

房地产行业深度报告

洞若观火——如何前瞻判断地产拐点的出现

增持（维持）

2024年07月12日

投资要点

■ **为何需要重视房地产拐点的观察和研究？**（1）**地产核心指标已经过度调整。**截至2023年末，我国本轮地产下行周期新房销售金额较高点下降超35%、住宅开发投资较高点下降19.5%、住宅新开工面积较高点下降69.3%，美/日相应下行期分别为8.6%/48.0%、2.0%/36.0%、38.7%/19.7%；2023年我国住宅投资占GDP比重降至4.0%，美/日的危机后中枢值为4.5%/3.1%。综合调整幅度和调整时间看，我们认为我国当前已有调整过度的迹象。（2）**地产政策拐点已现，静待基本面拐点。**2024年5月17日，四部委联合发布多项“去库存”重磅政策，力度空前确认政策拐点。根据过往周期经验，地产政策大幅放松后5-8个月，基本面拐点会出现，我们认为下半年要重视拐点的观察和研究。

■ **最领先的地产指标是什么？**（1）分析历史数据发现，在2020年即疫情前，**销售同比数据从底部修复的拐点领先于拿地同比数据1-5个月，领先新开工数据3-7个月**；疫情后三者变化趋势几乎一致。考虑原因为地产开发商大多采用“以销定产”的投拓战略，而近年来开发商对市场的跟踪愈发紧密，决策和周转时间都显著缩短。（2）销售指标方面，2021年之前，**住宅新房销售面积同比拐点领先房价4-9个月**，且从高位回落的领先时间长于从低位回升的领先时间。2021年后受疫情影响，两者同比增速的关联度降低。因此**最领先的指标为销售面积**，当销售面积的同比出现拐点以后，**房价、拿地、新开工等数据的拐点均会陆续出现。**

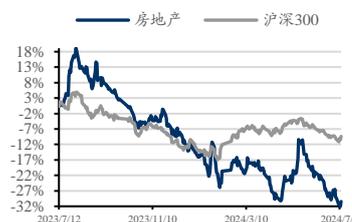
■ **还有哪些高频指标可以判断地产拐点？**考虑到疫情影响下，销售面积和房价之间的关联度降低，且本轮周期的放松政策属于“小步快跑”的节奏，政策起效时间和不同指标间的逻辑传导时间都可能较历史经验更长。因此我们试图寻找更多高频指标判断地产拐点。**宏观指标中：**（1）**M1和居民信贷**是房价的领先指标。因为居民购房往往需要向银行申请房贷，住宅销售是房地产开发商存款的重要来源，而企业存款与M1密切相关，地产销量景气度和这两个指标高度相关，而房价变化滞后于销量变化，所以货币周期领先于房价周期。（2）**房价上涨预期指标和收入信心指标**与房价互为因果，变化趋势较为一致。**微观指标中：**（1）**二手房租金回报率**不断升高，购买不动产作为大类资产配置性价比逐渐提升，当前一线城市租金回报率已经回到2019年水平；（2）**二手房挂牌量增速放缓甚至下降**是地产市场出现拐点的必要不充分条件；（3）**水泥和铁矿石价格波动滞后于房价**，可作为辅助验证拐点的指标。

■ **投资建议：**在此时点，我们建议从以下几个方向来选择标的：1）维持一定投资强度从而在市场恢复中获得更大弹性的标的，推荐：招商蛇口、滨江集团、越秀地产、保利发展，建议关注：绿城中国；2）拥有充沛优质持有型物业资产、现金流有望边际改善的房企，推荐：华润置地，建议关注：龙湖集团；3）中介公司：推荐贝壳。

■ **风险提示：**地产政策后续落地进度不及预期；行业下行持续，居民收入信心不断降低；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期

证券分析师 房诚琦
执业证书：S0600522100002
fangcq@dwzq.com.cn
证券分析师 肖畅
执业证书：S0600523020003
xiaoc@dwzq.com.cn
证券分析师 白学松
执业证书：S0600523050001
baixs@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 《新房成交同比转正，多地放松公积金政策》
2024-07-08
- 《新房成交环比改善，北京发布楼市新政》
2024-07-02

内容目录

1. 为何需要重视房地产拐点的观察和研究	4
1.1. 地产核心指标已经过度调整.....	4
1.2. 地产政策拐点已现，静待基本面拐点.....	6
2. 最领先的地产指标是什么？	9
2.1. 拿地、新开工、新房销售之间的关联性.....	9
2.2. 销售面积与房价的关联性.....	11
3. 还有哪些高频指标可以判断地产拐点？	12
3.1. 宏观指标：M1 和居民信贷	13
3.2. 宏观指标：收入信心和房价上涨预期.....	14
3.3. 微观指标：二手房的租金回报率.....	15
3.4. 微观指标：二手房挂牌量.....	16
3.5. 其他微观指标：水泥和铁矿石价格.....	16
4. 结论和投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	2021-2023 年中国商品住宅销售额下降 36.7%.....	4
图 2:	2021-2023 年商品住宅销售面积下降 39.4%.....	4
图 3:	2021-2023 年中国住宅投资额下降 24.4%.....	5
图 4:	2019-2023 年中国新开工住宅面积下降 58.8%.....	5
图 5:	2002-2023 我国房地产投资和住宅投资占 GDP 比重变化	5
图 6:	美/日房地产投资占 GDP 比重在地产危机中的变化	6
图 7:	517 地产新政示意图.....	6
图 8:	地产政策放松与销售量价的关系	8
图 9:	2008 年和 2014 年两轮周期中, 新房销售同比变化领先于拿地和新开工.....	9
图 10:	2007 年至今土地购置费和商品房销售额单月同比的变化关系	10
图 11:	2007-2022 年土地购置面积和商品房销售面积单月同比的变化关系	10
图 12:	2007 年至今新开工面积和商品房销售额单月同比的变化关系	11
图 13:	2011 年至今商品住宅销售面积和 70 城新房价格指数单月同比的变化关系	11
图 14:	2005 年至今 70 城新房和二手房价格指数单月同比的变化关系	12
图 15:	判断地产拐点的高频指标一览.....	12
图 16:	M1、M2 和房价同比的变化关系	13
图 17:	居民部门新增贷款 (MA6) 同比和房价同比的变化关系	13
图 18:	房价预期上涨占比和房价同比的变化关系	14
图 19:	未来收入信心指数和房价同比的变化关系	14
图 20:	北京二手房价同比和二手房租售比的关系	15
图 21:	上海二手房价同比和二手房租售比的关系	15
图 22:	广州二手房价同比和二手房租售比的关系	15
图 23:	深圳二手房价同比和二手房租售比的关系	15
图 24:	中国二手房挂牌量指数和二手房价指数同比的变化关系	16
图 25:	铁矿石价格和房价同比的变化关系	16
图 26:	水泥价格和房价同比的变化关系	17
表 1:	2024 年中央关于房地产的重要表述.....	7

1. 为何需要重视房地产拐点的观察和研究

1.1. 地产核心指标已经过度调整

从人口结构、城镇化、新开工、居民杠杆率多个维度综合比较，我们认为中国当前的房地产市场生命周期与日本上世纪 80 年代末/美国上世纪 50 年代末 60 年代初相似。我们选取销售、投资、新开工以及住宅投资占 GDP 比重 4 个核心指标，将我国和美国以及日本地产生命周期相似的时间点附近发生危机的下行期进行对比。综合调整幅度和调整时间看，我们认为我国当前已有调整过度的迹象。

