



连平：房地产市场何时能够企稳？



意见领袖 | 连平、李晓晴



在外需放缓、内需波动的经济下行时期，推动房地产投资早日企稳对实现全年经济社会发展预期目标、保持经济运行在合理区间具有重要意义。

在外需放缓、内需波动的经济下行时期，推动房地产投资早日企稳对实现全年经济社会发展预期目标、保持经济运行在合理区间具有重要意义。从 1-5 月的数据看，房地产市场仍处于惯性下行阶段。房地产销售何时能够企稳？在需求端发生明显变化的情况下，销售增速是否还能大幅回升？房地产投资增速又会在何时见底？政策又应如何发力？本文将对上述问题展开讨论。

一、“销售底”何时到来？

房地产投资企稳的重要前提是销售企稳。销售回款是房地产开发资金的重要来源。2021年以来，受“三道红线”、“房地产贷款集中度”等规则约束，房地产开发贷余额增速创下历史新低。叠加部分房企相继违约导致投资者信心重挫，房企境内外发债情况也不容乐观。在这种情况下，销售回款成为房地产到位资金的主要来源。因此，商品房销售回暖有利于保障房地产开发投资活动的平稳运行。截至2022年5月份，定金及预收款和个人按揭贷款分别占房地产开发资金来源的31.7%和16.2%，二者合计占比将近一半。因此，销售回暖会使房企资金状况改善，有助于提高房企拿地和新开工的积极性。在我国，商品房是典型的由需求变动引起价格变动的商品，商品房销售面积与房价表现正相关。因此，销售回暖有助于抑制房价下行趋势，提升房价上涨预期，从而有利于增加房企利润空间，进而加快房企拿地和新开工的速度。

释放购房需求是销售回暖不可或缺的前提，前者需要放松限购限售和给予金融支持两方面共同配合。合理的购房需求金融支持，包括降低首付比例、下调按揭贷款利率、放松限贷标准等等，这些举措有助于降低居民购房负担与成本，从而促进需求释放。回顾过去房地产下行周期的经验，下调首付比例和贷款利率后，各大城市纷纷放松限购限售标准。在放松限购和积极的金融支持下，商品房销售增速于半年左右后开始触底企稳回升。

从“政策底”领先“销售底”的规律看，本轮房地产下行周期可能于二季度末迎来销售底。在本轮房地产下行周期中，央行于2021年9月率

先发声“两个维护”，政策底开始显现。今年1月份，住建部提出“充分释放居民购房需求”，陆续有多个二三线城市放松调控政策，2月当月住房销售面积增速下降幅度开始收窄。但3月份国内本土疫情的冲击导致3月销售增速再次大幅下降，本轮房地产下行周期销售底的出现将晚于历史经验。4月29日，中央政治局会议提出支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求。预计下个阶段调控政策有望进一步放松，住房金融环境也将进一步改善，叠加本土疫情冲击回落，二季度后期可能将迎来销售底。

从个人住房贷款加权平均利率领先指标看，一季度个人住房按揭贷款利率步入下行通道。回顾2010年以来的三个地产短周期，2011年12月、2014年9月和2018年12月分别迎来住房贷款利率向下的拐点，并在2012年2月、2015年2月和2019年2月迎来销售增速向上的拐点，分别历时2、5和2个月到达下行周期的“销售底”，个人住房贷款加权平均利率领先销售一个季度左右。2022年以来，为充分释放住房需求，维护房地产市场的平稳运行，央行下调5年期LPR报价，多个省市也下调了住房贷款利率。一季度末，个人住房贷款加权平均利率为5.49%，较去年年底下降14bp，本轮房地产下行周期的按揭利率向下拐点开始显现，这似乎也预示“销售底”将在二季度末出现。

