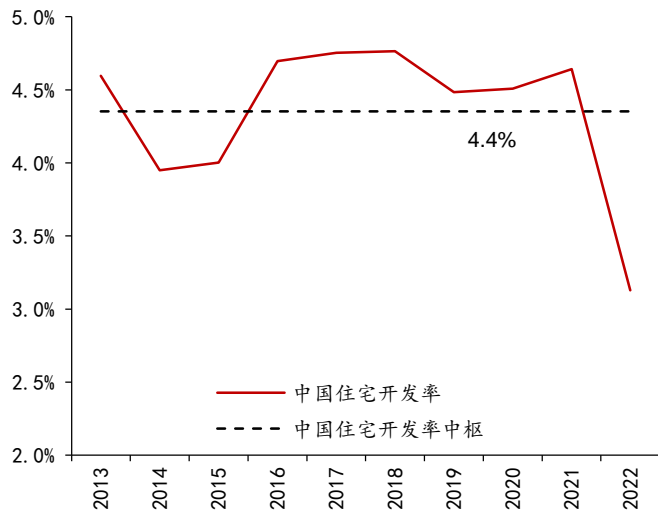
参考前文可比国家该指标的区间为 0.3%到 3.4%，先取可比国家区间上下限均值 1.8%，同时考虑以东北地区为参考得到的新下限 1.2%，综合来看，我国住宅开发率的中枢为 1.5%。假定按照可比国家住宅开发率的稳态中枢来进行评估，我国 2022 年底住宅开发率为 3.1%，高于我国住宅开发率的中枢 1.6 个百分点，明显偏离了均值水平，然而由于各国的自然资源禀赋等存在差异，除了均值考量外，一方面考虑到日本、新加坡和美国当前城镇化率较高，在可比国家中我国当前城镇化率与韩国更为接近，另一方面考虑到我国当前主力购房人口占比与韩国较为接近，因此以韩国的住宅开发率的中枢水平 3.4%来衡量，中国的住宅开发率也仅有 0.3 个百分点的提升空间，难以大幅度提高，甚至还可能向东北地区 1.2% 的住宅开发率中枢靠近。综合来看，假定住宅开发率的中枢为 1.5%，那么我国目前住宅开发率与中枢值仍有差距。

如果用住宅开发率的中枢 1.5%来计算，假设 2024 年城镇化率为 67%、我国总人口为 14 亿、户均人口为 2.5 人（未成年人按照 0.5 人计）可以计算出商品房住宅需求面积中枢约为 5 亿平方米，按商品房中住宅比例推断得出商品房需求面积中枢约为 7 亿平方米，而 2023 年 1-12 月我国商品房销售面积累计值为 11.17 亿平方米，高于中枢 4.17 亿平方米，这表明人均住房供给过高，即新增住房对居民住房需求起到了“过度”的支撑作用，新增住房转变为有效供给才能对居民住房需求起到合理支撑，未来一段时间内，住宅销售面积仍有下降空间。

