

三四线地产草根调研见闻

——宏观专题研究

宏观专题内容摘要

地产走势可谓今年中国经济的“胜负手”，对今年经济增长率影响较大，我们对六个三四线城市进行了全方位的地产调研，调研对象包括房地产一线从业者、管理者与金融机构，希望能对三四线地产的压力与前景有更深刻的理解。

我们的调研主要有以下几点重要发现：

➤ 三四线地产价格已经出现明显调整

大量三四线城市（包括内地省会城市）的二手房均价较最高点已经下滑超过20%，有些甚至超过30%

➤ 房价下跌对金融体系的影响相对有限

市场担心房地产大幅下跌，可能会引发系统性风险，从调研情况看按揭贷款整体风险可控，但微观上看，地产开发贷以及相关融资存在风险。

➤ 2023年融资平台债务违约风险值得关注

受到居民、企业去库存、以及土地储备去库存的影响，尽管地产销售在回升，但2023年大部分城市都很难再看到土地市场回升。而为了偿还债务，过去两三年地方政府的财政腾挪空间已经不大，因此，2023年一些脆弱地区融资平台的违约风险不降反升。

➤ 看好利率债成长股以及地产龙头股

房价大幅下跌意味着消费的回暖可能不及预期，地产投资的不确定性仍然较大，因此我们认为下半年有可能再度降息，我们继续看多利率债和成长股。前期房价下跌，地产销售复苏，若后续叠加供需两端政策发力，居民预期有望恢复。我们建议重点关注资金实力较强、土储更为优质充裕的国央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。

➤ 其他值得关注之处

1) 居民部门去杠杆的原因可能是长期的，需要为利率长期下行做好准备；2) 住房资产保值的真相可能是教育等公共服务权益保值；3) 为什么空置率较高的环沪某城市跌幅小于空置较少的内地省会？

➤ **风险提示：**地产刺激政策延续性不及预期，调研样本有限，房地产销售平台数据失真

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超
执业证书编号：S0590523030001
邮箱：fangshch@glsc.com.cn

联系人：姜好幸
邮箱：jianghx@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《3月出口大幅反弹的背后——3月外贸数据点评》2023.04.13
- 2、《CPI 同比走弱无需过度担忧——3月价格数据点评》2023.04.11
- 3、《经济复苏斜率放缓——3月PMI数据以及未来经济展望》2023.04.02

正文目录

1	引言	4
2	三四线地产价格已经经历明显调整	5
2.1	70 大中城市数据中的三线城市二手房价格	5
2.2	贝壳数据显示的重点城市二手房价格	6
2.3	微观反馈三四线城市房价跌幅情况	6
2.4	大部分三四线城市房价目前或阶段性企稳	8
3	房价下跌对金融体系的直接冲击有限	10
3.1	按揭贷款偿还较稳定	10
3.2	经营贷偿还更多取决于第一还款来源	10
3.3	开发贷风险值得关注	11
3.4	商业地产风险几何?	12
4	关注融资平台偿债压力	14
4.1	融资平台偿债压力较大	14
4.2	土地财政、财政储备与城投债务偿还	14
4.3	地产销售回升传导到土地市场需要时间	15
5	对短期经济的展望及投资建议	17
5.1	2023 年地产销售可能超预期——利好地产龙头股	17
5.2	经济复苏仍有较多不确定性——看多利率债和成长股	18
6	其他值得关注之处	21
6.1	居民部门去杠杆的真相	21
6.2	教育期权对房价的支撑不容忽视	24
6.3	空置就意味着价格下跌的风险吗?	24
7	风险提示	25

图表目录

图表 1: 近期调研路线图.....	4
图表 2: 70 大中城市中的二手房价格指数.....	5
图表 3: 重点城市二手房成交价已有明显调整.....	6
图表 4: 兰州二手房挂牌均价.....	7
图表 5: 柳州二手房挂牌均价.....	7
图表 6: 石家庄二手房挂牌均价.....	7
图表 7: 房屋销售均价年度增速.....	8
图表 8: 石家庄公寓市场 2021-2022 年月度量价走势.....	8
图表 9: 央行问卷调查中储户对房价的预期.....	9
图表 10: 经营贷偿还受房价影响有限.....	11
图表 11: 商业银行对房企贷款中的不良贷款情况.....	12
图表 12: 美国商业地产抵押债券指数大幅下跌.....	13
图表 13: 办公楼销售与库存情况.....	13
图表 14: 商业营业用房销售与库存情况.....	13
图表 15: 城投公司到期债券规模及前瞻 (亿元).....	14
图表 16: 地方财政紧平衡.....	15
图表 17: 地产链回暖的传导链较长.....	15
图表 18: 近三年地产股表现.....	17
图表 19: 商品房销售面积 (季调).....	18
图表 20: 地产投资资本形成 (季调).....	19
图表 21: 中国地产企业住宅狭义库存水平 (单位: 万平方米).....	20
图表 22: 近三年利率债表现 (单位: %).....	20
图表 23: 中国居民住房按揭贷款以及贷款存量同比.....	21
图表 24: CPI 房租和 CPI 以及核心 CPI.....	22
图表 25: 七城二手房租赁价格指数 (2018 年 11 月=100).....	22
图表 26: 中国城镇人口变化.....	23
图表 27: 公寓价格下跌明显超过住宅.....	24

1 引言

地产走势可谓今年中国经济的“胜负手”，对今年经济增长率影响较大，市场有许多疑问亟待解答：

- 2020-2022 年，三四线房地产市场经历了多大程度的冲击？
- 随着近期部分一线城市地产有所回暖，三四线地产销售是否也有边际好转？
- 一线从业人员对后续房价的预期如何？
- 金融机构与监管部门如何评估三四线地产可能存在的风险？

我们对六个三四线城市进行了全方位的地产调研，调研对象包括房地产一线从业者、管理者与金融机构，希望能对三四线地产的压力与前景有更深刻的理解。

图表 1: 近期调研路线图



来源：百度地图，国联证券研究所

2 三四线地产价格已经经历明显调整

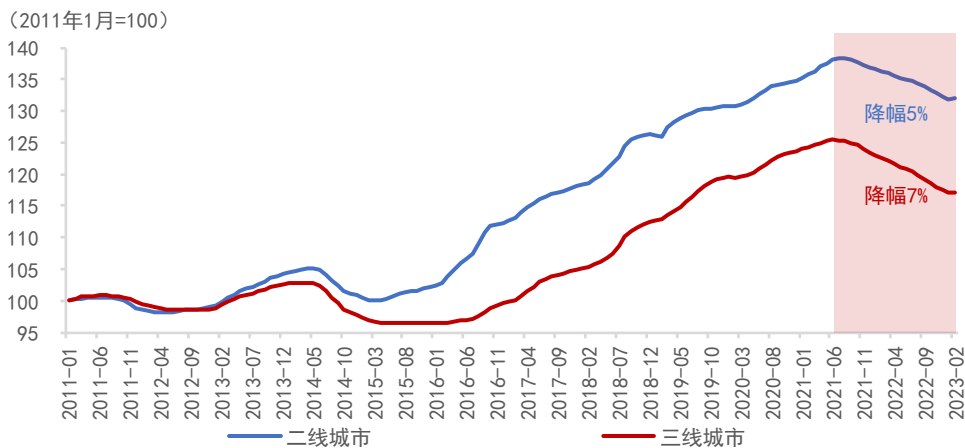
价格走势是判断后续地产销售的重要线索。我们从微观调研的情况推测，不少三四线城市的地产价格，尤其是二手房成交价，自 2018、2019 年的顶峰可能已经经历了较为充分的调整。2023 年大部分城市房地产价格可能有阶段性企稳。

2.1 70 大中城市数据中的三线城市二手房价格

70 大中城市房价指数显示中国三线城市房价仅有温和调整。根据 70 大中城市二手房价格指数，从 2021 年中到今年初，二线¹城市的二手住宅价格整体下降 5%，三线²城市的二手住宅价格整体下滑 7%。

