2020 年 09 月 01 日

宏观研究团队

高增的地产销售，消失的地产“周期”

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **热点思考：东部“量价齐升”、西部“以价换量”等，支持地产销售快速修复**

5 月以来，地产销售加快修复、不同区域销售普遍回升，其驱动逻辑、持续性等引发关注。5 月以来，商品房销售面积同比增长 7.1%、创 2018 年中以来最高水平；商品房销售额同比高达 13%，也处于近年来高位。东部和中、西部地区，一二线及三线及以下城市，销售增速普遍明显上升。地产销售高增的驱动逻辑、持续性等，是下阶段地产投资、经济走势研判的关键影响变量，市场对此关注较多。

不同区域，地产销售的修复逻辑有所分化；东部热点省（市）受益于维稳政策的外溢效应等，销售“量价齐升”。东部地区，前 7 月销售面积累计同比-2.2%（2019 年-1.5%）、销售均价同比增速 5.9%，修复明显较好；其中，长三角的江苏、浙江，京津冀的河北，销售量、价表现亮眼，在一定程度上受益于维稳的外溢效应。杭州、苏州等热点二三线城市，商品房住宅销售的面积和均价涨幅均在 10%上下。

西部地区，重点城市地产销售“以价换量”、或在一定程度上助力刚需修复。西部地区销售增速也有明显回升，但绝大多数省市“量”、“价”增速均尚未恢复至疫前水平。其中，西安、重庆等区域中心城市，一直处于负增区间。4 月以来，恒大、碧桂园等全国布局的千亿龙头房企，大力推行打折促销，在一定程度上助力西部中心城市地产销售改善。其他普通三四线城市，销售受积压需求释放带动。

短期来看，积压需求释放、微观房企行为等，或仍将对地产销售形成阶段性支持；但东部热点城市收紧调控等，对地产销售的影响或将逐步显现。7 月以来，东部地区已近 10 个城市收紧限购、限售等政策，并已在销售和房价上有所反映；例如，控较早的东莞、杭州等，7 月商品房成交的量、价均已出现一定降温迹象。伴随东部调控效果的逐步显现，地产销售对投资和宏观经济的支持或将边际减弱。

中长期来看，地产调控思路已经不同以往，总量层面的“地产周期”正在消失；大都市圈人口集聚等结构逻辑，值得关注。近年来，伴随地产调控思路转向“因城施策”，不同能级城市间的传导明显减弱，地产的“周期”特征也在逐步弱化、结构特征加快凸显。东部地区长三角、粤港澳大都市圈内的一二线及热点三线城市，对人口集聚的吸引力持续存在；中西部核心二线城市的城镇化加快推进，对人口吸引力也在增强，地产销售和投资、及对区域经济发展的支持等，值得关注。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-经济的三大亮点》-2020.8.31

《宏观经济专题-“从 0 到 1”，创新突破的发力点》-2020.8.31

《宏观经济专题-拜登的竞选策略》-2020.8.30

目 录

1、 高增的地产销售，消失的地产“周期”.....3
2、 核心结论.....10
3、 风险提示.....10

图表目录

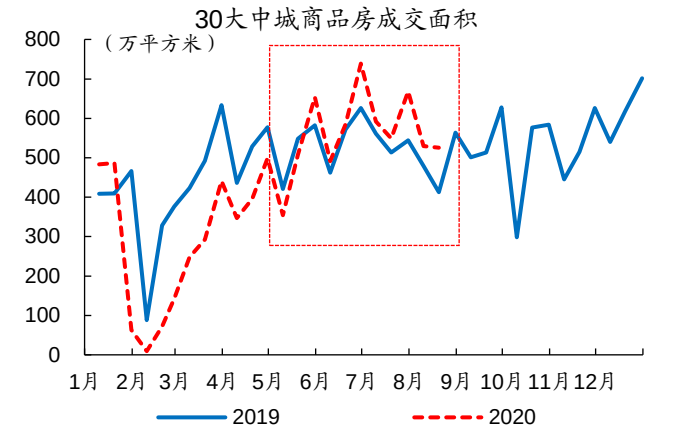
图 1: 5 月中旬起，30 城市商品房成交面积重回增长区间.....3
图 2: 5 月以来，全国商品房销售快速增长.....3
图 3: 东、中、西部地区，5 月以来商品房销售明显增长.....3
图 4: 东、中、西部地区，前 7 月商品房销售跌幅收窄.....3
图 5: 不同能级城市，住宅销售普遍出现修复.....4
图 6: 东部二线城市，前 7 月住宅销售同比增长 10%.....4
图 7: 东部地区，商品房销售价格同比明显上涨.....4
图 8: 东部地区，二手房价格环比增长较为明显.....4
图 9: 2020 年上半年，代表性城市房贷利率普遍下降.....5
图 10: 上半年，深圳成交 90 平米以上住宅占比上升.....5
图 11: 河北、江苏、浙江等地产销售恢复较快.....5
图 12: 河北、江苏、浙江等价格增速已高于 2019 年水平.....5
图 13: 杭州、苏州等热点城市，上半年销售面积高增.....6
图 14: 杭州、苏州等热点城市，均价较 2019 年底上涨.....6
图 15: 绝大多数西部省市，销售远未恢复至疫前水平.....6
图 16: 西部省市，2020 上半年价格增速远低于 2019 年.....6
图 17: 西部中心城市，4 月起商品房销售面积跌幅收窄.....7
图 18: 房企打折促销，或一定程度上提振西部地产销售.....7
图 19: 大型房企，2020 年前 7 月销售面积增长最好.....7
图 20: 大型房企打折力度较大，在较大程度上提振销售.....7
图 21: 大型房企，2020 年前 7 月销售面积增长最好.....8
图 22: 大型房企打折力度较大，在一定程度上提振销售.....8
图 23: 东莞 7 月初即收紧调控，销售已有降温迹象.....9
图 24: 7 月，杭州楼市成交也出现一定放缓迹象.....9
图 25: 人口向东部热点城市、中西部核心城市集聚.....10
图 26: 落户限制放松等，助力人口向核心城市集聚.....10

