

宏观报告

证券研究报告

2024年11月16日

“929 地产新政”效果观察

成交放量、价格下跌、挂牌增加，表明从销量、价格等多个维度综合来看，市场可能尚未完全触底。市场底部通常出现在缩量上涨的阶段，而非放量下跌。

地产当前的问题本质上是供需的问题，要让地产止跌回稳，关键是要重塑供需关系，减少住房供给，或者增加住房需求。

房价距离合理估值水平可能还有少许空间。但也要看到，租金回报率和长期限国债利率之间的差距在不断收窄，部分城市的租金回报率甚至已经超过了3%，而且成交放量的过程也是买卖双方消化分歧的过程。从基本面的角度看，价格可能不一定正式见底，但大概率已经处在了逐渐磨底的阶段。

风险提示：房地产政策存在不确定性；宏观经济基本面或对居民预期产生影响，进而改变房地产市场交易行为；收储政策存在超预期的可能性。

作者

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

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观点评-美国通胀的不对称风险》2024-11-14
- 《宏观报告：1108 人大常委会解读-重塑地方财政循环》2024-11-09
- 《宏观报告：宏观点评-出口的持续性如何》2024-11-08

“929 地产新政”已经“满月”，与前几轮地方放松的政策效果相比，本次既有相似的地方，也有不同之处。

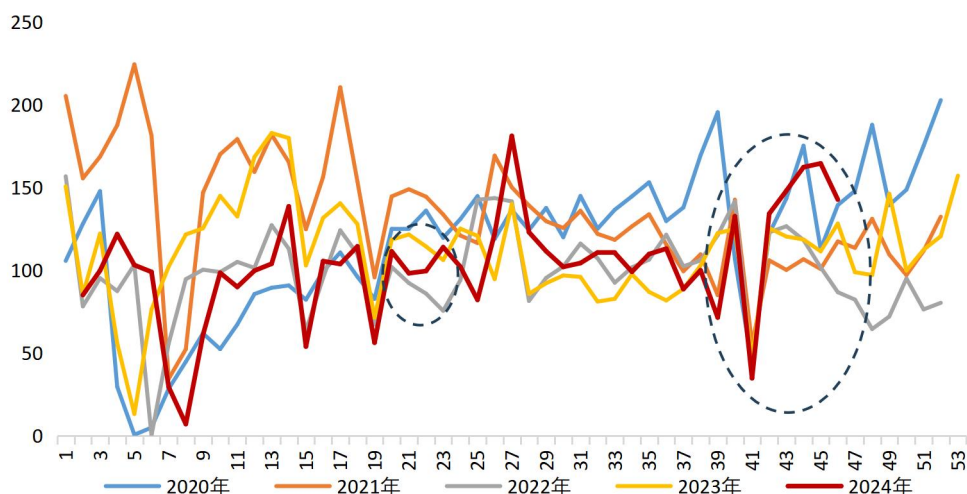
不同之处主要表现为政策效果更加明显，成交量的反弹显著超过了季节性。

11月1日住建部首次披露了全国商品房的网签数据，成交明显改善。10月份，将新房和二手房加总以后，成交总量同比增长3.9%，自今年2月份连续8个月下降后首次实现增长¹。仅从量的角度来看，中国房地产市场的整体成交量可能已经实现或较为接近“止跌回稳”的状态。

四个一线城市从9月底房地产限购政策放松以来，交易更加活跃。“929新政”后六周，北京、上海、广州、深圳的新房和二手房合计成交量同比分别增长19.1%、40.1%、1.5%、86.5%，远高于全国平均涨幅。

这种反弹力度在“517地产新政”后并未出现。“517新政”后的六周（0518-0621），北广深三个一线城市（上海2023年9月前数据缺失）新房+二手房的成交量同比持平上年，远低于“929新政”后20.9%的同比增幅。

图 1：北京、广州、深圳新房+二手房周度成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所
注：横轴代表周次