从调整幅度看，中国此次整体调整幅度大于美国 1969 年衰退、略低于日本 1990 年泡沫破裂危机。截至 2023 年末，我国本轮地产下行周期新房销售金额较高点下降超 35%、住宅开发投资较高点下降 19.5%、住宅新开工面积较高点下降 69.3%，美/日相应下行期分别为 8.6%/48.0%、2.0%/36.0%、38.7%/19.7%。从调整时间看，美日调整时间在 2 年左右，中国目前调整时间已超 2 年。随着疫情影响消退、各类政策持续发力，预计中国 2024 年商品住宅销售、新开工面积降幅将进一步收窄，考虑到人口长周期拐点已至，预计住宅投资额复苏时点仍需观察。

图1：2021-2023 年中国商品住宅销售额下降 36.7%



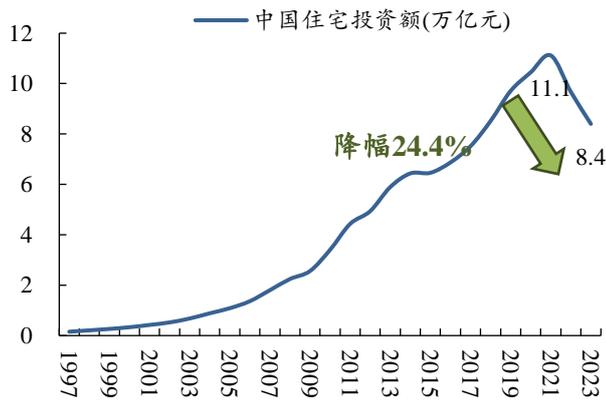
数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

图2：2021-2023 年商品住宅销售面积下降 39.4%



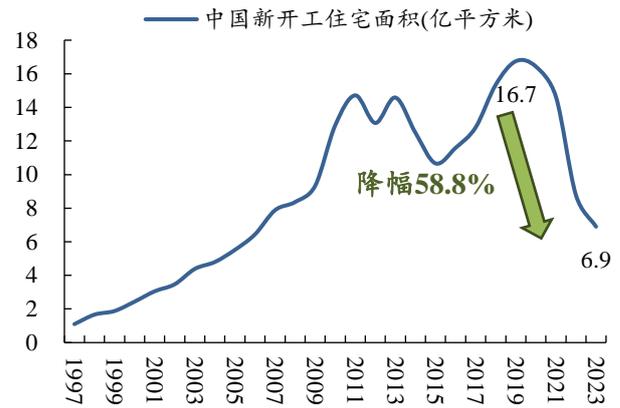
数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

图3: 2021-2023 年中国住宅投资额下降 24.4%



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图4: 2019-2023 年中国新开工住宅面积下降 58.8%

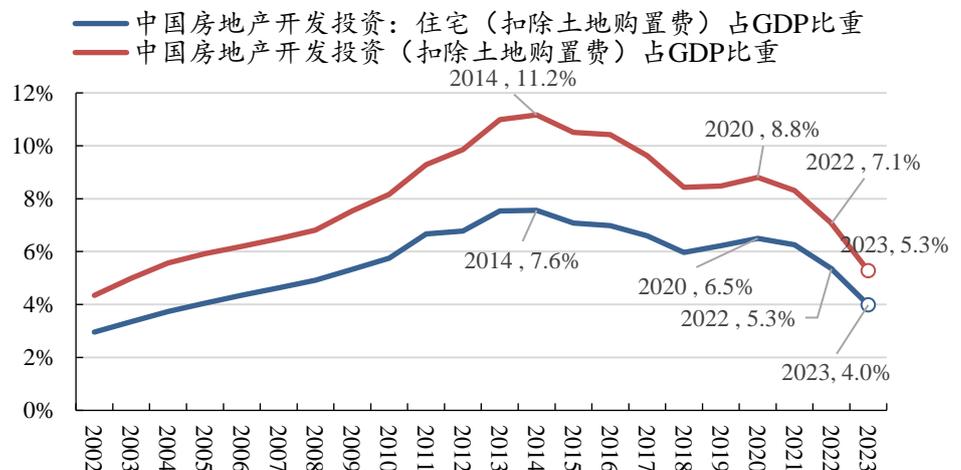


数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

考虑到房地产和宏观经济直接的相互影响程度较高, 仅观察房地产行业相关指标的绝对值变化无法很好地将我国和其他国家进行比较。我们选取房地产投资额占 GDP 比重这一指标, 将我国和美国以及日本进行对比。同时, 由于不同国家的房地产在住宅和商业之间的发展偏重方向不同, 我们进一步测算了房地产住宅投资额占 GDP 比重这一指标。

结果显示: 2023 年我国住宅投资占 GDP 比重降至 4.0%, 美/日的危机后中枢值为 4.5%/3.1%, 我国位于合理区间偏下位置, 已有调整过度的迹象。我国 2020-2023 年“房地产投资/GDP”降幅为 39.8%, “住宅投资/GDP”降幅为 38.5%。考虑到我国城镇化率和居民杠杆率仍有提升空间, 主力置业人口占比和反向抚养比仍处在较高位置, 预计 2 个指标低点较高点降幅将小于美/日地产危机时期。但参考美/日经验, 指标触底反弹分别花费 6 年和 20 年, 我们认为我国住宅投资占 GDP 比重触底反弹仍需进一步观察。

图5: 2002-2023 我国房地产投资和住宅投资占 GDP 比重变化



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图6: 美/日房地产投资占 GDP 比重在地产危机中的变化

指标	国家	指标高点	指标低点	低点较高点降幅	触底反弹花费时间	当前较低点增幅	当前较高点降幅
房地产投资/GDP	日本90年代地产危机	11.8% (1990年)	4.4% (2010年)	-62.7%	20年	77%	34%
	美国次贷危机	9.3% (2005年)	5.0% (2011年)	-46.2%	6年	46%	22%
	中国	8.8% (2020年)	5.3% (2023年)	-39.8%			
住宅投资/GDP	日本90年代地产危机	6.0% (1990年)	2.7% (2010年)	-55.0%	20年	15%	48%
	美国次贷危机	6.6% (2005年)	2.4% (2011年)	-63.6%	6年	88%	32%
	中国	6.5% (2020年)	4.0% (2023年)	-38.5%			

数据来源: wind, 日本国土交通省, 美国经济分析局, 东吴证券研究所

1.2. 地产政策拐点已现, 静待基本面拐点

四部委联合发布多项“去库存”重磅政策, 力度空前确认政策拐点。4月30日政治局会议对房地产进行了定调: “统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。5月17日, 国务院举行政策例行吹风会, 住建部、自然资源部、央行、金融监管总局有关领导介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。517一揽子新政涉及信贷、收储等多个方面, 力度空前: 首付比例和房贷利率下限均降至历史最低水平。后续北上广深四个一线城市也陆续跟进放松限贷限购政策。

图7: 517 地产新政示意图

需求侧—降低购房成本, 稳定房价预期

一、降低首付比例, 取消商贷利率下限, 降低公积金贷款利率

- 全国首套、二套房最低首付比例分别下调5pct至**15%、25%**;
- 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率下限;
- 自2024年5月18日起, 下调个人住房公积金贷款利率**0.25个百分点**。

二、融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷

- 进一步发挥城市房地产融资协调机制作用, 满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“**应进尽进**”, 商业银行对合规“白名单”项目“**应贷尽贷**”, 满足在建项目合理融资需求;
- 截至到5月16日, 全国297个地级及以上城市已经建立了房地产融资协调机制, 商业银行已按内部审批流程审批通过了“白名单”项目贷款金额**9350亿元**。

