

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？

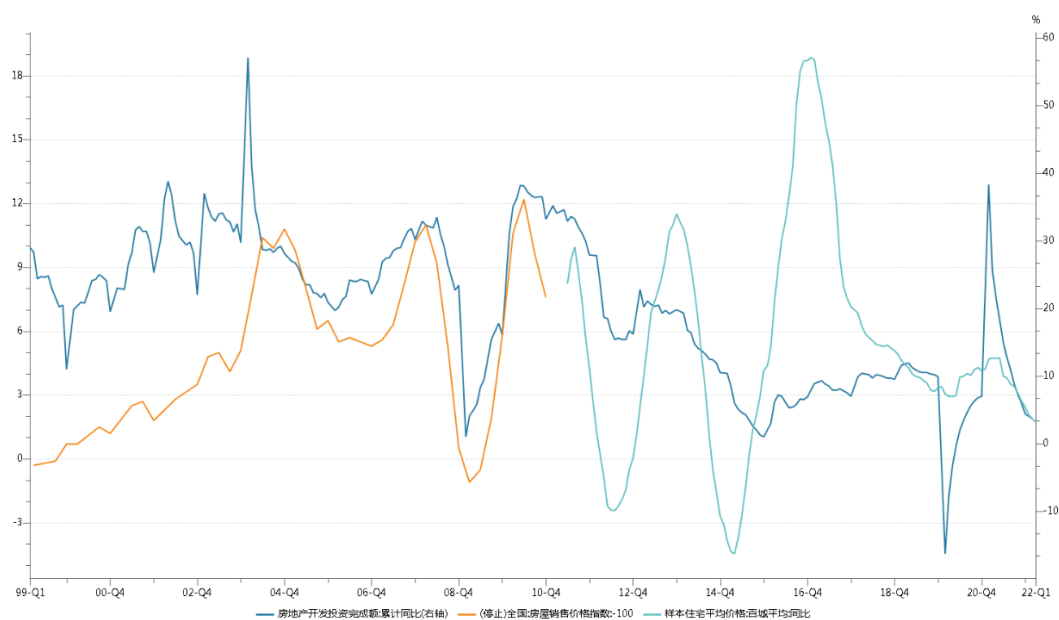
1.1. 房地产行业的周期性

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

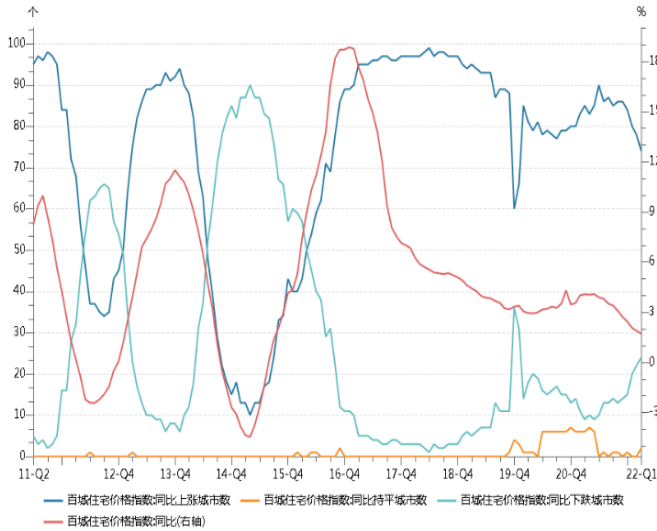
1.2. 这轮地产下行期的不同之处

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。

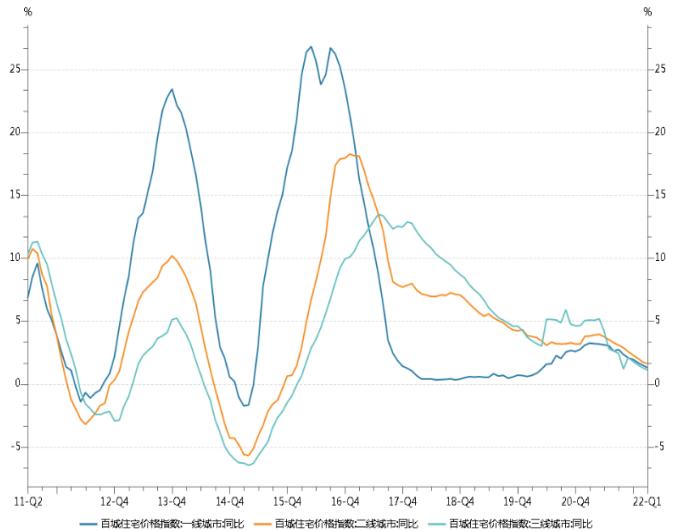
