



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

以地产历史周期为鉴，展望城市未来前景

2022 年 07 月 15 日

证券研究报告

行业研究

行业深度报告

房地产行业

投资评级 看好

江宇辉 地产行业首席分析师
执业编号: S1500522010002
联系电话: +86 18621759430
邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

以地产历史周期为鉴，展望城市未来前景

2022年7月15日

摘要:

2021年下半年房地产行业进入新一轮调整周期，至今已超过10个月，持续时间和调整幅度接近历史最高水平。本篇报告通过商品住宅销售面积、价格和库存三类指标，对全国、不同能级和重点城市的地产调整周期进行复盘，分析当前不同城市地产市场运行阶段。

四次房地产调整周期按驱动因素可分为两类。一类为需求下行引发的大调整周期，如2008、2014和2021年，销售面积同比下行幅度较大，持续时间较长，全年销售面积同比增速保持负增长。另一类为政策收紧引发的小调整周期，如2011、2018年，销售面积下行幅度较小，持续时间较短。大调整周期内房价下跌滞后于销售面积，而小周期内量价往往同步调整。

调整周期中，销售面积增速转负和见底时点通常领先于销售价格。库存增长独立于销售面积和价格变化。第一，从销售面积来看，大周期销售面积同比增速为负的持续时长在11-16个月，小周期在7-9个月。调整期内销售面积同比月均降幅从2008年周期的18.6%降低至2018年周期的0.9%。最大单月降幅从08年37%下降至18年周期的3.9%。第二，从销售价格来看，2008年及2014年两轮大周期中价格环比转负和见底的时点均滞后销售下降1-2个季度。调整期间商品住宅均价最大降幅在3%-20%左右。第三，从库存来看，2018年库存下降近11%，其他三轮地产调整周期库存增加15%-30%不等。从三类指标来看，本轮调整周期接近尾声。本轮调整周期销售面积已同比负增11个月，价格调整已9个月，接近两轮大调整周期，今年三、四季度销售量价指标均有望迎来转正契机。

重点和代表性城市历史周期复盘。重点城市销售面积调整期持续7-13个月，降幅在30%-60%，价格下行周期较销售周期一般晚1-2个季度，而持续时间也比销售周期短1-2个季度。调整周期中，十大城市库存平均增加10%-35%。从6个代表性城市的地产调整周期来看，上海和深圳政策收紧时点较早，西安、成都、洛阳和秦皇岛4市的政策放松时点更早。

一线城市销售面积增速转负通常领先于二三线城市，一二线城市调整时间长于三线，不同能级城市价格降幅比较接近。第一，从调整时点看，一线城市2008年及2014年两轮调整周期开始时间略早于全国周期时间1个季度左右。第二，从调整持续时间看，一线与二线城市调整时长接近，通常在4-5个季度之间。2011年一二线城市调整持续时间比全国更长，三线城市调整持续时间更短。第三，从价格来看，不同能级城市平均降幅均在25%-40%之间，最高降幅在60%-80%之间。

重点城市后续发展机会展望。第一，一线城市中广州、深圳有望率先迎来回暖，北京、上海回暖时间略晚。第二，二线城市中成都、西安、三亚、天津、贵阳、厦门、大连这7个城市仍存在回调空间，但销售面积处于历史低位，可能会更早出现边际改善。南昌、沈阳、长春、哈尔滨、昆明、重庆、兰州、银川、长沙、苏州、宁波、南宁、合肥13城已经处于周期尾部阶段，销售可能更早恢复。第三，三线城市中南充、北海、无锡、安庆、烟台5城销售面积处于低位，有望在未来出现边际改善。韶关、佛山、东莞、岳阳、襄阳、常德、洛阳、温州、连云港、吉林10城处于周期尾部阶段。

风险因素：政策风险：政策放松进度不及预期。市场风险：地产销售下行幅度超预期。

目录

1 以史为鉴，四次房地产调整周期回顾	6
1.1 历史上四轮地产调整周期	6
1.2 成交量：大周期下调整 11-16 个月，小周期下调整 7-9 个月	7
1.3 价格：销售转负后约 1-2 个季度内调整，持续 7-12 个月	11
1.4 库存：与行业供给周期有关，期间通常增长 15%-30%	12
1.5 本轮下调周期或已到达底部	13
2 聚焦核心，重点城市历史周期复盘	17
2.1 成交量：重点城市下行持续 7-13 个月，降幅在 30%-60%	17
2.2 价格：重点城市下行持续 4-14 个月，降幅 30%-50%	21
2.3 库存：十大城市平均增加 10%-35%	23
3 因城施策，代表城市历史周期回顾	25
3.1 沿海城市：上海与深圳地产周期复盘	25
3.1.1 上海：历次地产调控的热点	25
3.1.2 深圳：涨多跌少，政策谨慎	27
3.2 省会城市：西安与成都地产周期复盘	29
3.2.1 西安：政策调整细致频繁	29
3.2.2 成都：高库存下调整周期偏长	31
3.3 旅游城市：洛阳与秦皇岛地产周期复盘	33
3.3.1 洛阳：调整周期回顾	33
3.3.2 秦皇岛：与全国周期同步	34
4 展望未来，不同能级城市后续发展机会	36
4.1 一线城市展望	36
4.1.1 调整特征：启动时间领先全国，持续时间较长	36
4.1.2 现状分析：广深调整或率先结束，北上仍需一定时间	37
4.2 二线城市展望	39
4.2.1 调整特征：调整时点与持续时长与一线城市接近	39
4.2.2 现状分析：13 城近期有望恢复，7 城或迎来边际改善	39
4.3 三线城市展望	44
4.3.1 调整特征：通常滞后，持续时间也较短	44
4.3.2 现状分析：10 城近期有望恢复，5 城或迎来边际改善	44
风险因素	48

图表目录

图表 1：2001 年至 2021 年商品房销售面积及同比增速	6
图表 2：2002 年至 2021 年销售面积、销售均价同比增速	6
图表 3：2007 年至 2022 年 4 月商品住宅销售面积同比增速及成交价格环比增速	7
图表 4：2008 年至 2010 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速	7
图表 5：2011 年至 2013 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速	8
图表 6：2014 年至 2016 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速	9
图表 7：2018 年至 2019 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速	10
图表 8：2020 年至 2022 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速	10
图表 9：2008 年大周期量价变化对比	11
图表 10：2011 年小周期量价变化对比	11
图表 11：2014 年大周期量价变化对比	12
图表 12：2018 年小周期量价变化对比	12
图表 13：销售价格历史四轮下行周期的特点	12
图表 14：历史周期全国商品住宅库存变化	13
图表 15：本轮调整周期销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)	14
图表 16：本轮调整周期销售面积当月同比与 2011、2018 年对比(%)	14
图表 17：销售面积历史四轮下行周期的特点	14
图表 18：本轮调整周期当月价格环比与 2014 年对比(%)	15
图表 19：本轮调整周期当月价格环比与 2011、2018 年对比(%)	15
图表 20：70 城商品住宅均价环比历史三轮下行周期及本轮周期对比	15
图表 21：本轮调整周期商品房库存累计增长率与 2008、2014 年对比	16
图表 22：本轮调整周期商品房库存累计增长率与 2011、2018 年对比	16
图表 23：商品住宅待售面积历史三轮周期与本轮周期对比	16
图表 24：部分重点城市 2008 年周期成交量情况	17
图表 25：部分重点城市 2011 年周期成交量情况	18
图表 26：部分重点城市 2014 年周期成交量情况	19

图表 27: 部分重点城市 2018 年周期成交量情况	20
图表 28: 重点城市历史四轮周期及本轮周期成交量变化对比	21
图表 29: 部分重点城市 2008 年周期价格情况	21
图表 30: 部分重点城市 2011 年周期价格情况	22
图表 31: 部分重点城市 2014 年周期价格情况	22
图表 32: 重点城市历史四轮调整周期及本轮周期价格情况	23
图表 33: 历史周期全国十大城市库存变化	23
图表 34: 历史周期重点城市商品住宅去化周期变化	24
图表 35: 上海住宅销售面积在 2010 年和 2011 年下半年转为同比负增	25
图表 36: 2014 年上海销售面积下降, 调整周期持续时间较长	25
图表 37: 上海商品房库存在 2010 年到 2012 年持续下降	26
图表 38: 2014 年到 2015 年, 上海市商品房库存持续上升	26
图表 39: 上海住宅销售面积在 2017 年转为负增, 与全国周期不同	26
图表 40: 2022 年上海销售面积增速转负, 比全国更晚	26
图表 41: 上海 2018 年后商品房库存从低位回升	26
图表 42: 2021 年末, 上海市商品房库存再度上升	26
图表 43: 深圳住宅销售早在 2006 年便转为负增, 2009 年销售增速转正	27
图表 44: 2010 年深圳销售面积下降主因供给降低, 2012 年调整周期持续时间较长	27
图表 45: 深圳商品房库存在 2007 年上半年持续下降, 2008 年库存持续上升	27
图表 46: 2012 年后, 深圳市商品房库存持续上升	27
图表 47: 2014 年调整周期中, 深圳销售面积增速在 2013 年下半年转负	28
图表 48: 深圳楼市早在 2017 年便进入调整周期, 领先全国	28
图表 49: 2014 年上半年深圳商品房库存持续上升	28
图表 50: 2018 年下半年深圳商品房库存快速上升	28
图表 51: 2011 年调整周期中, 西安市住宅销售面积转负	29
图表 52: 2014-2015 年, 西安市住宅成交面积同比增速较早转为增长	29
图表 53: 西安商品房库存在 2012 年上半年持续上升	29
图表 54: 2012 年后, 西安市商品房库存持续上升	29
图表 55: 2017-19 年调整周期中, 西安商品房销售面积增速转负, 但价格继续上涨	30
图表 56: 2020 年和 2022 年, 西安市住宅成交面积同比持续负增	30
图表 57: 西安商品房库存在 2015 年上半年和 2018 年持续上升	30
图表 58: 2020 年上半年和 2021 年下半年, 西安市商品房库存持续上升	30
图表 59: 2011 年调整周期中, 成都住宅销售面积再 2010 和 2012 年转为同比负增	31
图表 60: 2014 年到 2015 年, 成都市住宅成交面积同比持续负增	31
图表 61: 成都商品房库存在 2007 年上半年持续下降, 2008 年库存持续上升	31
图表 62: 2015 年后, 成都市商品房库存处在高位	31
图表 63: 成都在 2017 年住宅成交同比增速转负	32
图表 64: 2021 年至今的调整周期中, 成都住宅成交面积增速在 2022 年初转负	32
图表 65: 成都商品房库存在 2007 年上半年持续下降, 2008 年库存持续上升	32
图表 66: 2012 年后, 成都市商品房库存持续上升	32
图表 67: 2012 年洛阳市住宅销售面积转为同比负增	33
图表 68: 2015 年洛阳市住宅成交面积同比持续负增	33
图表 69: 2018 年调整周期中, 洛阳住宅销售面积增速较早转负	33
图表 70: 2022 年洛阳市住宅成交面积同比持续负增	33
图表 71: 2011 年调整周期, 秦皇岛 2012 年面积转负增	34
图表 72: 2014 年秦皇岛调整持续时间较长	34
图表 73: 2018 年调整周期, 秦皇岛市销售面积转负更早	35
图表 74: 2021 年 5 月至今, 秦皇岛住宅销售量价齐跌,	35
图表 75: 2008 年一线城市调整周期中, 深圳销售面积增速最早转负	36
图表 76: 2011 年一线城市调整周期中, 广州相对滞后	36
图表 77: 2014 年一线城市调整周期中, 上海和深圳滞后	36
图表 78: 2018 年一线城市调整周期与全国错位	36
图表 79: 一线城市历史四轮下行周期销售面积变化对比	37
图表 80: 广州本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)	37
图表 81: 深圳本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)	37
图表 82: 北京本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)	38
图表 83: 上海本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)	38
图表 84: 一线城市本轮周期与历史周期对比	38
图表 85: 二线城市历史四轮下行周期销售面积变化对比	39
图表 86: 二线城市中周期中前期阶段城市历史销售面积情况	40
图表 87: 成都本轮调整周期的销售面积当月同比与 2011、2014 年对比(%)	40
图表 88: 西安本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)	40

图表 89: 成都 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	41
图表 90: 西安 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	41
图表 91: 武汉本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2018 年对比(%).....	41
图表 92: 青岛本轮调整周期的销售面积当月同比与 2014、2018 年对比(%).....	41
图表 93: 武汉 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	42
图表 94: 青岛 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	42
图表 95: 二线城市中周期尾部阶段城市历史销售面积情况.....	43
图表 96: 三线城市历史四轮下行周期销售面积变化对比	44
图表 97: 三线城市处于中前期阶段城市历史销售面积情况.....	45
图表 98: 北海 2010 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	45
图表 99: 无锡 2007 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	46
图表 100: 徐州 2010 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	46
图表 101: 泉州 2010 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化.....	46
图表 102: 三线城市处于后期阶段城市历史销售面积情况	47

1 以史为鉴，四次房地产调整周期回顾

地产调整周期可以理解为房地产销售额的下降时期，主要反映在成交量（销售面积）和房价两个分项的变化之上。而地产库存反映了产量与实际需求的差额，也可以作为判断地产周期的辅助指标。文中我们结合这三个指标来进行周期划分。

1.1 历史上四轮地产调整周期

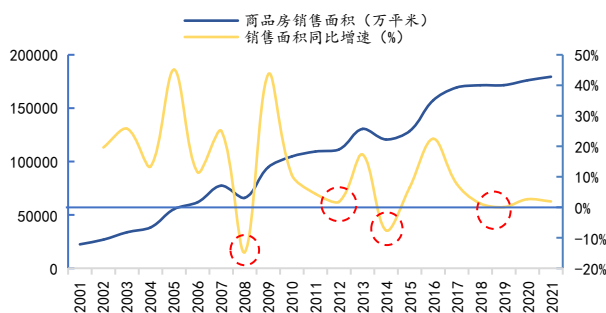
按照引发调整的原因，可将历史上的调整周期分为市场自发和政策驱动两类。2008 年、2014 年调整周期为市场自然下行的大周期，主要表现为住宅销售面积同比下行幅度较大，持续时间较长，全年销售面积同比增速保持负增长；而 2011 年、2018 年调整周期主要为受政策调控影响的小周期，下行幅度较小，持续时间较短，虽连续多月销售同比增速为负，但全年同比仍保持正增长。

第一轮调整受 2007-2008 年次贷危机影响。1998 年“房改”后中国房地产市场迎来快速发展。2007 年次贷危机在欧美爆发并逐步蔓延，严重拖累全球经济，也引发了我国房地产市场第一轮大调整。**第二轮调整受后危机时期地产政策收紧影响。**2010 年楼市政策不断收紧。2011 年 1 月国八条出台，房地产税试点开始，政策持续收紧使得 2011 年 10 月开始住宅销售面积转为同比负增，出现了第二轮调整小周期。

第三轮调整受 2014-2015 年地产需求收缩影响。2013 年国五条出台，严格执行限购限价政策。2013 年至 2014 年初政策调控延续，住宅库存不断升高，第三轮大周期开始。**第四轮调整由 2018 年地产调控政策引发。**2018 年国家调控再度升级，限购限贷限售等政策频频出台，引发了第四轮调整小周期。

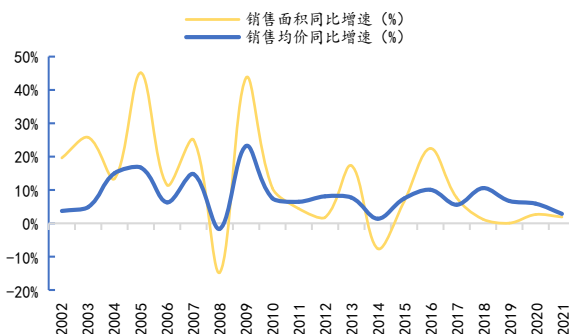
最近一轮地产市场调整因 2020 年疫情后的地产政策收紧。2020 年“三道红线”政策颁布，融资端开始强调去杠杆、防风险，部分高杠杆、高负债房企无力偿还债务。2021 年下半年暴雷企业由中小型企业扩散到大型民企，需求端受企业暴雷以及信贷政策收紧影响也出现了需求下降的情况，本轮调整大周期开始。

图表 1：2001 年至 2021 年商品房销售面积及同比增速

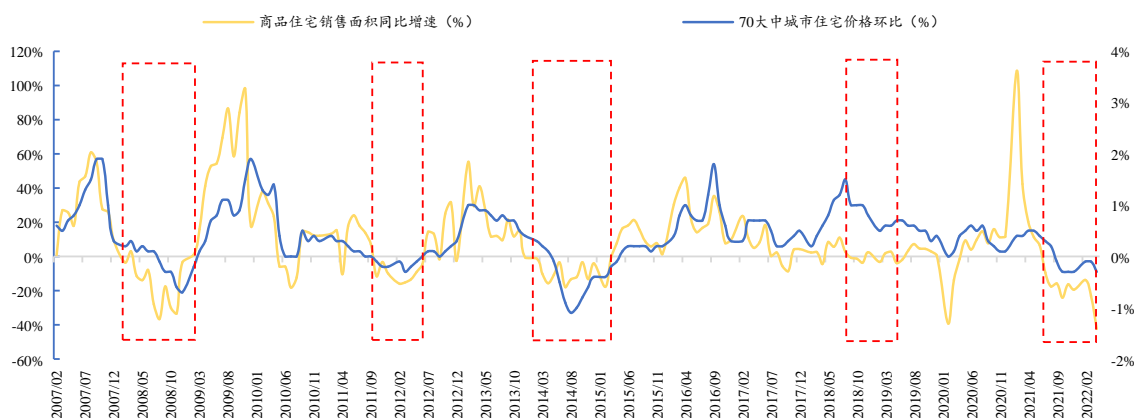


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 2：2002 年至 2021 年销售面积、销售均价同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

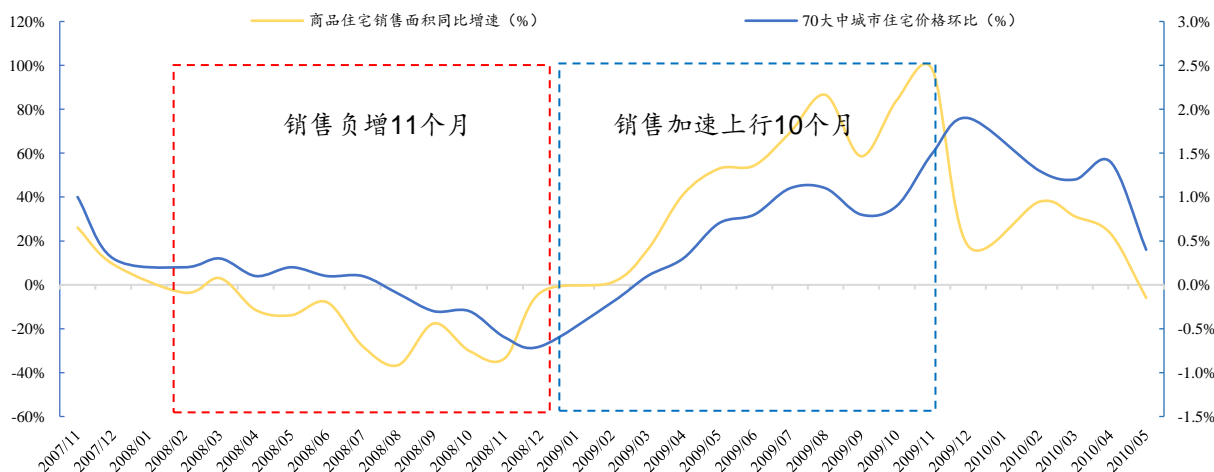
图表 3：2007 年至 2022 年 4 月商品住宅销售面积同比增速及成交价格环比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 成交量：大周期下调整 11-16 个月，小周期下调整 7-9 个月

第一轮地产调整周期从 2008 年 1-2 月开始，至 2008 年 12 月因四万亿刺激等财政托底政策出台而结束。受 2008 年全球次贷危机影响，自 1998 年以来我国房地产的快速发展时期结束，经济压力持续增大，全年商品房销售面积出现了 2002 年后的第一次下跌，当年实现销售面积 6.6 亿平，同比下降 14.72%。2009 年为避免房地产市场下滑，国家开始出台政策刺激住房消费，随着四万亿计划的推进、央行 5 次降息 4 次降准以及一系列房地产政策放松，销售面积同比增速出现大幅度上涨，第一轮调控周期转入上升阶段。2009 年下半年房价涨幅过快，政策逐步收紧，2010 年第一轮房地产调控周期结束，第二轮调控周期开始。