供给侧—减少库存, 改善供需关系

三、央行设立3000亿元再贷款支持政府收购已建未售商品房

- 设立3000亿元保障性住房再贷款, 鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则, 支持地方国有企业以合理价格收购**已建成未出售商品房**, 用作配建型或配租型保障性住房, 预计将带动银行贷款**5000亿元**;
- 3000亿元再贷款, 利率**1.75%**, 期限1年, 可展期4次;
- 收购主体不得涉及地方政府隐性债务, **不得是地方政府融资平台**。

四、支持地方回收存量闲置土地

- 合理免除因自然灾害、疫情导致的违约责任, 允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求, 更好地适应市场需求;
- 支持预告登记转让和“带押过户”, 鼓励转让或者合作开发;
- 支持地方以合理价格收回土地。主要是支持地方按照“**以需定购**”原则, 以合理价格收回闲置土地, 用于保障性住房建设。

数据来源: 住建部、自然资源部、央行、东吴证券研究所绘制

当前政策聚焦供需两端。需求端: 减少居民购房成本, 推进保交楼工作提振居民信心; 供给端: 消化存量住宅控制未来潜在供应。两端政策有望形成合力促进房地产市场

供需关系逐步恢复健康状态，

表1：2024年中央关于房地产的重要表述

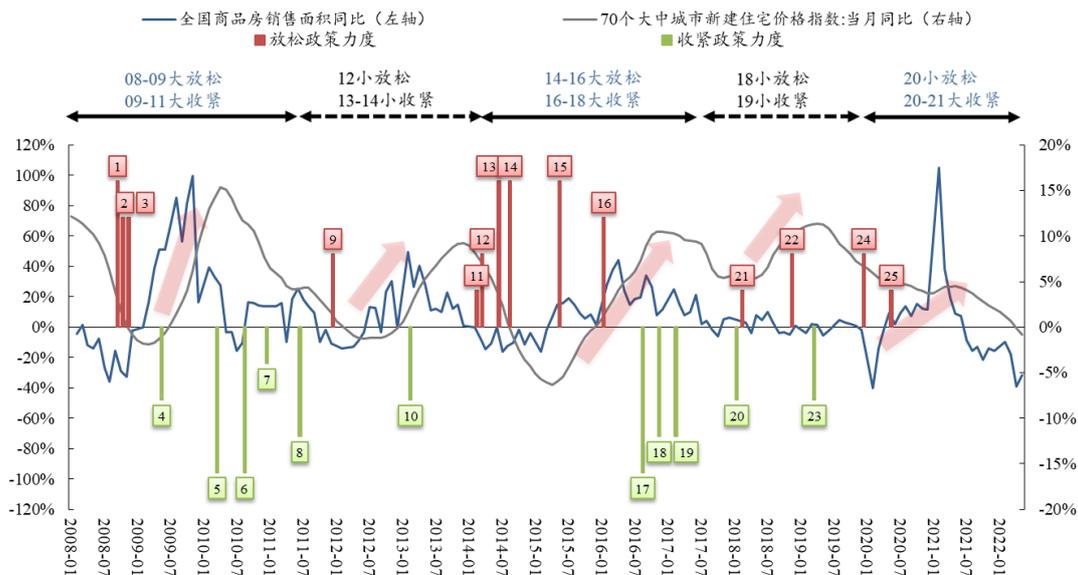
时间	会议/部门	表述
2024/4/30	政治局会议	要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024/5/16	发改委	强调：1) 健全房企主体监管制度， 推进保障性住房建设，加快构建房地产发展新模式 ，促进房地产市场平稳健康发展。2) 统筹好地方债务风险化解和稳定发展，建立防范化解地方债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。
2024/5/17	央行	设立 3000 亿元保障性住房再贷款 ，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则， 支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房 ，预计将带动银行贷款 5000 亿元。
2024/5/17	央行	调整优化个人住房贷款政策： 1) 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例不低于 15%（此前 20%），二套不低于 25%（此前 30%）。2) 按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。3) 下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。
2024/5/28	金监局	强调：1) 推动依法将所有金融活动全部纳入监管，建立健全监管责任归属认领和兜底监管机制；2) 促进金融与房地产良性循环，进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求， 大力支持保障性住房等“三大工程”建设 。
2024/6/7	住建部	要求 扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程” ，构建房地产发展新模式。
2024/6/7	国常会	房地产业关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局。要 充分认识房地产市场供求关系的新变化 ，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于 存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进 。要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，促进房地产市场平稳健康发展。
2024/6/12	央行	在相关会议上指出：1) 借鉴前期试点经验，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存 ；2) 加强制度保障和内外外部监督，坚持自愿参与、以需定购、合理定价，确保商业可持续，严格避免新增地方隐性债务，切实防范道德风险。
2024/6/20	住建部	召开保障性住房工作视频会议表示， 各地要推动县级以上城市有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作 。
2024/6/25	住建部	联合金监局召开保交房政策培训视频会议：1) 保交房工作是贯彻落实中央决策部署的重要举措，是当前促进房地产市场平稳健康发展的首要任务；2) 要统筹协调保交房工作 ，建立国家、省、市三级专班联动机制；3) 更好满足城市房地产项目的合理融资需求；4) 加强“白名单”的审核把关。
2024/6/28	央行	货币政策委员会表示：1) 要加大已出台货币政策实施力度，推动金融政策措施落地见效。2) 推动保障性住房再贷款工具落地生效 ，加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

根据过往周期经验，地产政策大幅放松后 5-8 个月，基本面拐点会出现，我们认为

下半年要重视拐点的观察和研究。将 2008-2021 年的 25 个主要地产政策节点分类，根据经验对政策力度进行打分，放松力度最大为 4 分，如全国大规模棚改货币化、全国范围的限购放松、首付比例大幅下降、二套房认定标准改为认贷不认房等。2008 年在政策全面放松后 5 个月，商品房销售面积单月同比由负转正。2014 年则是政策全面放松 7 个月 after 商品房销售面积单月同比由负转正。本轮周期考虑到居民收入预期的下降，政策起效时间可能更长。

