

# 稳中有压，警惕“新库存”

——2019 年下半年房地产市场和政策展望

贝壳研究院

---

# 稳中有压，警惕“新库存”

——2019年下半年房地产市场和政策展望

2019年上半年全国房地产市场发生了哪些新变化？贸易战下房地产政策的约束是什么？2019年下半年房地产市场将怎么走？关于2019年上半年的回顾和下半年的展望，基于数据洞察贝壳研究院有以下10个观点：

1.上半年整体市场回暖。2019年上半年全国重点城市普遍回暖，重点城市二手房成交量环比增长50%以上，同比持平；大部分重点城市新房成交量增长；土地市场也走出去年下半年“低谷”。

2.金融边际宽松和预期驱动回暖。2019年上半年市场的回暖来自于信贷的边际放松，居民和企业的贷款成本降低，同时行政调控的边际放松也改变了前期市场低迷的预期。

3.回暖并不是全面的，是分化的。整体来看，距离调控时间较长的一线城市及长三角城市上半年热度相对较高，三四线城市在棚改弱化背景下成交下滑，其中山东江苏等棚改大省表现更为明显。

4.回暖并没有持续，上半年市场前高后低。不管是二手房市场还是新房、土地市场，都呈现出明显的“前高后低”特点，市场在一季度的小阳春后，二季度一方面是信贷和开发商融资渠道的再次收紧，另一方面苏州等城市的调控收紧再次影响了市场预期。

5.政策难松难紧，“稳”+“一城一策”是主基调。贸易战的

长期性和宏观经济运行的压力使得房地产政策不能“紧”，居民杠杆的快速增长和对消费的挤压使得房地产政策不能“松”。同时，政策对于市场波动将保持高度的敏感性，“一城一策”趋势明显。

**6.潜在需求依然存在。**二季度重点城市新增客源及带看客户量并未出现明显下滑，且新增客房比近期呈现持续上升趋势，市场需求依旧存在，这是支撑下半年市场的上行动力。

**7.重点城市的改善型需求难以释放。**在政策稳的背景下，重点城市的改善型需求依旧难以释放，而改善需求是市场的“新刚需”，这是下半年市场的重要下行压力。

**8.市场“新库存”问题突出。**在贝壳监测的 29 个重点城市中，有 7 个城市月末库存环比持续增加 3 个月，13 个城市月末库存环比持续增加 4 个月，7 个城市月末库存环比持续增加 5 个月。

**9.“限价”问题开始凸显。**限价背景下开发商的利润被压缩，新房产品同质化问题突出，市场供应和需求存在“错配”，部分区域如北京新房去化和库存压力大。

**10.三四线城市疲态明显，后期山东、山西与河南的城市下行幅度将更大。**2018 年下半年来，受棚改收紧的影响，三四线城市成交动力明显不足，财政部发布的计划中，大多数地区及省份 2019 年棚改目标套数较 2018 年下降，其中山东、山西与河南降幅全部超过 70%，市场下行压力更大。

## 一、2019 年上半年市场：前高后低，分化加剧

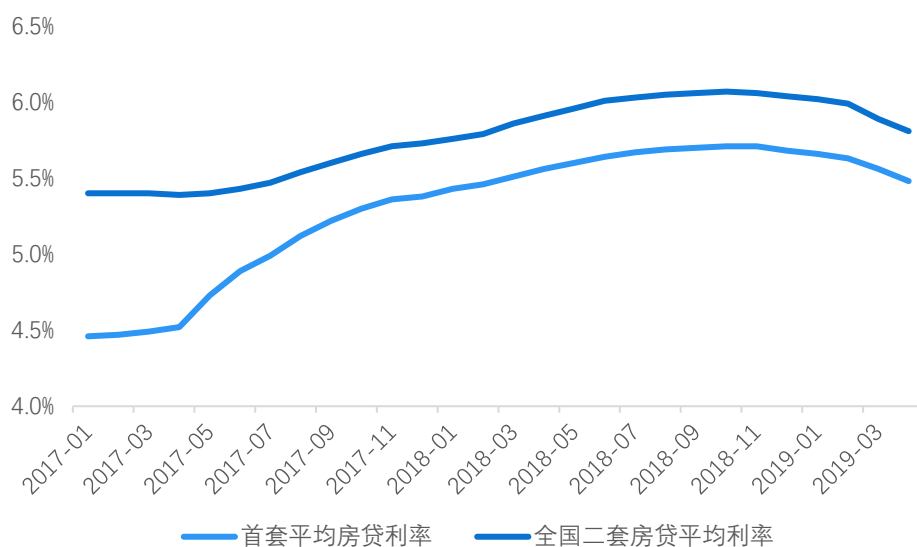
2019 年上半年全国重点城市二手房市场在部分地区行政调控放松、房贷利率下调、市场预期改善等因素影响下，从底部回暖，这种回暖表现为一季度二手房市场底部向上、新房市场回暖、土地市场走出低迷，进入二季度后，在政策收紧、预期转变的背景下，市场的回暖并未持续，2019 年上半年呈现明显的“前高后低”特征。

表：2018 年末到 2019 年初各地调控政策放松汇总

地区	时间	政策内容
菏泽	2018/12/18	取消限售
广州	2018/12/19	商铺及公寓不再限定销售对象
珠海	2018/12/19	部分区域限购放松
合肥	2018/12/28	
兰州	2019/1/5	
菏泽成武县	2019/3/12	鼓励农民购房落户
衡阳	2018/12/26	取消限价
阜阳	2019/2/21	
济南	2019/3/20	
北上广深	2019/3/8	二手房交易增值税附加税税率减半
东莞	2019/3/12	二手房交易中个人所得税可选择差额 20%或全额 2%征收
镇江、海口、广州、南京、大连、常州、西安、南京、高碑店市、芜湖、石家庄	2018/11-2019/3	人才安居/落户放宽

来源：贝壳研究院整理

图：全国首、二套房贷平均利率变动



来源：wind

上半年市场除了整体复苏外，内部也出现明显的分化，表现为城市的分化和时间的分化。城市分化表现在三个方面：在二手房方面，市场的冷热与距离调控时间的长短呈现明显的正相关；新房方面，以长三角的南京、苏州为代表，回暖更为明显；土地市场二线城市升温幅度相对更大。

### （一）上半年整体市场底部回暖

#### 1.重点城市二手房市场底部向上，内部分化

重点城市成交量环比增长超5成，同比持平。总体看，上半年重点14城<sup>1</sup>二手房市场在经过了2018年下半年的大幅调整后，需求开始释放，同比去年微增3%，但环比去年下半年则增加52.3%，从底部走出。

<sup>1</sup> 重点14城：北京、上海、深圳、大连、天津、济南、青岛、南京、武汉、西安、长沙、成都、重庆、杭州

# 每日报告

不要错过让你洞察整个商业世界的  
每日报告

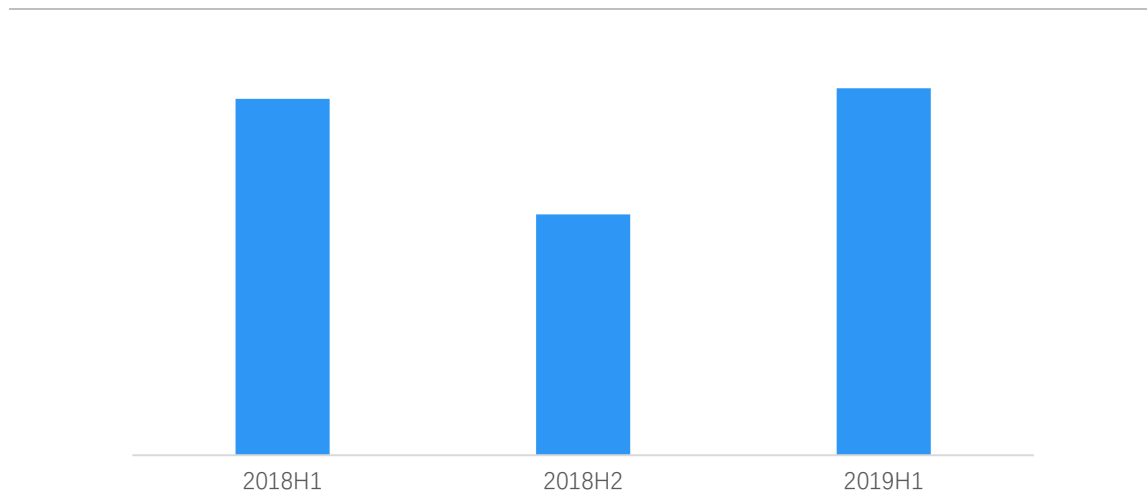
如何免费入群？扫码加好友后回复  
【入群】

每日精选3份最值得学习的资料给您  
，不定期分享顶级外文期刊



撩他！撩他！

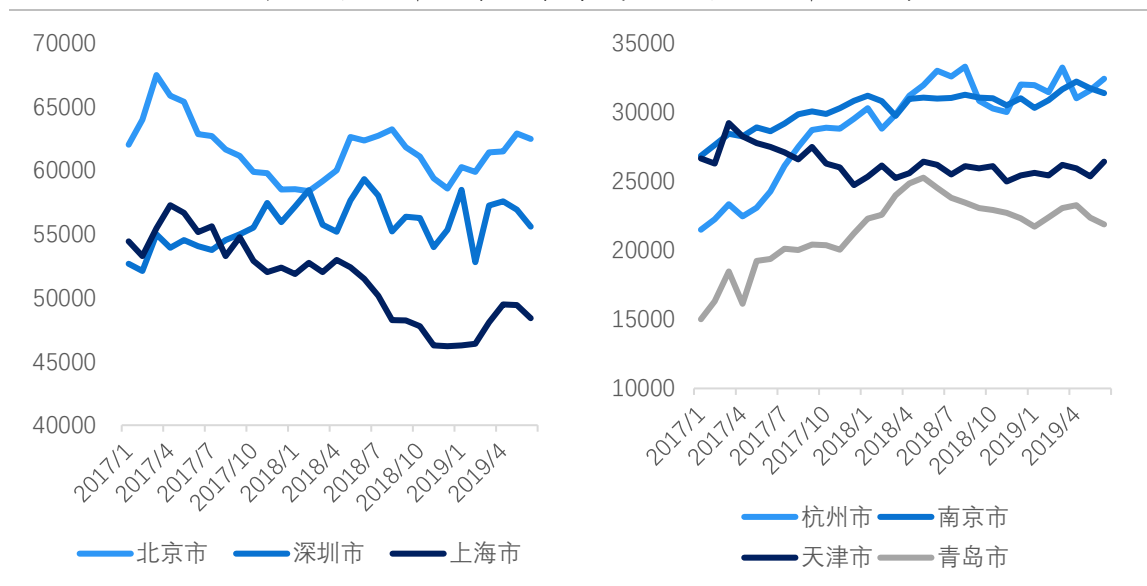
图：重点 14 城链家二手房成交总量走势



来源：贝壳研究院

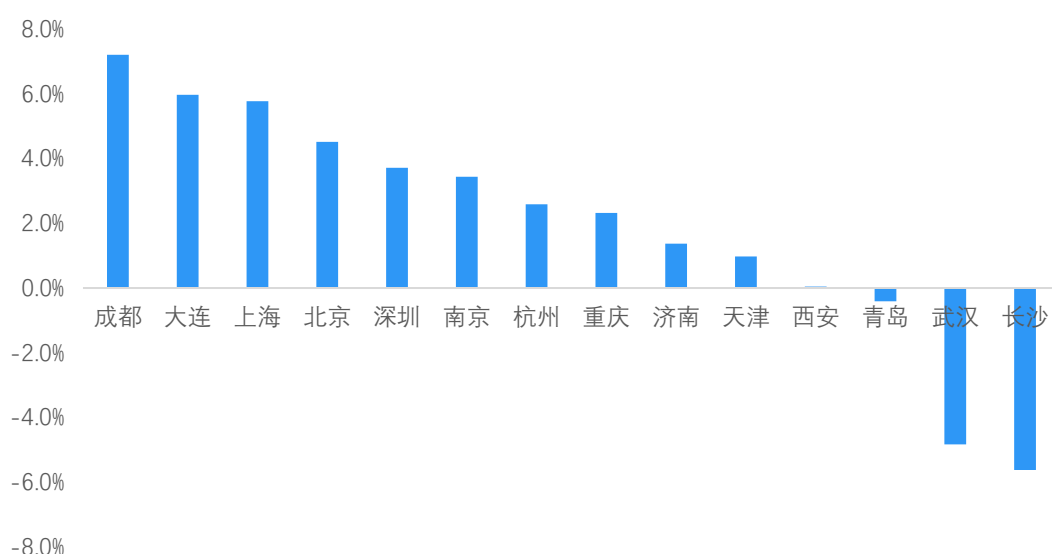
重点城市均价止跌上扬，成都、大连、上海涨幅领先。随着成交回暖、预期改善，重点城市二手房成交均价普遍止跌：14 城中 10 个城市房价环比上涨，与去年 2018 年四季度价格低点比，成都涨幅最大为 7.2%，西安、青岛 2019 年以来均价基本保持平稳，而武汉及长沙分别累计下跌 4.8%和 5.6%。