分能级来看，以往一线城市房价同比明显高于二三线城市，相对更为坚挺，但这次我们看到一二三线城市表现差不多。

图 1.2.1: 下跌城市较少



数据来源: Wind 南华研究

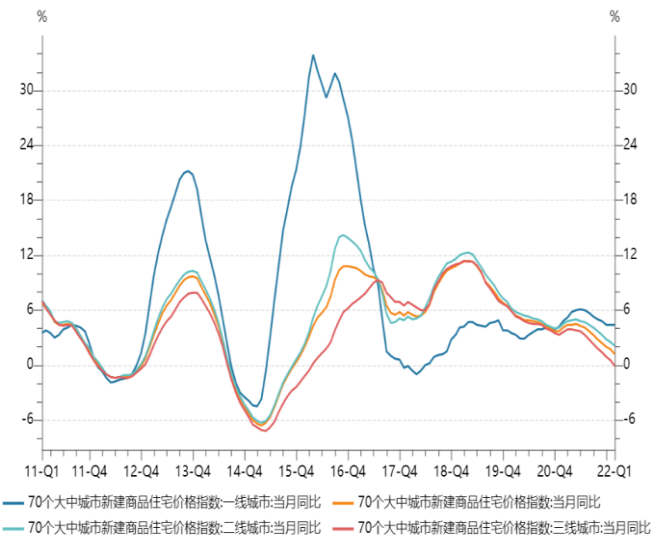
图 1.2.2: 不同能级城市表现差异不大



数据来源: Wind 南华研究

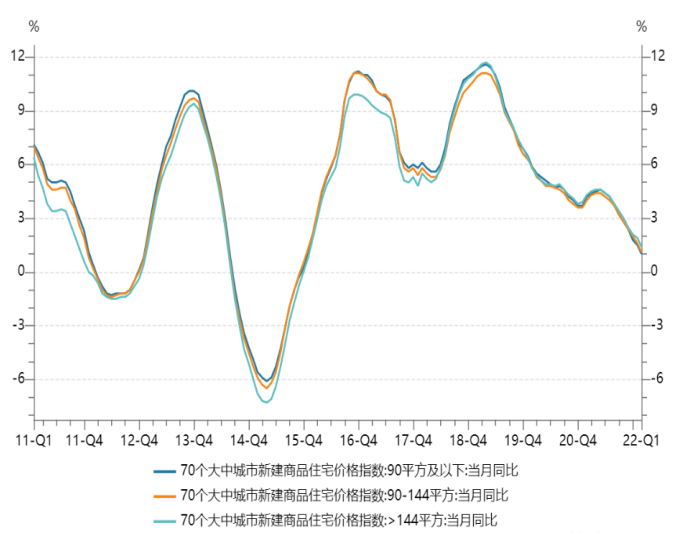
从新房价格来看，此次与 2015 年相同，即一线城市房价更加抗跌。分面积来看，以往大面积户型跌幅最大，但这次大面积户型反而更加抗跌。2018 年以来，大面积（>144 平方）户型涨幅超过了中等面积（90-144 平方），直逼小面积（≤90 平方），一定程度上表明富人阶层/改善型的购买需求扩大。