图8：地产政策放松与销售量价的关系



周期	时间	序号	方向	政策内容
2008-2009 大放松	2008-10-31	1	放松	房贷利率和首付比例下降，首提二套改善性住房优惠，购房环节税收减免
	2008-11-30	2	放松	四万亿投资计划，保障性住房投向的预算约4000亿元。11月27日迎来此阶段最大幅度降息：1年期存款和贷款基准利率均下降108bp。
	2008-12-31	3	放松	明确二套改善住房定义，实际效果为降低二套房首付比例和房贷利率；加大购房信贷支持；支持房企融资，拓宽融资渠道。
2009-2011 大收紧	2009-06-30	4	收紧	收紧“二套房贷”认定标准，政策转向。
	2010-04-17	5	收紧	“国十条”出台，坚决遏制房价过快上涨，二套首付比例提高，要求地方政府限购。
	2010-09-29	6	收紧	差别化信贷政策，首套二套首付比例上调，三套以上停贷。
	2011-01-01	7	收紧	上海重庆宣布房产税试点。
	2011-07-12	8	收紧	二三线城市限购政策跟进。
2012小放松	2012-01-01	9	放松	2012年部分地方政府尝试微调地产政策放松，但涉及限购限贷的大多被紧急叫停。
2013小收紧	2013-03-01	10	收紧	出售住宅，个人所得税严格按转让所得20%计征，2013年末少部分城市收紧限购限贷。
	2014-03-05	11	放松	政府工作会议提出“分类指导、分布实施、分级负责，针对不同城市情况分类调控。”
2014-2016 大放松	2014-04-25	12	放松	两次定向降准，部分城市限购开始放松，截至2014年末，大部分二三线城市限购均已放松。
	2014-07-01	13	放松	国开行获3年期1万亿PSL支持棚户区改造。全国住房城乡建设工作会议提到“千方百计消化库存”。
	2014-09-30	14	放松	降低商贷的首套房贷款利率（0.7倍）和最低首付比例（30%）；限贷放松：二套房认定标准由“认房又认贷”变为“认贷不认房”；支持房地产开发商合理融资需求。
	2015-06-30	15	放松	积极推进棚改货币化，央行为国开行提供PSL作为重要资金来源。
	2016-02-01	16	放松	在不“限购”城市中商贷的首套房最低首付比例最低降至20%；商贷的二套房首付比例降至30%。购房交易环节契税营业税优惠。
2016-2018 大收紧	2016-09-01	17	收紧	20多个一二线城市密集出台调控政策，重启限购限贷，限价政策开始逐步在一二线核心城市出现。
	2016-12-16	18	收紧	9月开始多地加强限购政策；12月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”。楼市宽松正式结束。
	2017-03-17	19	收紧	北京开始执行认房又认贷，多地跟进。银监会“严格管控各类资金违规流入市场”。限售政策开始出现。
	2018-02-01	20	收紧	临近一行三会换届，银监会和保监会均出台监管政策收紧房地产融资，2018年4月“资管新规”出台。
2018小放松	2018-03-01	21	放松	兰州、南京等9个城市短暂变宽松绑楼市调控。
	2018-12-08	22	放松	中央政治局提出“因城施策，分类指导”，部分城市限购限售政策开始松动
2019小收紧	2019-04-19	23	收紧	政治局会议指出一季度经济好于预期，开始结构性去杠杆。房地产首当其冲。
2020小放松	2020-01-31	24	放松	新冠疫情爆发，央行等5部门发文出台纾困政策。
	2020-06-01	25	放松	疫情后货币宽松叠加阶段性对房企的政策放松，迎来了小周期回暖阶段
2020-2021 大收紧	2020-08-30	26	收紧	住建部召开重点房企座谈会，“三道红线”政策出台。
	2021-02-24	27	收紧	年初银行“两个集中度”落地，2月22个一二线城市实行集中供地政策。
	2021-07-22	28	收紧	住建部等8部门联合发文长期整治房地产市场秩序。

数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

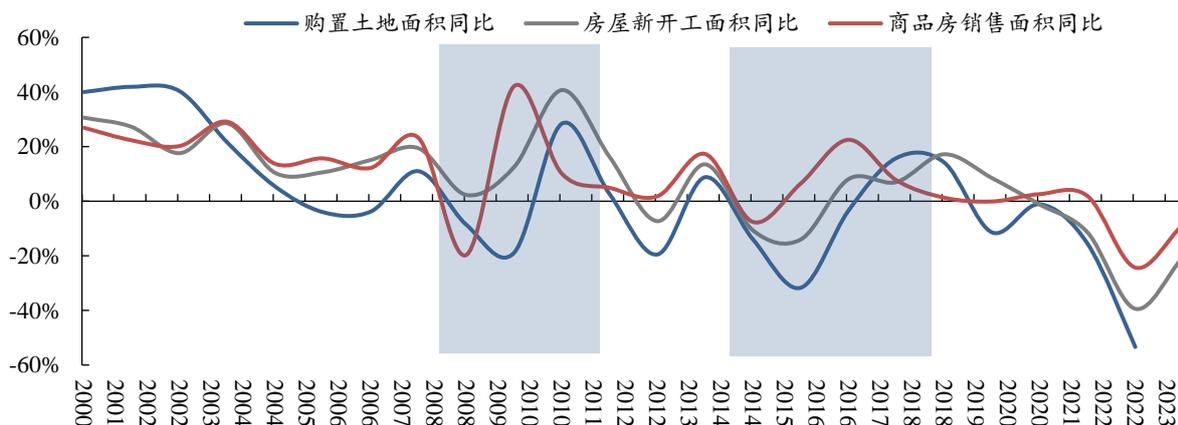
2. 最领先的地产指标是什么？

从住宅建造流程(拿地—新开工—销售—竣工)看,拿地数据应该是最领先的指标。但我们分析历史数据发现,在2020年即疫情前,销售数据领先于拿地数据和新开工数据,疫情后三者变化趋势几乎一致。考虑原因为地产开发商大多采用“以销定产”的投拓战略,而近年来开发商对市场的跟踪愈发紧密,决策和周转时间都显著缩短。销售指标方面,销售面积同比拐点领先房价4-9个月,且从高位回落的领先时间长于从低位回升的领先时间。因此最领先的指标为销售面积,当销售面积的同比出现拐点以后,房价、拿地、新开工等数据的拐点均会陆续出现。

2.1. 拿地、新开工、新房销售之间的关联性

从年度同比数据上看,2008年和2014年两轮地产大周期中,新房销售领先于拿地和开工,其余时间三者基本同步变化。

图9: 2008年和2014年两轮周期中,新房销售同比变化领先于拿地和开工



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

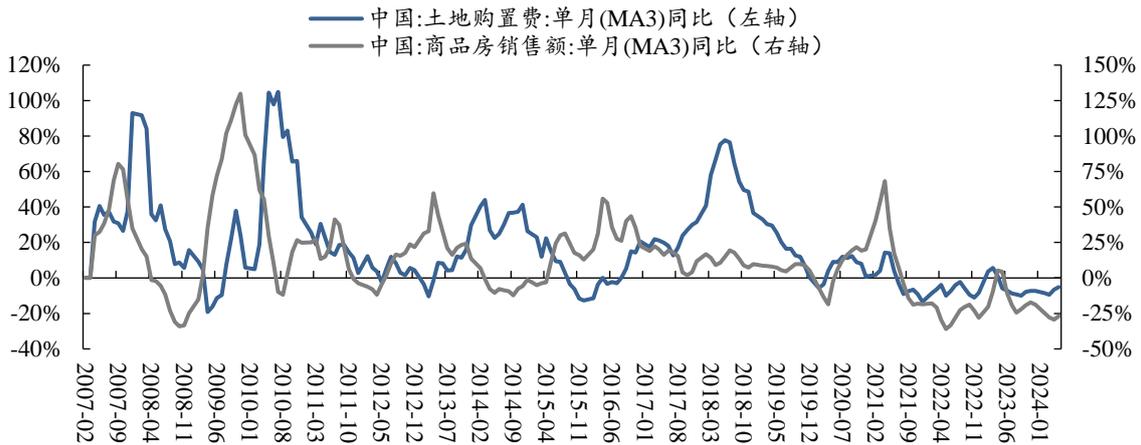
从更高频的月度同比数据上看,在2020年即疫情前,销售同比数据从底部修复的拐点领先于拿地同比数据1-5个月,领先新开工数据3-7个月;疫情后三者变化趋势几乎一致。

