

宏观

证券研究报告

2022年03月01日

房地产放松的大河与小溪

中国房地产市场的压力，主要集中在三四线城市，主要问题是需求不足，库存压力较大。因此现在的房地产政策放松，也主要集中在三四线城市，限购的一二线城市还没有松动首付比例和限购限价条件的迹象。

一二线城市的房地产问题是供给不足。在供应稀缺，居民购买力相对充裕的情况下，一旦放松一线和强二线的限购限贷，房价可能出现较快上涨。因此一二线限购城市自下而上主动放松的意愿不强。

当前房市需求的下行压力可能是前所未有的，更低的人口周期、更大的城市差距，叠加了更弱的涨价预期。在这种情况下，仅凭三四线城市自行松绑，调控松绑的效应远不如 2008 年、2014 年。

三四线城市的放松政策可能起不到作用，也可能像涓涓细流汇聚成河，积累了足够多的能量后量变引起质变，激发出低能级城市的潜在需求。但放松一二线城市的政策成本像一条跨不过的大河，趟过这条大河，需要自上而下的政策推动，前提可能是出现更大的经济压力，这个关键的转变，对于今年的宽信用、稳增长，乃至股市风格、利率走向，都是重要的胜负手。

风险提示：房地产政策放松力度超预期；出口景气度下滑超预期；国际政治形势变化超预期

作者

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

相关报告

- 1 《宏观报告：A 股 ESG 评价体系的比较、现状与问题（天风宏观+ESG）》
2022-02-26
- 2 《宏观报告：宏观-今年货币和利率的关键路标》 2022-02-25
- 3 《宏观报告：原油展望及对通胀的影响 - 原油展望及对通胀的影响》
2022-02-23

今年以来的房地产放松，有些研究与 2008、2014、2018 年作对比，但这种对比可能没有太大价值。

中国房地产市场的压力，主要集中在三四线城市。根据 2018 年数据（2019 年起停更），三四线城市的房地产销售面积占全国 71%，销售额占比 56%，开发投资额占比 55%，房地产开工面积占比 70%，施工面积占比 66%。

三四线城市的房地产问题，是需求不足。当前三四线地区的房地产市场接近需求塌方，以农历为准，2 月 1-27 日 30 城商品房成交面积较 21 年同期下滑 38.8%，较 19 年下滑 20.5%；其中一线城市较 21 年下滑 24.2%，二线城市较 21 年下滑 38.7%，**三线城市较 21 年下滑 54.6%，较 19 年下滑 53.7%**。考虑到 30 城的样本多为一二线城市，广大三四线城市的压力料将更大。

三四线城市在需求不足的状态下，库存压力较大。根据克尔瑞研究的数据，百城广义库存一半以上积压在三四线城市，三四线的狭义库存、去化周期同比涨幅属不同能级之首，显著超百城平均。一些基本面缺乏支撑且购买力严重不足的三四线城市，诸如防城港、梅州、连江、宝鸡、北海等，基本都是人口净流出城市，目前商品住宅消化周期均在 40 个月以上。另一方面，由于需求不足，房企资金回笼能力大幅下滑，经营风险进一步上升，针对并购贷、预售资金监管等供给侧放松政策的效果也将被显著削弱。

因此现在的房地产政策放松，也主要集中在三四线城市。据财新报道，1 月中旬至今，先是广西北海、四川自贡、湖南株洲、福建福州、广西南宁、山西晋中下调了二套房公积金首付比例（50%-60%降低至 20%-40%），随后山东菏泽、重庆、江西赣州、河南驻马店、安徽、江苏南通等地区陆续降低了商贷首付比例，广州等地下调了房贷利率。但是限购的一二线城市，目前还没有松动首付比例和限购限价条件的迹象。

当前房市需求的下行压力可能是前所未有的，更低的人口周期、更大的城市差距，叠加了更弱的涨价预期。现阶段的房价相比 2008、2014 年翻了几番，但是在过去几年棚改货币化和居民加杠杆的大潮之后，刚性购房需求和回乡置业需求已经大幅透支。购房者对于“房价永远上涨”的心理预期也发生长期改变，在“买涨不买跌”的心理下，一部分刚需和改善需求转为了观望。

在这种情况下，仅凭三四线城市自行松绑，调控松绑的效应远不如 2008 年、2014 年。根据克尔瑞研究的数据，百强房企 2 月销售同比降低 47.2%，前值降低 39.6%，景气度进一步下降。中国房地产市场还没有经历过一个完整的历史周期，如果当前正处在大拐点上，那简单回顾历史是没用的。长期预期变了，需要的政策力度自然不同。

2008 年金融危机后以及 2014 年全国房地产去库存时期，下调首付比例的手段都曾密集出现，当时从自上而下推动，随后从一线城市开始，楼市出现各能级城市房价轮动上涨态势。考虑到当前的主要问题是三四线需求塌方，只放松三四线城市的居民房贷额度基本无效，关键是要通过放松限购限贷来激发需求，需要放松一线和强二线限购城市，带来旗帜效应。另外，预售资金监管、并购等政策放松也有一定帮助，但需求侧企稳是供给侧放松政策生效的前置条件。

三四线城市的房地产问题是需求不足，而一二线城市的房地产问题是供给不足。虽然一线城市销售同样下滑，但狭义去化周期仍然仅有 11 个月，其中北京、广州去化周期超 1 年，上海、深圳则低于 10 个月，上海去化周期“一降再降”，已由 5.75 个月降至 5.35 个月，显著低于去年同期。在供应稀缺，居民购买力相对充裕的情况下，一旦放松一线和强二线的限购限贷，房价可能出现较快上涨。

通过价格和成交的外溢，有可能盘活一线和强二线周边的三四线城市的房地产销售，从而缓解当前房地产市场硬着陆的压力。但一二线城市的房价上涨往往具有标志意义，这也面临最高的政策成本。因此对于库存压力较小的一二线限购城市，自下而上主动放松地产政策的意愿不强。如能放松，更可能是自上而下的推动，并配合房地产税试点改革的制度设计来抑制房价的上涨预期，但国家层面目前仍未针对调控松绑释放明确信号。

当前越来越多的城市开始因城施策地放松房地产，是需求不足、库存积压、土地财政压力下的应激反应，在房价长期预期和房地产需求发生变化的情况下，这些放松政策可能起不到作用，也可能像涓涓细流汇聚成河，积累了足够多的能量后量变引起质变，激发出这些低能级城市的潜在需求。但是自下而上的放松到了一二线限购城市也就止步不前了，政策成本像一条跨不过的大河，横在房地产放松的前面。

趟过这条大河，需要自上而下的政策推动，前提可能是出现更大的经济压力，比如出口回落的催化，可能也需要房地产税试点改革的配合。这个关键的转变，对于今年的宽信用、稳增长，乃至股市风格、利率走向，都是重要的胜负手。

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
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38946