图：重点城市链家二手房成交均价（元/平）走势



来源：贝壳研究院

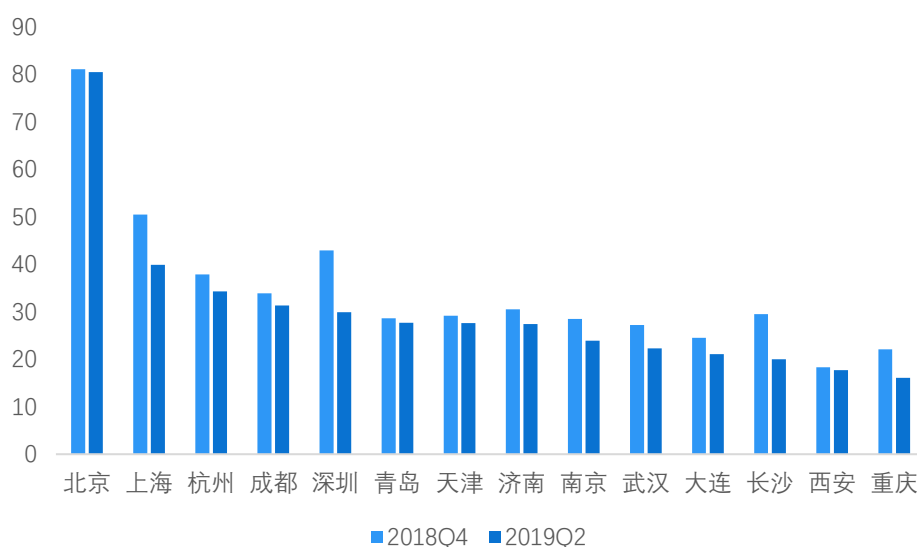
图：2019Q2 重点 14 城二手房均价相对去年低点（2018Q4）的累计涨幅



来源：贝壳研究院

市场成交节奏小幅加快。2019 年以来，二手房购房者成交周期结束了 2018 年下半年以来拉长趋势，开始缩短。与 2018Q4 比，2019Q2 重点 14 城二手房购房者成交周期均有缩短。

图：重点城市 2018Q4 及 2019Q2 链家二手房成交周期（天）变动



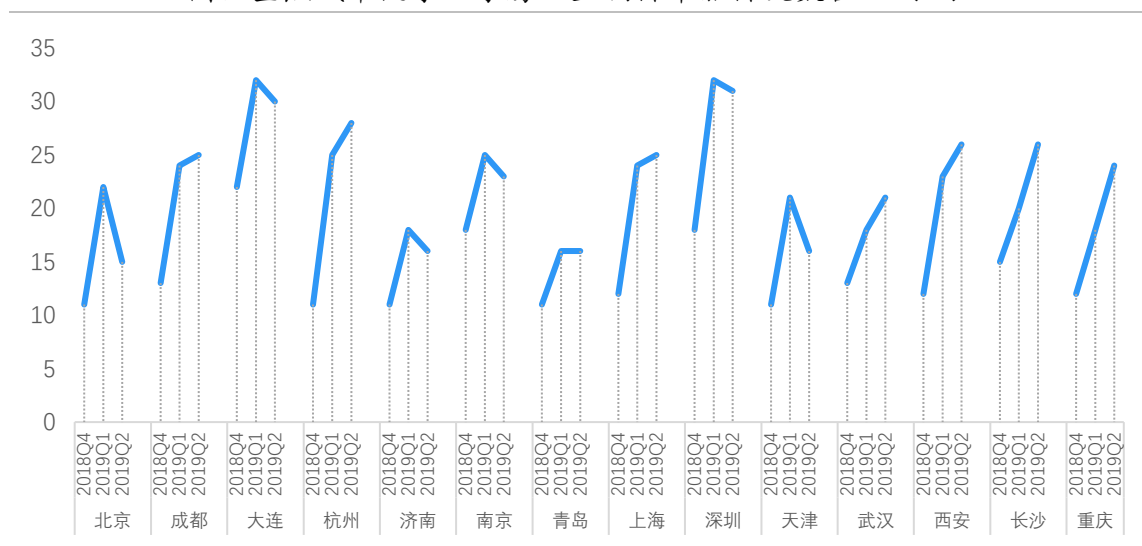
来源：贝壳研究院

买方话语权减弱。重点城市 2019 年上半年业主调价中涨价次



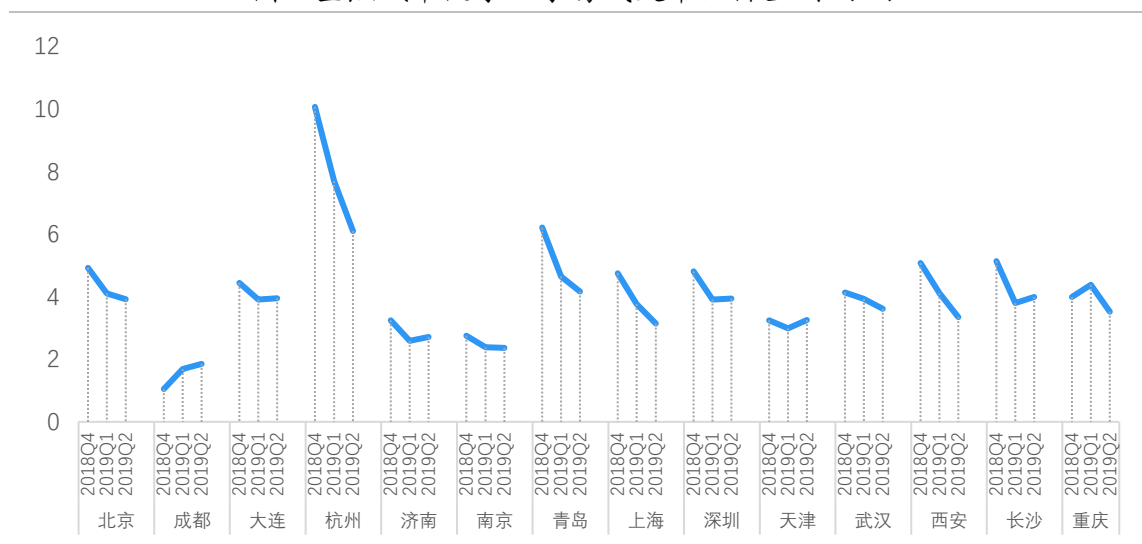
数占比在 2018 年四季度的低位上上升，二季度 14 城中有一半的城市该比例重新下滑，但仍高于 2018 年四季度水平。同时 2019 年以来成交中议价空间显现收窄态势。

图：重点城市链家二手房业主调价中涨价次数占比（%）



来源：贝壳研究院

图：重点城市链家二手房成交中议价空间（%）



来源：贝壳研究院

二手房市场的升温虽普遍，但向上幅度有所分化。具体表现在 2018 年上半年重点调控的城市，如成都，下半年政策高压下市场

基数低，使得 2019 年上半年表现出较明显的反弹；而调控较早的城市，2018 年以来市场波动较小，2019 年上半年的升温相对温和，如上海、北京等。

成都 2019 年上半年链家二手房成交量同比增加 34%，均处在 14 城前列。这主要是由于 2017-2018 年成都两度调控，2018 年成交低基数，故反弹相对明显。今年前四月成都二手房均价随成交回暖而温和上涨，后两月二手房量价同步下行，6 月均价 14569 元/平，同比下跌 5.8%。

武汉 2019 年上半年市场升温较为明显，二季度成交不仅无回调迹象，6 月成交处在 2017 年以来高位上。上半年成交同比增加 32.1%。但是成交的回暖并未带动均价的上涨，原因在于 2019 年武汉新房、二手房的供应都出现明显增长，2018 年下半年均价的阴跌模式仍在继续，6 月均价 18384 元/平，同比下跌 6.4%。

南京上半年链家二手房成交同比增加 34.5%，市场表现好于 2017-2018 年同期水平。南京二手房成交均价长期保持平稳，2019 年 2-4 月均价连续小幅向上，5-6 月均价掉头向下，基本消化前期涨幅，二季度二手房均价 31388 元/平，同比上涨 1.3%。

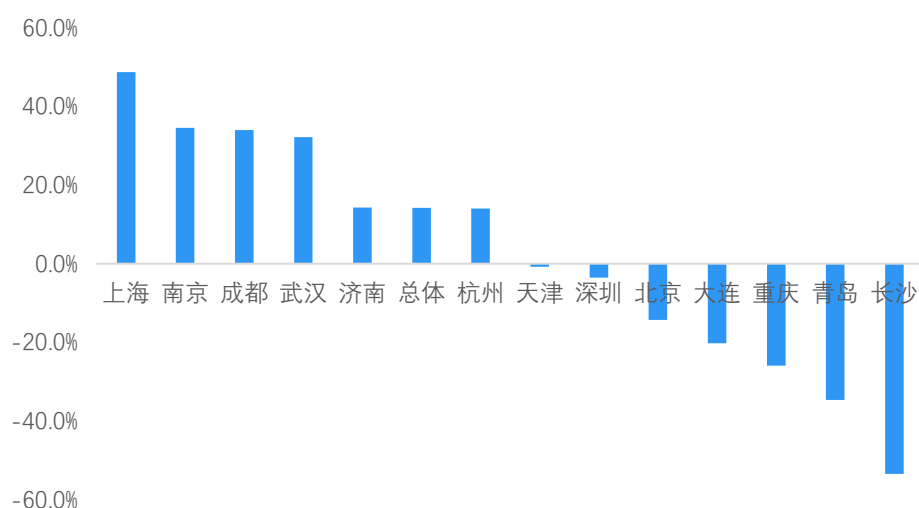
深圳去年“731”调控加码后，市场降温，今年上半年市场低位有所反弹明显，但市场热度不及去年上半年，成交同比小幅下降 3.6%。6 月深圳均价 55591 元/平，同比下跌 6.3%。

上海 2019 年上半年二手房市场升温幅度相对温和，链家成交同比增加 41.7%。不同于其他城市，2018 年下半年上海二手房成交

并未有明显下降，故上半年市场升温幅度相对就不大。这主要是由于上海 2017-2018 年无重大政策变动，市场逐渐消化 2016 末的调控影响而持续复苏，上半年二手房成交同比增加 48.7%，增速居 14 城首位。但均价的向上显得乏力，近 4 月于低位波动，无明显上涨。