在购房结构上，商品房需求面积长期中枢约为 7 亿平方米，其中约 60%为置

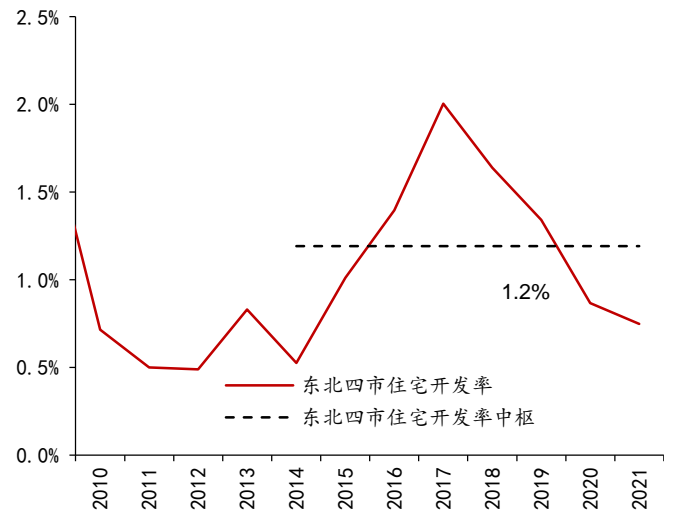
换需求，40%为城镇化率持续提升背景下人口迁移带来的购房需求。根据中指研究院《2024年1月居民置业意愿调研报告》，调查显示“2024年改善型购房需求占据主导地位，占比达到29%，位居首位；刚需需求占比降至22%，学区房购房需求相对活跃，投资购房、养老、度假等购房需求较弱。”2023年山东淄博、济南、青岛，江苏南通、徐州，浙江宁波、丽水等地在内的多个城市开启房产“以旧换新”活动，济南万科城2023年10月住宅成交48套中20%为“以旧换新”带来的置换需求；南通招商公园道推出2期21号楼为新房房源，2023年双节期间成交22套房源，其中“以旧换新”占比约50%，因此综合预计在中指调研得到的29%的改善型需求基础上，“以旧换新”地产政策有望拉动改善型需求增加至60%置换需求。此外与欧美等发达国家相比，我国的城镇化率存在提升空间，人口自三四线城市迁移至一二线城市带来的住房需求占总住房需求的比例约为40%。考虑到住房需求结构，未来可以通过两方面缓解商品房销售面积下降带来的影响：一是以时间换空间；二是在旧房换新房上增加政策支持，从而对商品房销售面积的中枢起到支撑，缓解销售面积下降带来的压力。

图 36：中国当前住宅开发率中枢为 4.4%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 37：东北四市住宅开发率中枢为 1.2%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 38：我国商品房销售面积仍有小幅下调空间

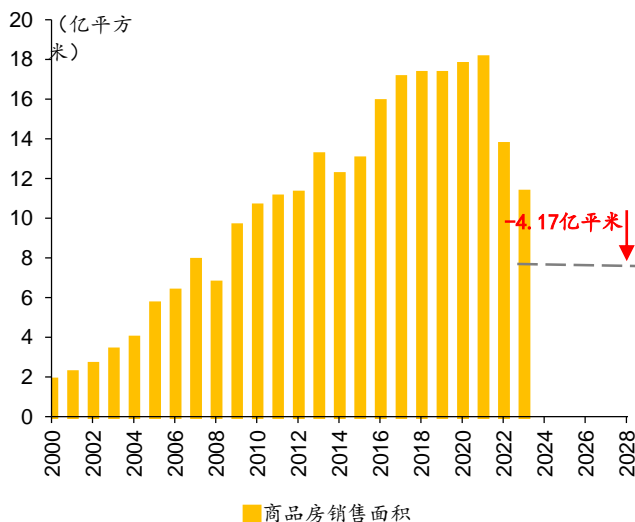
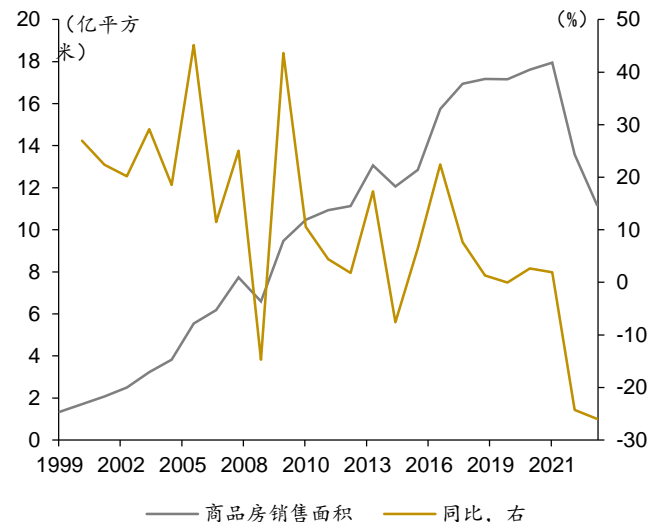