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



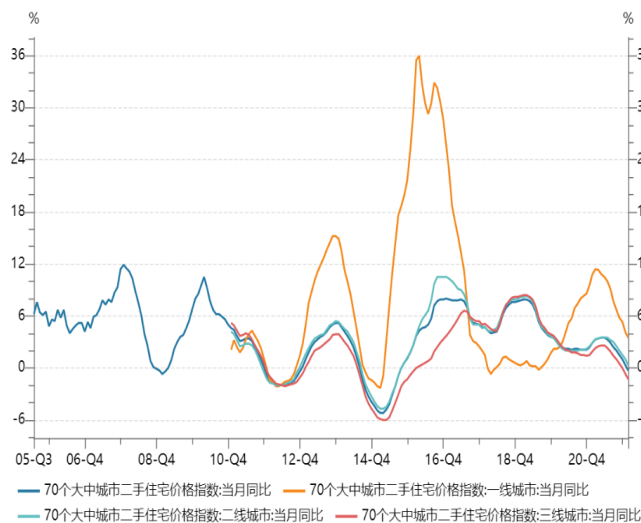
数据来源: Wind 南华研究

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

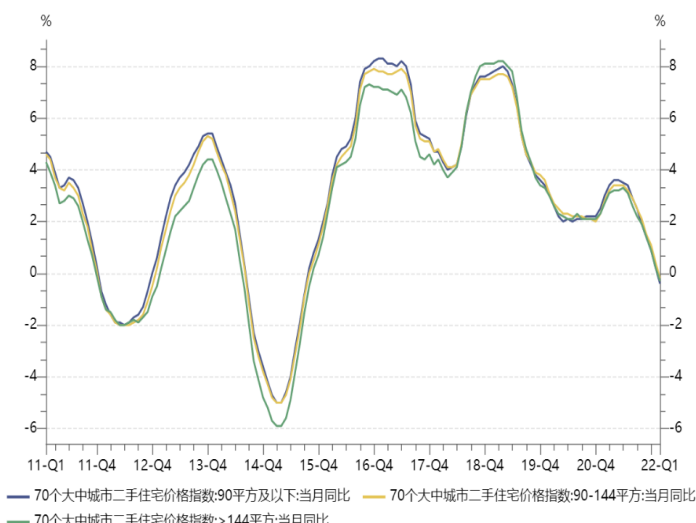
有三线城市的二手房同比下跌了。新房市场关于土地财政，也关于民生，地方政府有较强的挺价意愿，加之部分城市限价政策下，一二手房倒挂，新房价格相对更加坚挺。