表 1: 2020 年 7 月以来，多个城市收紧地产调控.....8

1、 高增的地产销售，消失的地产“周期”

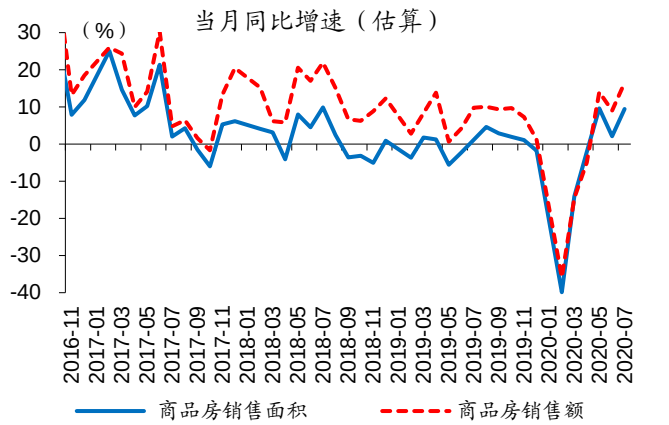
5 月以来，地产销售加快修复，市场对其驱动逻辑、持续性等关注较多。2020 年 5 月中旬以来，30 大中城商品房成交面积重回增长区间，全国商品房销售也开始明显回升。5-7 月，全国商品房销售面积同比平均增长 7.1%、创 2018 年中以来的最高水平；销售面积累计同比跌幅也明显收窄，前 7 月累计同比增速-5.8%。商品房销售快速修复带动价格回升，使得前 7 月销售额增速回升至-2.1%。地产销售的高景气能否持续，对地产投资、经济的影响如何，是下阶段经济形势研判的重要考量。

图1：5 月中旬起，30 城市商品房成交面积重回增长区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

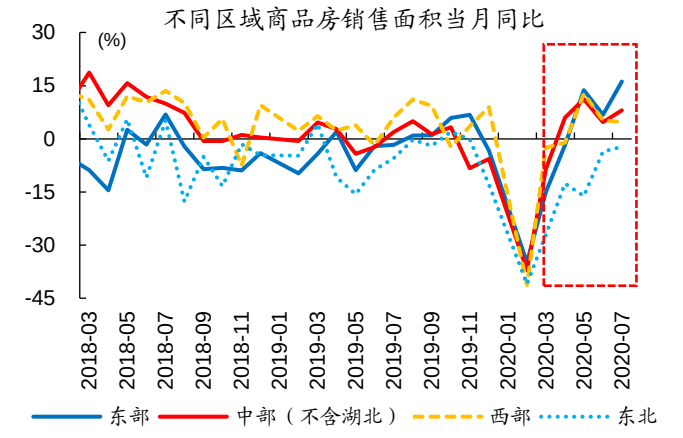
图2：5 月以来，全国商品房销售快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

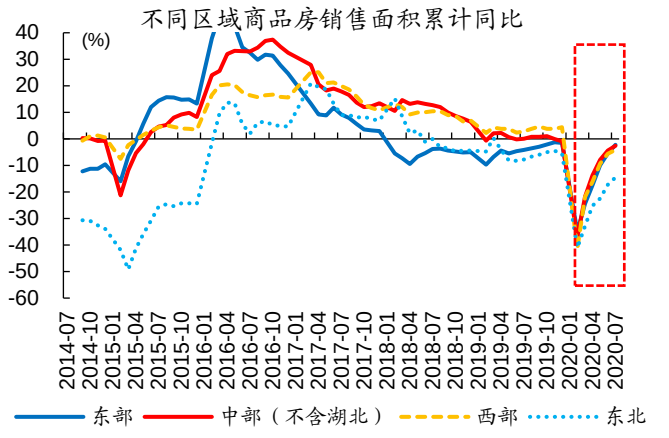
不同区域和城市，地产销售普遍出现明显修复，其中东部热点二线城市修复最为显著。分区域来看，东、中、西部地区商品房销售，5 月起普遍重回增长区间。东部地区销售修复最为显著，7 月销售当月同比高达 16.2%、为 2017 年以来的最高水平，前 7 个月销售面积累计同比-2.2%、已接近 2019 年全年水平（-1.5%）；中部（不含湖北）和西部，7 月销售面积当月同比增速分别为 8.0%和 4.7%，前 7 月累计同比增速分别为-2.6%（2019 年-0.9%）、-4.2%（2019 年 4.4%）。分不同能级城市来看，东部热点二线城市修复最为明显，2020 年前 7 个月住宅销售面积同比增速高达 10%。