但是我们认为有两个因素可能导致 70 大中城市房价指标的代表性相对有限：一方面，该指标以当地地产交易中心的核税价为基础，在二手房交易中，出于避税的考虑，核税价和真实的成交价常常存在偏差；另一方面，该指标统计的三线城市还包括温州、无锡、金华、泉州等经济较为发达的大中城市，对于一些地产从业者而言，这些城市反而比中西部一些省会城市更被认为是二线城市。因此，真正低能级的三线、四线城市的二手房价降幅可能被低估。

图表 2: 70 大中城市中的二手房价格指数



来源：Wind，国联证券研究所；注：二手住宅价格指数根据统计局公布的环比推算得到。

¹ 二线城市为：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（31 个）。

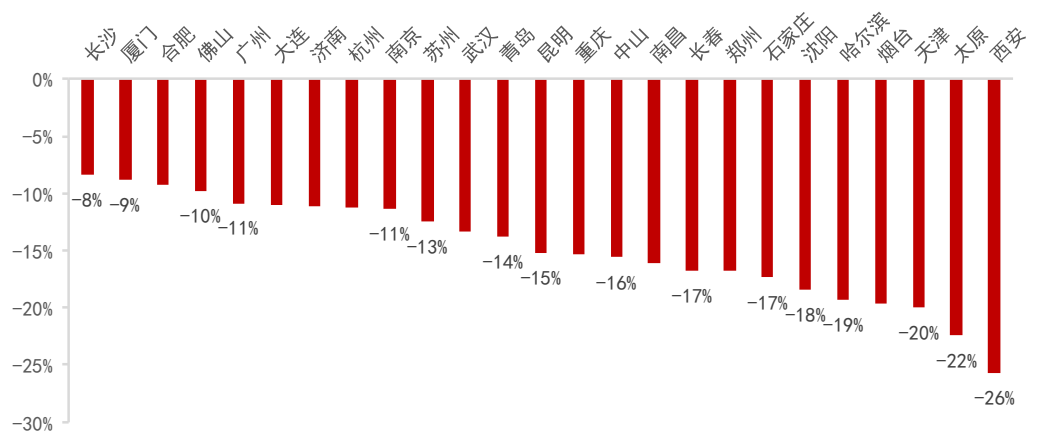
² 三线城市为：唐山、秦皇岛、包头、丹东、锦州、吉林、牡丹江、无锡、扬州、徐州、温州、金华、蚌埠、安庆、泉州、九江、赣州、烟台、济宁、洛阳、平顶山、宜昌、襄阳、岳阳、常德、惠州、湛江、韶关、桂林、北海、三亚、泸州、南充、遵义、大理（35 个）。

2.2 贝壳数据显示的重点城市二手房价格

被市场广泛认可的贝壳平台数据显示，即使是高能级的一些重点城市，房价下跌也比较明显。

具体而言，贝壳统计的非一线重点城市中，有超半数的城市，二手住宅成交价格从最高点到近期的降幅超过 15%，其中烟台、天津、太原的降幅已经超过 20%，西安的降幅已经达到 26%。

图表 3: 重点城市二手房成交价已有明显调整



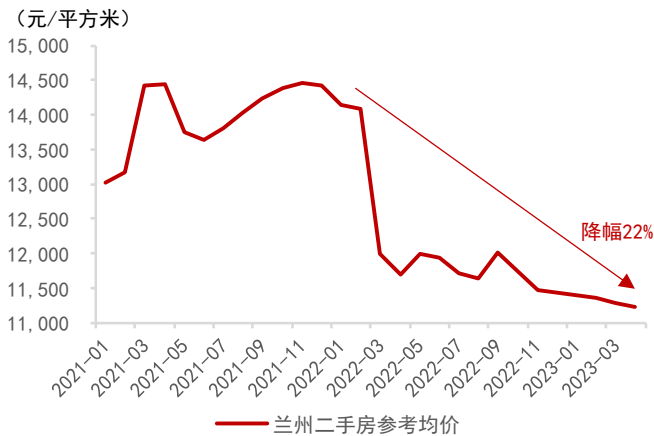
来源：贝壳研究院，Wind，国联证券研究所；注：时间范围为 2018.11-2023.3。

需要注意的是，贝壳的统计仅从 2018 年 11 月开始，一些城市的价格顶峰如果在此日期之前，那么该统计可能还低估了房价的跌幅。而且，贝壳平台在一些城市的覆盖面也比较有限，有可能不能完全反映当地的成交状况。

2.3 微观反馈三四线城市房价跌幅情况

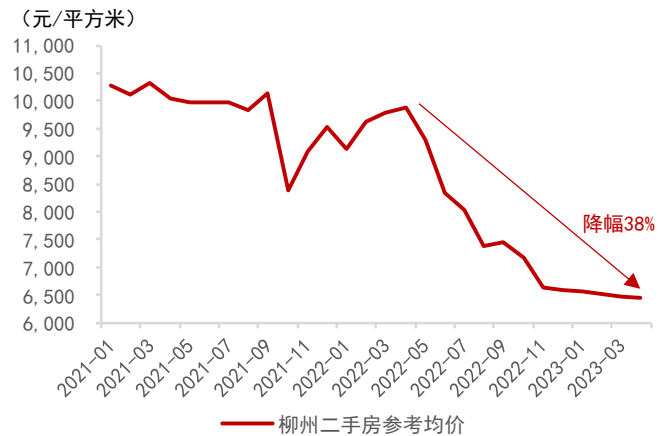
在此情况下，能级更低的非重点城市房价的跌幅更为明显，或超出部分市场预期。

从二手房中介、地产从业人员、乃至有关部门的反馈来看，一些包括内地省会城市在内的三四线城市，其二手房成交均价较上一轮高点已经下滑超过 20%，而其中偏远地块（比如市郊、工业新区）以及老旧房屋（无学区）的跌幅更大。

图表 4: 兰州二手房挂牌均价³

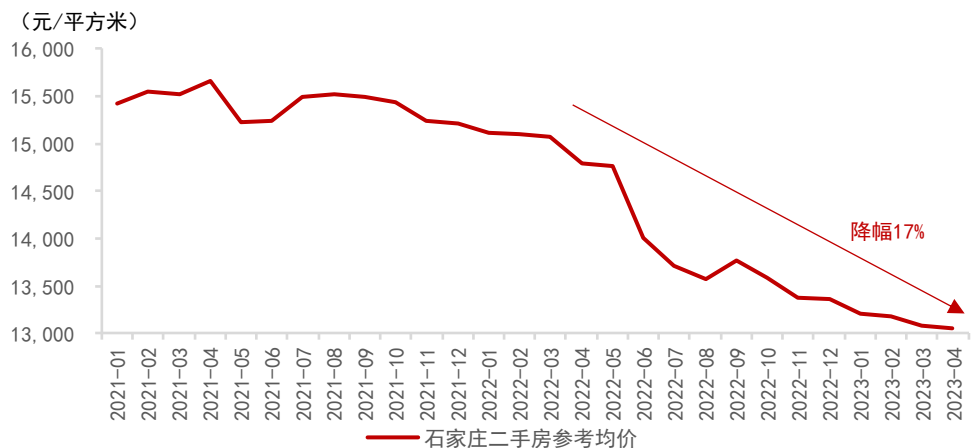
来源：房天下官网，国联证券研究所；注：均价数据来自全网挂牌房源

图表 5: 柳州二手房挂牌均价



来源：房天下官网，国联证券研究所；注：均价数据来自全网挂牌房源

图表 6: 石家庄二手房挂牌均价

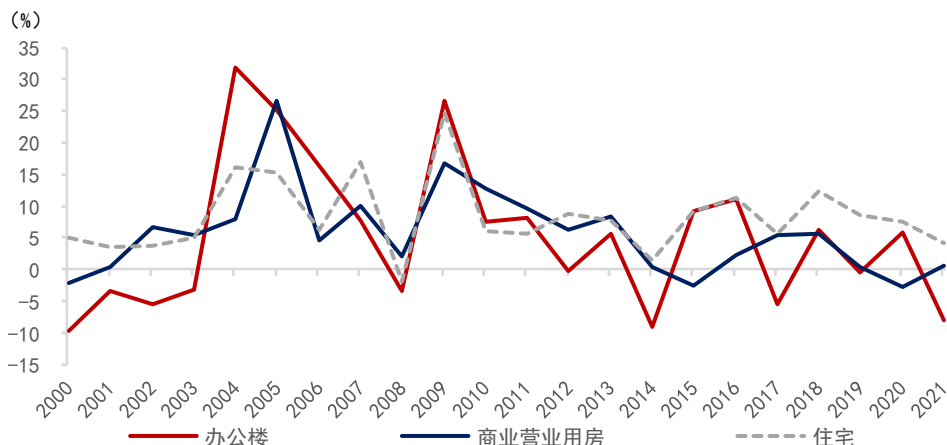


来源：房天下官网，国联证券研究所；注：均价数据来自全网挂牌房源

实际上，我们调研的城市并非房价调整幅度最为剧烈的地区。根据资深地产从业者的判断，我们调研的内陆城市可能仅仅属于中等偏下的水平，其周边城市及临近省份的房价下跌的程度或更为严重，也存在类似环京楼市平均价格下跌三成的情况。

