

宏观报告

证券研究报告

2024年07月08日

分析地产问题的三个层次

我们认为，虽然房价、地产销售和地产投资可能仍在寻底，但无需过于担忧房地产的冲击。

地产自身的泡沫化倾向正在出清，并且出清过程可以通过库存水平、估值水平进行观察；房地产的金融化程度相对较低，引发系统性金融风险的概率也相对有限；宏观经济和中观行业也在加速“去地产化”，地产下行对经济的影响越来越小。

风险提示：房地产政策存在不确定性；房地产新发展模式的具体路径仍有待进一步明确；文中部分测算涉及主观假设，可能与实际情况存在偏差；社会对房地产的预期存在不确定性，可能会影响房地产市场走势。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-枪炮、粮食与能源：美国出口“新三样”》2024-07-04
- 《宏观报告：宏观-市场的两个恐惧症》2024-07-03
- 《宏观报告：宏观报告-改革的逻辑》2024-07-02

在量子物理学中，光具有波粒二象性，从概率的角度观察，光表现为波动；从物质的角度观察，光表现为粒子。观察视角的不同，直接影响了观察的对象和对事物的理解。

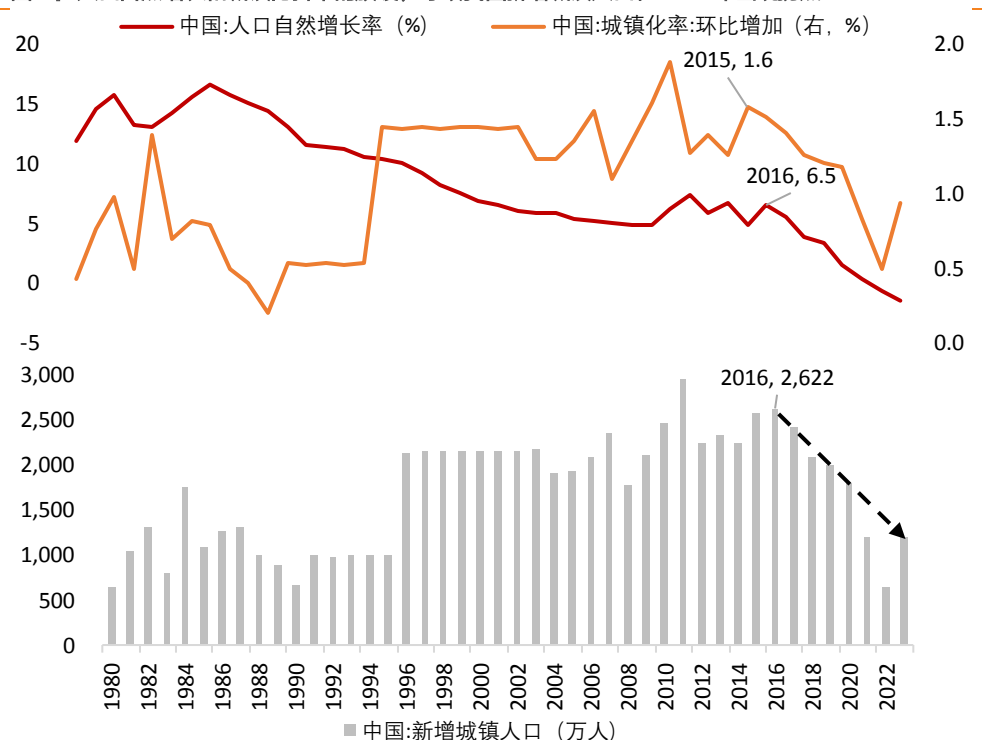
房地产既是必需消费品，也是金融投资品；影响购房决策的，既可能是对租金收益回报的投资，也可能是对房价上涨预期的投机；房地产既是经济增长的因，也是经济运行的果。

分析房地产问题，也需要从不同的层次、视角来观察、评估。从底层资产的视角，房地产的问题是泡沫化倾向，库存过高、估值过贵，随着房价下跌，泡沫化倾向逐渐减弱。从金融风险的视角，房地产对金融系统的风险传播途径受到了较多阻隔，系统性风险较低，但个体承担较多。从经济重要性的视角，房地产对于经济体系的系统重要性持续下降，经济正在完成“去地产化”的转型。

第一，站在房地产泡沫化倾向的视角上，房地产的库存和估值问题是可以度量的，消化泡沫化倾向的过程也是可以跟踪的。

我们认为，中国房地产泡沫化倾向始于 2016 年，泡沫去化始于 2021 年。人口自然增长和城镇化斜率在 2015、2016 年之后分别放缓，新增城镇人口在 2016 年出现拐点，新增真实住房需求也进入下行周期。但 2016 年以后，房地产的量价均保持增长趋势，与真实住房需求的周期发生了趋势性背离，这是房地产泡沫化倾向的诞生背景。泡沫化倾向表现为两个方面：一是库存过多，截至 2022 年我国住房空置率约为 15%，较国际 5%的空置率标准高出 10 个百分点¹；二是估值过贵，我国住房租金回报率持续与长期国债利率倒挂。

