

这一次，有何不同？

核心观点：

房地产行业周期性，因数据时长限制，我们比较了此轮周期与上两轮的不同之处，具体来看，主要有 6 点：分别是房价相对坚挺且大户型（>144 平方）更加受到市场青睐，地产开发投资跌幅较大，尽管不明显，但销售确实更加偏冷，地产企业资产负债率是历史最高，企业爆雷问题更加突出，购房者面临的利率环境不一样，理财产品收益率远低于贷款利率。

通过对比本轮地产下行期与之前 2012 年和 2015 年的不同之处，我们可以发现除价格外，最大的不同在于房地产企业的高杠杆，以及行业整体的债务风险，特别是民营房企的爆雷现象。当前所有出台的房地产支持政策均与之前两轮行业低谷时的类似，即大力放开需求端，放松首套房认定标准、降低房贷利率、取消限售限购等等，但对于核心的债务风险问题仍没有较好的解决方案。我们认为在以往措施基础上，应积极化解特定房企的债务风险，稳定市场情绪，才能有助于房地产行业真正企稳回升。

风险提示：理解不够全面

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	这一次，有何不同？	3
1.1.	房地产行业的周期性	3
1.2.	这轮地产下行期的不同之处	3
1.2.1.	房价相对坚挺	3
1.2.2.	房地产投资当月跌幅较大	5
1.2.3.	销售端更加偏冷	6
1.2.4.	房地产企业资产负债率高企	6
1.2.5.	融资受限，企业爆雷现象频出	7
1.2.6.	购房者面临的环境不同	8
1.3.	启示	8
免责声明		9

第1章 这一次，有何不同？

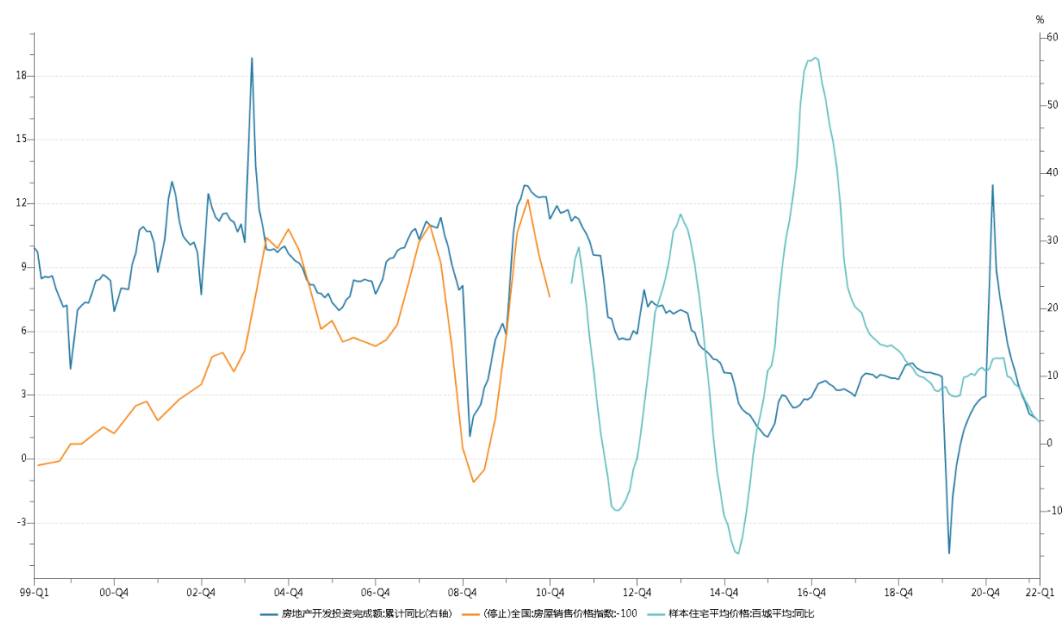
1.1. 房地产行业的周期性

房地产行业是有周期性的。自 98 年房改释放需求后，房地产市场经历了十年的黄金期。08 年金融危机的到来打破了这种持续性，也将房地产行业推向了以三年为一周期的新的平台期。