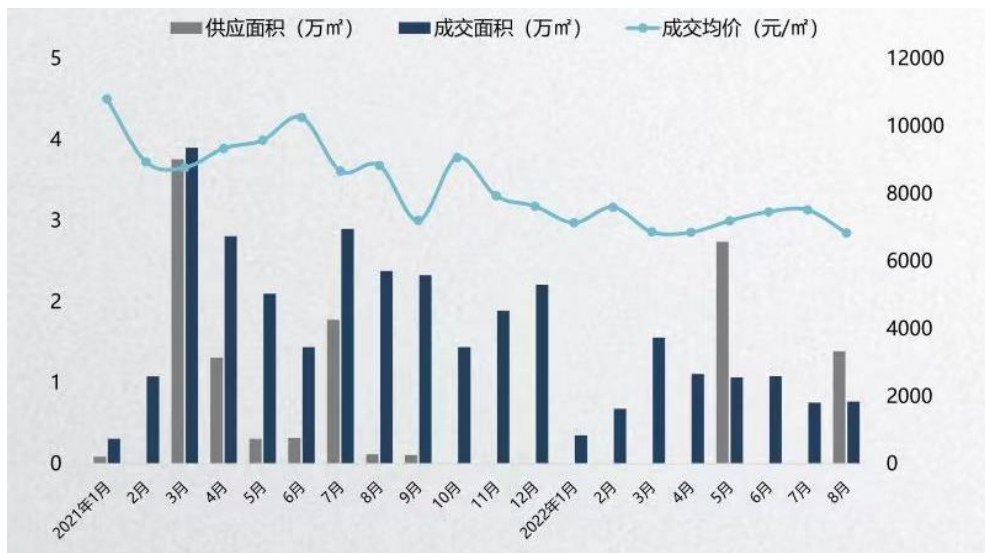
此外，微观的反馈显示，相较于住宅，商业地产的下滑或更为严重——包括商场、写字楼、商铺，商住公寓（与住宅比不能上户口、没有学区安排）等。

³ 挂牌价不等于成交价，下同。但由于没有更好的时间序列数据来表示成交价，我们在此处列出挂牌价作为参考。

图表 7: 房屋销售均价年度增速


来源: Wind, 国联证券研究所

例如, 根据石家庄房地产研究中心统计数据, 石家庄公寓成交均价曾降至 5969 元每平方米 (2022 第 36 周), 较 2021 年初下降 43.1%。调研中, 我们发现个别公寓项目跌幅更为严重。

图表 8: 石家庄公寓市场 2021-2022 年月度量价走势


来源: 石家庄房地产市场研究中心, 百禄咨询, 国联证券研究所

2.4 大部分三四线城市房价目前或阶段性企稳

我们认为大部分三四线城市的房价可能已经基本完成调整, 短期持续大幅下行的空间有限。近期伴随着交易的回升, 价格已经有阶段性企稳的迹象。当然, 由于城市

基本面不同，长期而言，我们认为三四线城市的价格走势可能存在分化。

首先，由于三四线城市地产价格或已完成了较大幅度的调整，这意味着风险很大程度上可能已经释放了。

就我们了解，许多城市的房价在 2018-2019 年见顶，但是在 2021 年下半年之前跌幅相当有限，主要是在 2021 年下半年以及 2022 年下跌比较显著。我们认为地产“三道红线”对地产公司现金流造成压力并迫使新房降价，以及 2022 年疫情反复对居民收入以及预期造成了较大负面冲击，是最近一年半左右房价下跌的主要原因。

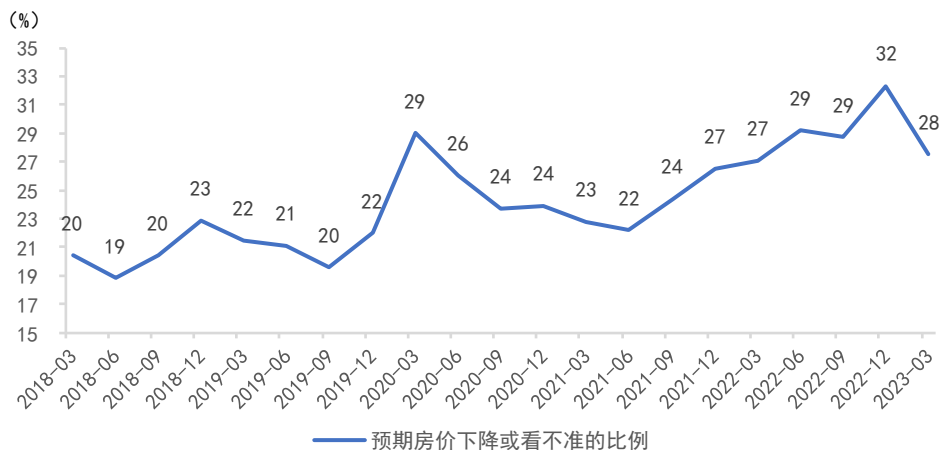
目前，伴随着“金融十六条”等政策的推出，以及疫情影响过去，地产公司和居民部门预期最差的时候可能已经过去。价格短期继续大幅调整的可能性有限。

其次，2 月份以来一些积压需求的释放推动了各地楼市成交的回升，部分城市的回升还相当明显。成交的回升也对二手房的价格起到了支撑作用。

最后，从各界的认知来看，不管是地产从业人员，还是监管部门，都普遍认为房价进一步下跌空间有限。

央行每季度公布的储户调查问卷也支持了这一点。今年一季度，居民的收入预期与风险偏好有所改善，居民对房价下降的预期在一年半的上行后首次出现了减弱。

图表 9: 央行问卷调查中储户对房价的预期



来源: Wind, 国联证券研究所

当然，即使房价急跌的阶段已经过去，就中长期而言，不同三四线城市由于基本面不同，其房价走势可能有较大差异。一些基本面较好的三四线城市，房价可能已经接近底部，长期而言也并无太大持续下跌的空间。但是，一些城市人口持续外流，又存在大量开发商库存和居民空置住房，房价有可能处于长期阴跌的状态。

3 房价下跌对金融体系的直接冲击有限

尽管近两年一些三四线城市的房价经历了较大幅度的调整，但与此前市场的担忧不同，房价的调整似乎并未对金融稳定造成系统性冲击。从微观的观察来看，这些房价下跌的城市生活、生产都处于正常状态。

具体而言，即使某些城市二手房均价可能下跌超过 25% 甚至 30%，据银行等金融机构的反馈，房地产按揭贷款仍然大体保持稳定；针对企业发放的以土地、地产为抵押的一般对公贷款也符合正常经济周期规律；当然，地产开发相关的贷款坏账确实有所上升。

3.1 按揭贷款偿还较稳定

就金融机构的反馈而言，居民部门的按揭贷款偿还总体依然稳定。由于大部分居民在意征信记录，在条件允许的情况下都会尽量偿还房贷，按揭偿还的稳定性主要取决于其第一还款来源，也就是居民的收入。少数按揭延期或者无法偿还的案例，基本都是由于按揭人失去工作、或者生意失败导致的。