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

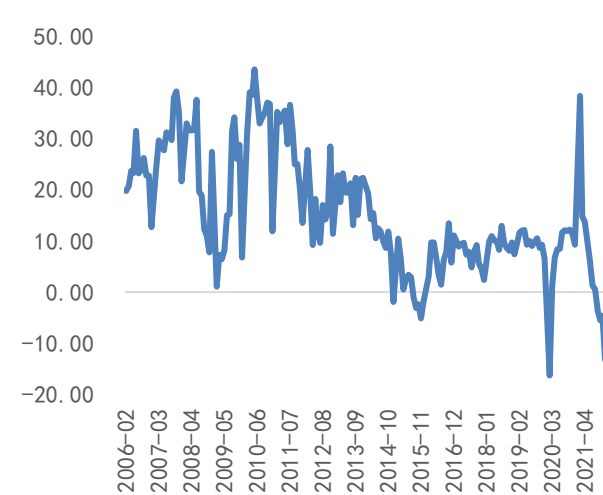


数据来源：Wind 南华研究

1.2.2. 房地产投资当月跌幅较大

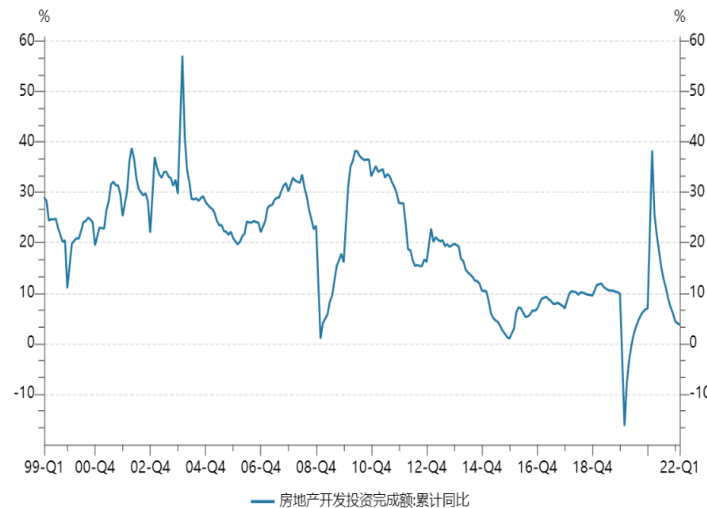
从投资额来看，此轮房地产投资当月同比跌幅较 2012 年和 2015 年两轮明显扩大，也大于 2008 年那次，直逼 2020 年 2 月疫情控制最严格的时候。从累计同比看，当前增速远低于 2012 年那次，与 2015 年的这轮比较接近。

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

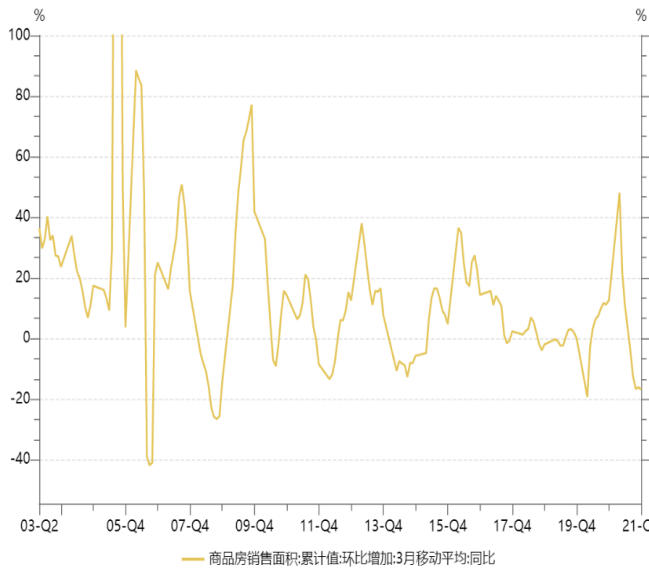


数据来源：Wind 南华研究

1.2.3. 销售端更加偏冷

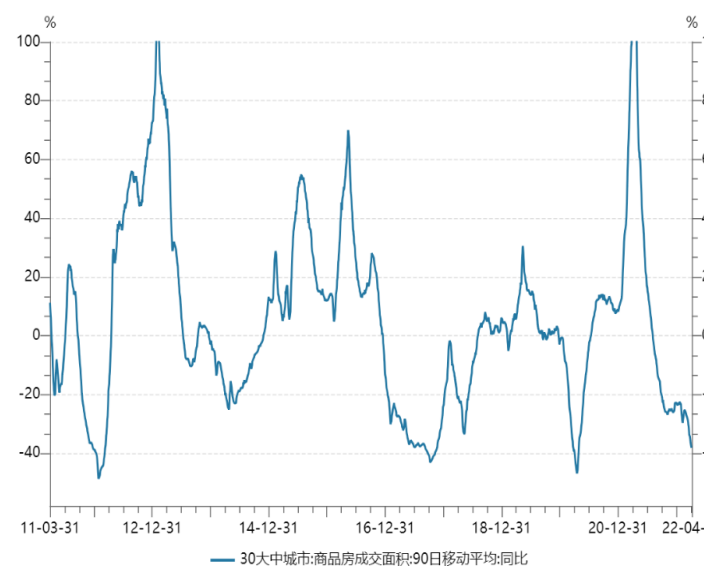
如果我们以统计局的每月销售面积数据来看，目前当月同比涨幅的3个月移动平均值已经低于2012年和2015年那两轮，与2020年疫情初期接近。假如观察30大中城市商品房成交面积，可以看到3个月移动均值当月同比虽然略高于2012年的水平，但明显低于2015年的水平。总体而言，相比前两轮，此次销售端更加偏冷。