“929 新政”后市场的超预期繁荣，与自上而下的政策调整密不可分。

¹ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202411/content_6984386.htm

首先是“926”政治局会议对房地产市场的态度出现了积极的变化，首次提出了“促进房地产市场止跌回稳”的明确要求²，同时宏观政策重心向稳增长倾斜，提振了市场的信心。

其次是“924”央行、金融监管总局、证监会联合新闻发布会³以来，信贷政策出现了密集的放松，包括降准、降息、降低最低首付比例、降低房贷利率、下调存量房贷利率等，而且首付比例和房贷利率水平几乎降到了历史最低，降低了购房者的入市门槛。

再次是一线城市同时放宽了购房限制性措施，比如广州全面放开购房限制⁴，上海放松非沪籍居民购房限制、优化住房信贷政策和住房税收政策⁵，深圳分区放松限购政策、取消限售、优化住房税收政策和住房贷款政策⁶，北京优化住房贷款政策、放松京籍和非京籍居民购房政策等⁷。

在新政后市场成交显著回暖的同时，仍然存在着两个与此前政策放松相似的地方。

一是二手房的表现强于新房。

10月，全国新建商品房的网签成交量同比增长0.9%，二手房的网签成交量同比增长8.9%⁸，存量二手房继续以供给的形式挤出新房销售。

从9个样本城市的成交数据看，2022年7月以来二手房成交的增速持续高于新房，二手房成交占比大幅提升，10月9城二手房成交占比提升至55.5%，较9月高2.9个百分点，较2021年10月的低点提升32.5个百分点。

图2：2022年7月以来，9城二手房成交增速持续快于新房（单位：%）

² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202409/content_6976686.htm

³ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34875/index.html>

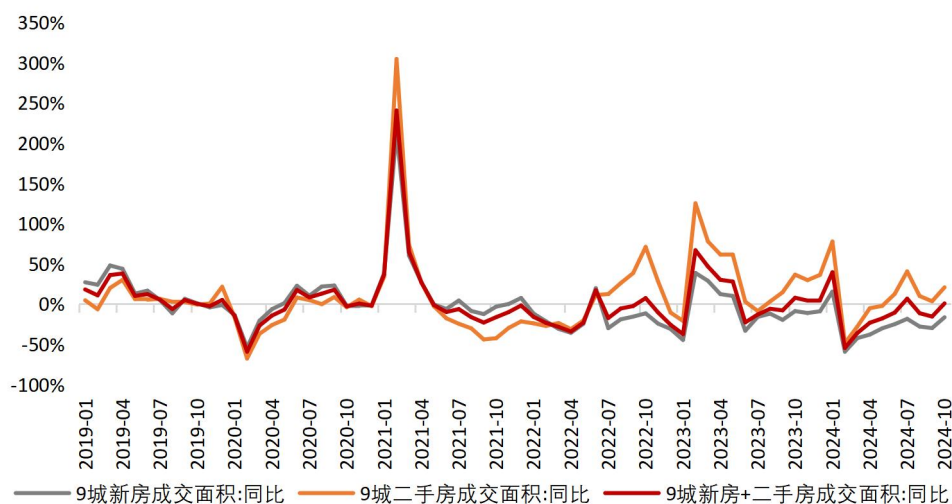
⁴ https://www.gz.gov.cn/zwgk/fggw/sfbgtwj/content/post_9896008.html