图3：东、中、西部地区，5 月以来商品房销售明显增长



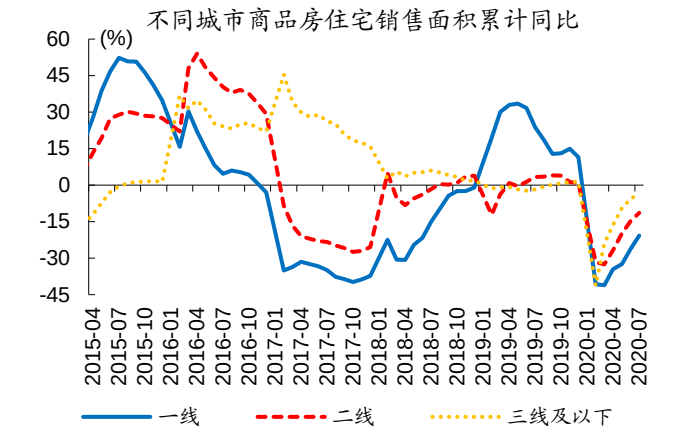
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：东、中、西部地区，前 7 月商品房销售跌幅收窄



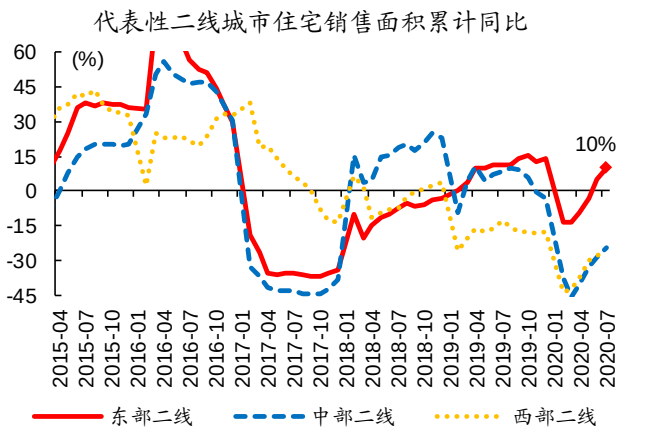
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：不同能级城市，住宅销售普遍出现修复



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

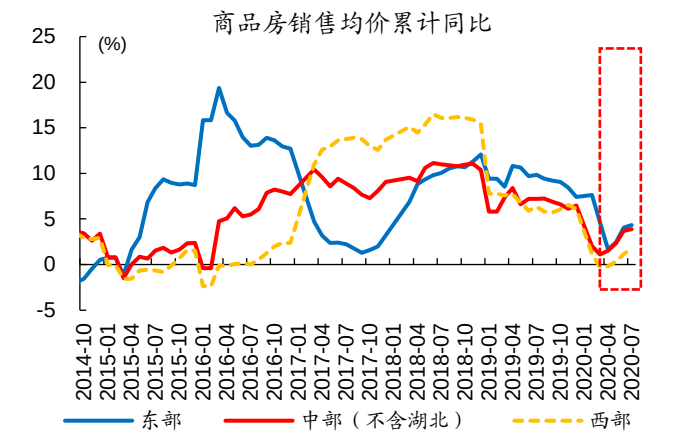
图6：东部二线城市，前 7 月住宅销售同比增长 10%[1]



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

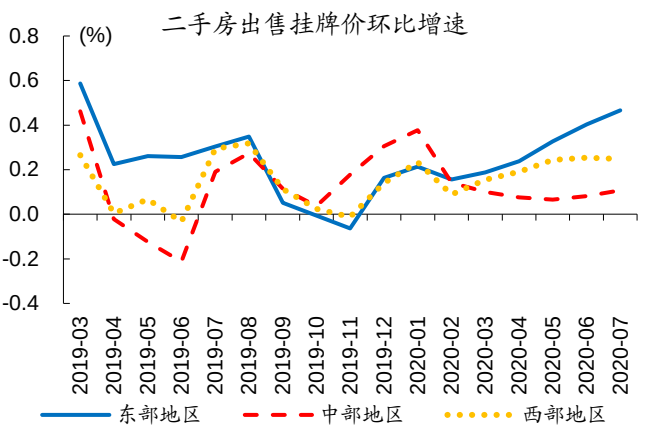
不同区域，地产销售驱动逻辑有所分化；东部地区“量价齐升”，在一定程度上得益于维稳政策的外溢效应。东部地产销售面积快速恢复的同时，价格也出现明显上涨，前 7 月新建商品房住宅均价 1.35 万元/平方米、同比上涨 5.9%，增速高于中部（2.0%）和西部地区（3.8%）。更加直观反映需求的二手房市场来看，东部上半年二手房成交价同比上涨 2.4%，也好于中部（1.7%）和西部（1.6%）。东部地产市场，对政策环境变化较为敏感；上半年流动性环境总体宽松、主要城市住房贷款利率普遍下调等，或对地产销售起到一定提振。例如，深圳上半年成交商品房住宅中，60%为 90 平米以上住宅、远高于 2019 年全年平均水平（52%），或为政策外溢的体现之一。