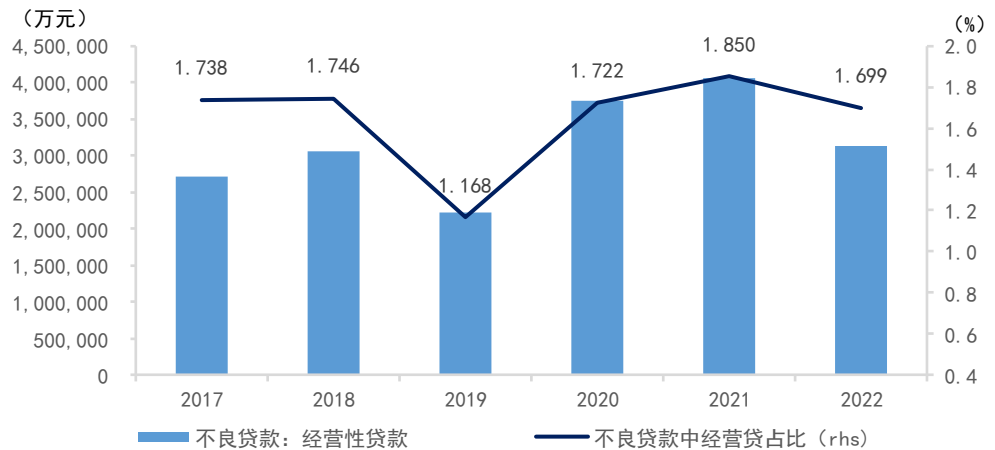
某商业银行在西南某地相关业务的负责人表示，该行在此地的按揭贷款中可能存在风险的贷款只有不到 1/40。而且这些贷款造成的实质损失非常有限——把房屋收回并逐步处置仍有可能拿回绝大多数欠款。

3.2 经营贷偿还更多取决于第一还款来源

市场担忧房地产市场价格下行冲击金融稳定的另一个重要原因在于，土地和房产（厂房等）是中国企业部门借贷最普遍、最重要的抵押品。抵押品价格下跌，是否大范围影响信贷的安全与金融稳定？

实际上，就我们调研的情况来看，金融机构普遍反馈，不太担忧抵押品价值下跌对经营贷偿还的影响：类似于按揭贷款，经营贷的偿还也更多取决于第一还款来源（这里是企业的收入和利润）。

从各家银行公布的年报数据来看，在去年地产市场低迷的情况下，不良贷款中经营贷占比反而有所下行，甚至好于 2017、2018 年房地产市场热度较高时的水平。

图表 10: 经营贷偿还受房价影响有限


来源：Wind，国联证券研究所

有人担忧抵押品价格下跌会迫使银行要求借款企业追加抵押品，如果企业不能提供，银行可能将土地房产收回并处置，而处置过程可能触发房价地价进一步下跌并造成更大范围的企业的土地被银行收回，这种类似于 2015 年股灾时出现的恶性循环可能极大程度冲击金融稳定。

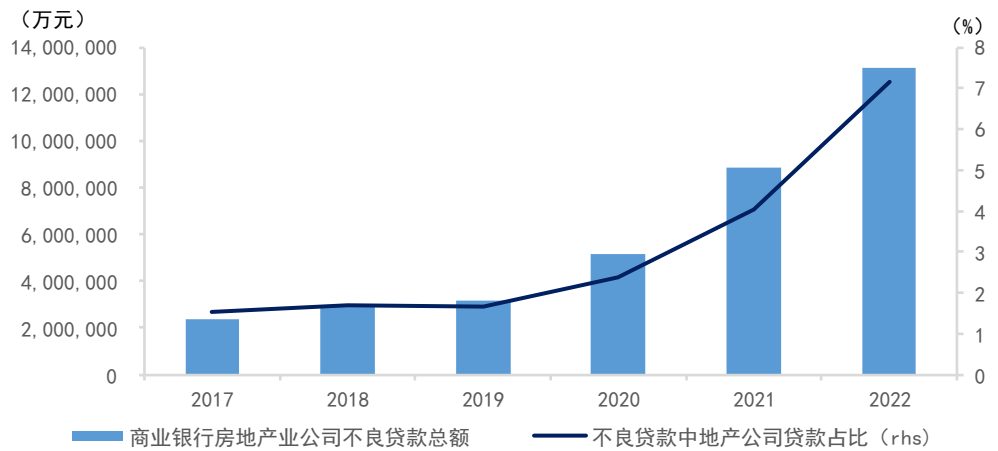
从银行一线的实践来看，对于经营类贷款的抵押品的价格评估通常都是在贷款到期续作的时候才会进行。即使续作时发现抵押品价格下跌，银行也会综合考虑企业自身的信用来决定贷款额度，而非单一考虑抵押品价格。恶性循环的演化机制并不适用对银行对公贷款业务的分析。

3.3 开发贷风险值得关注

尽管按揭贷、一般对公贷款受影响较小，房价下跌过程中开发贷风险确实有所上行。一方面，一些全国性的民营房企已经出现债务违约；另一方面，从我们调研的情况来看，房价下跌销售不畅也导致一些地方性地产公司暴雷。而且实践中，金融机构的受偿权也并不靠前。

银行年报显示，开发贷款相关的坏账规模有所上升。其实，当前的坏账水平可能还低估了实质的风险。短期来看，由于“金融十六条”允许银行做一年展期而无需下调贷款评级，银行对相关贷款进行了大量的展期，这些展期的贷款到期之后可能仍然“不容乐观”。

不过，我们认为不宜高估银行的损失。烂尾楼盘的损失确实存在，但是对那些还能出售的楼盘，即使房价下跌，银行的损失也不宜过度夸大。一方面，银行前期放款时已经进行了敏感性测试并进行打折放款，本就能够承受房价 30% 左右的波动；另一方面，贷款在前期已有部分偿还——当时的房价仍然较高，因此后期房价下跌后的损失其实只占全部贷款的一部分。

图表 11: 商业银行对房企贷款中的不良贷款情况


来源: Wind, 国联证券研究所

理论上，对地产公司的开发类贷款确实可能形成类似股灾“恶性循环”的风险，但实践中这一风险也比较有限。

根据一线反馈，银行收回并处置土地房产的操作较为罕见。由于房子和土地就是地产公司的第一还款来源，一旦房价和地价下跌，银行确实会要求地产公司补充抵押品。通常而言，地产公司都会予以配合，把自身的一些股权投资等资产提供给银行作为抵押。尽管由于地产公司本身也处于困境之中，这些新抵押品的质量相对有限。但是银行的反馈是只有当地产公司完全不配合时，才会收回土地重新处置。

3.4 商业地产风险几何？

疫情以来，受到居家办公风潮的冲击，美国商业地产空置率至今仍处于 50%左右的高位，已经导致了一系列亏损。

近期，硅谷银行事件引发中小银行业危机，主要从中小银行获得贷款的商业地产机构融资难度增加，其现金流恶化，违约风险进一步上升。2月以来，美国商业地产抵押债券指数已大幅下跌，相关投资信托基金价格也降至多年来的低位。