全国商品住宅销售面积同比负增 11 个月，最大降幅达到-36.59%。2008 年调整大周期自 2008 年 1-2 月起销售面积同比增速转负，持续至 2008 年 12 月，期间销售面积负增长共计 11 个月，平均同比增速-18.59%，单月最大降幅为 2008 年 8 月的-36.59%。2009 年 1-2 月开始销售面积同比增速由负转正，2009 年 11 月到达同比增速最高点 97.97%，销售加速上行 10 个月，平均同比增速 56.21%。

图表 4：2008 年至 2010 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：（1）调整期内销售面积同比增速可能短暂转正，这里的下行月数只统计期间同比负增的

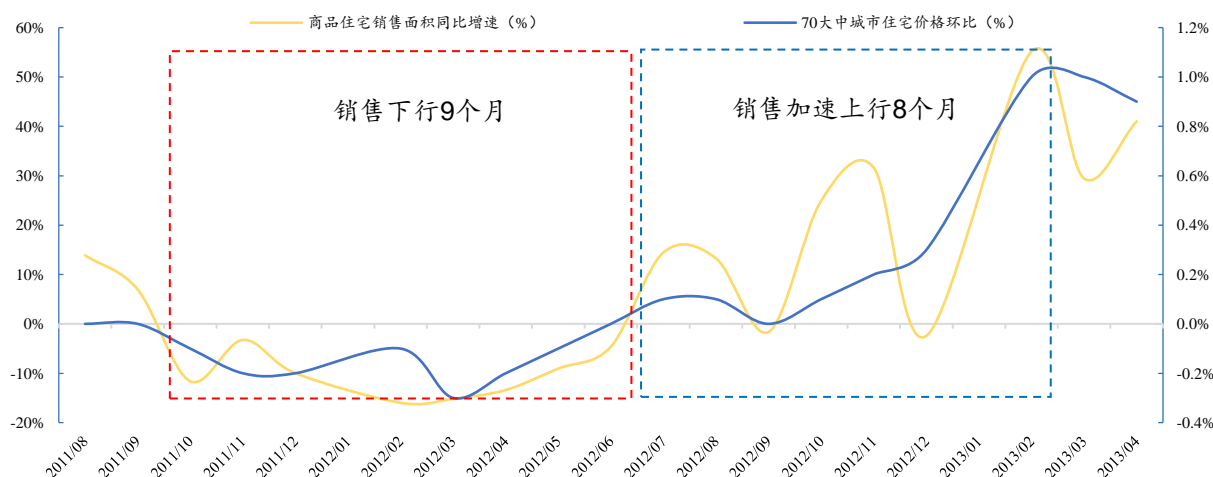
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

月份。(2)统计局口径1月和2月合并。为了保证数据可比,我们在统计月数时将1月也考虑在内。

第二轮地产调整周期因2011年下半年调控政策加强、经济走弱而开始,至2012年6月因稳增长政策发力而结束。2010年国家颁布国十一条、新国十条等政策,全国范围首次开始限购限贷,随着2010年起政策不断收紧,2010至2011年商品房销售面积同比增速维持低位震荡,房价环比增速持续下降。2011年1月国务院正式颁布国八条,对于购买第2套住房首付比例不低于60%,贷款利率不低于基准利率的1.1倍,并且在重庆、上海两所城市开启房地产税试点,房地产政策进一步收紧。2011年10月商品房销售面积同比增速转负,第二轮下调周期开始。2012年2月,央行降准0.5pct。2012年6月8日,央行年内首次下调存款和贷款基准利率,部分地方政府在不触及调控政策红线的情况下微调楼市政策释放刚需,销售面积增速开始由负转正开始上升,第二轮周期进入上升阶段。

2011年住宅销售面积同比负增9个月,最大降幅-15.98%。2011年调整小周期自2011年10月起销售面积同比增速转负,持续至2012年6月共计8个月,平均同比增速-10.38%,单月最大降幅为2012年1-2月的-15.98%。2012年7月起销售面积同比增速转正,调整周期进入上升阶段,2013年1-2月销售面积同比增速到达最高点,加速上行历时8个月,平均同比增速19.34%,单月最大增速达到55.17%。

图表 5: 2011 年至 2013 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速



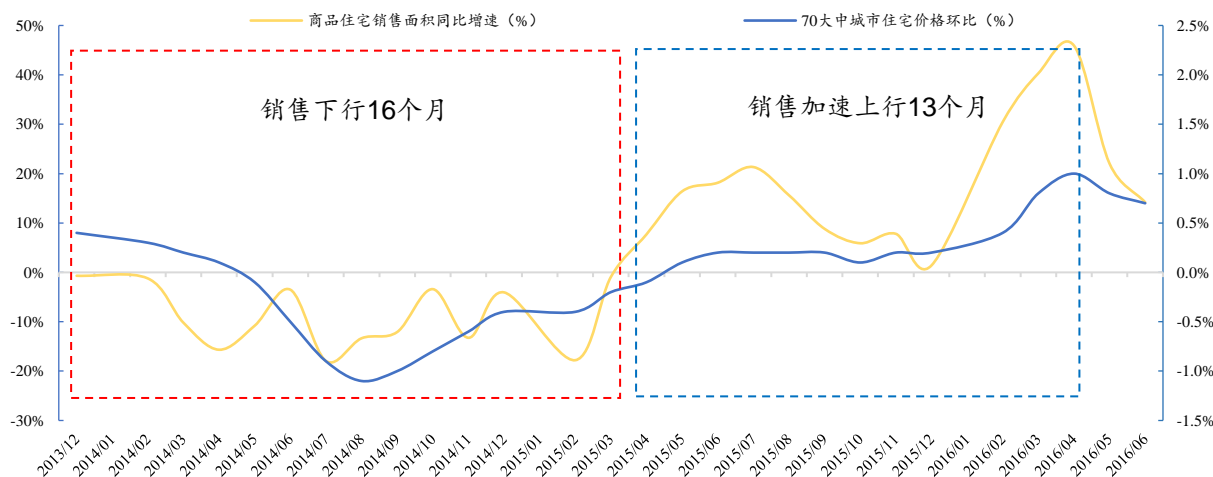
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三轮地产调整周期从2013年底开始,主因经济走弱、地产库存高企和房企信用风险上升,至2014年因信贷和地产政策放松而结束。2013年政策持续收紧,“国五条”推出一系列限价调控措施、强调加快房地产税改革立法。部分房企因资金压力倒闭,房地产信托违约等负面事件集中爆发,银行对开发商融资及个人按揭贷款迅速收紧,供给端、销售端情况持续下行,第三轮下跌大周期开始。在经济下行、通货紧缩、楼市库存高企的背景下,2014下半年至2016年政府开启了强力救市模式,2014年6月呼和浩特率先取消限购令,随后除一线城市外其余城市全部取消限购,央行、银监会“9.30”新政后政策放松力度逐步加大,2015年“3.30”新政鼓励改善性需求,2015年11月习总书记做出“要化解房地产库存,促进房地产业持续发展”的指示,叠加棚改货币化的推动,全国城市从一线开始到三四线城市出现了一轮大规模轮动上涨,第三轮调整周期进入上升阶段。之后,2016年政府提出坚持“房住不炒”的主基调,一线城市率先开始调控,除了限购限贷之外限售政策也逐步出台,之后二线城市、三四线城市也逐步开始调控,2018年商品房销售同比增速再度转负,第三轮调整大周期结束。

2014年销售面积同比负增16个月,最大降幅-17.94%。2014年调整大周期自2013年

12月起销售面积同比增速转负，持续至2015年3月，负增共16个月。其中，平均同比增速-8.92%，单月最大降幅为2014年7月的-17.94%。2015年4月起销售面积同比增速转正，2016年4月到达同比增速最高点，加速上行阶段历时13个月，平均同比增速18.32%，单月最大增速达到45.94%。

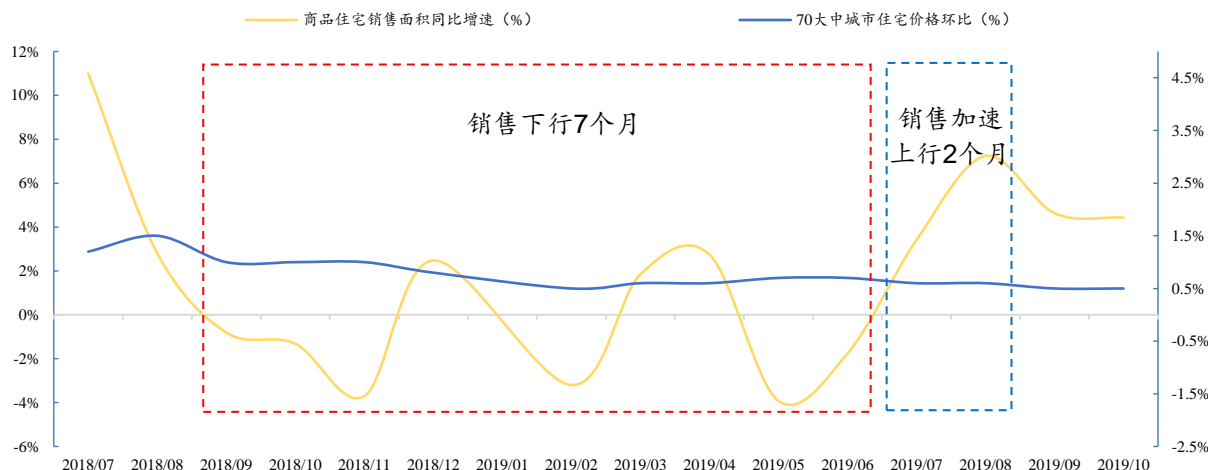
图表 6：2014 年至 2016 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

第四轮地产调整周期始于 2018 年地产调控政策升级，2019 年因政策放松而结束。随着 2016-2017 年“房住不炒”主基调下政策收紧由一线城市向二线城市、三四线城市传导，截至 2018 年中段大部分城市已完成调控政策发布，房地产轮动上涨周期接近尾声。2018 年 3 月两会重申“房住不炒”的主基调，7 月底政治局会议对房价的表述从“遏制房价过快上涨”升级为“坚决遏制房价上涨”，随后 8 月住建部提出坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。后续全国各大城市调控措施密集出台，引发第四轮下调周期。不过四季度政策有放松的迹象，广州、武汉、南宁等部分城市局部放松限价，多城市下调房贷利率上浮比例，12 月下旬菏泽首先放松调控，政策开始向因城施策转变，直至 2019 年 6 月本轮政策驱动的周期下行结束，周期恢复自然上行阶段。

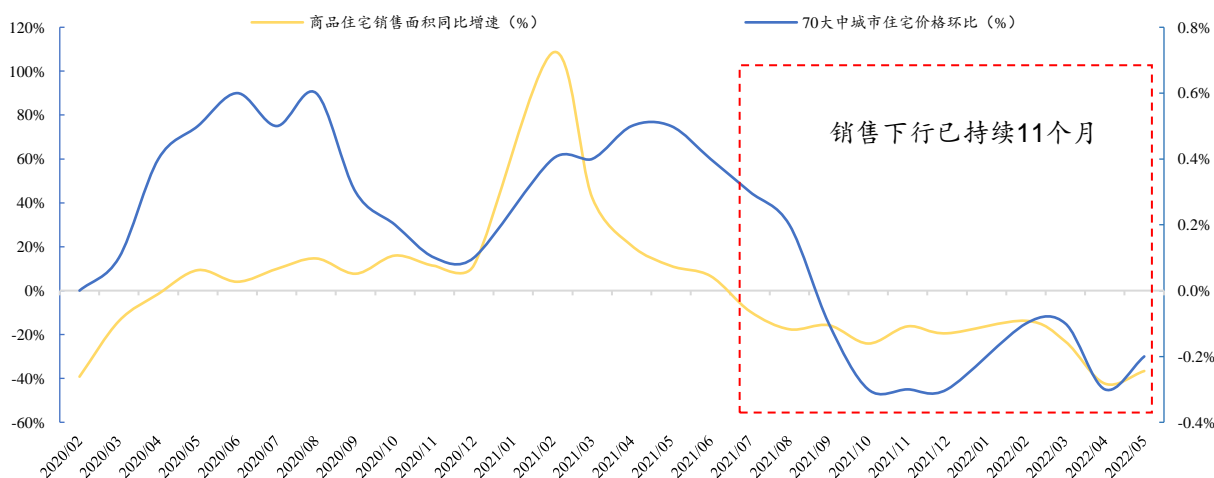
2018 年销售面积同比负增 7 个月，最大降幅-3.92%。2018 年调整小周期自 2018 年 9 月开始，销售面积同比增速转负，至 2019 年 6 月负增 6 个月，平均同比增速-2.45%，单月最大降幅为 2019 年 5 月的-3.92%。2019 年 7 月起销售面积同比增速转正，2019 年 8 月同比增速到达最高点，销售加速上行仅 2 个月后便开始放缓。上行期间平均同比增速 5.32%，单月最大增速为 2019 年 8 月的 7.24%。

图表 7：2018 年至 2019 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2020 年疫情冲击下地产销售先下降后恢复。2019 年 6 月后第四轮小周期按照历史规律应进入持续上行阶段，但由于 2020 年新冠疫情出现，大多城市受封控影响而导致销售出现不同程度的下降。疫情后地产市场逐渐恢复。受疫情影响的小微企业获得定向支持，部分资金通过经营贷等渠道流入房地产市场，推升了市场热度。从全国销售面积数据来看，仅 2020 年 1-2 月、3 月和 4 月同比增速为负，持续时间较短，对全年上升周期影响较小，2020 年全年销售面积仍保持 2.64% 的正增长。

疫情后地产调控政策再度趋严，最近一轮调整周期于 2021 年下半年开启。近几年许多房企盲目追求规模，大量加杠杆，企业一直维持高负债率，但在国家稳增长、房住不炒的调控基调下融资端开始强调去杠杆、防风险。随着 2020 年 9 月“三道红线”政策发布，房地产贷款集中度管理、预售资金监管以及后续各项调控政策出台，叠加企业债务开始集中到期，房企偿债压力逐步显现，部分中小企业无力偿债而破产。2021 年下半年随着信贷政策继续收紧，二手房指导价等政策调控，需求端从居民购买力到购房信心都出现一定下降，房地产市场开始下行，销售端下行叠加融资端收紧，大量民企出现暴雷情况，暴雷风险由中小民企扩散到大型民企，恒大暴雷后更是将市场热度降至低点，新一轮市场下行大周期开始。

图表 8：2020 年至 2022 年商品住宅销售面积同比增速及成交价格同比增速


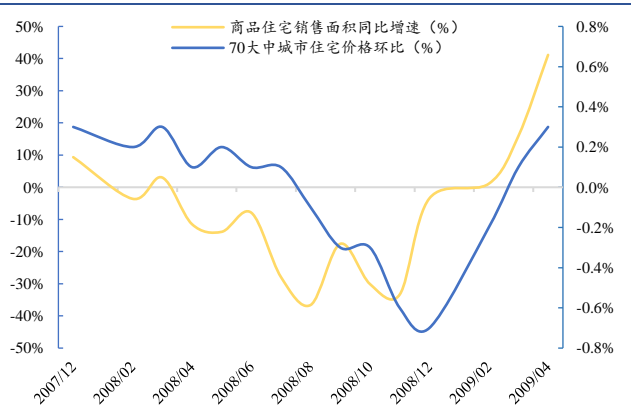
资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 价格：销售转负后约 1-2 个季度内调整，持续 7-12 个月

2008 年调整周期中价格环比下跌时点晚于销售面积 6 个月，环比下跌也持续 6 个月。尽管 2008 年有奥运会推动经济和城市发展，房价环比却并未能延续 2007 年快速上涨的趋势。2008 上半年房价环比增速收窄至低于 1%，并于 2008 年 8 月转负，较销售同比转负延迟 6 个月。房价环比下行 6 个月，平均降幅 0.37%，最大单月降幅为 2008 年 12 月的 0.7%。在销售同比到达底部 4 个月价格环比到达底部，销售同比回正 1 个月后价格环比回正。全国商品住宅销售均价在住宅销售面积下行期内，由最高 3982 元/平降至 3199 元/平，降幅达到 19.7%。

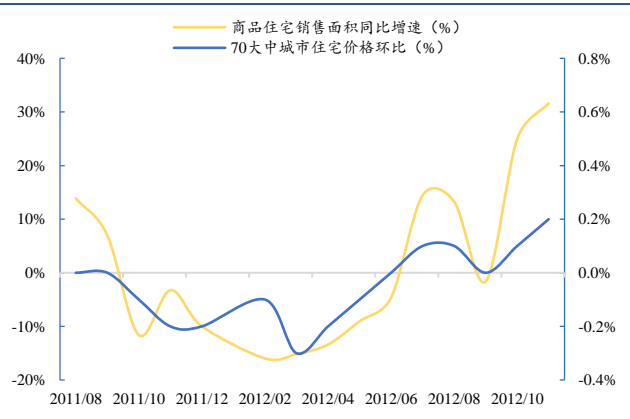
2011 年价格环比与销售面积同比增速同步转负，环比下跌持续 7 个月。由于是受政策影响的小周期，2011 年调整周期内房价与销售面积的关系不同于 2008 年调整周期。70 城住宅均价环比增速在 2011 年 10 月与销售同时转负，并下降持续 7 个月。价格环比增速早于销售同比增速转正前一个月转正，平均降幅 0.17%，最大单月降幅为 2012 年 3 月的 0.3%，较销售底部延后 1 个月。全国商品住宅销售均价在调整期内的最大降幅为 8.6%，由最高 5054 元/平降至 4622 元/平。如果以 2011 年 2 月 6140 元/平的均价为基准，最大降幅更是达到 24.7%。

图表 9：2008 年大周期量价变化对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

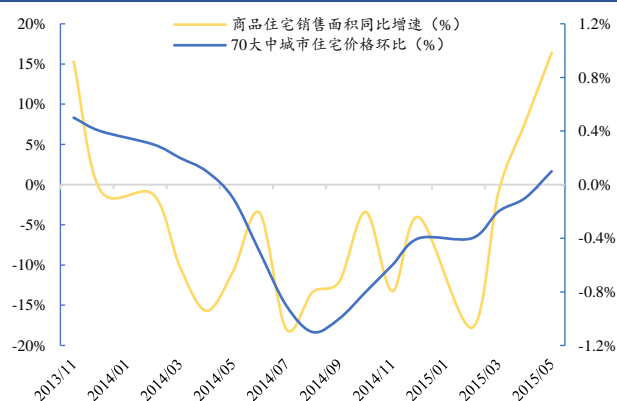
图表 10：2011 年小周期量价变化对比



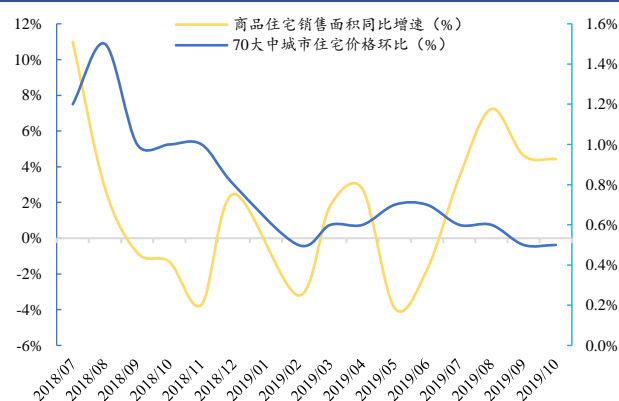
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2014 年调整周期中价格环比下跌时点晚于销售面积 4 个月，环比下跌持续 11 个月。2014 年调整周期为大周期，与 2008 年调整周期“价在量后”的特征相似，70 城住宅均价环比增速在 2014 年 5 月转负，较销售面积同比增速转负滞后 4 个月，下降持续 11 个月，销售同比回正 1 个月后价格环比也回正。价格环比下行期间平均降幅 0.55%，最大单月降幅为 2014 年 8 月的 1.1%，较销售底延迟 1 个月。全国商品住宅销售均价在调整期内最大降幅为 12.1%，由最高价 6382 元/平降至 5609 元/平。

尽管 2018 年下半年住宅销售面积转为同比负增，但价格保持环比增长，只是增速有所回落。2018 年调整周期是小周期，并且时间较短。在销售面积调整期内，70 城住宅均价环比增速仍保持正增长，但与销售下行同时，2018 年 9 月住宅环比增速开始放缓，最终由调整期前的 1.5%，逐步下降至 0.5%。