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

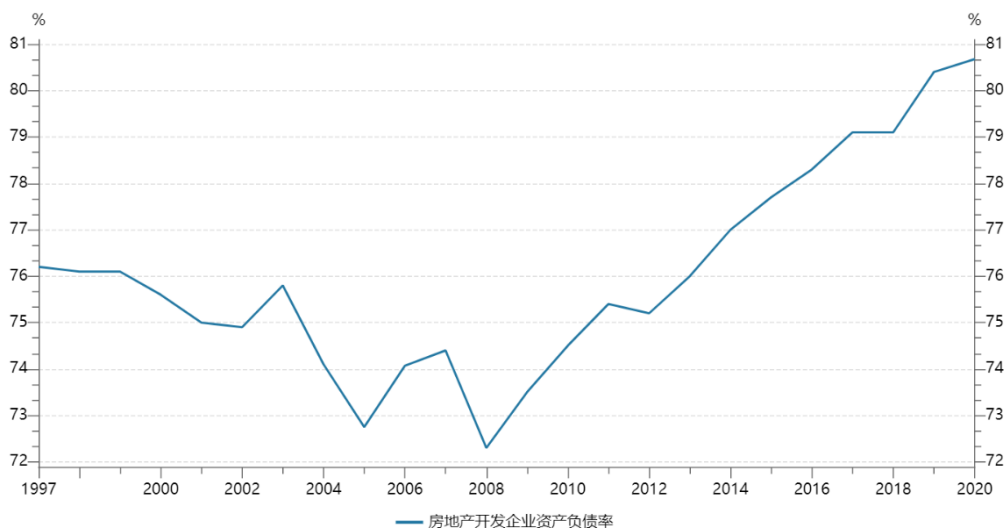


数据来源：Wind 南华研究

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，只升不降。根据最新的2020年数据，房地产开发企业的资产负债率已高达80.68%。高负债的经营模式也引来了监管层的注意，三道红线等政策相继发布，这也是本轮房地产行业遇冷的关键因素之一。

图 1.2.11：房地产企业资产负债率走高

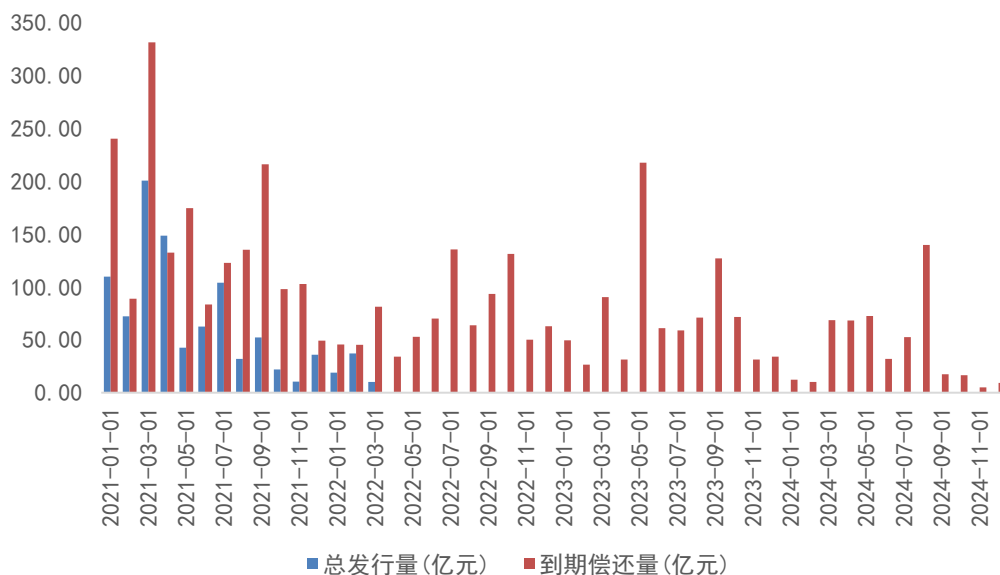


资料来源：Wind 南华研究

1.2.5. 融资受限，企业爆雷现象频出

在政策影响下，企业融资端受限，我们不断地看到房地产企业爆雷现象。华夏幸福、恒大、禹洲集团、阳光城、花样年、佳兆业、融创等等，爆雷现象不断蔓延至行业头部企业。债券融资受限、银行贷款贷不出，在爆雷现象频出下，购房者也是人心惶惶，不敢购买财务状况不佳的民营房企开发的商品房，这也导致内源融资不畅。地产企业的债务问题亟需解决。