二、本轮周期销售触底回升幅度可能有限

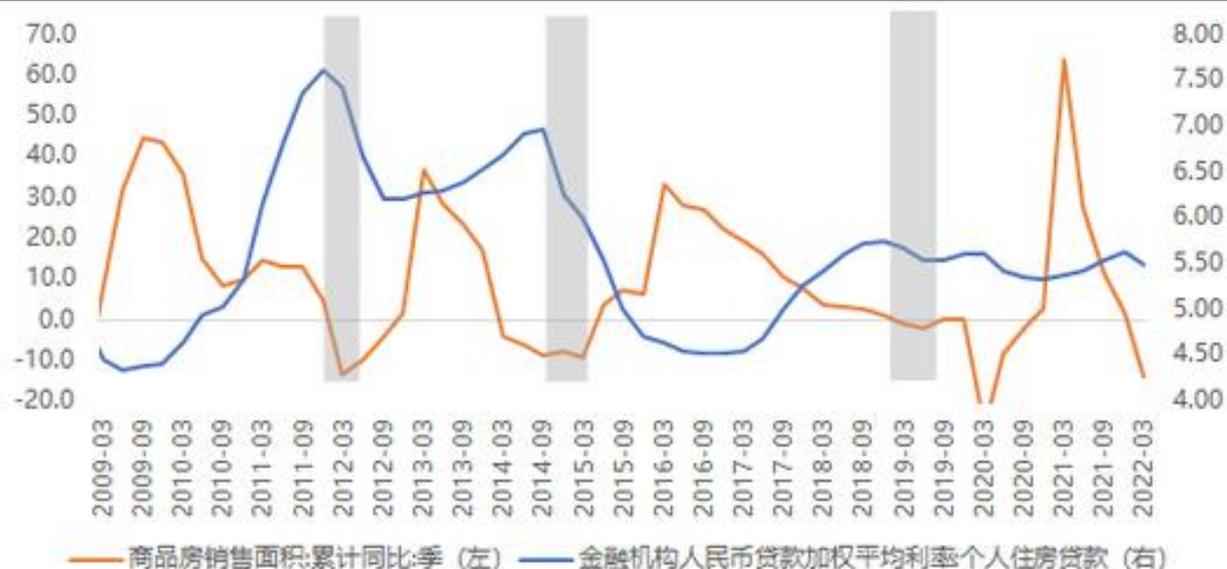
本轮地产周期商品房销售触底后回升幅度有多大？还会出现像2012

年~2013年或2015年~2016年大幅的反弹吗？在讨论这些问题之前，首先需要分析影响商品房销售的四个因素在本轮周期和过去三轮周期表现的不同之处。

首先，迄今为止，住房贷款利率还未出现大幅度下调。回顾2010年以来的地产周期，2012年~2013年和2014年~2016年期间，房贷利率下调最大幅度分别高达142bp和244bp，销售面积增速从-13.6%和-9.2%上升至37.1%和33.1%，涨幅高达50.7和42.3个百分点。2022年一季度末，个人住房贷款加权平均利率出现下调，但较去年年末高点仅下调14bp，下调幅度远不及2010年后前两轮周期。虽然在整体利率水平持续下行的情况下，房贷利率边际下行空间必然越来越小，但迄今为止本轮利率下调的幅度实在有限。

图1：房贷利率还未出现大幅度下调

单位：%，%



数据来源：Wind，植信投资研究院

其次，限购限贷放松政策集中在局部省市。近日，二线城市南京、杭州、苏州、成都、郑州等和三四线城市西宁、泰州、安阳、菏泽等多个城市公布了购房鼓励措施，主要包括放松限购限售、下调首付贷款比例、放松公积金贷款政策、提高公积金贷款额度、发放购房补贴等方面。与历史上相比，当前房地产调控政策仍聚集在城市层面，边际放松力度偏弱。

2014年~2016年的地产周期中，在房地产销售面积同比增速转负的背景下，中央经济工作会议明确提出要去库存（2015.12），全国层面统一的房地产放松政策纷纷出台。央行和银监会联合发文，明确二套房认贷不认房（2014.09）、不限购城市首套房首付比例调整为25%（2015.09）；住建部和银保监会联合发文，将二套房首付比例由60%-70%下调至不低于40%（2015.03）、已结清购房贷款的家庭再次申请公积金贷款时，首付比例降至20%（2015.08）；并搭配降息降准、PSL工具为化解房地产库存、促进销售回暖提供支持。

2017年~2019年的房地产下行周期，在“房住不炒、因城施策”的调控框架下，房地产市场调控政策的放松力度小于上一轮周期，全国层面的政策仅国家发改委出台要求城区常住人口100万~300万的II型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口300万~500万的I型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。

在放松限购限贷层面，仅三四线城市、个别二线和一线城市出台了相关政策，并无全国层面的政策出台。在这一轮下行周期中，销售回升幅度

相对比较有限。在 2021 年至今的下行周期中，房地产调控的放松政策仍然以地方层面为主，全国层面的仅央行下调房贷利率下限这一政策。在坚持“房住不炒”原则下，房地产政策将坚持“因城施策”的思路，预计本轮政策放松力度将介于 2014 年~2015 年和 2018 年~2019 年之间。

再次，购房信心偏弱。一方面，居民对未来收入的预期转弱。当前，宏观经济面临着较大的下行压力，再加上国内本土疫情反复，居民失业风险加大，微观个体对未来收入信心转弱，限制了人们加杠杆买房。央行 2022 年一季度调查数据显示，我国城镇居民未来收入信心指数为 50%，处于历史较低水平。另一方面，居民对房价上涨的预期转弱。“买涨不买跌”的购房心理在房地产下行周期中加强了对商品房销售的冲击，在没有扭转居民对房价下跌预期之前，居民对商品房将保持观望态度。数据显示，截至 2022 年一季度，样本城镇居民持有房价上涨预期占比为 16.3%，为 2015 年 6 月以来的最低值。

图 2：居民对房价上涨的预期转弱

单位：%



数据来源：Wind，植信投资研究院

再次，潜在首次置业群体规模收缩和城镇化增速放缓。回顾 2000 年以来的房地产市场，可以发现滞后 25~27 年的出生人数与商品房销售面积走势一致，这主要是因为首次置业群体通常集中在 25~27 岁的青年人群。其中，2009 年的销售高峰对应了 1984 年出生人口小高峰（滞后 25 年）。随着社会经济的发展，人们的受教育程度显著提高，初婚年龄也逐渐推迟，商品房销售小高峰从对应滞后 25 年的出生人数转变为对应滞后 26 年的出生人数。2013 年和 2016 年的销售高峰分别对应了 1987 年和 1990 年出

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_43272