图表 11：2014 年大周期量价变化对比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 12：2018 年小周期量价变化对比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

整体来看，大周期内房价下跌滞后于销售面积，而小周期内量价往往同步调整。房价环比调整持续 7-12 个月（2-4 个季度），略短于销售面积调整时长。大周期内房价下降主要受到销售面积下降影响，量在价先，销量减少，市场下行，带动房价自然下跌。2008 年及 2014 年两轮大周期中价格下降滞后销售下降 4-6 个月（1-2 个季度），价格见底也滞后销售见底 1-4 个月（1-2 个季度）。价格调整周期在 6-11 个月（2-4 个季度），较销售面积调整时间（7-16 个月，或 2-6 个季度）略短。环比平均调整幅度在 0.2%到 0.6%之间。而小周期内由于受到政策调控影响较大，政策调控同时影响到销量和售价，房价调整往往与销售调整同步开始，调整幅度也较大周期更小。

图表 13：销售价格历史四轮下行周期的特点

周期	价格环比转负月份较销量下降延迟（月）	价格见底月份较销量见底延迟（月）	住宅均价负增长持续时间（月）	住宅均价环比平均降幅（%）	住宅均价环比单月最大降幅（%）
2008.8-2009.2	6	4	7	-0.4%	-0.7%
2011.10-2012.6	0	1	8	-0.2%	-0.3%
2014.5-2015.4	5	1	12	-0.6%	-1.1%
2018.9-2019.6	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，信达证券研发中心

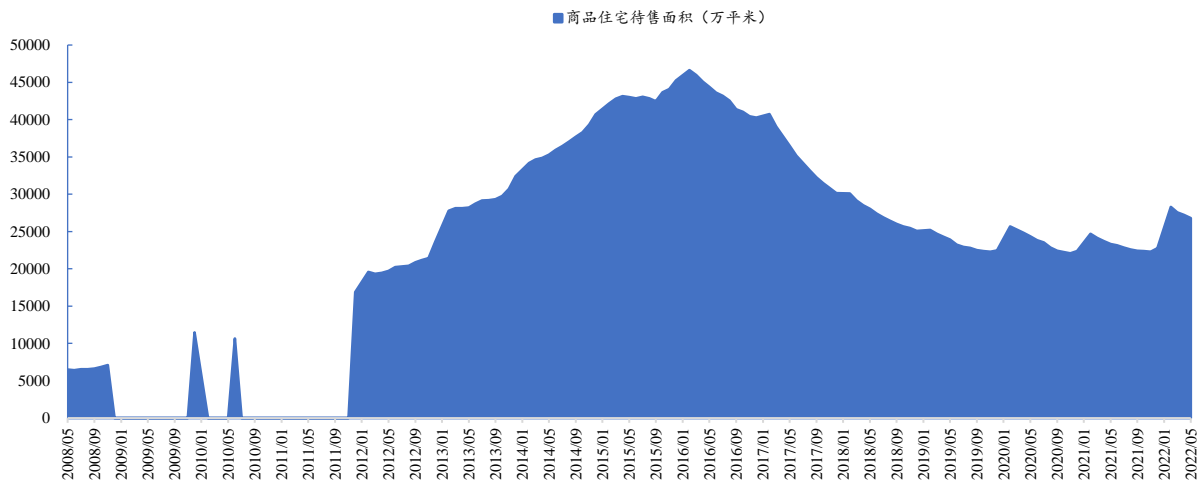
1.4 库存：与行业供给周期有关，期间通常增长 15%-30%

两轮地产需求下行引发的调整大周期中，2008 与 2014 年库存分别增长 14.8%和 32.1%。2008 年调整大周期中，房地产市场整体仍处于供不应求的状态，销售面积的下降并未带来库存明显的增长，周期内商品住宅库存由期初的 6172 万平上升到 7084 万平，上升 14.8%。随着 2009 年四万亿计划的推进，大量房地产企业涌入市场，供给端产能开始增加。2014 年房企扩张迅速，拿地规模大量增加，而销售端则持续下行，全国库存持续增加至高位，尤其是大量三四线城市库存高企。大周期内库存由期初的 32403 万平增加到 42817 万平，增幅达到 32.14%。随着调控放松和去库存政策发力，2015 年至 2018 年上半年库存持续下降。

两轮政策收紧引发的调整小周期中，2011 年库存增长 19.7%，而 2018 年库存则下降了 10.7%。2011 年调整小周期内销售面积持续下行叠加供给端供给增加，库存由期初的 16904 万平增加到期末的 20233 万平，增加了 19.7%。2018 年调整小周期内虽销售面积持续下行，但供给端供应量减少幅度更大，整体库存仍表现为下降趋势，库存由期初的 26010 万平减少至期末 23236 万平，减少了 10.7%。整体来看，地产库存受房地产行业整体供给

影响较大。

图表 14：历史周期全国商品住宅库存变化



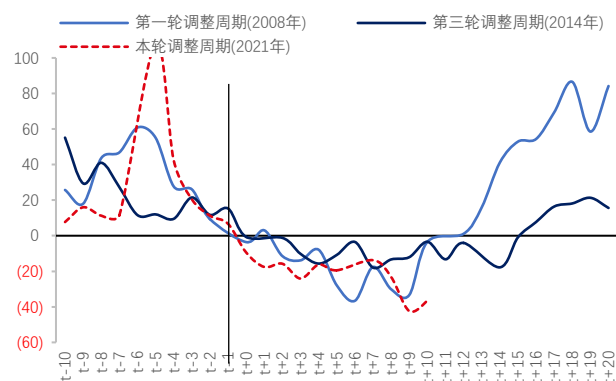
资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：统计局口径 2009-2011 年数据缺失较多。

1.5 本轮下调周期或已到达底部

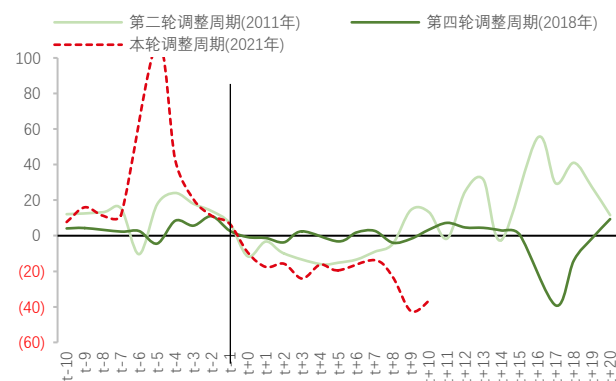
本轮调整周期同样是由需求下行所引发，不妨以历史两轮大调整周期作为参照。从销售面积来看，两轮大周期销售面积同比增速为负的持续时长在 11-16 个月（3 到 6 个季度），平均降幅在 8%至 19%之间，销售面积由开始负增长到同比降幅底部需要 6-7 个月（2-3 个季度）时间。

本轮销售面积负增持续时长超过两轮小周期，与 2008 年大周期持平。调整幅度为历次最大，可能已到底部。本轮房地产市场调整自 2021 年 7 月起销售面积同比增速转负，截至 2022 年 5 月已持续 11 个月，超过 2011 和 2018 年 2 轮小周期（分别为 9 个月和 7 个月），与 2008 年持平（11 个月），不及 2014 年大周期（16 个月）。如果 2022 年 4 月-42.38% 的销售面积同比增速为本轮单月最大降幅，调整期开始到见底已达 9 个月，时间上已超过所有历史周期，因此销售面积同比增速当前或已到达降幅底部阶段，降幅有望开始收窄。而平均同比增速-21.9%，单月最大降幅 42.4%，也已超过任何一次历史周期最大调整幅度。

考虑到二季度疫情对销售的影响，本轮房地产调整周期持续时间截至目前已持续 11 个月，接近 4 个季度。参考历史上房地产几轮调整周期的经验数据来看，无论是从市场调整的幅度，还是从房地产市场调整的持续时间，本轮房地产下行周期都已经接近尾声，我们预计房地产销售增速有望在今年三季度迎来转正契机。

图表 15: 本轮调整周期销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: $t=0$ 代表商品住宅当月同比增速首次转负的月份, 第一轮为 2008 年 2 月, 第三轮为 2013 年 12 月。本轮为 2021 年 7 月。

图表 16: 本轮调整周期销售面积当月同比与 2011、2018 年对比(%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: $t=0$ 代表商品住宅当月同比增速首次转负的月份。第二轮为 2011 年 10 月, 第四轮为 2018 年 9 月。本轮为 2021 年 7 月。

图表 17: 销售面积历史四轮下行周期的特点

周期	销售面积负增长持续时间 (月)	下调开始至底部用时 (月)	销售增速回正至最大值用时 (月)	销售面积同比平均降幅 (%)	销售面积同比单月最大降幅 (%)
2008.2-2008.12	11	6	10	-18.6%	-36.6%
2011.10-2012.6	9	3	8	-10.4%	-16.0%
2013.12-2015.3	16	7	13	-8.9%	-17.9%
2018.9-2019.6	7	8	2	-0.9%	-3.9%
2021.7-2022.5	11	9	-	-21.9%	-42.4%

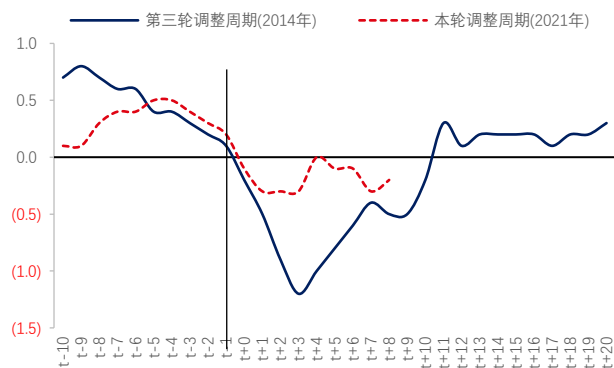
资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: (1) 调整期内销售面积同比增速可能短暂转正, 销售面积负增长持续时间只统计期间同比负增的月份。(2) 统计局口径 1 月和 2 月合并。为了保证数据可比, 我们在统计月数时将 1 月也考虑在内。(3) 同比平均降幅统计范围是调整期内所有月份, 包括销售面积正增月份。

从价格环比变化来看, 历史两轮大周期调整时间在 7-12 个月 (2-4 个季度), 价格环比转负滞后于销售转负 5-6 个月 (1-2 个季度) 左右, 价格见底滞后销售见底约 1-4 个月 (1-2 个季度)。期间环比平均降幅在 0.4%-0.6% 之间, 全国房价均值最大降幅在 12%-20% 之间。价格环比在销售同比转正后 1 个季度内回正。

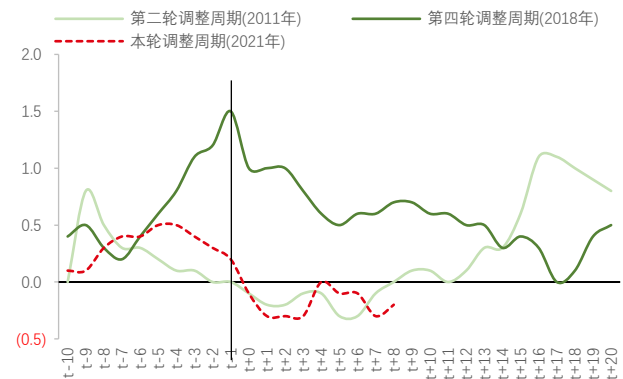
本轮价格调整持续时间 9 个月, 历史上仅次于 2014 年。本轮调整周期 70 城住宅均价环比增速在 2021 年 9 月转负, 较销售面积同比增速转负滞后 2 个月, 截至 2022 年 4 月下降已持续 9 个月, 平均降幅 0.21%, 最大单月下降 0.3%。从持续时间来看本轮调整周期已超过 2008 年 (持续 7 个月) 及 2011 年 (持续 8 个月) 调整周期, 距离 2014 年调整周期仍有一定差距 (持续 12 个月)。

而价格调整幅度较小, 与 2011 年接近, 不及 2008 和 2014 年。从价格调整幅度看, 本轮环比平均降幅 (-0.2%) 和最大环比降幅 (-0.3%) 不及两轮大周期调整幅度。销售面积下行期内, 以销售额和销售面积推算的住宅均价最大降幅达到 8.1%, 从 2021 年 7 月的 10518.7 元/平下跌至 2022 年 3 月的 9671.3 元/平。这一最大降幅也不及历史上 3 轮调整期。

参考历史两轮大周期来看, 本轮周期销售面积下降已经接近或到达底部, 价格也有望在 1-2 个季度内到达底部。二季度疫情的影响逐步消退, 5 月份数据显示 70 个大中城市新建商品住宅价格环比跌幅收窄, 5 月是否为本轮价格拐点仍然有待验证。本轮价格调整 9 个月, 与历史周期的 7-12 个月 (3-4 个季度) 均值相当, 今年三到四季度价格环比增速也有望随着销售面积增速一同企稳转正。

图表 18: 本轮调整周期当月价格环比与 2014 年对比(%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: $t=0$ 代表住宅价格当月环比增速首次转负的月份。第三轮为 2014 年 5 月, 本轮为 2021 年 9 月。

图表 19: 本轮调整周期当月价格环比与 2011、2018 年对比(%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: (1) $t=0$ 代表住宅价格当月环比增速首次转负的月份。第二轮为 2011 年 10 月, 第四轮为 2018 年 9 月。(2) 在 2018 年第四轮调整周期中, 70 个大中城市住宅价格环比并未负增, 这里 $t=0$ 表示价格环比增速见顶回落的首月。

图表 20: 70 城商品住宅均价环比历史三轮下行周期及本轮周期对比

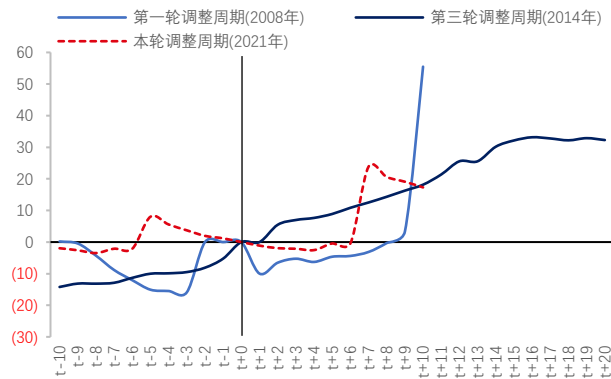
周期	住宅均价负增长持续时间 (月)	价格环比转负月份较销量下降延迟 (月)	价格见底月份较销量见底延迟 (月)	住宅均价环比平均降幅 (%)	住宅均价环比单月最大降幅 (%)
2008.8-2009.2	7	6	4	-0.4%	-0.7%
2011.10-2012.6	8	0	1	-0.2%	-0.3%
2014.5-2015.4	12	5	1	-0.6%	-1.1%
2018.9-2019.6	-	-	-	-	-
2021.9-2022.5	9	2	-	-0.2%	-0.3%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: 统计局口径 1 月和 2 月合并。为了保证数据可比, 我们在统计月数时将 1 月也考虑在内。

本轮调整期住宅库存增长幅度达到 17.3%, 绝对量 2.7 亿平接近 2018 年 7 月, 为近年来高位。历史周期库存增加 15%-30%, 本轮周期目前库存已由 2021 年 7 月的 22862 万平增加到 2022 年 5 月的 26815 万平, 增加了 17.3%。本轮调整周期与前几轮周期不同, 一方面销售下行, 房企回款压力导致拿地、推盘及新开工意愿不强, 供给端产能持续下降。另一方面由于部分民企暴雷出清, 供应主体数量减少导致整体供应量降低。在销售和供应同时下行的情况下, 库存增加量 3953 万平, 超过 2008 年大周期 (912 万平) 和 2011 年小周期 (3329 万平), 尚不及 2014 年大周期 (1 亿平)。目前住宅库存绝对量达到 2.7 亿平, 已接近 2018 年 7 月。从库存累计增长率来看, 目前这一指标上行速度较快, 当前库存去化压力依然较大, 地产政策有望保持宽松。

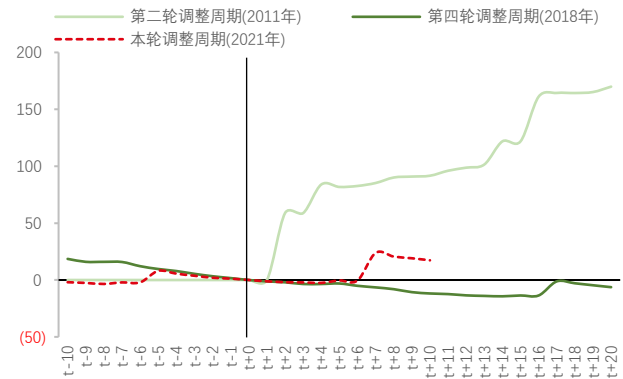


图表 21: 本轮调整周期商品房库存累计增长率与 2008、2014 年对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: (1) $t=0$ 代表商品住宅当月销售面积同比增速首次转负的月份。(2) 库存累计增长率为相比 $t=0$ 所在月份的累计增长率。

图表 22: 本轮调整周期商品房库存累计增长率与 2011、2018 年对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: (1) $t=0$ 代表商品住宅当月销售面积同比增速首次转负的月份。(2) 库存累计增长率为相比 $t=0$ 所在月份的累计增长率。

图表 23: 商品住宅待售面积历史三轮周期与本轮周期对比

周期	期初库存面积 (万平)	期末库存面积 (万平)	库存增长 (万平)	库存变化幅度
2008.2-2008.12	6172	7084	912	14.8%
2011.10-2012.6	16904	20233	3329	19.7%
2013.12-2015.3	32403	42817	10414	32.1%
2018.9-2019.6	26010	23236	-2774	-10.7%
2021.7-2022.5	22862	26815	3953	17.3%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: 部分缺失数据使用临近月份进行了替代, 2008 年 2 月使用 3 月数据, 12 月使用 11 月数据。2011 年 10 月使用 12 月数据。

2 聚焦核心，重点城市历史周期复盘

每个城市都有自己独特的房地产周期，我们根据数据的可获得性选取了北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市，青岛、宁波、厦门等计划单列市，成都、重庆等省会城市在内的 30 个二线城市以及洛阳、扬州、金华等 22 个三线城市，对其历史周期进行研究和总结。

2.1 成交量：重点城市下行持续 7-13 个月，降幅在 30%-60%

2008 年重点城市调整周期表现与全国接近。2008 年房地产下行大周期中调整时间与全国周期开始时间一致，基本在 2008 年 1-2 月，其中一二三线城市也基本同时开始调整，整体调整时长为 7 到 13 个月（2 到 4 个季度），与全国周期规律一致。重点城市平均降幅 43.1%，最大降幅均值 71.5%，均比全国周期降幅更大。在 2008 年周期中，福州和广州结束时间较早。厦门、福州、武汉和深圳销售面积平均降幅较大。

图表 24：部分重点城市 2008 年周期成交量情况

城市	周期时间	本轮周期平均持续时长（月）	平均降幅	最大降幅
北京	2008.1-2009.1	13	38.5%	75.7%
广州	2008.1-2008.11	11	33.2%	69.4%
深圳	2008.1-2008.12	7	47.7%	88.1%
西安	2008.2-2009.1	12	36.5%	54.7%
郑州	2008.1-2009.1	12	35.0%	59.4%
武汉	2008.1-2009.1	13	51.9%	77.5%
长沙	2008.2-2009.1	11	38.2%	69.6%
福州	2008.1-2008.10	9	58.1%	72.1%
厦门	2008.1-2008.12	12	66.0%	86.4%
天津	2008.1-2009.1	13	36.3%	73.0%
大连	2008.1-2009.2	11	33.1%	60.4%
平均		11	43.1%	71.5%
全国	2008.2-2008.12	11	18.6%	36.6%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

2011 年重点城市调整启动时点领先于全国。重点城市 2011 年调整小周期大多城市开始时间较全国周期更早。由于重点城市对政策变化更为敏感，而全国所有城市中三四线城市占比高，调整周期开始相对较晚。而重点城市中，一线城市也通常早于二三线城市 1-2 个季度。从持续时间来看，一线城市长于二线城市长于三线城市，重点城市整体平均持续 18 个月，远超全国周期调整时间，但由于开始调整时间较早，周期下行结束时间早于全国周期。重点城市周期内平均降幅 40.5%，最大降幅平均值 78%，也远超全国周期调整幅度，说明本轮调整中一二线城市受政策影响较大。