图 39：2022、2023 年商品房销售面积同比超-20%



资料来源：Wind，德邦研究所

资料来源：Wind，德邦研究所

5. 从房价收入比来看，房价预计很难再出现普涨或仍存在一定的下调空间

房价收入比是衡量居民住宅购买能力的核心指标，全球 Numbeo、Demographia 和 OECD 等有多种计算方法，主要差异集中在住房价格和家庭收入的系数调整上，考虑到 Numbeo 的国家统计范围较广，因此在下文分析中主要选择 Numbeo 数据库。Numbeo 数据库中房价收入比计算公式为：

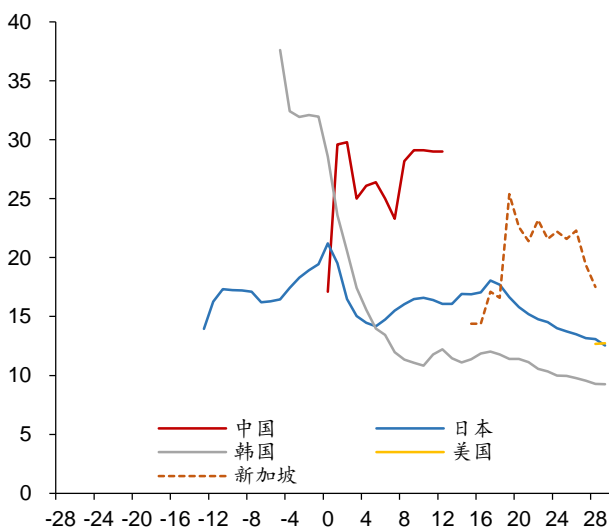
$$\text{房价收入比} = (\text{住宅价格中位数} / \text{家庭可支配收入中位数})$$

其中住宅面积中位数为 90 平方米，每平方米价格是市中心和市中心以外的平方米平均价格，家庭可支配净收入按照 1.5*人均可支配收入计算。指标绝对值的含义为一个收入为平均水平的三口之家，购买一套 90 平米、价格处在平均水平的商品房需要多少年，因此该比值越低表明购买能力越强。例如房价收入比为 10，表明一个收入为平均水平的三口之家，购买一套 90 平米、价格处在平均水平的商品房需要 10 年。

5.1 我国房价收入比高于可比国家对标年份

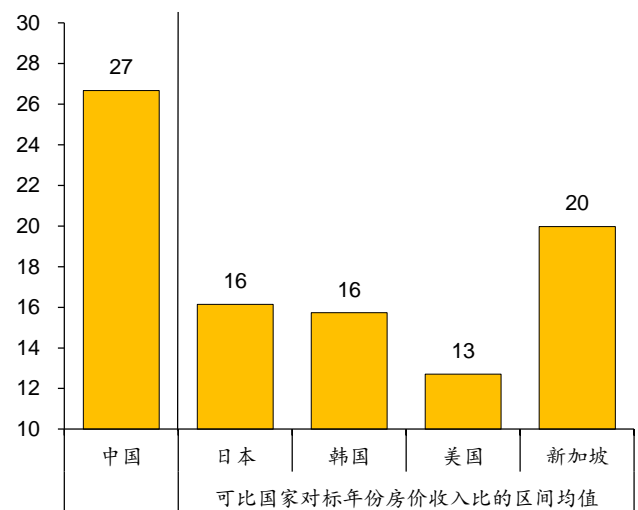
我国 2010 年房价收入比和日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年相比，处于偏高水平。标准年份前后 28 年作为比较区间，在区间内，中国房价收入比均值为 27，日本、韩国、美国和新加坡分别为 16、16、13 和 20，我国房价收入比高于其他国家均值水平，表明我国一个收入为平均水平的三口之家，购买一套 90 平米、价格处在平均水平的商品房需要 27 年，而其他国家平均需要 16 年，我国居民收入对购房的支撑能力小于其他国家。

