

对直觉的背离

——2023 年房地产市场展望

证券研究报告

2022 年 12 月 10 日

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

- 1 《宏观报告：风险定价-复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”-12 月第 2 周资产配置报告》2022-12-09
- 2 《宏观报告：向内生动能要增长-12 月政治局会议解读》2022-12-08
- 3 《宏观报告：大盘价值仍处在超配区间—22 年 11 月-23 年 1 月资产配置报告》2022-12-02

2023 年，可能是中国房地产市场极为特殊的一年。

我们认为，2023 年房地产政策会有两个底线——“保交楼”的民生底线，以及“不走老路”的风险底线。在两个底线的约束下，明年房地产政策的重心大概率会落在供给端的存量项目建设以及保障优质主体之上，而对需求端的刺激更多会是温和、精准的因城施策，房地产销售有望企稳，但难见反弹。

在缺少需求侧强劲复苏，同时刚刚经历房地产市场风险暴露的情况下，2023 年房企的投资意愿和信心可能不会出现快速的修复，有限的资金预计将更多向施工端而非拿地端倾斜，房企拿地可能会首次出现连续两年下滑的情况。

横跨多个年度的“拿地-付款-开工-施工”周期，遭遇连续两年下滑的土地成交价款，就意味着明年土地购置费可能会出现-33%左右的深度下跌，进而产生与直觉相悖的结果——如果施工强度无法显著提升，2023 年的房地产投资可能并不会出现企稳或者降幅收窄，反而会在土地购置费的拖累之下，降幅进一步扩大。

而如果“保交楼”推进顺利，房企加快复工复产、有效提升施工强度，则建安设备投资可能会出现明显的改善，成为房地产投资的拉动项。

综合上文对其他费用支出、建安设备投资的测算，我们预计在乐观、中性、悲观的假设下，2023 年房地产投资完成额分别在 12.3、12.0、11.7 万亿元左右，较 2022 年分别下降 8%、11%、13%，乐观假设下降幅收窄 0.6pct，中性、悲观假设下分别扩大 1.6、3.9pct。

房地产对明年宏观经济的影响或将沿着一正一反两条路径展开：

尽管我们预计明年房地产投资增速仍将继续下滑，但其对 GDP 的影响反而比今年更小。原因是土地购置费不计入固定资本形成总额，对 GDP 并不产生直接的影响；而明年建安设备投资增速预计回升 11 个百分点左右，将对明年名义 GDP 增速带来 1 个百分点左右的直接支撑。此外，加快施工竣工将带动房地产上游建筑建材、下游家具家电等行业的修复，也会对宏观经济产生偏积极的影响。

我们预计明年地方财政还会进一步承压。由于土地购置费的深度下滑，房企实缴的土地款也会在今年的基础上进一步减少，明年地方政府性基金收入或将面临进一步减收的风险。地方财政继续吃紧，既会制约基建投资的增长空间，也会增加城投平台的信用风险，这是经济结构转型过程中持续存在的问题。

风险提示：房地产政策的出台可能超预期；文中测算具有一定主观性，可能与实际情况存在差异，仅供参考；房地产企业资产负债表修复可能不及预期，或将导致施工强度不及预期。

内容目录

1. 销售端易企稳、难反弹.....	4
1.1. 2022 年，实际销售较潜在需求存在负偏离	4
1.2. 大规模刺激并非合意的需求政策	5
1.3. 2023 年商品房销售预计企稳，但反弹难度较大	7
2. 投资端跌幅或将继续扩大	8
2.1. 从销售到投资	8
2.2. 预测土地购置费	10
2.3. 预测建安设备投资	14
3. 结论：2023 年房地产投资增速预计在 -13%~-8%	18