⁵ <https://fgj.sh.gov.cn/qtgw/20240929/e66e5975328e411ca736811e67bee559.html>

⁶ https://zjj.sz.gov.cn/xxgk/tzgg/content/post_11579851.html

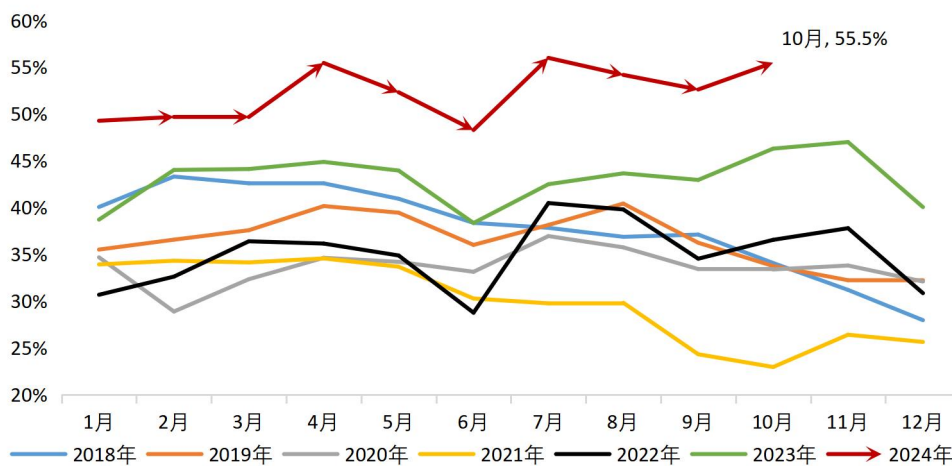
⁷ <https://zjw.beijing.gov.cn/bjjs/fwgl/tzgg/543423903/index.shtml>

⁸ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202411/content_6984386.htm



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 10 月, 9 城二手房成交占比反季节性提升至 55.5% (单位: %)

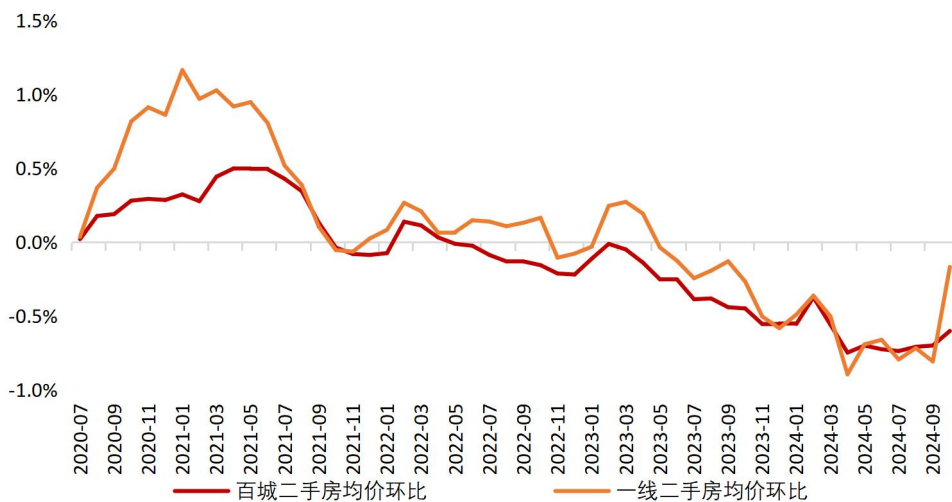


资料来源: Wind, 天风证券研究所

二是成交活跃的同时仍然是“以价换量”。

根据中指研究院数据, 10 月百城二手房均价环比下跌 0.6%, 一线城市二手房均价环比下跌 0.2%, 降幅有明显收窄, 但价格下跌的趋势并未结束。

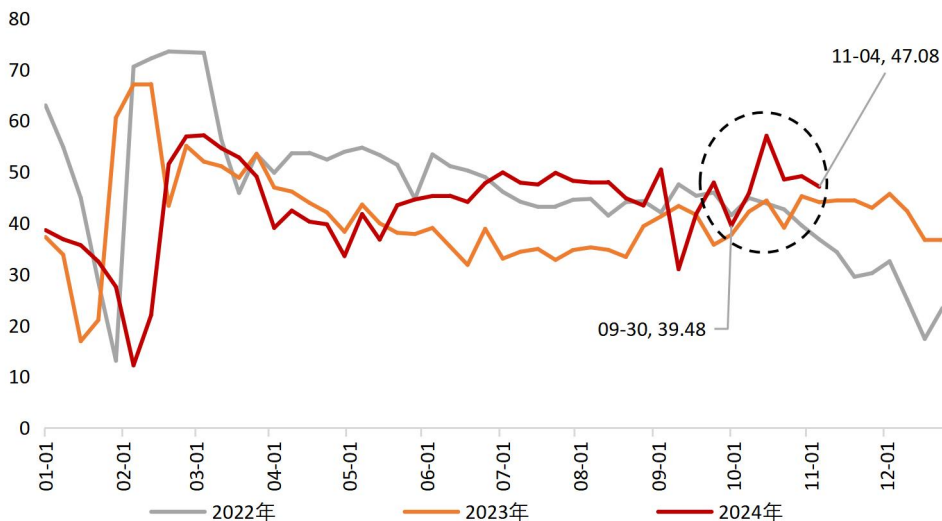
图 4: 10 月, 百城二手房均价环比下跌 0.6%, 一线城市平均下跌 0.2% (单位: %)