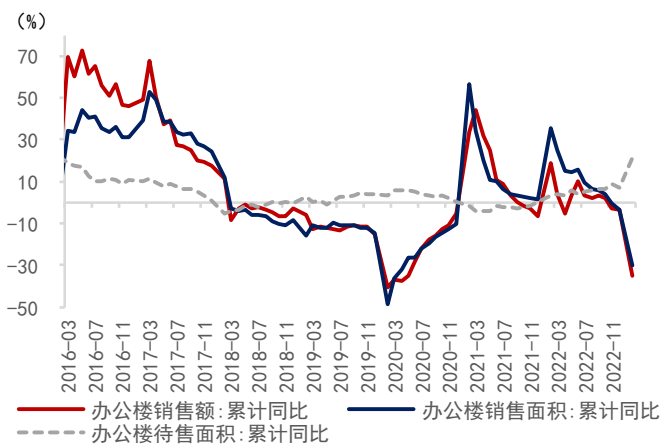
图表 12: 美国商业地产抵押债券指数大幅下跌


来源: Bloomberg, 国联证券研究所; 注: 蓝线为 CMBX 8 BBB, 红色虚线为其 MA20。

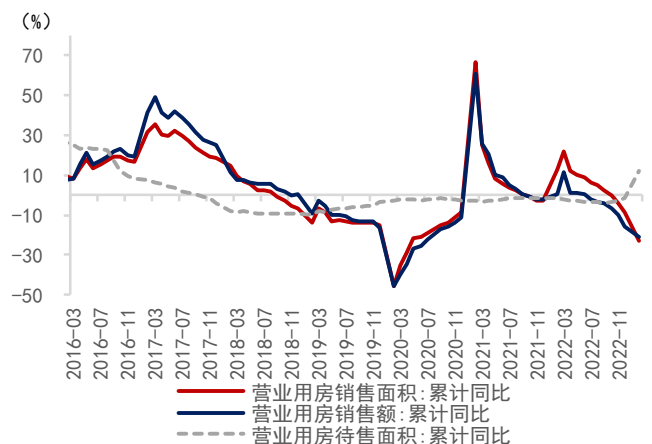
那么，商业地产违约风险是否会在中国出现？

由于过去一两年间办公楼与商业营业用房销售都出现了明显下滑，相对应的，其待售面积出现了明显的上行。这可能意味着当前商业地产空置率处于较高水平。

一些银行反馈已经大幅减少了对商业地产的风险敞口；但商业地产相关贷款违约的风险仍值得密切关注与警惕。

图表 13: 办公楼销售与库存情况


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 商业营业用房销售与库存情况


来源: Wind, 国联证券研究所

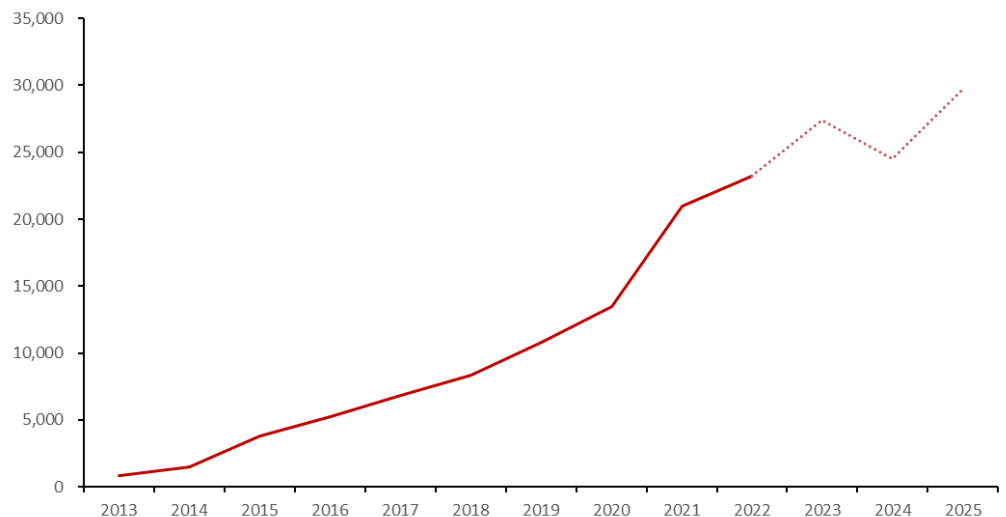
4 关注融资平台偿债压力

受到居民、企业去库存、以及土地储备去库存的影响，尽管地产销售在回升，但 2023 年大部分城市可能都很难看到土地市场的回升。而为了偿还债务，过去两三年地方政府的财政腾挪空间已经不大，因此，2023 年一些脆弱地区融资平台的违约风险不降反升——这可能是当前中国宏观经济面临的最主要风险。

4.1 融资平台偿债压力较大

未来几年，地方融资平台债务偿还压力可能都将处于较高水平。据我们测算，今年以及之后可能都将有大批隐性债务到期。这其中包括 2018 年以前的约 20 万亿元债务，以及此后积累的大量债务。

图表 15: 城投公司到期债券规模及前瞻 (亿元)

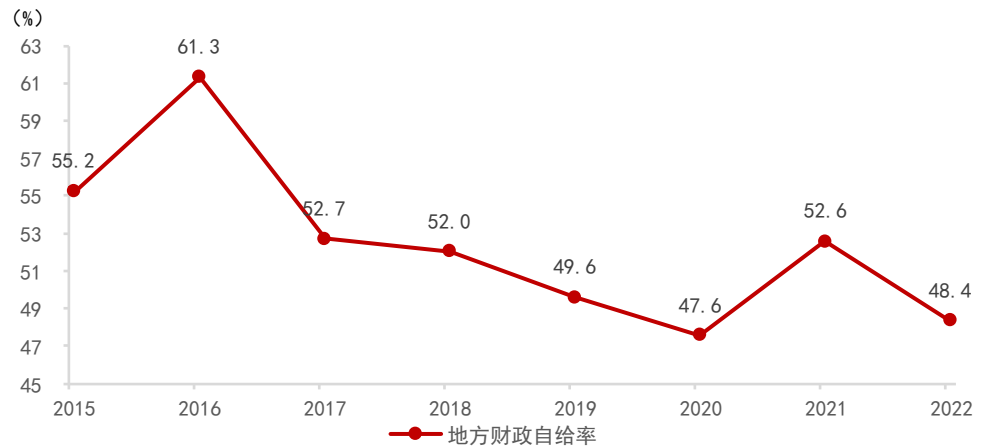


来源: Wind, 中诚信, 国联证券研究所

4.2 土地财政、财政储备与城投债务偿还

本质而言，融资平台的偿债压力来源于其底层资产回报微薄，以往主要依靠政府卖地收入偿还本金、利息。

战疫三年，特别是 2022 年叠加土地市场全面趋冷，土地财政难以为继。许多财力相对脆弱的地区，地方政府通过广义财政储备辗转腾挪，应对债务压力。据一些参与融资平台贷款较多的金融机构反馈，目前部分地区地方财政储备已消耗殆尽，包括财政结余资金、持有的各类股权、资产的回报等。

图表 16: 地方财政紧平衡


来源: Wind, 国联证券研究所

4.3 地产销售回升传导到土地市场需要时间

尽管今年以来，中国地产销售有所回暖，但地产的暖意传导需要时间，土地市场恰巧位于这一链条的最后一环。

图表 17: 地产链回暖的传导链较长


来源: 国联证券研究所

因此我们认为，2023 年三四线城市的土地财政可能存在明显分化。一些地产景气度较低的地区，在 2023 年的土地出让收入可能都难以回升。考虑到财政储备有所减少，融资平台债务不能偿还的风险可能比去年更高。

而从遵义城投重组的情况来看，银行体系可能是融资平台债务违约损失的主要承担者——银行或通过展期、减免利息等债务重组安排处理融资平台违约的问题。

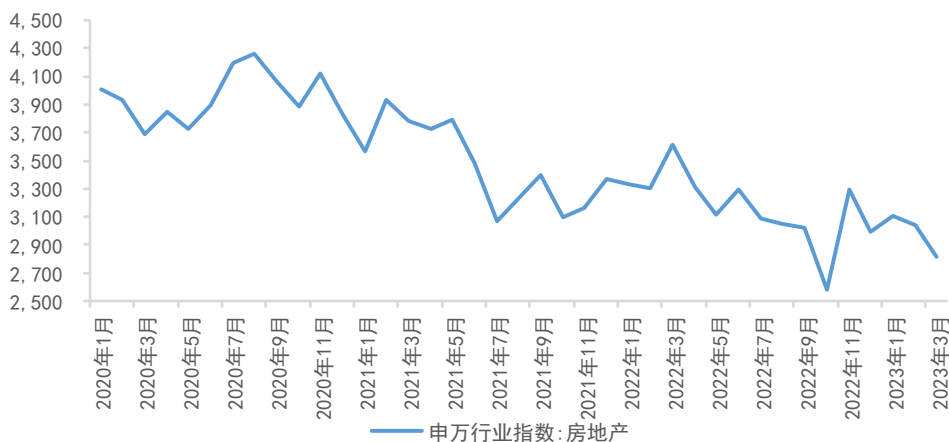
实际上，许多银行已经全面收紧了对三四线、中西部城市城投新增贷款的审批——这也导致一些脆弱区域政府投资项目大幅缩减。当然，受到多方面因素影响，银行仍然需要进行存量贷款展期的业务。