图表目录

图 1：2022 年住宅类新建商品房实际销售面积较模型预测的潜在需求一定程度的存在负偏离	4
图 2：2022 年，住宅类商品房销售面积占比明显下降	5
图 3：地产的潜在需求趋势不支持再进行一轮大规模刺激（单位：亿平方米）	5
图 4：2020 年 8 月以来，住宅类商品房广义库存持续回落（单位：万平方米）	6
图 5：低库存状态下的大规模刺激，可能会带来房价的快速上涨	6
图 6：2022、2023 年住宅类商品房销售面积及增速预测	7
图 7：2022、2023 年商品房销售面积及增速预测	8
图 8：近年来房地产投资的结构基本稳定（单位：%）	9
图 9：2018-2021 年，土地购置费占房地产投资其他费用 85%左右	9
图 10：房地产投资测算框架	9
图 11：从历史数据来看，商品房销售拐点通常领先拿地拐点 4-7 个月（单位：%）	10
图 12：2022 年，大量房企出现债务违约，地产的供给能力大幅下滑	10
图 13：目前，商品房待售面积仍相对偏高，显示去化速度偏慢	11
图 14：假设 2023 年，购置土地面积增速在乐观、中性、悲观情景下分别为 -10%、-20%、-30%（单位：%）	11
图 15：预计 2023 年，土地成交价款增速在乐观、中性、悲观情景下分别为 -8%、-18%、-29%（单位：%）	12
图 16：土地购置费与土地成交价款存在绝对规模上的差异（单位：亿元）	12
图 17：土地成交价款当月同比增速对土地购置费增速存在领先关系（单位：%）	12
图 18：历史上，我国房地产市场从未发生过土地成交价款连续两年下滑的情况（单位：亿元）	13
图 19：月度土地购置费初步测算模型的回测结果（单位：亿元）	13
图 20：中性假设下，预计 2023 年土地购置费在 2.76 万亿元左右，较 2022 年下滑 33%左右	14
图 21：月度新开工面积与购置土地面积 MA24 具有高度的相关性（单位：万平方米）	15
图 22：新开工倍数具有较为明显且稳定的季节性规律（单位：倍）	15
图 23：中性假设下，预计 2023 年新开工面积在 10.3 亿平方米左右，较 2022 年下滑	

16%左右	15
图 24: 预计 2023 年净停工面积重新回到 2021 年水平	16
图 25: 预计 2023 年房屋施工面积在 87 亿平方米左右, 较 2022 年下降 4.6%	16
图 26: 2022 年 1-10 月, 房地产施工强度为 808 元/平方米, 同比下降 3.9%	17
图 27: 乐观、中性、悲观假设下, 预计 2023 年施工强度分别为 1025、1003、980 元/平方米	17
图 28: 乐观、中性、悲观假设下, 预计 2023 年建安设备投资增速分别在+4.0%、+1.5%、-1% (单位: %)	17
图 29: 中性假设下, 预计 2023 年房地产投资约为 12.0 万亿元, 建安设备投资为主要支撑 (单位: 亿元)	18
图 30: 在乐观、中性、悲观的假设下, 预计 2023 年房地产投资增速分别为-8%、-11%、-13% (单位: %)	18
表 1: 土地购置费与土地成交价款存在差异的原因	13

2023 年，可能是中国房地产市场极为特殊的一年。

从潜在需求的趋势、“房住不炒”的决心来看，即使供给侧政策仍在加码发力，但 2023 年房地产销售、拿地或将延续弱势，这意味着中国商品房市场自诞生以来，将首次出现连续两年偏弱的情况。而房地产投资的滞后性叠加销售连续两年偏弱，会导致 2023 年房地产投资增速进一步下滑，这一点或将有悖于市场的直觉。