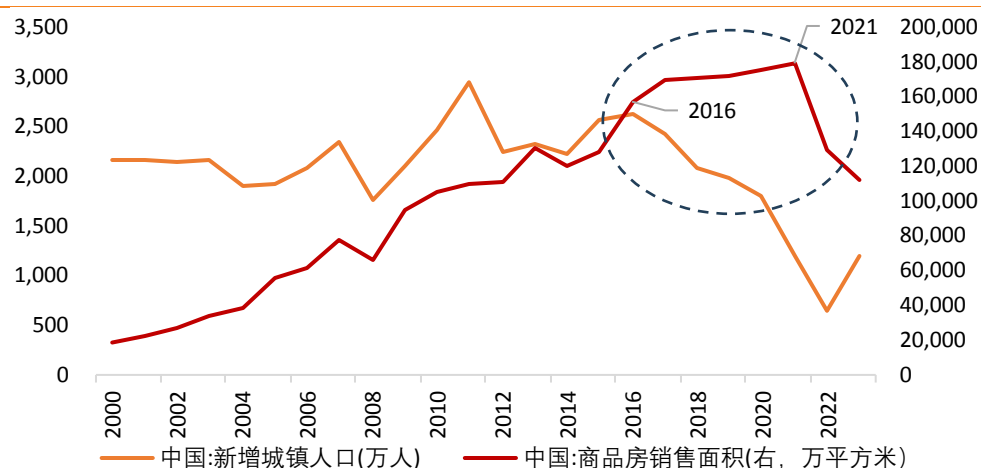
图 1：人口自然增长和城镇化斜率的放缓，导致我国新增城镇人口在 2016 年出现拐点



资料来源：Wind，天风证券研究所

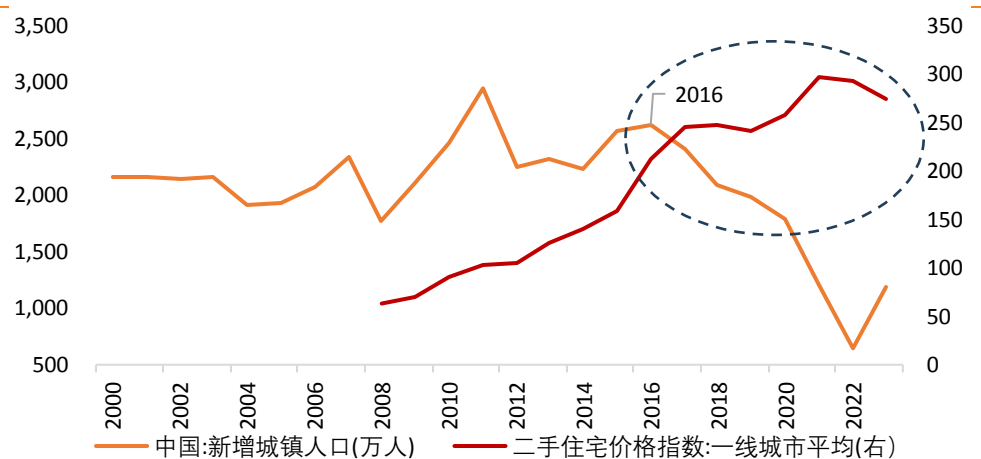
¹ <http://m.fangchan.com/news/7/2022-07-01/6948483504766521629.html>

图 2：2016 年以后，房地产销售与新增城镇人口发生趋势性背离



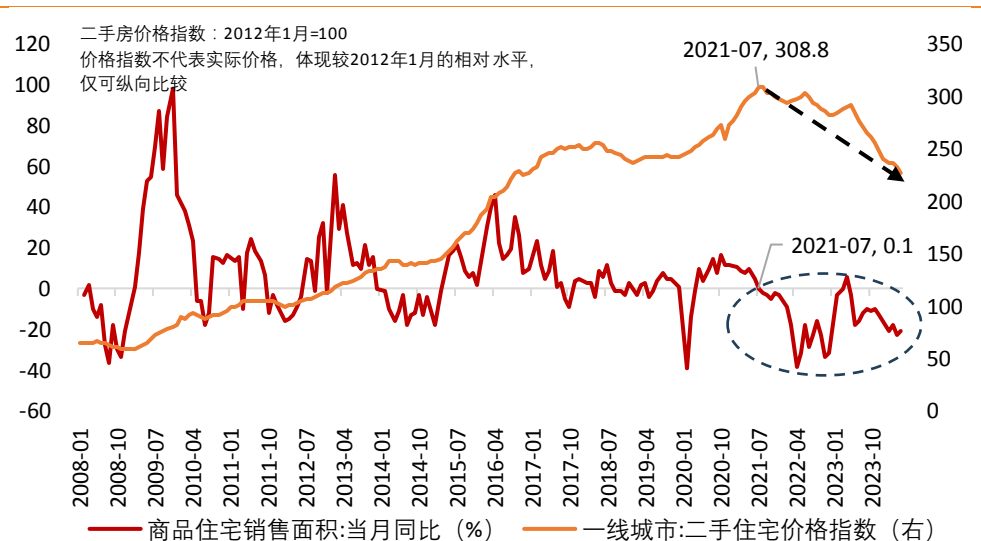
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2016 年以后，房价与新增城镇人口发生趋势性背离



