

地产需求筑底，政策优化升级

房地产行业2024年春季投资策略

证券分析师：

袁豪 A0230520120001、曹曼 A0230520120003、邓力 A0230523050001、陈鹏 A0230521110002

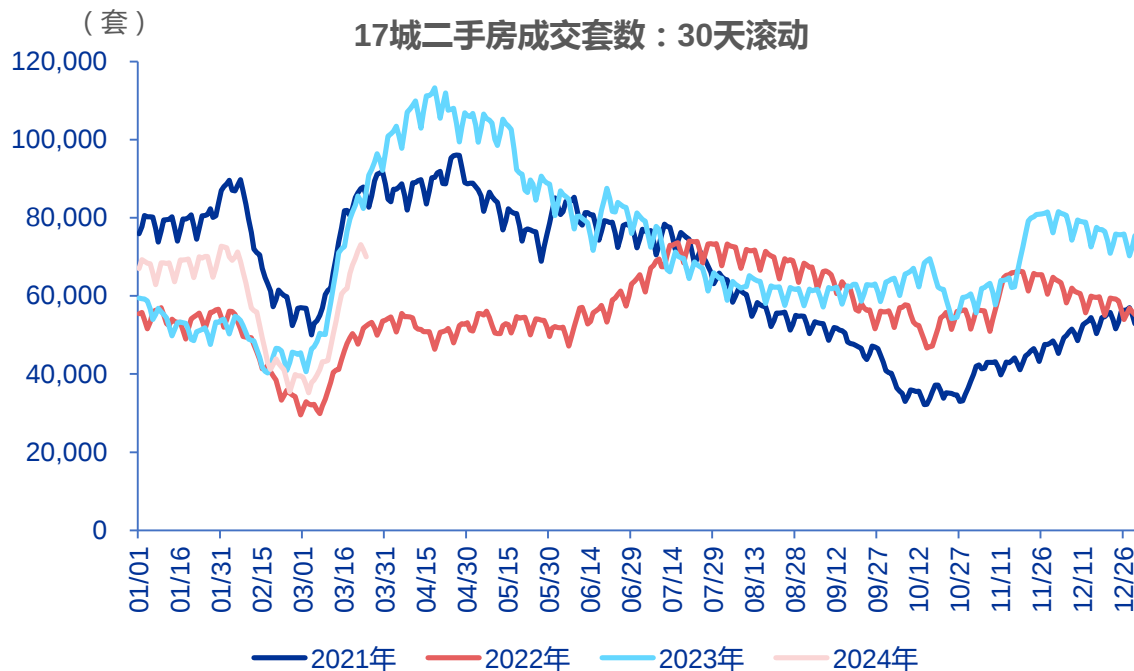
2024.3.27

主要内容

1. 近期分析：短期需求底有望来临
2. 中期支撑：中期需求依然有支撑
3. 政策优化：政策优化升级再助力
4. 投资分析意见：维持“看好”评级

春节后主流城市二手房销售修复、呈现复苏态势

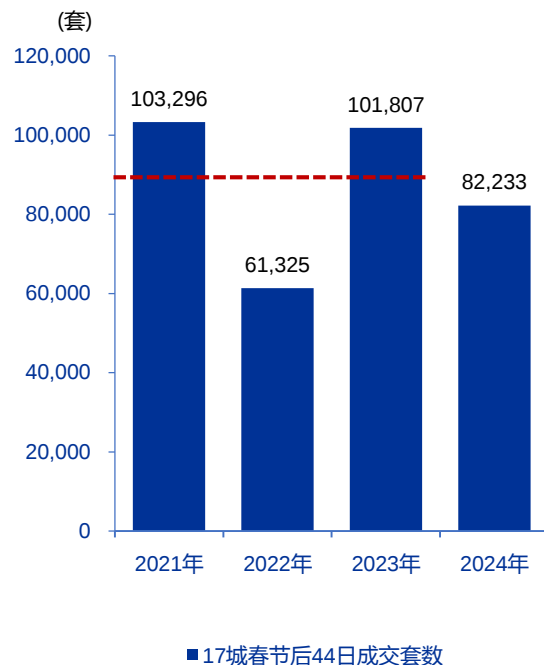
图1、2024年春节后主流17城二手房销售快速修复



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：17个城市为：一线城市（北京、深圳）、二线城市（杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡）、三四线城市（东莞、扬州、南宁、佛山、金华、江门、清远、衢州）；历史数据做春节对齐调整，下同。

图2、2021年以来春节后44日成交套数

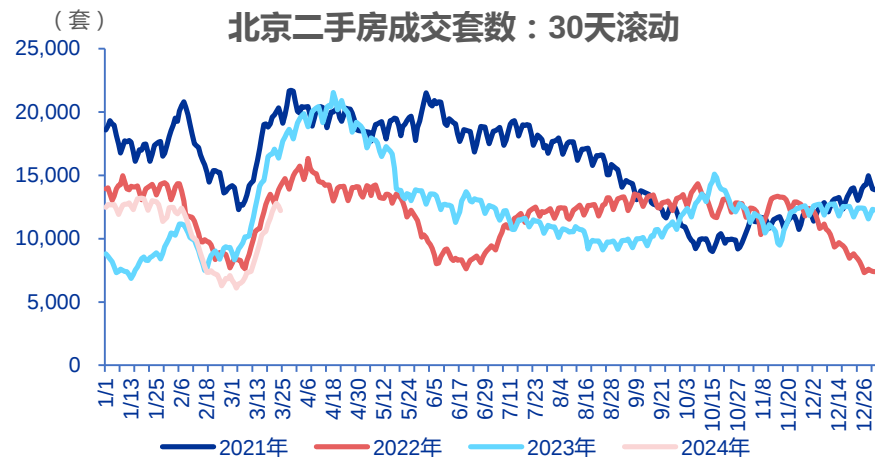


资料来源：Wind，申万宏源研究

- 春节后核心17城二手房成交走好、呈现复苏态势。24年春节以来17城销售82,233套（截至3/24累计44日），较21、
、年（春节后累计日）增速分别为-%、+%、-%，当前水平低于、年水平，整体呈现复苏态势。