1. 销售端易企稳、难反弹

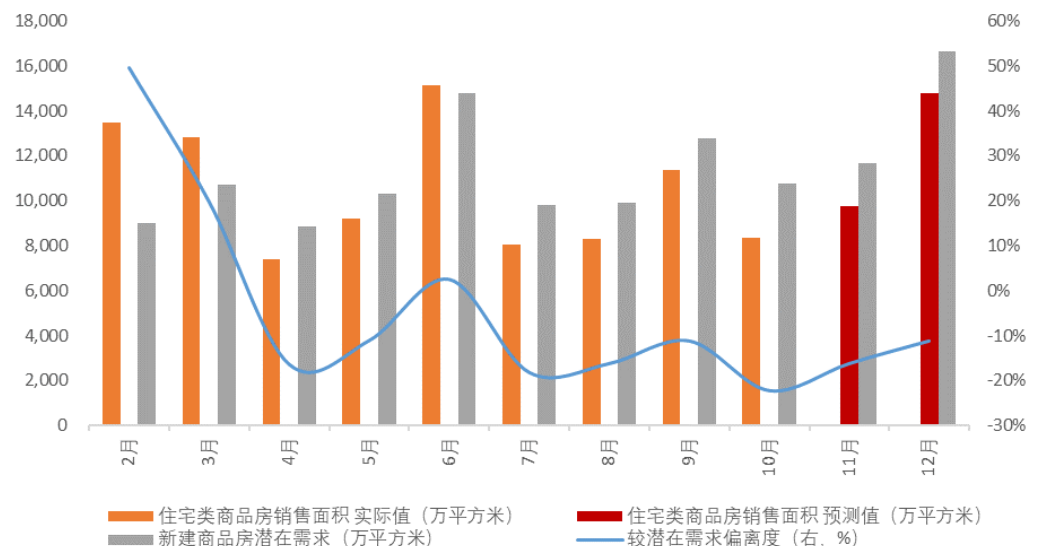
1.1. 2022 年，实际销售较潜在需求存在负偏离

根据我们在报告《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》中构建的房地产潜在需求预测模型以及商品房销售的季节性规律，可以计算出 2022 年 Q1-Q3 以及 10 月住宅类新建商品房的潜在需求中枢分别为 1.97、3.40、3.25、1.08 亿平方米。根据统计局披露的数据，2022 年 Q1-Q3 以及 10 月住宅类新建商品房的实际销售面积分别为 2.63、3.18、2.77、0.84 亿平方米，实际销售较潜在需求中枢的偏离度分别为 +33%、-7%、-15%、-22%。

由于我们模型中测算的房地产潜在需求为不包含投机性需求的真实需求，因此 2022 年实际销售面积较潜在需求存在负偏离，反映了在地产下行、投机性需求被挤出的过程中，部分真实的刚性、改善性需求同时也被拖累。

考虑到已经出台的房地产政策，我们预计 2022 年 Q4 房地产销售相比 Q3 开始边际企稳，实际销售面积较潜在需求中枢的负偏离逐渐收敛。2022 年全年住宅类商品房销售面积预计将达到 11.9 亿平方米，较 2021 年下滑 24%，较潜在需求中枢偏离 -5.2%。

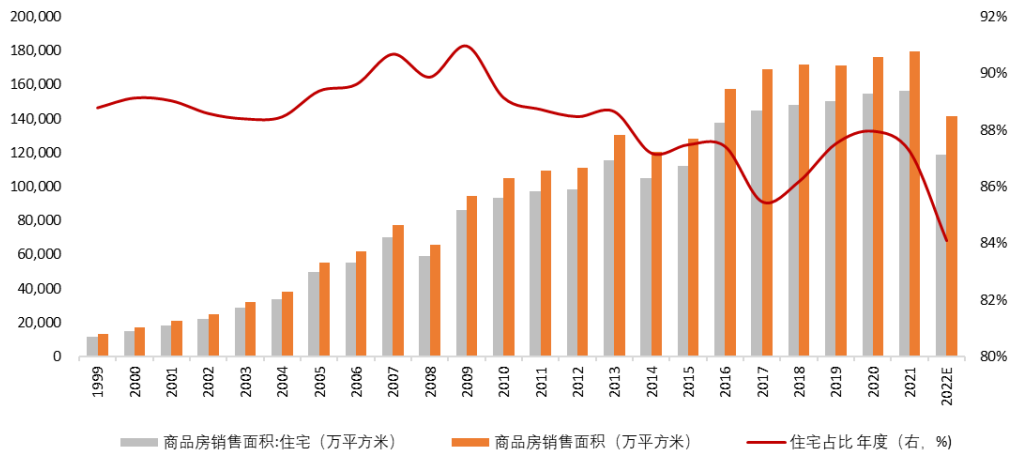
图 1：2022 年住宅类新建商品房实际销售面积较模型预测的潜在需求一定程度的存在负偏离