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2021 年年中开始，一线城市二手房价持续回落，新房销售面积持续负增长

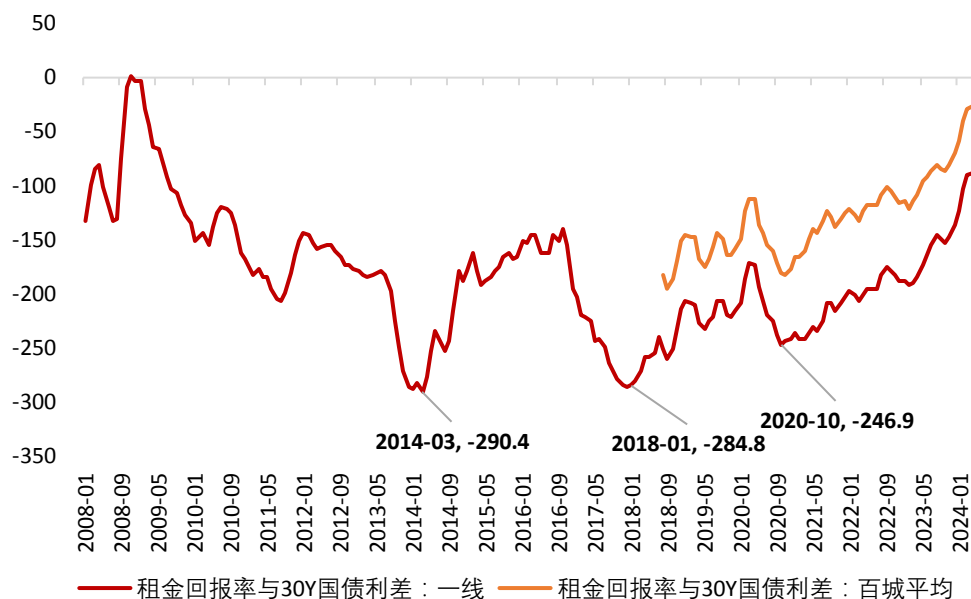


资料来源：Wind，天风证券研究所

2021 年下半年开始，房地产的量价齐跌开启了房地产泡沫化倾向的去化过程。尽管泡沫去化的进度较快，但这一过程依然可以跟踪，并不是无底洞。

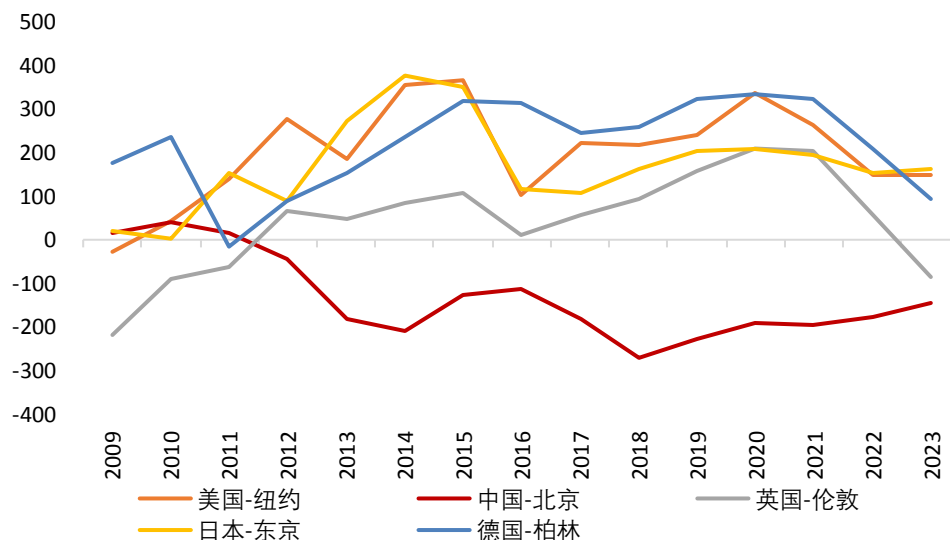
房地产的估值是否合理是一个相对概念。理论上讲，在没有强烈投机属性、以自住和出租为主的情况下，住房的估值逻辑更接近于依赖分红的价值股或固定收益资产，因此住房租金回报率不应显著低于 30 年国债收益率。但无论是我国一线城市租金回报率，还是百城平均租金回报率，都长期低于 30 年国债利率。而主要经济体如英国、日本、德国的重点城市，大多数时间租金回报率均高于 30 年国债利率。