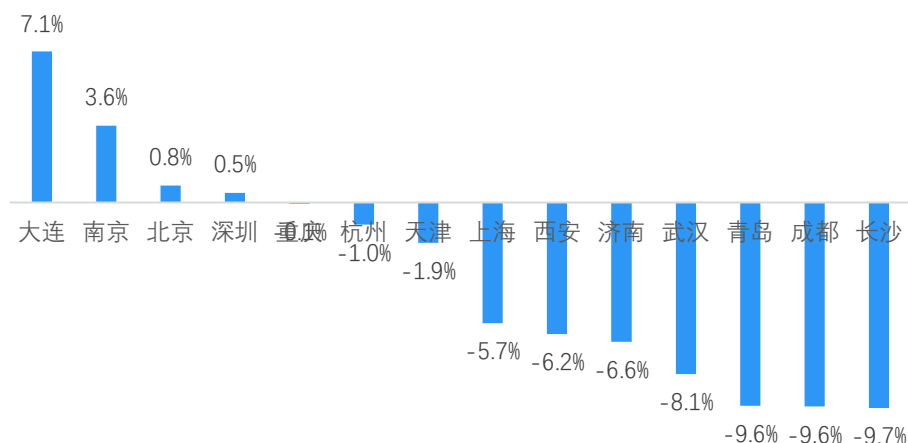
北京上半年二手房市场升温则较为有限，同比表现不及去年同期，成交同比下降 14.3%。北京市场并无大幅向好，一方面是政策依旧高压，需求尤其是改善型需求释放难度大，另一方面则是由于新房的分流，今年前 5 月北京新房成交同比增长 1.6 倍，新房成交占比提升近 16 个点。6 月北京二手房成交均价 62475 元/平，同比持平，在相对平稳的市场下，均价难大幅向上。

图：2019 年上半年重点城市链家二手房实时成交同比



来源：贝壳研究院

图：重点城市 2019Q2 二手房成交均价同比涨幅



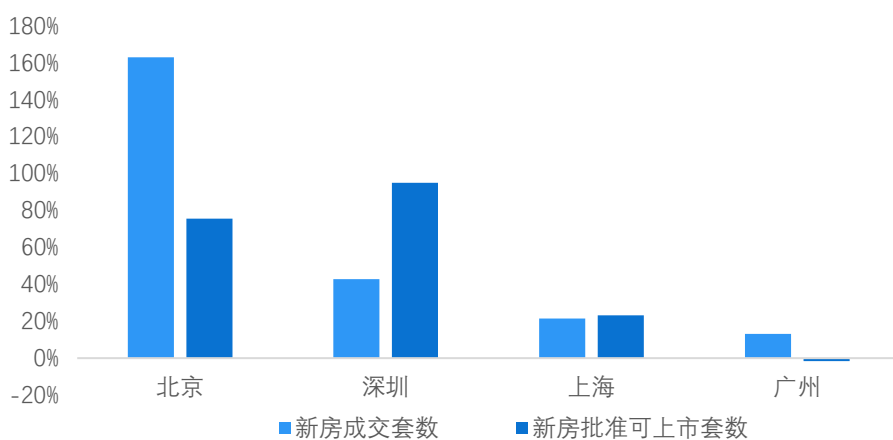
来源：贝壳研究院

## 2.新房市场小幅回暖，城市层级间分化明显

在季节性因素叠加降价促销下，节后新房市场销售好转，这种好转在不同能级城市中表现又有所不同。

一线新房底部回暖，北京最为显著。由于一线城市调控早，市场回落较早，处于市场底部的一线城市在房源供应增多下，市场全面回暖。一线 4 城 1-5 月新房销售均同比增长，总成交同比增长 35%，其中北京今年前 5 月新房成交同比增长明显，增幅为 162.9%。

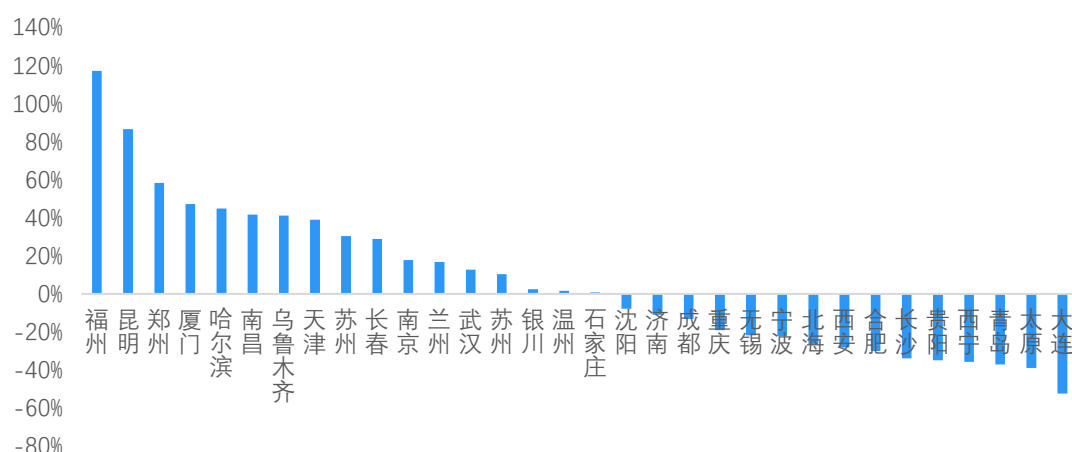
图：2019 年 1-5 月一线城市新房成交及新增供应同比增速



数据来源：贝壳研究院

二线新房分化，前期回落较早的强二线与东北、西南地区城市出现回暖。32<sup>2</sup>个二线城市总成交同比下滑 6.1%，其中 17 城 1-5 月新房销售套数同比增长。强二线城市中，天津、南京、武汉和厦门前期新房市场回落明显，今年 1-5 月成交有所回升；调控较晚的重庆和大连以及人才政策致使购房环境宽松的西安和合肥，去年上半年成交基数高，今年 1-5 月销售同比仍回落。弱二线城市中，今年市场回暖的主要是东北及西南地区城市，比如长春、哈尔滨、南昌、兰州、乌鲁木齐、昆明。

图：2019 年 1-5 月 32 个二线城市新房成交套数同比



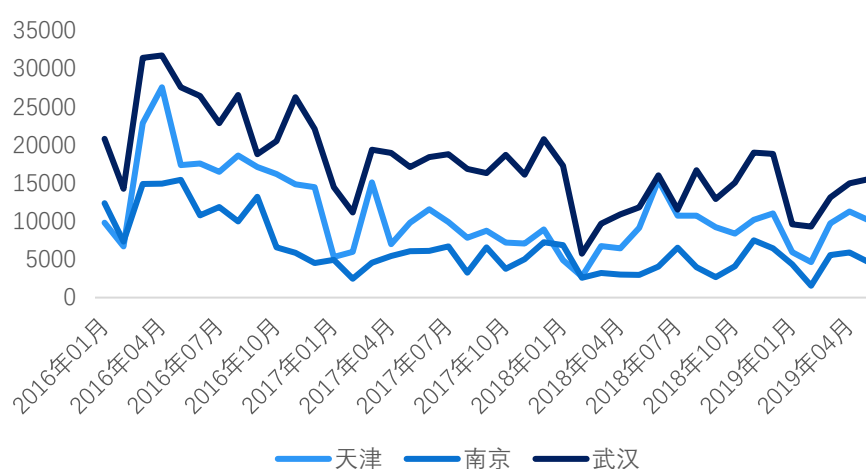
数据来源：贝壳研究院

具体来看，强二线中回升明显的天津、武汉及南京，在经历 2017 年严厉调控后，2018 年新房市场降至低位，今年年初在市场预期转好外加季节性因素影响下，新房成交有所回升。而成交回落

<sup>2</sup> 32 个二线城市包含：福州、昆明、郑州、厦门、哈尔滨、南昌、乌鲁木齐、天津、苏州、长春、南京、兰州、武汉、苏州、银川、温州、石家庄、沈阳、济南、成都、重庆、无锡、宁波、北海、西安、合肥、长沙、贵阳、西宁、青岛、太原、大连，下同。

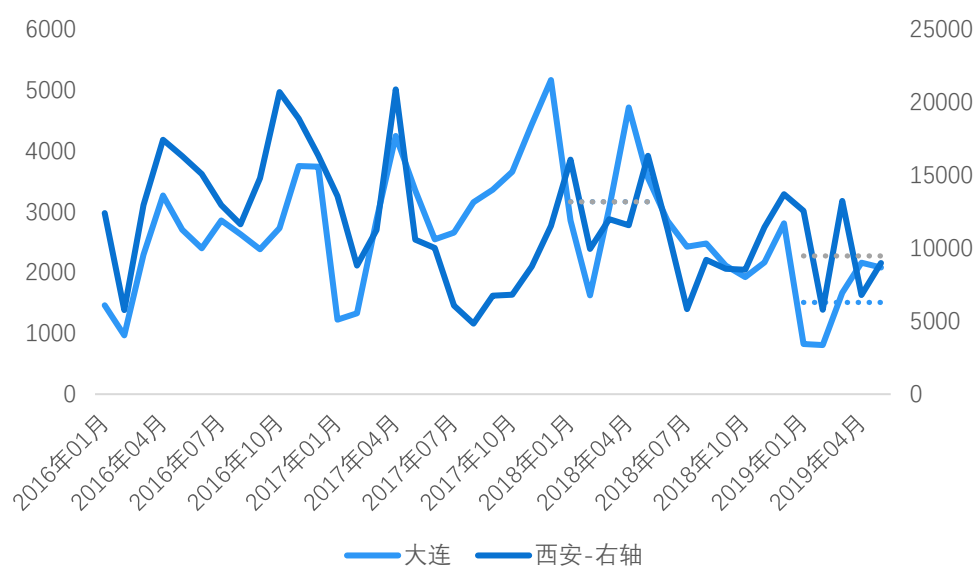
明显的大连和西安 2018 年上半年新房市场仍然处于较高水平，其中大连调控较晚，自 2018 年 3 月调控后，下半年新房市场才有所回落，西安因人才引进力度较大，2018 年上半年市场回升明显。在高基数下，今年大连和西安新房虽然春节后也有所回升，但同比仍是回落。

图：天津、武汉和南京新房销售套数走势



数据来源：贝壳研究院

图：大连和西安新房销售套数走势



数据来源：贝壳研究院

棚改减弱下，三四线城市成交同比下滑，山东江苏等棚改大省回落幅度更大。2019 年 1-5 月，60<sup>3</sup>个三四线城市新房总成交同比下滑 10%，其中超一半城市 1-5 月新房销售套数同比下降。

表：2019 年 1-5 月 60 个三四线城市新房销售套数同比

城市	同比	城市	同比	城市	同比	城市	同比
滁州	-57.2%	赣州	-28.4%	泉州	-11.9%	孝感	22.8%
衢州	-55.9%	遵义	-27.2%	焦作	-5.1%	包头	26.5%
芜湖	-52.5%	韶关	-26.7%	金华	-5.0%	蚌埠	33.0%
威海	-47.2%	九江	-26.4%	池州	-4.8%	丽水	33.3%
江阴	-46.8%	南通	-23.3%	南充	-4.3%	平顶山	38.2%
肇庆	-46.1%	泰安	-22.4%	佛山	-0.7%	济宁	57.0%
宜昌	-41.6%	太仓	-20.0%	岳阳	1.5%	秦皇岛	58.4%
烟台	-41.0%	柳州	-19.9%	绍兴	2.9%	淮北	59.0%
安庆	-39.6%	湖州	-19.2%	连云港	5.4%	泸州	68.3%
汕头	-37.6%	上饶	-18.8%	莆田	8.6%	常德	76.7%
舟山	-34.2%	黄石	-17.8%	衡水	16.3%	珠海	108.5%
扬州	-33.6%	镇江	-17.1%	吉林	17.0%	常熟	119.6%
淮安	-32.8%	三明	-13.4%	桂林	17.0%	廊坊	122.0%
新余	-31.3%	襄阳	-13.1%	唐山	21.0%	固安	279.8%
大理	-29.4%	张家港	-12.9%	洛阳	22.2%	香河	438.3%