图表 25：部分重点城市 2011 年周期成交量情况

城市	周期时间	本轮周期平均持续时长（月）	平均降幅	最大降幅
北京	2010.2-2012.2	21	45.8%	81.0%
上海	2010.2-2012.5	22	35.8%	72.7%
广州	2010.3-2012.2	19	32.6%	75.5%
深圳	2009.11-2012.1	21	45.2%	81.8%
成都	2010.1-2012.2	22	39.6%	74.5%
重庆	2010.2-2012.1	21	31.4%	87.8%
贵阳	2010.2-2012.1	19	27.5%	64.0%
西安	2011.3-2012.3	11	45.9%	77.8%
郑州	2010.5-2012.1	19	38.8%	69.6%
武汉	2010.2-2011.1	10	25.3%	50.6%
长沙	2011.4-2012.8	16	29.8%	76.0%
福州	2010.1-2012.2	22	50.0%	83.9%
厦门	2010.1-2011.4	12	49.9%	80.2%
南京	2010.1-2012.1	20	48.5%	82.3%
杭州	2010.1-2010.11	11	56.7%	93.7%
苏州	2010.1-2011.4	14	42.0%	85.7%
合肥	2011.8-2012.3	8	50.6%	84.5%
青岛	2011.2-2012.4	11	32.9%	82.0%
平均		17	40.5%	78.0%
全国	2011.10-2012.6	9	10.4%	16.0%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

2014 年重点城市调整略早于全国。2014 年大周期中一线城市开始时间较全国周期早 1-2 个季度，二线城市较全国周期开始早 1 个季度左右，三线城市晚于全国周期 1 个季度，本轮调整仍是由一二线向三四线传导，重点城市整体开始时间略早于全国周期。结束时间也早于全国周期。本轮周期重点城市平均持续时长在 4-5 个季度，与全国周期调整时长较为接近。重点城市本轮大周期平均降幅 28.2%，平均最大降幅 56.1%，仍高于全国平均降幅。

图表 26：部分重点城市 2014 年周期成交量情况

城市	周期时间	本轮周期平均持续时长 (月)	平均降幅	最大降幅
北京	2013.4-2014.10	19	27.6%	55.5%
上海	2013.11-2015.3	16	26.0%	58.5%
广州	2013.5-2014.3	9	21.1%	45.1%
深圳	2013.10-2014.9	10	29.3%	70.0%
成都	2013.8-2015.5	17	22.4%	47.2%
重庆	2013.5-2014.5	12	23.5%	39.9%
贵阳	2014.4-2016.6	20	21.7%	48.8%
昆明	2014.5-2016.2	14	25.7%	82.7%
长沙	2014.1-2014.9	7	32.4%	48.4%
厦门	2013.6-2014.9	14	49.9%	91.8%
南京	2014.2-2015.2	11	27.0%	48.9%
杭州	2013.5-2014.6	12	26.8%	56.4%
宁波	2013.5-2014.4	10	33.4%	56.9%
合肥	2014.6-2015.4	11	28.1%	47.8%
青岛	2013.12-2015.2	12	28.2%	56.4%
天津	2014.1-2015.2	12	26.4%	47.4%
济南	2013.12-2014.10	8	29.6%	51.3%
平均		13	28.2%	56.1%
全国	2013.12-2015.3	16	8.9%	17.9%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

2018 年重点城市调整持续时间长于全国。2018 年调整小周期与 2011 年小周期较为相似，重点城市持续时间 14 个月较全国持续时间 6 个月长 2-3 个季度。本轮调整周期平均降幅为 30.02%，最大降幅 74.79%，较全国平均降幅差距较大，说明本轮调整中重点城市受政策影响下行幅度更大。

图表 27：部分重点城市 2018 年周期成交量情况

城市	周期时间	本轮周期平均持续时长（月）	平均降幅	最大降幅
北京	2016.6-2018.6	24	40.4%	71.4%
上海	2016.4-2018.6	26	38.1%	75.7%
广州	2017.5-2018.4	12	42.5%	61.3%
深圳	2015.12-2017.11	23	36.8%	85.3%
成都	2016.11-2019.8	33	36.1%	66.4%
西安	2017.5-2017.12	8	47.0%	66.9%
武汉	2016.9-2019.1	25	25.9%	46.9%
兰州	2017.8-2018.4	7	17.6%	28.4%
昆明	2017.6-2018.5	12	37.8%	75.0%
长沙	2016.12-2017.10	10	44.5%	72.6%
厦门	2016.6-2018.4	20	53.6%	87.2%
南京	2016.8-2018.6	19	46.9%	70.3%
杭州	2016.11-2019.8	27	30.8%	58.0%
宁波	2017.8-2018.9	11	24.4%	48.0%
合肥	2016.10-2017.9	12	72.7%	81.1%
青岛	2017.4-2020.3	27	27.7%	61.6%
天津	2017.1-2018.3	15	43.3%	74.4%
济南	2016.12-2018.4	15	44.9%	77.4%
平均		18	39.5%	67.1%
全国	2018.9-2019.6	7	0.9%	3.9%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

总体来看，重点城市下行周期平均持续 4-5 个季度，降幅在 25%-40%之间。2008 年及 2013 年两个大周期内，重点城市下调周期持续时长、开始时间都与全国周期较为一致，而由于大周期主要为市场自然下行，所以三四线城市市场普遍也出现下行，重点城市下行幅度虽大于全国下行幅度但差距更小。而 2011 年和 2018 年两轮小周期中，重点城市的房地产市场也对政策更为敏感，调整时间较全国周期更早，持续时间也更长。重点城市销售下行幅度也远超过全国下行幅度。

图表 28：重点城市历史四轮周期及本轮周期成交量变化对比

全国周期时间	重点城市周期平均持续时长（月）	全国周期平均持续时长（月）	重点城市平均降幅	全国平均降幅	重点城市最大降幅	全国最大降幅
2008.2-2008.12	11	11	-41.1%	-18.6%	-72.1%	-36.6%
2011.10-2012.6	18	9	-40.2%	-10.4%	-76.3%	-16.0%
2013.12-2015.3	13	16	-27.3%	-8.9%	-55.6%	-17.9%
2018.9-2019.6	14	7	-30.0%	-3.9%	-74.8%	-3.9%
2021.7至今	12	11	-33.6%	-20.2%	-64.8%	-42.4%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

2.2 价格：重点城市下行持续 4-14 个月，降幅 30%-50%

2008 年重点城市调整滞后。重点城市 2008 年调整周期开始时间普遍较销售同比转负延迟 1-2 个季度，大多数在 2008 年二季度末开始下行。价格平均下行时间约 3 个季度，较销售周期短 1 个季度。二线城市价格首先开始下行，但平均调整持续时间较一线城市长，基本持续至 2009 年初，而一线城市 2008 年底基本完成下行。重点城市平均降幅在 20%-40% 之间。

图表 29：部分重点城市 2008 年周期价格情况

城市	下行时间（月）	房价高点日期	房价高点（元/平方米）	房价低点日期	房价低点（元/平方米）	最大降幅（%）
北京	5	2008 年 8 月	14370	2009 年 1 月	10486	37.0%
上海	4	2008 年 6 月	13108	2008 年 10 月	8584	52.7%
广州	8	2008 年 4 月	10997	2008 年 12 月	8012	37.3%
深圳	7	2008 年 7 月	15565	2009 年 2 月	10988	41.7%
成都	13	2008 年 1 月	6409	2009 年 2 月	5336	20.1%
重庆	14	2008 年 1 月	5595	2009 年 3 月	3775	48.2%
西安	8	2008 年 4 月	4378	2008 年 12 月	4216	3.8%
郑州	4	2008 年 6 月	4386	2008 年 10 月	3901	12.4%
武汉	8	2008 年 5 月	6046	2009 年 1 月	4347	39.1%
长沙	6	2008 年 2 月	4125	2008 年 8 月	3654	12.9%
南京	5	2008 年 5 月	7566	2008 年 10 月	5760	31.4%
杭州	11	2008 年 4 月	15755	2009 年 3 月	11382	38.4%
平均	8		9025		6703	31.2%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

2010 年重点城市调整时点分化，一线城市更早。2010 年 4 月至 2011 年 9 月全国房价一直处于平台期，每月环比涨幅在 0-0.5% 之间波动，所以部分重点城市如深圳、杭州在 2010 年房价就已开始下跌，而大多数重点城市在 2010 年底 2011 年初开始调整。重点城市 2011 年价格调整周期开始时间普遍较销售延迟 2-3 个季度，在 2010 年底 2011 年初开始调整，下行时间为 3-4 个季度。一线城市普遍下行开始时间较早，但持续时间更长。从幅度来看，重点城市平均降幅普遍在 10%-40% 之间。

图表 30：部分重点城市 2011 年周期价格情况

城市	下行时间（月）	房价高点日期	房价高点（元/平方米）	房价低点日期	房价低点（元/平方米）	最大降幅（%）
北京	12	2011年2月	24806	2012年2月	18570	33.6%
上海	13	2010年12月	19015	2012年1月	11656	63.1%
广州	7	2010年10月	15072	2011年5月	12477	20.8%
深圳	15	2010年2月	23718	2011年5月	15262	55.4%
成都	11	2011年3月	9037	2012年2月	7891	14.5%
重庆	10	2011年1月	7269	2011年11月	5834	24.6%
西安	8	2011年9月	7647	2011年1月	6821	12.1%
郑州	7	2011年7月	6724	2012年1月	5799	16.0%
武汉	5	2010年11月	6664	2011年4月	6067	9.8%
长沙	3	2011年10月	6421	2011年12月	5456	17.7%
南京	5	2011年9月	15496	2012年2月	9536	62.5%
杭州	10	2010年5月	28214	2011年3月	13373	111.0%
平均	9		14174		9895	36.8%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

2014 年重点城市中一线城市调整时点较早，持续时间更短。2014 年下调周期中，一线城市率先开始回调，回调时间较短，仅持续 1-2 个季度。大多数二线城市下调开始时间较一线城市滞后 1-2 季度，持续时间 2-3 季度。重点城市 2014 年周期平均下行时间为 2-3 季度，较销售周期短 1-2 个季度，开始时间普遍较销售延迟 1-2 个季度。从幅度来看，重点城市平均降幅在 20-40%之间。

图表 31：部分重点城市 2014 年周期价格情况

城市	下行时间（月）	房价高点日期	房价高点（元/平方米）	房价低点日期	房价低点（元/平方米）	最大降幅（%）
北京	5	2014年3月	27913	2014年8月	22482	24.2%
上海	8	2013年11月	19579	2014年7月	16519	18.5%
广州	3	2013年8月	16123	2013年11月	11468	40.6%
深圳	5	2014年5月	23981	2014年10月	22198	8.0%
成都	10	2014年7月	11245	2015年5月	9294	21.0%
重庆	11	2013年8月	7372	2014年7月	5924	24.4%
西安	6	2014年5月	8107	2014年11月	6522	24.3%
长沙	11	2014年4月	6473	2015年3月	5443	18.9%
南京	6	2014年4月	15525	2014年10月	14370	8.0%
杭州	5	2013年9月	17101	2014年2月	14175	20.6%
平均	7		15342		12840	20.9%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

总体来看重点城市价格下行周期较销售周期一般晚 1-2 个季度，而持续时间也比销售周期短 1-2 个季度。历史四轮调整周期中价格平均下行持续 2-4 季度，降幅在 20%-40%之间，一线城市由于销售面积下调较二线城市更早，价格下调也较二线城市更早，调整周期也更短。二线城市价格调整一般滞后一线城市 1-2 个季度。

图表 32：重点城市历史四轮调整周期及本轮周期价格情况

全国周期时间	全国价格下降持续时长（月）	重点城市价格下降平均持续时长（月）	重点城市平均降幅	全国平均降幅
2008.2-2008.12	7	8	-34.0%	-18.6%
2011.10-2012.6	8	9	-35.0%	-10.4%
2013.12-2015.3	12	7	-21.5%	-8.9%

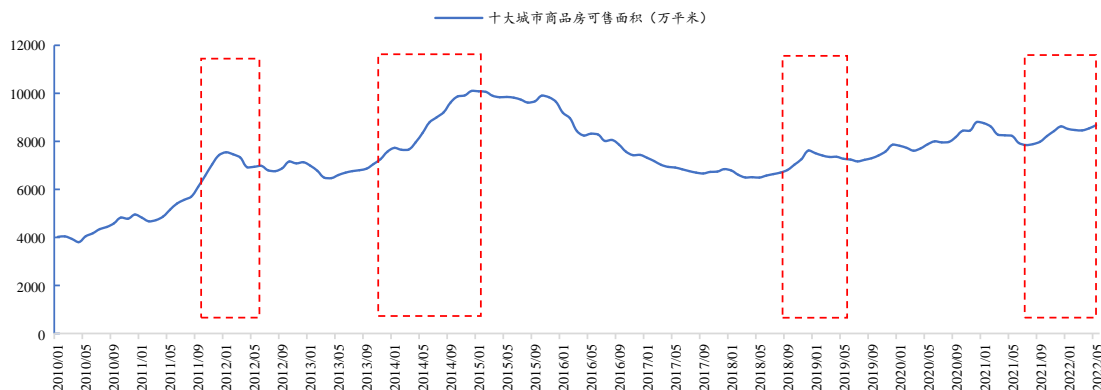
资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

2.3 库存：十大城市平均增加 10%-35%

十大重点城市库存调增幅度在 10%-35%不等，2018 年库存保持增长。重点城市库存数据缺失较多。而万得汇总统计了十大城市商品房库存数据，主要包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门。我们分析并验证十大城市库存数据，将结论与重点城市的销量和价格相互印证。2011 年调整周期内十大城市库存最大增幅由 6563 万平增加到 7545 万平，增加了 14.97%。2014 年由于企业拿地规模大量增加，销售端持续下行，库存持续增加至高位。周期内库存最大增幅为 7572 万平增加到 10099 万平，增加了 33.37%。之后随着国家去库存调控，2015 年至 2018 年上半年库存持续下降。2018 年调控周期内库存最大增幅为 6805 万平增加到 7618 万平，增加了 11.94%。

本轮周期库存调增幅度较大。本轮周期目前库存最大增幅为 6806 万平增加到 7618 万平，增加了 10.56%。整体来看十大城市库存增加在 10%-35%之间，前两轮周期由于供给增加叠加销售下行导致库存增加幅度较大，近两轮周期由于供给相应减少导致库存增加幅度较小，所以本轮周期库存增加 10.56%相对而言增加幅度仍然较大。

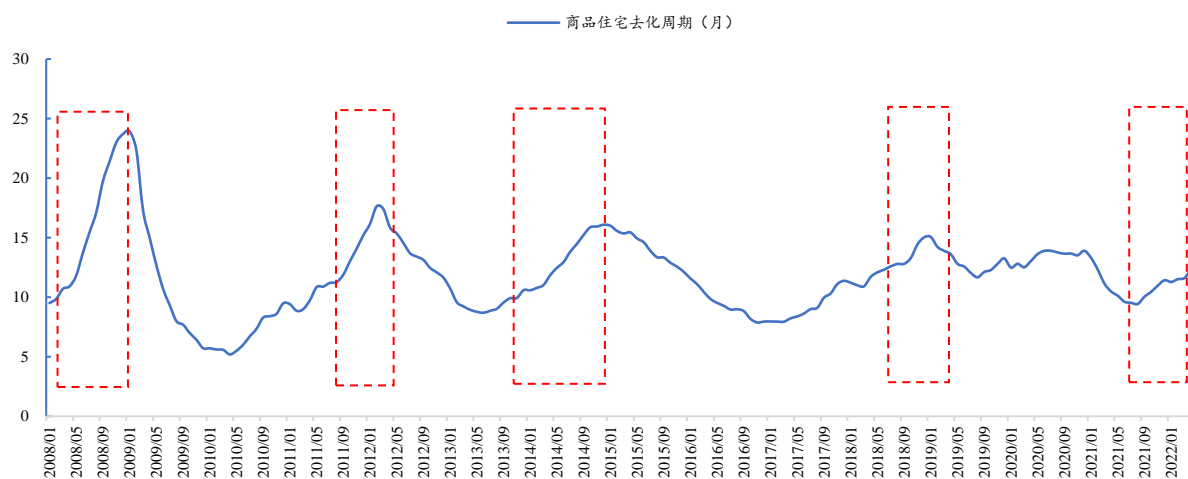
图表 33：历史周期全国十大城市库存变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

最近两轮调整的去化周期更短。去化周期来看，重点城市 2008 年周期内去化周期由 8.6 个月增加到了 20.8 个月，最大增加 12.2 个月；2011 年周期由 11.9 个月增加到 17.4 个月，最大增加 5.5 个月；2014 年周期由 9.9 个月增加到 16.1 个月，增加了 6.2 个月；2018 年周期由 12.8 个月增加到 15.1 个月，增加了 2.3 个月；本轮周期去化周期目前已由 9.4 个月增加到了 12.4 个月，增加了 3 个月，最近两轮周期由于库存增加较少所以去化周期增加幅度相对较小。

图表 34：历史周期重点城市商品住宅去化周期变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3 因城施策，代表城市历史周期回顾

在对全国和重点城市复盘之后，我们从宏观层面了解了不同类型城市的调整周期和主要的特征。下面我们选择 6 个代表性城市，通过梳理各个城市地产政策的松紧变化，以微观视角复盘它们的调整周期。

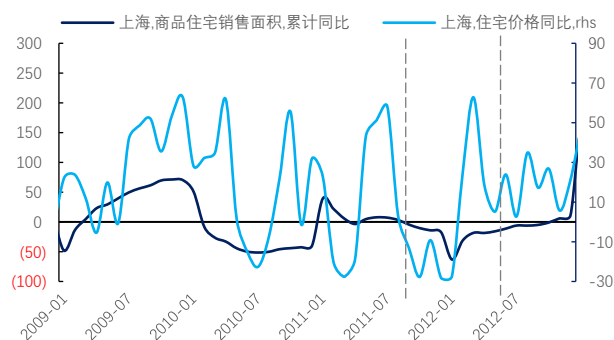
3.1 沿海城市：上海与深圳地产周期复盘

3.1.1 上海：历次地产调控的热点

2011 年调整周期中，上海销售面积于 2010 年转为负增。为抑制“四万亿”刺激政策后过热的楼市和飙涨的房价，上海市于 2010 年 10 月 7 日首次颁布限购令，限制本市和外地户籍家庭只能新购 1 套住房。2010 年上海市商品住宅销售面积转为同比负增，下半年房价波动幅度加大。但 2011 年楼市重新升温，上海市在 2011 年 1 月作为首批试点城市开征房产税。同时加大限购力度，外地户籍需在 2 年内累计缴纳 1 年个税或社保才能获得购房资格。政策严控下楼市在 2011 年下半年再度降温。直到 2012 年 2 月，上海市房管局放宽外地户籍居民购房限制。政策边际转松后，上海市销售面积增速企稳回升。

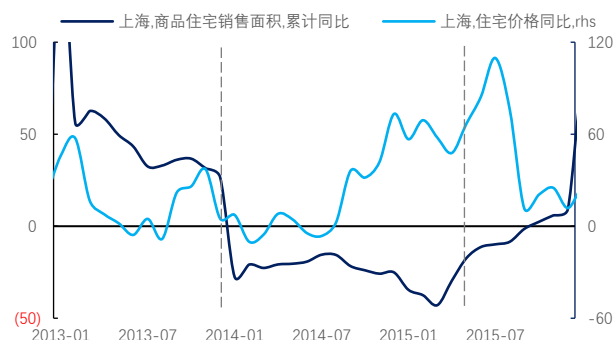
2014 年上海销售面积负增，但价格保持韧性。与全国楼市同步，上海 2014 年 1 月商品住宅销售面积转为同比负增，住宅库存高企。2014 年 9 月以后，上海市住宅销售面积累计同比跌幅扩大至 20% 以上。2014 年 11 月开始，上海调控政策边际放松，对已有 1 套住房但结清公积金贷款的家庭执行首套房贷款政策，同时下调个人住房公积金贷款利率。直到 2015 年 4 月，住宅销售面积同比跌幅收窄。