5 对短期经济的展望及投资建议

5.1 2023 年地产销售可能超预期——利好地产龙头股

我们认为，由于房价已经有较为充分的调整，短期房价进一步下跌的空间较为有限。因此，因房价进一步大幅下跌而冲击地产销售的风险也相对有限。从目前的情况来看，今年房屋销售或好于市场预期——利好地产龙头股。

图表 18: 近三年地产股表现

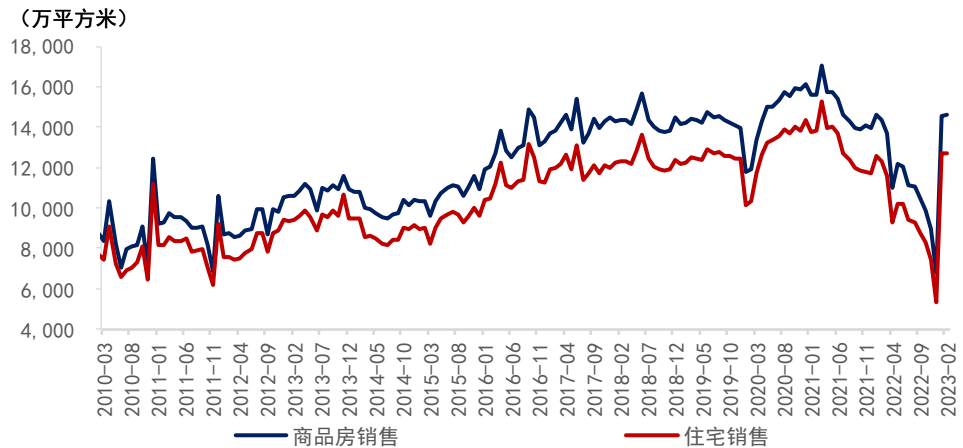


来源: Wind, 国联证券研究所

一方面，从一线地产从业者以及有关部门的反馈来看，由于疫情影响已经过去，且房价后续下行空间有限，大家普遍认为 2023 年整体地产销售“肯定好于”2022 年。另一方面，前期房价下行，也意味着购房者的相对购买力有明显上升，这也是支持地产销售超预期的重要因素之一。我们把 2023 年商品房销售面积的预测从 12.7 亿平上调到约 14 亿平（2022 年为约 13.5 亿平）。

尽管多方面反馈都显示，3 月地产签约与带着热度有所下降（与我们深入一线的感知高度一致）。但我们认为，2 月一些基本面较强的城市销售的强势反弹部分来源于积压需求释放，所以此后房屋销售出现一定回落属于正常现象，无需过于忧虑。

实际上，经过季调之后的 1-2 月全国商品房销售面积年化达到了约 17.5 亿平/年的水平，几乎回到了 2016-2021 年地产销售“黄金时代”，说明 1-2 月的高景气度存在一些阶段性因素的支撑。

图表 19: 商品房销售面积 (季调)


来源: Wind, 国联证券研究所

我们认为，基本面较好的那些城市，地产销售可能伴随着改善性需求的入场而在下半年再度企稳。改善性需求对于价格非常敏感，居民都不希望自己的房子买了之后短期还有大幅下跌的可能。从地产协会等一些方面得到的反馈认为，一部分改善性需求在 2 月入场，是因为觉得疫情冲击最差的时候已经过去；还有一部分改善性需求仍然在观望，不确定房价是否还会下跌。如果房价能够在当前位置稳定一段时间，这些购房者信心增强，就可能在下半年重新入市，推动地产销售重新企稳并温和反弹。

当然，如我们前文所述，一些人口流出、供应量大的城市，由于房价仍然存在阴跌的风险，地产销售继 2 月反弹之后在 3 月再度回落，目前还很难判断这些城市的地产销售何时能重新反弹。对于这些基本面较差的城市，地产销售也许会在低迷的水平上持续较长时间。

5.2 经济复苏仍有较多不确定性——看多利率债和成长股

我们认为房地产销售低于预期并拖累经济增长的风险初步解除，但是房价前期下跌超预期意味着居民部门资产负债表受损超预期，财富效应可能导致消费相对低迷。此外，地产投资仍有不确定的因素。考虑到经济修复力度可能疲软，负产出缺口可能在 2 季度以后重新扩大，我们认为下半年可能再度降息，继续看多利率债和成长股。

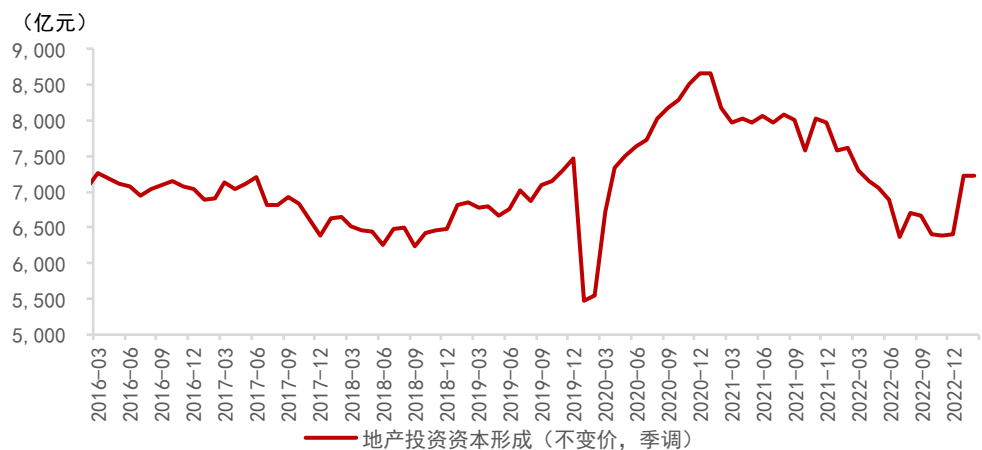
一方面，如果以 2019 年为基准，考虑到大量城市房价的下跌（二线城市可能跌幅稍小），疫情期间中国居民部门资产可能已经出现了数十万亿的损失。这个损失数倍高于年初市场热议的 8 到 10 万亿超额储蓄。这样看来，财富效应可能导致居民的消费复苏低于预期。

实际上，由于大量城市房价下跌主要集中在 2021 年下半年和 2022 年，这意味着从 2018 年到 2020 年三个地产销售大年购房的居民都算是“买在顶部”，房价下跌对于消费的影响可能超过预期。

另一方面，我们仍然担忧地产投资在某个时点有重新下行的风险。即使是按照我们对 2023 年商品房销售 14 亿平的乐观估计来看，相比较 2021 年地产销售 18 亿平米，地产销售面积也面临超过 22% 的台阶式下行，但是剔除土地购置费、并且经过价格调整的地产投资的下行程度目前显著小于这个水平。

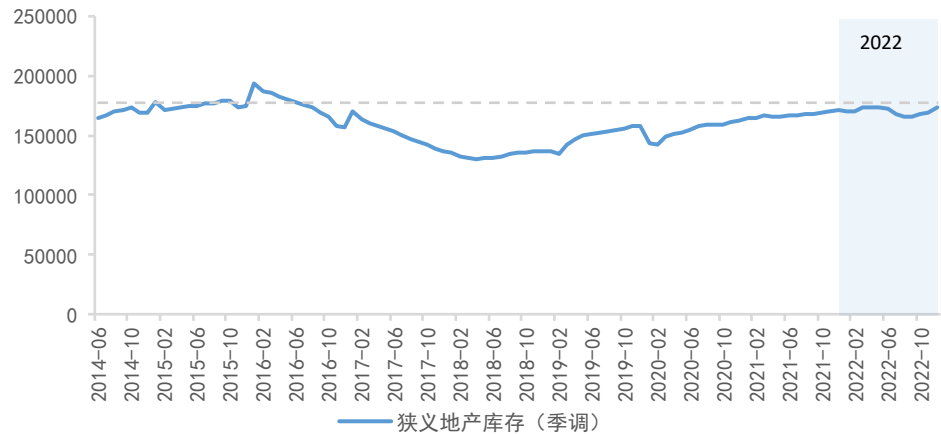
从我们得到的微观反馈来看，当前地产投资仍受存量投资的支撑，包括“保交楼”行动（目前我们了解到的几乎每个城市的标杆“保交楼”项目都已经有城投进驻接手）、以及“保竣工”的行为。后续如果这些支撑因素告一段落，地产投资是否仍面临下行压力需要密切关注。