2015 年后的这一轮周期在融资潮以及棚改等政策影响下被拉长。2020 年初突发的疫情只是短暂地打断了市场的节奏，并不能算是新一轮探底，直到 2021 年下半年特别是四季度后，市场才开始真正地感受到了冷意。

目前房地产市场仍未见底，同样是冷，但传递的方式可能不太一样。那么这一轮探底之旅和以往有何不同？我们做一分析。

图 1.1.1：08 年后房地产呈现周期性



资料来源：Wind 南华研究

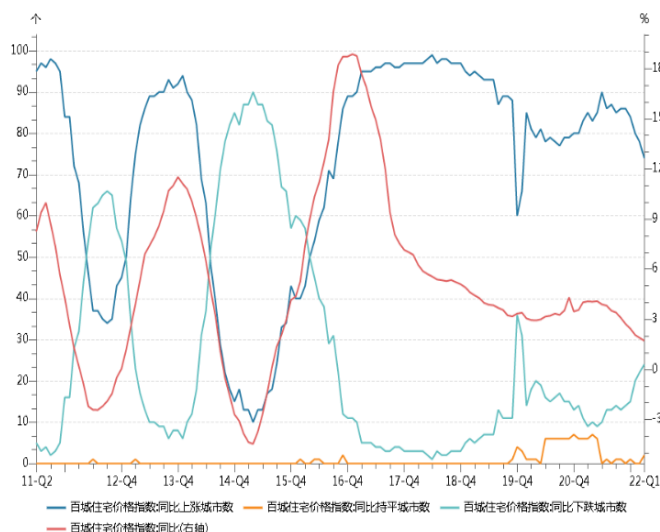
1.2. 这轮地产下行期的不同之处

1.2.1. 房价相对坚挺

与 2012 年和 2015 年两轮下行期相比，本轮房价相对保持坚挺。从百城住宅价格指数来看，上两轮周期底均出现大量城市房价同比下跌，譬如 2012 年最多 66 个城市同比下跌，而 2015 年则是 90 个，但是今年我们看到至今还只有 24 个城市同比下跌，远低于往届水平，因而我们看到百城住宅价格指数同比仍是正值。

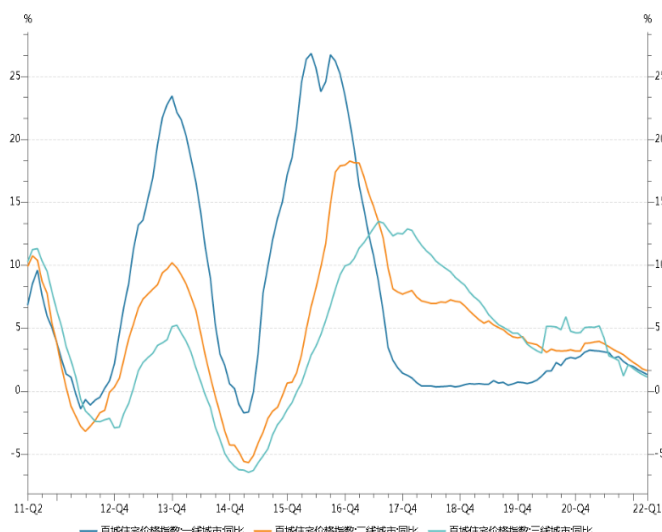
分能级来看，以往一线城市房价同比明显高于二三线城市，相对更为坚挺，但这次我们看到一二三线城市表现差不多。

