



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

春节期间，人流快速达峰，消费也随之修复，然而当时地产高频数据反馈返乡置业潮并未如期到来，市场将此信号解读为本轮地产修复偏慢。

最新高频数据显示，春节过后新房和二手房的销售热度持续回温。毫无疑问，春节过后地产销售反弹节奏之快，反弹时间之早，超越市场之前预期。

过去两年，中国地产进入下行态势，行业低迷持续近两年。更为重要的是，过去一年多时间，地产政策逐一松绑，不少地区地产政策放松力度空前，然而相当长一段时间内地产销售相对平淡。

好不容易去年年中部分高能级城市地产销售迎来小幅反弹，正当市场满心期待地产修复之时，7月郑州事件之后地产掉头向下，行业再陷低迷。

面对今年开春之后初显回暖迹象的地产销售数据，也难怪市场充满疑虑，本轮地产热度持续性能有多久？

➤ 基于高频数据观察，以及历史经验回溯，我们给出四点回应

第一，历史经验表明，除非外力干扰，地产一旦起势，很难自发改变方向。

第二，本轮地产修复持续性可能强于市场预期。

第三，本轮地产的修复节奏路径或为，高能级城市一手房>高能级城市二手房>低能级城市二手房>低能级城市一手房。

第四，当前地产修复所处阶段为高能级城市一手房、高能级及中低能级城市二手房交易热度快速攀升，下一阶段值得跟踪的关键指标是高能级二手房是否出现涨价。

➤ 节后地产快速反弹背后有两点原因，前期积压的刚改需求集中释放，叠加前期政策放松的红利显现。

如果说年后三周时间，长三角等沿海高能级地区地产销售反弹，更多起因在于疫情期间积压刚改需求释放；

那么最新高频数据上反馈出来的信息是，低线城市地产销售数据反弹有所加快，或缘起低能级城市多维刺激需求政策。

去年至今，地产因城施策一直在放松的路上，今年初不少城市再度加码政策放松。

今年1月17日，住建部下调首套住房公积金贷款利率，此后各地政府纷纷下调首套房贷利率。有15个城市在今年1月首次下调首套房贷利率下限。

相关研究

- 1.政策研究系列（三）：十年回顾：两会中的政府工作报告-2023/02/28
- 2.宏观专题研究：应对提前还贷，治标不如治本-2023/02/27
- 3.2022年四季度货币政策执行报告点评：货政执行报告只是看似平淡-2023/02/26
- 4.全球大类资产跟踪周报：东风压倒西风-2023/02/25
- 5.超额流动性系列研究（五）：以史鉴今，超额储蓄推涨哪类资产？-2023/02/22

据贝壳研究院监测，2月百城首套主流利率再创2019年以来新低，23城市首套房贷利率下降，首套利率低于房贷利率下限（4.1%）的城市增加至34城市。从利率同比下调幅度看，三四线城市房贷利率同比降幅最大，首二套利率同比降幅分别为150BP和91BP。

除利率变化外，三四线城市还出台了多重政策组合，例如购房补贴，放宽贷款年限，放松限售等。

➤ **回溯历史我们发现，地产一旦形成趋势，除非出现外生冲击，否则地产很难自发转向。**

中国的地产周期实质上是政策周期。

回溯过往历史商品房销售数据，我们发现2005年以来，中国共经历五轮地产周期。每一轮地产跌宕起伏，背后都有政策调控的影子。换言之，政策松紧决定了房地产周期的开始与终结。

近年稍显复杂，疫情以及郑州事件等非政策事件也会影响地产表现。例如去年年中高能级地产销售结束一个季度左右的回暖，再度步入下行通道，直接原因在于郑州事件扰动，深层次原因在于三季度以后全国各地疫情再度扩散。

考虑到这一点，我们清晰发现这样一个事实，地产一旦形成趋势，除非遇到政策压制或疫情扰动等外部干扰，否则地产趋势不会轻易转向。

即，当前地产交易热度未来极有可能持续一段时间。

➤ **我们认为，本轮地产修复或将延续如下路径（按修复节奏顺序）：高能级城市一手房>高能级城市二手房>低能级城市二手房>低能级城市一手房。**

之所以做出这样的推断，主要考虑本轮地产修复的需求原动力与2022年积累的超额储蓄密切相关。

从地域上看，本轮超额居民超额储蓄的累积，东部地区贡献约6成比例，中部地区和西部地区各贡献约两成。这意味着若私人部门风险偏好得到提振，本轮地产回升节奏仍将首先出现在东部沿海地区，而后辐射到中西部低能级城市。