图表 20: 地产投资资本形成（季调）



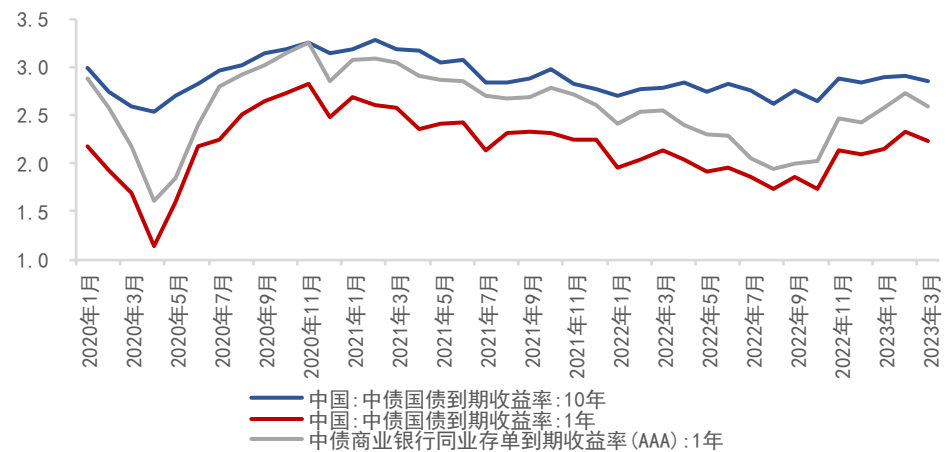
来源：Wind，国联证券研究所

实际上，在 2022 年地产销售下行的过程中，地产库存仍在持续上升，也说明当前的投资规模可能高于销售所能够支撑的规模。

图表 21: 中国地产企业住宅狭义库存水平 (单位: 万平方米)


来源: Wind, 国联证券研究所

综合考虑消费复苏可能相对疲软, 地产投资仍有不确定性, 以及出口短期偏强更多受到积压物资出口的支撑(《3月出口大幅反弹的背后——3月外贸数据点评》), 我们认为二季度中后期以后中国经济的负产出缺口会重新扩大, 下半年有可能再度降息, 我们继续看多利率债和成长股。

图表 22: 近三年利率债表现 (单位: %)


来源: Wind, 国联证券研究所

6 其他值得关注之处

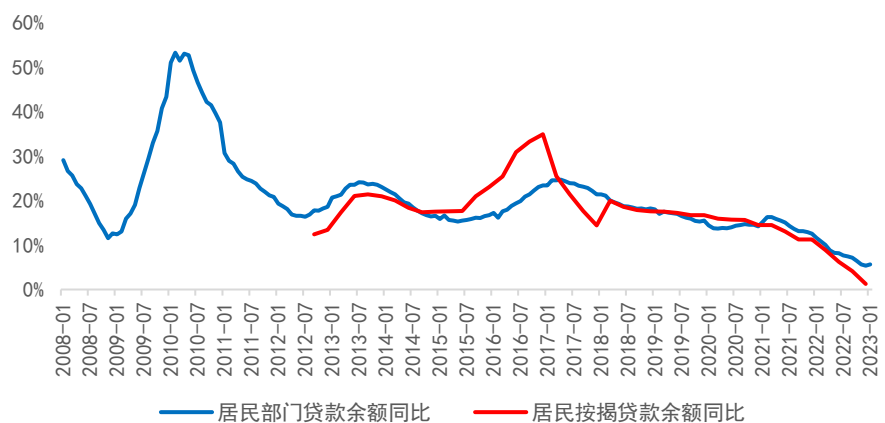
从一线从业人员的反馈来看，我们认为还有一些其他值得关注之处。

6.1 居民部门去杠杆的真相

近一年以来，居民部门存款增长迅速，但是贷款增速持续放缓引人关注。一些评论认为这种现象只是疫情期间居民部门风险偏好的暂时收缩。从三四线城市（占中国地产销售总面积的二分之三）地产中介、从业人员乃至主管部门的反馈的情况来看，居民部门资产收益（主要是住房投资回报预期）低于贷款利率可能才是最核心的因素。

这意味着居民部门去杠杆可能是个长期过程，而且中国的利率水平也还有持续下行压力。

图表 23: 中国居民住房按揭贷款以及贷款存量同比



来源: Wind, 国联证券研究所

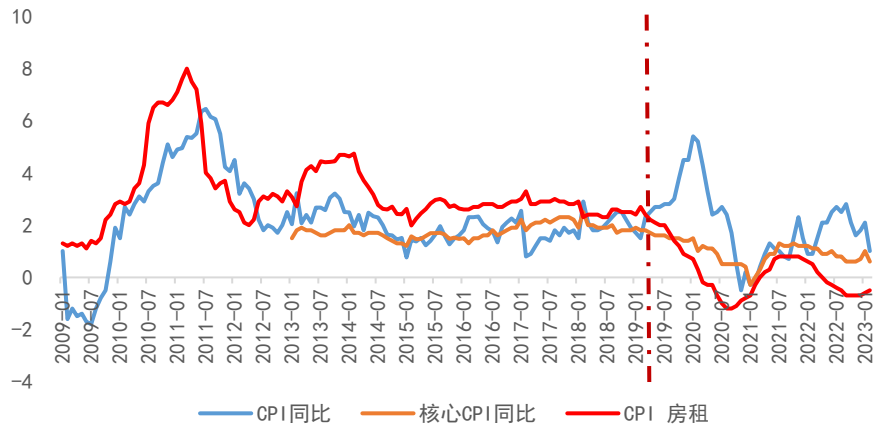
居民部门能够接触的实物投资主要是地产。住房投资的回报一方面来自于广义租金(包括租金，以及与住房绑定的教育、户籍等)，另一方面也取决于资产升值。理论上，资产升值的本质仍然来自于对于未来广义租金的预期。但是由于非理性的预期等因素，市场主体可能产生对未来资产升值不切实际的期待，使得预期回报偏高。但是，目前来看这一情况正在发生变化。

- 近几年以来，中国广泛存在的住房空置和供应过剩（特别是在低能级城市）已经逐步打消了购房者认为房屋供不应求、未来可能涨价的预期。

住房的租金是衡量房地产市场当期供求最直接的指标，CPI 住房租金分项同比从 2019 年以后开始持续的弱于 CPI 以及核心 CPI 同比，而此前其涨幅则明显超出 CPI 的增长。这可能意味着中国房屋供应过剩的问题开始真正

显现出来⁴。

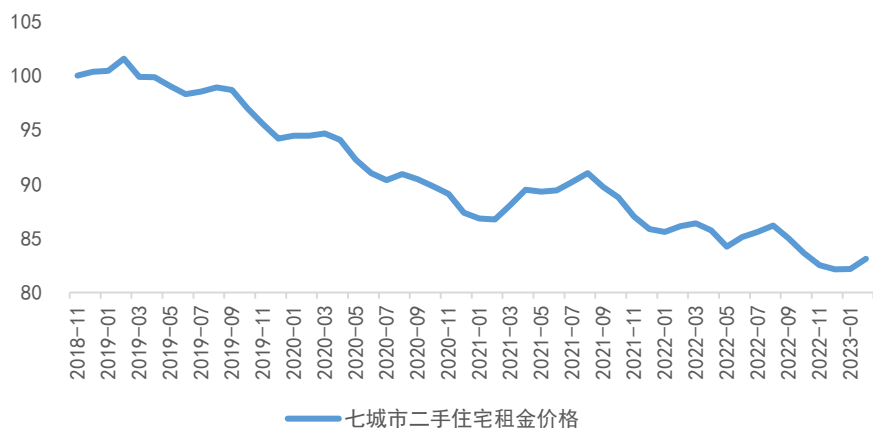
图表 24: CPI 房租和 CPI 以及核心 CPI



来源: Wind, 国联证券研究所

从贝壳网公布的 28 城二手房租赁价格指数中我们选取了东北除了辽宁以外的省会，以及中西部欠发达省份的省会以及烟台、中山两个地级市共七个城市作为低能级城市的代表。我们发现这七个城市的二手房租金算术平均值也是在 2019 年以后持续下行。