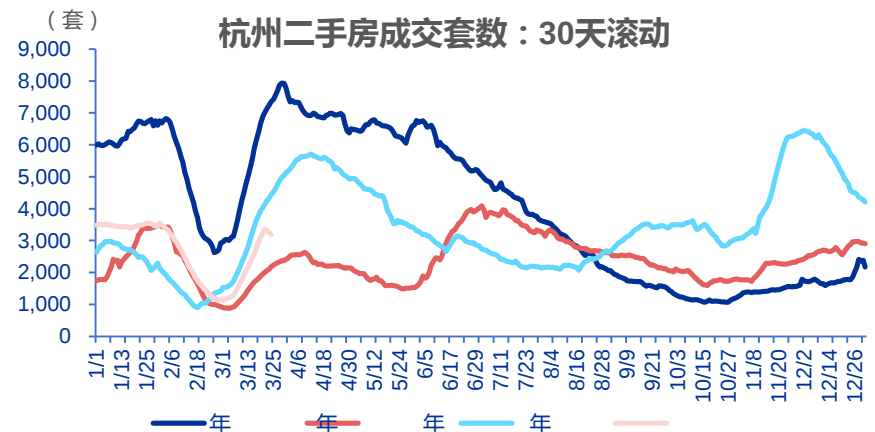
城市间成交分化加大，其中深圳、成都表现突出

图3、北京二手房成交套数（30天滚动）



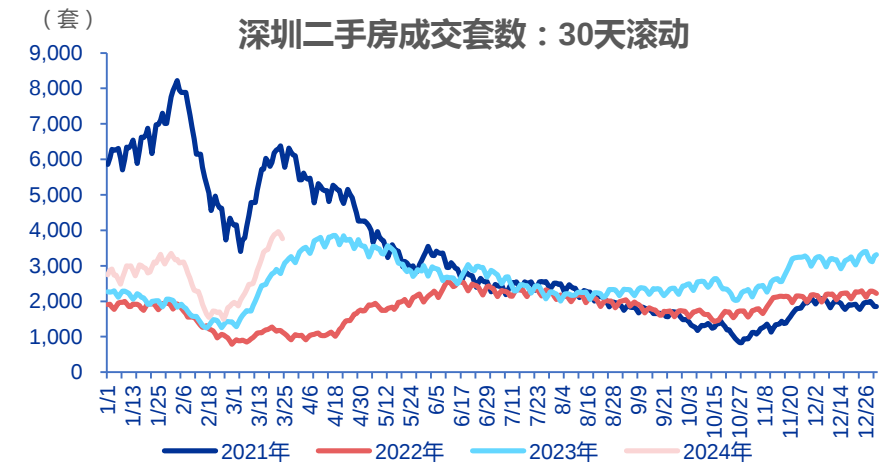
资料来源：Wind，申万宏源研究（注：历史数据做春节对齐调整）

图5、杭州二手房成交套数（30天滚动30天）



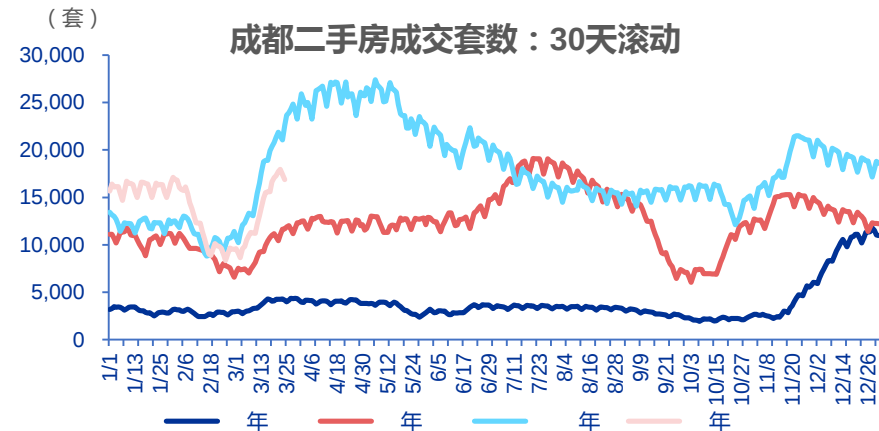
资料来源：Wind，申万宏源研究（注：历史数据做春节对齐调整）

图4、深圳二手房成交套数（30天滚动）



资料来源：Wind，申万宏源研究（注：历史数据做春节对齐调整）

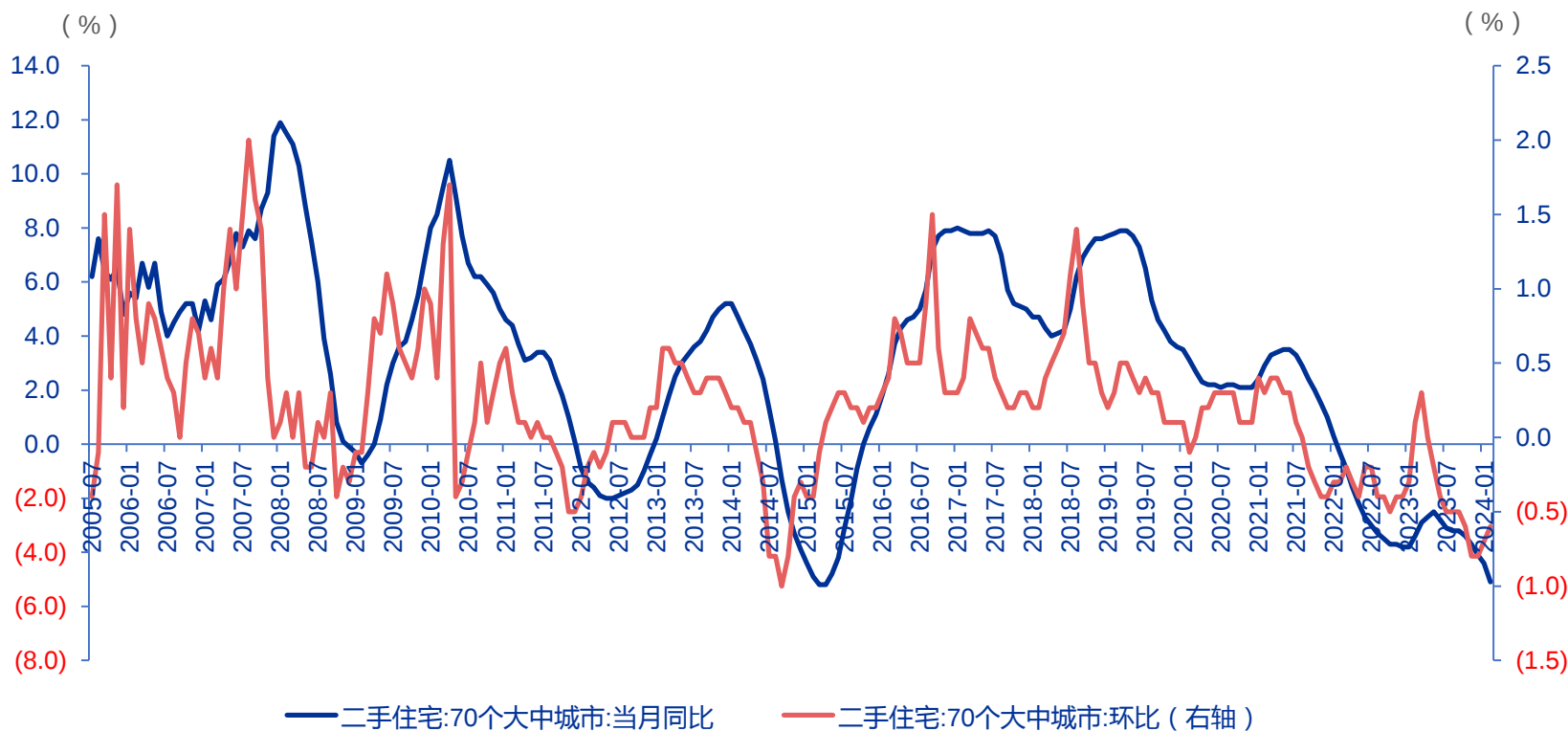
图6、成都二手房成交套数（30天滚动）



资料来源：Wind，申万宏源研究（注：历史数据做春节对齐调整）

70城二手房房价同比下行，而房价仍是关键指标

图7、70城二手住宅房价环比和同比走势

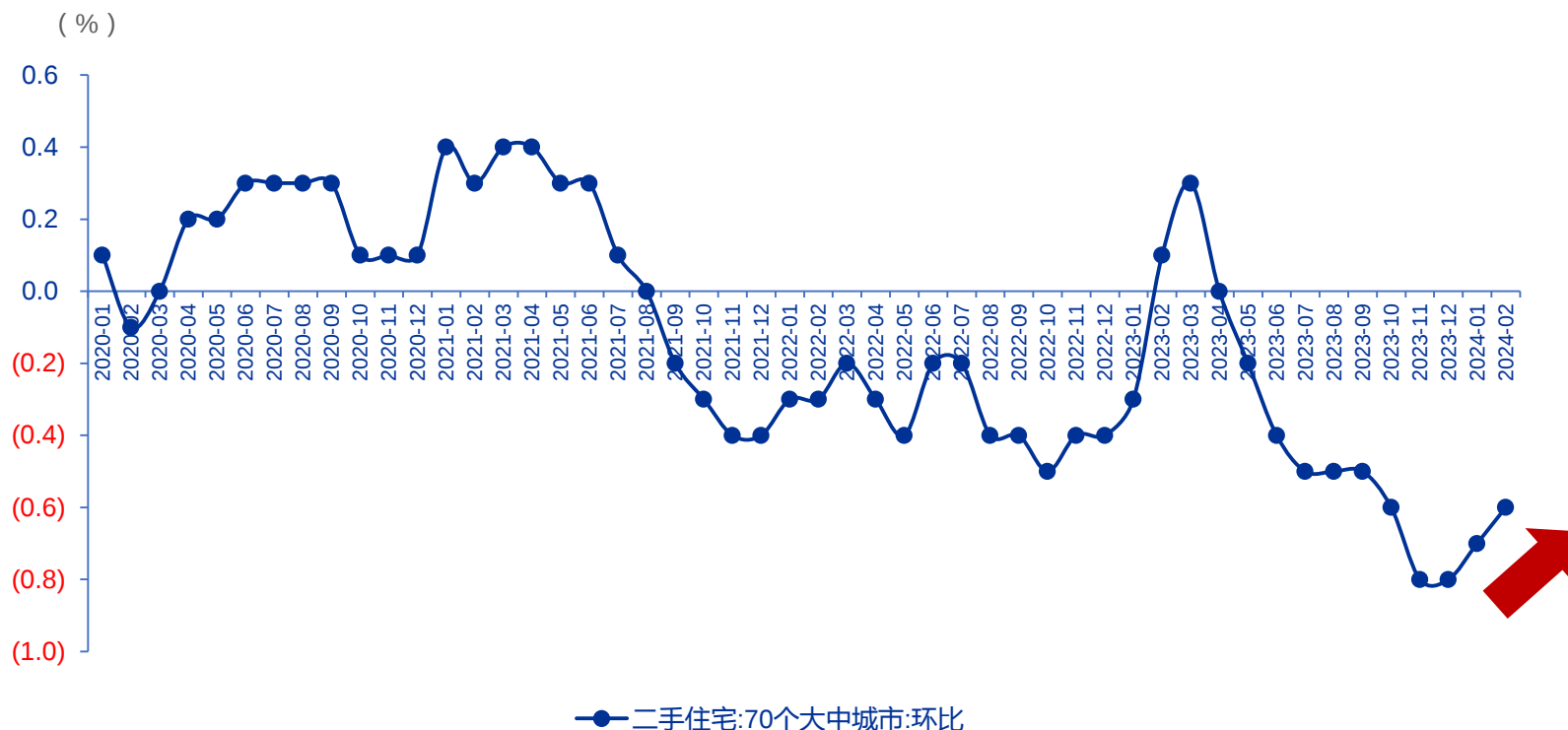


资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

- 近期70城二手房房价同比仍在下行当中，2024年2月二手房房价同比-5.1%、降幅较前值扩大0.7pct，因而目前总体房价下行趋势当中，而房价预期仍是影响房地产行业走势的重要关键。
- 但近期城二手房房价环比降幅连续收窄，年月二手房房价环比-.%、降幅较前值收窄.pct，并且已经连续两个月收窄，而在历史上房价环比是更为领先的一个指标，一般房价环比领先于房价同比3-6个月左右。

但70城二手房房价环比降幅连续2个月收窄

图8、70城二手住宅房价环比走势

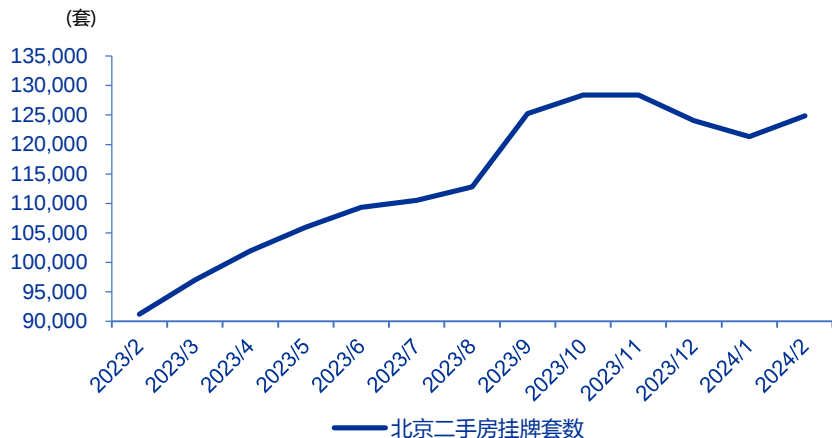


资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

- 近期70城房价环比跌幅呈现收窄迹象，自23年11月、12月单月房价环比跌幅-0.8%以来，24年1-2月房价环比跌幅持续收窄，1月环比-0.7%、2月环比-0.6%，房价环比已连续2个月降幅收窄。

