

“小阳春”之后的楼市方向

证券研究报告
2019年04月30日

作者

全国商品房销售面积增速：预计2019年上半年保持在0附近（偏向小幅负增长），下半年触底，低点在-2%~-3%。全年增速-1%~1%，略低于2018年的1.3%。

地区商品房销售面积增速：预计一线城市2018年年初触底，反弹至年中；二线城市2019年年初触底，反弹至年底；三线及以下地区受棚改拖累，2019年上半年确定性向下，2019年下半年甚至更晚触底。

风险提示：经济下行压力超预期导致地产政策放松超预期；棚改政策变化影响低于预期

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

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



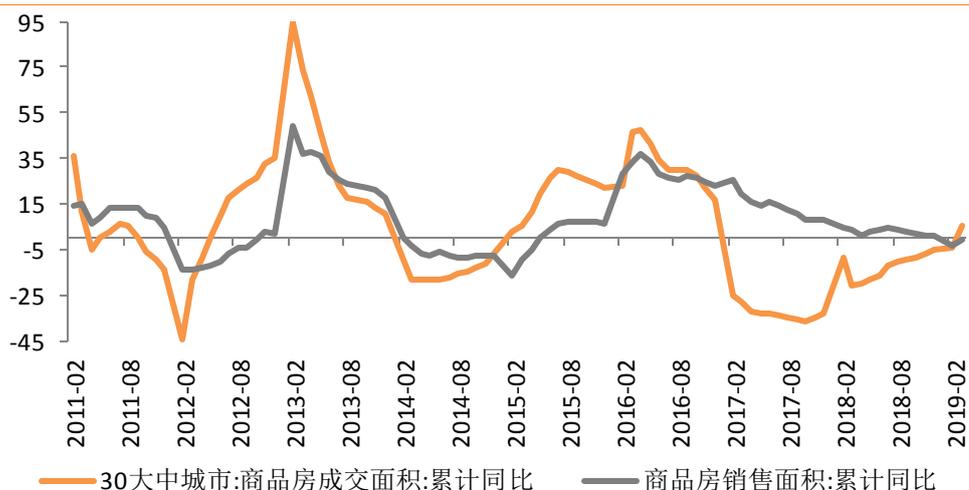
一、今年以来房地产销售的现状与分歧

Q：今年以来的全国房地产销售情况如何？

A：1 季度商品房销售数据低开高走：销售面积 1-2 月同比增长-3.6%，2015 年 5 月以来首次转负，但 1-3 月反弹至-0.9%。从 30 城商品房成交同比、70 城新房价格同比和 100 城土地溢价率来看，春节之后的房地产市场确实出现“小阳春”。

春节之后，30 大中城市（样本包括 4 个一线+19 个二线+9 个强三线，共 32 个）商品房成交面积增速快速反弹，1 月仅为-11.2%，2 月回升至 8.3%，3 月进一步上升到 21.9%，是 2016 年 9 月以来的最高单月增速。

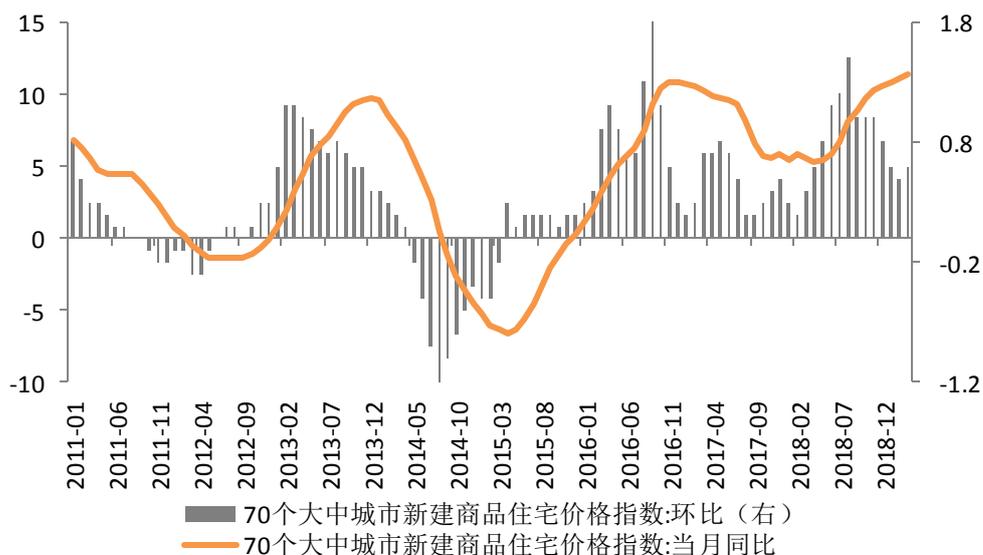
图 1：春节后商品房销售情况转暖



资料来源：WIND，天风证券研究所

价格方面，70 大中城市新建商品住宅价格指数同比增速延续了 2018 年 4 月以来的升势，3 月增长 11.3%，环比增长 0.6%则处于最近 1 年的相对低位。