图 1.2.12：民营债券企业融资

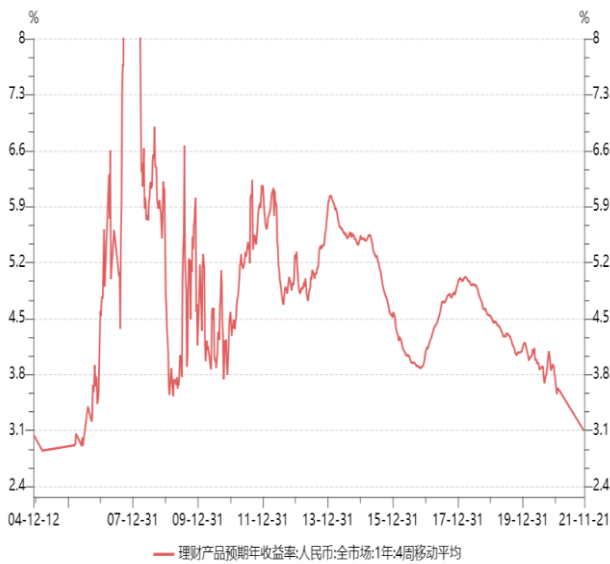


资料来源：Wind 南华研究

1.2.6. 购房者面临的环境不同

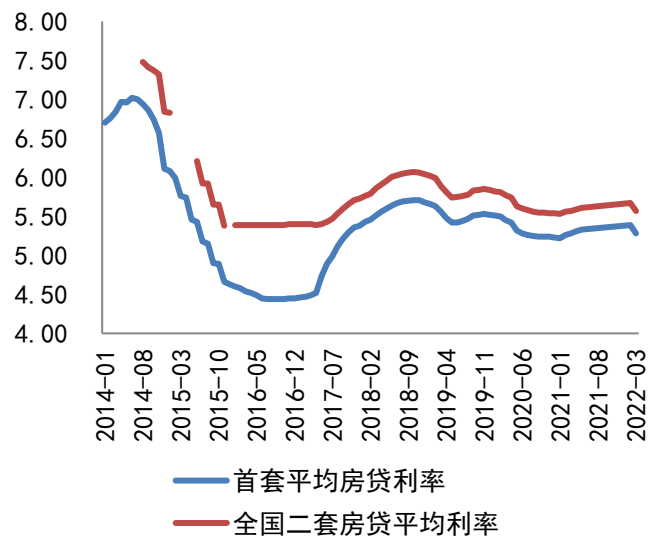
以往的房地产低谷期，我们可以看到理财产品收益率有所下降。通常情况下，理财产品收益率虽低于房贷利率，但二者差值不会太大，以 2015 年为例，一年期理财产品收益率约为 4%附近，而首套房平均贷款利率则大约在 4.5%，二者差值差不多 50bp。但是当前这轮，我们可以看到理财收益率已跌至 3.1%附近，而首套房平均房贷利率虽有所下降，但还停留在 5%以上，二者差值接近 200bp。这种现象导致的结果是投资者认为理财能力不足以覆盖房贷成本，倾向于早点归还贷款或者更多利用自有资金买房。这可能也是我们看到 2 月居民部门中长期贷款为负值的原因之一。

图 1.2.13: 理财收益率越来越低



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.14: 贷款利率依然相对较高



数据来源: Wind 南华研究

1.3. 启示

通过对比本轮地产下行期与之前 2012 年和 2015 年¹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的真正企稳回升。

¹ 由于数据长度有限，因此大多只能比较 2012 年和 2015 年这两轮。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点