图 1.2.1：下跌城市较少



数据来源：Wind 南华研究

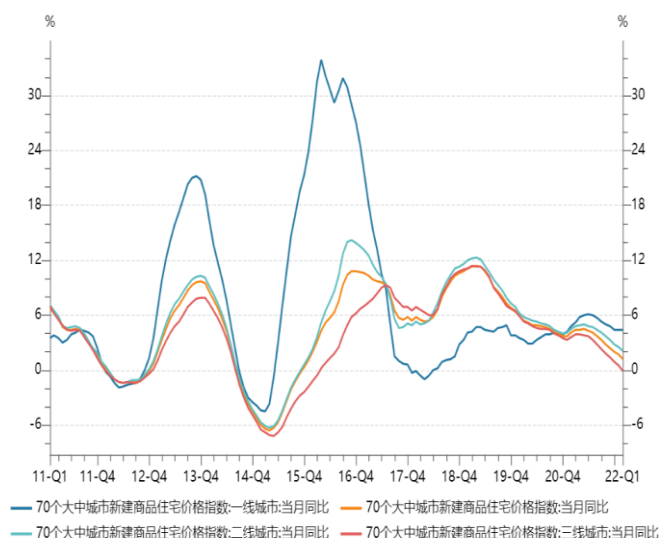
图 1.2.2：不同能级城市表现差异不大



数据来源：Wind 南华研究

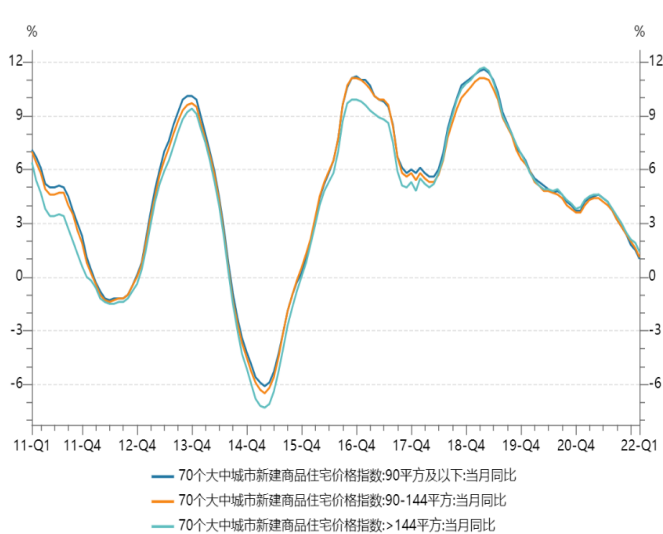
从新房价格来看，此次与 2015 年相同，即一线城市房价更加抗跌。分面积来看，以往大面积户型跌幅最大，但这次大面积户型反而更加抗跌。2018 年以来，大面积（>144 平方）户型涨幅超过了中等面积（90-144 平方），直逼小面积（≤90 平方），一定程度上表明富人阶层/改善型的购买需求扩大。

图 1.2.3：一线城市新房价格较为坚挺



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.4：大面积住宅相对抗跌



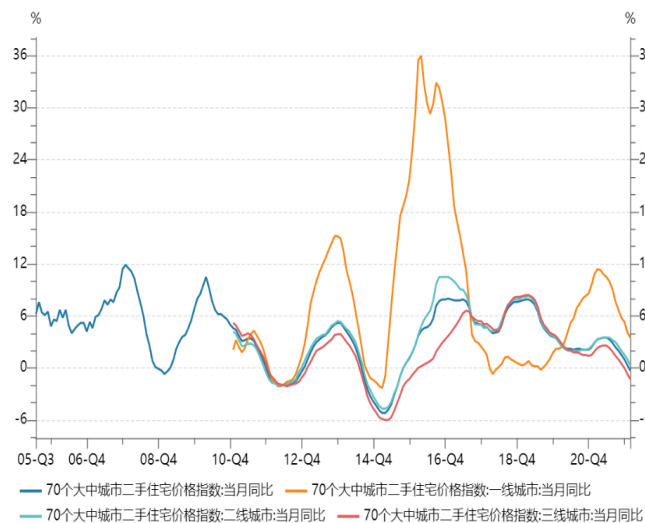
数据来源：Wind 南华研究

二手房市场中，一线城市的核心优势更加凸显。分面积来看，与新房市场类似，2018 年后，大面积（>144 平方）户型涨幅更加可观。不过在此轮下行期，三种户型均呈现同比微幅下跌态势。