图 5：我国住房租金回报率持续倒挂于 30 年国债（单位：bp）



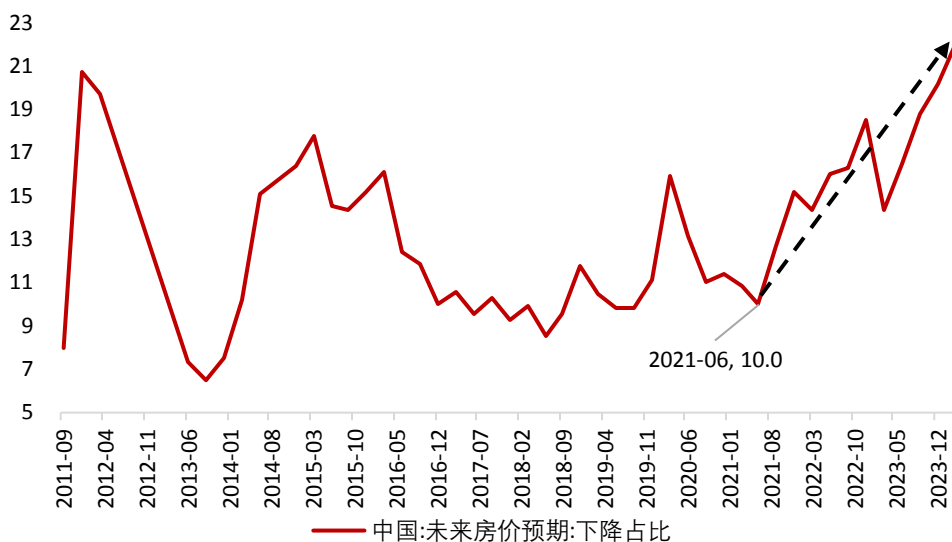
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：主要经济体重点城市住房租金回报率与 30 年国债的利差（单位：bp）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2021 年年中开始，居民部门看跌房价的预期持续加强（单位：%）

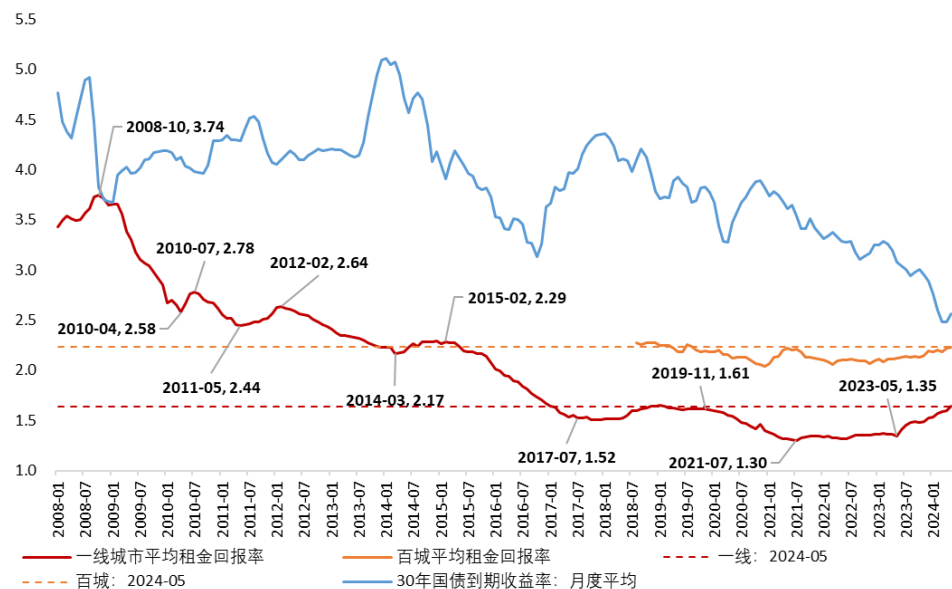


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2015 年初中国一线城市的租金回报率为 2.3%，2017 年年中已经快速下降到了 1.5%。2021 年 7 月，一线城市的租金回报率下降到了 1.3%，北、上、广、深分别为 1.3%、1.5%、1.3%、1.1%。

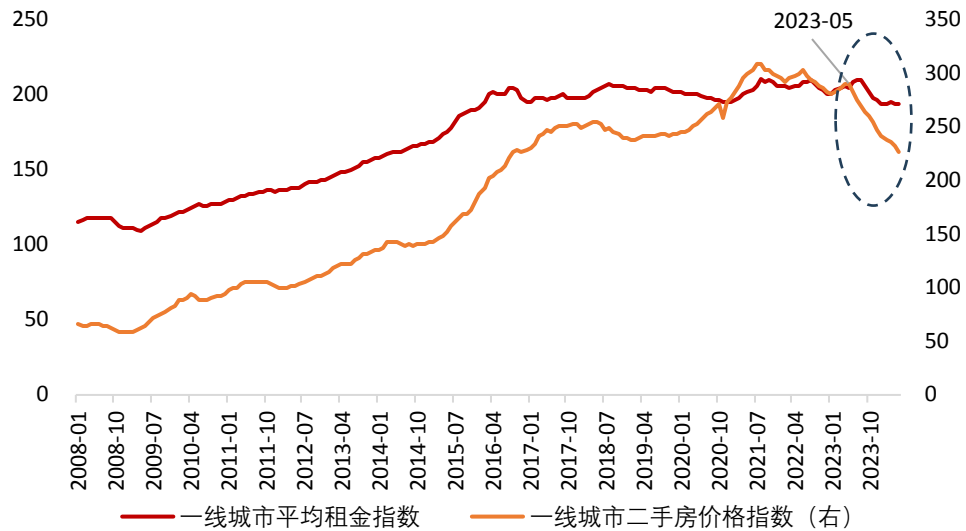
2021 年 8 月-2023 年 5 月，一线城市的房价和租金同步回落，租金回报率并未出现明显回升。2023 年 6 月起，房价的下跌速度快于租金，租金回报率开始加速回升。截至 2024 年 5 月，一线城市的租金回报率约为 1.64%，与 30 年国债到期收益率的倒挂幅度也由 2021 年 7 月的 224bp 收窄为 93bp。未来如果租金回报率与 30 年国债收益率进一步收敛，住房估值预计也将趋于合理。