资料来源：WIND，天风证券研究所
注：数据均为当月值

根据住宅类商品房销售面积的占比，可以进一步测算得到全品类商品房销售面积。今年 1-10 月，由于住宅类商品房销售下滑幅度比其他品类更大，导致住宅类商品房销售面积占比由 2019-2021 年的 87-88% 下滑到了 85%。我们预计 2022 年全年住宅类销售面积占比或在 84% 左右，则 2022 年商品房销售面积预计在 14.12 亿平方米左右，较 2021 年下降 21.3%。

图 2：2022 年，住宅类商品房销售面积占比明显下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

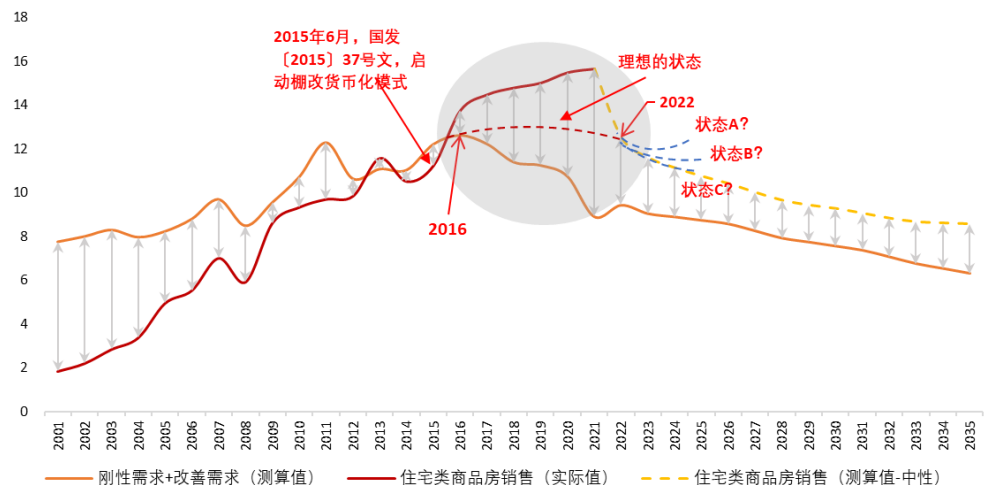
1.2. 大规模刺激并非合意的需求政策

我们仍然坚持此前的判断，因城施策的边际放松、小规模刺激仍然会继续推进，但效果相对有限，而大规模刺激的可能性较小。

理由一：中长期看，潜在需求不支持大规模刺激

如我们在此前报告《地产政策三问：效果怎样？是否刺激？如何演绎？》所分析的，2015 年以后中国房地产周期发生了方向上的改变，商品房实际销售对潜在需求产生了背离，部分民营房企高杠杆、高周转、高负债的经营模式应运而生。