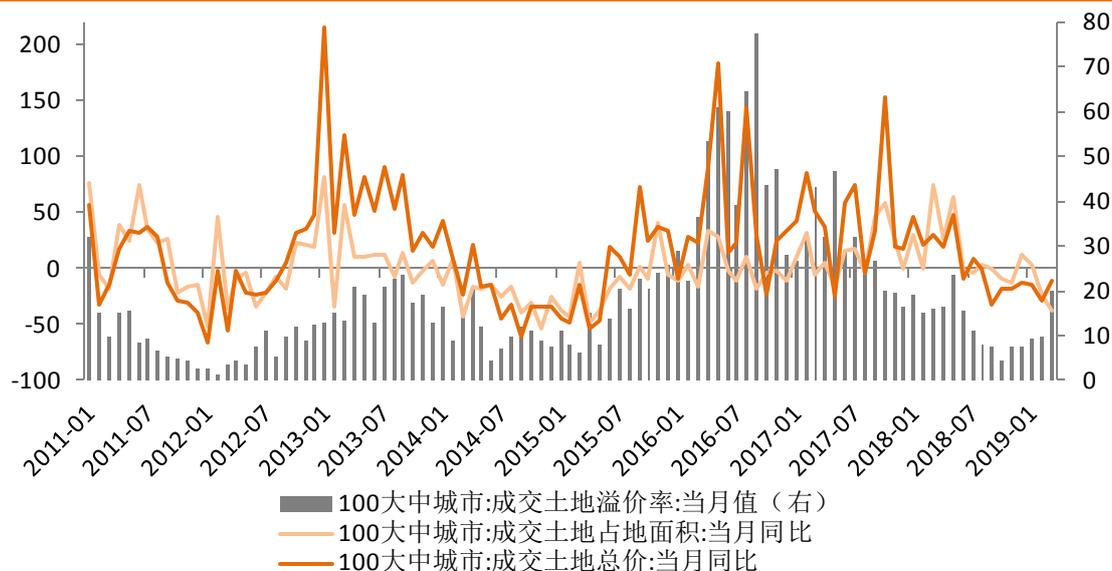
图 2：70 大中城市新建商品住宅继续涨价



资料来源：WIND，天风证券研究所

土地成交方面，100 大中城市成交土地面积增速逐月下滑，2 月、3 月当月同比增速都在-15% 以下，但成交土地溢价率回升至 24.7%，与 2017 年下半年的水平相当，因此 3 月土地成交总价增速还有所反弹。

图 3：土地成交面积下滑但溢价率回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

Q：截至目前，4月的房地产销售情况如何？

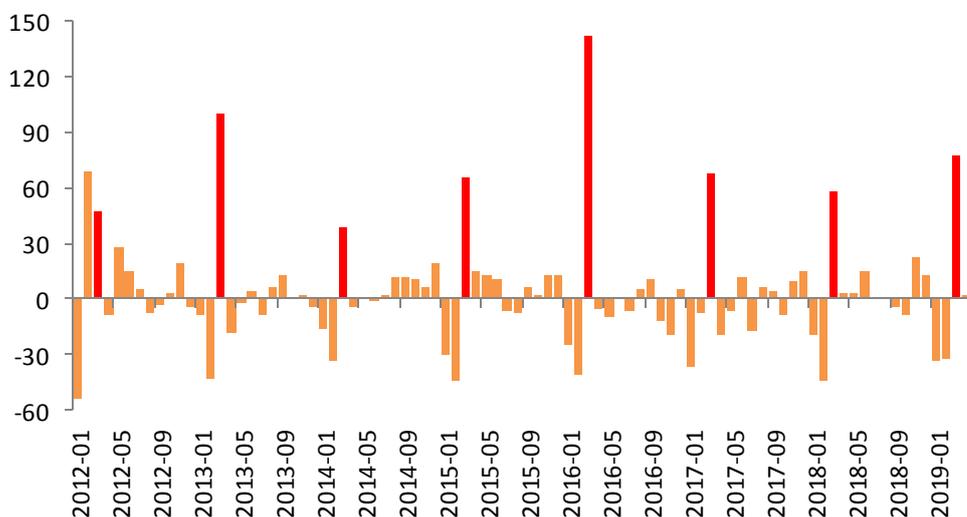
A：从4月前28天的高频数据来看，4月房地产销售情况较3月小幅回落：30城商品房日均成交面积同比增长20.4%，较3月的21.9%小幅回落，但仍处于较高水平；100城成交土地面积同比增长-27%，较3月的-22.5%进一步下滑；土地溢价率从3月的24.7%小幅回落至20.6%。