通过新房与二手房涨跌幅的对比可以发现，以往下行期，新房和二手房均明显下跌且跌幅较为接近。但这轮下行期，新房还在涨，只有二手房出现了下跌，确切地说，只

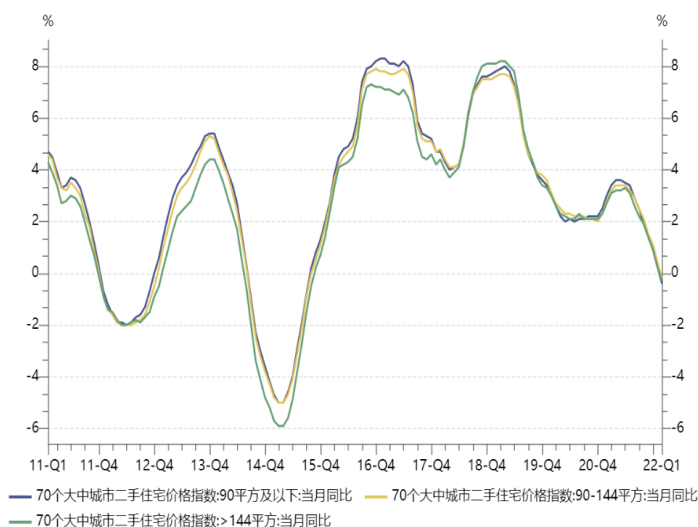
有三线城市的二手房同比下跌了。新房市场关于土地财政，也关于民生，地方政府有较强的挺价意愿，加之部分城市限价政策下，一二手房倒挂，新房价格相对更加坚挺。

图 1.2.5：一线城市二手房涨幅远高于其他线城市



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.6：三种面积户型涨幅相对接近

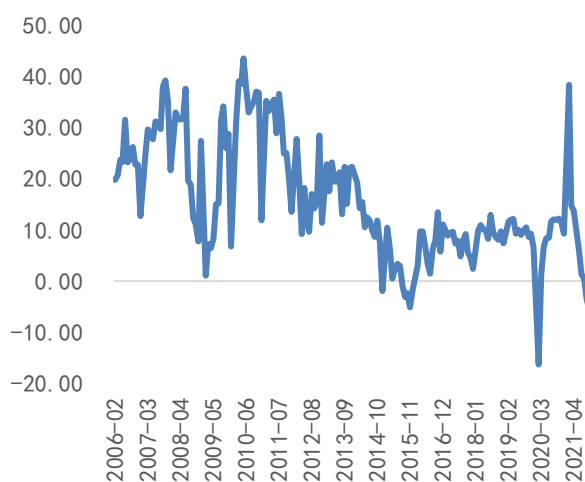


数据来源：Wind 南华研究

1.2.2. 房地产投资当月跌幅较大

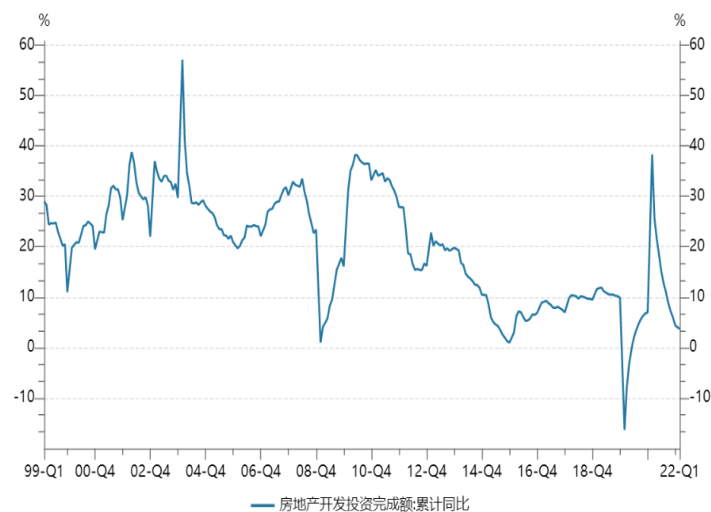
从投资额来看，此轮房地产投资当月同比跌幅较 2012 年和 2015 年两轮明显扩大，也大于 2008 年那次，直逼 2020 年 2 月疫情控制最严格的时候。从累计同比看，当前增速远低于 2012 年那次，与 2015 年的这轮比较接近。