图7：东部地区，商品房销售价格同比明显上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

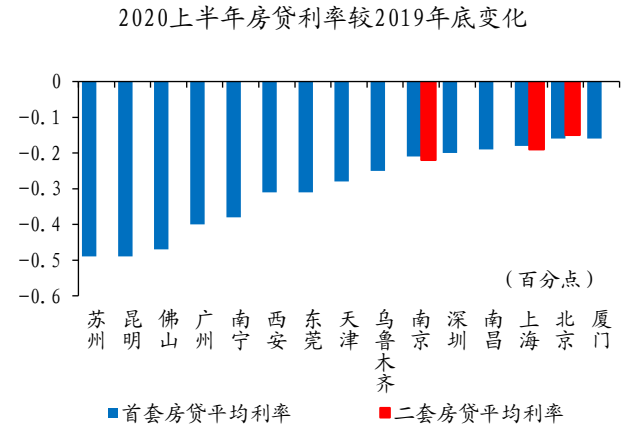
图8：东部地区，二手房价格环比增长较为明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

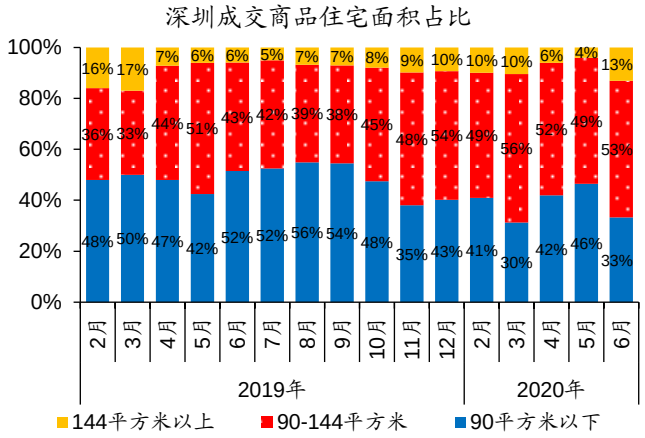
[1] 东部二线城市，包括天津、石家庄、杭州、南京、青岛、宁波、苏州、济南、厦门、福州；中部二线城市，包括武汉、长沙、郑州、合肥、南昌；西部二线城市，包括重庆、成都、西安。

图9：2020 年上半年，代表性城市房贷利率普遍下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

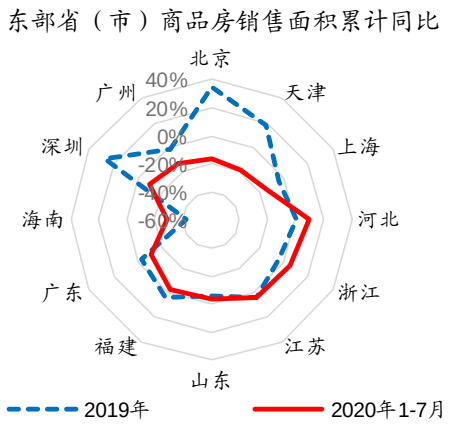
图10：上半年，深圳成交 90 平米以上住宅占比上升



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

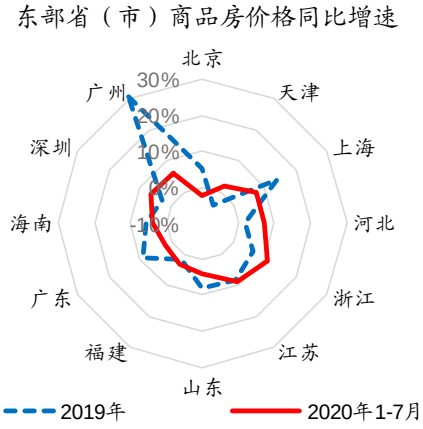
江苏、浙江和河北等沿海大都市圈的热点二、三线城市，量、价表现最为亮眼。东部省（市）中，长三角区域的江苏、浙江省，京津冀地区的河北省，销售量、价双双高增。均在快速增长。前 7 个月，江苏和浙江商品房销售面积同比分别增长 4%、5%，价格分别上涨 7%、9%，河北销售面积与价格同比分别上涨 9%和 7%，均显著超过 2019 年增速。具体城市来看，以杭州、苏州等为代表的部分热点二、三线城市，新建住宅面积增长超过 10%、均价较 2019 年底上涨 7%左右。