图 8：2023 年年中开始，我国房地产已经处于不断消化估值的阶段



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9：2023 年年中开始，一线城市房价跌幅大于租金

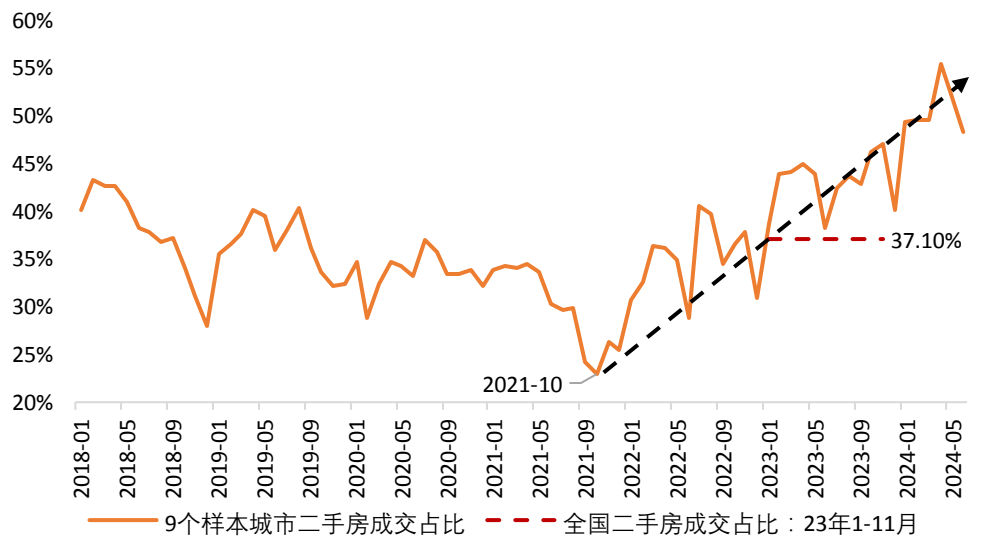


资料来源: Wind, 天风证券研究所

观察地产去泡沫化倾向的另一个指标是量，即库存水平。

在 2021 年年中，市场对房价预期发生反转以后，二手房成交占比快速抬升，9 个样本城市的二手房成交占比由 2021 年的 30% 快速提升到了 2024 年上半年的 51%。

图 10: 2021 年四季度起，二手房成交占比快速提升 (单位: %)



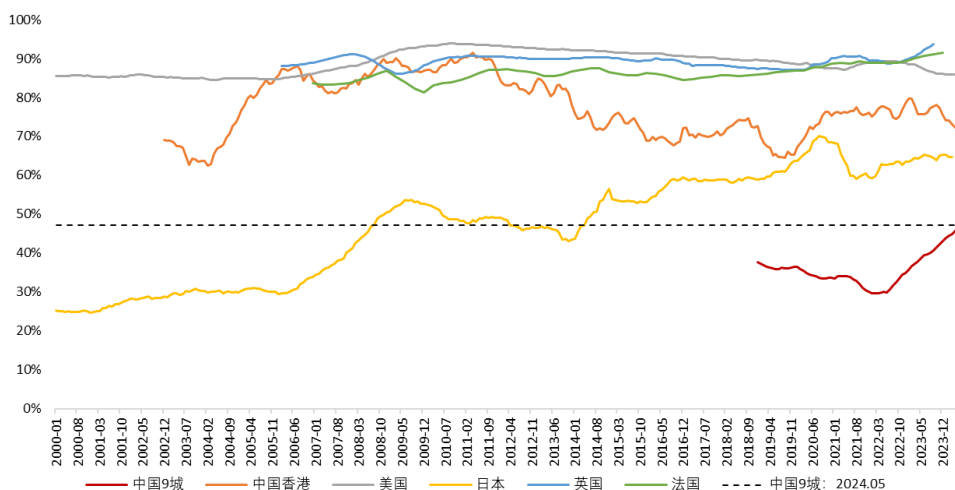
资料来源: Wind, 天风证券研究所

二手房库存中最主要的部分是无人居住的空置住房。根据我们的测算，截至今年 5 月，全国空置二手房面积约为 42 亿平方米（详细测算过程见报告《收储存量房是否可行？》，2024.5.12，数据有所更新），远大于 3.9 亿平方米的待售现房库存和 15.7 亿平方米已开工、未销售的新房广义库存。

尽管并非所有的空置二手房都是有效供给、需要被市场消化，但二手房成交占比相比于去其他成熟的房地产市场仍然较低，消化存量住房的过程可能尚未结束。从国际比较来看，美国、英国、法国二手房成交占比大致稳定在 90% 左右，中国香港地区在 2006-2013 年大致保持在 80-90% 的区间内、在 2014 年以来则保持在 70% 左右，日本二手房成交占比整体处于不断抬升的趋势中，目前大致为 65% 左右，而我国 9 个数据可得样本城市目前