图表 35：上海住宅销售面积在 2010 年和 2011 年下半年转为同比负增

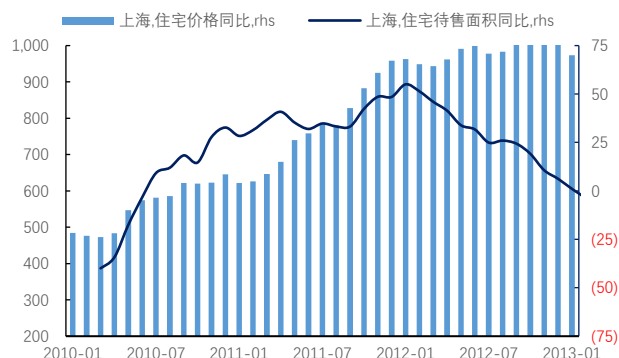


资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：（1）单个城市的住宅销售面积单月同比波动幅度较大。为便于观察，这里我们使用销售面积累计同比指标。（2）上海市住宅价格指数波动较小，使用住宅单月同比指标。

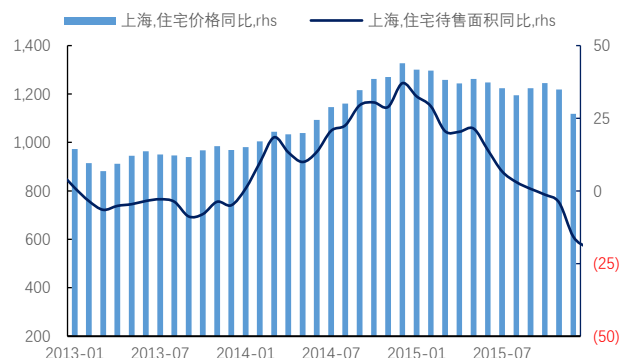
图表 36：2014 年上海销售面积下降，调整周期持续时间较长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 37：上海商品房库存在 2010 年到 2012 年持续下降


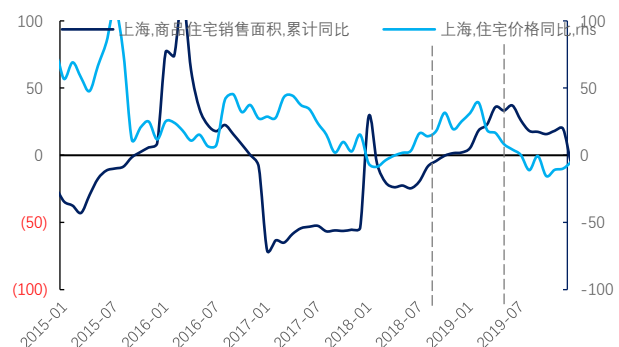
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 38：2014 年到 2015 年，上海市商品房库存持续上升


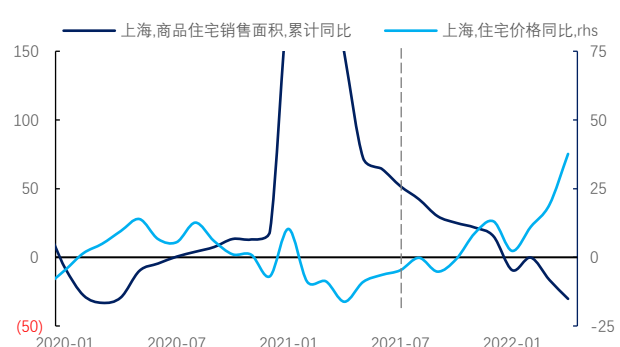
资料来源：Wind，信达证券研发中心

在 2017 到 2018 年的调整周期中，上海较早推出楼市调控政策。在宽松货币环境和棚改政策推动下，2015 年下半年楼市逐渐复苏。为抑制楼市过热，上海市 2016 年 3 月出台的“沪九条”，将外地户籍家庭购房资格要求的个税或社保缴纳年限从“3 年内累计缴纳 2 年”提高至“连续 5 年”，提高按揭贷款首付比例，并增加住宅用地的中小套型比例。住宅销售面积于 2017 年转为同比负增。

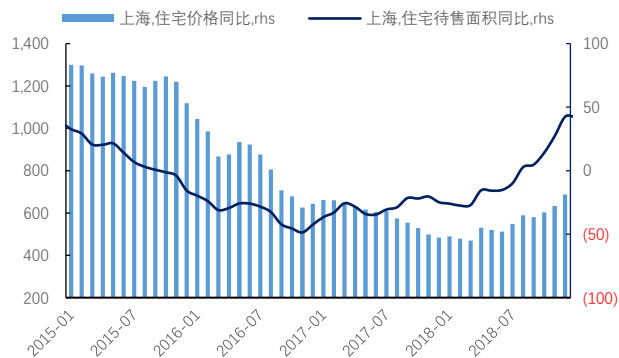
2022 年的调整周期中，上海受疫情冲击较大。2020 年国内第一轮疫情冲击过后，上海 7 月销售面积累计同比增速转正，较快实现复苏。2022 年 4 月和 5 月奥密克戎疫情冲击后，随着封控措施的放松，上海市出台加快经济恢复和重振的行动方案，要求增加并加快新建商品住宅上市供应，同时放松落户条件，地产政策略有松动。

图表 39：上海住宅销售面积在 2017 年转为负增，与全国周期不同


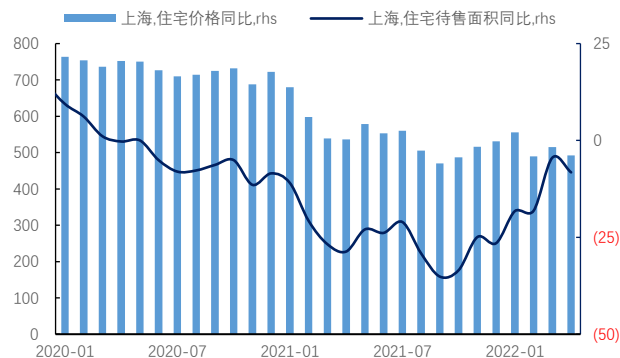
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 40：2022 年上海销售面积增速转负，比全国更晚


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 41：上海 2018 年后商品房库存从低位回升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 42：2021 年末，上海市商品房库存再度上升


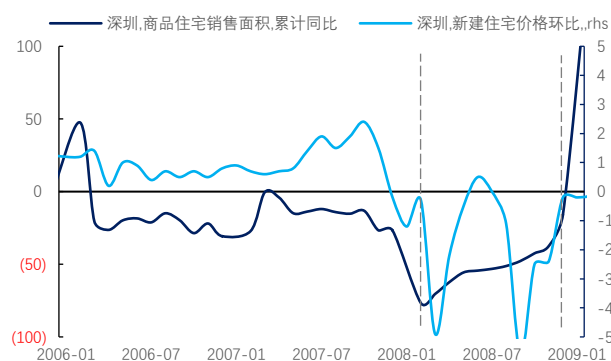
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.1.2 深圳：涨多跌少，政策谨慎

2007-2008 年调整周期，深圳早于全国。2007 年到 2008 年初，深圳商品住宅销售面积持续负增，到 2008 年下半年销售才企稳回升。在 2004 年经济下行期逆周期调节和 2005 年稳汇率的背景下，货币信贷政策整体偏宽松。2005 年一线城市房价开始大幅上涨，同年 4 月国务院出台“国八条”对房价进行全面调控。由于深圳土地和商品住宅供应多年以来持续偏紧，房价上行压力较大。2006 年 4 月“深八条”出台，提出增加住房供给，提高住房容积率。深圳市 2006 到 2007 年初商品住宅销售面积负增，商品住宅价格环比为正，且库存处在低位，这一时期供给不足或是销量下降的主因。2007 年深圳楼市量价齐跌，库存走高，因此本轮调整周期实际上始于 2007 年。2008 年金融危机冲击和财政刺激过后，房地产市场快速回暖。与全国地产调整周期相比，深圳本轮调整启动时点更早，结束时点与全国接近，持续时间更长。

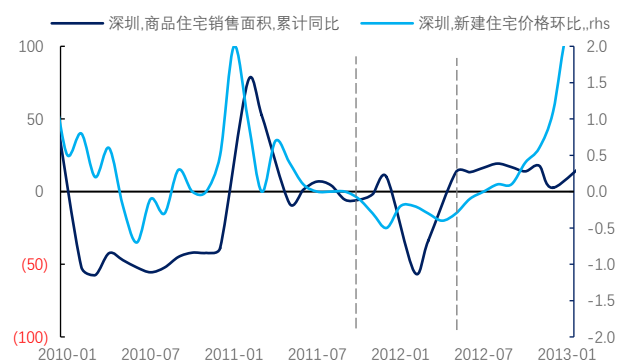
2010 年初到 2011 年的调整周期中，深圳市于 2010 年初销售转负，2011 年短暂企稳但随后再度走弱。尽管深圳市商品住宅销售面积在 2010 年初持续负增，但房价再度上行，深圳市紧随上海，于 2010 年 10 月 20 日首次推出限购政策。到 2011 年初成交短暂企稳，而房价增速则见顶回落。2011 年中开始销售面积再度转弱，到 2012 年下半年销售企稳回升。

图表 43：深圳住宅销售早在 2006 年便转为负增，2009 年销售增速转正



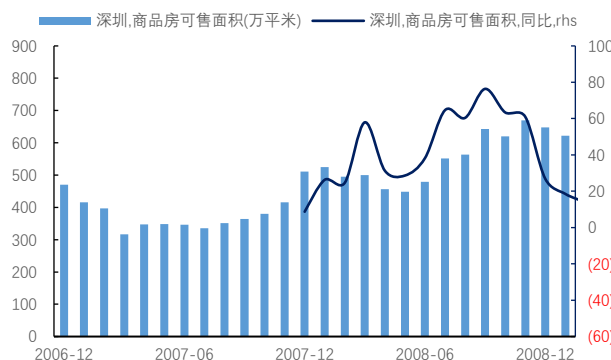
资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：为了便于观察，深圳市使用新建住宅环比指标。

图表 44：2010 年深圳销售面积下降主因供给降低，2012 年调整周期持续时间较长



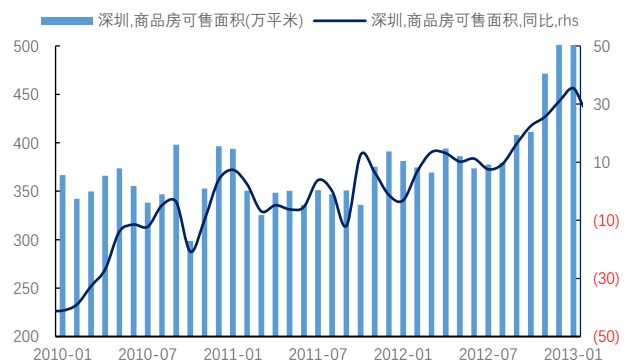
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 45：深圳商品房库存在 2007 年上半年持续下降，2008 年库存持续上升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 46：2012 年后，深圳市商品房库存持续上升



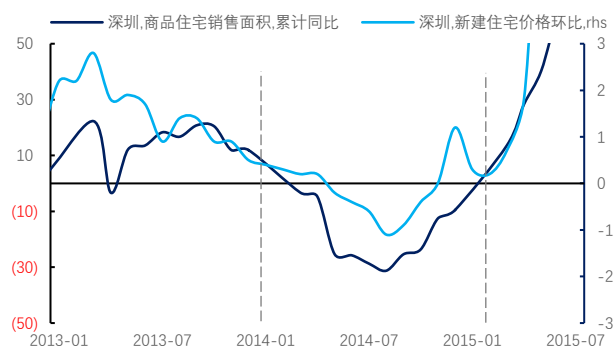
资料来源：Wind，信达证券研发中心

深圳市 2014 年政策调整周期，从 2013 年 10 月开始到 2014 年 9 月结束。2014 年深圳地产调控并未大幅放松，6 月规土委在 2014 年实施计划中提出减持限购、差别化信贷等

调控政策，继续抑制房地产投资投机行为。直到 2014 年 9 月，央行与银监会放松住房信贷条件，下调首付比例至 30%，并将贷款利率下限降低为贷款基准利率 0.7 倍。相比全国，深圳楼市率先回暖，商品住宅量价跌幅收窄。住宅库存同比增长率也自 2014 年 10 月开始下降，随后于 2015 年开始回落。

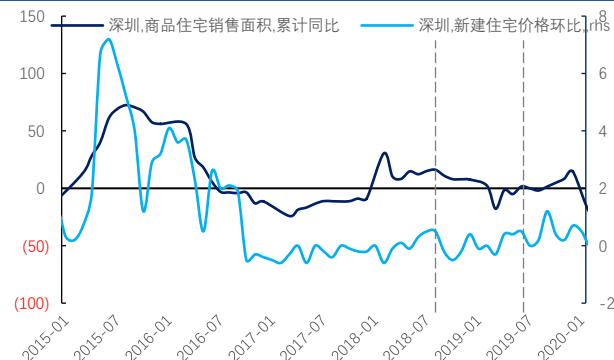
深圳市 2018 年政策调整周期，从 2015 年 12 月开始到 2017 年 11 月结束，政策调控对价格的作用滞后导致调整持续时间较长。2015 年中，深圳商品住宅价格开始大幅上涨，随后调控政策升级。限购政策方面，2016 年 3 月对非本地户籍居民购房的所得税/社保缴纳年限增加至 3 年，当月销售面积增速转负，但价格依然高增。2016 年 10 月推出“深八条”要求的缴纳年限进一步增加到 5 年。同时收紧信贷政策，提高无房有贷和有房家庭的首付比例。限价政策方面，2016 年 10 月开始对商品住房和商务公寓项目销售价格进行指导价干预。2017 年 1 月深圳规土委将限价令升级，根据户型实施分类限价。深圳住宅价格涨幅收窄。

图表 47: 2014 年调整周期中，深圳销售面积增速在 2013 年下半年转负



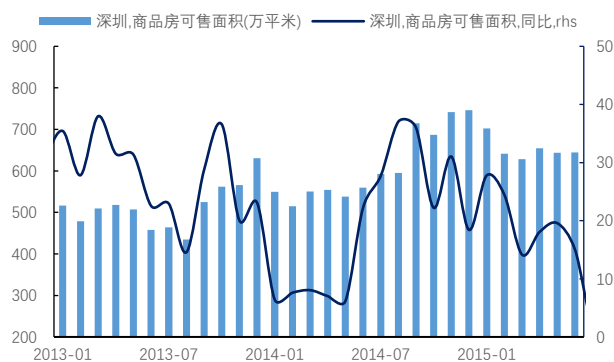
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 48: 深圳楼市早在 2017 年便进入调整周期，领先全国



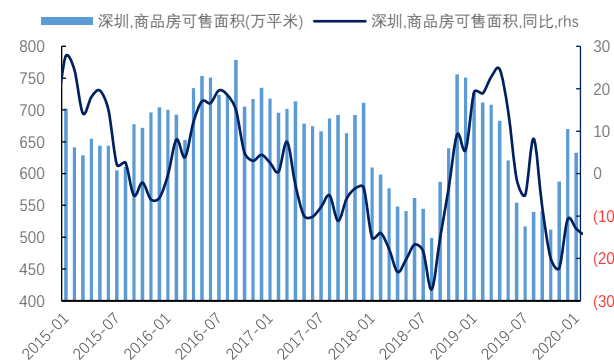
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 49: 2014 年上半年深圳商品房库存持续上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 50: 2018 年下半年深圳商品房库存快速上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

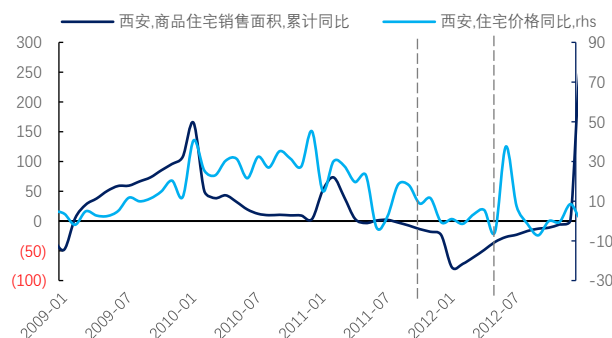
3.2 省会城市：西安与成都地产周期复盘

3.2.1 西安：政策调整细致频繁

2011 年后，西安市地产调控政策日趋细致。西安市住宅价格自 2009 年到 2010 年持续上涨，为抑制过热的楼市，西安于 2011 年 2 月 25 日首次祭出“限购令”，对已有 1 套住房的本市户籍家庭，以及纳税或社保缴纳 1 年以上的外地户籍家庭限购 1 套住房。政策颁布后楼市有所降温，从 2011 年下半年开始，西安市商品住宅销售面积开始转为同比负增，房价涨幅收窄。直到 2012 年 12 月住宅销售面积才回正。

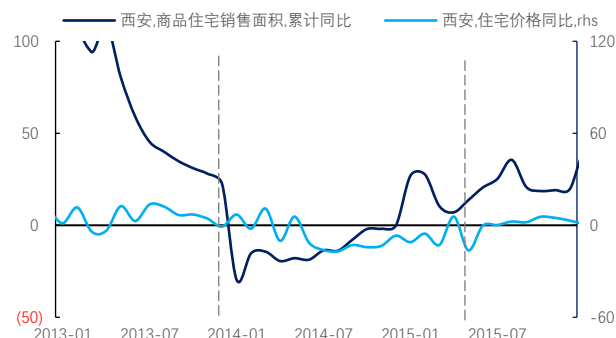
2014 年下半年西安楼市库存高企，政策边际转松。2013 年西安进一步对预售商品住宅限价。从 2013 年末开始，西安市住宅库存突破 1500 万平米，销售面积开始负增。在 2013 年 11 月的限价和增供政策影响下，住宅销售均价同比走弱。随后西安市于 2014 年 7 月放松了对高校毕业生和 60 平米以下小户型住宅的限购。2014 年 8 月全面放开限购政策，购房不再要求申报户籍和原有住房情况。在此之后，西安市住宅销售面积累计同比跌幅明显收窄，并于 2015 年转为增长，不过住宅价格增速仍在低位。

图表 51：2011 年调整周期中，西安市住宅销售面积转负



资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：为了便于观察，西安市使用住宅价格单月同比指标。

图表 52：2014-2015 年，西安市住宅成交面积同比增速较早转为增长



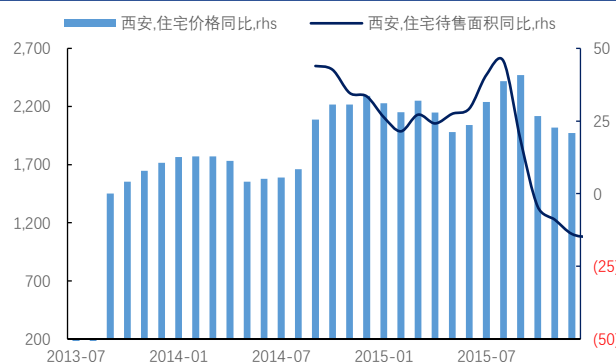
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 53：西安商品房库存在 2012 年上半年持续上升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 54：2012 年后，西安市商品房库存持续上升



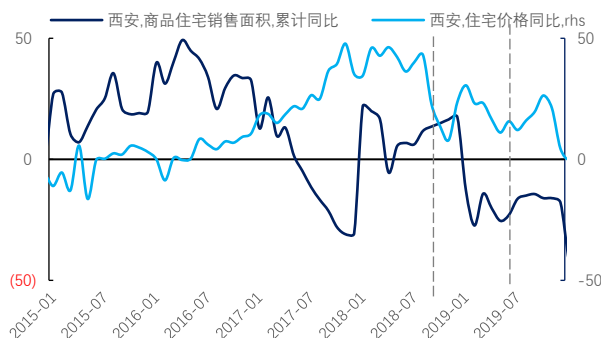
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2017 到 2018 年调整周期中，西安市保持政策紧缩。尽管限购放松有效提高了销售面积，但住宅价格仍然持续下跌，住宅待售面积也还在 1500 万平米以上的高位。2015 年楼市政策仍然以宽松为主，2015 年 6 月限贷政策放松，公积金贷款最高额度上调至 75 万元。2016 年 6 月缴纳住房公积金 6 个月以上即可申请公积金贷款。2016 年下半年西安房价开始上涨，政策全面转向。2016 年 12 月开始在西安市城六区限购，并加强首付资金来源审核。2017 年到 2018 年，随着房价不断上涨，西安密集出台楼市调控政策。2017 年 4 月扩

大限购区域范围。2018年6月暂停向企事业单位和其他机构销售住房。2019年6月限购制度加码，市外迁入户籍家庭需落户满1年才具有在限购区域内的购房资格，外地户籍家庭需提供5年以上个税或社保缴纳证明。