图11：河北、江苏、浙江等地产销售恢复较快



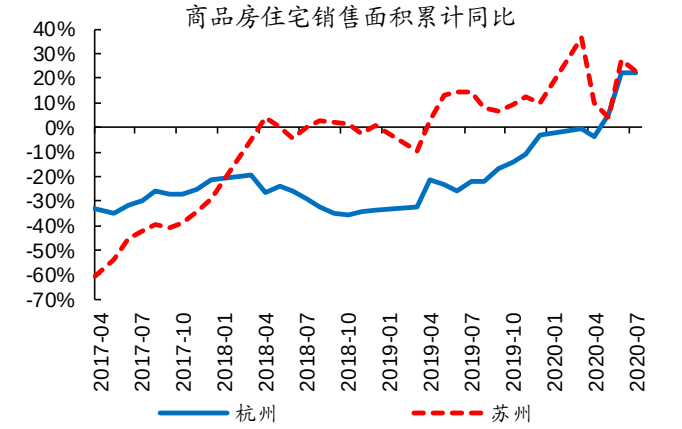
数据来源：CEIC、开源证券研究所

图12：河北、江苏、浙江等价格增速已高于 2019 年水平



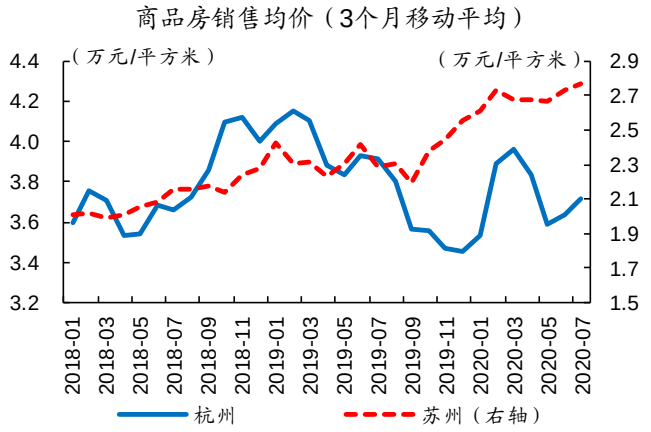
数据来源：CEIC、开源证券研究所

图13：杭州、苏州等热点城市，上半年销售面积高增



数据来源：CEIC、开源证券研究所

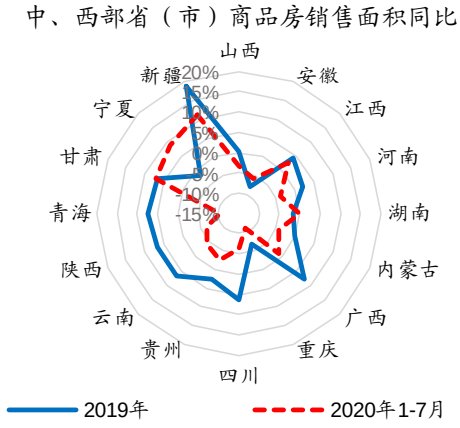
图14：杭州、苏州等热点城市，均价较 2019 年底上涨



数据来源：CEIC、开源证券研究所

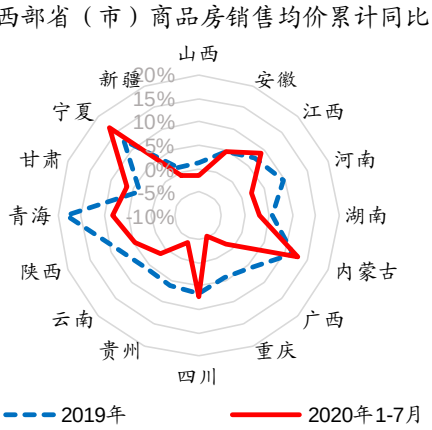
西部地区而言，房企在重点城市打折促销、“以价换量”，在一定程度上助力刚需修复。西部地区地产销售修复较快，但绝大多数省市、销售的“量”、“价”增速均尚未恢复至疫前水平。尤其是西安、重庆等区域中心城市，商品房销售压力相对较大，一直处于负增区间；例如，西安上半年销售面积累计同比跌幅超过 50%，重庆和昆明跌幅也超过两成。4 月以来，伴随部分房企加快打折促销力度，成都、重庆销售均价增速加快回落，对销售增速起到一定提振。