Q：今年以来房地产市场回暖的持续性如何？

A：回暖的可持续性仍值得商榷：一是历来3月商品房销售有较强的日历效应，春节过后环比增速会大幅反弹，且反弹幅度很不稳定。参考30城情况，今年3月环比增速77%，明显高于2010年以来67%的平均水平，4月环比2.2%，略高于1.4%的历史平均水平。二是内部结构分化明显，参考3月当月30城商品房成交面积，4个一线城市增长61.8%，远高于其余28个二三线城市的13.9%，更高于1.8%的全国商品房销售面积增速。

30大中城市样本为“一线+强二线+强三线”，对比30城商品房成交和全国商品房销售增速，二者走势自2017年后即开始明显分化（图1），与调控力度、人口变迁、棚改政策等因素有一定关系。因此，相比于整体回暖，分化可能是对当前房地产市场更准确的描述，要判断后续商品房销售走势，需要对各线城市分类考量。

图 4：历年3月商品房销售有较强的日历效应



资料来源：WIND，天风证券研究所

Q：一二线城市在多大程度上代表全国房地产市场？

A：参考 2017-2018 年的全国商品房销售面积/金额，一线城市占比 2.8%/9.6%，二线城市占比 32.7%/41.9%，因此一二线城市销售面积/金额占比达到 35.5%/51.6%，三线及以下地区占比 64.5%/48.4%。也就是说，对于全国房地产市场而言，三线及以下地区能否企稳回暖更加重要。

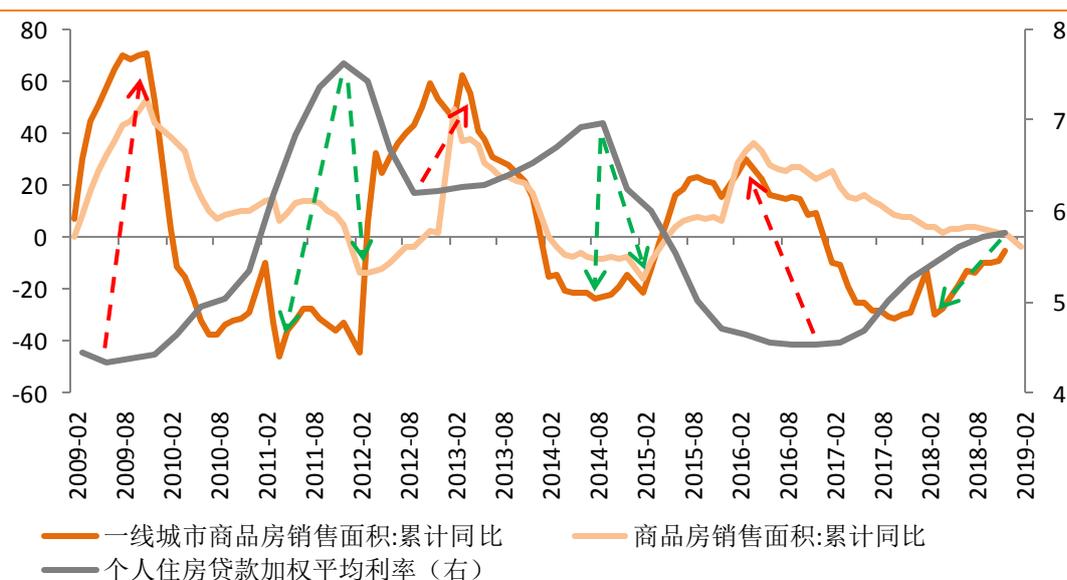
注：国家统计局对 70 大中城市中各线城市的划分方法，**一线城市包括**：北京、上海、广州、深圳，共 4 个；**二线城市包括**：天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐（统计局定义的 31 个），外加苏州、无锡、北海、三亚、温州，共 36 个；**其余地区为三线及以下地区**。