图 40：中、日、韩、美房价收入比对比



资料来源：Numbeo，德邦研究所

图 41：中国房价收入比明显高于可比国家

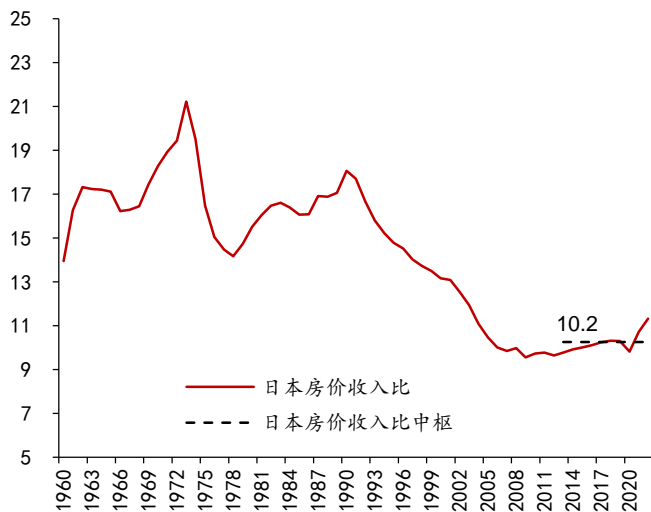


资料来源：Numbeo，德邦研究所

5.2 可比国家房价收入比稳态中枢为 10-20

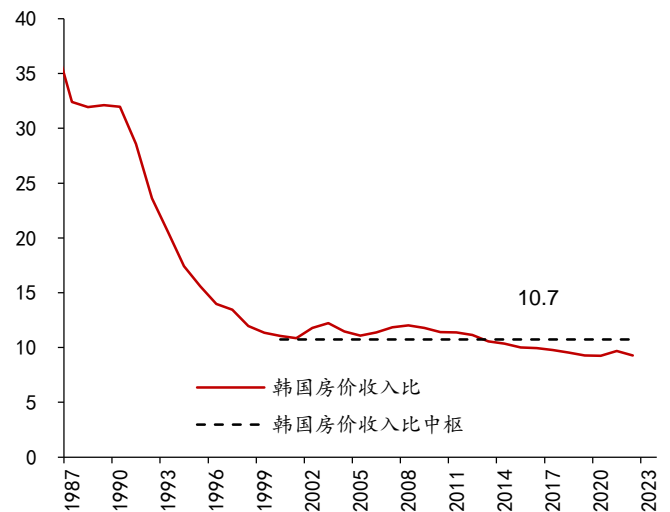
日本、韩国、美国和新加坡四大可比国家房价收入比的稳态中枢区间为 10 至 20。日本在泡沫破灭经历两轮波动后，房价收入比降至 2022 年的 11.3，中枢约为 10.2；韩国在泡沫破灭后，房价收入比中枢约为 10.7。美国次贷危机前后房价收入比中枢分别为 11.7 和 10.9。1964 年新加坡政府推出“居者有其屋”计划，着力解决低收入群体的住房难问题，其房价收入比中枢约为 20。因此，综合来看，日本、韩国、美国和新加坡四大可比国家房价收入比的稳态中枢区间为 10 至 20，我国 2022 年底房价收入比为 29，从趋势上看，预计我国 2024 年房价收入比回落至 27，仍高于可比国家中的区间均值水平。表明我国居民的房屋购买能力还存在较大的提升空间，或者说人均可支配收入增长稳定的前提下，房价仍存在一定的下跌空间。