图15：绝大多数西部省市，销售远未恢复至疫前水平



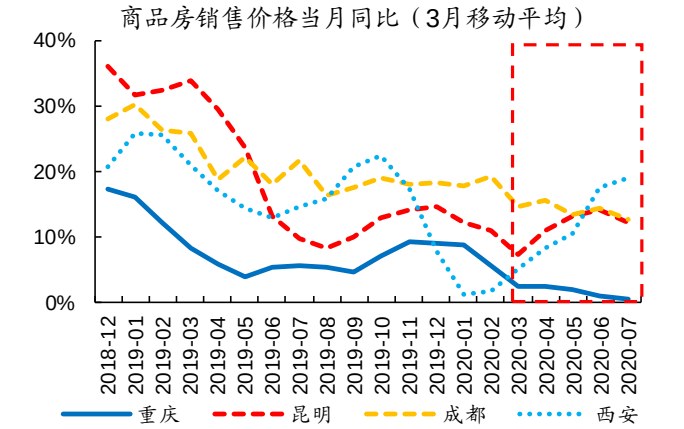
数据来源：CEIC、开源证券研究所

图16：西部省市，2020 上半年价格增速远低于 2019 年



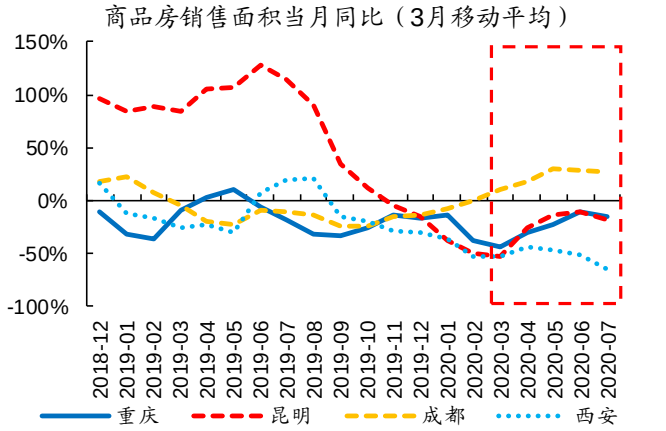
数据来源：CEIC、开源证券研究所

图17：西部中心城市，4月起商品房销售面积跌幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

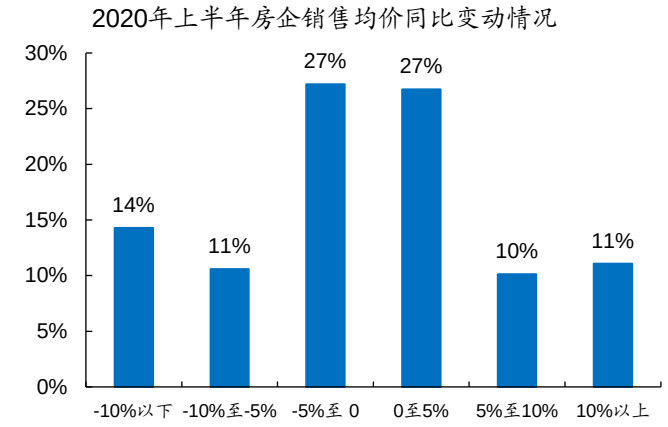
图18：房企打折促销，或一定程度上提振西部地产销售



数据来源：Wind、开源证券研究所

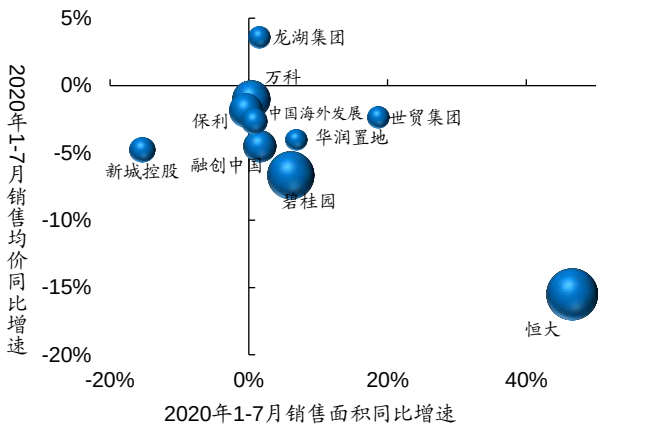
以百亿以上规模房企为代表，打折力度较大的房企，销售表现较好。2020年上半年，52%的企业进行打折促销、销售均价同比下降；其中，在中西部布局相对较多的恒大、碧桂园等千亿规模以上的房企，打折力度最大，前7月销售均价同比下降1成左右。大力度打折促销提振下，恒大、碧桂园为代表的千亿以上规模房企，前7月销售面积同比增长接近10%；相较之下，中小型房企品牌效应、打折力度相对较弱，销售恢复情况不及大型房企。

图19：大型房企，2020年前7月销售面积增长最好



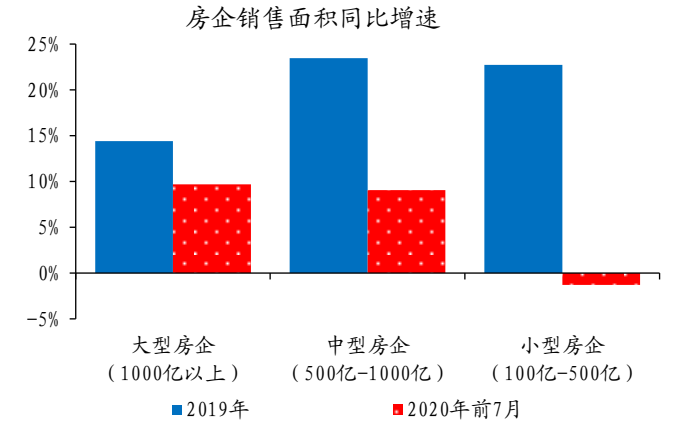
数据来源：克而瑞、开源证券研究所

图20：大型房企打折力度较大，在较大程度上提振销售



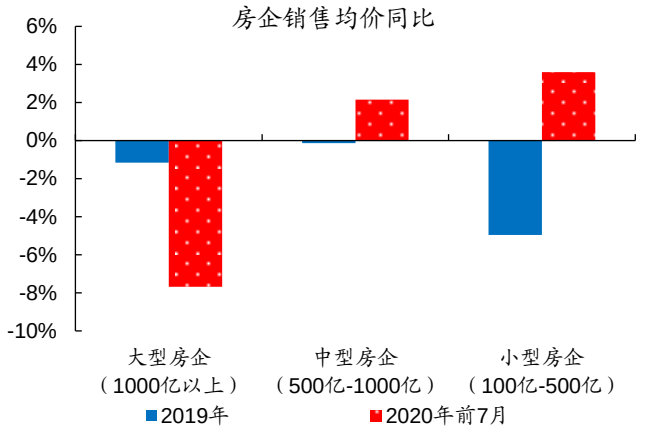
数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