一线城市挂牌量高位震荡、部分回落（更新至2月底）

图9、北京二手房挂牌套数（更新至24年2月底）



资料来源：sanliudata，申万宏源研究

图10、上海二手房挂牌套数（更新至24年2月底）



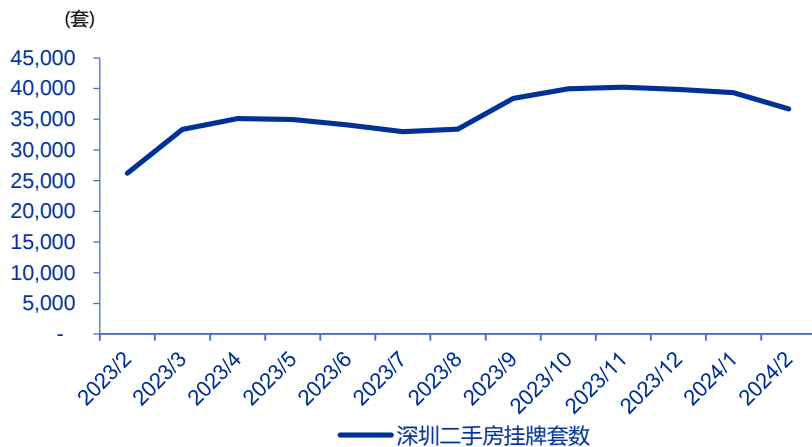
资料来源：sanliudata，申万宏源研究

图11、广州二手房挂牌套数（更新至24年2月底）



资料来源：sanliudata，申万宏源研究

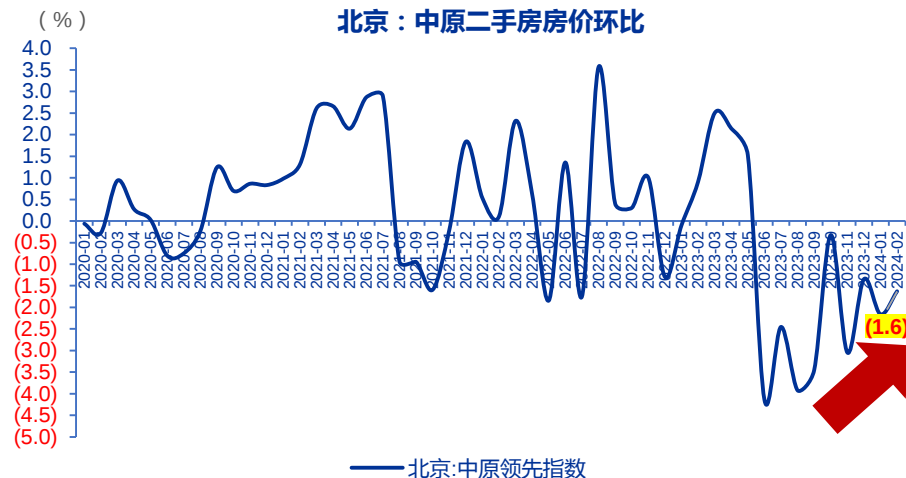
图12、深圳二手房挂牌套数（更新至24年2月底）



资料来源：sanliudata，申万宏源研究

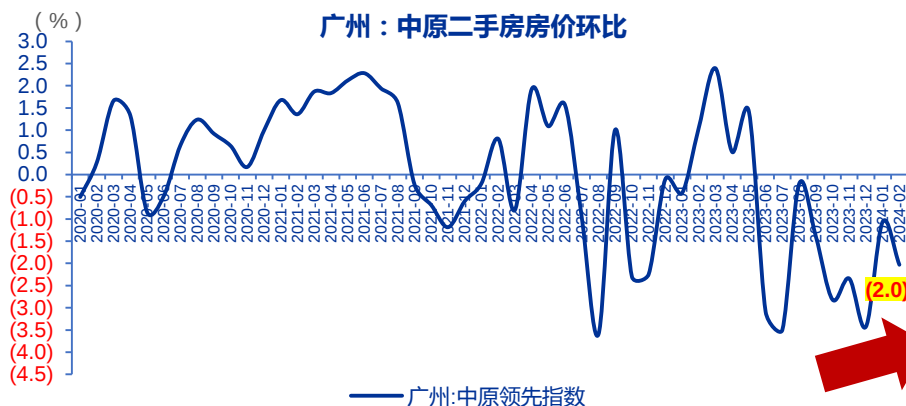
近期一线城市二手房房价环比多现降幅收窄

图13、北京中原二手房房价环比



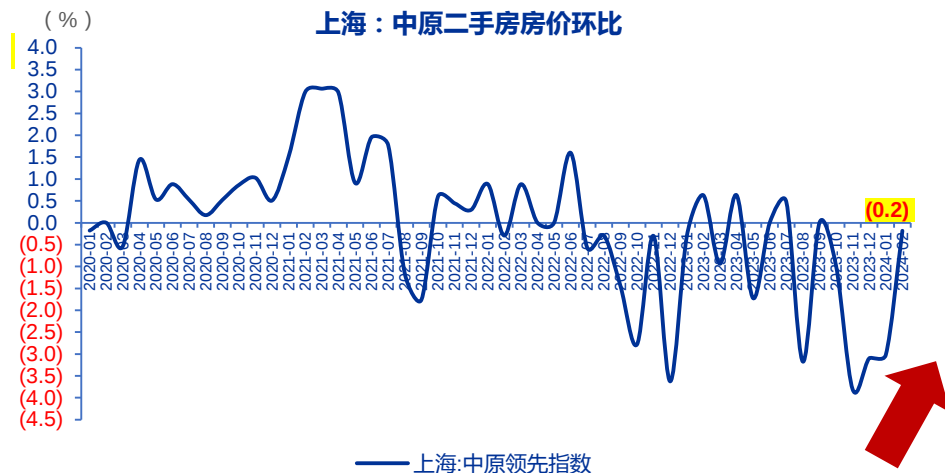
资料来源：Wind，申万宏源研究

图15、广州中原二手房房价环比



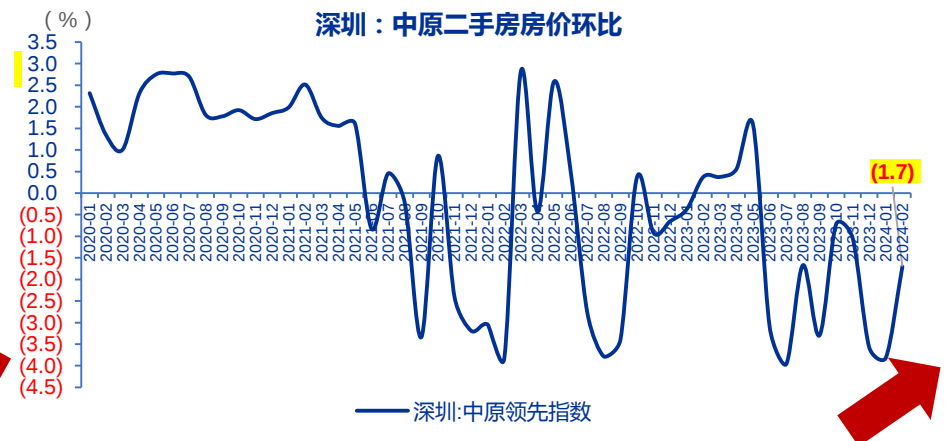
资料来源：Wind，申万宏源研究

图14、上海中原二手房房价环比



资料来源：Wind，申万宏源研究

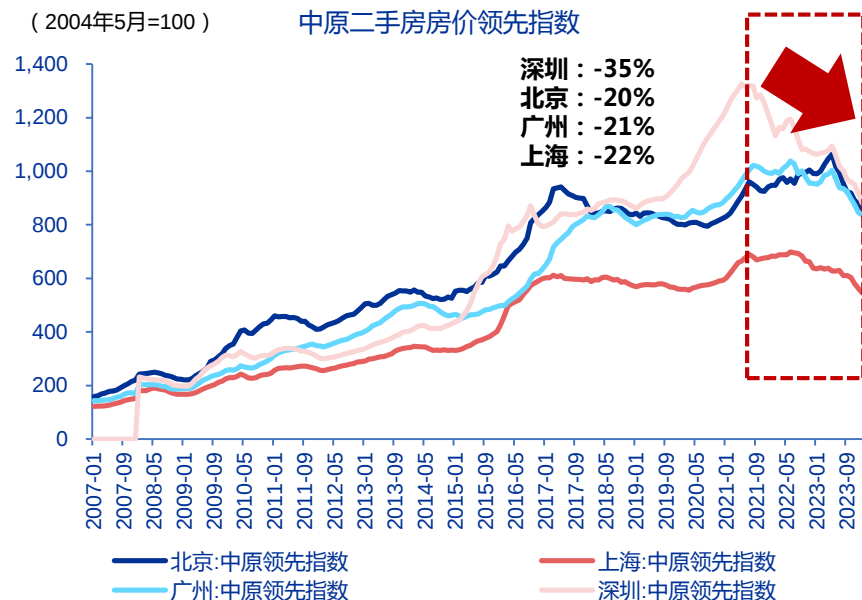
图16、深圳中原二手房房价环比



资料来源：Wind，申万宏源研究

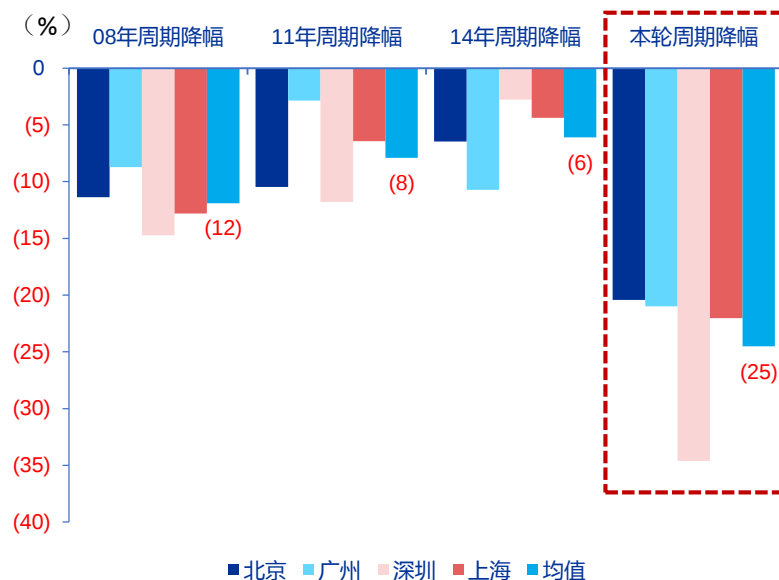
本轮一线城市房价呈现深度调整、降幅边际收窄

图17：中原二手房领先指数北上广深情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

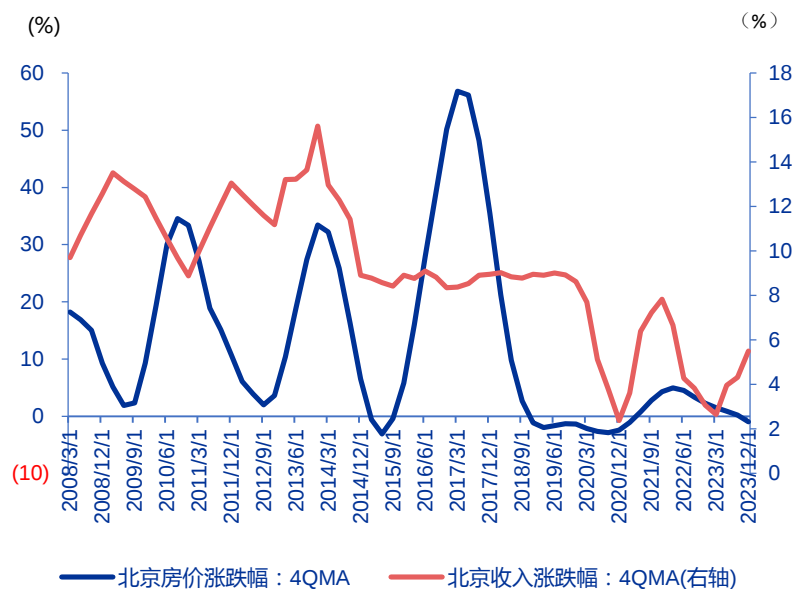
图18：各轮周期房价最大跌幅（北上广深中原二手房房价领先指数）



资料来源：Wind，申万宏源研究