图 42：2013 年至今日本房价收入比稳态中枢为 10.2



资料来源：Numbeo，德邦研究所

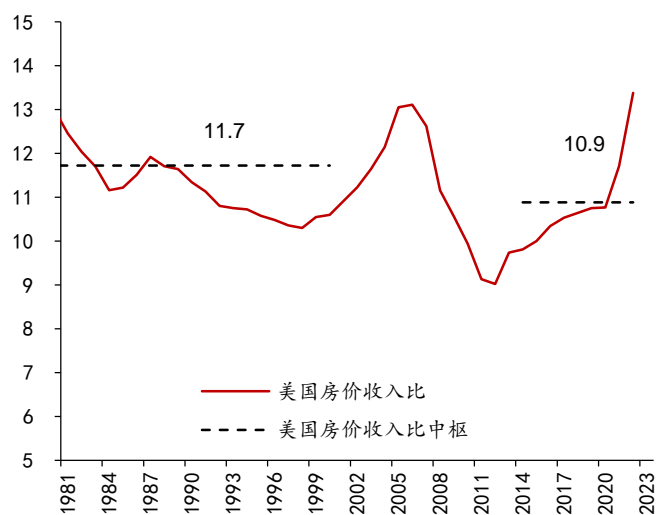
图 43：2000 年至今韩国房价收入比稳态中枢为 10.7



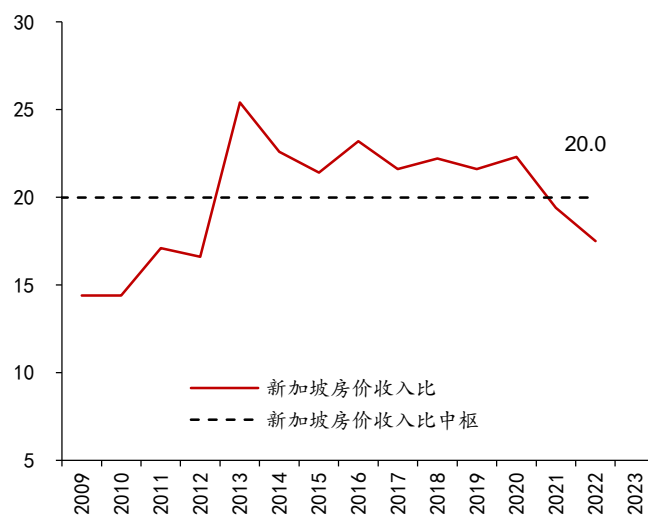
资料来源：Numbeo，德邦研究所

图 44：2014 年至今美国房价收入比稳态中枢为 10.9

图 45：新加坡房价收入比稳态中枢为 20



资料来源：Numbeo，德邦研究所



资料来源：Numbeo，德邦研究所

5.3 如果我国房价收入比中枢为 20，那么房价或仍存在一定下调空间

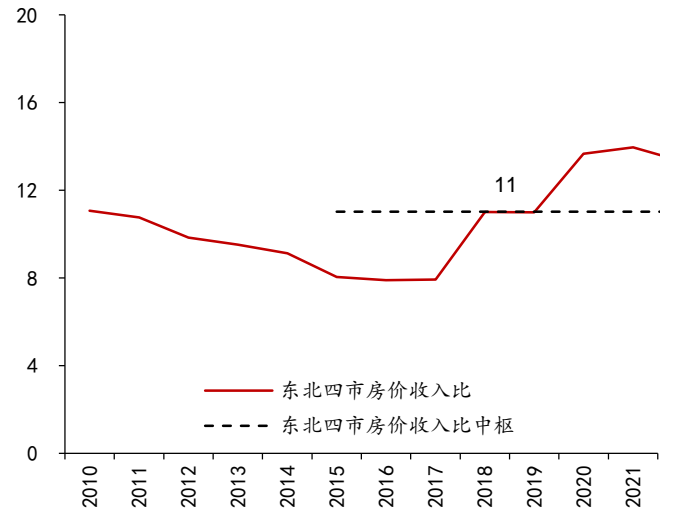
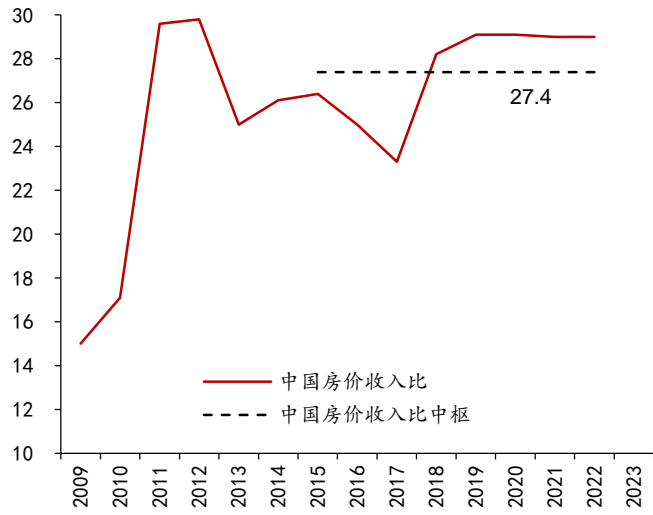
以东北作为我国房价收入比的前瞻地区，预计我国房价收入比的下限为 11。按照可比国家房价收入比的稳态中枢来进行评估，综合分析，假定我国房价收入比中枢为 20，那么我国当前房屋估值处于明显偏高的状态。