数据来源：贝壳研究院

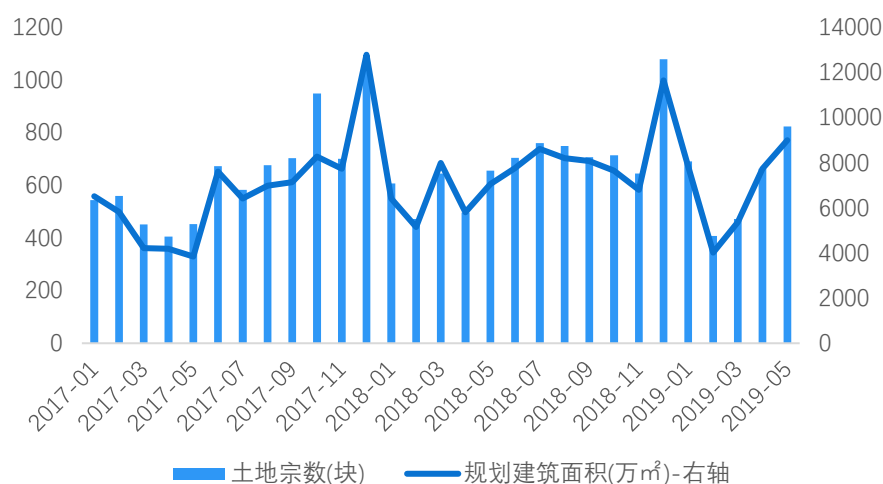
### 3.土地市场反弹，同比小幅升温

1-5 月土地整体市场“走出低谷”。新房销售好转带来资金流，外加融资环境改善，开发企业资金难题有所缓解，拿地热情上升。2019 年 3 月后，300 城土地成交呈现逐步上升的态势，市场表现好于去年，1-5 月 300 城土地成交宗数及成交规划建筑面积较去年同

<sup>3</sup> 60 个三四线城市包含：三明、黄石、滁州、新余、衢州、上饶、孝感、吉林、金华、安庆、泉州、九江、赣州、济宁、平顶山、宜昌、襄阳、岳阳、常德、韶关、泸州、南充、遵义、大理、莆田、舟山、泰安、湖州、江阴、柳州、淮安、威海、芜湖、张家港、衡水、绍兴、常熟、固安、香河、焦作、池州、肇庆、丽水、淮北、太仓、镇江、蚌埠、扬州、佛山、廊坊、连云港、洛阳、秦皇岛、汕头、烟台、珠海、包头、桂林、南通、唐山，下同。

期分别增加 6.3%和 4.8%。

图：300 城土地成交宗数及成交规划建筑面积



数据来源：贝壳研究院

监测城市中，一半城市土地成交同比增长。一线城市中，北京和上海 2019 年 1-5 月住宅用地成交规划建筑面积分别同比增长 23.7%和 60.5%。32 个二线城市 1-5 月住宅用地成交规划建筑面积同比增长 9.1%，其中有 19 城同比增长。50<sup>4</sup>个三四线城市中，有 24 城 1-5 月住宅用地成交规划建筑面积同比增长。

## （二）回暖未能持续，二季度明显回落

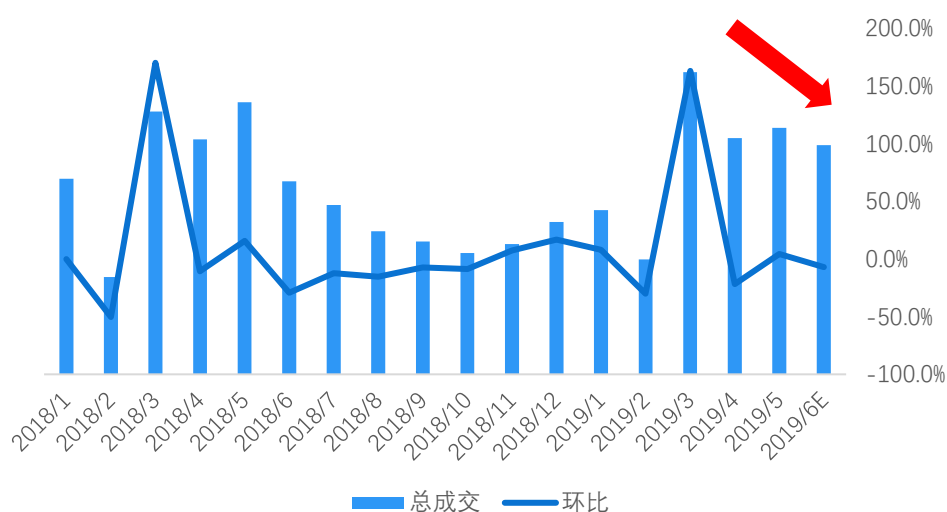
### 1. 二季度重点城市二手房市场热度消退

上半年内重点城市二手房市场先经历了底部回暖，然需求在 3 月集中释放后开始显现疲态，二季度月均成交比 3 月减少 21.5%。

<sup>4</sup> 50 个三四线城市包含：唐山、秦皇岛、廊坊、衡水、包头、吉林、南通、连云港、淮安、扬州、镇江、湖州、绍兴、金华、衢州、丽水、芜湖、蚌埠、淮北、安庆、滁州、池州、莆田、三明、泉州、九江、赣州、上饶、烟台、济宁、泰安、威海、洛阳、平顶山、焦作、黄石、宜昌、襄阳、孝感、岳阳、常德、韶关、珠海、佛山、肇庆、柳州、桂林、泸州、南充、遵义，这 50 城均包含在上文 60 个三四线城市中。



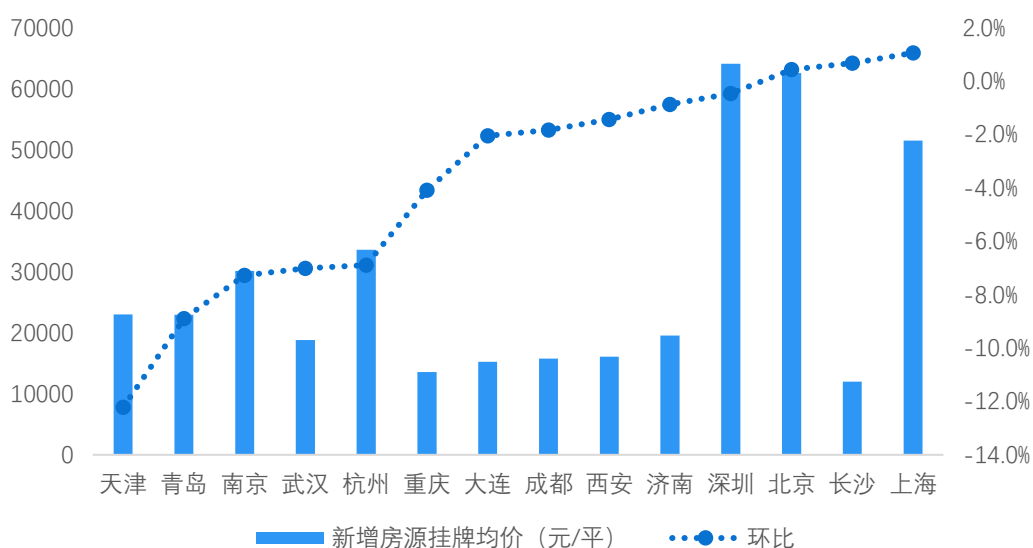
图：重点 14 城链家二手房实时成交总量及环比变动



来源：贝壳研究院

预期随市场回落而走弱，大部分城市挂牌价下跌。业主预期随着降温的市场回调，调价业主占比在一季度增加后在二季度普遍回落。业主报价也由一季度的普遍趋稳转为以下跌为主，二季度 14 城中 9 城业主报价呈现出较明显跌幅。

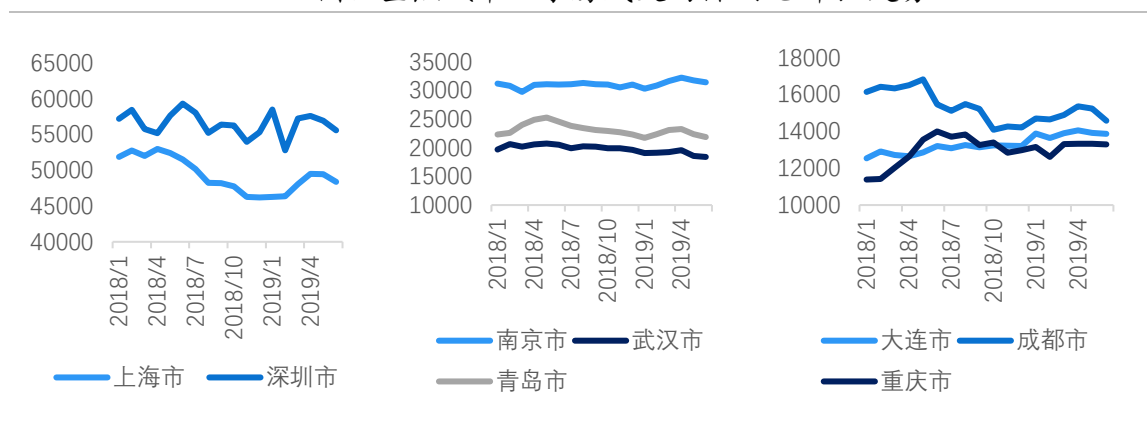
图：重点 14 城 2019Q2 二手房新增房源挂牌均价及环比



来源：贝壳研究院

需求降温及预期回落致使二手房成交均价失去向上的动力。在一季度均价表现出上涨迹象的城市，二季度均价走向平稳或重新掉头向下。

图：重点城市二手房成交均价（元/平）走势



来源：贝壳研究院

二季度市场降温的原因分析如下：

首先，市场的回落与节后季节性影响消退、需求疲软有关。

其次，4月以来局部地区调控加码，住建部、银保监会及央行就房地产调控及房地产金融风险频发声，使得市场预期走弱，入市延缓。

表：2019年二季度房地产调控收紧汇总

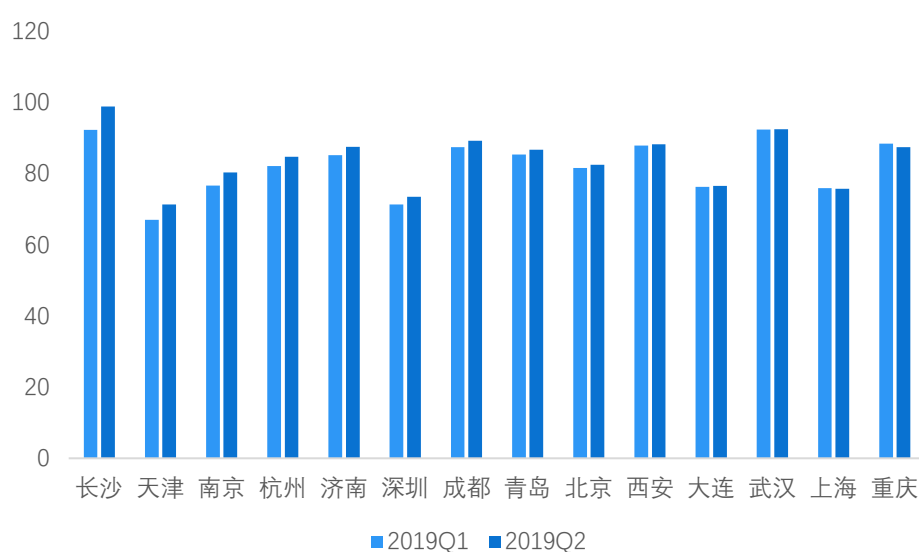
时间	地区	内容
2019/4/18	长沙	二套房契税优惠取消
2019/4/19	--	住建部对一季度房价、地价波幅较大的6个城市进行预警
2019/5/11	苏州	开启限售
2019/5/16	苏州	部分区域收紧新购住房学位政策
2019/5/18	苏州、佛山、 南宁、大连	因近3月房价累计涨幅较大被住建部预警提示

来源：贝壳研究院整理

第三，市场向改善板块轮动的受阻带动成交量下滑。重点 14

城中有 8 城二套房认定标准为“认房又认贷”，该标准使得换房者面临极大的首付压力，从而释放节奏放缓。从市场表现看，经历了一季度刚需的集中释放后，二季度改善需求开始入市，中大面积的成交增多，但是改善型需求的杠杆空间小，释放难度大，换房链条的轮动受阻，市场成交量自然回落。