图表 25: 七城二手房租赁价格指数 (2018 年 11 月=100)



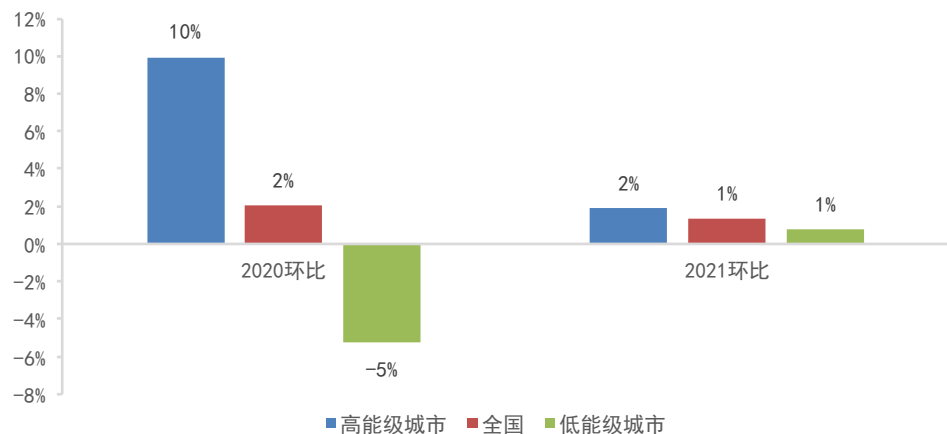
来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 七城市包括哈尔滨、长春、昆明、南昌、太原、烟台、中山。

⁴ 事实上，虽然在 10 年前甚至更早就有关于中国房屋空置率高、已经过剩的评论（例如，西南财经大学的甘犁教授 2014 年就认为中国城镇地区自有住房空置率为 22.4%，住房供应严重过剩）但是此前 CPI 租金分项增速偏高说明这样的评论或者高估了住房的供应，或者低估了城镇化进城对中国住房的需求支撑，或者兼而有之。

- 实际上，房屋租金持续跑输 CPI，也意味着从现金流折现的角度而言，通过投资房产战胜通胀实现资产保值的预期可能无法兑现。这也会降低对住房的投资性需求。
- 中国人口的负增长和城镇化进入到中后阶段，也会打消居民部门对人口流入并且推升住房需求的预期，特别是在能级较低的三四线城市。

2022 年中国人口出现首度负增长，而中国人口城镇化率也跨过了 65% 的关口。研究显示城镇化率超过 65% 以后，城镇化的速度就会放缓。人口负增长和城镇化率上升速度的放缓意味着中国城镇人口上升的速度或将进一步放慢。在这个过程中，考虑到一二线城市以及都市圈人口还会更快扩张，低能级城市出现城镇人口收缩可能难以避免。

图表 26: 中国城镇人口变化



来源：iFinD，地方政府官网，国联证券研究所

实际上，就我们深入一线交流的情况来看，除了某环沪城市之外，几乎没有任何人相信当地三四线城市的房价还会再涨。例如，某西部省会中介在谈到买房能否保值增值时，表示：“五年后能够以原价把房子卖掉就很幸运”。

当居民部门预期房价不再上涨，除非是出于学区、落户等方面的考虑，持有或投资房产的回报就仅仅剩下微薄的租金回报。在绝大多数情况下，这一回报(1.5%-3%)明显低于房贷利率(4-5%)，居民部门因此倾向于提前偿还贷款，增加存款或者不愿借贷买房。

这也意味着中国的利率水平可能还有持续下行的空间。

6.2 教育期权对房价的支撑不容忽视

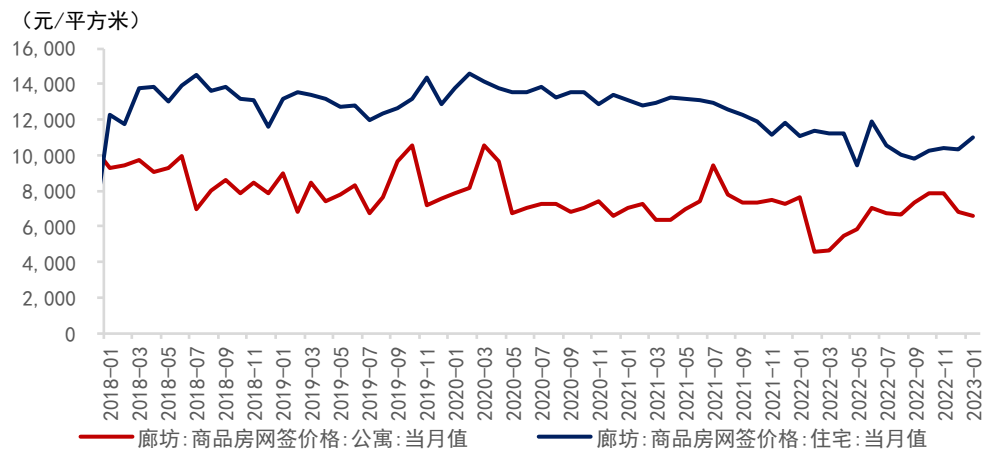
如果从租金回报来看，绝大多数城市的租金回报仍然较低，这是否意味着中国房地产价格就有明显的下跌空间？我们认为中国的住房含有明确的接触优质教育资源的许可权，这一因素对于住房需求和价格的支撑不容忽视。所以我国租金回报较国际水平偏低可能属于正常现象。

在某北方城市，当地农民结婚一定要在县城乃至市区买房。最重要的原因就是认为孩子需要到城市接受更好的教育。如果确实不愿买房，也可以去县里的私立学校读书，学费一年约为 1.5 万-2 万。因此，买房相当于一次性付清了多年的学费。

如果说住房租金已经无法跑赢 CPI，那么我们认为学费仍然有可能跑赢 CPI，这可能意味着房屋保值增值主要体现在教育权。实际上，许多调研对象在和我们沟通时反馈，持有或者购买二套房产主要不是看租金，而是考虑孩子上学，或者这个房子“有学区”。

如果拿纯粹居住属性的公寓和住宅做个对比，也可以充分看到教育等公共服务属性的价值。我们发现一方面公寓在本轮下跌中跌幅更大，一方面其租金回报也更高。例如在某中部南方省份城市，目前公寓的租金回报可以高达 6%-7%，高于住宅租金回报一倍还多。

图表 27: 公寓价格下跌明显超过住宅



来源: Wind, 国联证券研究所

6.3 空置就意味着价格下跌的风险吗？

近期我们发现一个值得探讨的问题是，哪些城市的房价可能更容易下跌？直觉的回答是供应过剩、空置较高的城市可能在此轮调整中价格下行更厉害。但是现实中却并非这么简单。

我们走访的某环沪城市空置较高，甚至在中心城区都有大量空置住房。例如，有

当地第三方地产咨询公司反馈，由于专业炒房团持有大量房屋，市中心一些豪宅小区交房三四年，空置率仍然高达 70%。这种情况对于中西部的一些省会城市都不常见。

但是在本轮调整过程中，反而是这个环沪城市的房价下跌幅度较某些中心城区基本住满的城市更小。如何理解？

我们认为决定资产定价的现金流折现模型是看长期预期的。环沪城市始终有人口净流入、上海购买力溢出的预期支撑。而内地城市的经济基本面想象空间有限，一旦供应有所过剩，反而会出现更大价格调整。

7 风险提示

地产刺激政策延续性不及预期，调研样本有限，房地产销售平台数据失真

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695