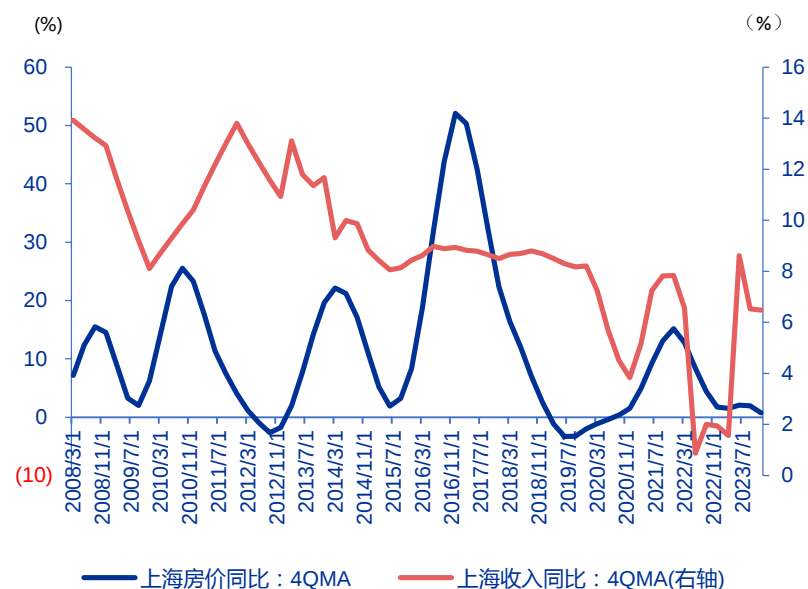
- 根据中原二手房领先指数，北上广深指数分别较高点下降20%、22%、21%、35%；从边际跌幅看，北上广深24年2月房价环比-1.6%、-0.2%、-2%、-1.7%，较前值+0.5pct、+2.8pct、-1.0pct、+2.1pct，除广州外跌幅均呈现一定收窄，表明目前一线城市房价端已呈现深度调整状态。
- 根据中原二手房领先指数，对比每轮周期，本轮周期北上广深房价指数最大降幅均值已达25%，当前房价调整幅度明显超过以往周期，如2008年周期降幅12%、2011年周期降幅8%、2014年周期降幅6%，从历史周期角度来看，本轮房价也已呈现深度调整状态。

图19、北京房价和收入关系（4QMA）



资料来源：Wind，趋势动物，申万宏源研究

图20、上海房价和收入关系（4QMA）

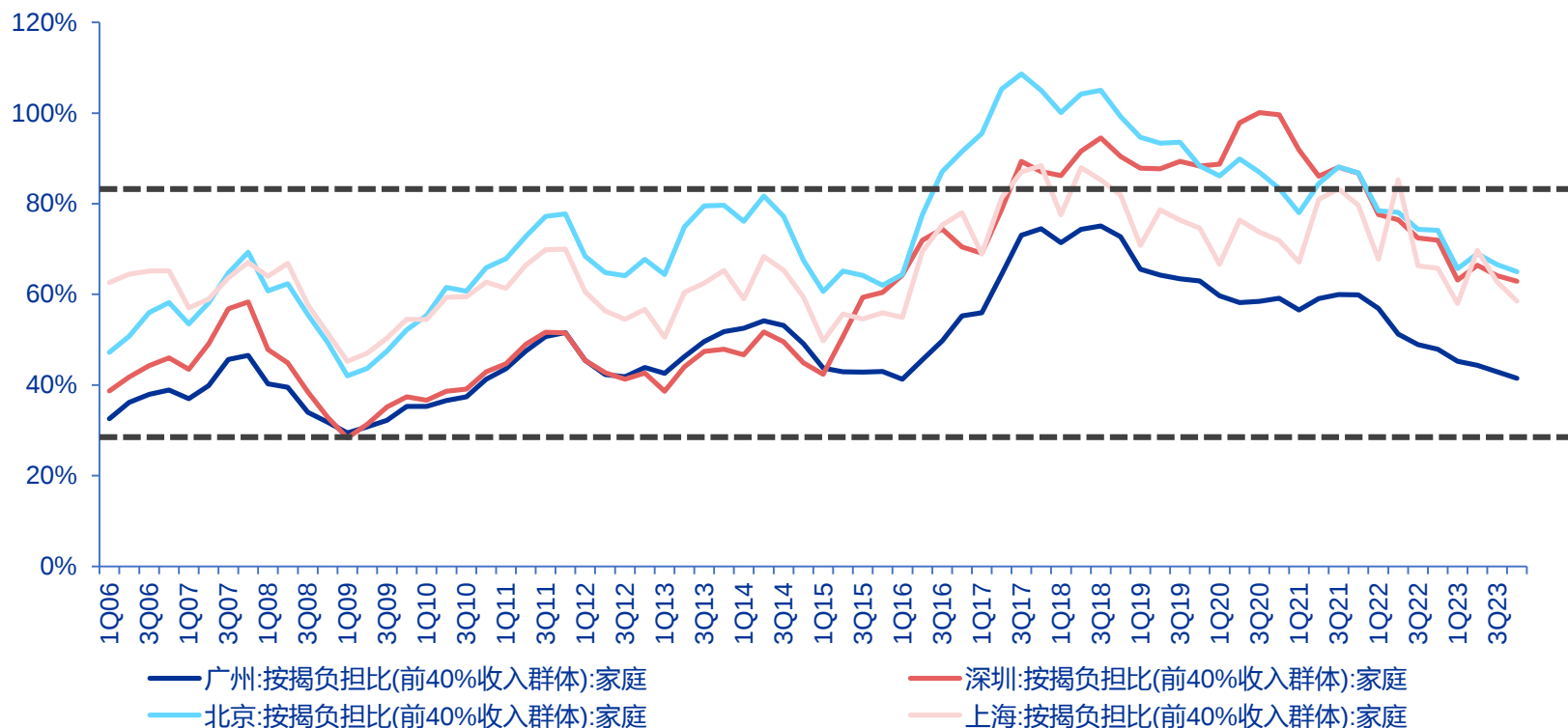


资料来源：Wind，趋势动物，申万宏源研究

- 一线城市北京和上海自2018年以来房价增速保持回落，而收入端表现更为坚挺。2023Q4，北京、上海房价增速（4QMA）分别为-1%、1%，而收入端增速均为6%，表明近期核心城市收入相对房价表现更为稳健，由此也就推动了近期核心城市的按揭负担比的改善。

近期一线城市按揭负担比显著改善、逐步进入合理区间

图21、北上广深家庭按揭负担比（前40%收入群体）

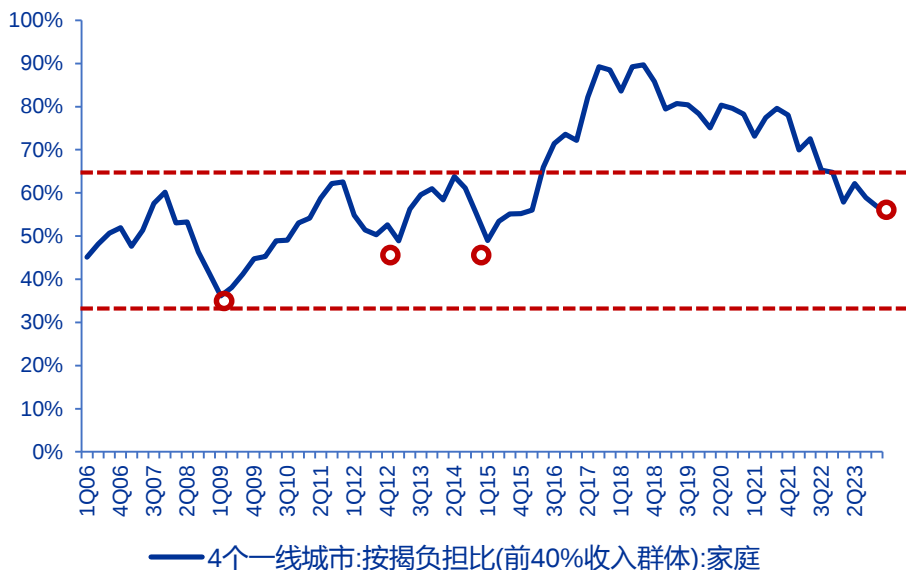


资料来源：Wind，趋势动物，申万宏源研究

- 近期一线城市按揭负担比出现显著下行，回到2016年水平，逐步进入合理区间。我们测算前40%收入群体的家庭按揭负担比，发现2023Q4北上广深已经分别降低至65%、58%、41%、63%，均值57%，已经回到2016年水平。
- 此外，考虑到预计后续房贷利率仍将继续下降以及房价仍将略有下行，预计按揭负担比也将进一步有所改善，并更进一步进入合理区间。