图：重点 14 城 2019 年二手房成交套均面积（平）变动



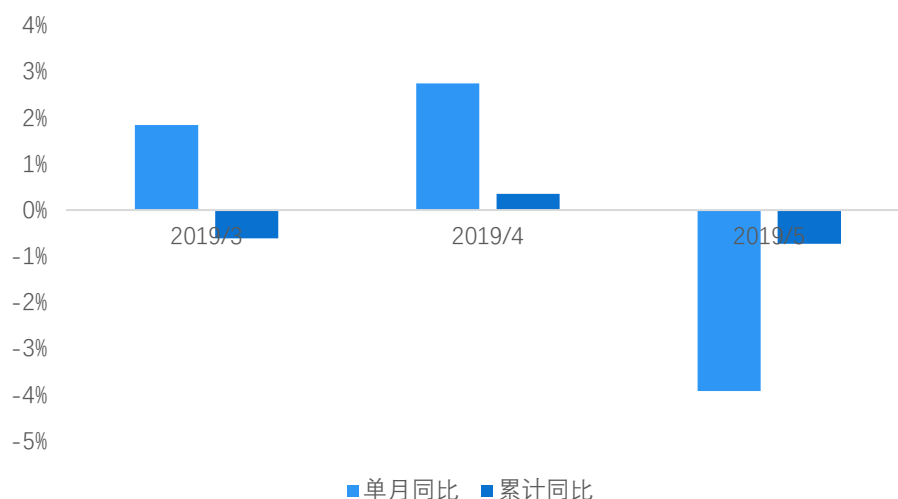
来源：贝壳研究院

## 2.新房市场短暂回暖后下探

在一季度市场回暖后，尤其是部分城市出现价格上涨过快现象，引致住建部点名，部分城市收紧调控，在此情况下新房市场在短暂回暖后便再次走向下滑。

从全国来看，今年前 5 月新建商品住宅销售面积同比小幅下滑 0.7%，5 月单月销售面积同比下降 3.9%。

图：全国新建商品住宅销售面积同比变化

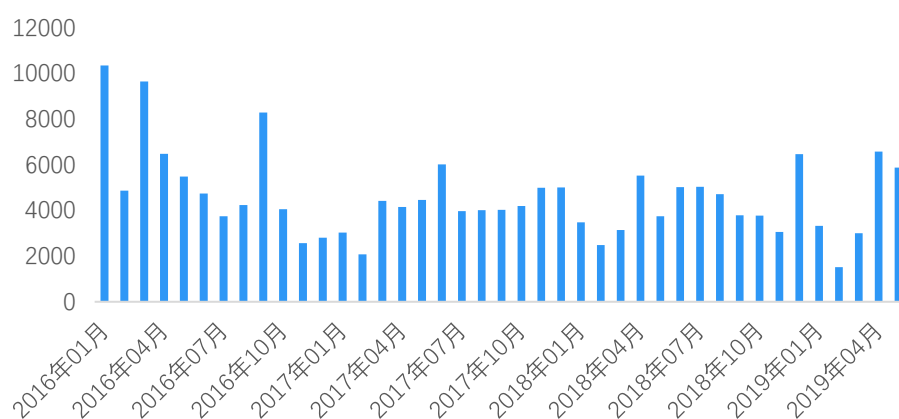


数据来源：国家统计局

从城市来看，到 5 月已有超一半城市销售套数出现下降。一线城市中北京、上海和广州新房销售套数已出现回落，其中北京和上海 4-5 月分别累计下滑 14.5%和 12.9%，广州 5 月销售环比下降 20.1%。32 个二线城市 5 月销售套数下降 2.6%，其中有 18 城 5 月销售套数环比下降。60 个三四线城市 5 月销售套数环比下降 13.2%，其中有 30 城 5 月销售套数环比下降。

此外，5 月被住建部点名警示风险的苏州 5 月新房销售套数也出现回落，环比下降 10.6%，市场热度消退。其实从今年 1-5 月整体的回暖幅度来看，苏州回温力度并不大，同比仅增长 10.4%，只不过去年年末外加今年春节后成交量大幅回升引起市场关注。5 月苏州的新房成交量还处于调控以来的高位，5 月 11 日出台的限售政策给过快回升的市场来了一剂降温剂，预计随着市场预期的缓和，后期新房市场会继续回落。

图：苏州新房成交套数走势

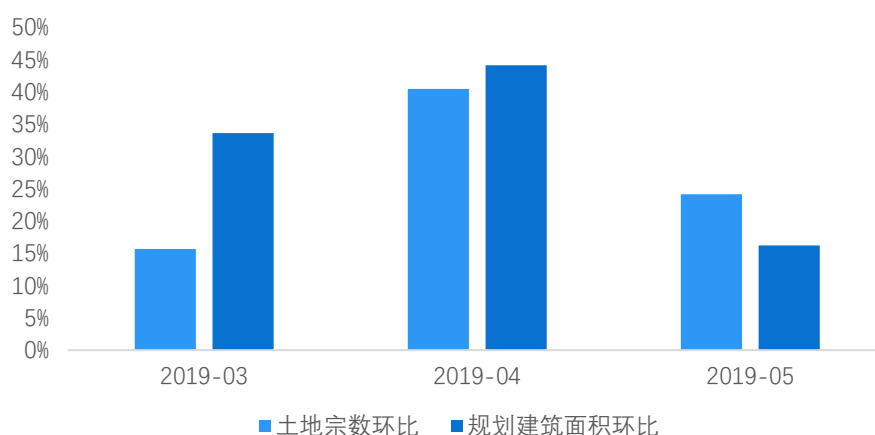


数据来源：贝壳研究院

### 3.供给端升温势头明显缓和

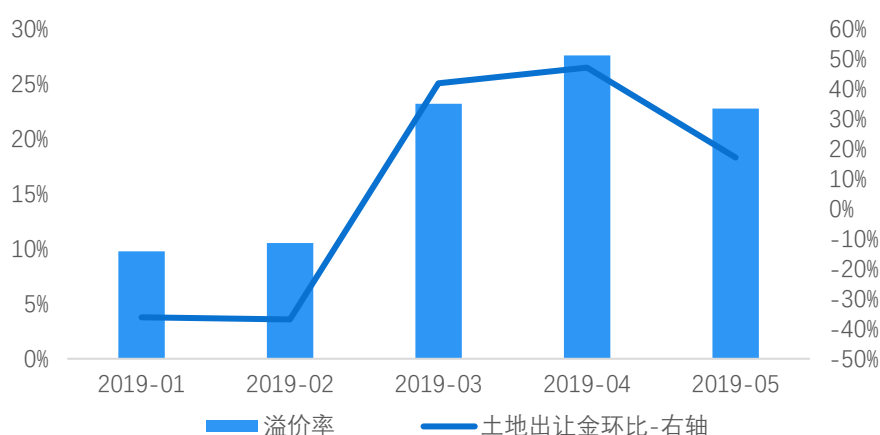
新房成交回落后，土地市场热情开始减退。随着开发商资金难题有所缓解，3月小阳春下土地市场火热，但随着住宅买卖市场小阳春的结束以及金融监管尤其是开发商融资监管的趋严，5月土地市场热度下降。5月300城土地成交回升速度减缓，土地溢价率下降4.8个点，土地出让金环比增长速度也明显下降，土地市场整体热度减弱。

图：300城土地成交宗数及成交规划建筑面积环比变化



数据来源：贝壳研究院

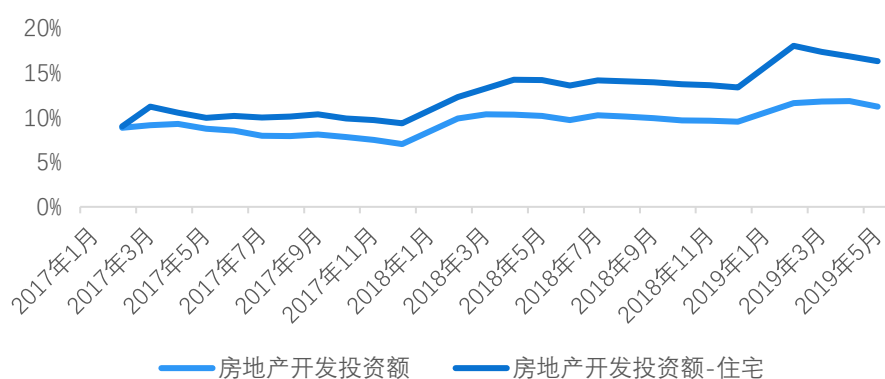
图：300 城土地成交楼面价环比及平均溢价率



数据来源：贝壳研究院

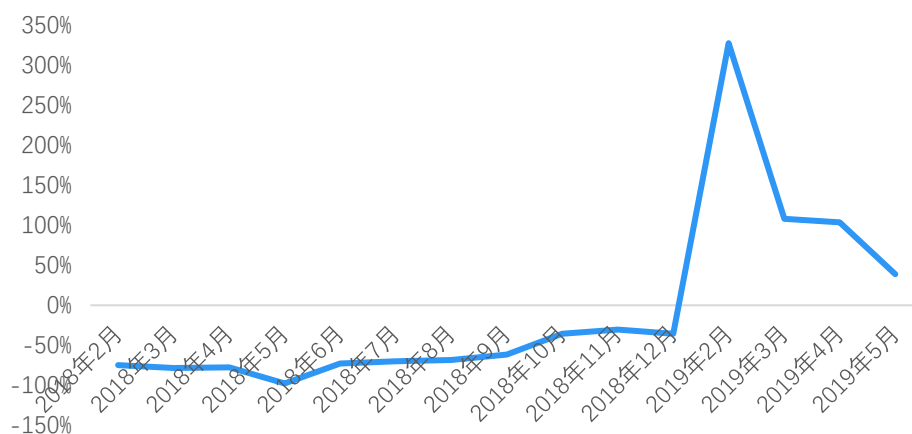
融资渠道收窄下，开发投资速度减缓。2019 年 1-5 月，全国房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%，增速比 1-4 月回落 0.7 个百分点。前期开发商投资热情的高涨与资金渠道的宽裕有关。4 月份开发商资金来源中利用外资增速高达 103.7%。但随着近期住建部对一些市场升温城市的约谈，开发商融资渠道的收窄，资金支持力度减弱。1-5 月利用外资增速回落到 38.8%，比上月回落 64.9 个百分点。同时，市场的降温导致定金预收款、个人按揭贷款的增速都有所回落，将会影响未来投资增速。

图：房地产开发投资累计同比增速



数据来源：国家统计局

图：开发资金来源中利用外资累计同比增速

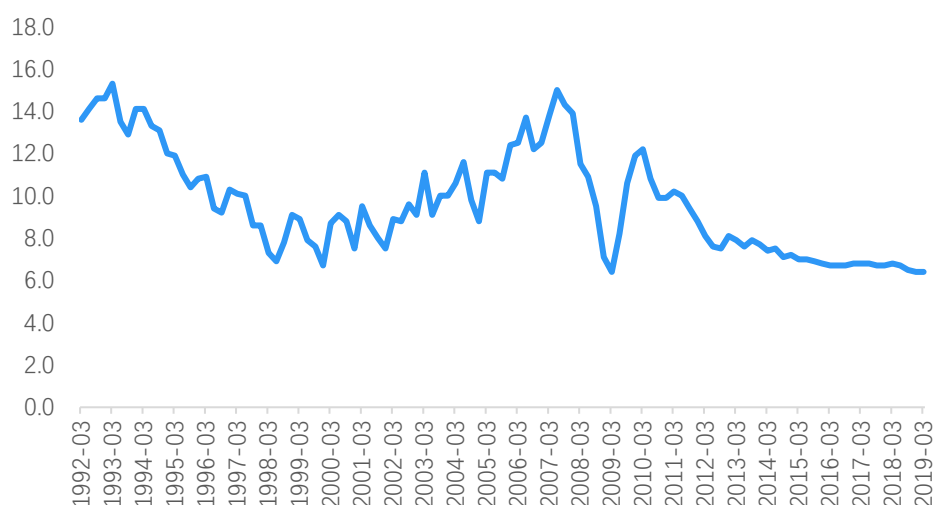


数据来源：国家统计局

## 二、2019 年的政策选择：难松难紧，一城一策

宏观经济压力下政策不能“紧”，房地产防风险下政策不能“松”。当前我国经济步入中低速增长阶段，GDP 同比增速降至历史最低位。再叠加中美贸易冲突影响，经济增长压力进一步增大。但防范系统性金融风险已迫在眉睫，货币政策须审慎稳健，财政政策可适度宽松。