图 3：地产的潜在需求趋势不支持再进行一轮大规模刺激（单位：亿平方米）



资料来源：WIND，天风证券研究所

当前房地产行业面临着与 2015 年较为类似的问题——在潜在需求趋于下行的情况下，是否要扭转需求周期？

我们认为，这个问题的答案已经十分清晰——短期预计仍会继续因城施策稳定地产需求，但同时二十大报告中更加追求“高质量”发展的中长期基调也是重要的战略定力。

理由二：短期看，广义库存不支持大规模刺激

用“各年持续累计房屋新开工面积-各年持续累计商品房销售面积”，可以构建商品房的

广义库存指标，即各年累计的已开工未销售商品房面积。此外，还需要考虑可售比对广义库存的影响，即新开工面积中可供出售的商品房面积。由于新开工面积中并不完全是可对外销售的商品房，还包括了一部分配套公共设施以及房企自持面积，因此在计算广义库存时应该将这部分不可售面积予以剔除。

$$\text{商品房广义库存} = \text{持续累计新开工面积} \times \text{可售比} - \text{持续累计销售面积}$$

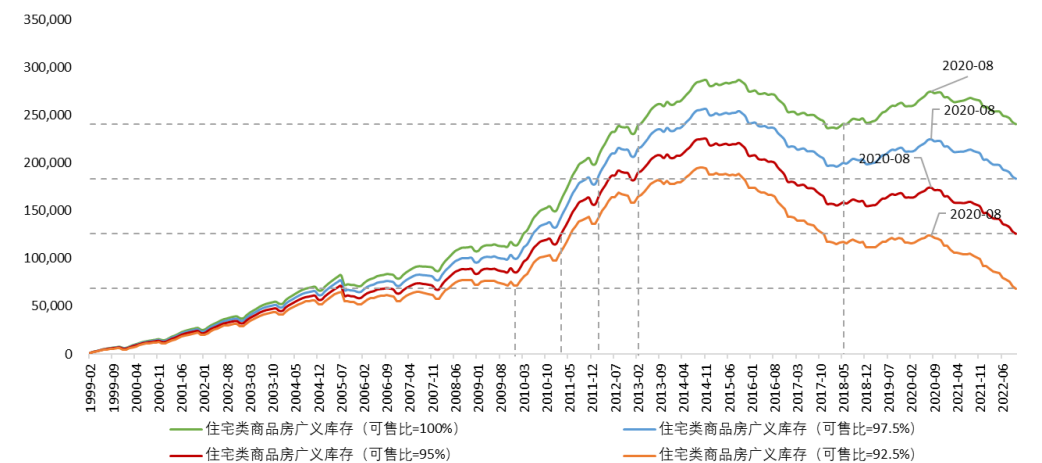
对统计局自 1999 年以来的数据进行持续计算（忽略 1999 年以前的商品房库存），可以得到当前的商品房广义库存。

当可售比为 90% 时，截至 2022 年 10 月的广义库存将低于 0，因此理论上可售比应至少高于 90%。我们在假设可售比分别为 100%、97.5%、95%、92.5% 的情况下，来观察当前的广义库存水平。

结果显示，在可售比分别取 100%、97.5%、95%、92.5% 的情况下，截至 2022 年 10 月，商品房广义库存面积约分别相当于 2013 年初及 2018 年中、2012 年初、2011 年初、2010 年初的水平。

不同的可售比会影响商品房广义库存测算值的高低，但不会显著改变库存趋势。自 2020 年 8 月以来，商品房市场处于持续去化状态，经历了长达 26 个月的持续去化以后，当前的广义库存已经位于较低的水平。

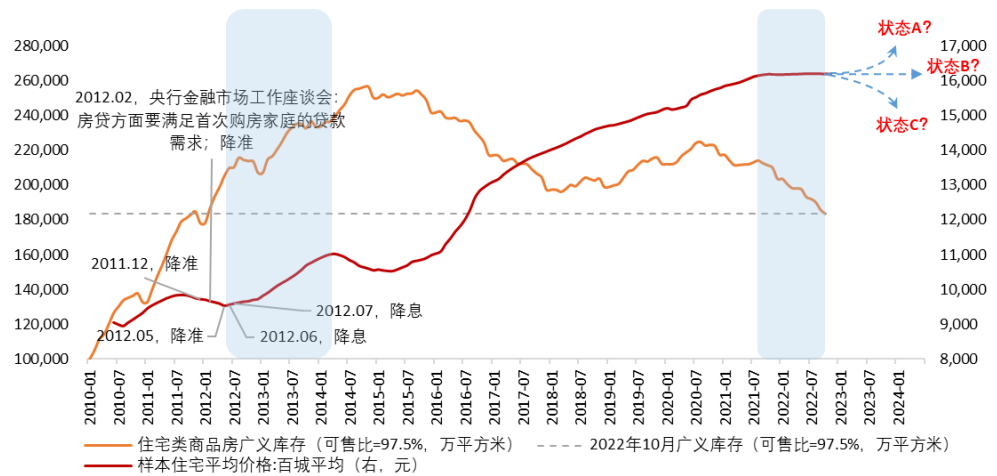
图 4：2020 年 8 月以来，住宅类商品房广义库存持续回落（单位：万平方米）