二、2019 年各线城市房地产销售走势判断

1. 一线：抗周期性，刚需支撑，反弹至年中，下半年回落

一线城市的房地产销售增速与全国不完全同步，表现出一定的领先性。整体来看，在政策收紧周期中，一线城市与二三线及以下地区商品房销售增速基本同步回落；在政策放松周期中，一线城市销售回升领先于全国，二线城市和三线及以下相对较晚。

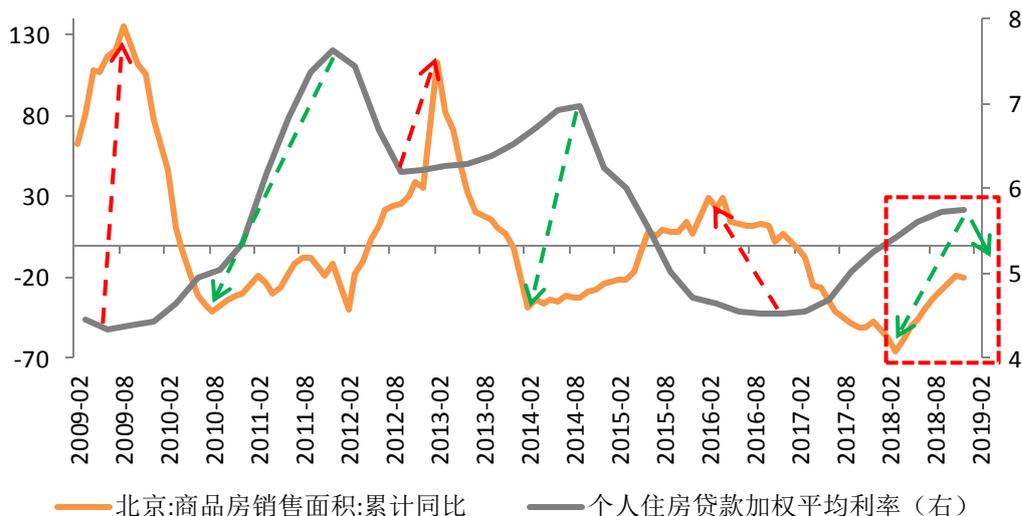
图 5：一线城市销售在刚需支撑下呈现一定抗周期性



资料来源：WIND，天风证券研究所

以北京为例，房贷利率向上拐点领先销售向下拐点的规律依然适用，即政策收紧会带来销售回落；但房贷利率向下拐点反而滞后于销售的向上拐点，即在全国房地产政策开始放松之前，北京的商品房销售往往已经回暖，表明除政策影响之外，一线城市在强劲刚需的支撑下呈现一定的抗周期性。

图 6：一线城市销售在刚需支撑下呈现一定抗周期性（北京）



资料来源：WIND，天风证券研究所

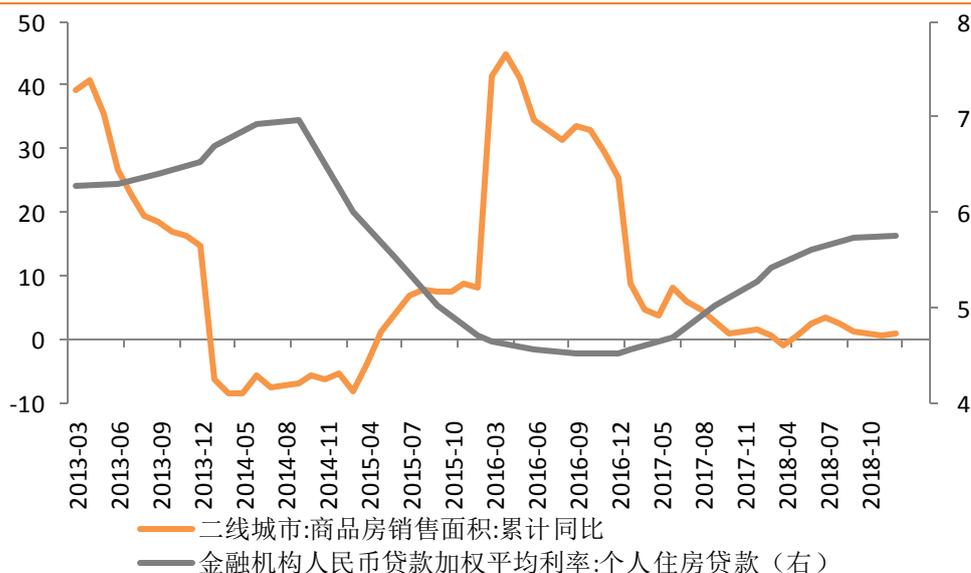
因此，2019年初以来一线城市房市的回暖除日历效应之外，本质上是2018年初触底回升之后的延续——2018年的反弹是同比降幅收窄，2019年年初则是同比由降转升，更引人注目。