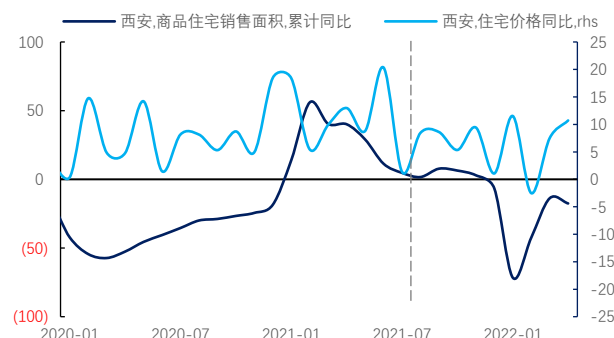
西安楼市在2020年上半年和2022年进入调整期。受疫情影响，2020年上半年西安住宅销售面积持续同比负增，住宅待售面积持续上升。2020年下半年，疫情影响减弱，楼市复苏。2020年12月西安市开始加强限贷，全面提高首付比例。2021年西安商品住宅销售量价齐增，2021年3月颁布“330新政”，对市外迁入家庭的购房条件提高，同时将住宅限售时限提高到5年。2022年楼市全面降温，最近一期政策调整是在2022年5月28日，将限售时限降低至2年。

图表 55: 2017-19 年调整周期中，西安商品房销售面积增速转负，但价格继续上涨



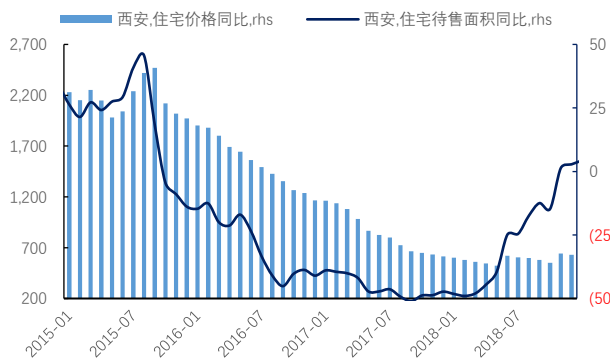
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 56: 2020 年和 2022 年，西安市住宅成交面积同比持续负增



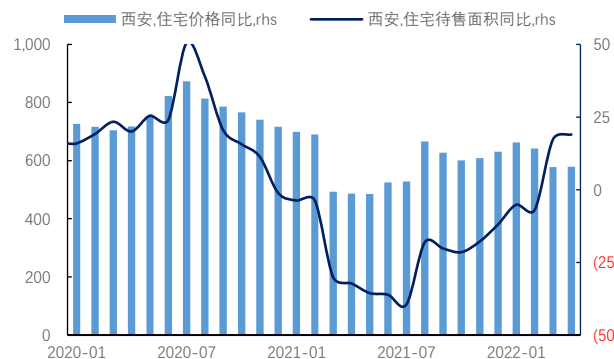
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 57: 西安商品房库存在 2015 年上半年和 2018 年持续上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 58: 2020 年上半年和 2021 年下半年，西安市商品房库存持续上升



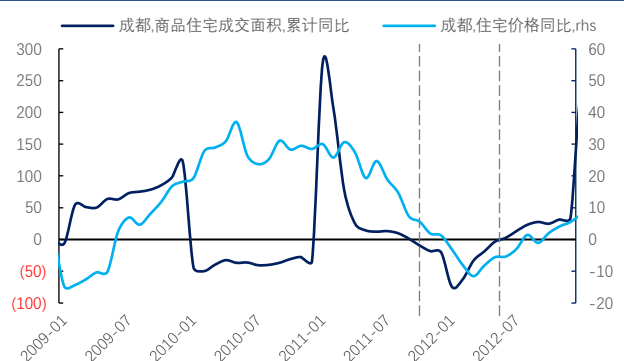
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2.2 成都：高库存下调整周期偏长

2011 年因政策引发的调整周期中，成都市较早放松限购政策。2010 年成都住宅价格大幅上涨，成都 2011 年 2 月首次推出限购政策，无本市纳税或社保缴纳证明的外地户籍家庭不能在中心城区购房。随后成都市住宅库存大幅上升，限购政策在年末便出现了松动迹象。2011 年 11 月，成都市房管局召集当地开发商座谈，提到放松对购房资格的审查，政府仅在房产证发放时核查购房资格。不过这一政策在月末即被叫停。

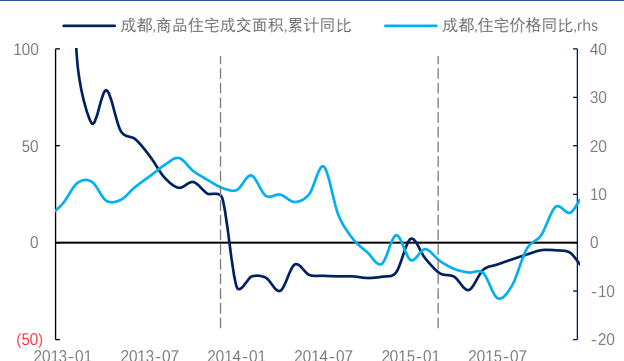
成都 2014 年实际调整周期比全国更长，高库存成为一大难题。2013 年后国内经济增速下台阶，2013 年后成都住宅待售面积持续增加，高库存下楼市。与全国调整时点一致，2014 年初成都商品住宅成交面积同比增速转负，随后持续下滑。尽管因低基数原因，2015 年初销售增速短暂回正，但随后再度走弱。销售量价齐跌也为 2015 年初成都地产政策的全面放松埋下了伏笔。

图表 59：2011 年调整周期中，成都住宅销售面积再 2010 和 2012 年转为同比负增



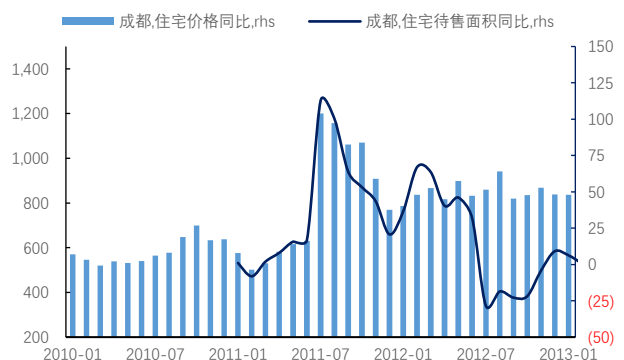
资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：为了便于观察，成都市使用住宅单月同比指标。

图表 60：2014 年到 2015 年，成都市住宅成交面积同比持续负增



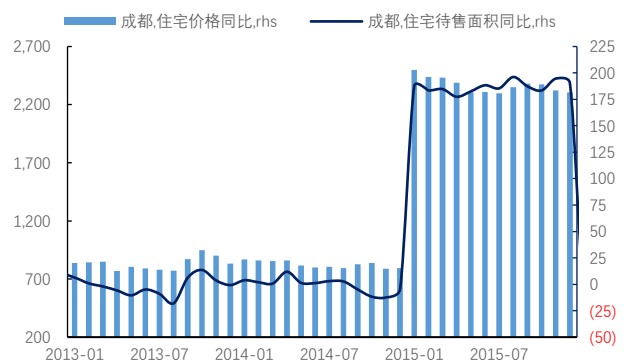
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 61：成都商品房库存在 2007 年上半年持续下降，2008 年库存持续上升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 62：2015 年后，成都市商品房库存处在高位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

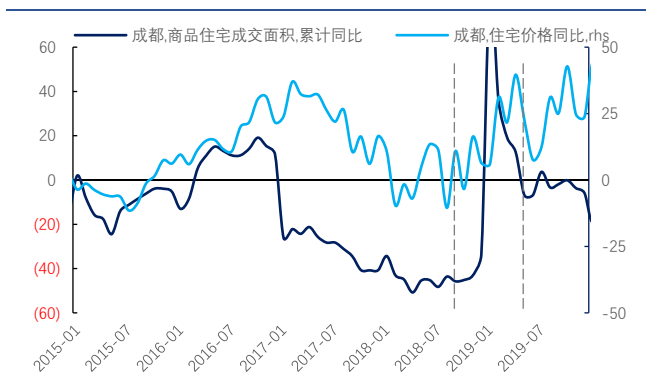
成都 2016 年地产政策收紧时点偏晚，住宅价格回落较慢，调整时间较长。为应对高库存，2015 年初四川全面取消了限购、限价政策，4 月成都下调了住房贷款首付比例，自 2015 年下半年起成都商品住宅价格开始大幅上涨。2016 年全国房价上涨之后，各地纷纷出台楼市调控政策，成都启动调控的时点则偏晚。2016 年 11 月成都重启限购限贷，12 月对土拍限价，2017 年 4 月开始对部分地区限售。2018 年 5 月限购政策加码，将外地户籍社保缴纳月数从 1 年上调至 2 年，同时并将限售政策推广至全市。随后房地产市场成交面积快速走弱，房价于 2018 年初降温。到 2019 年初，成都住宅销售才走出低位。从销售面积来看，



本轮调整周期持续近 2 年时间，在全国各大城市中相对偏长。

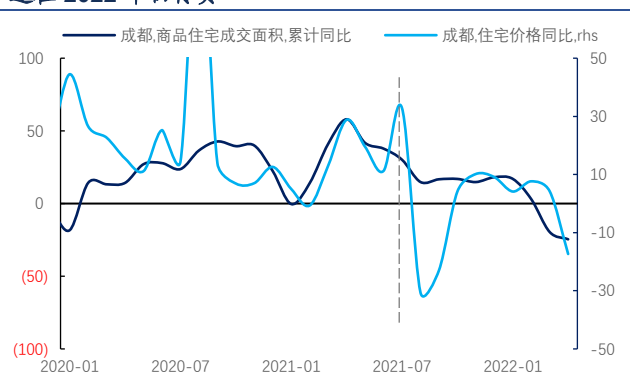
自 2021 年 11 月开始，成都逐步放宽地产政策。2020 年下半年之后，成都商品住宅成交面积走弱，在 2021 年 1 月短暂转负，但随后快速回升。尽管全国商品住宅销售面积于 2021 年 7 月开始转为同比减少，但成都住宅成交面积保持韧性。直到 2022 年 3 月在高基数的影响下转为同比负增。

图表 63: 成都在 2017 年住宅成交同比增速转负



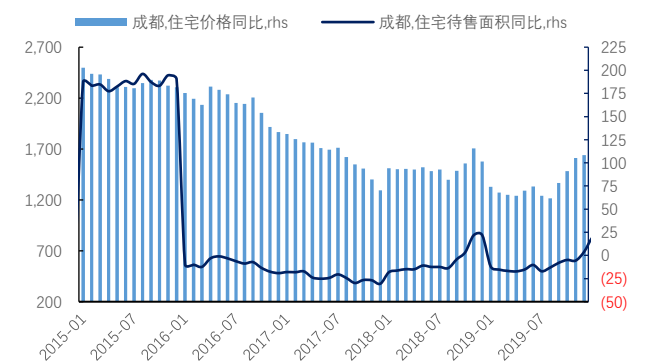
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 64: 2021 年至今的调整周期中，成都住宅成交面积增速在 2022 年初转负



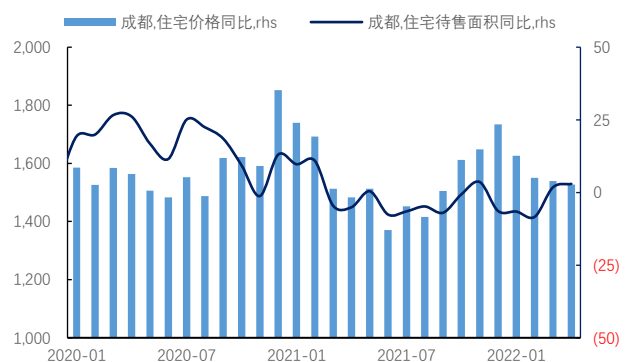
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 65: 成都商品房库存在 2007 年上半年持续下降,2008 年库存持续上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 66: 2012 年后，成都市商品房库存持续上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

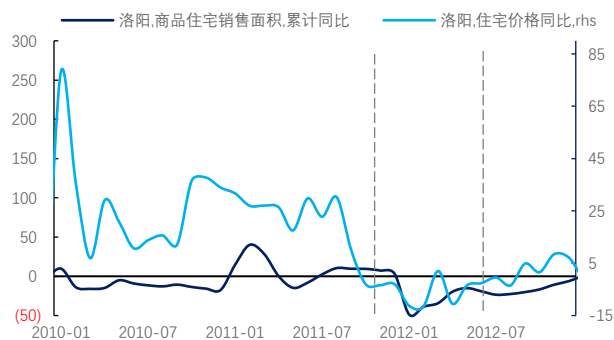
3.3 旅游城市：洛阳与秦皇岛地产周期复盘

3.3.1 洛阳：调整周期回顾

洛阳 2011 年下半年楼市快速降温。2010 年洛阳住宅供应偏紧，住宅价格持续上涨，但销售面积保持负增。2011 年上半年销售面积短暂转为同比增长，但下半年销量再度走弱。2012 年中后，销售面积跌幅有所收敛，房价也企稳回升。

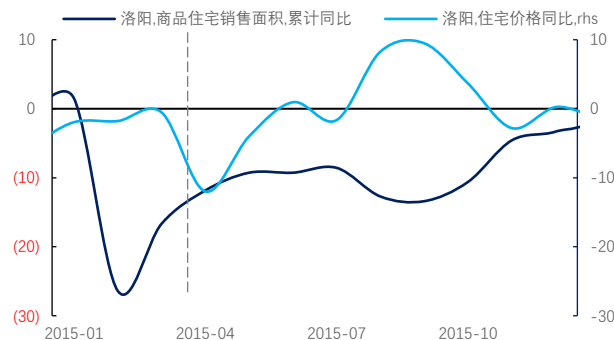
洛阳市 2015 年住宅销售面积持续负增。进入 2015 年，洛阳楼市呈现量价齐跌的状态。随着货币信贷政策持续放宽，2015 年下半年洛阳住宅销售面积同比跌幅收窄。洛阳市此轮调整周期与全国有较大不同，全国住宅销售面积同比增速于 2015 年 3 月后转为正增长。

图表 67：2012 年洛阳市住宅销售面积转为同比负增



资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：为了便于观察，洛阳市使用住宅单月同比指标。

图表 68：2015 年洛阳市住宅成交面积同比持续负增

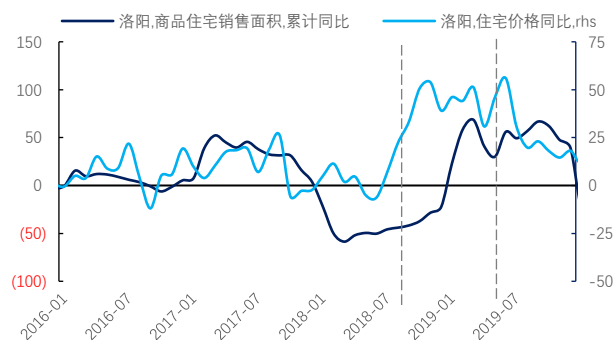


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2017 年房价高涨，洛阳楼市在限价政策下快速降温。2017 年 8 月，洛阳市开始要求以 2017 年 5 月 9 日签约均价为基准，对在售房产限价，随后住宅价格同比增速快速转为负增。2019 年 5 月开始，发改委发布文件，要求在未来取消包括洛阳在内的 57 个城市的落户限制。洛阳市人民政府办公室文件也提出在 2022 年前全面取消城镇落户限制。进入 2019 年，洛阳住宅销售面积企稳转为正增长。

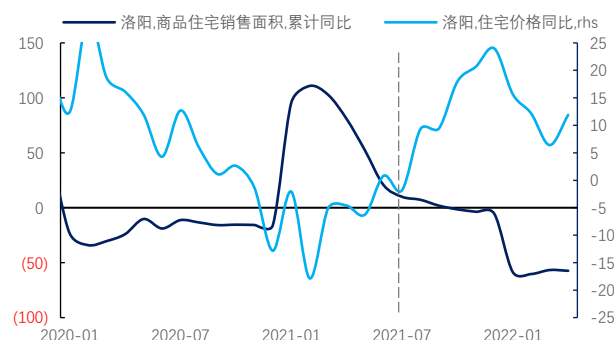
2022 年后地产政策再度转松。2022 年，洛阳市住宅销售面积自 2020 年后再度转为负增，累计下跌幅度超过 50%，楼市面临较大的调整压力。2022 年 4 月，洛阳市限贷政策放宽，降低首套房首付比例至 20%，对有 1 套住房但贷款结清的购房家庭执行首套房贷款政策，同时将二套房首付比例下调至 30%，并放松了公积金贷款额度条件。政策效果有待后续观察。

图表 69：2018 年调整周期中，洛阳住宅销售面积增速较早转负



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 70：2022 年洛阳市住宅成交面积同比持续负增



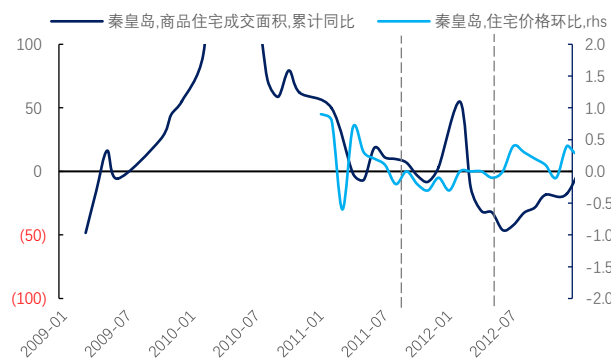
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.3.2 秦皇岛：与全国周期同步

2011 年调整周期中，秦皇岛市政策收紧，启动时点偏晚。秦皇岛市位于京津冀经济带，属于旅游城市，房地产业也是当地经济的重要一环。2010 年全国主要城市开启地产调控，秦皇岛市也于 2011 年 3 月开启限价和限贷政策，要求全市新建商品住宅价格增幅控制在 2011 年全市地区生产总值和城镇居民人均可支配收入增幅之内（12%）。这一目标与当时住宅价格增速相比留有一定空间，2011 年住宅成交面积和价格均未大幅降低。直到 2012 年 3 月后，欧债危机与国内货币紧缩政策下，国内经济开始下行，秦皇岛市销售面积才转为同比负增。调整持续时间与全国接近。

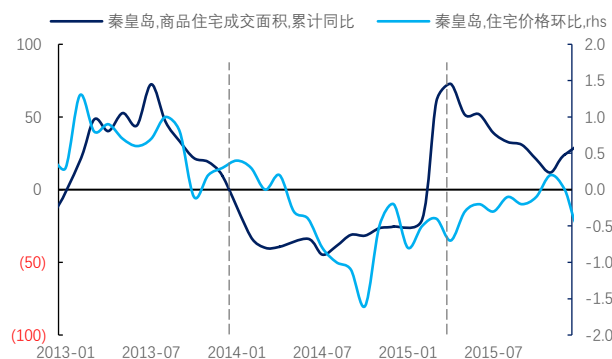
2014 年调整周期中，秦皇岛市与全国接近。秦皇岛市住宅成交面积同比增速于 2014 年 1 月转负，住宅价格也在 2014 年中开始环比负增。2015 年初，住宅成交面积率先回升。为化解房地产库存，2016 年 7 月秦皇岛市进一步加大税收优惠、住房贷款和购房补贴支持力度，之后住宅成交量价开始持续增长。

图表 71：2011 年调整周期，秦皇岛 2012 年面积转负增



资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：为了便于观察，秦皇岛市使用新建住宅环比指标。

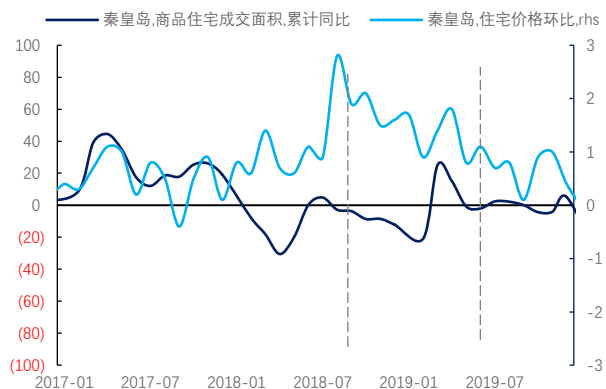
图表 72：2014 年秦皇岛调整持续时间较长



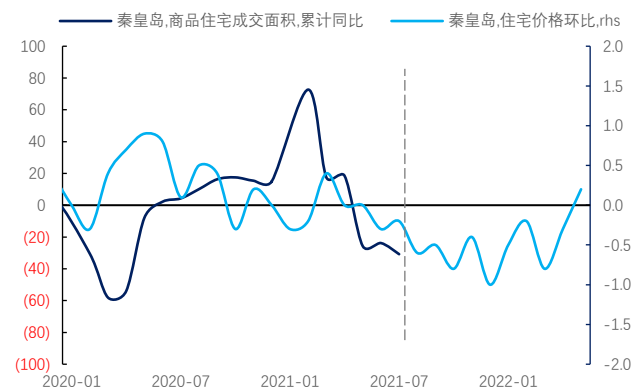
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2018 年秦皇岛市调整时点启动更早。由于 2017 年住宅价格持续上涨，2017 年 4 月秦皇岛市开始在主要城区实施限购令，外地户籍家庭不得购买第 2 套住房。5 月进一步加强限购和限贷政策，提高公积金贷款首付比例至 30%，楼市调控政策导致商品住宅价格增速暂时回落，但随后价格再度加速上行。2018 年 2 月秦皇岛市住宅成交面积开始持续负增。