此外还有三点原因导致本轮地产回暖，先从高能级一手房开始。

第一，中国当前一线以及核心二线城市新房和二手房存在价差，而且高能级城市新房出现停工项目的比例极低，持有超额储蓄的高能级城市购房需求，更有动力涌向新房。

第二，本轮地产因城施策放松范围较广，但高能级刚需需求能够吃到的政策红利最大。

第三，高能级城市享受人口流入，长期来看地产仍有涨价预期。

这也是为什么我们观察到今年春节过后，高能级城市新房交易热度快速回升。

高能级城市刚需需求推升新房交易之时，相关客群还在二手房市场卖出首套房，所以这个时候我们看到高能级城市一手房交易热度起来，同时二手房交易热度也在攀升，但二手房价格并未显著抬升。

直到高能级新房需求大于供给之时，剩余需求才会回流高能级城市的二手房市场，届时二手房市场可能会出现量价齐升。

本轮地产下行直接原因在于压降房企高杠杆，客观上当前地产最大的“有毒资

产”其实是低能级城市停工项目。因此本轮地产修复进程中，低能级城市一手房最不容易改善，同时改善节奏也是最慢的。

➤ **顺延上述路径观察，当前市场或已进入到第二阶段，即二手房成交止跌放量，本轮地产回暖持续性难被证伪。**

当前九大代表城市二手房日度成交数据已触及 2021 年历史同期水平。数据样本中，我们选取了金华、衢州、以及江门等二三线城市二手房成交价进行跟踪，整体也已经出现了止跌企稳信号。

这在一定程度上或指向，在前期积压的刚改需求释放后，本轮地产修复内生动能和持续性或远超市场预期。

➤ **房价企稳信号对大类资产定价意义重大**

我们仍需警惕，本轮地产周期不同于以往，从销售企稳到新开工投资改善需要更长时滞。但房价企稳的信号显然超过房地产行业企稳本身。

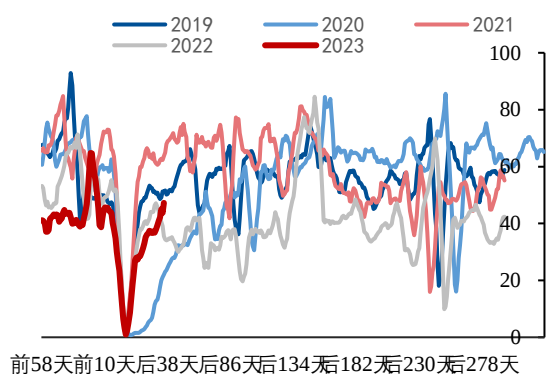
作为宏观经济的一个信号指标，地产价格企稳意味着金融资产负债表企稳，意味着经济从上一轮衰退中走出来，意味着复苏的真正开始。

正因如此，地产价格企稳对宏观的意义，远不止于地产投资起来多少，实体经济能达到多少。地产价格企稳更大的意义在于宏观金融资产负债表修复，它深刻决定资产定价方向。只要复苏信号被确认，那么股票表现将优于债券。

在居民存款增速触及十年新高背景下，资产价格变动的幅度对于实体复苏强度反应会相对脱敏，我们仍然强调一旦经济处于复苏态势，私人部门投融资信心修复，超额储蓄将会成为资产定价的幅度解释变量。