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

将挂牌量纳入考量后，房地产市场目前处于“放量博弈”的状态。尽管目前成交量有所上升，但挂牌量并未减少，反而在新政后呈现出了震荡上升的趋势。这说明在市场交易活跃以后，有更多的业主在准备出售房产，买卖双方的预期博弈变得更加激烈。结合价格仍在下跌来看，可能还存在部分卖房者降价出售房产以期抓住市场热度的情况。

图 5：929 新政以来，二手房出售挂牌量指数有所反弹（周度；2014 年 12 月 29 日=100）



资料来源：Wind，天风证券研究所

成交放量、价格下跌、挂牌增加，表明从销量、价格等多个维度综合来看，市场可能尚未完全触底。市场底部通常出现在缩量上涨的阶段，而非放量下跌。

地产当前的问题本质上是供需的问题，要让地产止跌回稳，关键是要重塑供需关系，减少住房供给，或者增加住房需求。

而住房需求应当算购房市场+租赁市场的“总账”，而非仅盯着购房市场。

新政的确推动了部分真实住房需求从观望转化为下场，但这部分群体只要身处于城市之中，就一直在表达着自己的住房需求，因为不买房也需要租房。从租房变为购房后，增加了购房市场的需求、减少了可售房源，同时也减少了租房市场的需求、增加了可租房源。从“算总账”的角度看，真实住房需求的兑现只是改变了房地产需求的结构，并没有改变总量。

真实住房需求是由人口、城镇化率、人均住房面积等因素决定的慢变量，且大概率仍将“L”形回落（详见报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》，2022.10.22），因此增加房地产总需求的关键是激发出更多的“住的更大、住的更好”的改善需求或者追求收益的投资需求。

新增住房供给已经明显减慢，但消化冗余住房库存，通过收储是否可行依然有不确定性。

我们在报告《收储存量房是否可行？》（2024.5.12）和《该以怎样的出发点理解地产收储？》（2024.5.23）中分析过，地方政府大规模收储可能面临着较大体量资金沉淀和运营亏损的压力，也缺少大规模举债、出资的空间，出发点更有可能是站在“保障房”建设的角度；在自愿参与的前提下，推进的节奏可能存在不确定性。

而且收储还有收购后需迅速配售或配租的要求⁹，当前回收的库存最终还是会以保障性住房的形式回到市场，并不会改变整体的供需关系。由于保障房成本更低，反而有可能会对周围的房地产市场产生冲击。根据克而瑞研究中心，郑州配售型保障房入市造成了新房房价的持续下滑。¹⁰

尽管房价持续下跌，但租金回报率的仍然较低，再考虑到流动性等因素以后，作为投资品的性价比不足。截至10月，一线城市、50城、100城租金回报率分别为1.57%、2.12%、