仅有 50%左右，相当于日本 2008-2014 年的水平。

图 11：中国 9 城及主要经济体二手房成交占比（数据做 12 个月移动平均处理，单位：%）



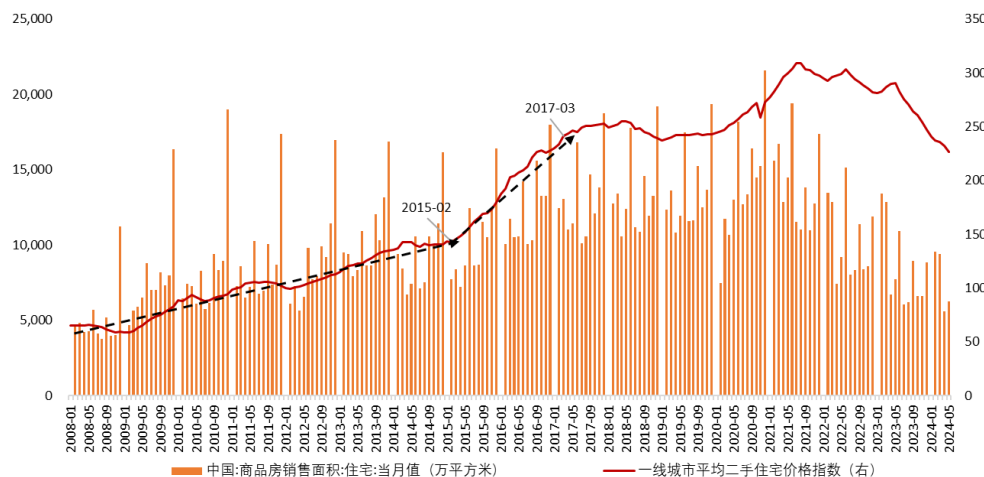
资料来源：Wind，天风证券研究所

参考中国香港地区和日本来看，我们认为我国二手房成交占比可能仍有 15-20 个百分点的提升空间。未来我国房地产市场进入稳态水平以后，我们预计成交或将以二手房为主，新房的购置需求可能主要源自于存量房的折旧更新和追求更高质量的改善性需求。这就意味着，房地产新发展模式对于开发商数量的要求或将有所降低，但对开发商质量、物业管理和城市更新的要求可能会有所提升。

第二，站在风险传导的视角上，我国房地产的金融化程度较低，对金融系统的风险传导相对可控。

房价失速下行的概率有限。相比于美国，我国居民购房的杠杆并不高。央行 2018 年《中国金融稳定报告》中曾提到中国居民购房的平均首付比例在 34%以上。因此，即便是在房价最高点购房，房价也需要平均下跌三分之一以上才会使房产成为负资产。而房价快速上涨是从 2015-2016 年开始的，许多人并非在最高点买房，所以即使房价下跌导致财富效应缩水，但房子成为负资产的比例可能并不高。购房杠杆不高，意味着房价的下跌可能不会太快。

图 12：2015-2016 年，中国房价快速上涨

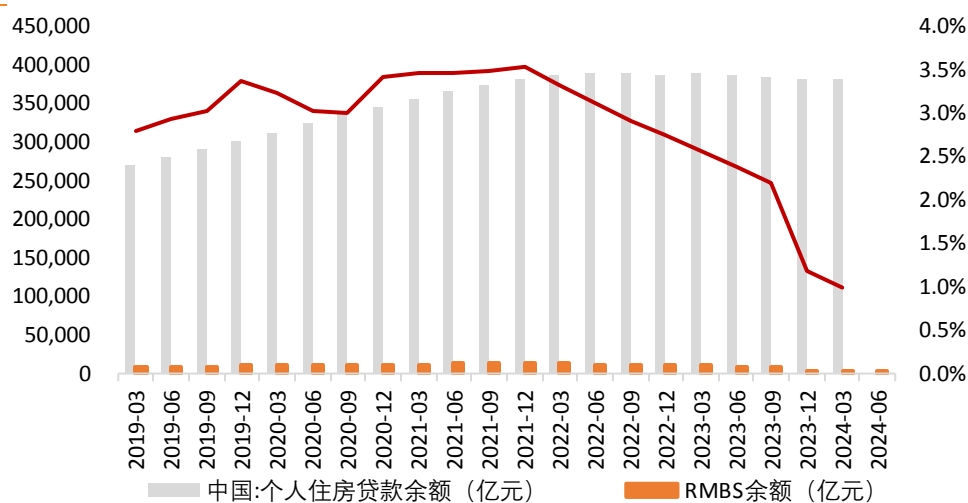


资料来源：Wind，天风证券研究所
注：一线城市平均二手住宅价格指数 2012 年=100

房地产引发银行业系统性风险的概率有限。除了深圳有过试点以外，我国目前并没有个人破产制度²，意味着即便是房价大幅下跌导致房产成为负资产，集中到银行系统形成系统性风险的概率也相对较小。