为了平滑数据,我们做了移动平均3个月的处理。结果显示:2020年之前的三轮修复周期中,商品房销售面积同比增速的拐点分别出现在2008年10月(领先土地购置面积5个月,领先新开工面积7个月)、2012年4月(领先土地购置面积1个月,领先新开工面积3个月)、2014年9月(领先土地购置面积5个月,领先新开工面积5个月)。销售处于领先位置的核心原因是房地产开发商受制于高杠杆的特性,往往采用“以销定

产”的投拓策略，即在销售情况良好的时候加大投资，在销售情况恶化的时候减少投资，从而保障现金流的安全。

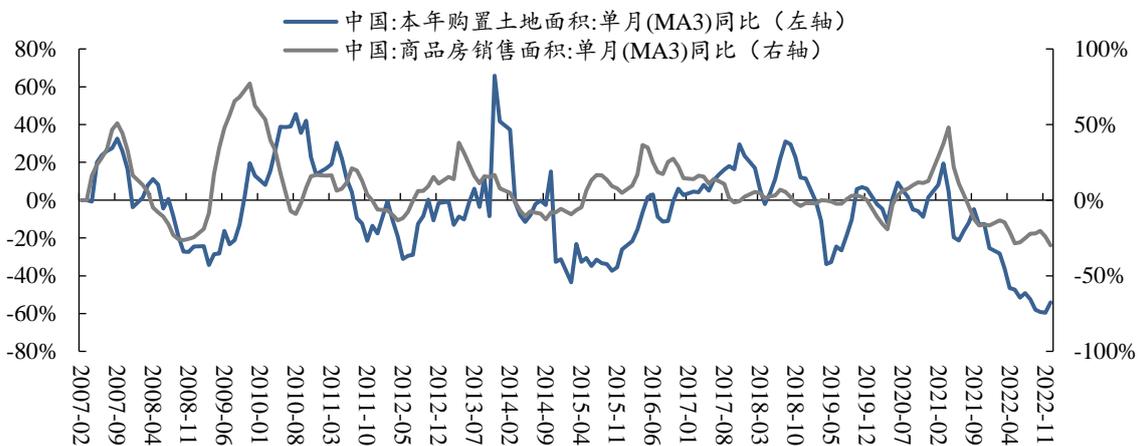
2020年即疫情后，拿地、新开工和销售数据的同比变化基本一致，核心因素在于房价和地价的差额缩小，利润空间被压缩，地产开发商加快周转速度并密切跟踪销售市场，从销售到投拓的决策时间缩短，从拿地到开工的时间也相应缩短。

图10: 2007年至今土地购置费和商品房销售额单月同比的变化关系



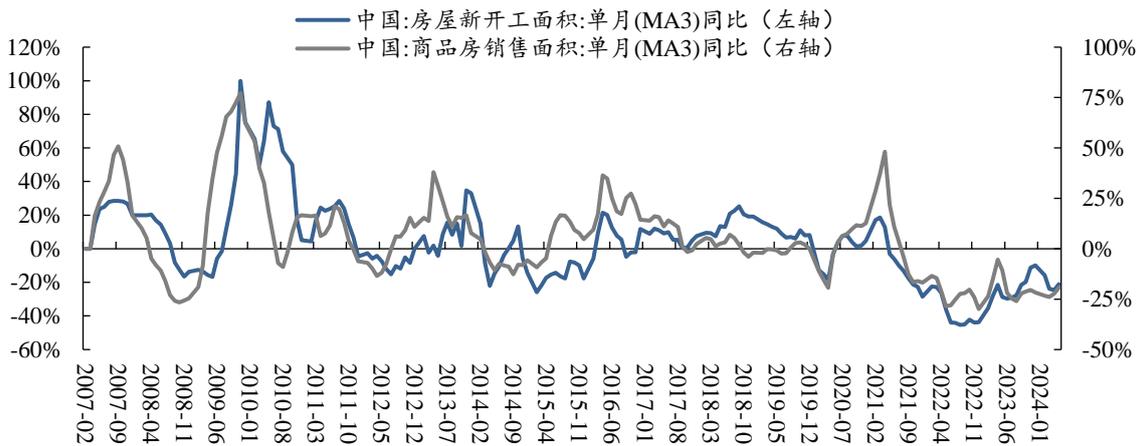
数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图11: 2007-2022年土地购置面积和商品房销售面积单月同比的变化关系



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图12: 2007年至今新开工面积和商品房销售额单月同比的变化关系



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 销售面积与房价的关联性

在确定销售领先于拿地和新开工指标后,我们研究发现销售面积变化正常情况下领先于房价变化,但近年来疫情的影响削弱了两者之间的关联度。

2021年之前,住宅新房销售面积同比拐点领先房价4-9个月,且从高位回落的领先时间长于从低位回升的领先时间。2021年后受疫情影响,两者同比增速的关联度降低。回顾2011年至今两者同比增速的变化情况,可以发现三轮修复周期中,住宅新房销售面积同比增速的拐点分别出现在2012年2月(领先房价4个月)、2015年2月(领先房价2个月)、2017年10月(领先房价6个月);而在三轮衰退周期中,住宅新房销售面积同比增速的拐点分别出现在2013年2月(领先房价9个月)、2016年4月(领先房价8个月)、2021年2月(领先房价2个月)。2021年后,受疫情影响,同比数据出现一些异常情况:地产销售面积本身具有季节性,而疫情的出现对这种季节性变化规律产生干扰,销售面积和房价的相关性减弱,但二者的同比增速几乎始终为负。

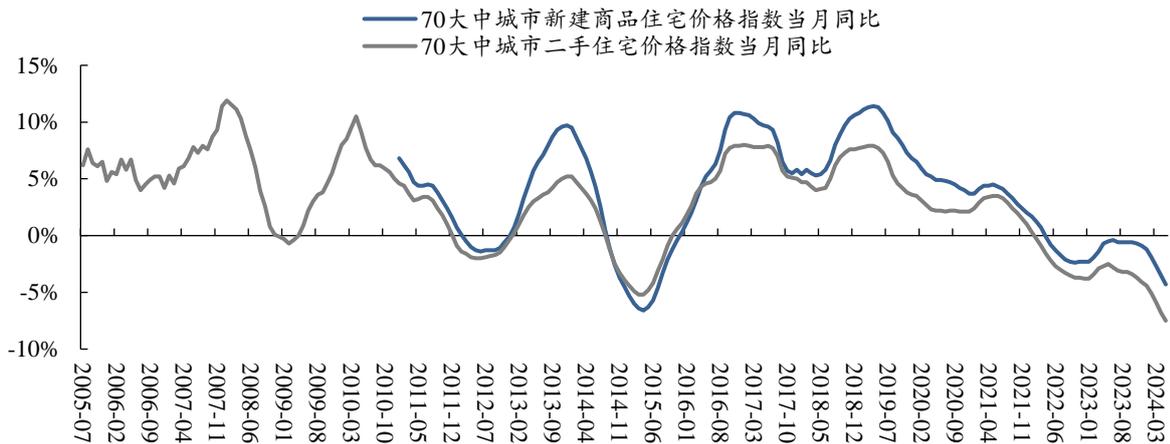
图13: 2011年至今商品住宅销售面积和70城新房价格指数单月同比的变化关系



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

新房和二手房价格指数单月同比变化的拐点基本保持一致。但在变化幅度上，2018年之前新房价格指数的变化幅度高于二手房，2018年之后新房价格指数的变化幅度小于二手房。考虑原因为2018年之前我国房地产销售市场还是以新房为主，供需矛盾更多体现在新房板块；2018年之后一方面新房限价政策限制其涨跌幅，另一方面我国逐步进入存量市场，供需矛盾更多体现在二手房板块。

图14: 2005年至今70城新房和二手房价格指数单月同比的变化关系



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

3. 还有哪些高频指标可以判断地产拐点?