资料来源：WIND，天风证券研究所

低库存意味着供给刚性，价格会对需求的增加变得更加敏感，大规模刺激可能带来房价的快速上涨。2012 年，房地产销售在低库存的情况下快速回暖，进而带来了房价的上涨。而当前的广义库存水平同样较低，同时大量民营房企已经出险、2022 年拿地面积较少，房企补库能力还有待修复，供给端弹性相对不足。在这种情况下，对需求侧进行大规模刺激，商品房有效供给不足的问题可能会加速暴露，从而导致房价再次出现明显的上涨压力。

图 5：低库存状态下的大规模刺激，可能会带来房价的快速上涨



资料来源: WIND, 天风证券研究所

合意的需求政策追求哪种状态?

当前的房地产需求政策, 既要考虑短期, 更要考虑长期。

短期看, 地产需求要稳。无论是稳经济, 还是稳财政, 当前都需要稳住房地产投资, 保住优质主体和有效供给。而保有效供给需要先恢复房企信心, 而恢复房企信心需要先稳住地产需求。并且, 从 2022 年的销售数据来看, 部分真实需求已经被拖累, 存在超跌的情况, 有必要进行托底。

长期看, 经济要去地产化。随着人口开始负增长、城镇化斜率放缓, 经济的增长引擎应该逐渐向消费、高端制造业切换, 由技术创新驱动逐渐取代投资驱动, 不支持再去大规模刺激房地产。从防风险的角度看, 当前既不宜逆转地产销售周期, 也不宜引导房价进一步上涨。

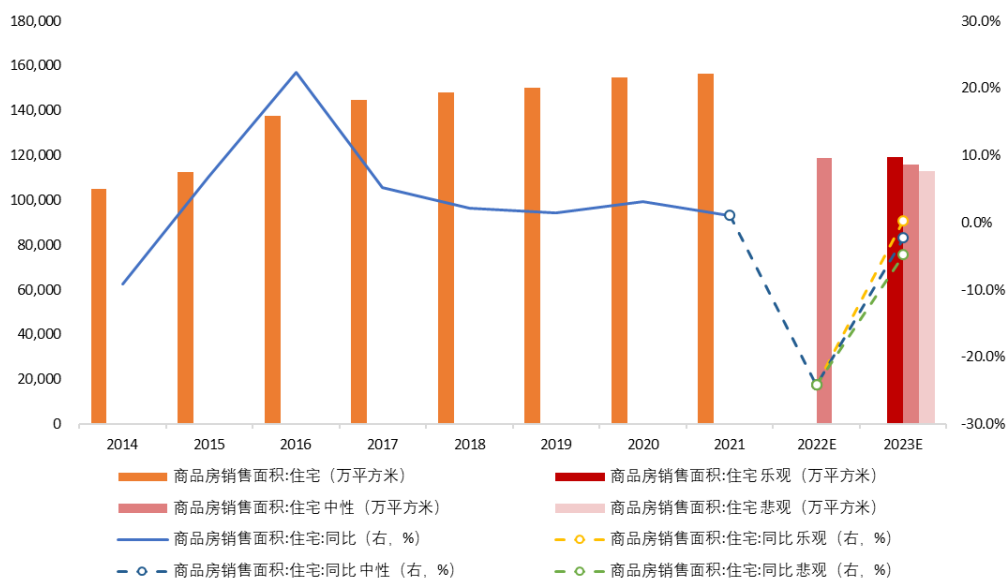
如何平衡地产的短期矛盾和长期矛盾, 是明年地产需求侧政策的难点。我们认为, 当前房地产需求政策的合理目标应当是追求将地产需求托回到潜在需求水平, 同时维持房价的稳定。这对需求侧政策的节奏和精度提出了较高的要求——在供给恢复之前, 需求明显反弹可能会推升房价, 放松力度过大(尤其是一线城市)可能会重新激发投机需求。因此合意的需求侧政策应是持续推进二线及以下城市的逐步放松, 同时重点解决“保交楼”问题来帮助刚性和改善性需求的回补, 而非再一次进行大规模刺激。