房地产冲击非银金融机构的概率有限。美国次贷危机的产生与“房价-房贷-MBS-CDS\CDO”的传导有较大的关系，核心是衍生品市场扩大了房地产风险。但我国没有类似于美国一样复杂的房地产衍生品市场，截至 2024 年一季度末商业银行个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）存量余额为 3785 亿元，仅占个人住房贷款余额的 1%。因此，即使房地产泡沫化倾向仍然有待进一步消化，但风险缺少交叉加速扩散的基础。

图 13：截至 2024 年一季度末，RMBS 余额仅占个人住房贷款余额的 1%



资料来源：Wind，天风证券研究所

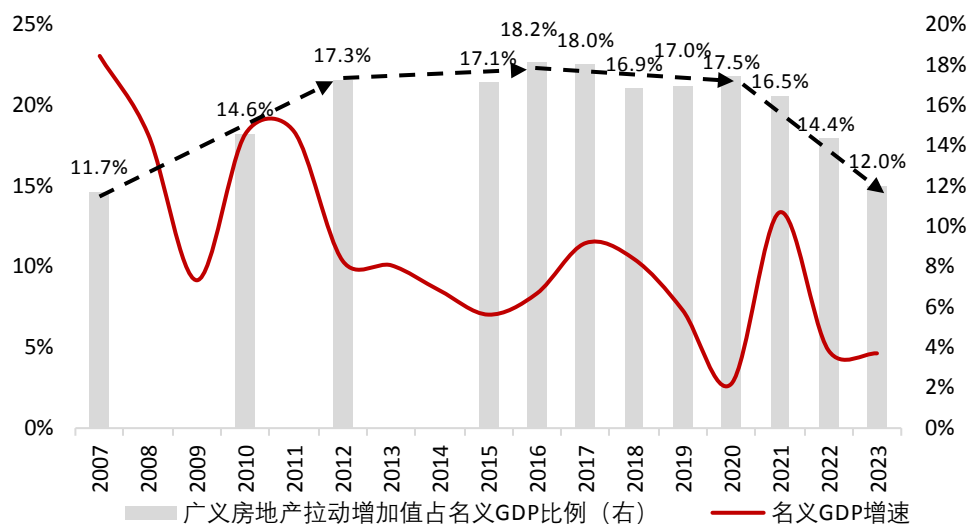
第三，房地产下行的过程中，经济也在加速“去地产化”。

虽然房地产持续下行，但名义 GDP 增速并未失速下滑，2022 年、2023 年、2024 年一季度分别为 4.8%、4.6%、4.2%，地产在经济中的权重也在快速地下降。

2012-2020 年，是房地产对中国经济贡献程度最大的阶段，考虑对产业的拉动以后，广义房地产业在名义 GDP 中的占比平均在 17.4%；而随着 2021 年房地产去泡沫化倾向开始，广义房地产业在经济中的占比快速回落，截至 2023 年，广义房地产业占 GDP 的比重约为 12%，较 2020 年大幅下滑 5.5 个百分点。（广义房地产业包含地产投资和地产服务两个环节，具体测算过程详见报告《房地产的支柱作用到底有多强？——房地产对经济的影响（上）》，2022.12.29）

图 14：广义房地产业对经济的贡献已经从 2020 年的 17.5% 回落至 2023 年的 12%

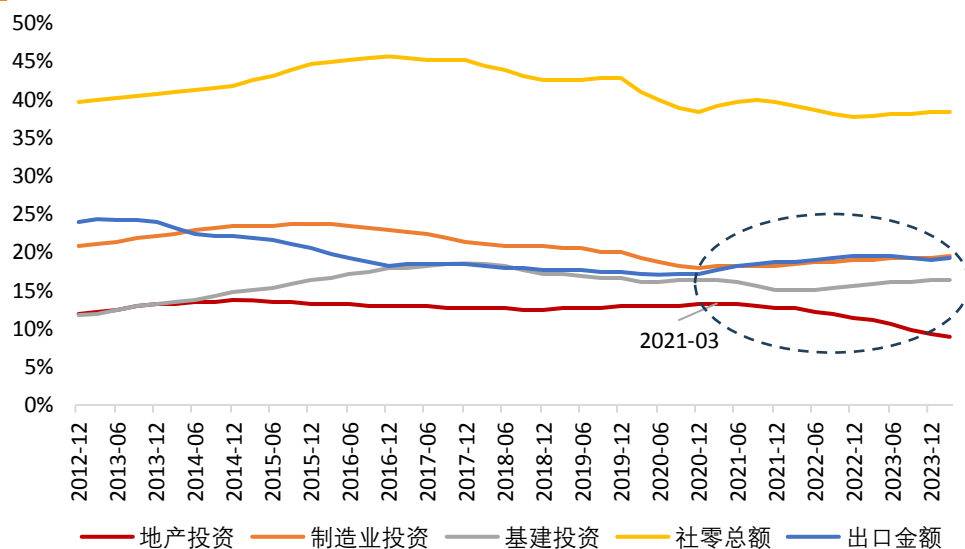
² http://www.xinhuanet.com/legal/2021-07/19/c_1127671976.htm