考虑到疫情影响下，销售面积和房价之间的关联度降低，且本轮周期的放松政策属于“小步快跑”的节奏，政策起效时间和不同指标间的逻辑传导时间都可能较历史经验更长。因此我们试图寻找更多高频指标判断地产拐点。我们选取了4个宏观指标和4个微观指标，结果如下图所示：

图15: 判断地产拐点的高频指标一览

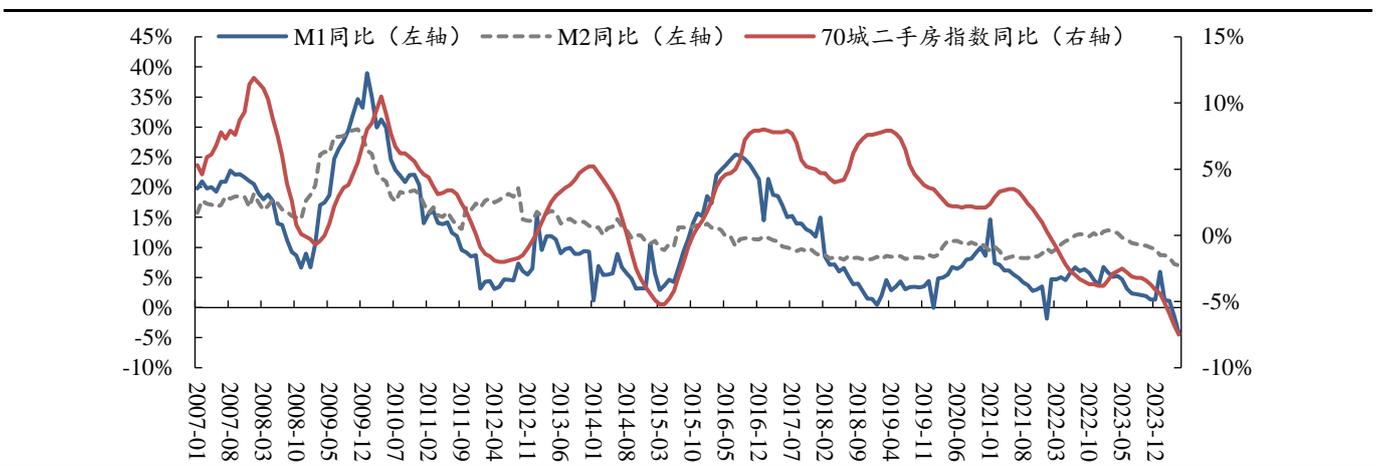


数据来源: 东吴证券研究所绘制

3.1. 宏观指标: M1 和居民信贷

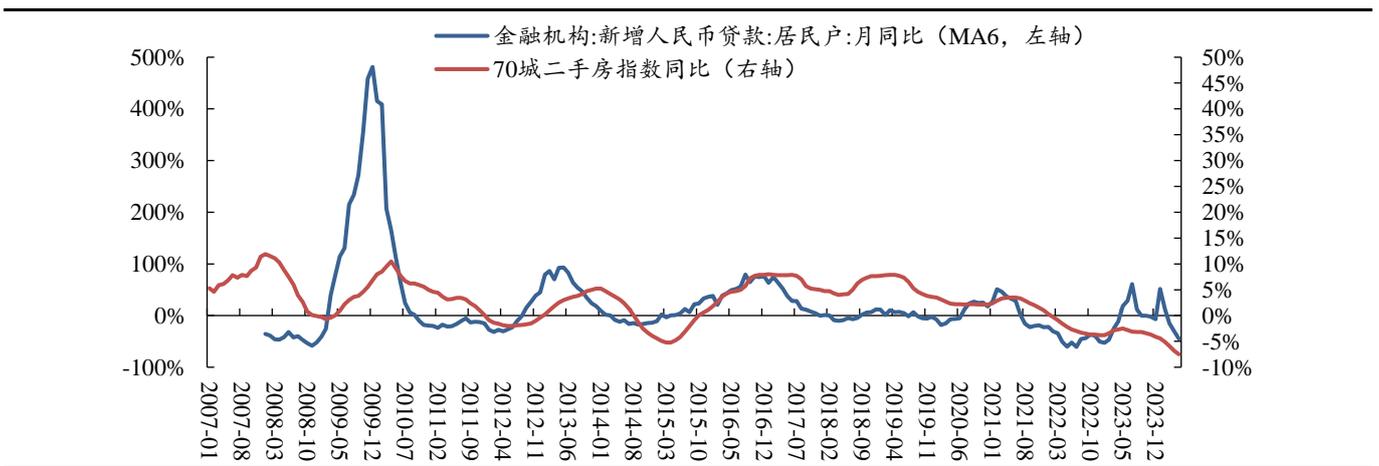
M1 和居民信贷是房价的领先指标。数据显示, 2007 年以来, 每次 M1/居民部门新增贷款同比显著抬升 2-3 个月, 房价指数同比也会提升, 两者变化趋势高度一致。究其原因, 是因为居民购房往往需要向银行申请房贷, 住宅销售是房地产开发商存款的重要来源, 而企业存款与 M1 密切相关。所以地产销量景气度和这两个指标高度相关, 而房价变化滞后于销量变化, 因此货币周期领先于房价周期。