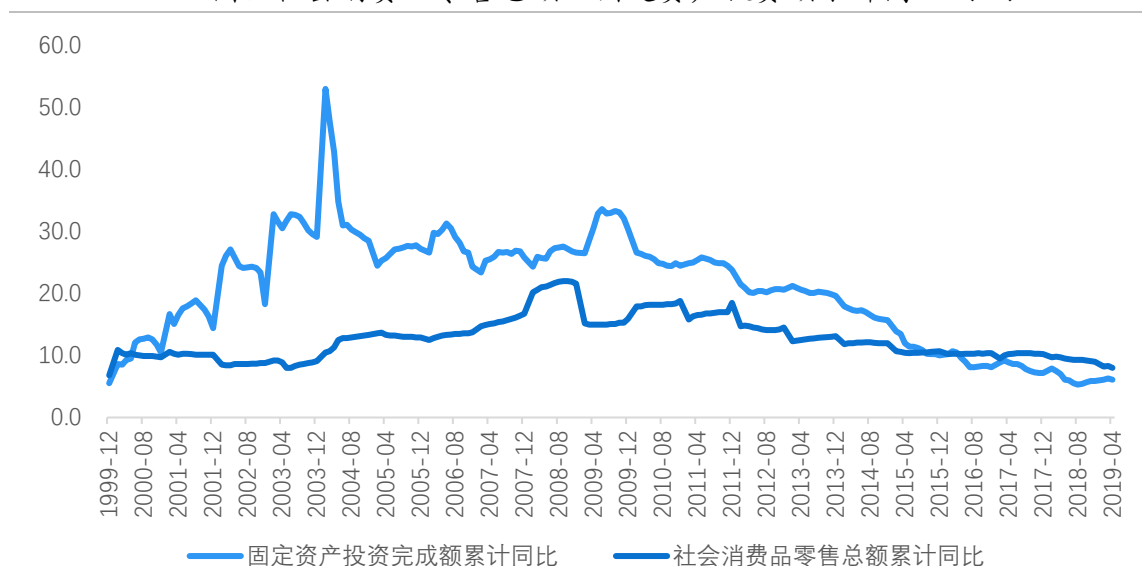
图：不变价 GDP 当季同比



来源：国家统计局

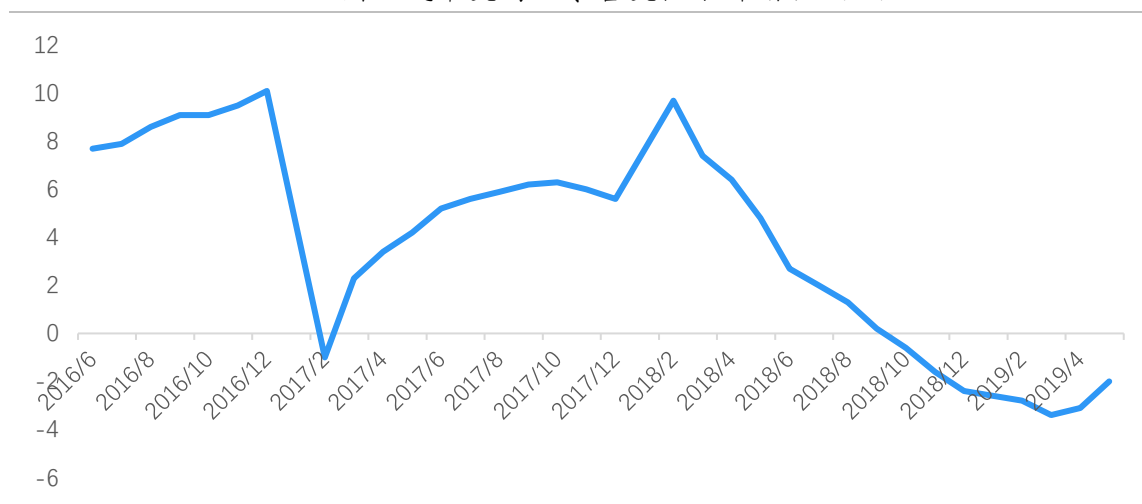
**内需疲软。**固定资产投资及社会消费品零售总额增速持续下滑，降至历史最低点，尤其是汽车类商品零售类值同比增幅已经连续7个月为负。

图：社会消费品零售总额及固定资产投资额累计同比（%）



来源：国家统计局

图：汽车类商品零售类值累计增长（%）



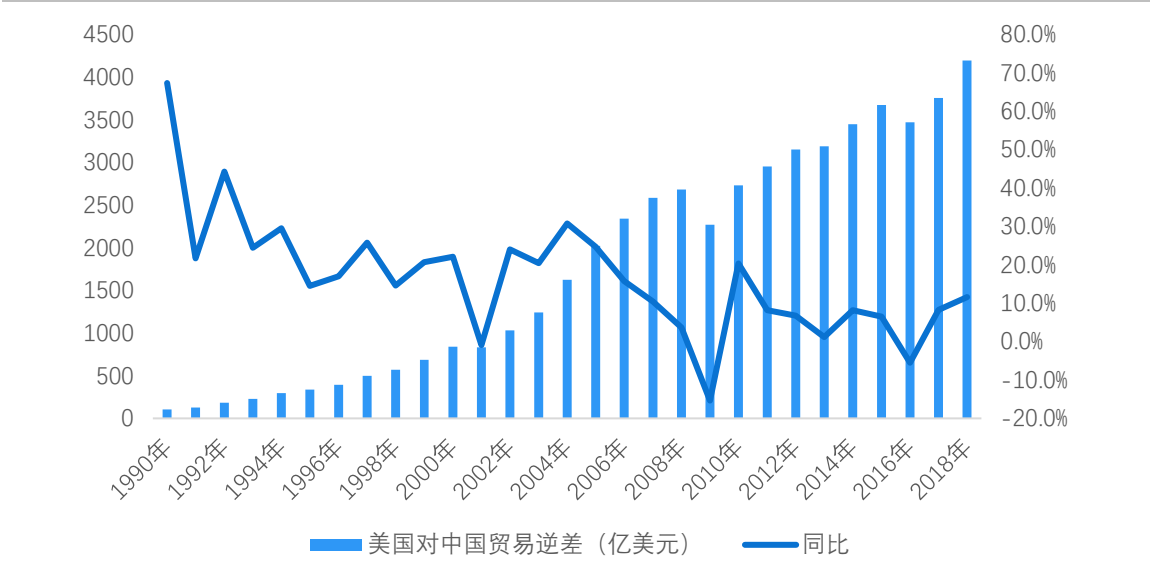
来源：国家统计局

**外需将长期受中美贸易冲突影响。**中美贸易逆差持续扩大，在全球分工格局下，中美贸易不平衡是一个长期存在的问题，贸易失



衡问题无法通过两国国内政策调整得到有效解决。且从日美贸易摩擦的历史来看，日美贸易摩擦持续近 40 年。

图：美国对中国贸易逆差及同比增速



来源：美国商务局

表：日美贸易摩擦历史

时期	贸易摩擦对象 产品	谈判结果
50 年代后期~70 年代前期	纺织品	自主限制出口量
60 年代后期~70 年代后期	钢铁	自主限制出口量
70 年代后期~80 年代后期	汽车	自主限制出口量+开放日本汽车市场
80 年代后期~90 年代前期	半导体	扩大本国市场准入+监测半导体出口价格等

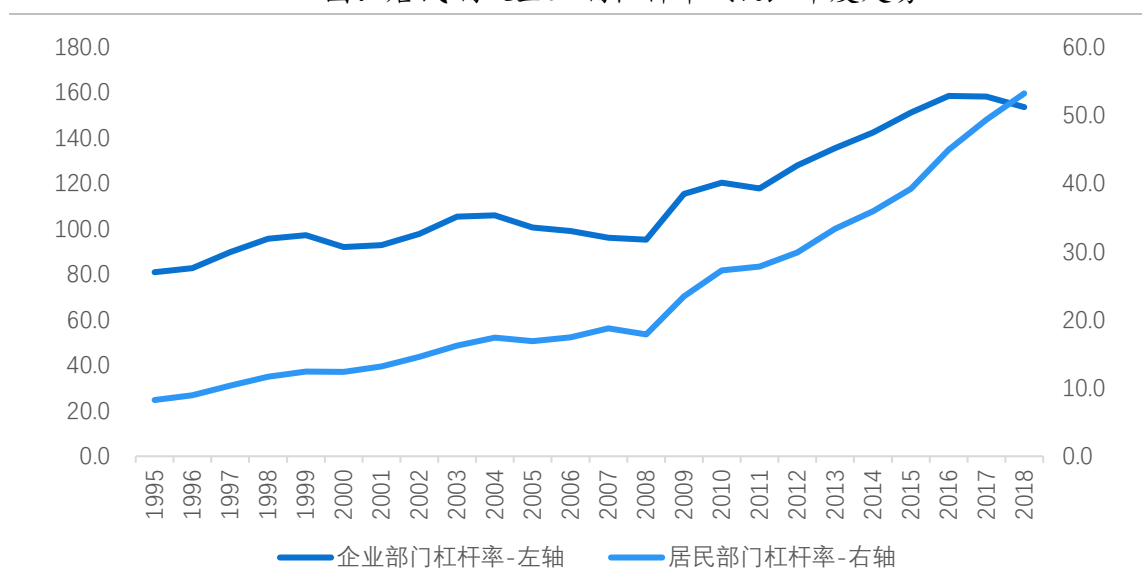
来源：贝壳研究院

我国是外贸依存度较高的国家，贸易冲突对进出口的负面影响还需依靠内需弥补。这需要积极的财政政策支持以拉动内需，因此宏观经济政策紧缩的空间十分有限。

我国经济政策的宽松空间同样有限。我国居民杠杆率虽低于国际平均水平，但在 2009 年过度宽松的经济政策刺激下快速增长，

2009-2018 年的十年间提升 35 个百分点。此外央行的相关报告称中国宏观杠杆率高主要体现在非金融企业部门，我国非金融企业部门杠杆率在主要经济体中位列第一，远高于欧元区、日本及美国等。高企的杠杆率预示着打好系统性金融风险防控攻坚战任重道远。

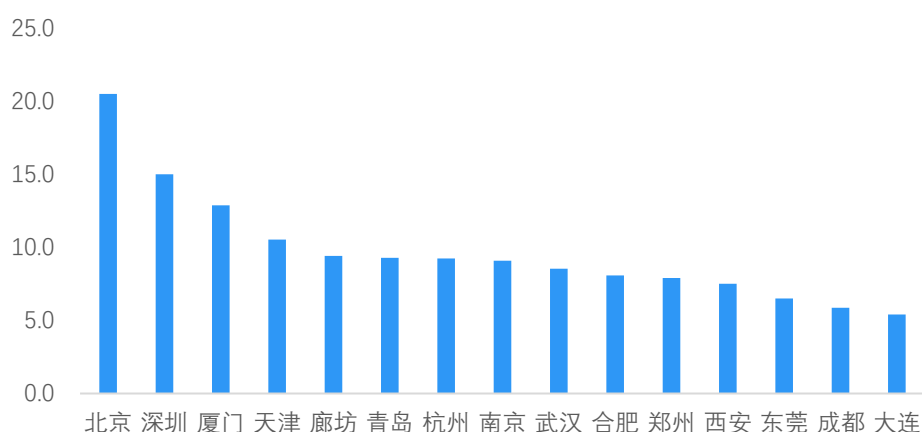
图：居民端及企业端杠杆率（%）年度走势



来源：中国社科院

因此，具体到房地产行业，政策将会保持连续稳定。房地产行业的保增长属性暂时让位于防风险属性。从内部来看，过去 20 年尤其是近 10 年的金融宽松，住房投资属性大幅增强，不利于长期消费和经济的增长。从外部看，刺激房地产投资与消费，无疑会挤占其他行业的投资与居民其他方面的消费，结果是实体经济进一步空心化，内需进一步疲软不振。从实际情况看，政策对于市场保持高度的敏感性，哪里市场有变化哪里就有潜在政策，政策总体稳定的背景下一城一策也是下半年及更长时间的政策基调。