资料来源：Wind，天风证券研究所

2021年下半年开始，制造业投资、出口与地产在经济中的占比此消彼长。地产投资占名义GDP的比重从2021年一季度的11.1%回落到了今年一季度的7.5%，而制造业投资、基建投资、出口的占比则分别提升了1.8、1.4、0.9个百分点。经济“去地产化”也是经济转型的过程，其他分项正在对冲地产带来的缺口。

图 15：需求端主要分项在名义GDP中的占比（数据做12月移动平均处理）

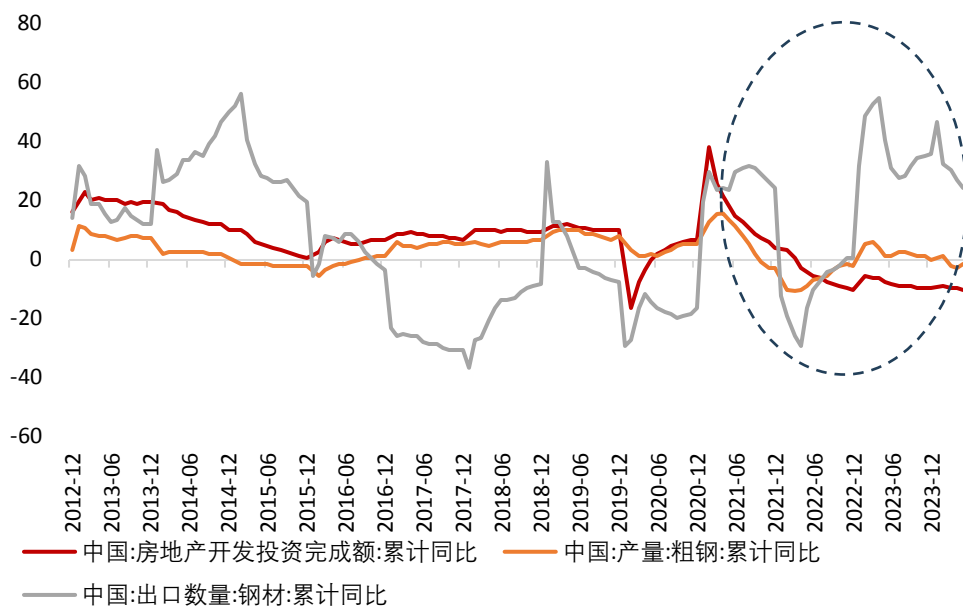


资料来源：Wind，天风证券研究所

经济“去地产化”的同时，地产链对房地产的依赖度也有所下降，

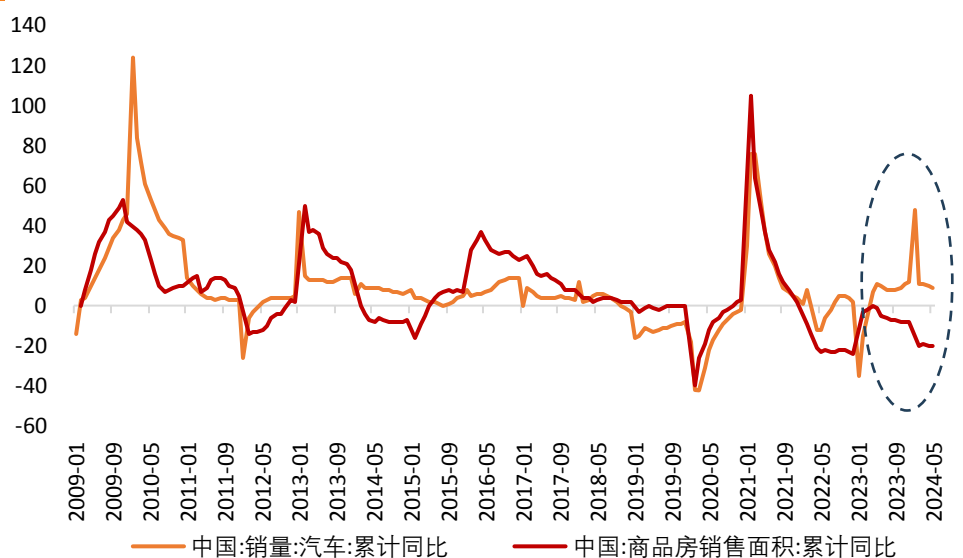
比如汽车、造船、家电等行业用钢需求在增加，同时近年来钢材出口规模大幅增长，对冲了一部分地产下行的拖累，粗钢生产的表现优于房地产投资。汽车销售过去与地产销售高度相关，2023年商品房销售面积同比下滑8.5%，汽车销售同比增长12%。

图 16：出口需求对冲了地产下行对粗钢生产的影响（单位：%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 2023 年以来，地产销售与汽车销售趋势背离 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们认为，虽然房价、地产销售和地产投资可能仍在寻底，但无需过于担忧房地产的冲击。地产自身的泡沫化倾向正在出清，并且出清过程可以通过库存水平、估值水平进行观察；房地产的金融化程度相对较低，引发系统性金融风险的概率也相对有限；宏观经济和中观行业也在加速“去地产化”，地产下行对经济的影响越来越小。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com