一线城市本轮调控时间长、力度大，2019年以来，在房贷利率下降带动下，长期压抑的刚性需求加速释放，销售增速快速反弹。但限购、限贷等重要政策没有放松，因此刚需释放后反弹的持续性存疑。参考历史规律，结合我们对货币政策微调的判断，预计一线城市房地产销售增速的反弹还能持续1个季度左右至年中。

2. 二线：顺周期性，城镇化政策，年初触底，全年反弹

二线城市整体呈现顺周期性，商品房销售增速与房贷利率高度负相关。如果2季度房贷利率延续回落，二线城市销售同比增速的底部可能出现在1季度。

图 7：二线城市商品房销售整体呈现顺周期性

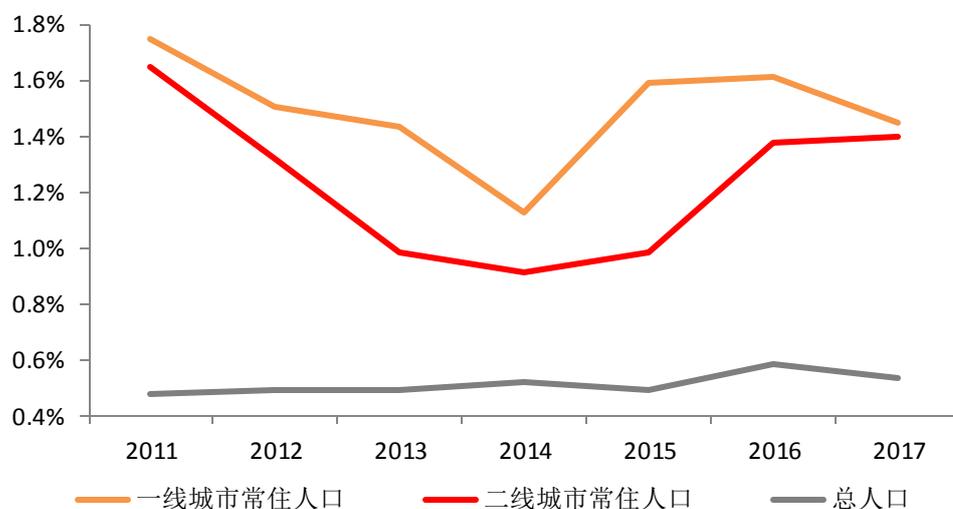


资料来源：WIND，天风证券研究所

未来几年二线城市有望受益于新型城镇化政策。过去几年一线城市居住成本快速攀升、购房条件不断收紧后，二线城市的相对优势显现，在产业政策和人才引进政策的配合下，常住人口增速有赶超一线城市的趋势。发改委近期发布《2019年新型城镇化建设重点任务》，

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”，利好二线城市人口流入和新增购房需求。

图 8：二线城市常住人口增速有望赶超一线



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 三四线：面积占比超 6 成，棚改退火拖累明显，回落至下半年

2016 年之前，二线城市与三线及以下地区销售走势基本一致，2016 年之后走势逐渐分化，这与三四线城市棚改货币化有直接关系。

住建部网站显示，2017 年全国各类棚户区改造开工 609 万套，预计货币化安置比例 60% 左右；2018 年开工 626 万套，其中 1-7 月开工 407 万套，考虑到 2018 年政府工作报告中未再提及“提高棚改货币化安置比例”，年初以后地方政府隐性债务摸底工作陆续展开，且下半年棚改货币化安置政策明显收紧，假设 2018 年 1-7 月货币化安置比例降至 40%-50%，8-12 月进一步降至 20%，则 2018 年全年货币化安置比例可能在 33%-40%。

假设货币化安置后仍在三线及以下地区购买商品房的比例为 70%，每套面积 85 平方米，则货币化安置在 2017 年拉动三线及以下地区商品房销售面积为 2.17 亿平方米，占当年销售面积的 19.9%；2018 年拉动 1.23-1.49 亿平方米，占当年销售面积的 11.1-13.4%。在棚改货币化的强力拉动下，2017-2018 年上半年三线及以下地区商品房销售增速持续高于一二线城市。

2019 年政府工作报告未提及棚改计划开工套数，2018-2020 年开工 1500 万套的新三年棚改攻坚计划在 2018 年已经开工 626 万套，预计 2019 年棚改开工 450/300 万套，货币化

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_12847