本轮调整周期中，秦皇岛市早在 2021 年 5 月，住宅销售面积与价格便进入负增状态。2020 年疫情冲击后秦市房地产短暂回暖，2020 年 10 月住宅价格环比便开始持续负增，这可能与疫情后旅游业景气低迷有关。2021 年 4 月，秦皇岛市废止 2017 年 4 月开始实行的限购令。2021 年 5 月之后秦皇岛市住宅价格环比持续为负，住宅成交面积累计同比也转为负增，5 月价格略有回升。

图表 73: 2018 年调整周期, 秦皇岛市销售面积转负更早


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 74: 2021 年 5 月至今, 秦皇岛住宅销售量价齐跌,


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4 展望未来，不同能级城市后续发展机会

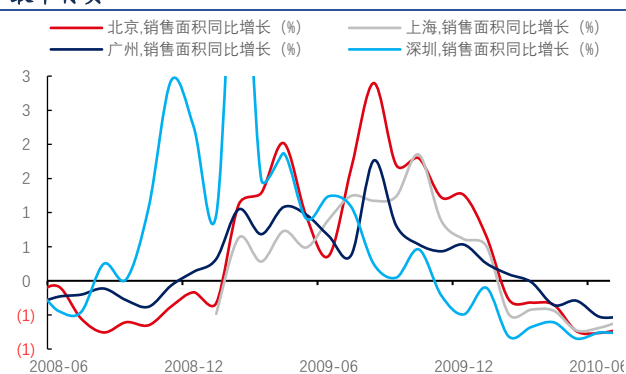
我们根据城市目前即将结束下行周期及尚需继续调整为依据将城市分为两大类，之后根据城市能级分别统计了城市的分类结果。下行周期即将结束的城市有望最先迎来销售回暖，而下行周期处于中前期的城市可以根据本轮周期中当月销售面积在历史当月销售面积中处于高位或者低位再细分为两轮，销售处于高位的城市且下行周期位于中前期，后续城市仍需要一定时间调整；销售处于底部的城市虽下行周期尚未结束，但销售面积跌幅已经较大，后续有望迎来边际性改善。

4.1 一线城市展望

4.1.1 调整特征：启动时间领先全国，持续时间较长

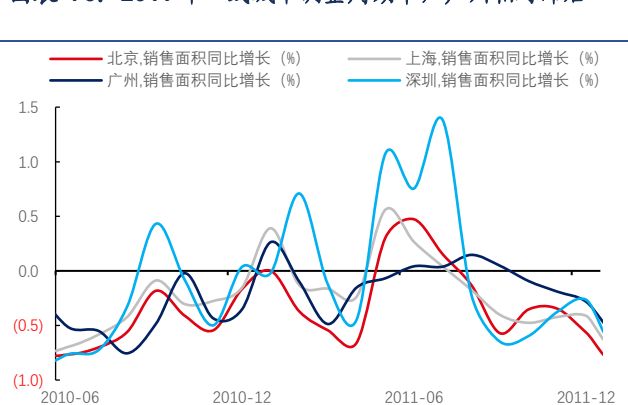
一线城市销售面积同比通常领先于全国 1 季度转负。从销售面积来看，2008 年及 2014 年两轮市场自然调整的大周期中一线城市周期开始时间略早于全国周期时间 1 个季度左右。在 2011 年政策引发的调整周期中，一线城市政策出台相对较早，例如上海和深圳率先推出限购令。2011 年 8 月一线城市销售面积开始转为同比负增，调整启动时点早于全国的 2011 年 10 月。2013 年 12 月开始的全国销售面积调整周期中，北京和广州早在 2013 年 4-5 月便开始调整，深圳和上海调整启动略晚（10-11 月）。而在 2018 年 9 月开始的周期中，北上广深四个一线城市的地产销售面积增速与全国存在一定错位，深圳早在 2015 年 12 月开始调整，上海和北京分别在 2016 年 4 月和 6 月进入调整期，广州于 2017 年 5 月销售面积同比转为负增。到了 2018-2019 年的全国调整周期中，一线城市的销售面积下行幅度并不大。

图表 75：2008 年一线城市调整周期中，深圳销售面积增速最早转负



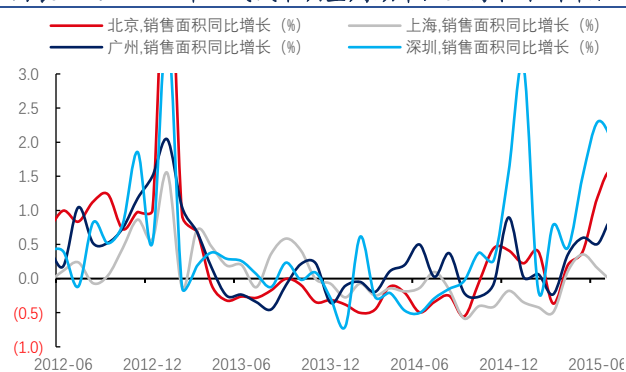
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 76：2011 年一线城市调整周期中，广州相对滞后



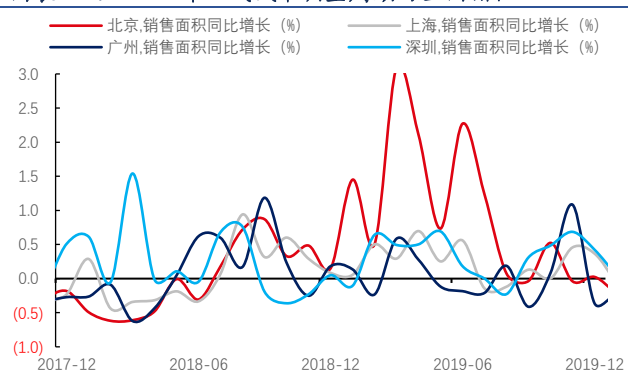
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 77：2014 年一线城市调整周期中，上海和深圳滞后



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 78：2018 年一线城市调整周期与全国错位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

除了 2011 年之外，一线城市调整时长通常与全国接近。从周期持续时间来看，2008 年及 2014 年两轮市场周期一线城市调整时间与全国持续时间接近或更短，2008 年都为 10 个月，2014 年均都在 4 个季度左右。而 2011 年政策驱动周期中，一线城市调整时间更长，达到 21 个月，远超全国的周期调整时长。

图表 79：一线城市历史四轮下行周期销售面积变化对比

全国周期日期	一线城市周期平均日期	全国周期平均持续时长（月）	一线城市平均持续时长（月）	全国周期平均降幅	一线城市平均降幅	全国周期最大降幅	一线城市最大降幅
2008.2-2008.12	2008.1-2008.10	10	10	-18.6%	-39.8%	-36.6%	-77.7%
2011.10-2012.6	2010.1-2011.11	9	21	-10.4%	-39.9%	-16.0%	-77.8%
2013.12-2015.3	2013.8-2014.9	16	14	-8.9%	-26.0%	-17.9%	-57.3%
2018.9-2019.6	2016.7-2018.3	6	21	-0.9%	-39.5%	-3.9%	-73.4%
2021.7-2022.5	2021.7-2022.5	10	10	-20.2%	-26.7%	-42.4%	-60.1%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

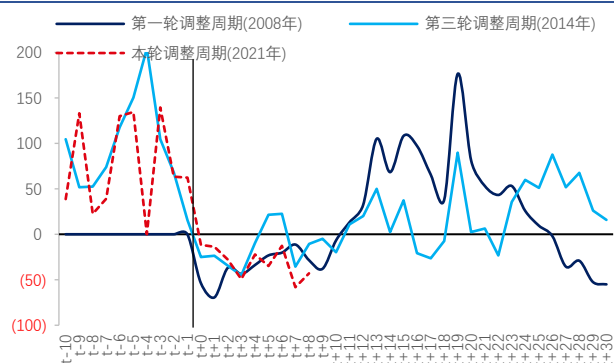
4.1.2 现状分析：广深调整或率先结束，北上仍需一定时间

一线城市本轮周期调整持续时间在 3-4 个季度，距离历史两轮大周期的 4-5 个季度调整时间仍有一定差距，并且本轮大周期中降幅在 20%-35%之间，较历史周期 30%-40%的降幅也有一定差距，所以总体来看一线城市还需要一定的调整时间。

广州与深圳本轮调整时长接近历史均值。广州、深圳整体来看本轮周期时长已接近历史周期时长，在一线城市中可能会率先回暖。但从销售面积绝对水平来看，由于广州、深圳本轮周期中当月销售面积在历史周期数据中仍处于中等水平，所以后续恢复空间可能不及北京、上海。

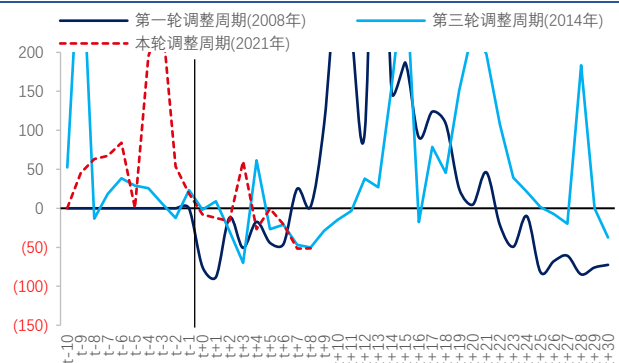
北京与上海本轮调整时长不及历史平均水平。北京本轮调整周期持续时间相比历史周期而言仍处于周期早期阶段，后续仍需要一定时间调整，但由于本轮周期当月销售面积在历史数据中已经处于较低位置，可能周期调整时间会相应缩短，后续上涨空间也较广州、深圳更大。上海因为疫情影响，恢复速度可能在一线城市中较晚。

图表 80：广州本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)

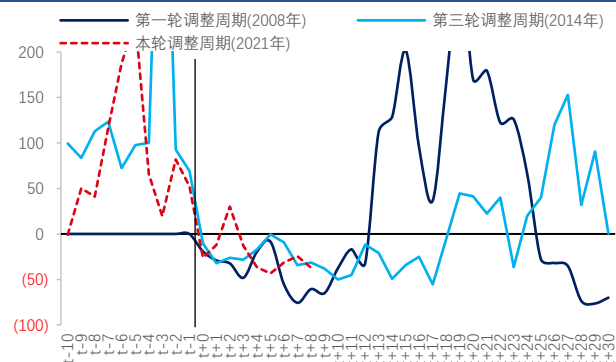


资料来源：Wind，信达证券研发中心

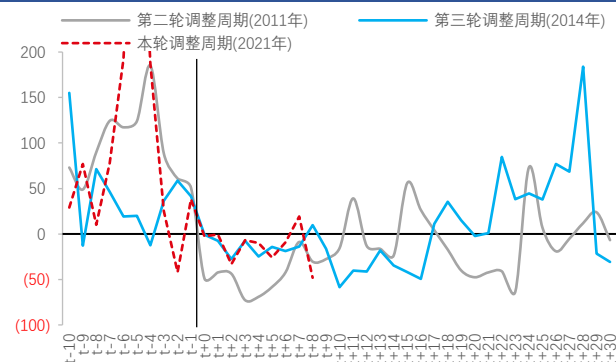
图表 81：深圳本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 82: 北京本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 83: 上海本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 84: 一线城市本轮周期与历史周期对比

所处阶段	城市	本轮周期时间	持续时长	平均降幅	最大降幅	历史平均持续时长	历史平均降幅	历史平均最大降幅
前期	北京	2021.8-2022.4	8	28.0%	43.4%	19	38.1%	70.9%
前期	上海	2021.7-2022.4	10	20.5%	87.3%	21	33.3%	69.0%
后期	广州	2021.6-2022.4	11	33.3%	58.2%	12	32.0%	66.2%
后期	深圳	2021.5-2022.4	11	25.1%	51.7%	15	39.7%	81.3%

资料来源: Wind, 中指研究院, 信达证券研发中心

4.2 二线城市展望

4.2.1 调整特征：调整时点与持续时长与一线城市接近

二线城市销售面积同比通常也领先于全国转负。从销售面积来看，2008 年及 2014 年两轮市场自然调整的大周期中二线城市周期开始时间略早于全国周期时间 1 个季度左右，而在 2011 年政策引发的调整周期中二线城市大致晚于一线城市 1 个季度，早于全国周期开始调整。

二线城市地产调整持续时间比全国更长，但短于一线城市。从周期持续时间来看，2008 年及 2014 年两轮市场周期一线城市调整时间与全国持续时间接近或更短，在 4-5 个季度之间。2011 年政策驱动周期中二线城市调整时间较全国周期长 8 个月，较一线城市短 4 个月。在 2018 年，二线城市调整周期达到 17 个月，也远长于全国的 6 个月调整时长。

图表 85：二线城市历史四轮下行周期销售面积变化对比

全国周期日期	二线城市周期平均日期	全国周期平均持续时长（月）	二线城市平均持续时长（月）	全国周期平均降幅	二线城市平均降幅	全国周期最大降幅	二线城市最大降幅
2008.2-2008.12	2008.1-2008.12	10	12	-18.6%	-44.4%	-36.6%	-69.1%
2011.10-2012.6	2010.5-2011.9	9	17	-10.4%	-40.5%	-16.0%	-75.3%
2013.12-2015.3	2013.10-2014.9	16	13	-8.9%	-28.6%	-17.9%	-53.7%
2018.9-2019.6	2017.2-2018.6	6	17	-0.9%	-39.4%	-3.9%	-66.5%
2021.7-2022.5	2021.7-2022.5	10	10	-20.2%	-35.7%	-42.4%	-64.5%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

4.2.2 现状分析：13 城近期有望恢复，7 城或迎来边际改善

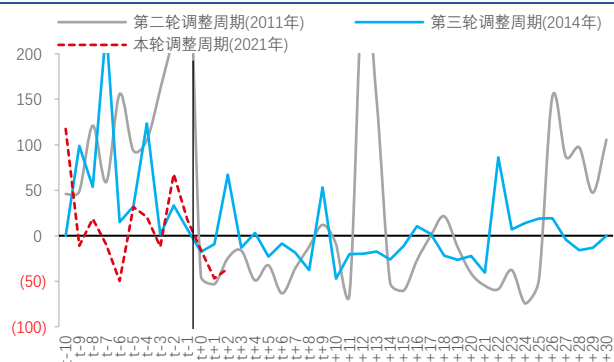
从每个城市自己的历史调整周期时长与本轮调整周期持续时长对比来看，成都、西安、三亚、天津、贵阳、西宁、郑州、武汉、福州、厦门、南京、杭州、青岛、济南、大连这 15 个城市正处于周期中前期阶段，后续还需要一定时间回调。这些城市历史平均回调时间 15 个月，目前已持续 7 个月，历史平均降幅 38.03%，目前平均降幅 31.4%。历史平均最大降幅 68.11%，目前最大降幅 57.91%。

处于中前期阶段的城市中，成都、西安、三亚、天津、贵阳、厦门、大连这 7 个城市本轮周期月度销售面积处于历史较低位置，预计后续销售情况不会继续恶化，可能会更早产生一些边际性改善。成都市 2022 年前 4 月住宅销售面积均值 41.5 万平米，西安市则为 61 万平米，与历史均值相比都处在低位。

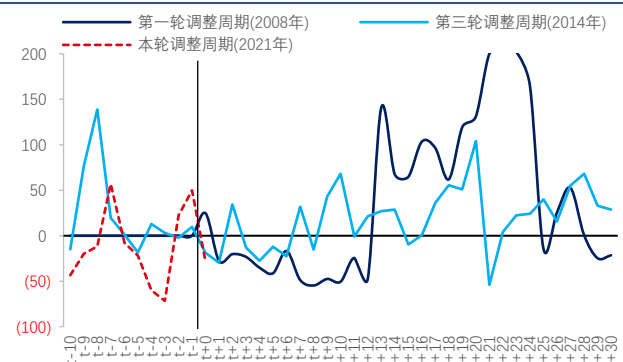
图表 86：二线城市中周期中前期阶段城市历史销售面积情况

所处阶段	城市	本轮周期时间	持续时长(月)	平均降幅	最大降幅	历史平均持续时长(月)	历史平均降幅	历史平均最大降幅
前期	成都	2022.2至今	4	32.9%	47.0%	24	32.7%	62.7%
前期	西安	2021.12至今	6	30.4%	71.6%	13	39.4%	72.4%
前期	三亚	2022.3至今	2	37.8%	37.8%	15	33.0%	62.3%
前期	天津	2021.5至今	11	23.5%	71.0%	15	35.8%	69.2%
前期	贵阳	2021.4至今	11	21.0%	56.0%	18	28.7%	61.2%
前期	厦门	2021.7至今	10	37.9%	67.6%	15	54.8%	86.4%
前期	大连	2021.9至今	9	51.5%	64.4%	16	37.4%	66.2%
销量高位	武汉	2021.7至今	11	34.5%	58.4%	16	34.4%	58.3%
销量高位	西宁	2022.2至今	3	10.3%	17.9%	9	29.2%	55.4%
销量高位	郑州	2021.12至今	4	31.3%	65.8%	14	36.9%	69.3%
销量高位	福州	2021.9至今	8	26.3%	57.7%	14	51.3%	73.9%
销量高位	南京	2021.7至今	9	28.2%	63.8%	17	40.8%	67.1%
销量高位	杭州	2022.1至今	5	63.5%	80.4%	17	38.1%	69.3%
销量高位	青岛	2021.6至今	11	21.6%	48.5%	17	29.6%	66.6%
销量高位	济南	2021.10至今	8	20.5%	60.8%	12	32.3%	67.8%
	平均		7	31.40%	57.91%	15	36.95%	67.21%

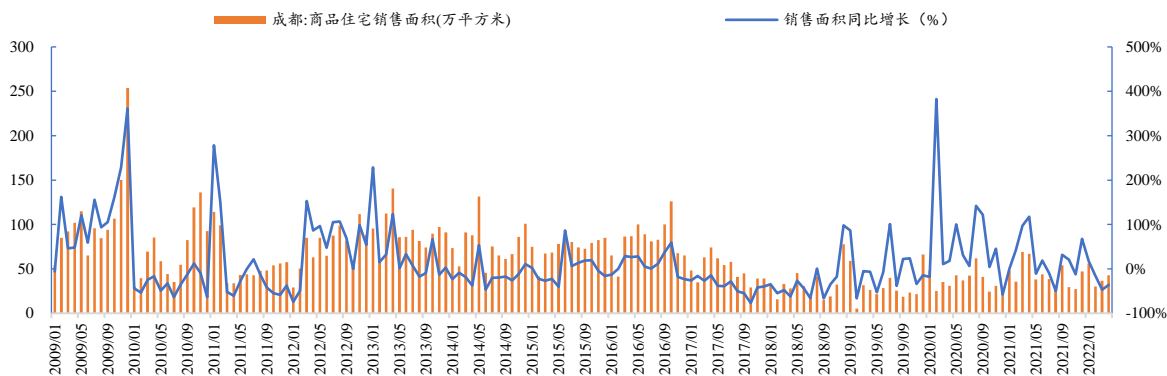
资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

图表 87：成都本轮调整周期的销售面积当月同比与 2011、2014 年对比(%)