不同国家因经济发展阶段、文化传统、地产生命周期存在差异，居民的购房和租房的行为存在差异，因此在我国该指标中枢的确定上。一方面考虑到新加坡的文化属性与中国类似，另一方面考虑到中国当前大力推进保障房与新加坡模式类似，所以虽然中国合理的房价收入比水平仍高于全球平均水平，但是即便以新加坡的房价收入比来衡量，中国的房价仍难以再出现普涨，甚至还会有一定的向下调整空间。此外，考虑到日韩较为接近的租房文化，根据日本发布的《国土交通白皮书》，日本租房主义者占比约为 36%，根据七普数据，中国居民居住在自有住房的比例达到 80.3%，其中城镇的自有住房居住比例为 73.0%，租赁住房比例为 21.1%，因此中国租房率与日本较为接近，而韩国租房制度较为完善，采取月租制和全租制结合的方式（租客一次性向房东支付一大笔资金作为保证金，签订较长的租约，租约到期之后，如果不续约，房东就将当初租客缴纳的全部保证金退还给租客）。因此假定中国房价收入比的中枢为 20，以日本和韩国的房价收入比来衡量，那么中国的房价仍然存在一定的下调空间。如果居民收入水平能够不断提高的话，也会减缓房价的向下调整速度。

此外，在城市结构上看，北京、上海最新房价收入排名靠前，分别为 34.2 和 47.6。结构上看，一线>新一线>二线>三线城市；城市上看，重庆和兰州已经达到历史最高值，分别为 22.9 和 26.7。一线城市房价收入比较高主因房价涨幅大于可支配收入涨幅。