⁹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5356698/index.html>

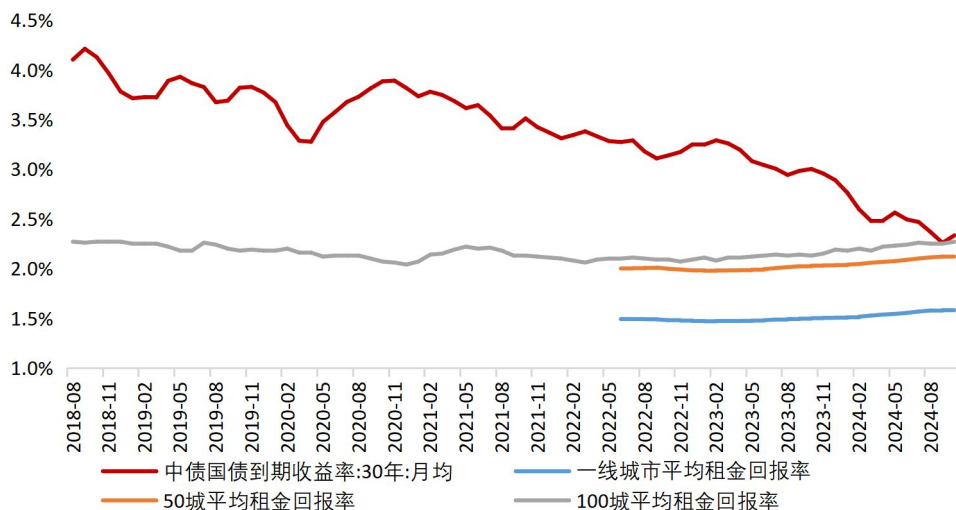
¹⁰ <http://m.fangchan.com/news/1/2024-11-04/7259022353899000058.html>

2.27%，分别低于 30 年国债到期收益率 76、21、6bp。

当前下行的人口趋势、偏弱的就业信心和较高的居民杠杆率，或难以支持房子重新出现较强的涨价预期。况且，虽然政策层面不再强调“房住不炒”，但在构建房地产新发展模式的框架下，我们认为重新回到“炒房”老路上的可能性也不大。

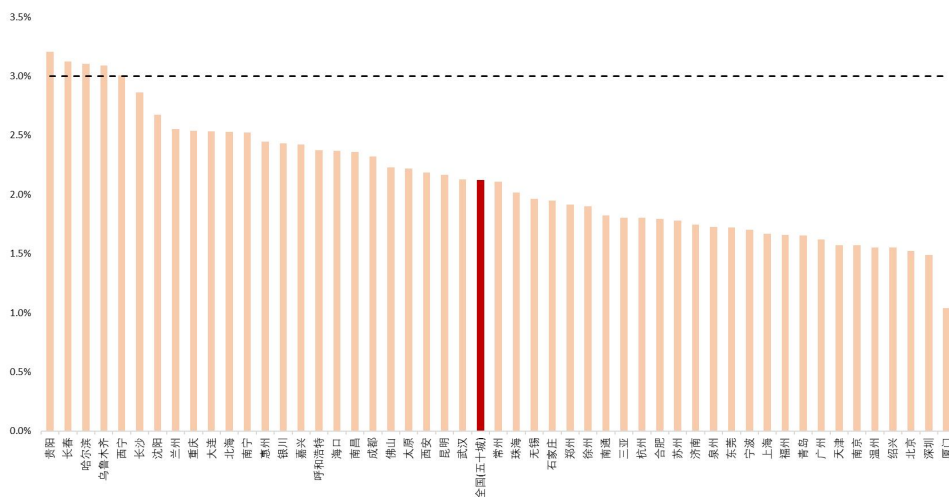
以上两点意味着，房价距离合理估值水平可能还有少许空间。但也要看到，租金回报率和长期国债利率之间的差距在不断收窄，部分城市的租金回报率甚至已经超过了 3%，而且成交放量的过程也是买卖双方消化分歧的过程。**从基本面的角度看，价格可能不一定正式见底，但大概率已经处在了逐渐磨底的阶段。**

图 6：住宅租金回报率仍略低于 30 年国债到期收益率（单位：%）



资料来源：Wind，中指研究院，天风证券研究所

图 7：2024 年 10 月，部分城市住房租金回报率已经超过 3%（单位：%）



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com