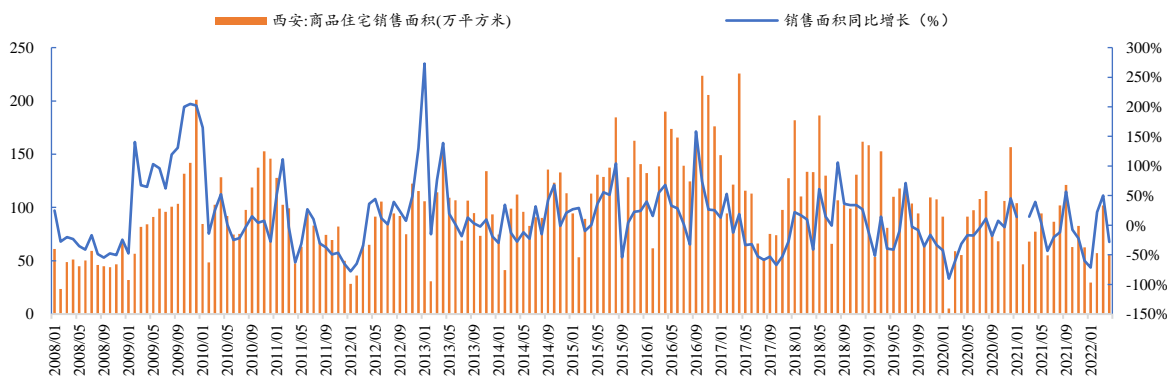
资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：(1)成都市 2011 年调整周期 t=0 代表 2010 年 1 月；(2) 2014 年调整周期 t=0 代表 2013 年 8 月。

图表 88：西安本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2014 年对比(%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：(1)西安市 2008 年调整周期 t=0 代表 2008 年 1 月；(2) 2014 年调整周期 t=0 代表 2013 年 12 月。

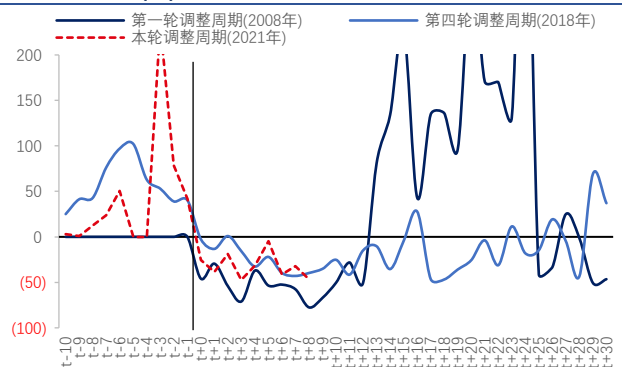
图表 89：成都 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化


资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

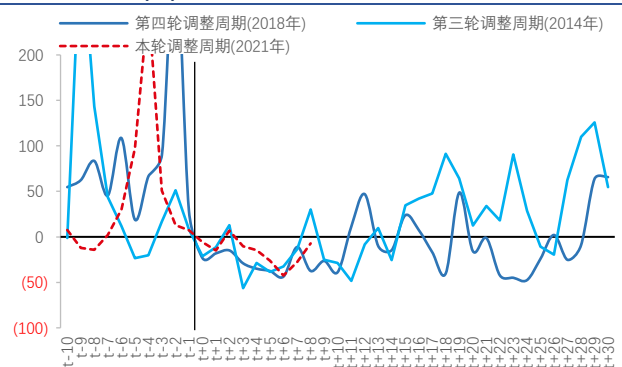
图表 90：西安 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化


资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

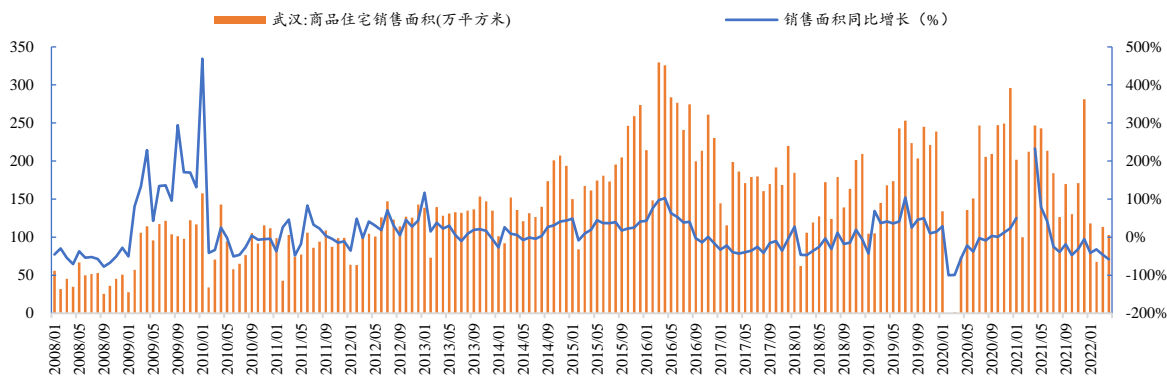
处于中前期阶段的城市中，西宁、海口、郑州、武汉、福州、南京、杭州、青岛、济南这 8 个城市本轮周期当月销售面积处于历史高位，后续仍需一定时间继续调整后销售才会出现回暖迹象。武汉为例，2022 年 1-4 月住宅销售面积均值达到 100.5 万平米。而青岛市 2022 年前 4 月销售面积均值为 90 万平米，也处于历史高位。较高的销售面积并未反映今年疫情冲击的影响，楼市未来可能面临一定的调整。

图表 91：武汉本轮调整周期的销售面积当月同比与 2008、2018 年对比(%)


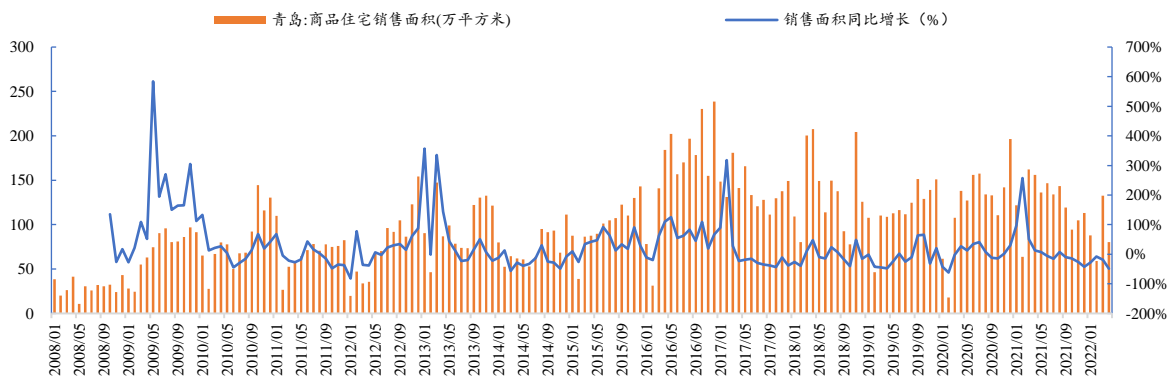
资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：（1）2008 年周期中 $t=0$ 代表 2008 年 1 月；（2）2018 年周期中 $t=0$ 代表 2016 年 9 月。

图表 92：青岛本轮调整周期的销售面积当月同比与 2014、2018 年对比(%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：（1）2014 年周期中 $t=0$ 代表 2013 年 12 月；（2）2018 年周期中 $t=0$ 代表 2017 年 4 月。

图表 93: 武汉 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化


资料来源: Wind, 中指研究院, 信达证券研发中心

图表 94: 青岛 2008 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化


资料来源: Wind, 中指研究院, 信达证券研发中心

而南昌、沈阳、长春、哈尔滨、昆明、重庆、兰州、银川、长沙、苏州、宁波、南宁、合肥这 13 个城市已经处于周期尾部阶段，销售可能在近期内更早恢复。这些城市历史平均回调时间 13 个月，目前已持续 15 个月，历史平均降幅 30.93%，目前平均降幅 39.61%。历史平均最大降幅 61.44%，目前最大降幅 72.52%。

图表 95：二线城市中周期尾部阶段城市历史销售面积情况

所处阶段	城市	本轮周期时间	持续时长 (月)	平均降幅	最大降幅	历史平均持续 时长 (月)	历史平均降 幅	历史平均最 大降幅
后期	南昌	2021.5至今	12	50.3%	77.5%	15	30.5%	63.1%
后期	沈阳	2020.2至今	22	31.0%	81.7%	12	22.1%	47.3%
后期	长春	2019.6至今	30	27.2%	99.9%	17	22.0%	48.2%
后期	哈尔滨	2019.11至今	27	42.4%	88.2%	15	46.6%	75.2%
后期	昆明	2021.5至今	12	35.9%	58.3%	12	29.9%	78.7%
后期	重庆	2021.7至今	11	57.0%	82.4%	16	29.3%	75.6%
后期	兰州	2021.4至今	14	36.9%	80.3%	7	19.7%	36.1%
后期	银川	2021.4至今	12	34.6%	60.8%	14	14.6%	39.3%
后期	长沙	2021.6至今	12	43.0%	63.3%	12	33.3%	63.5%
后期	苏州	2021.8至今	10	21.4%	53.9%	13	38.5%	72.2%
后期	宁波	2021.5至今	13	46.7%	71.8%	11	28.9%	52.4%
后期	南宁	2020.10至今	16	38.1%	60.5%	19	39.4%	71.3%
后期	合肥	2021.10至今	8	50.5%	64.2%	11	47.3%	75.8%
	平均		15	39.6%	72.5%	13	30.9%	61.4%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

4.3 三线城市展望

4.3.1 调整特征：通常滞后，持续时间也较短

三线城市销售面积同比转负时点通常落后于一线城市，调整结束时点早于全国。从销售面积来看，2008 年及 2014 年两轮市场自然调整的大周期中三线城市周期开始时间晚于全国周期时间 1 个季度左右，而政策驱动的 2011 年调整周期三线城市晚于一二线城市 1-2 个季度，而三轮周期中三线城市调整结束均早于全国周期。可能与三线城市楼市调控时点启动晚、结束早的特点有关。

从周期持续时间来看，2008 年及 2014 年两轮市场自发引起的调整周期中，三线城市调整时间与全国持续时间接近，在 10-13 个月。而 2011 年政策驱动周期中三线城市调整时间较全国周期长 7 个月，不过较一线城市短 5 个月，较二线城市短 1 个月。历史周期中，三线城市销售面积平均降幅在 25%-40%之间，每轮均超过当期全国平均降幅。

图表 96：三线城市历史四轮下行周期销售面积变化对比

全国周期日期	三线城市周期平均日期	全国周期平均持续时长（月）	三线城市平均持续时长（月）	全国周期平均降幅	三线城市平均降幅	全国周期最大降幅	三线城市最大降幅
2008.2-2008.12	2008.3-2008.11	10	10	-18.6%	-39.0%	-36.6%	-69.5%
2011.10-2012.6	2010.6-2011.9	9	16	-10.4%	-40.8%	-16.0%	-75.7%
2013.12-2015.3	2014.2-2015.2	16	13	-8.9%	-27.2%	-17.9%	-55.8%
2018.9-2019.6	2017.2-2018.3	6	14	-0.9%	-33.9%	-3.9%	-61.4%
2021.7-2022.5	2021.7-2022.5	10	11	-20.2%	-33.6%	-42.4%	-64.8%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

4.3.2 现状分析：10 城近期有望恢复，5 城或迎来边际改善

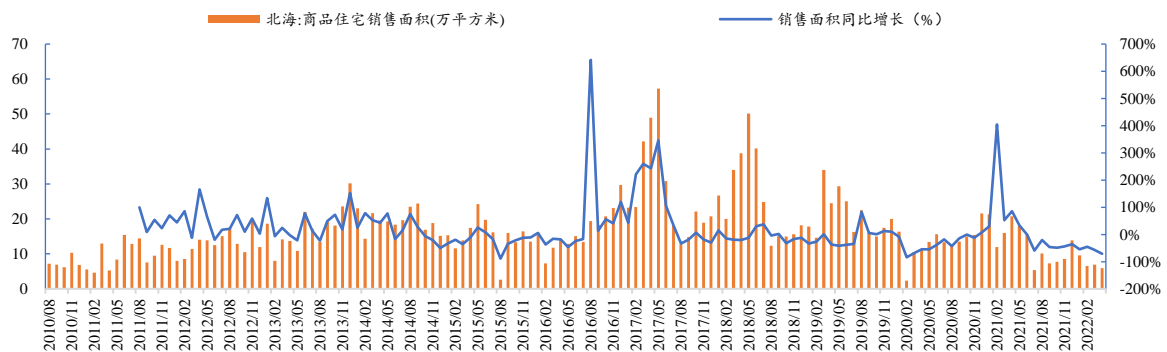
从周期阶段来看，南充、北海、安庆、烟台、无锡、泉州、金华、徐州 8 个城市正处于调整周期的中前期阶段，可能还需要一定时间回调。这些城市历史平均回调时间 20 个月，目前已持续 11 个月。历史平均降幅 31.2%，目前平均降幅达到 41%。历史平均的最大降幅 71.49%，目前最大降幅 68.23%。总体来看，回调幅度已超过历史平均水平，但目前回调持续时间仍然较短。

图表 97：三线城市处于中前期阶段城市历史销售面积情况

所处阶段	城市	本轮周期时间	持续时长	平均降幅	最大降幅	历史平均持续时长	历史平均降幅	历史平均最大降幅
中前期	南充	2020.6至今	16	32.4%	72.1%	22	33.0%	76.4%
中前期	北海	2021.7至今	11	48.4%	71.6%	22	28.5%	86.4%
中前期	安庆	2021.9至今	9	32.7%	67.1%	23	27.3%	63.8%
中前期	烟台	2021.6至今	12	36.6%	53.8%	21	26.6%	74.9%
中前期	无锡	2021.8至今	10	40.0%	66.0%	15	36.3%	63.8%
销量高位	泉州	2021.7至今	10	53.7%	82.9%	15	38.0%	77.4%
销量高位	金华	2021.6至今	11	41.6%	65.4%	18	27.7%	53.8%
销量高位	徐州	2021.12至今	6	42.3%	66.9%	22	32.4%	75.5%
	平均		11	41.0%	68.2%	20	31.2%	71.5%

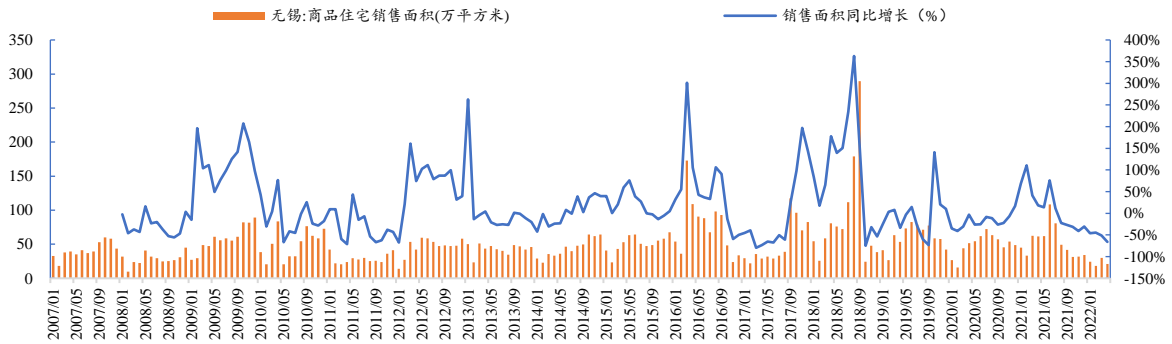
资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

从月度销售面积来看，处于前期阶段的城市中，南充、北海、无锡、安庆、烟台这 5 个城市处于历史低位状态，预计后续销售情况不会继续恶化，可能会更早产生一些边际性改善。其中，北海市 2022 年 1 到 4 月住宅销售面积均值在 7.2 万平米，而无锡市均值为 23.4 万平米，均为历史偏低水平。

图表 98：北海 2010 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化


资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

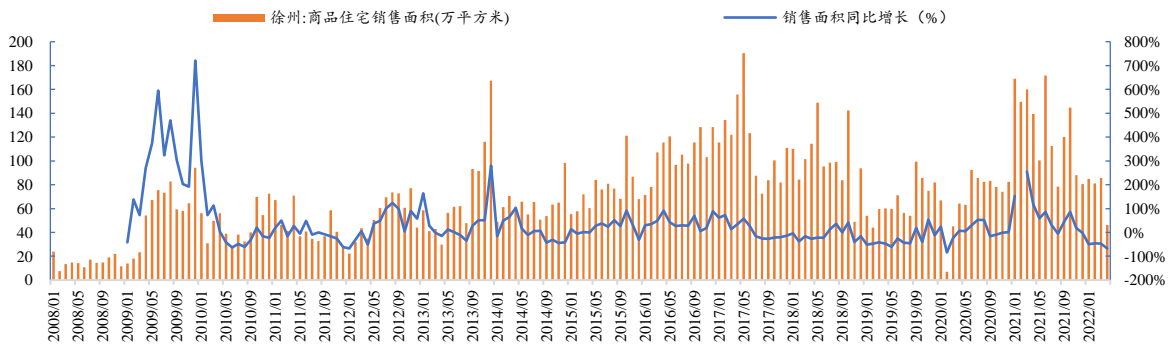
图表 99：无锡 2007 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化



资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

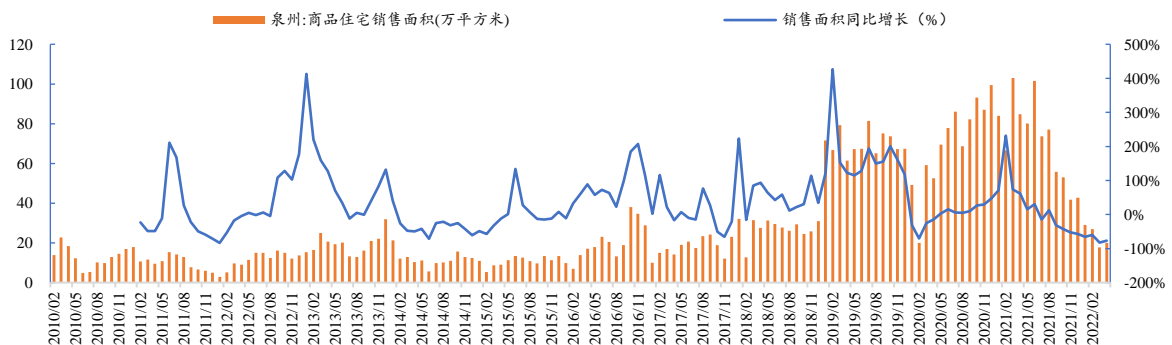
从销售面积来看，泉州、金华、徐州这 3 个城市仍然处于历史高位，后续仍需一定时间继续调整。徐州 2022 年前 4 个月的销售面积均值为 74.5 万平米，泉州则为 23.4 万平米，均为历史上较高的水平。

图表 100：徐州 2010 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化



资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

图表 101：泉州 2010 年至今商品住宅当月销售面积及同比变化



资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

佛山、东莞、洛阳、吉林、韶关、岳阳、襄阳、常德、温州、连云港这 10 个城市已经处于周期尾部阶段，销售可能在近期内更早恢复。这些城市历史平均回调时间 13 个月，目前已持续 16 个月，多数城市调整持续时间已超过历史均值。销售面积的历史平均降幅 29.7%，目前平均降幅 36.6%。历史平均最大降幅 57.1%，目前最大降幅 70.6%，调整幅度的平均值和最大值也都超过了历史水平。

图表 102：三线城市处于后期阶段城市历史销售面积情况

所处阶段	城市	本轮周期时间	持续时长	平均降幅	最大降幅	历史平均持续时长	历史平均降幅	历史平均最大降幅
后期	佛山	2021.6至今	12	38.6%	58.6%	12	29.3%	49.4%
后期	东莞	2021.3至今	15	40.9%	77.4%	13	35.5%	67.3%
后期	洛阳	2019.11至今	25	31.7%	69.1%	9	33.8%	56.8%
后期	吉林	2019.12至今	27	23.9%	75.7%	23	18.7%	41.9%
后期	韶关	2021.5至今	14	26.2%	44.7%	14	31.8%	70.5%
后期	岳阳	2021.4至今	13	44.8%	67.0%	11	28.6%	53.7%
后期	襄阳	2021.6至今	12	32.2%	74.8%	12	22.6%	49.8%
后期	常德	2021.8至今	22	40.3%	69.4%	9	39.1%	71.3%
后期	温州	2021.12至今	12	45.7%	81.8%	14	35.5%	70.7%
后期	连云港	2021.6至今	12	41.7%	88.0%	12	22.1%	39.3%
	平均		16	36.6%	70.6%	13	29.7%	57.1%

资料来源：Wind，中指研究院，信达证券研发中心

风险因素

政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

业务风险：公司地产开发业务和物流地产业务拓展不及预期

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。