图：2018 年重点城市首次购房者首付收入比<sup>5</sup>



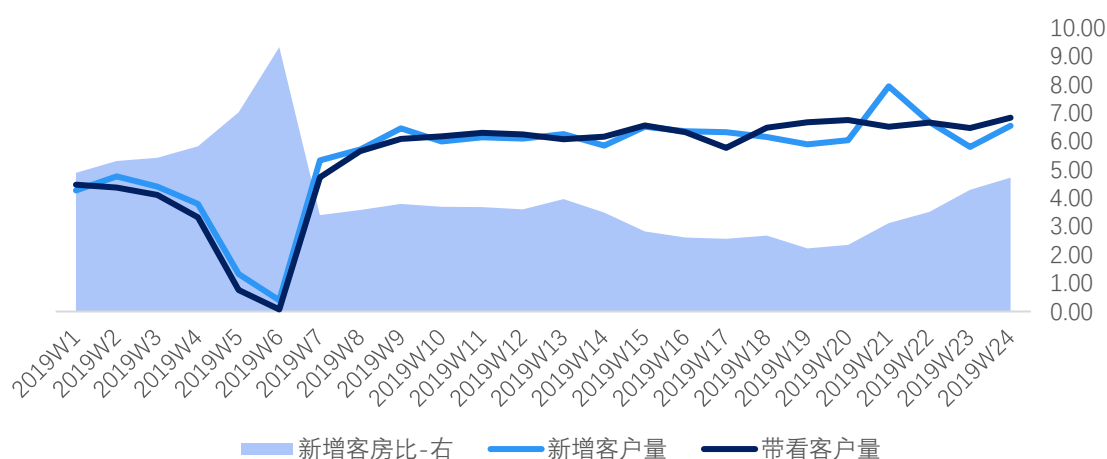
来源：贝壳研究院测算

### 三、2019 年下半年展望：稳是常态，警惕库存

#### （一）上行动力和下行压力的博弈

重点城市二手房成交虽降，但需求仍在，二季度重点城市新增客源及带看客户量并未出现明显下滑，且新增客房比近期呈现持续上升趋势，市场需求依旧存在，这是支撑下半年市场的上行动力。

图：重点 14 城二手房新增客户及带看量走势



来源：贝壳研究院

<sup>5</sup> 首次购房者首付收入比=首置房源套总价/城镇居民人均可支配收入，其中首置房源是指购房者年龄在 20-30 岁之间且所购住宅为两居室及以下户型

除了潜在需求带来的上行动力外，市场也面临下行的压力，具体来说包括政策压力和市场动能压力。

市场在“稳地价、稳房价、稳预期”的政策基调下，调控政策对于市场动向保持高度的敏感性，不论土地、新房还是二手市场的“不稳”都大概率会引发政策的进一步加码，5月份的苏州、大连、佛山、南宁就是例子，政策对于市场保持高度的敏感，市场缺乏向上的动力。

其次，市场自发向上的力量也不足，目前重点城市都是改善型需求主导的市场，认房认贷的政策下换房需求的杠杆被极大压缩，主力需求短期难以释放，市场不存在大幅向上的动力。

## （二）“新库存”风险

### 1. 二手房库存走高

在政策依旧高压下，2019年一季度二手房市场季节性复苏后便开始向下，多数城市二手房市场降温，而来的是房源库存的走高。在贝壳监测的29个重点城市中，有7个城市月末库存环比持续增加3个月，13个城市月末库存环比持续增加4个月，7个城市月末库存环比持续增加5个月。二手房库存下降的城市仅上海和苏州，其中上海是3-4月库存环比持续下降，苏州是仅4月库存环比下降。

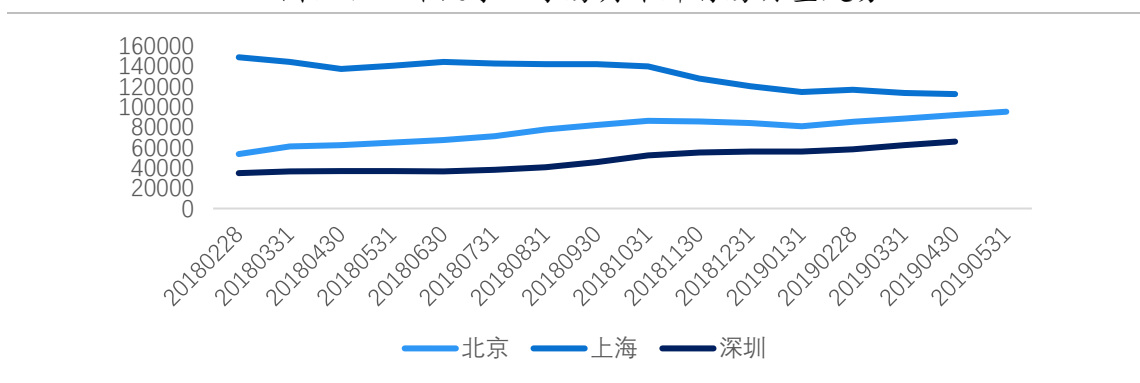
表：2019 年重点城市贝壳平台二手房库存月度环比变化<sup>6</sup>

库存环比变化	城市
连续增加 3 个月	厦门、深圳、天津、西安、烟台、重庆、珠海
连续增加 4 个月	北京、成都、东莞、合肥、惠州、济南、廊坊、南京、沈阳、石家庄、武汉、长沙、郑州
连续增加 5 个月	大连、哈尔滨、杭州、青岛、无锡、长春、中山
连续下降 2 个月	上海
下降 1 个月	苏州

数据来源：贝壳研究院

具体来看，一线城市北京、深圳和其他典型二线城市二手房库存都呈现出从 2018 年四季度开始由增长转向平缓，2019 年一季度开始上升的态势。这主要是由于 2018 四季度市场转好，但新增房源仍处于下降态势，而进入 2019 年一季度后，市场预期缓和明显，业主加快入市，房源的增长超过了需求的释放，从而使得库存出现增长。同样对于上海，四季度供需的反向变动使得上海二手房库存于 2018 年四季度开始下降，而 2019 年一季度其供需同向变动且供给增长较快带来库存下降速度减缓。

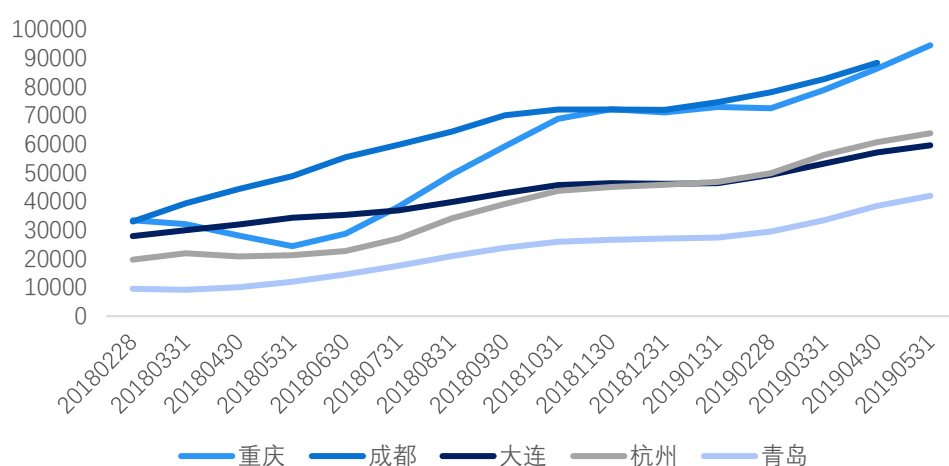
图：北上深链家二手房月末库存房源量走势



数据来源：贝壳研究院

<sup>6</sup> 北京、大连、哈尔滨、杭州、青岛、无锡、长春、中山和重庆的月末库存数据是 2019 年 1-5 月数据，其他城市是 1-4 月数据。

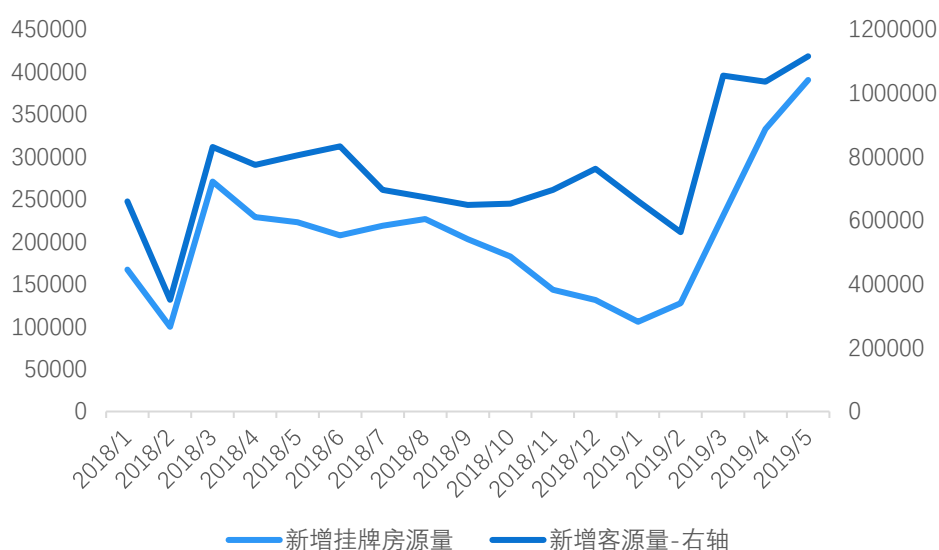
图：链家二手房月末库存房源量走势



数据来源：贝壳研究院

在当下市场仍处于严格调控下，新增房源仍在走高，但需求难以持续释放，后续二手房市场将面临库存走高风险。

图：链家重点 25 城<sup>7</sup>二手房新增供需走势



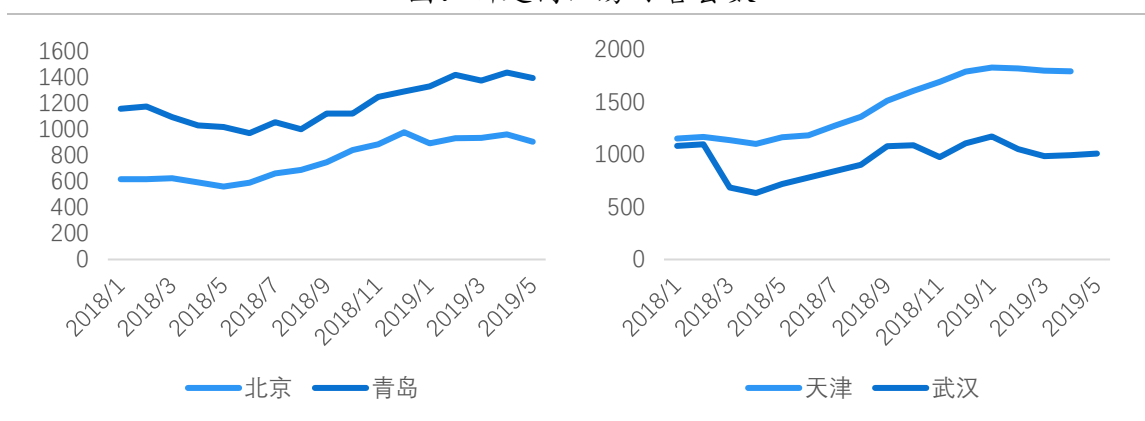
数据来源：贝壳研究院

<sup>7</sup> 重点 25 城包括：北京、成都、大连、东莞、杭州、合肥、惠州、济南、廊坊、南京、青岛、厦门、上海、深圳、沈阳、石家庄、苏州、天津、无锡、武汉、西安、烟台、长沙、郑州、重庆