图 46：预计 2024 年中国房价收入比回落至 24

图 47：东北四市房价收入比中枢为 11

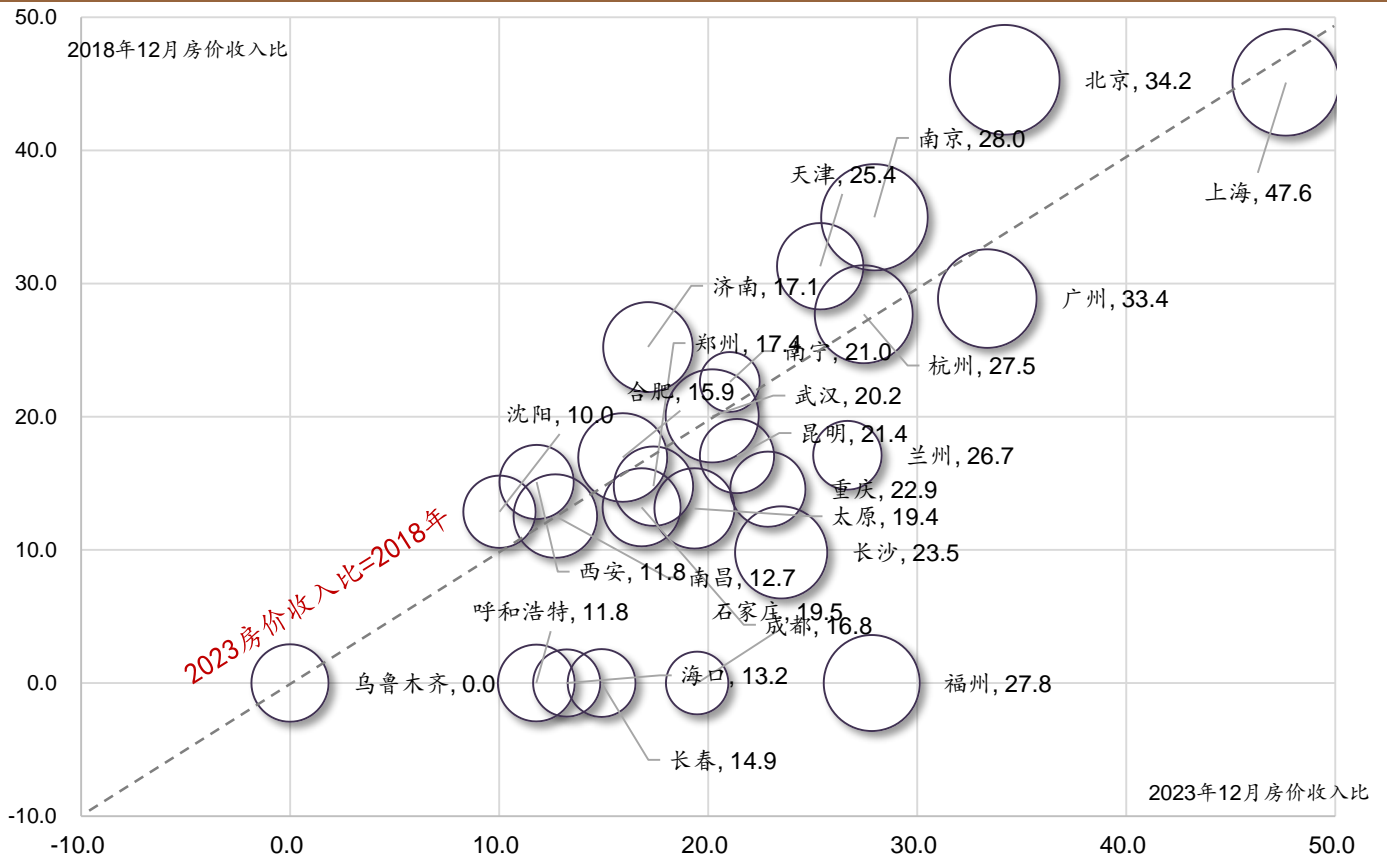


资料来源: Wind, 德邦研究所

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 哈尔滨和大连 2023 年 12 月数据未披露, 用 2023 年 9 月数据替代