1.3. 2023 年商品房销售预计企稳, 但反弹难度较大

乐观情况下, 我们预计今年被拖累的刚性、改善性需求有望逐渐回补, 实际销售面积可能向潜在需求中枢收敛。

根据模型预测, 2023 年住宅类新建商品房潜在需求中枢约为 11.6 亿平方米。乐观假设下, 明年销售把今年被压制的真实需求补回来一半, 即商品房销售面积较潜在需求的偏离度为+2.6%; 中性假设下, 明年销售收敛至潜在需求水平, 即偏离度为 0%; 悲观假设下, 明年需求继续受压制但减少程度比今年减少一半, 即偏离度为-2.6%。我们预计乐观、中性、悲观情景下, 2023 年住宅类新建商品房销售面积为 11.9、11.6、11.3 亿平方米, 对应增速分别为 0.2%、-2%、-5%。

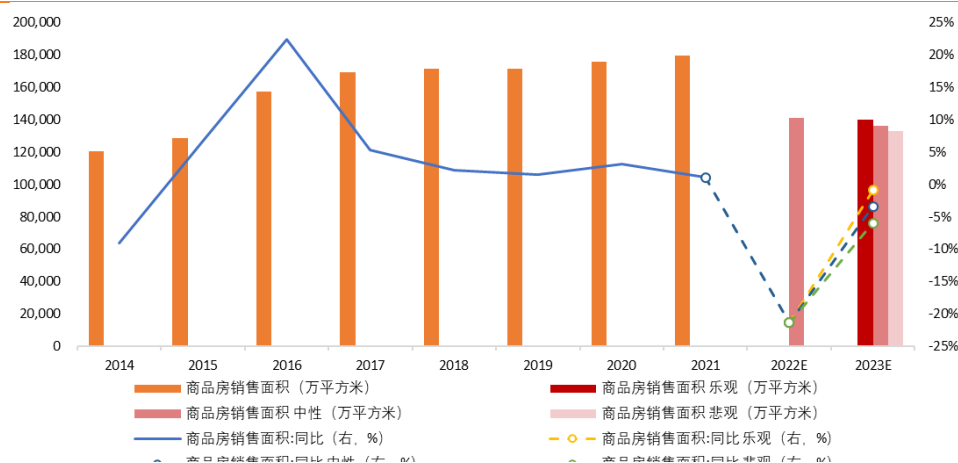
图 6: 2022、2023 年住宅类商品房销售面积及增速预测



资料来源: WIND, 天风证券研究所

假设 2023 年住宅销售面积占比提升 1 个百分点至 85%，高于 2022 年的 84%，但比 2019-2021 年的 87-88% 有所下滑。在乐观、中性、悲观的情景下，预计 2023 年全品类商品房销售面积分别为 14.0、13.6、13.3 亿平方米，对应增速分别为 -1%、-4%、-6%。这是明年商品房销售面积增速的预测区间。

图 7：2022、2023 年商品房销售面积及增速预测



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50112