➤ **风险提示：地产销售数据不及预期，货币政策超预期。**

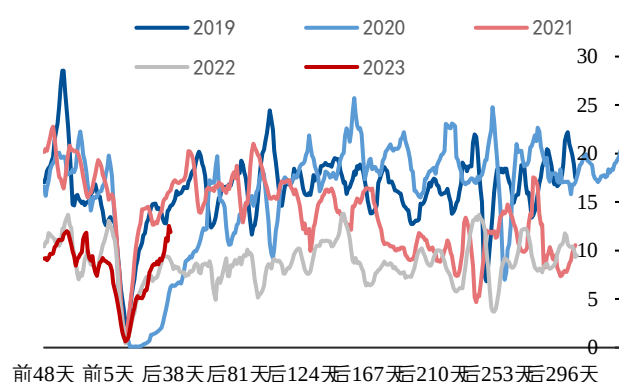
图 1：30 城房地产成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

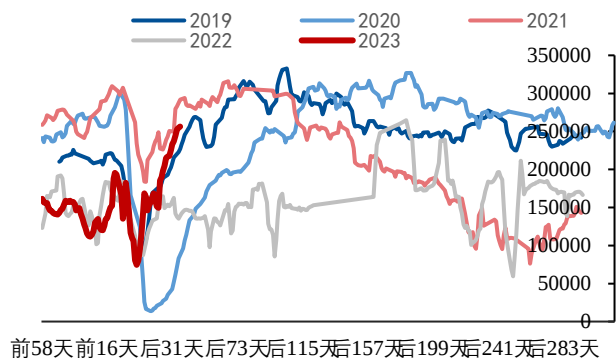
图 2：三线城市房地产成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

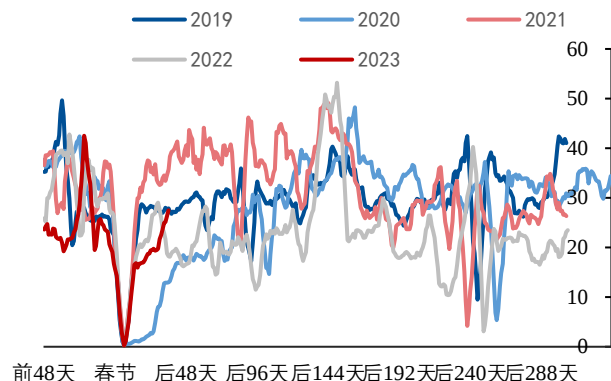
图 3：九大城市二手房成交面积（平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：九大城市分别选取：北京、深圳、杭州、成都、南京、青岛、苏州、东莞、佛山；横轴前后时间以春节为基准

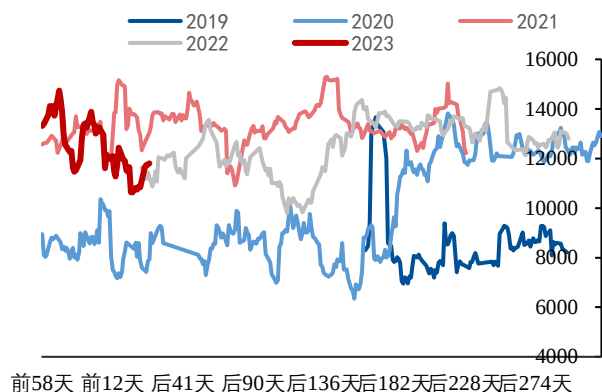
图 4：二线城市房地产成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

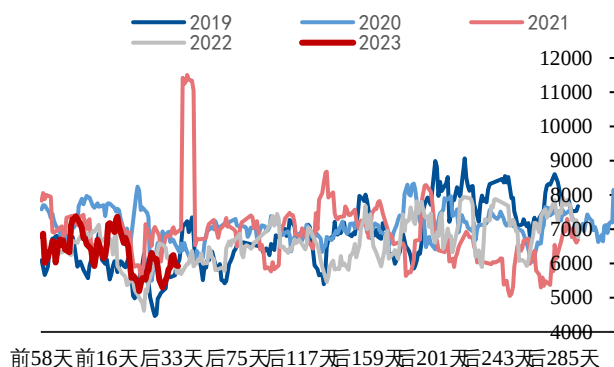
图 5：衢州二手房成交均价（元/平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

图 6：江门二手房成交均价（元/平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横轴前后时间以春节为基准

图 7：按地区分布超额储蓄规模

（亿元） ■ 东部地区 ■ 中部地区 ■ 西部地区

图 8：各省市超额储蓄规模

（亿元） ■ 超额储蓄规模

7000 6646

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_52757