图 48：重点城市 2023 年和 2018 年 12 月房价收入比：全国各城市房价收入比较稳定

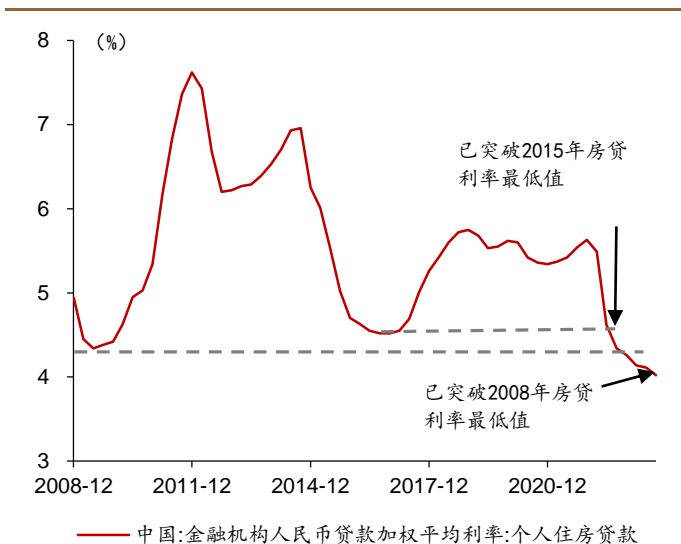


资料来源：Wind，国家统计局，德邦研究所

注：气泡大小表示该城市 2022 年人均 GDP；由于部分省份房价收入比数据缺失因此此图并未展示所有省份数据

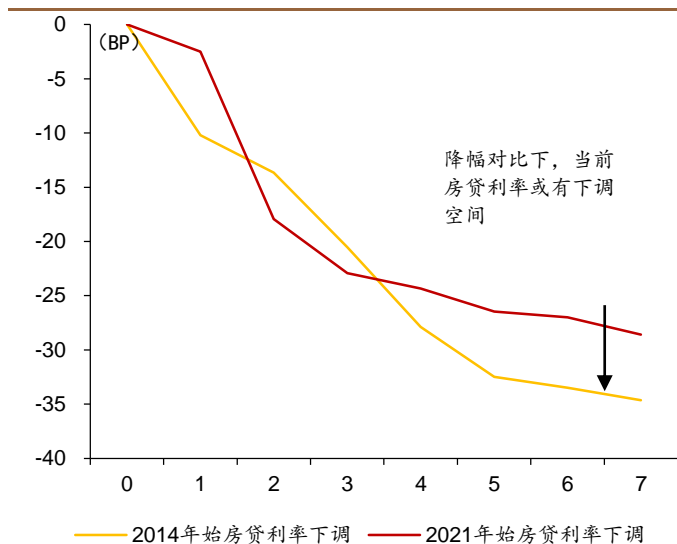
此外也要考虑房贷利率对信贷的影响，从而影响不同房价收入比下居民的购房意愿，2023年9月我国个人住房贷款利率为4.02%（各省市有调整），已经突破2008年和2015年房贷利率最低值，参考历史中房贷利率调整的幅度，目前已经接近历史中等水平，预计还存在小幅下调空间，但是需要结合降息的幅度进行考量，一线城市的“限贷”政策也存在一定的调整空间，应适当关注。

图 49：个人住房贷款利率达历史低位水平



资料来源：Wind，德邦研究所

图 50：房贷利率历史降幅：当前房贷利率或有下调空间



资料来源：Wind，德邦研究所

注：横轴 2014 年 9 月，2021 年 12 月代表 0，随后每一个间隔表示一个季度

综合来看，我们通过梳理日本、韩国、美国、新加坡和我国东北地区的地产发展经验，发现每个国家或地区都有其地产行业发展的生命周期，并不是完全横向可比较的，例如日本和美国房价收入比差异较大，但多年未出现一国向另一国房价收入比中枢靠近的情况，因此我们仅提供了一个可供参考的视角。综合评估下来，从住宅投资/GDP、住宅开工率和房价收入比三个视角对我国的地产产业链进行了分阶段的中枢分析，得到了以下结论：

(1) 从投资端来看，我国住宅投资/GDP 中枢为 3.3%，2024 年我国该比值有望达到 4%，综合来看，我国目前住宅投资占 GDP 的比重较为接近中枢值，并未出现大幅的超调。可以通过三大工程弥补与中枢的距离，2024 年“三大工程”作为房地产新发展模式的重要项目，保障性住房、城中村改造、“平急两用”将进一步拉动地产投资增速，助力经济恢复向好，后续仍要重视和稳定地产行业债务风险，防止外溢效应，部分房地产项目加大收并购，引导和帮助行业风险有序出清。

(2) 从销售面积来看，住宅开发率中枢为 1.5%，即商品房需求面积中枢约为 7 亿平方米，而 2023 年 1-12 月我国商品房销售面积累计值为 11.17 亿平方米，高于中枢 4.17 亿平方米，销售面积仍有下降空间，在较长时间维度下，可以通过地产增量政策的出台压缩地产销售面积的下跌空间。

(3) 从房价来看，房价收入比的中枢为 20，如果回归至 20 的中枢水平，房价存在一定向下调整的空间，房价下跌可能对居民的财富效应或者购买力产生冲击。整体来看，中国当前乃至未来一段时间经济的主要掣肘项可能仍为房价下跌风险，假使地产增量政策出台较为及时，可以有效缓解地产下跌风险，以地产为主要支撑项的旧经济发展模式有望逐步消失，房地产新模式的建立和发展也有助于实现经济的转型。

6. 风险提示

- (1) 国际比较的经验失效
- (2) 三大工程推进力度及效果不及预期；
- (3) 地产下行风险超预期；
- (4) 地产增量政策出台不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。