图16: M1、M2 和房价同比的变化关系



数据来源: wind, 央行, 东吴证券研究所

图17: 居民部门新增贷款 (MA6) 同比和房价同比的变化关系

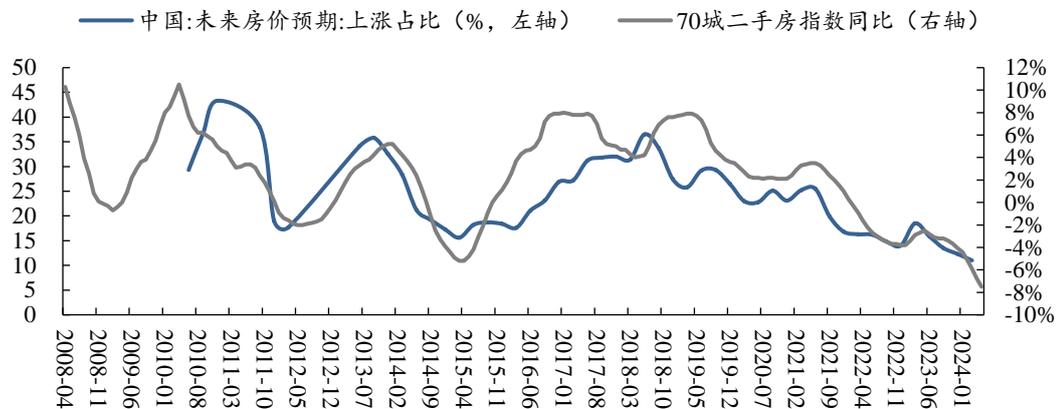


数据来源: wind, 央行, 东吴证券研究所

3.2. 宏观指标：收入信心和房价上涨预期

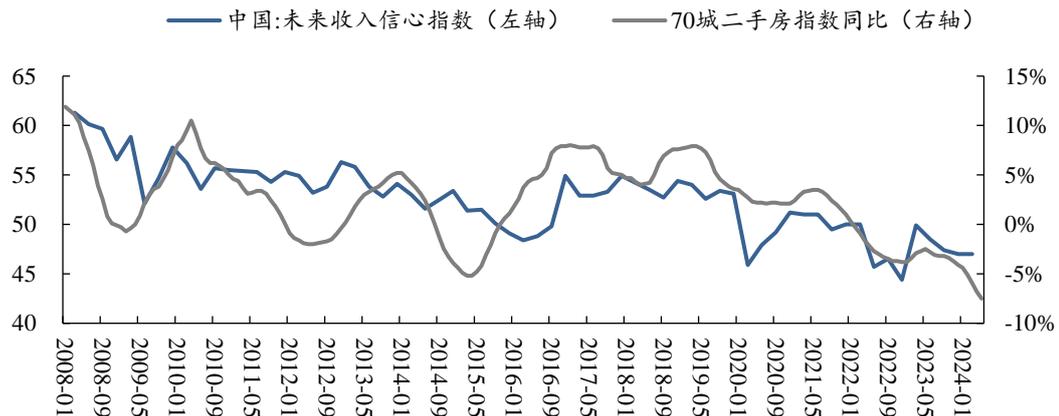
房价上涨预期指标和收入信心指标与房价互为因果，变化趋势较为一致。可以发现2010年-2011年和2015年-2017年，房价上涨预期指标滞后于房价；2011年-2013年和2018年-2020年，房价上涨预期指标领先于房价；2020年之后两者变化趋势较为一致。而居民未来收入信心指数和房价的相关性相对较弱，仅大趋势上保持一致。这两个指标没有明显领先房价的原因为：当居民对收入的信心和对房价的增长预期恢复时，往往会带动房地产的销售，而地产销售的提高又会增强预期，两者互为因果，也可以理解为预期的自我加强和实现。因此变化趋势较为一致。

图18：房价预期上涨占比和房价同比的变化关系



数据来源：wind，东吴证券研究所

图19：未来收入信心指数和房价同比的变化关系

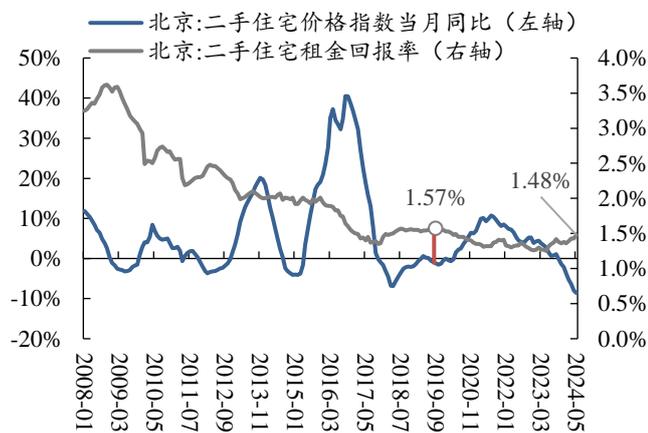


数据来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 微观指标：二手房的租金回报率

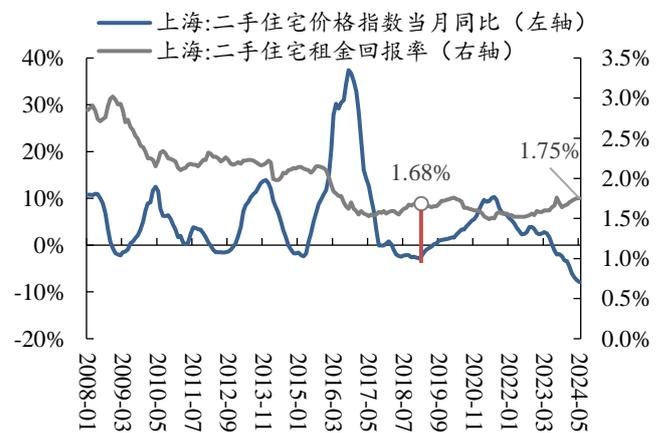
随着房价下跌，二手房租金回报率不断升高，购买不动产作为大类资产配置性价比逐渐提升。当前一线城市租金回报率已经回到 2019 年水平。考虑到近年来货币周期和地产周期波动相关性有所减弱，如果从房产的租金回报率入手研究，理论上当租售比随着房价下跌提升至一定水平时，购买不动产作为大类资产配置性价比逐渐提升，将可能带动销售量价的回暖。我们选取北上广深 4 个一线城市进行研究。北京/上海/广州/深圳普遍在 2019 年二手房价同比下跌，当租金回报率提升至 1.57%/1.68%/1.63%/1.62% 时，房价下跌的速度开始放缓，随后进入复苏通道。截至 2024 年 5 月，北京/上海/广州/深圳的租金回报率分别为 1.48%/1.75%/1.68%/1.64%，除北京外，其余三座一线城市均已超过 2019 年的高点租金回报率水平，若后续房价继续下跌带动投资回报率不断升高，房价拐点有可能出现。

图20：北京二手房价同比和二手房租售比的关系



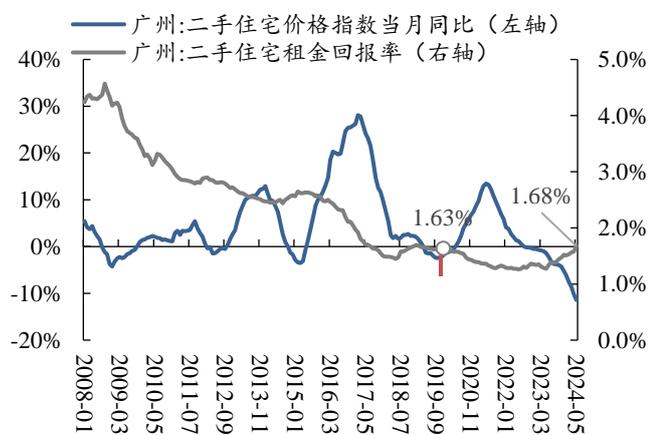
数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

图21：上海二手房价同比和二手房租售比的关系



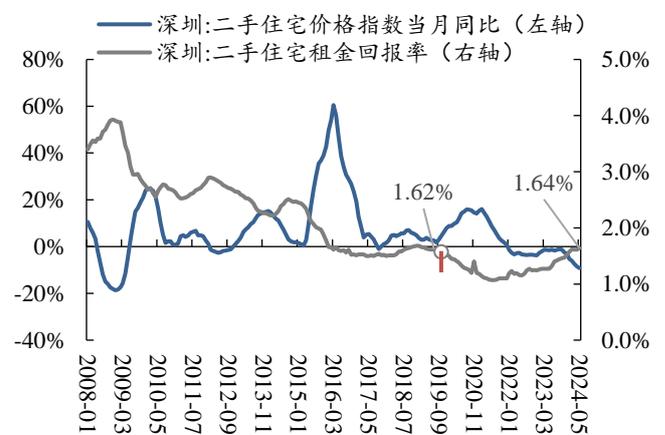
数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