## 2.局部地区新房库存高企

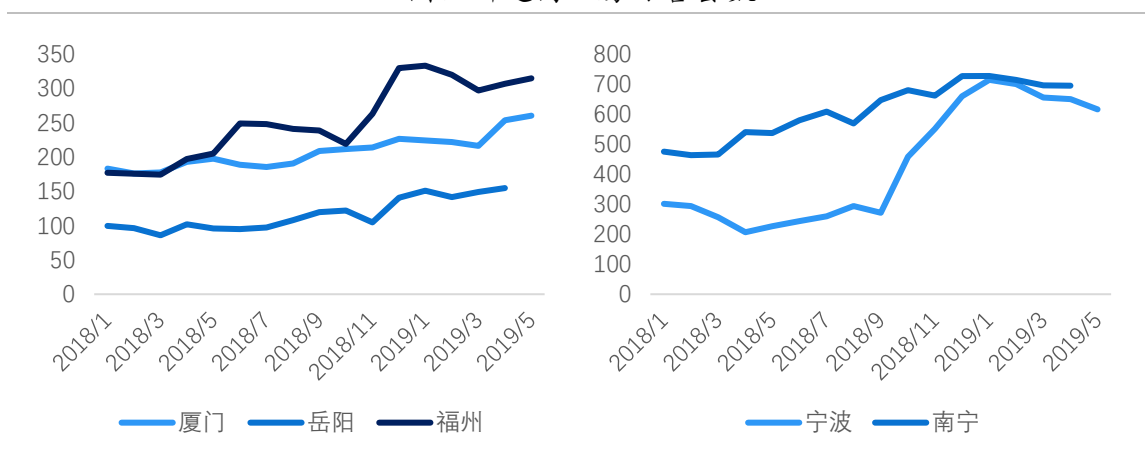
在持续调控高压下，部分地区新房库存开始走高，尤其是从2018年下半年开始。虽然伴随着2019年一季度市场季节性复苏，部分城市库存房源出现下降或趋稳，但仍处于2018年以来的高位，库存压力明显。北京、青岛、武汉、厦门、福州和宁波2019年5月新房库存房源量分别同比增长61.7%、37%、40.3%、31.6%、53.5%、171.7%，天津、岳阳和南宁2019年4月新房库存房源量分别同比增长62.8%、51.5%和28.5%。

图：新建商品房可售套数



数据来源：贝壳研究院

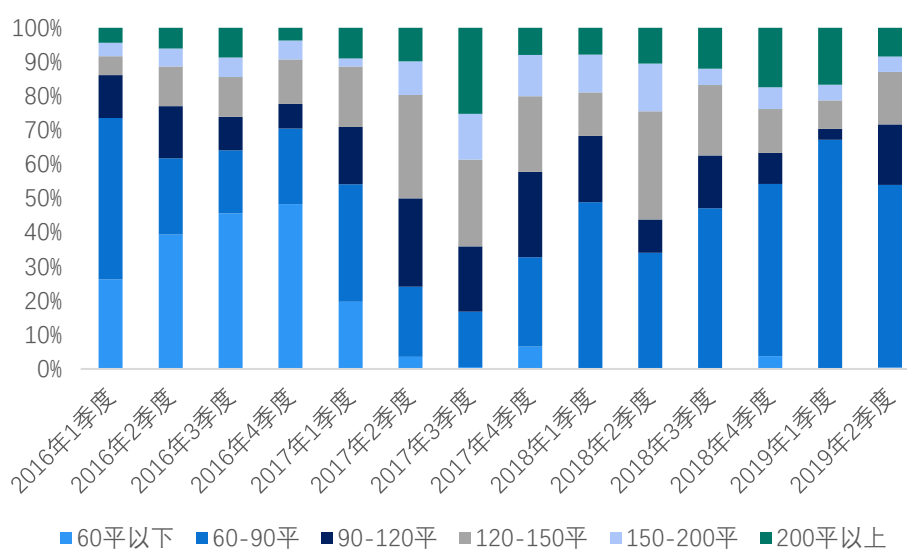
图：新建商品房可售套数



数据来源：贝壳研究院

在 70/90 政策及限竞房供应增多情况下，新房产品愈加同质化，项目位置较差的项目去化较难。以北京为例，自 2017 年 6 月限竞房入市后，北京纯商品住宅 60-90 平房源新增供应不断升高，成为主流面积段，而 120 平以上新增房源不断减少，刚需化趋势明显。

图：北京纯商品住宅供应不同面积段分布

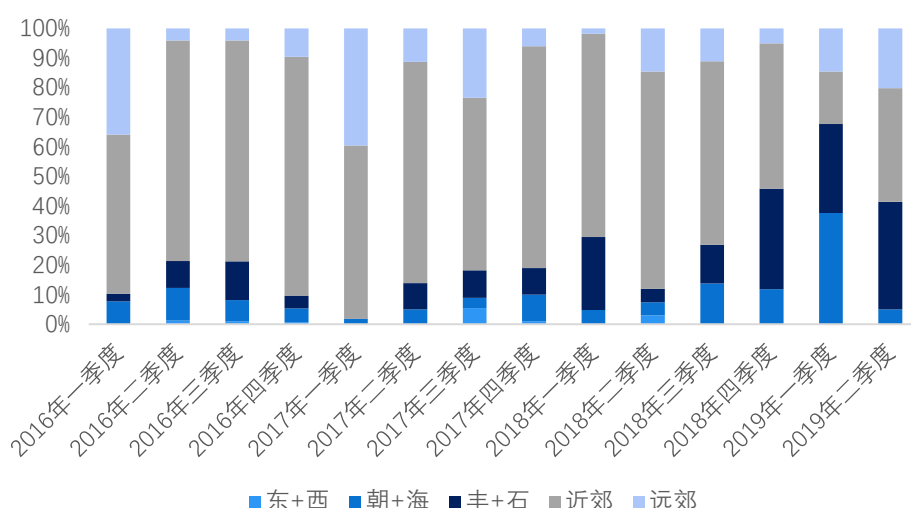


数据来源：天朗

在区域分布上，新房供应区域愈加集中化。2018 年下半年以来，北京新增纯商品住宅近郊房源减少，目前新增房源主要集中于昌平和大兴。城六区中，丰台和石景山区域房源供应增多，2019 年一季度海淀房源集中供应。



图：北京纯商品住宅供应区域分布<sup>8</sup>



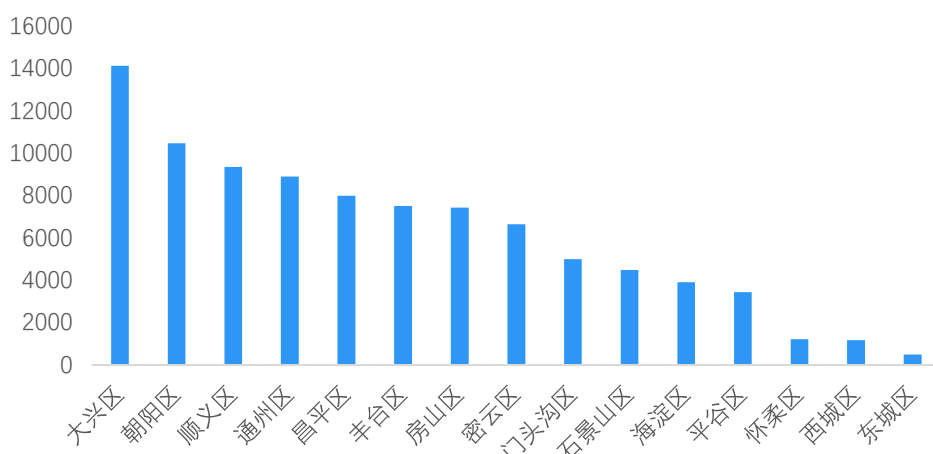
数据来源：天朗

面积和区位的趋同下，北京限竞房品质同质化，限竞房项目整体去化率较低（截止到6月12日为31.9%），且项目之间差异较大。以2018年6月10日入市的四个限竞房为例，有价格优势的瀛海府和改善项目熙悦林语首期开盘套数目前累计销售率分别达到97.94%、85%，而位置偏远的旭辉城、金樾和著首期开盘套数目前累计销售率分别仅为12.73%和23.37%。

此外，相比过去销售小批次优质房源与一般房源搭售，现在限竞房集中供应，开盘优质房源销售后，后续房源去化非常慢。在限竞房集中供应的大兴（限竞房供应套数占全市32.7%），其库存房源高企，成为13区之首。

<sup>8</sup> 近郊包含：昌平、顺义、通州、门头沟、大兴、房山；远郊包含：平谷、怀柔、延庆、密云

图：北京 5 月各区域纯商品住宅库存套数

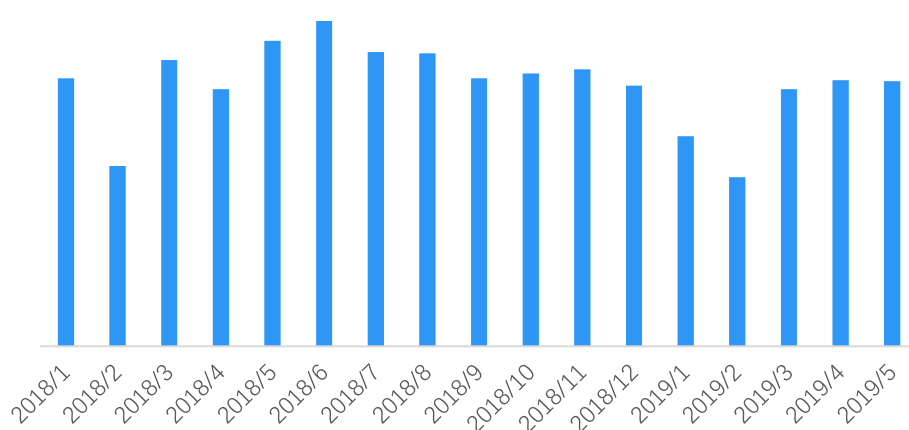


数据来源：天朗

### 3.三四线城市市场下行风险

自 2018 年下半年起,三四线城市新房成交疲态已现,进入 2019 年 3 月,季节性复苏加之降价促销,市场有所回升,但该回升不可持续。5 月 60 个三四线城市新建商品住宅成交套数环比下降 0.4%,同比下降 13.2%。

图：60 个三四线城市新建商品住宅成交套数总和



数据来源：贝壳研究院

在棚改开工套数减少及货币化比例降低的情况下,三四线后

期的成交支撑将明显不足，市场面临下降风险。2019 年棚改目标下调到 285 万套，相比 2018 年的 580 万套下降了一半。在财政部发布的计划中，大多数地区及省份 2019 年棚改目标套数较 2018 年下降，其中山东、山西与河南降幅全部超过 70%。

此外，对于新开工的棚改项目，政府需以发行地方政府债券方式（棚改专项债）为主进行融资，这意味着棚改资金吃紧，棚改下降将难以避免。根据华泰证券的测算，2018 年棚改货币化推动的销售套数占总成交的比例达 12.6%，那么在棚改套数减半、货币化比例降低的情况下，将拖累 2019 年住宅销售，尤其是棚改套数下降较多地区的三四线城市 2019 年下半年市场下行风险较大。

表：棚改货币化对住宅销售拉动测算

	2014	2015	2016	2017	2018
棚改执行套数（万套）	470	601	606	609	626
货币化安置比例	9%	29.9%	48.5%	60%	50%
货币化安置套数（万套）	42	180	294	365	313
货币化安置等效购房面积（万 m <sup>2</sup> ）	2517	10692	17488	21741	18624
全国商品住宅销售面积（万 m <sup>2</sup> ）	105182	112406	137540	144789	147929
占比	2.40%	9.50%	12.70%	15%	12.60%

数据来源：住建部、华泰证券研究所

此报告版权归贝壳研究院所有，未经允许不得转载本文内容，否则将视为侵权。  
转载或者引用本文内容请注明来源。