图 1.2.7：投资当月同比跌幅与疫情封锁期相近（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.8：累计同比增速接近 2015 年周期底部

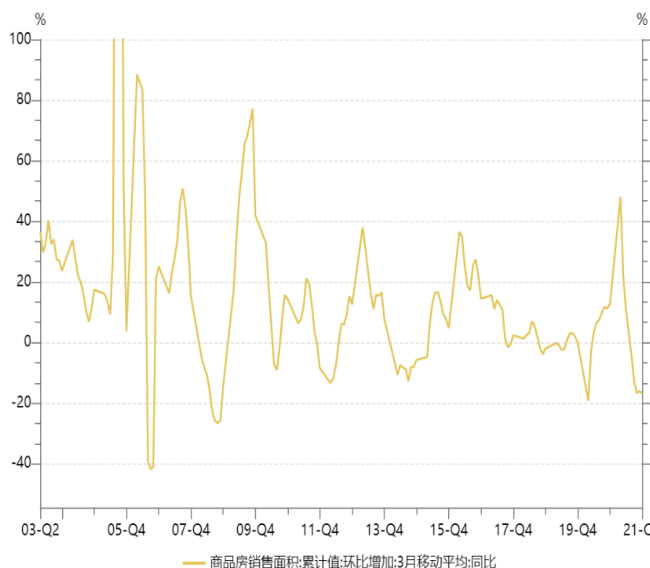


数据来源：Wind 南华研究

1.2.3. 销售端更加偏冷

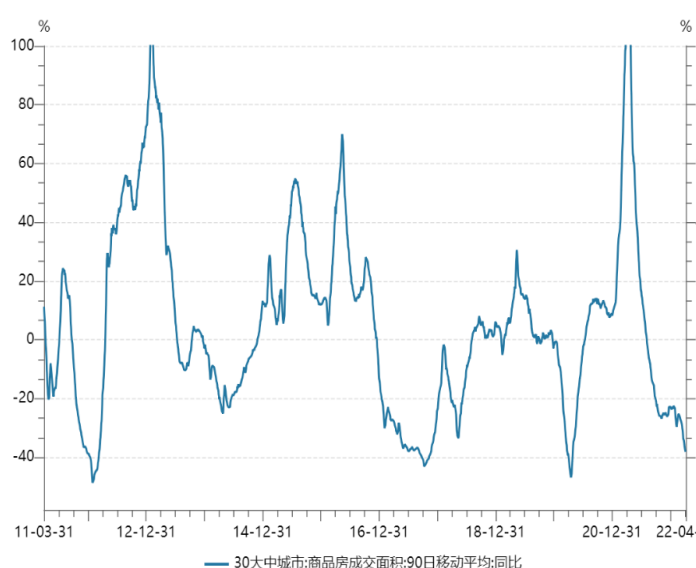
如果我们以统计局的每月销售面积数据来看，目前当月同比涨幅的3个月移动平均值已经低于2012年和2015年那两轮，与2020年疫情初期接近。假如观察30大中城市商品房成交面积，可以看到3个月移动均值当月同比虽然略高于2012年的水平，但明显低于2015年的水平。总体而言，相比前两轮，此次销售端更加偏冷。

图 1.2.9：销售面积同比接近 2020 年疫情初期



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.10：30 大中城市成交面积同比大幅负增长



数据来源：Wind 南华研究

1.2.4. 房地产企业资产负债率高企

房地产企业从一开始就是高负债企业，但再高也得有天花板。从历史来看，2008年以前，面临黄金发展期，地产企业的资产负债率是有所下降的，从1997年的76.2%下降至2008年的72.3%。但之后，地产企业的资产负债率迅速上升，特别是2012年后，

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_40236