图22：广州二手房价同比和二手房租售比的关系



数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

图23：深圳二手房价同比和二手房租售比的关系

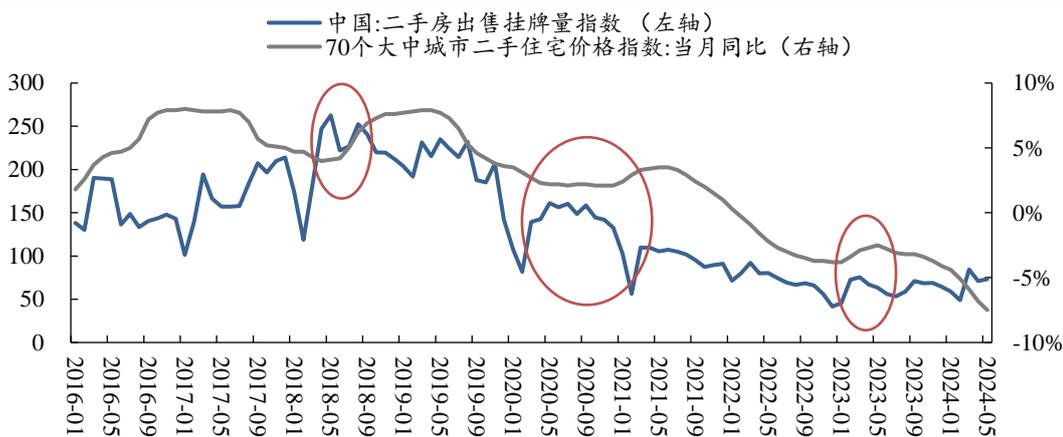


数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

3.4. 微观指标：二手房挂牌量

二手房挂牌量增速放缓甚至下降是地产市场出现拐点的必要不充分条件。理论上，当二手房挂牌量增速放缓甚至开始下降时，往往意味着价格的止跌企稳和销售量的温和复苏，供需关系重新恢复平衡。观察历史周期中二手房价指数同比增长的时间段，往往伴随着挂牌量指数迅速上涨后的放缓或下降，但挂牌量指数迅速上涨后的放缓或下降并不一定带来二手房价的同比增长。

图24：中国二手房挂牌量指数和二手房价指数同比的变化关系

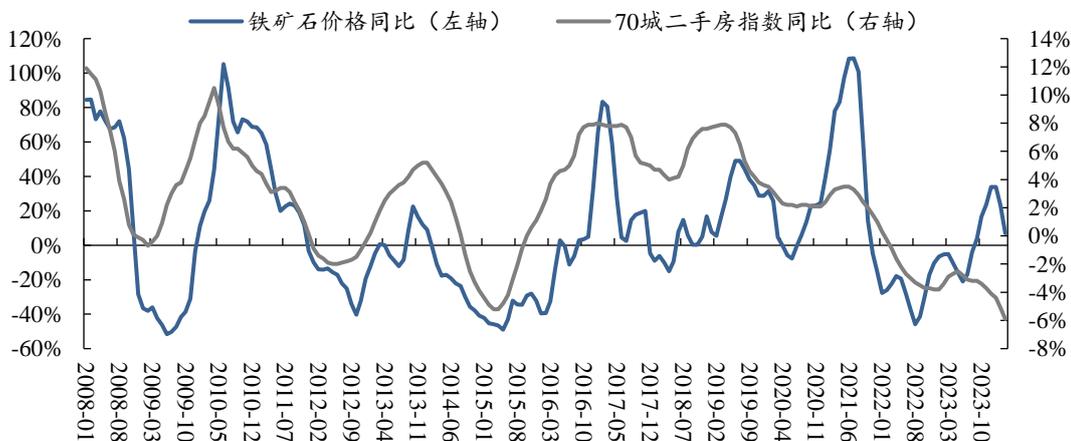


数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

3.5. 其他微观指标：水泥和铁矿石价格

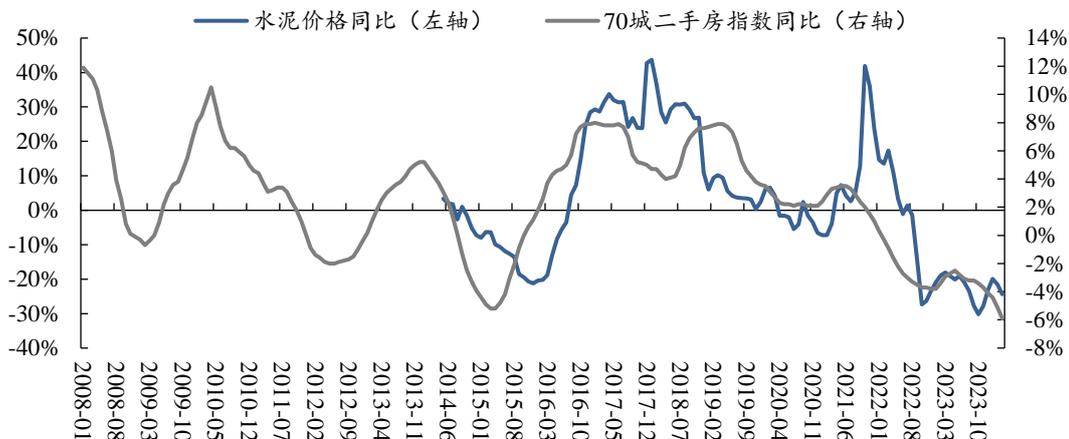
水泥和铁矿石价格波动滞后于房价，可作为辅助验证拐点的指标。除上述指标外，我们还可以通过观察建材价格的波动趋势，但由于中国地产的预售制度，施工往往滞后于销售，因此建材价格的波动往往也略为滞后于房价，可以作为拐点判断的辅助参考指标。

图25：铁矿石价格和房价同比的变化关系



数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

图26: 水泥价格和房价同比的变化关系



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

4. 结论和投资建议

截至目前, 和美国/日本同一阶段相比, 我国地产核心指标呈现过度调整的姿态。2024年4月30日来, 地产政策转向“去库存”, 且力度空前。根据过往周期经验, 地产政策大幅放松后5-8个月, 基本面拐点会出现, 我们认为下半年一定要重视拐点的观察和研究。

分析历史数据发现, 最领先的地产指标为销售面积, 当销售面积的同比出现拐点以后, 房价、拿地、新开工等数据的拐点均会陆续出现。考虑到疫情影响下, 销售面积和房价之间的关联度降低, 且本轮周期的放松政策属于“小步快跑”的节奏, 政策起效时间和不同指标间的逻辑传导时间都可能较历史经验更长。因此我们试图寻找更多高频指标判断地产拐点。宏观指标中: (1) M1和居民信贷是房价的领先指标; (2) 房价上涨预期指标和收入信心指标与房价互为因果, 变化趋势较为一致。微观指标中: (1) 二手房租金回报率不断升高, 购买不动产作为大类资产配置性价比逐渐提升; (2) 二手房挂牌量增速放缓甚至下降是地产市场出现拐点的必要不充分条件; (3) 水泥和铁矿石价格波动滞后于房价, 可作为辅助验证拐点的指标。

在此时点, 我们建议从以下几个方向来选择标的: 1) 维持一定投资强度从而在市场恢复中获得更大弹性的标的, 推荐: 招商蛇口、滨江集团、越秀地产、保利发展, 建议关注: 绿城中国; 2) 拥有充沛优质持有型物业资产、现金流有望边际改善的房企, 推荐: 华润置地, 建议关注: 龙湖集团; 3) 中介公司: 推荐贝壳。

5. 风险提示

(1) 地产政策后续落地进度不及预期: 若政策效果不及预期, 地产销售拐点出现的时间将会延后;

(2) 行业下行持续, 居民收入信心不断降低: 若居民收入信心持续降低, 销售可能持续恶化, 刚性和改善性需求均有进一步减少的可能;

(3) 行业信用风险持续蔓延, 流动性恶化超预期: 若信用风险加剧, 部分开发商流动性恶化超预期, 可能导致收储政策推进阻力加大。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>