图21：大型房企，2020 年前 7 月销售面积增长最好



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

图22：大型房企打折力度较大，在一定程度上提振销售



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

短期来看，积压需求释放、微观房企行为等，仍将对销售形成阶段性支持；但东部热点城市 7 月以来陆续收紧地产调控，对地产销售的影响或将逐步显现。7 月以来，东部地区已近 10 个城市收紧限购、限售等政策，并在销售和房价上有所反映；例如，东莞商品房成交面积、二手房成交价格增长在 7 月均有放缓，杭州新房和二手房成交增长也出现放缓迹象。伴随东部调控效果逐步显现，地产销售修复最快的阶段或即将过去，对地产投资和经济的支持或也将随之减弱。

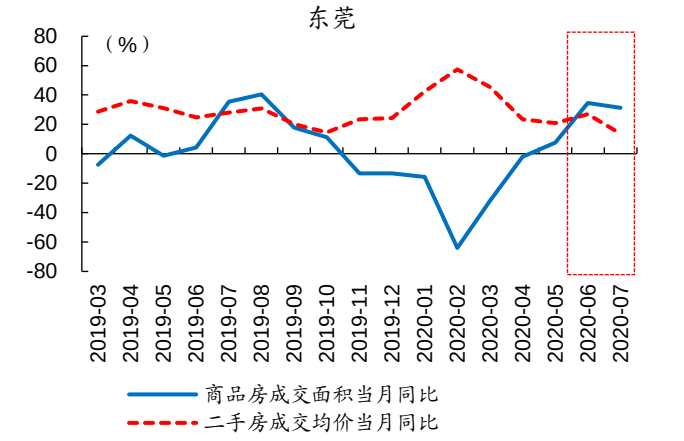
表1：2020 年 7 月以来，多个城市收紧地产调控

日期	省市	主要政策
7 月 2 日	杭州	通过高层次人才家庭优先购房方式取得的住房，自商品住房合同网签备案之日起，5 年内不得上市交易；公证摇号公开销售新建商品住房，应对“无房家庭”给予倾斜，提供一定比例的房源保障。
7 月 2 日	东莞	加快在建商品住宅入市销售，总建筑面积 30000 平方米以上分期申请预售的，每期申请预售的建筑面积须不少于 30000 平方米，尾期建筑面积低于 30000 平方米的须一次性申请预售；加强商品住房销售价格指导，新建商品住房项目一次性或分期申请预售（或现售）的，须以幢（栋）为单位申报销售价格，同一幢（栋）每套住宅均价相差幅度不宜超过 20%；加强商品住房项目销售监管，加大力度打击捂盘惜售行为，严格规范商品住房认购行为。
7 月 6 日	宁波	保持土地市场平稳，加大土地供应力度，强化精准供地，保证住宅用地市场平稳有序；调整限购区域范围，购房人申请限购区域内购房资格的，家庭住房情况核查范围调整为市五区行政区域；强化金融政策监管；保障自住住房需求；强化市场销售管理。
7 月 14 日	内蒙古	调整住房公积金贷款政策，取消借款人“同户籍”家庭成员购房也可使用公积金贷款的政策，停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。
7 月 15 日	深圳	调整商品住房限购年限，深户居民家庭、成年单身人士（含离异）须在本市落户满 3 年，且能提供购房之日前在本市连续缴纳 36 个月及以上个人所得税或社会保险证明，方可购买商品住房。夫妻离异的，任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。
7 月 17 日	长春	2020 年 8 月 1 日起，新增第二次申请住房公积金个人住房贷款的，贷款利率执行同期首套住房公积金贷款利率的 1.1 倍。
7 月 22 日	宁波	符合条件的“无房家庭”，可在六区范围里优先认购 1 套商品住房。但要求在取得不动产权属证书满 5 年后方可转让。
7 月 23 日	南京	严格执行“限房价、竞地价”出让模式，提高土地市场准入条件，建立热点区域住宅用地报名单位资格筛查机制。优先保障该市户籍无房家庭的刚性购房需求，商品住宅项目向该市户籍无房家庭提供每批次不低于 30%

日期	省市	主要政策
		比例的房源。进一步完善住房限购政策；夫妻离异的，任何一方自离异之日起两年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。
7 月 25 日	东莞	提高购房门槛，非东莞市户籍居民家庭在本市购买第一套商品住房的，须提供购房之日前 2 年内在本市逐月连续缴纳 1 年以上社会保险证明；购买第二套商品住房的，须提供购房之日起前 3 年内在本市逐月连续缴纳 2 年以上社会保险证明。非本市户籍居民家庭在本市行政区域内拥有 2 套及以上商品住房的，暂停向其销售商品住房。调整限售政策，由 2 年延长到 3 年。
8 月 4 日	阜阳	停止向购买第三套及以上住房者发放公积金贷款；存职工第二次申请住房公积金贷款购买普通自住住房的，首付比例不得低于 50%，贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍。
8 月 4 日	海口	要求打击捂盘惜售等违规行为，进一步规范房地产市场秩序。未取得预售许可的商品房项目，房地产开发企业不得预售，不得以认购、预定等方式向买受人收取或变相收取定金、预定款等性质的费用，不得开展任何展销活动。取得预售许可的商品房项目；房地产企业要在 10 日内一次性公开全部准售房源及每套房屋价格，并严格按照申报价格，明码标价对外销售。
8 月 30 日	无锡	完善商品住房限购政策，夫妻离异后 2 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭在本市市区范围内拥有住房套数计算。发挥税收调控作用，将市区（不含棚户区改造重点地区）个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年。调整无锡市区差别化住房信贷政策，对已拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买商品住房的，最低首付比例调整为不低于 60%。