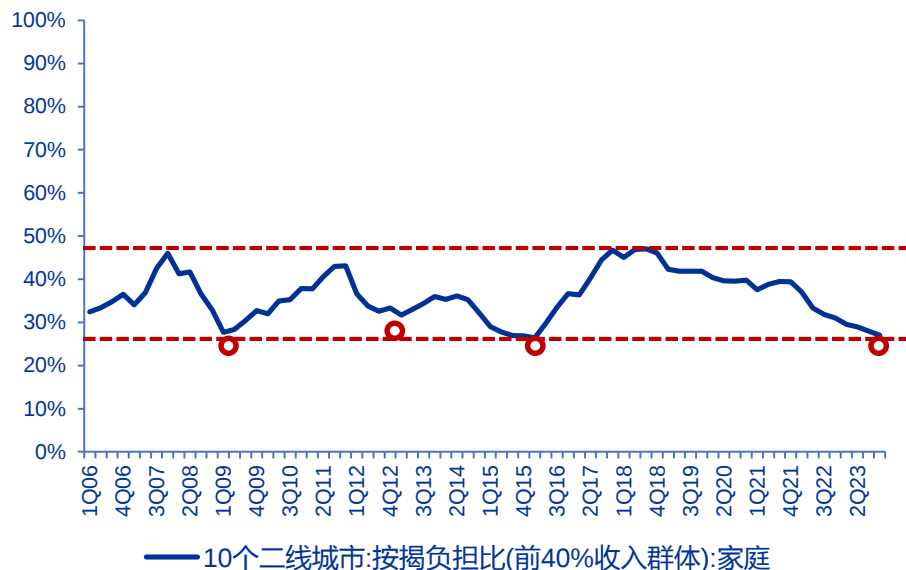
一二线城市按揭负担比大多回到周期极值点

图22、一线城市家庭按揭负担比（前40%收入群体）



资料来源：Wind，趋势动物，申万宏源研究

图23、10个二线城市家庭按揭负担比（前40%收入群体）

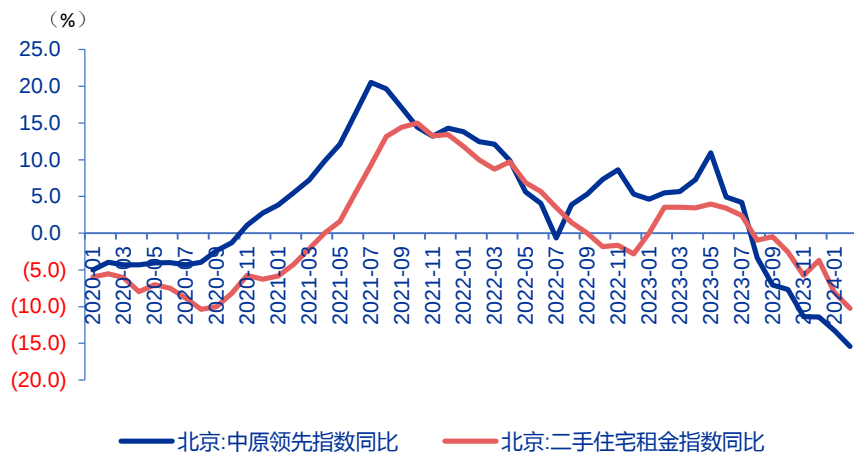


资料来源：Wind，趋势动物，申万宏源研究

- 核心城市按揭负担比显著改善、并大多回到周期极值点。2023Q4，一线城市（北上广深）的家庭按揭负担比均值已经回落至57%，已经接近于历史阶段性底部（2013Q1的49%和2015Q1的49%）、但还高于2009Q1的36%；核心10个二线城市（杭州、成都、长沙、厦门、西安、武汉、南京、福州、合肥、苏州）的家庭按揭负担比均值回落到27%，已经达到了历史阶段性底部区间（2009Q1的28%、2013Q1的32%、2016Q1的26%）。
- 值得注意的是，考虑到预计后续房贷利率仍将继续下降以及房价仍将略有下行，预计后续按揭负担比也将进一步有所改善。此外，从周期的角度来看，2009Q1、2013Q1、2016Q1都是前三轮周期的周期起点附近，在历史常规周期中，按揭负担比促发极值也将对房地产的量价形成支撑，也或意味着房地产自然需求底将来临。

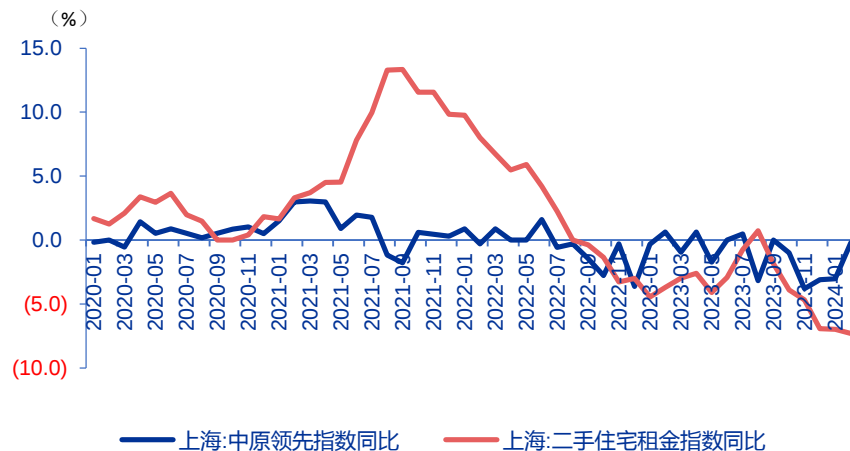
近期一线城市租金相对于房价表现更为稳健

图24、北京二手住宅房价和租金指数同比



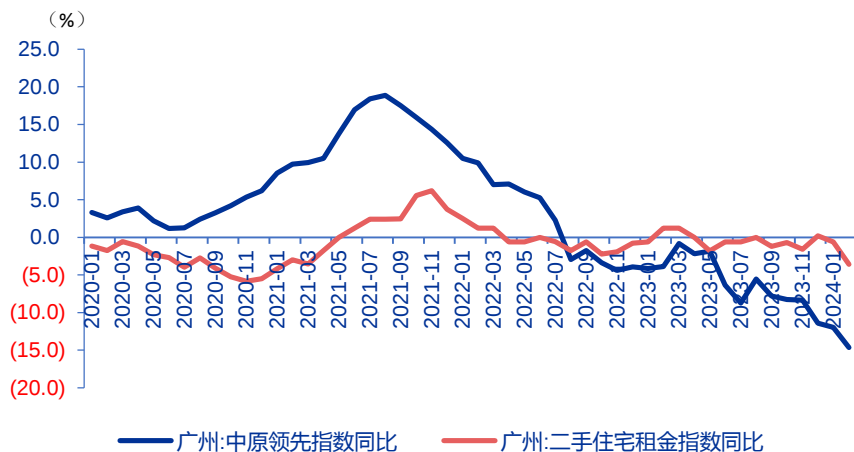
资料来源：Wind，申万宏源研究

图25、上海二手住宅房价和租金指数同比



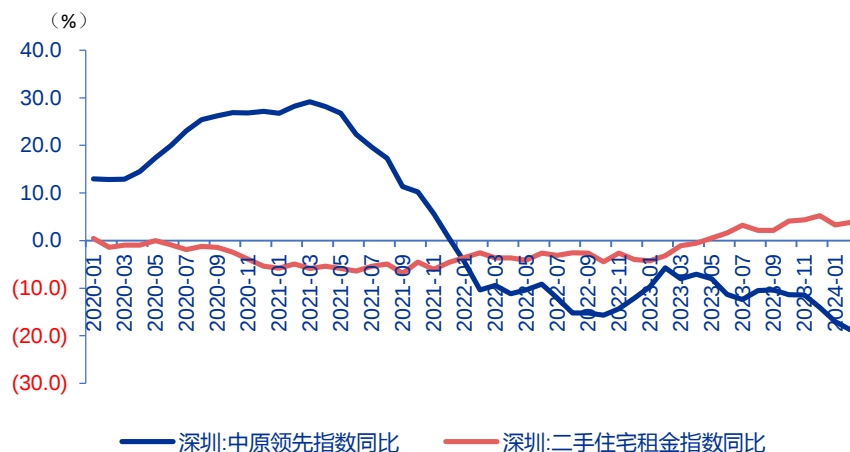
资料来源：Wind，申万宏源研究

图26、广州二手住宅房价和租金指数同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图27、深圳二手住宅房价和租金指数同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图28、百城租金回报率和国债收益率关系（百城口径）

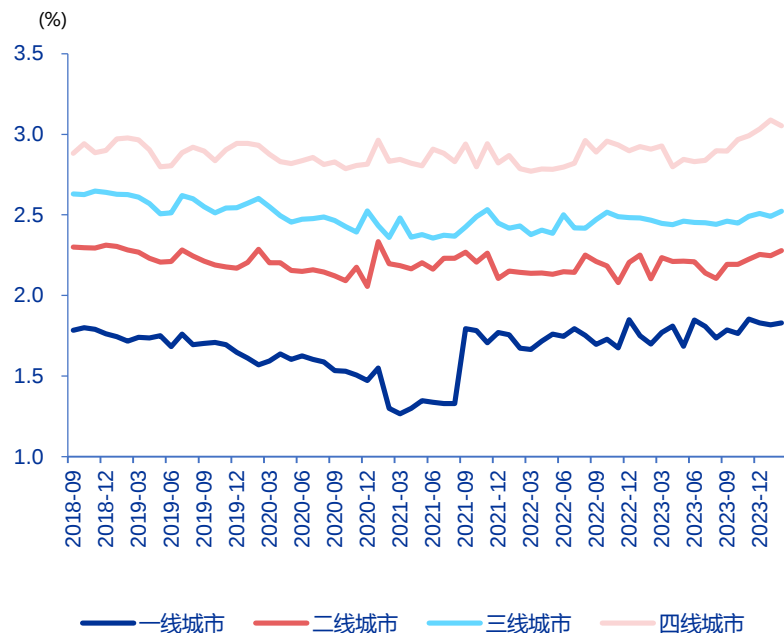


资料来源：Wind，申万宏源研究

- 百城口径租金回报率和国债收益率利差持续收窄。百城租金回报率在2020年12月达阶段底部，此后稳步上涨，至24年2月回升至2.20%，同期10年期国债收益率2.34%，利差收窄至-0.14%，创下近几年的新高，房地产配置价值或将出现。
- 此外，考虑到预计后续进一步的降息以及房价仍将略有下行，预计租金回报率也将进一步回升、并预计后续有望超过10年期国债收益率，进一步支撑房地产配置价值或将出现，并且也进一步支撑需求底或将来临。

低能级城市租金回报率更高、目前已超国债收益率

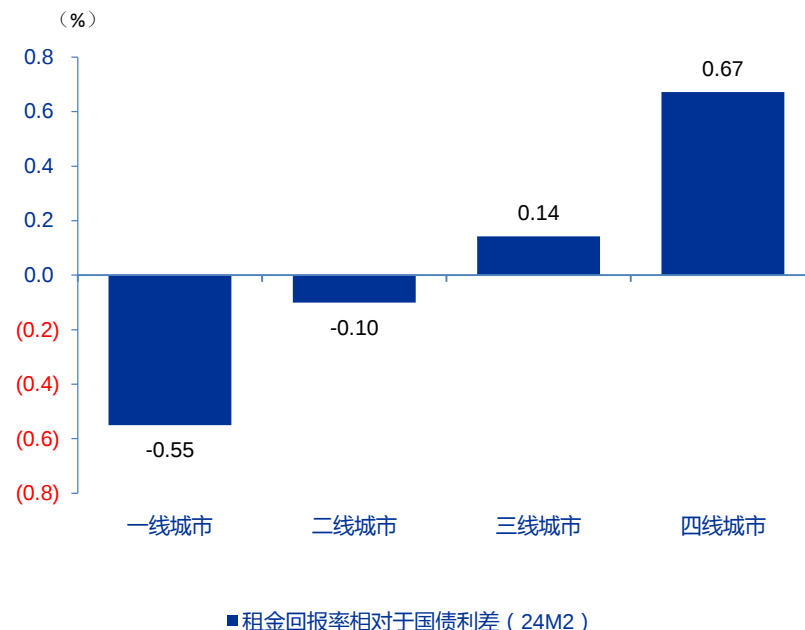
图29、各能级城市租金回报率走势（百城口径）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：一线城市4个、二线城市31个、三线城市44个、四线城市44个。

图30、目前各能级城市租金回报率相对于国债的利差比较（百城口径）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：一线城市4个、二线城市31个、三线城市44个、四线城市44个。

- 低能级城市租金回报率更为可观，不同能级城市租金回报率基本都于21年开始见底，此后开始持续上升。根据Wind披露的百城租金回报率数据，24年2月，一、二、三、四线城市租金回报率均值分别达1.83%、2.28%、2.52%、3.05%。
- 目前各能级城市租金回报率相对于国债的利差持续收窄，低能级城市租金回报率已超国债收益率，24年2月，一、二、三、四线城市租金回报率均值相对年国债收益率分别为-.pct、-.pct、.pct、.pct。

核心城市租金回报率和国债利差回到周期极值点

图31、一线城市住宅租金-10年国债收益率（中原口径）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图32、一线城市住宅租金-1年存款利率（中原口径）



资料来源：Wind，申万宏源研究

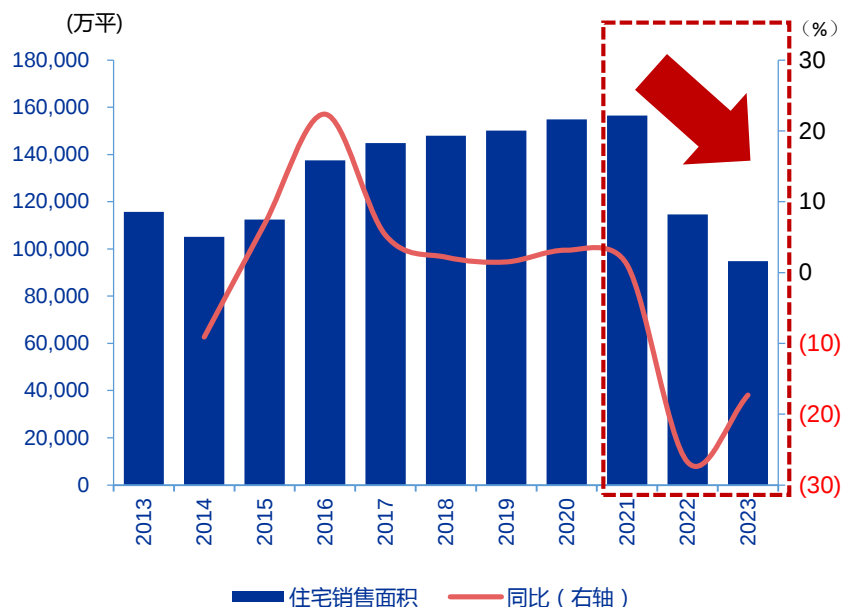
- **核心城市租金回报改善、并大多回到周期极值点。**根据中原地产数据，目前一线城市住宅租金回报率均值1.57%，同期10年期国债收益率2.34%，利差收窄至-0.8pct，低于最高点2008年12月（+0.9pct），与2012年7月（-0.7pct）、2015年12月（-0.7pct）、2020年4月（-1.0pct）高点较为接近。若与1年期存款利率相比，当前1年期存款利率降至1.54%，利差转正至+0.02pct，而利差转正仅在2008年10月-2010年11月、2015年8月-2016年5月这两个时间段出现过。
- **值得注意的是，考虑到预计后续进一步的降息以及房价仍将略有下行，预计租金回报率也将进一步回升、并预计后续有望超过10年期国债收益率。**此外，从周期的角度来看，2008年12月、2012年7月、2015年12月、2020年4月都是前四轮周期的周期起点附近，在历史常规周期中，租金回报率相对国债收益率利差触发极值也将对房地产的量价形成支撑，也或进一步意味着房地产需求底将来临。

- **今年春节后二手房成交修复，房价深度调整后有趋稳趋势。**成交端，24年春节以来17城二手房成交较21、22、23年增速分别为-20%、+34%、-19%，整体呈现一定复苏态势，其中深圳和成都表现突出。房价端，本轮周期北上广深二手房房价累计降幅均值已达25%，当前房价调整幅度明显超过以往周期，如2008年周期的12%、2011年周期的8%、2014年周期的6%，本轮房价已呈现深度调整状态，并从边际角度，70城二手房房价环比连续2个月降幅收窄，其中近期一线城市也呈现房价降幅收窄趋势。我们预计部分城市有望需求提前筑底企稳。
- **核心城市按揭负担比明显改善，大多回到历史周期极值点。**从购买力角度来看，由于房价的深度调整以及持续的房贷利率降息，核心城市的按揭负担比呈现显著改善，支撑需求底的来临。一线城市（前40%收入群体）家庭按揭负担比均值从18Q3的90%回落到23Q4的57%，接近历史低点13Q1（49%）、15Q1（49%）；核心10个二线城市（前40%收入群体）按揭负担比均值从18Q3的47%回落到23Q4的27%，达到历史低点09Q1（28%）、13Q2（32%）、16Q1（26%）。此外，在历史经验中，按揭负担比触发极值也将对房地产的量价形成支撑。
- **百城租金回报率对国债利差收窄，一线城市回到周期极值点。**从收益率角度来看，由于租金回报率的提升以及国债收益率的持续下行，当前房产配置性价比有所提升，进一步支撑需求底的来临。百城口径租金回报率和国债收益率利差持续收窄，24年2月租金回报率2.20%，较10年国债利差收窄至-0.14%、创近年来新高。其中一线城市租金回报率和国债收益率利差已经接近历史低点2012年7月、2015年12月、2020年4月。同样在历史经验中，租金回报率相对国债收益率利差触发极值也将对房地产的量价形成支撑。

主要内容

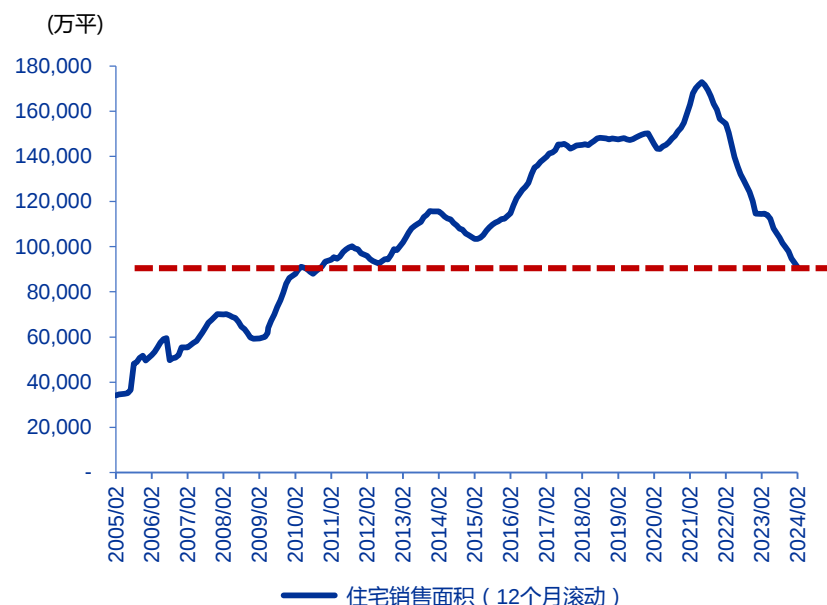
1. 近期分析：短期需求底有望来临
2. 中期支撑：中期需求依然有支撑
3. 政策优化：政策优化升级再助力
4. 投资分析意见：维持“看好”评级

图33：统计局全国住宅销售面积及同比（年度）



资料来源：统计局，申万宏源研究

图34：统计局全国住宅销售面积（12个月滚动）



资料来源：统计局，申万宏源研究

- 根据统计局数据，2021-2023年全国住宅销售面积经历了大幅下跌，2023年较2021年高峰累计降幅达39%，根据克而瑞数据，反映到个体房企和个体城市的降幅那就更大。
- 根据统计局数据，2023年住宅销售面积为9.5亿平，2024年1-2月全国住宅销售面积同比-25%，并目前12个月滚动住宅销售面积进一步降至9.1亿平，已经回到了2010年的水平。

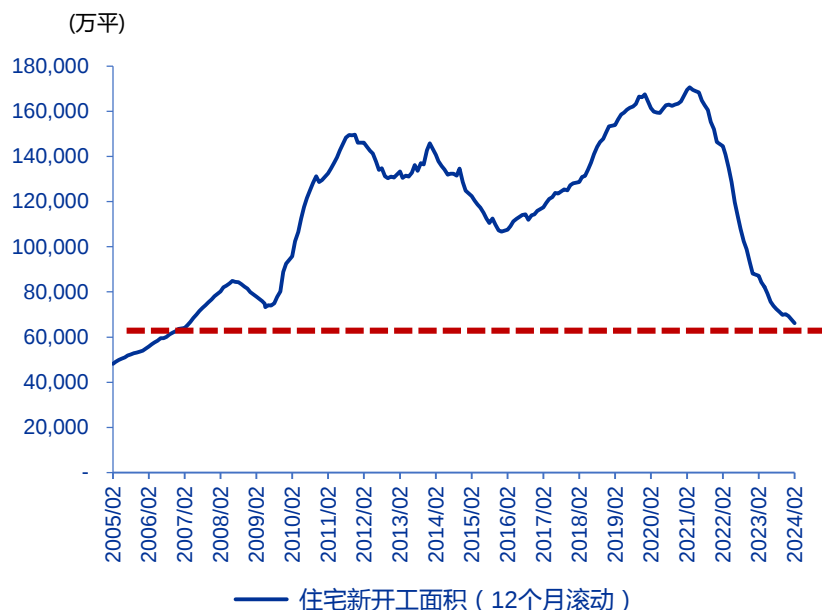
新开工：本轮全国新开工大降6成、近期动态年化已回到2007年

图35：统计局全国住宅新开工及同比（年度）



资料来源：统计局，申万宏源研究

图36：统计局全国住宅新开工面积（12个月滚动）

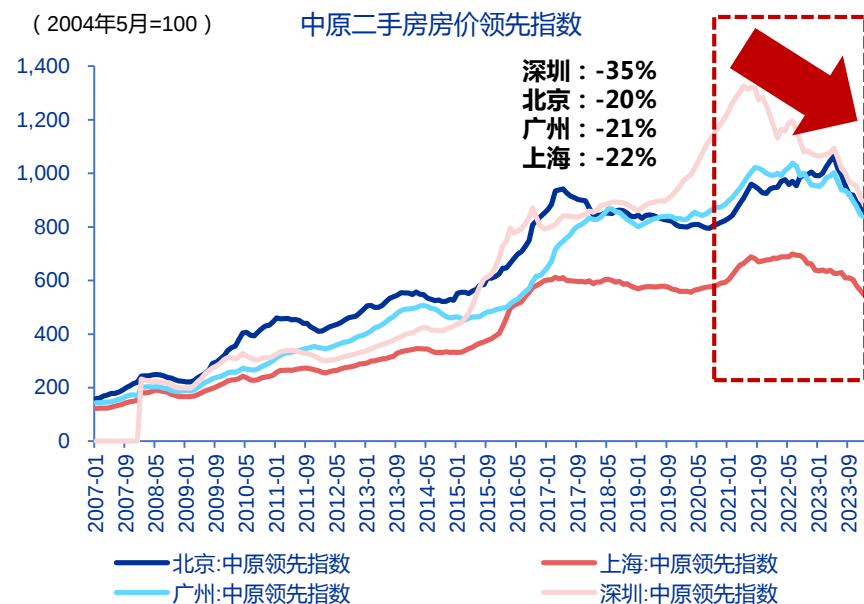


资料来源：统计局，申万宏源研究

- 根据统计局数据，新开工面积自2019年达到历史高点，2020年进入下行通道，2023年较2019年高峰已经累计下降59%，并考虑到过去3年拿地下降明显，销售仍然低迷，开工短期内仍没有强支撑。
- 根据统计局数据，2023年住宅新开工面积为6.9亿平，2024年1-2月全国住宅开工面积同比-31%，并目前12个月滚动住宅新开工面积进一步降至6.6亿平，已经回到了2007年的水平。

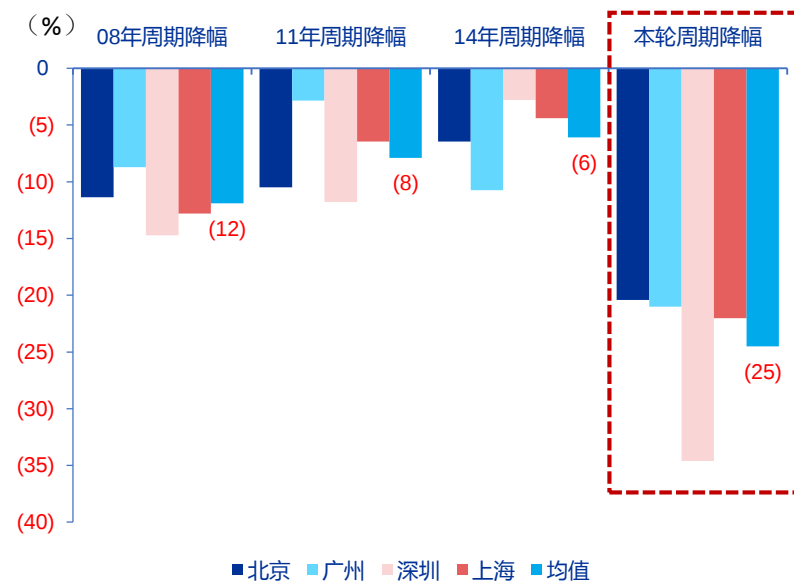
房价：本轮一线城市二手房房价大降25%、降幅创下历史新高

图37：中原二手房领先指数北上广深情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图38：各轮周期房价最大跌幅（北上广深中原二手房房价领先指数）

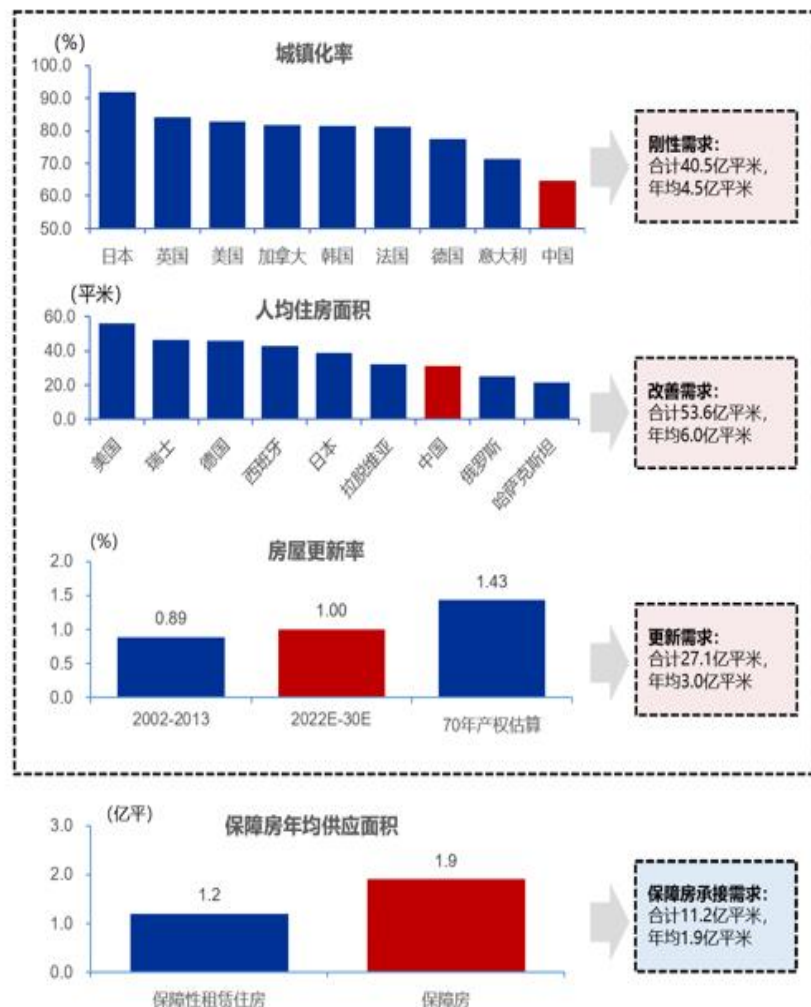


资料来源：Wind，申万宏源研究

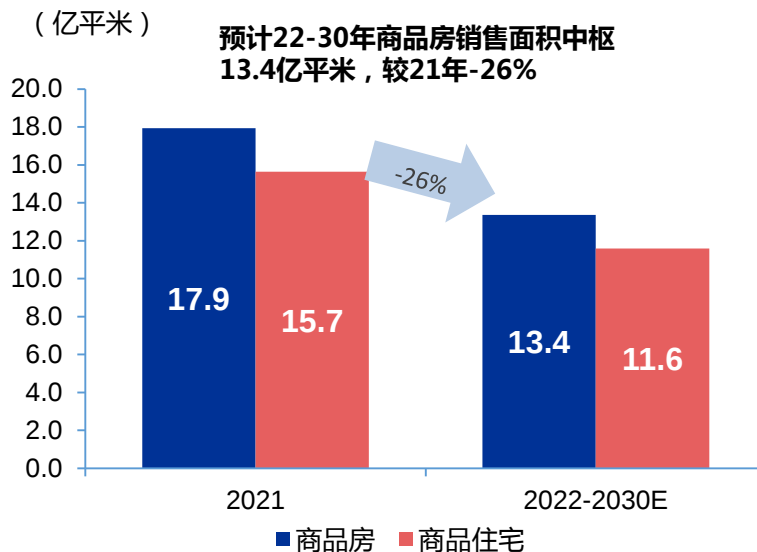
- 根据中原二手房领先指数，自2021年以来，北京、上海、广州、深圳的二手房房价指数分别距历史高点下跌了20%（高点23年5月）、22%（高点22年6月）、21%（高点22年6月）和35%（高点21年5月），并且目前依然在下跌趋势中。
- 根据中原二手房领先指数，对比每轮周期，本轮周期北上广深房价指数最大降幅均值已达25%，当前房价调整幅度明显超过以往周期，如2008年周期降幅12%、2011年周期降幅8%、2014年周期降幅6%。

需求测算1：估算我国中期住宅需求中枢11.6亿平、规模依然可观

图39、城镇化率、人均居住面积、旧房更新率为中期需求三大支撑

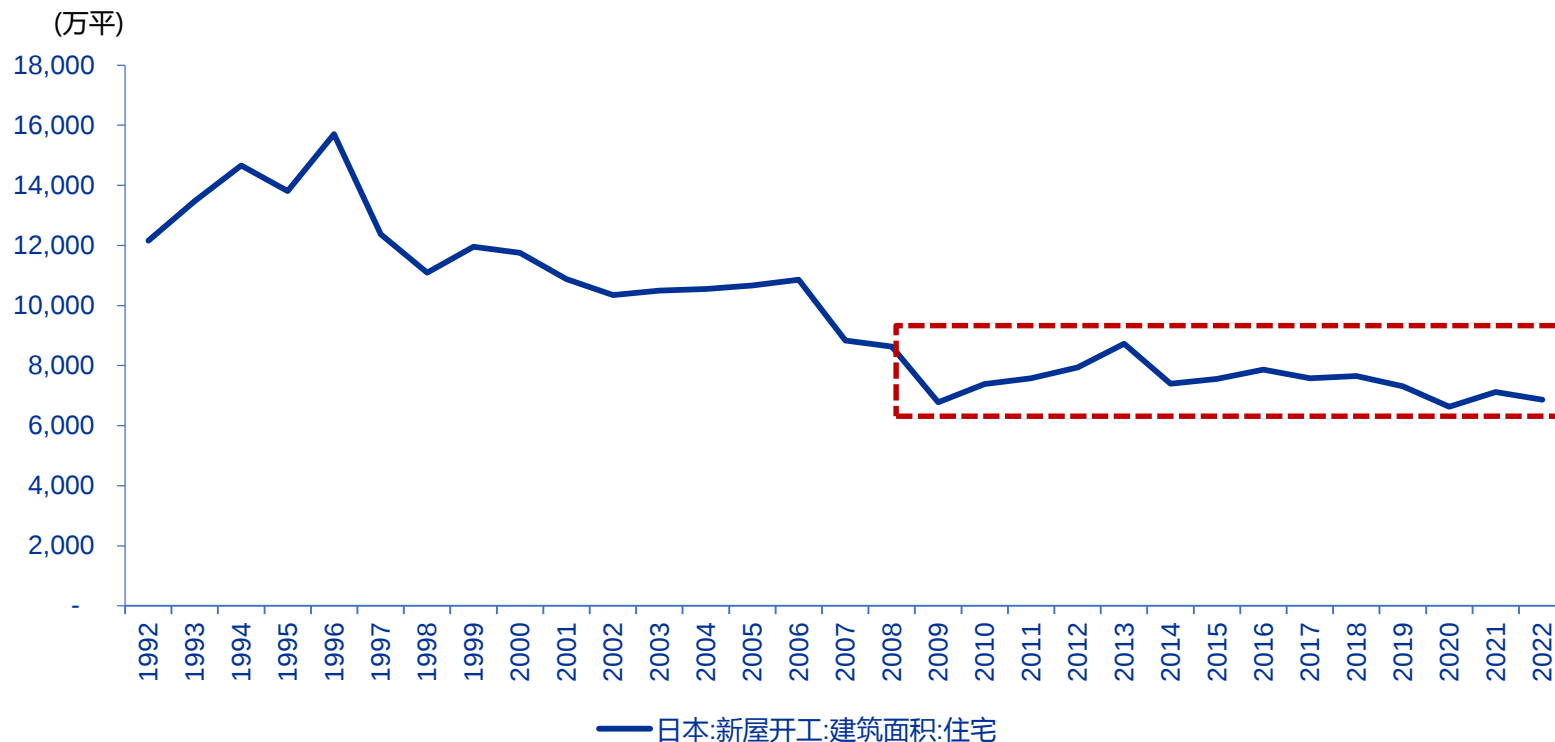


资料来源：Wind，CEIC数据库，各国统计局，申万宏源研究



- 我国目前城镇化率（65%）、人均住房面积（30平）、旧房更新率（1%）三大指标较国际上主流发达国家均有较大提升空间，这决定了我国房地产市场依然有较大发展空间。
- 经测算，我们预计我国未来5-10年的商品房需求中枢约为13.4亿平（商品住宅需求中枢约为11.6亿平），虽然较2021年商品房销售面积的17.9亿平下降26%，但依然规模可观。

图40、日本住宅新开工面积走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

- 日本房地产市场自上世纪90年代进入成熟阶段后，住宅新开工从高峰1996年的1.6亿平下降至2022年的6,865万平，降幅达56%；并自2008年之后新开工基本上稳定在7,000万平左右。即使在2008年金融危机周期中，日本2009年新开工进入阶段最底部，仍达7,000万平，疫情阶段年新开工底部仍有7,000万平，我们认为日本住宅新开工整体处于平稳夯实阶段。

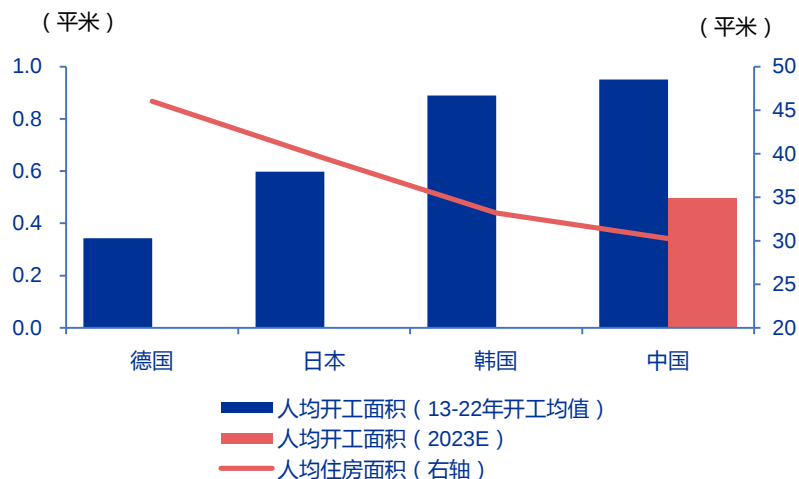
需求测算2：日韩饱和和经验底线预测我国住宅中枢为10.5亿平

表1：日韩为鉴我国中期新开工底线高于10.5亿平米

	日本	韩国	中国
2022年人口（万人）	12,512	5,182	
13-22年新开工均值（万平）	7,472	4,605	
人均新开工面积（平/人）	0.60	0.89	
我国人口倍数	11.3	27.2	
过去10年日韩新开工递推我国新开工底线（亿平）	8.4	12.5	10.5
2022年城镇化率	92%	81%	64%
人均住房面积（平）	39	33	30
考虑城镇化率和人均面积后我国新开工底线（亿平）	高于8.4	高于12.5	高于10.5
维持我们前期预测商品房中枢需求（亿平）			13.4
维持我们前期预测住宅中枢需求（亿平）			11.6

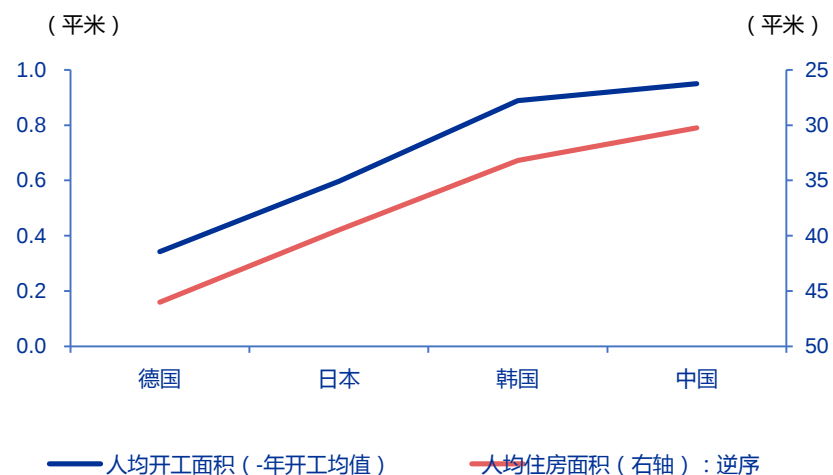
资料来源：Wind，申万宏源研究

图41：中日韩德人均开工面积和人均住房面积情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图42：中日韩德人均开工和人均住房成反向关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/686050045000010112>