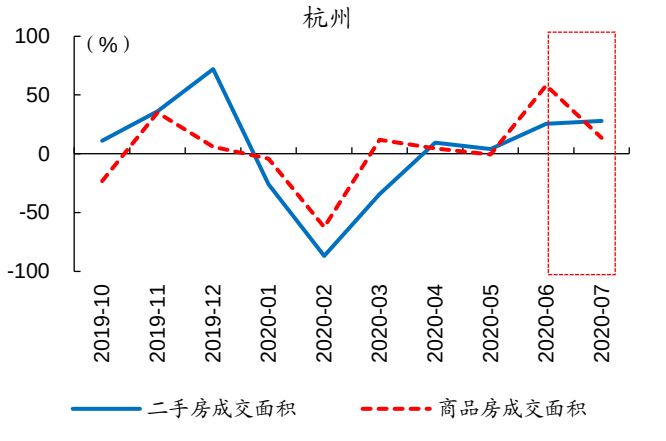
资料来源：中国政府网、地方政府网、新华网、开源证券研究所

图23：东莞 7 月初即收紧调控，销售已有降温迹象



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

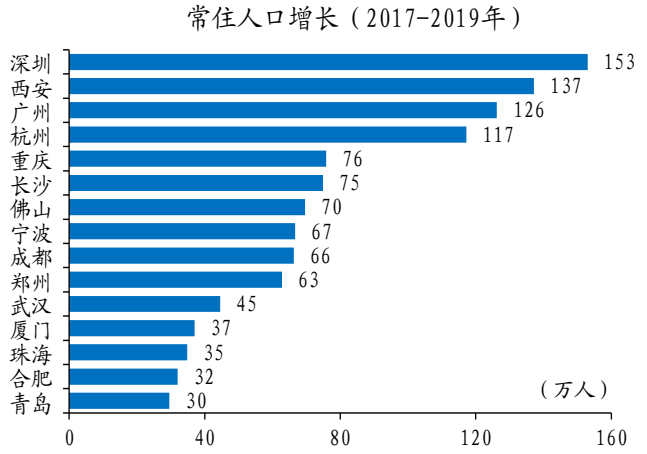
图24：7 月，杭州楼市成交也出现一定放缓迹象



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

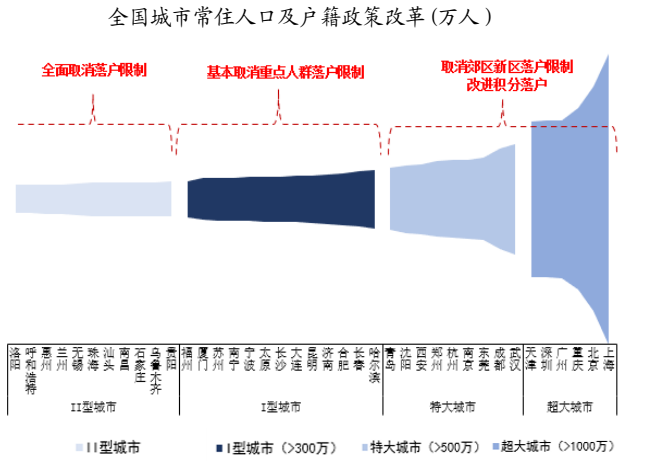
中长期来看，地产调控思路已与过往大为不同，“因城施策”背景下，总量层面的“地产周期”正在消失，大都市圈人口集聚等结构性逻辑值得关注。近年来，伴随地产调控思路转向“因城施策”，不同能级城市间的传导已明显减弱，传统的“地产周期”特征也在逐步弱化、结构特征正在加快凸显。东部地区长三角、粤港澳大都市圈内的核心一二线及热点三线城市，对人口集聚的吸引力持续存在；中西部核心二线城市的工业化和城镇化进程加快推进，对人口的吸引力也在增强，对应地产销售和投资需求、及对区域经济发展的支持等，值得关注。

图25：人口向东部热点城市、中西部核心城市集聚



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：落户限制放松等，助力人口向核心城市集聚



资料来源：克而瑞地产研究

2、 核心结论

1) 5月以来，地产销售加快修复、不同区域销售普遍回升；销售高增的驱动逻辑、持续性等，是下阶段地产投资、经济走势研判的关键影响变量。

2) 不同区域，地产销售的修复逻辑有所分化。东部热点省（市）受益于维稳政策的外溢效应等，销售“量价齐升”；西部地区，重点城市地产销售“以价换量”、或在一定程度上助力刚需修复。

3) 短期来看，积压需求释放、微观房企行为等，或仍将对地产销售形成阶段性支持；但东部热点城市收紧调控等，对地产销售的影响或将逐步显现。

4) 中长期来看，地产调控思路已经不同以往，总量层面的“地产周期”正在消失；大都市圈人口集聚等结构逻辑，值得关注。

3、 风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn