

房地产行业 2023 年投资策略

幽而复明

超配

核心观点

本轮危机的起承转合。本轮危机的根源是以过度快周转为核心特点的房企金融化，房企通过无息负债实现报表扩张，房企成为坐收左右息差的“土地银行”。2021年下半年预售资金监管的突然收紧，是危机的导火索致房企权益受损，风险蔓延至资产负债表。2023年，随着收入预期边际好转，“保交楼”实质性推进，转机已经不远。

当前的供需关系与可能走向。2022年呈现供需双弱、需求更弱的特点。最近似的是2014年，但需求更弱，同时供大于求的程度也更弱。预计2022年末，总库存为23.9亿平方米，同比-10.5%，去化周期为1.67年。随未来需求的变动，2023年的供需关系可能走向2015年、2017年或2020年。

2023年展望：最差的、最好的与最可能的。最差（概率10%）：需求延续弱势，去化维持低位，此时销售-10%，新开工-20%，土地收入-10%，投资-0.8%；最好（概率20%）：需求强势复苏，去化大幅提升，此时销售+10%，新开工+20%，土地收入+15%，投资+9.5%；最可能（概率70%）：需求结构性复苏，去化小幅提升，此时销售和新开工持平，土地收入+5%，投资+4.6%。此外，三种情况下，竣工都是值得期待的，我们预计增速在30%以上。

投资策略：幽而复明，乐观一点。随着收入信心改善、烂尾担忧缓和，基本面的改善是值得期待的。重磅政策的持续落地，配合基本面回暖带来的困境反转，地产股应该乐观一点。2023年，我们看好三条主线：1. 久经考验的优质房企，推荐保利发展、招商蛇口、万科A、龙湖集团、金地集团、绿城中国、新城控股、碧桂园；2. 接近“上岸”的困境反转型标的，推荐旭辉控股集团、旭辉永升服务；3. 受地产拖累的物业板块，推荐招商积余、万物云、保利物业、碧桂园服务。

风险提示：宏观、疫情等不确定性，政策落地效果低于预期，房企信用风险事件超预期冲击。

重点公司盈利预测及投资评级（部分）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600048.SH	保利发展	买入	15.82	189,372	2.29	2.37	6.9	6.7
000002.SZ	万科A	买入	15.49	180,160	2.12	2.21	7.3	7.0
0960.HK	龙湖集团	买入	17.21	109,507	4.10	4.57	4.2	3.8
600383.SH	金地集团	买入	10.20	46,049	2.22	2.34	4.6	4.4
3900.HK	绿城中国	买入	10.08	25,858	2.10	2.43	4.8	4.1
601155.SH	新城控股	买入	18.92	42,769	5.40	4.89	3.5	3.9
2007.HK	碧桂园	买入	2.12	55,408	0.59	0.58	3.6	3.6
0884.HK	旭辉控股集团	买入	0.98	9,391	0.58	0.57	1.7	1.7
001914.SZ	招商积余	买入	15.19	16,107	0.58	0.75	26.2	20.3
6049.HK	保利物业	买入	37.58	21,065	1.89	2.33	19.9	16.1
6098.HK	碧桂园服务	买入	14.13	48,288	1.49	1.85	9.5	7.6
1995.HK	旭辉永升服务	买入	3.43	6,088	0.48	0.63	7.1	5.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

房地产

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

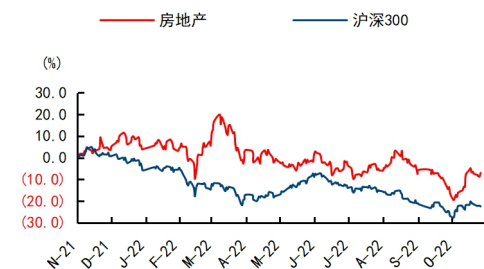
证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《房地产行业双周报-基本面尚待修复，但政策拐点已现》——2022-11-17
- 《统计局10月房地产数据点评-基本面持续恶化，政策力度可期》——2022-11-15
- 《近期房地产新政点评-金融16条发布，金融地产链迎拐点》——2022-11-14
- 《近期房地产新政点评-支持政策纷至沓来，地产修复空间打开》——2022-11-13
- 《房地产行业2022年11月投资策略暨三季度总结-“金九银十”成色不足，基本面持续承压》——2022-10-31

内容目录

本轮危机的起、承、转、合	5
危机之根：快周转时代的房企金融化	5
危机之起：预售资金监管比例陡升，阻塞现金流量表	8
危机之承：三座大山对冲放松政策，危及资产负债表	10
危机之转：收入预期边际好转，保交楼稳步推进	11
危机之合：期待需求回归常态	13
2022 年回顾：难，难，难	14
政策：态度越发积极，政策持续加码	15
销售：三大因素压制，楼市支持政策效果受限	18
投资：施工成主要拖累，土地购置同步向下	19
土地：房企趋于谨慎，土地市场遇冷	20
开竣工：销售低迷压制开工，资金紧张迟缓竣工	22
融资：融资能力受损，资金供需错配	23
展望 2023：最差的、最好的、最可能的	25
再议不同供需关系下的宏观指标	25
当前供需关系下的指标关系	29
2023 年的三种推演：最差的、最好的、最可能的	32
投资策略：幽而复明，值得拥有	39
基本面改善是最值得期待的事情	39
2023 年地产股投资的三条主线	40
风险提示	41

图表目录

图 1: 金融模式下, 房企成为赚“息差”的“土地银行”	6
图 2: 房企历年 ROIC 均值约 10%, 高于债务成本 (单位: %)	7
图 3: 其他应付款在中负债中的比例 (单位: %)	7
图 4: 房地产板块净利润率持续下降 (单位: %)	7
图 5: TOP100 房企拿地占比	7
图 6: 古典模式与金融模式的经营差异	8
图 7: 历年下半年销售额 (单位: 亿元)	9
图 8: 历年下半年新增居民中长期贷款 (单位: 亿元)	9
图 9: 2020 与 2021 年末母公司货币资金在集团中的占比	9
图 10: 近一年房贷利率持续下降 (单位: %)	10
图 11: 居民收入预期指数 (单位: %)	10
图 12: 百度“暴雷”搜索指数	11
图 13: 预期房价上涨与下跌的人数占比 (单位: %)	11
图 14: 2030 年及远期新建住宅需求测算 (单位: 亿平方米)	14
图 15: 商品房销售额单月增速连续 15 个月为负 (单位: %)	15
图 16: 房地产投资单月增速连续 12 个月为负 (单位: %)	15
图 17: 土地出让金单月增速接近连续 13 个月为负 (单位: %)	15
图 18: 到位资金单月增速连续 14 个月为负 (单位: %)	15
图 19: 2022 年以来房地产政策推出过程的四个阶段	17
图 20: 商品房销售额累计增速 (单位: %)	19
图 21: 百强房企前十月销售额 (单位: 亿元)	19
图 22: 商品房销售均价及同比增速 (单位: 元/平方米, %)	19
图 23: 70 城新房及二手价格指数同比增速 (单位: %)	19
图 24: 房地产开发投资累计增速 (单位: %)	20
图 25: 施工与拿地对开发投资的拉动 (单位: %)	20
图 26: 建筑工程投资累计增速 (单位: %)	20
图 27: 土地购置费累计增速 (单位: %)	20
图 28: 百强房企拿地金额增速 (单位: %)	21
图 29: 百强房企拿地强度 (单位: %)	21
图 30: 22 城集中供地整体底价、溢价成交率	22
图 31: 22 城集中供地整体流拍撤拍率	22
图 32: 集中供地国央企拿地比例趋势	22
图 33: 22 年第一批次集中供地国央企拿地比例	22
图 34: 房屋新开工面积累计增速 (单位: %)	23
图 35: 房屋竣工面积累计增速 (单位: %)	23
图 36: 年末待开发土地面积及增速 (单位: 万平方米)	23
图 37: 房地产开发到位资金同比增速 (单位: %)	24

图 38: 四大主要资金来源同比增速 (单位: %)	24
图 39: 开发贷增加额同比增速 (单位: 亿元, %)	24
图 40: 月度非银融资金额 (单位: 亿元)	24
图 41: 四大非银融资渠道降幅 (2020 年 1-10 月)	25
图 42: 不同年份的供需关系划分	26
图 43: 历年销售面积及增速 (单位: 万平方米, %)	26
图 44: 历年库存去化率	26
图 45: 历年广义库存去化周期 (单位: 年)	27
图 46: 预期房价上涨的人数占比 (单位: %)	27
图 47: 历年广义库存去化周期 (单位: 年)	28
图 48: 预期房价上涨的人数占比 (单位: %)	28
图 49: 历年广义库存去化周期 (单位: 年)	28
图 50: 预期房价上涨的人数占比 (单位: %)	28
图 51: 2023 年会进入第四象限吗?	29
图 52: 历年年末总库存及增速 (单位: 万平方米)	30
图 53: 2014 年和 2015 年新开工增速持续低迷 (单位: %)	31
图 54: 2014 年和 2015 年土储充足 (单位: 万平方米)	31
图 55: 2014H2 土地出让金增速大幅下降 (单位: 万平方米)	32
图 56: 历年施工强度 (单位: 元/平方米)	32
图 57: 历年施工强度增速	32
图 58: 已开未售与未开土储去化周期 (单位: 年)	33
图 59: 2023 年供需关系的可能范围与路径	33
图 60: 最差情形下 2023 年的供需关系	34
图 61: 2022 年末在手土储充足	35
图 62: 最好情形下 2023 年的供需关系	37
图 63: 最可能情形下 2023 年的供需关系	38
图 64: 2022 年地产股超额收益 (相对沪深 300)	39
表 1: 中央层面“保交楼”相关措施或表态	11
表 2: 地方层面“保交楼”相关措施或表态	11
表 3: 中长期住宅需求测算	13
表 4: 2016 年至今历次中央政治局会议关于房地产的表述	16
表 5: 2022 年以来中央针对房地产市场的部分表态	18
表 6: 2022 年与 2014 年对比	30
表 7: 最差情形下的开发投资估算 (单位: 亿元)	36
表 8: 最差情形下的开发投资估算 (单位: 亿元)	37
表 9: 最可能情形下的开发投资估算 (单位: 亿元)	38
表 10: 三种情形下主要指标增速对比	39

本轮危机的起、承、转、合

一年前我们写道，2021 年是中国房地产“前无古人”的一年。一年后我们看到，它显然不是“后无来者”的一年，甚至似乎只是序章。对于中国的房地产行业（以及地产链），2022 年是极其不同寻常的。几乎一路下行的基本面，是萧条的基调，应接不暇的负面事件，是递进的桥段，各地持续的放松政策，反而成了对基本面的讽刺。

在分析今年、展望明年之前，需要再次对本轮危机的来龙去脉进行一些回顾。原因在于，本轮危机的根源、烈度和广度都与以往截然不同，横向与纵向比较都无法给出具有较强指导意义的结论，同时，对危机的分析本身就是对行业的反思。因此开头会用一定篇幅，将我们对本轮危机的研究进行回顾和总结。

危机之根：快周转时代的房企金融化

我们在一年前的《快周转的异化、式微与行业新生》中已经详细论述，本轮地产危机的根源在于快周转的异化。快周转从最初的“不囤地不捂盘，赚经营的钱而不是土地升值钱”，异化为实现金融化的工具（**本文后续所称快周转模式，均指异化后的快周转模式，并非字面意义上的快周转模式。**），这是 2015 年至 2021 年整个地产行业的最大改变，也是本轮危机的根源。

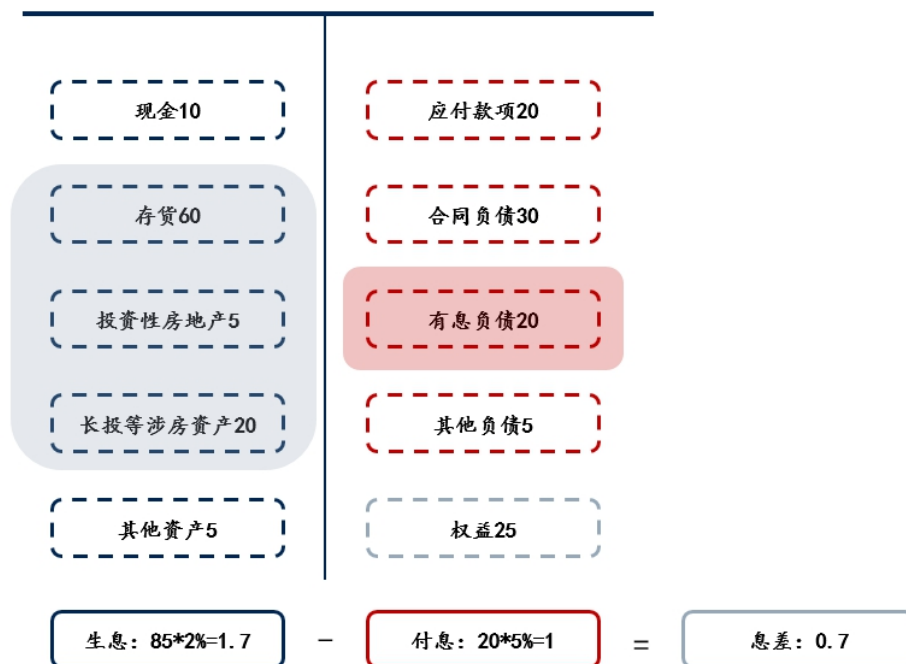
什么是金融化？

对房企而言，就是从赚项目开发的钱，变成赚资产负债表左右“息差”的钱。原本是一个个项目彼此独立、线性叠加构成的房企（基于房企项目列表的研究都是基于这一假设），变成跨项目、跨城市、乃至跨区域调配资金的“资金池”。

作为一个整体，企业不同区域间调配资金原本无可非议，但房企不同。预售制下，房企从项目公司调配出去的资金本身并不完全属于房企，项目公司作为“生产车间”的同时，还扮演了融资工具的角色。从 A 项目公司融资获取的无息资金，变成了 B 项目公司的资本（土地），B 项目公司再次融资，变成 C 项目公司的资本（土地），……最终的结果，就是 。

需要注意的是，这种模式有一个关键条件，就是预售资金的自由调用，这一条件在 2021 年之前基本都是成立的。也正是 2021 年下半年这一条件的突然失效，才引爆了这轮信用危机，这一点我们会在下文详细讨论。

图1：金融模式下，房企成为赚“息差”的“土地银行”



资料来源：国信证券经济研究所整理

注：

1. 从公司金融角度，严格来讲还要考虑权益成本、有息债务的税盾效应、资本化利息等，我们在以往报告中已有详细论述，上图仅作示意。
2. 方便起见，以房企总资产为 100（无单位）计算。

金融化的优势

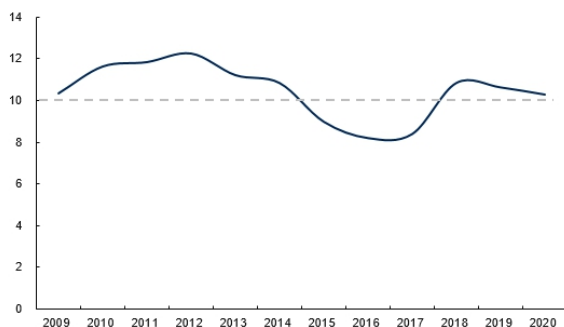
相对于古典模式（2014 年及之前的主流模式），快周转模式（或称金融模式）具有哪些优势，使其称为 2015 年之后全行业的普遍追求？一是能承受高成本融资，二是能承受低质量土地。

一是能承受高成本融资

金融模式对融资成本的高耐受度可以从两个层面理解，一是在项目层面，由于预售资金可以自由使用，因此融资成本尽管高，但用的时间短；二是在集团整体层面，就是高去化和预售资金自由使用，使得集团的 ROIC 高于债务成本，在此情况下举债就是划算的。

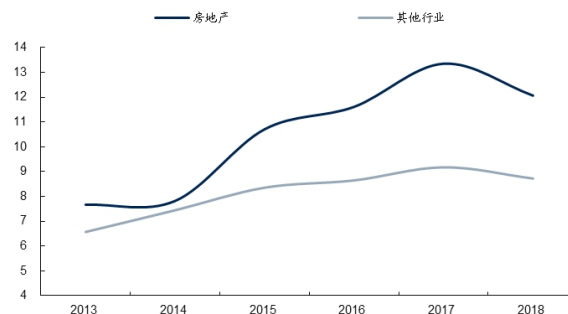
这使得同等条件下，快周转房企能够获取的金融资源是更多的，使用起来也更加自由（开发贷不能拿去拿地，但显然前融可以、债券可以、预售资金包装一下也可以）。2015 年开始，房企合作开发迅速增加、债券/非标大爆发，都是金融化的反映。

图2: 房企历年 ROIC 均值约 10%, 高于债务成本 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 其他应付款在中负债中的比例 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

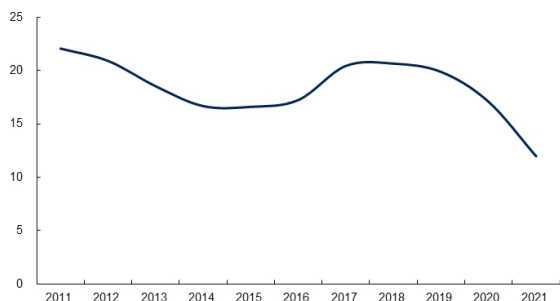
二是能承受低质量土地

金融模式下, 房企是一个“资金池”, 因此即使是当时看起来利润率很低甚至为负的项目, 也是可以接受的。因为: 1. 在一定时期内, 该项目是现金净流入的 (预售制), 而净流入的现金变成的另一块土地可能赚钱; 2. 当时不赚钱不代表未来不赚钱, 只要房价上涨, 不赚钱的项目可能变得赚钱。**就像一艘大船。只要不是每一个船舱都进水, 大船就不会沉, 只要不出现房价的普遍性的下跌, 就没问题。** (很遗憾的是 2022 年出现了这一情况。)

这种情况反映到行业上, 就是房企利润率的普遍降低, 这在 2020 年开始已经体现于报表上。反映到公司上, 就是越是快周转的企业越是能拿到足够多的土地, “拿地集中度”上升。(如果认清当时的拿地集中度上升是不同模式的结果, 而不是强者恒强的结果, 自然能够理解本年拿地集中度的下降。)

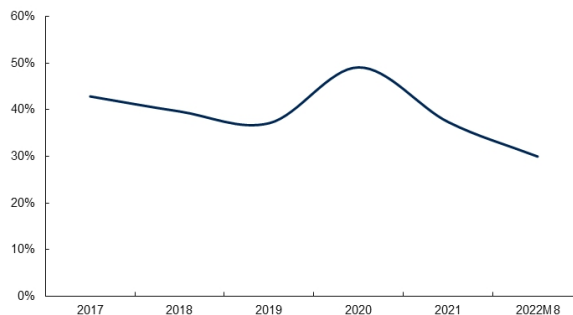
当然, 尽管金融模式相对于古典模式具备了明显优势, 但也有不少企业由于各种主观原因 (利润率要求、经营策略等) 或客观原因 (花式融资限制、经营效率较低等) 没有走上或者没有完全走上金融化的道路, 典型就是多数区域性房企和国企央企。

图4: 房地产板块净利润率持续下降 (单位: %)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: TOP100 房企拿地占比



资料来源: 中指院, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

金融化的后果

金融化的优势造就了一批迅速扩张、弯道超车的房企，但也埋下了很大的隐患，这些隐患在岁月静时极少被人关注到。整体而言，金融化埋下的隐患主要有二：

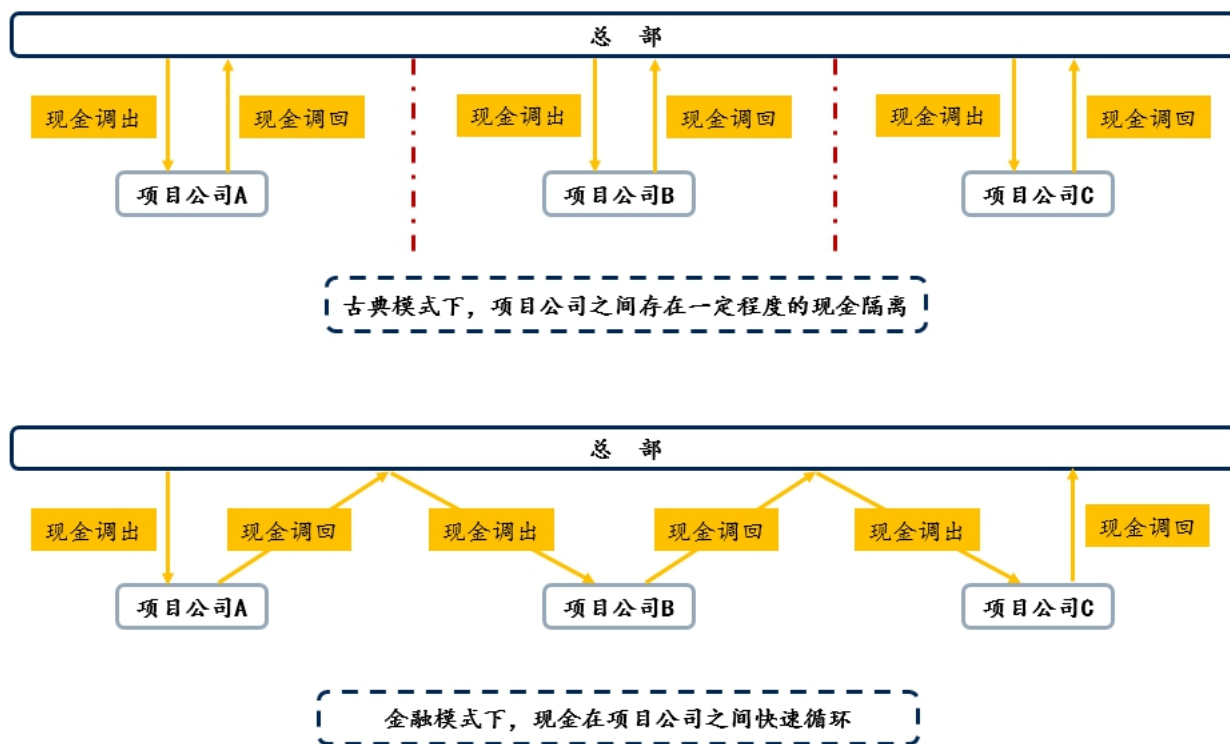
一是容易“火烧连营”

前已述及，房企金融化的本质是将自身变成了跨项目、跨城市、乃至跨区域调配资金的“资金池”。如此，原本单个项目公司的风险，就很容易传导到其他项目。一个简单的例子，古典模式下，A项目滞销甚至烂尾，风险基本上局限于A项目，处理起来也就相对容易；金融模式下，A项目滞销，意味着原本由B项目调入A项目的钱本沉淀下来，B项目的后续施工就无法保证，这就出现了风险的传导。

二是项目质量低下

如前所述，金融模式天生对项目利润率的要求就比古典模式更低，而土地市场又几乎完全是一个价高者得的市场，拿地利润率由利润率要求最低的企业决定。这就导致了快周转房企，土储的整体质量较低（三四线和一二线郊区是典型），抗风险能力更弱。

图6：古典模式与金融模式的经营差异



资料来源：国信证券经济研究所整理

危机之起：预售资金监管比例陡升，阻塞现金流量表

本轮危机的导火索，不是“三道红线”“两集中”等融资限制，也不是2021H2的销售下行，而是恒大事件后，预售资金监管比例陡升，打破了房企的财务规划。

首先，2021H2销售确实是明显回落的，按照统计局数据，2021H1销售额同比

+38.9%，2021H2 销售额同比-16.6%。但是考虑 2020 年上下半年明显不同的基数（上半年疫情影响大），实际回落的幅度并没有数据显示那么大。实际上，与 2018H2 和 2019H2 比较，2021H2 销售并不差，更称不上“断崖式下降”。

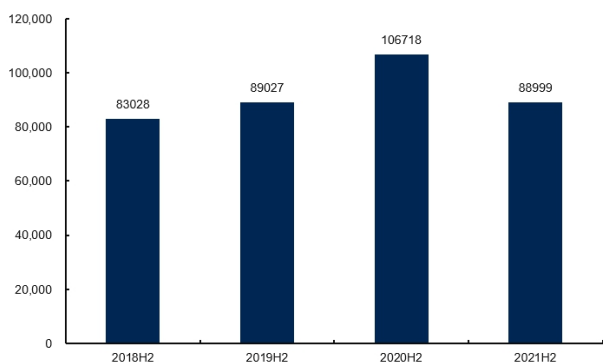
其次，从新增居民中长期贷款看，2021H2 相比于 2018H2 和 2019H2 也并不算很差，算不上突变，难以解释房企的为何在半年内纷纷爆雷。

相对以上两点，2021H2 变化最大的是预售资金监管的突然收紧：尽管各地预售资金监管规则一直都有，但以往实质上执行的幅度很小，灵活性很高。而恒大事件之后，地方政府由于担心烂尾，突然收紧预售资金监管，从接近“零监管”跳升至接近“全监管”。

由于房企财务规划（经营、融资、偿还债务等）是基于预售资金的自由使用编制的，且房企的资金绝大部分都在项目上，预售资金监管比例的陡升，必然打破原有的财务规划，导致难以偿还债务，引爆了本轮危机。

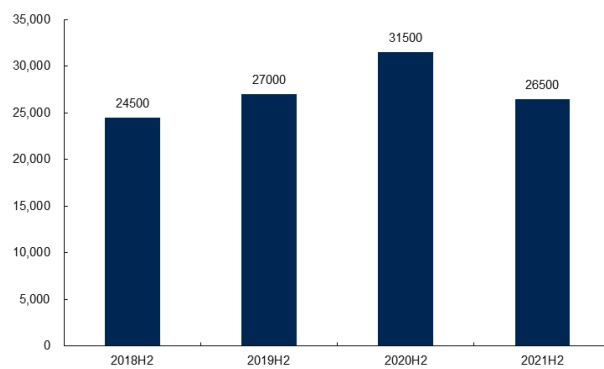
在此阶段，风险还主要是现金流量表层面的风险，是“有钱没法用”的风险。

图7：历年下半年销售额（单位：亿元）



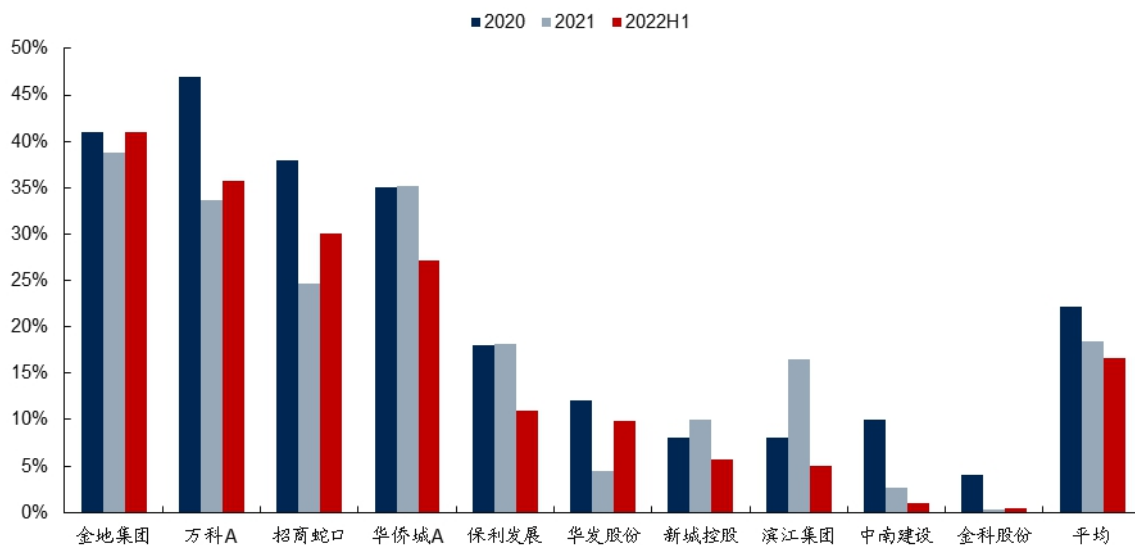
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图8：历年下半年新增居民中长期贷款（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图9：2020 与 2021 年末母公司货币资金在集团中的占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

危机之承：三座大山对冲放松政策，危及资产负债表

2021Q3 央行表态转向“支持房企合理融资需求”，2022 年春节后地方政府纷纷出台楼市支持措施，政策基调非常友好。房贷利率也持续下调，相对 2021 年 9 月的高点，贝壳监测的重点城市首套/二套房贷利率分别由 5.74%/6.00%下降至当前的 4.12%/4.91%，分别下降 162BP/109BP。

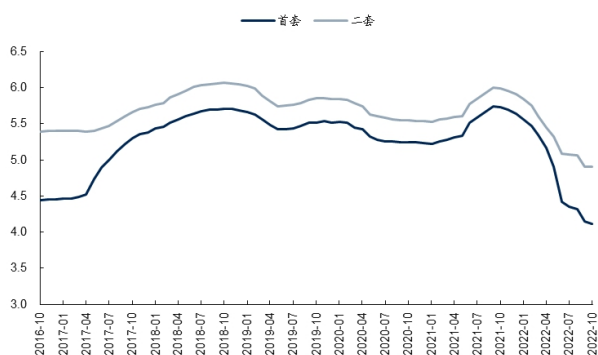
但是，楼市基本毫无反应。原因在于收入预期下降、房价预期回落、烂尾担忧扰动，这三座大山完全对冲掉了政策放松和利率下降的作用。

- ◆ 收入预期下降：根据央行数据，Q3 收入信心指数 46.5%，相对 Q2 小幅好转，但仍然处于近 20 年来的最低水平。这直接影响了刚需，刚需购房是最大的可选消费，收入预期下降可能是最严重的压制因素。
- ◆ 房价预期回落：Q3 预期房价上涨的人占比为 14.8%，处于历史最低水平，且相对 Q2 继续下降。房产作为居民最重要的资产，买涨不买跌的心态较强，并且房价也确实出现了比较明确的下跌，观望情绪进一步压制了楼市表现。
- ◆ 烂尾担忧：没有数据能够正面刻画烂尾担忧对楼市的影响，但是可以通过百度搜索指数侧面观察购房者的担忧。“暴雷”（恒大时间以来，“暴雷”一词基本上是房地产行业的专属）的搜索指数从 2021 年 6 月的 270，逐渐上升至 2022 年 7 月最高点的 890，可见购房者的担忧是逐渐加深的。

在此阶段，房价的持续下跌导致房企资产缩水，大量债务产生的利息也不断侵蚀公司权益价值，风险已经到了资产负债表层面，是“真的没钱了”的风险。

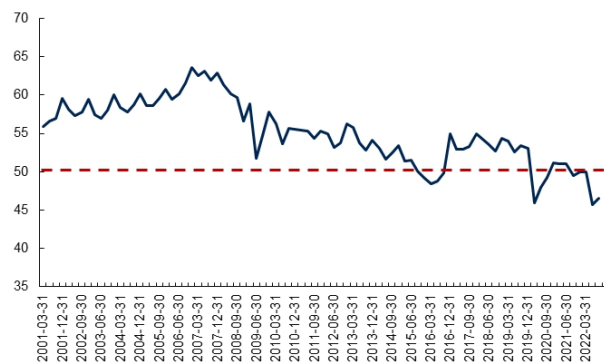
可以构建一个简单的模型来粗略估算。假设房企资产负债率为 75%，存货、投资性房地产等涉房资产在总资产中的占比为 85%，那么很容易计算出，若房价（地价）下跌 30%，则房企权益即清零。（若考虑花式融资，可能房价下跌 20%，房企权益就已经没价值了。）

图10：近一年房贷利率持续下降（单位：%）



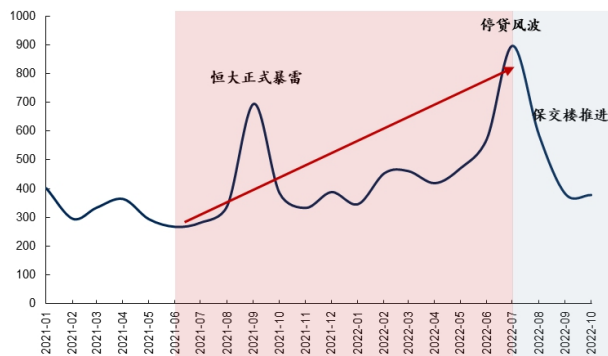
资料来源：贝壳，国信证券经济研究所整理

图11：居民收入预期指数（单位：%）



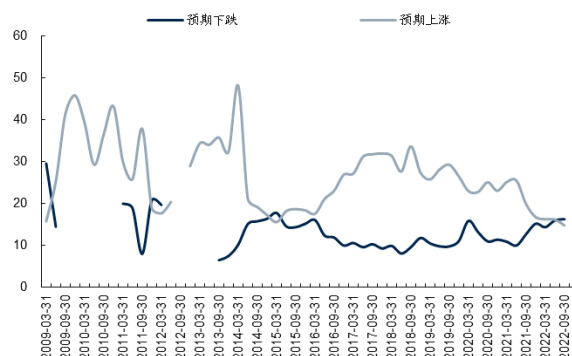
资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图12: 百度“暴雷”搜索指数



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

图13: 预期房价上涨与下跌的人数占比 (单位: %)



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

危机之转：收入预期边际好转，保交楼稳步推进

如前所述，收入预期下降是当前楼市最大的压制因素。受国内外多种因素影响，尽管目前居民收入预期仍处较差水平，但 Q3 相对 Q2 已有好转。随着疫情影响逐步减弱，前期相关支持政策逐步落地，我们认为居民收入预期将继续好转，对楼市的压制也将逐步减弱。

同时，保交楼是当下最紧迫的事情，是民生问题、维稳问题，但本质都是资金问题，当前各种方式（政策性贷款、回购房企资产、纾困基金等）都是筹资方式。按照我们的测算，若暴雷不再蔓延，完成烂尾项目后续施工所需资金在 4000 亿到 6000 亿之间（完成产权证交付则可能需要 1 万亿以上）。随着中央和地方保交楼支持政策持续推出，烂尾担忧也将逐步解除。实际上，“暴雷”一次的搜索指数，目前已回落到“停贷”事件之前的水平。

所以，随着三座大山中的收入预期、烂尾担忧两座大山的压制逐步减轻，叠加政策放松和利率下降的持续影响，我们认为尽管后续修复节奏仍有待观察，但当前就是地产销售的短周期拐点。

表1: 中央层面“保交楼”相关措施或表态

日期	事件
7月28日	中央政治局会议首提“保交楼”，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
8月19日	住建部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，通过政策性银行专项借款方式，规模为 2000 亿
8月31日	国常会首提“保交楼专项借款”，专项用于“保交楼”的 2000 亿政策性专项借款已经释放
9月2日	银保监会再次明确保障房地产融资平稳有序，支持地方保交楼稳民生，支持优质房企兼并收购困难房企优质项目
9月22日	国家开发银行已向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款
9月23日	建设银行公告拟出资 300 亿设立住房租赁基金，计划收购存量资产改造为租赁住房，以湖北省为试点
10月26日	国务院办公厅发布关于印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案的通知，强调有关部门和各地区要认真做好保交楼、防烂尾、稳预期相关工作，用好保交楼专项借款，压实项目实施主体责任，防范发生风险

资料来源: 相关政府网站, 国信证券经济研究所整理

表2: 地方层面“保交楼”相关措施或表态

日期	地方	类型	措施
7月8日	江西景德镇	国资公司参与	为加快推进“去恒大化”促进恒大项目风险化解工作取得实质性进展, 我市分项目分别落实国控

			集团、城投集团、昌江国资及珠山国资等4家国资平台参与风险化解，各项目自求平衡落实保交楼任务，政府给予去恒大化后相关扶持政策。化解处置方案商定后，报市委、市政府审定后即可实施。
7月12日	河北沧州	预售资金监管	《沧州市商品房预售资金监管办法》指出，商品房预售资金监管期限，自核发商品房预售许可证开始，至办理不动产首次登记止。
7月12日	广东深圳	成立处置小组	《龙岗区关于进一步加强房地产项目全周期监管的指导意见》提出联合处置化解突出问题，针对存在问题的项目，区住建局、区城市更新和土地整备局、市规划和自然资源局龙岗管理局、市生态环境局龙岗管理局等行业主管部门，会同开发企业与属地街道办成立处置小组，开展集中研判，妥善处理，确保交房过程平稳有序。
7月14日	陕西西安	预售资金监管	《关于印发防范商品房延期交房增量问题工作措施的通知》指出：商品房预售资金（包括定金、首付款、购房货款及其他形式的全部房款）应全部直接存入专用监管账户进行监管，开发企业不得直接收取或另设账户收存购房人的购房款。
7月14日	广东汕头	预售资金监管	《汕头市住房和城乡建设局商品房预售款监督管理暂行办法》指出，监管资金按综合支付额度核定支取，设置四个工程形象明确的节点，合理留存保底资金，可按进度申请划拨工程款，拓展了预售款的提取使用空间，有利于商品房预售款监管工作的有效落实，也有利于跟随工程节点及时减轻房地产企业的资金压力。
7月15日	河南平顶山	一楼一策	河南省平顶山市新华区区长张伟民于7月15日主持召开问题楼盘处置化解推进会。张伟民要求，一楼一策，紧盯不放，确保问题化解到位。各化解专班要综合采取多种措施，切实做好问题楼盘化解和群众维稳工作，坚决在9月底完成化解任务，确保经济平稳运行，社会和谐稳定。
7月18日	河南洛阳	一楼一策	河南省洛阳市下辖瀍河回族区7月18日上午召开问题楼盘化解处置推进会，研究解决问题楼盘化解处置难题。会议强调要始终坚持群众利益至上，担当其事，把握保交房、早交房工作重点，加快问题楼盘化解处置进度。要紧盯工作重点，着眼保交房、早交房，进一步摸清底数，进一步细化措施，进一步压实各方责任，推动各环节工作落实。综合运用法律、行政、市场手段，一盘一策，精准施策，确保化解处置实效。
7月19日	陕西咸阳	一对一帮扶	咸阳市住建局组织召开部分房地产开发企业集体约谈会，督促其加强经营管理，勇担社会责任，努力化解矛盾，促进房地产领域平稳健康发展。会议建立了一对一帮扶政策，即一个科室帮扶一家企业，促进问题尽早解决。会议强调，一要做好预防预警，做到未雨绸缪，对在建设项目在保质保量和确保安全的前提下，加快施工进度，力争按期交房。二要切实负起主体责任，主动作为，不等不靠，想方设法解决群众所急所盼。
7月19日	四川遂宁	一对一挂联	四川省遂宁市住房和城乡建设局印发通知，指导各辖区开展房地产企业和房地产项目挂联工作。通过梳理摸排，遂宁市全市共有83个在建和待建房地产开发项目纳入挂联范围，每一个项目均由一名县（市、区）、市直属区县领导进行“一对一”挂联。各辖区住房城乡建设主管部门要明确专门人员定期跟踪项目进展情况，充分发挥沟通、协商作用，定期开展座谈、走访、调研，督促未开工房地产开发项目尽快投资、动工，指导在建房地产开发项目规范运营，按期完工。
7月19日	河南驻马店	一楼一策	河南省驻马店市正阳县自然资源局指出，对全县的问题楼盘不动产登记办理问题进行梳理分类，坚持“一企一策、一楼一策”，逐企业逐楼盘研究不动产登记办理问题等。
7月19日	四川凉山	一楼一策	《冕宁县人民政府办公室关于印发冕宁县促进房地产市场平稳健康发展的措施的通知》指出，建立遗留问题处置机制。针对全县现有开发项目存在土地并宗、拆迁遗留、配建合同签订、不动产登记办理等具体问题，建立健全长效协调处置机制，形成专班落实“一盘一策一领导”机制限期及时协调处置。
7月20日	山东济南	一楼一策	济南市历城区住建局指出，该区出现部分项目停工、延期交房问题，主要原因是目前房地产企业资金普遍紧张，导致项目停工、延期交房问题频发。区住建局对风险项目深入分析研判，建立风险台账，会同项目所在街道逐一制定“一案一策”化解处置方案。
7月20日	重庆	成立处置小组	针对群众反映较多的佳兆业珑樾壹号、富力院士庭、富力朗境、金科新天宸等项目停工问题，重庆市高新区建设局约谈相关开发商督促复工复产、成立房地产问题项目风险化解处置小组、安排房地产专班跟进项目建设进度。
7月27日	河南郑州	保交楼	率先推出了棚改统贷统还、收并购、破产重组、保障房租四大模式，郑州市已与国开行签订了3000亿元协议，其中1600亿元用于棚改贷款。
8月2日	广东东莞	预售资金监管	《关于公开征求〈关于进一步规范商品房预售款收存管理和使用的通知（征求意见稿）〉意见的通知》指出，商业银行违反预售资金三方监管协议，未经住建部门核实同意，擅自拨付或转移监管额度内资金的，应当负责追回资金，无法追回的依法承担相应赔偿责任。
8月10日	江苏连云港	一盘一策	对于存在非疫情原因连续停工三个月以上的房地产开发项目，各县区（管委会）政府应成立工作专班，落实“一盘一策”机制限期及时协调处置。对于前期已经出现延期交付情况的楼盘，要加强监管，区别情况处置，情况严重的，可采取要求尚未取得预售许可证的在建楼栋暂缓建设等措施保交楼。
8月16日	江西赣州	问题楼盘化解	江西赣州信丰县召开全县批而未用土地消化处置工作、环保督察问题整改工作、水质提升攻坚工作、房地产领域楼盘问题化解工作调度会。会议指出，相关部门要责任到人、主动担当、密切协作，形成工作合力，推动问题楼盘化解任务和拆迁安置工作尽早完成，为全县经济高质量发展、社会和谐稳定创造良好环境。
8月17日	江西萍乡	保交楼	各级各部门要提振信心、集群作战，以“保交楼”为首要目标，明确楼盘“复工期”“竣工期”“交房期”，紧盯不放、紧抓不松，全力解决复工交楼问题，彻底消除老百姓“财房两空”风险，进一步夯实房地产业健康发展基础。
8月18日	安徽合肥	保交楼	要进一步贯彻落实党中央、国务院关于房地产工作的决策部署，迎难而上，担当尽责，千方百计“保交楼、稳民生”，依法依规“治乱象、防风险”。对查实存在有明显质量问题、违规销售、抽挪资金、虚假宣传、超容减绿、故意“躺平”等行为的。严格依法依规处置，及时向社会公开曝光。对查实没有主观故意问题但存在暂时困难的，要全力助企纾困。
8月27日	浙江绍兴	保交楼	对于已售逾期难交付的住宅项目，房地产企业始终是第一责任人，地方政府负有保民生、保稳定的属地责任，每个住宅项目必须确保交楼、不烂尾。所有恒大在绍项目都在有序推进，今年恒大项目计划完成保交楼1729套，已交付786套。
9月5日	吉林省	一楼一策	吉林省委副书记、省长韩俊主持召开保交楼、稳民生专题会议，指出要进一步加大工作力度，坚持稳地价、稳房价、稳预期，一城一策用好政策工具箱，一楼一策制定细化实施方案，聚焦已售、逾期、难交付的住宅项目，灵活运用好保交楼专项借款政策，实行专款专用、封闭运行，严格按照规定申报使用资金。

9月7日	河南郑州	30天复工	郑州发布《郑州市“大干30天，确保全市停工楼盘全面复工”“保交楼专项行动实施方案的通知”，《通知》要求在10月6日前，实现郑州全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工。
9月8日	浙江丽水	一楼一策	《丽水市区促进房地产市场平稳健康发展接续政策》指出：要细化一楼一策方案，加快项目复工建设、竣工交付，确保做到“保交楼、稳民生”。
9月9日	山西太原	督促开工	太原市规划和自然资源局表示，“依据相关法规规定，经我局调查核实，发现有部分土地未按合同约定进行开工建设。2022年6月份，我局按照工作流程向太原恒御信置业有限公司等41家涉及未按期开工项目的企业签发了《督促开发通知书》，对其共计56宗未按期开工的土地进行了督促，要求其尽快开工建设。”
9月21日	河南荥阳	保交楼	荥阳市住建局召开荥阳市问题楼盘“保交楼复工复产工作推进会”，会议要求，一是行业主管部门要积极为企业做好服务，纾困解难；二是施工单位要有责任、有担当，积极开展企业自救，想尽办法克服困难，保证项目开工复工；三是施工企业要配合问题楼盘专班和项目开发企业，结合项目建设需求拿出化解处置措施，确保停工、半停工项目全面实质性复工；四是保障项目安全稳定，合理合法地保障建筑企业和施工工人的权益，不发生严重社会问题；五是一切以项目复工为前提，积极组织施工人员、物料、机械等开工复工保障要素，坚决不“躺平”，不阻碍项目的复工，不搞表演式复工。
9月27日	黑龙江哈尔滨	纾困资金	多个申请“保交楼”专项借款的地产项目获批，纾困资金也陆续到位。9月27日，宝能城发哈尔滨公司与哈尔滨市人民政府、哈尔滨市政府签订三方协议，1.86亿专项借款正式落地，宝能城项目3、4、5号地块复工，1200多名施工人员进场。
9月28日	广西南宁	纾困资金/保交楼	筹划设立了平穩房地产基金，首期规模30亿元，由南宁轨道地产集团有限公司、南宁交通投资集团有限公司、南宁威宁房地产开发有限公司三家国企出资，江苏言睿产业投资基金管理有限公司作为管理人。开展了“支持刚性和改善性住房需求”团购月活动，十二家房企共同承诺书，购房交易资金100%进入预售资金监管账户并纳入政府监管；项目交易价格保价3个月；逾期6个月仍无法交房的，无理由办理退房退款。
9月29日	河南商丘	纾困资金/督促复工	紧抓政策性银行专项借款的政策机遇，首批申请批准项目17个，借款9.2亿，保交楼9200套，目前资金已全部拨付到位。市住建局对全市房地产项目进行全面排查，采取周调度、月督导等多种方式，指导项目全面复工。
9月29日	江苏盐城	房企纾困	围绕购房补贴、助企纾困解难等方面制定出台了《关于有效应对疫情影响促进全区房地产市场健康发展的八项政策》。其中自然资源和规划部门提出两项新政，一是延长土地出让金缴纳期限，二是支持分步解除建设用地使用权抵押。
10月10日	贵州省	一楼一策	《贵州省推动复工复产促进经济恢复提振行动方案》严格落实“一楼一策”处置方案，全力争取国家房地产专项借款支持，推进已售、逾期、难交付的住宅项目加快建设交付。
10月26日	甘肃白银	房企纾困	《白银市建立房地产市场平稳健康发展“一城一策”工作方案》，提出稳地价、稳房价明确目标，鼓励国企收购困难房企的滞销房，作为保障安置用房。

资料来源：相关政府网站，国信证券经济研究所整理

危机之合：期待需求回归常态

需求是行业存在的根本理由，有需求，行业就不会消失，没有需求，供给侧出清也没用。在行业哀鸿遍野、市场一片悲观的时候，信心来自仍然巨大的需求。

我们估算，2022至2030年，年均住宅需求仍有15亿平方米，远期亦不会低于9亿平方米：

- ◆ 城镇化率由62%提升至70%，人均商品住宅（不包括房龄老、配套差的非商品房）面积由27.3平方米提升至30平方米，则2030年商品住宅存量为301亿平方米，相对2022年增加57.5亿平方米；
- ◆ 期间共发生折旧63.3亿平方米。其中98年前住宅折旧19.2亿平方米，98年后住宅折旧44.1亿平方米；
- ◆ 远期300亿平方米存量每年折旧约9亿平方米，需要新建住宅进行补充。

因此，面积需求逐步收窄，但仍然维持在一个较高的水平上，没有必要对行业过度悲观，风雨过后，一定有彩虹。对短期特别是明年的判断，我们放在后文详细讨论，在此不展开。

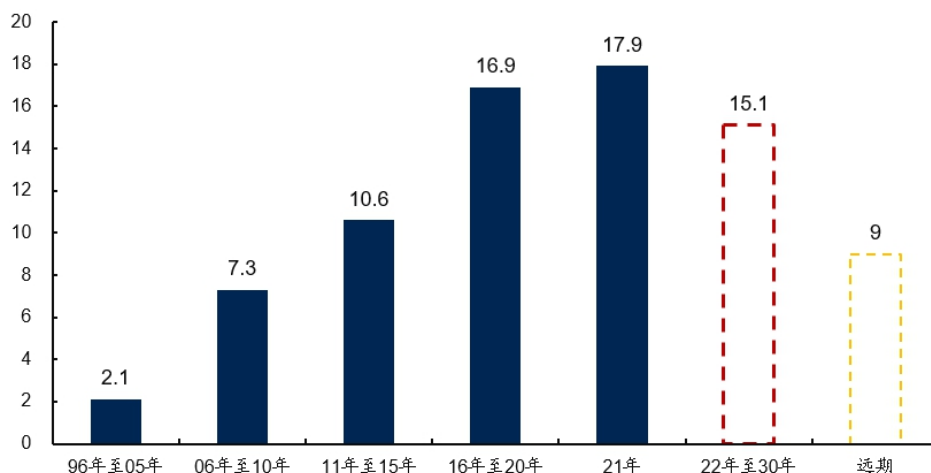
表3：中长期住宅需求测算

年份	出生率：‰	死亡率：‰	自然增长率：‰	总人口：亿	城镇化率：%	城镇人口：亿	人均商品住宅面积：平方米	商品住宅存量：亿平方米	98年后住宅年折旧：亿平方米	98前住宅年折旧：亿平方米
2022	9.8	7.2	2.6	14.2	62.8	8.9	27.3	243.2	4.9	2.4
2023	9.6	7.3	2.3	14.2	63.7	9.0	27.7	250.3	5.0	2.4

2024	9.3	7.3	2.0	14.2	64.6	9.2	28.0	257.5	5.2	2.4
2025	9.1	7.4	1.8	14.3	65.5	9.3	28.4	264.7	5.3	2.4
2026	8.9	7.4	1.5	14.3	66.4	9.5	28.7	272.0	5.4	2.4
2027	8.7	7.4	1.2	14.3	67.3	9.6	29.0	279.3	5.6	2.4
2028	8.4	7.5	1.0	14.3	68.2	9.8	29.4	286.6	5.7	2.4
2029	8.2	7.5	0.7	14.3	69.1	9.9	29.7	294.0	5.9	2.4
2030	8.0	7.5	0.4	14.3	70.0	10.0	30.0	300.7	6.0	2.4
2023-2030 需求合计 商品住宅存量增加+商品住宅累计折旧+98 前住宅累计折旧=121 亿平方米（可售面积），年均 15 亿平方米。										

资料来源：国家统计局，住建部，wind，国信证券经济研究所整理

图14: 2030 年及远期新建住宅需求测算（单位：亿平方米）

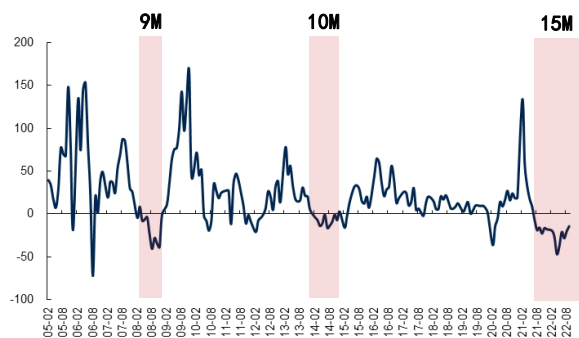


资料来源：国家统计局，住建部，wind，国信证券经济研究所整理

2022 年回顾：难，难，难

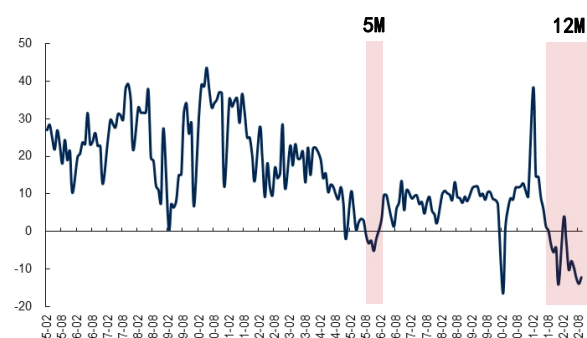
2022 年房地产行业的困难程度是空前的，销售、投资、拿地、融资均出现了明显而持续的下降。根据国家统计局和财政部的数据，截至 2022 年 9 月，全国**商品房销售额单月增速已连续 15 个月为负**（2014 年和 2008 年单月连续为负的时间分别为 10 个月和 9 个月），**房地产投资单月增速已连续 12 个月为负**（历史上房地产投资单月增速连续为负的仅有 2015 年 8 月至 12 月，持续 5 个月），**土地出让金单月增速接近连续 13 个月为负**（2021 年 12 月+2.2%），**到位资金单月增速连续 14 个月为负**（历史上最长连续为负的时间是 4 个月）。此外，**新开工、竣工等关键数据也空前低迷**。

图15: 商品房销售额单月增速连续 15 个月为负 (单位: %)



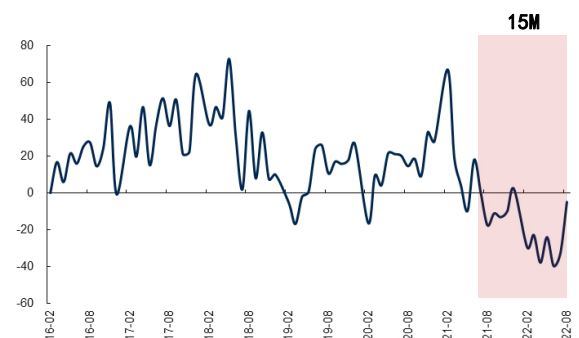
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图16: 房地产投资单月增速连续 12 个月为负 (单位: %)



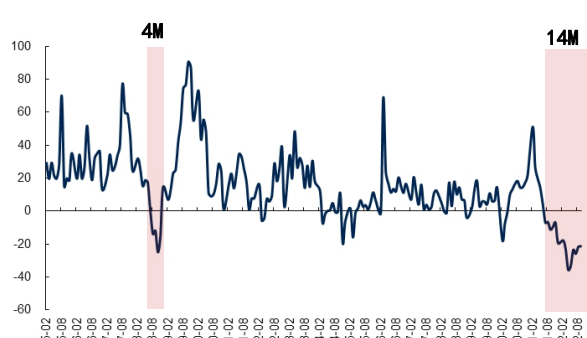
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图17: 土地出让金单月增速接近连续 13 个月为负 (单位: %)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

图18: 到位资金单月增速连续 14 个月为负 (单位: %)



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

政策: 态度越发积极, 政策持续加码

2022 年, 高层对房地产态度的明显转变是相关政策力度不断加大的关键。历年来, 政治局会议中关于房地产行业的定调一直是房地产政策走势重要的风向标, 回溯 2016 年至 2021 上半年, 行业基本面的各项数据除 2020 年初受疫情短暂冲击外, 都处于较好水平, 因此当时地产相关政策基调偏紧, 尤其 2021 上半年, 中央全面调控房地产市场, 严控信贷并敦促热点城市及时出台调控措施。但自 2021 下半年以来, 房地产行业基本面急转直下, 房企信用事件频发, 中央对地产的政策基调显著软化。2022 年, 地产行业基本面持续承压, 中央政策基调也出现了确定性的转向。

- ◆ 2021 年 12 月 6 日, 中央政治局会议提出, 要推进保障性住房建设, 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 促进房地产业健康发展和良性循环。
- ◆ 2022 年 4 月 29 日, 中央政治局会议提出, 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 支持各地从当地实际出发完善房地产政策, 支持刚性和改善性住房需求, 优化商品房预售资金监管, 促进房地产市场平稳健康发展。

- ◆ 2022 年 7 月 28 日，中央政治局会议提出，要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

表4: 2016 年至今历次中央政治局会议关于房地产的表述

日期	表述
2016 年 4 月 29 日	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求， 有序消化房地产库存 ，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策。
2016 年 7 月 26 日	抑制资产泡沫 和降低宏观税负。
2016 年 10 月 28 日	注重 抑制资产泡沫 和 防范经济金融风险 。
2016 年 12 月 9 日	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展 长效机制 。
2017 年 4 月 25 日	要加快形成促进房地产市场稳定发展的 长效机制 。
2017 年 7 月 24 日	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立 长效机制 。
2017 年 12 月 8 日	加快住房制度改革和 长效机制 建设。
2018 年 4 月 23 日	要 推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展 ，及时跟进监督，消除隐患。
2018 年 7 月 31 日	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， 坚决遏制房价上涨 。加快建立促进房地产市场平稳健康发展 长效机制 。
2018 年 10 月 31 日	/
2018 年 12 月 13 日	/
2019 年 4 月 19 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的 长效调控机制 。
2019 年 7 月 30 日	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 落实房地产长效管理机制 ， 不将房地产作为短期刺激经济的手段 。
2019 年 12 月 6 日	/
2020 年 4 月 17 日	/
2020 年 7 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020 年 12 月 11 日	强化反垄断和防止资本无序扩张， 促进房地产市场平稳健康发展 。
2021 年 4 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以 学区房 等名义炒作房价。
2021 年 7 月 30 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 稳地价、稳房价、稳预期 ，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021 年 12 月 6 日	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和 良性循环 。
2022 年 4 月 29 日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策， 支持刚性和改善性住房需求 ， 优化商品房预售资金监管 ，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 7 月 28 日	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱， 支持刚性和改善性住房需求 ， 压实地方政府责任 ，保交楼、稳民生。

资料来源：中国政府网、人民网，国信证券经济研究所整理

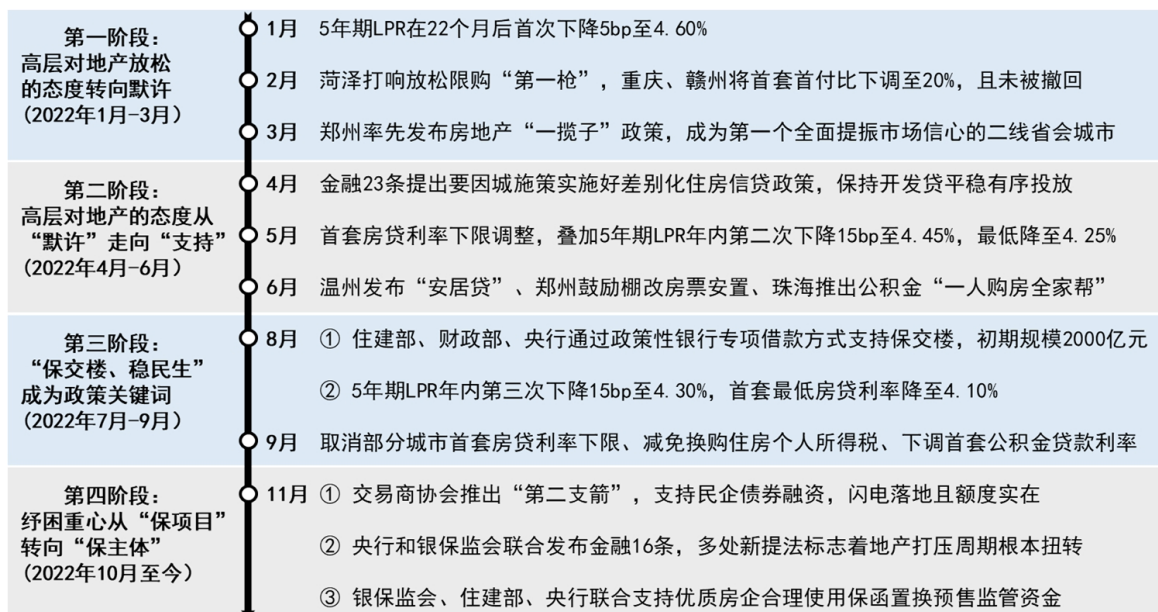
今年房地产政策的推出过程可概括为四个阶段，且放松力度和范围不断加大：

- ◆ **第一阶段：2022 年 1-3 月，高层对房地产放松的态度转向默许，各城市纷纷松绑限购限贷政策。**1 月，5 年期 LPR 在 22 个月首次下降 5bp 至 4.6%。2 月，山东菏泽打响放松限购“第一枪”，重庆、江西赣州将首套首付比下调至 20%，且未被撤回。3 月，郑州率先发布房地产“一揽子”政策，取消认房又认贷，成为第一个全面提振房地产市场信心的二线省会城市。
- ◆ **第二阶段：2022 年 4-6 月，以 429 政治局会议为标志，高层对房地产放松的态度从“默许”走向“支持”。**4 月，央行、外汇管理局联合印发金融 23 条，提出要因城施策实施好差别化住房信贷政策，保持开发贷平稳有序投放。5 月，首套房贷利率下限调整为五年期 LPR 减 20BP，叠加 5 年期 LPR 年内第二次下降 15bp 至 4.45%，最低房贷利率降至 4.25%。**地方政府努力降低购房门槛**。6 月，温州发布“安居贷”、郑州鼓励棚改房票安置、珠海推出“一人购房全家帮”。
- ◆ **第三阶段：2022 年 7-9 月，以 728 政治局会议为标志，“保交楼、稳民生”成为政策关键词。**8 月，住建部、财政部、央行通过政策性银行专项借款方式支持保交楼，初期规模 2000 亿元。各地政府纷纷响应，如郑州设立 100 亿元房地产纾困专项基金，并于 9 月印发保交楼专项行动实施方案。**此外，高能级需求端政策也逐步出台。**8 月，5 年期 LPR 年内第三次下降 15bp 至 4.30%，首套最低房贷利率降至 4.10%。9 月，央行和银保监会取消部分城市首套房贷利率

下限、财政部减免换购住房个人所得税、央行下调首套房公积金贷款利率。

- ◆ **第四阶段：10 月至今，高层逐渐将纾困重心从“保项目”转向“保主体”，房企融资端政策接踵而至。**11 月，交易商协会推出“第二支箭”，支持民企债券融资，闪电落地且额度实在；央行和银保监会联合发布金融 16 条，多处新提法标志着地产打压周期根本扭转；银保监会、住建部、央行联合支持优质房企合理使用保函置换预售监管资金。**随着时间推移，需求端放松的城市能级开始逐渐上移，北京通州、上海临港限购放宽，杭州二套首付比例降至 40%。**

图19：2022 年以来房地产政策推出过程的四个阶段



资料来源：相关政府网站，国信证券经济研究所整理

表5: 2022 年以来中央针对房地产市场的部分表态

时间	表态单位	表态内容
2月8日	央行、银保监会	明确保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，加大对保障性租赁住房的支持力度。
3月2日	银保监会主席郭树清	去年房价下降，房地产的泡沫化、货币化的问题发生了根本性的扭转，楼市不像以前那么活跃，但是住房还是需要的，特别是租赁住房，做这方面的金融服务很有意义。现在房地产的价格做调整，需求方面结构产生变化，对金融业来说是好事，但是我们不希望调整得太剧烈，对经济影响得太大，还是要平稳的转换。
3月5日	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
3月16日	国务院金融委	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。
4月18日	央行、外汇管理局	强调因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
4月20日	央行、银保监会	区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
4月24日	住建部	要坚持底线思维，高度重视房地产领域风险，防范化解城乡建设领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。
4月29日	中共中央政治局	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
5月15日	央行、银保监会	首套房贷利率下限调整为不低于五年期 LPR 减 20BP，二套房贷利率下限不变；在此基础上，各城市自主确定首套和二套住房按揭贷款利率加点下限。
7月17日	银保监会	针对多地业主因楼盘延期交付宣布停止还贷事件，银行既要遵循市场化、法治化原则，又要主动承担社会责任，千方百计推动“保交楼”；主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工、早交付；依法保障金融消费者合法权益。
7月28日	中共中央政治局	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
8月16日	国家卫健委等十七部门	进一步完善和落实积极生育支持措施，精准实施购房租房倾斜政策，住房政策向多子女家庭倾斜。
8月19日	住建部、财政部、央行	通过政策性银行专项借款支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，精准聚焦“保交楼、稳民生”。
8月19日	银行间市场交易商协会	通过中债增进公司增信支持的方式支持民营企业发债融资，首批试点企业包括龙湖集团、金地集团、碧桂园、旭辉控股、新城控股、远洋集团。
9月29日	央行、银保监会	阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。
9月30日	财政部、税务总局	对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
9月30日	央行	下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。
11月8日	银行间市场交易商协会	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房企在内的民营企业发债融资。
11月11日	央行、银保监会	发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（金融 16 条），多处新提法态度转向明显。
11月14日	银保监会、住建部、央行	发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房企合理使用预售监管资金。

资料来源：相关政府网站，国信证券经济研究所整理

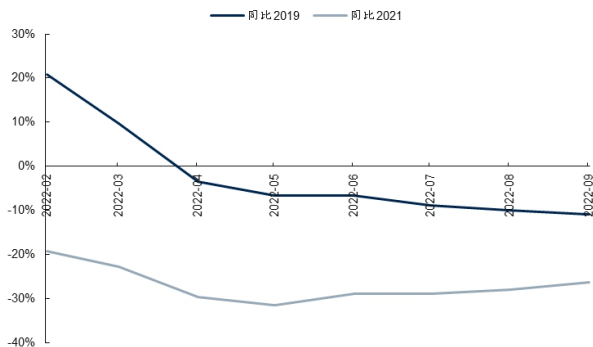
销售：三大因素压制，楼市支持政策效果受限

尽管从 2021 年四季度开始，各类楼市支持措施不断，力度越来越强，同时房贷利率也不断下调（目前已低于 2016 年年初的低点），但房地产销售整体上“死水微澜”，没有看到太大的反弹，二者形成鲜明对比。

据国家统计局，2022 年 1-9 月，全国商品房销售额为 9.9 万亿元，同比-26.3%，销售面积 10.1 亿平方米，同比-22.2%，据此计算平均房价为 9799 元/平方米，同比-4.1%。据克而瑞数据，2022 年 1-10 月，百强房企销售额 5.9 万亿元，同比-44.5%，“金九银十”基本落空。尽管 8 月到 10 月销售增速有所修复，但主要原因在于基数效应，几乎没有真实复苏。

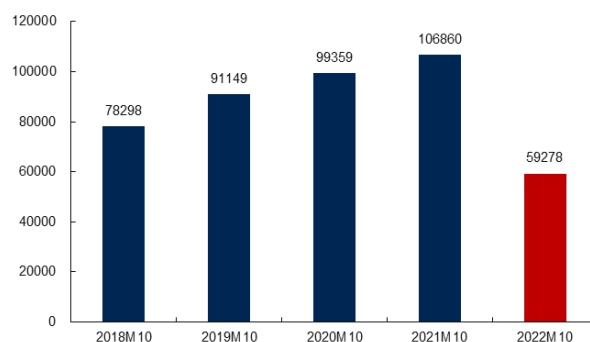
销售萎靡的具体原因我们在上文“三座大山对冲放松政策，危及资产负债表”部分已经阐述，即收入信心减弱、房价预期下调、烂尾担忧三大因素的压制。本轮销售下行，与以往由“调控政策+房贷利率”决定的短周期波动，有着本质的不同

图20: 商品房销售额累计增速 (单位: %)



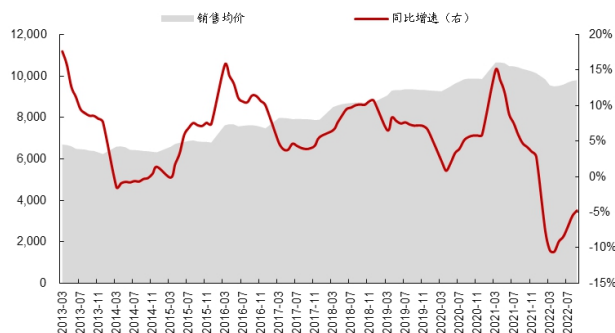
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图21: 百强房企前十月销售额 (单位: 亿元)



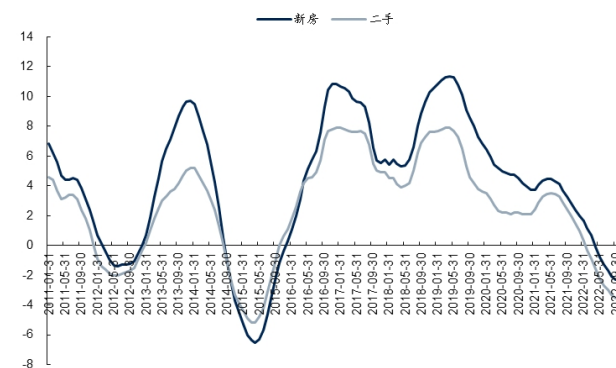
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图22: 商品房销售均价及同比增速 (单位: 元/平方米, %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图23: 70 城新房及二手价格指数同比增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

投资: 施工成主要拖累, 土地购置同步向下

2022 年 1-9 月, 房地产开发投资完成额 (后称房地产投资) 为 10.4 万亿元, 同比-8%。截至 2022 年 9 月, 房地产投资单月增速已连续 12 个月为负 (2022 年 2 月数据小幅为正, 可能是数据异常, 且无代表性), 累计增速已连续 6 个月为负 (除 2020 年年初受到疫情扰动, 历史上开发投资累计增速从未出现负值)。可以说, 自 98 年以来, 我国从未经历过房地产开发投资如此弱势的时期。

进一步分析房地产投资如此弱势的原因, 可以看出, 本年开发投资弱势的原因在于工程施工增速大幅下降, 构成开发投资的主要拖累, 同时土地购置也同步向下。直观来说, 就是房企因为销售回款不畅和融资受限, 不仅没有意愿和能力拿地, 而且没有能力保证在建工程的正常施工。

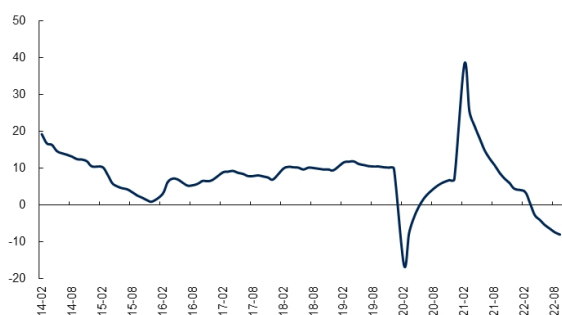
房地产投资有两个主要的分项, 分别是: 1. 建筑安装工程投资, 对应房企花在工程施工上的钱; 2. 土地购置费, 衡量房企花在土地购置上的钱。两者占到房地产投资的 95%左右, 可以决定房地产投资的总量和方向。

◆ 工程施工成主要拖累, 拉低开发投资增速 5.6%。截至 2022 年 9 月, 建筑工

程投资累计增速已连续 6 个月为负，且降幅逐渐加大。历史上，2018 年和 2020 年 3 到 5 月均出现过施工投资连续为负，2018 年是由于房企普遍开始追求快周转，2020 年则主要是由于疫情影响。

- ◆ **土地购置也同步向下，拉低开发投资增速 1.4%。**2022 年 1-9 月，土地购置费为 3.3 万亿元，同比-5%，拉低开发投资增速 1.4%。**本年土地购置费的下降幅度与市场感知并不相符，也与典型房企拿地情况、财政部土地出让金数据相左。**不过回溯历史，土地购置费与土地出让金一般仅趋势相同，幅度历来不同，后续可能仍需观察。至于与典型房企拿地情况的差异，可能主要来自地方城投和小型房企的拿地行为。

图24: 房地产开发投资累计增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图25: 施工与拿地对开发投资的拉动（单位：%）



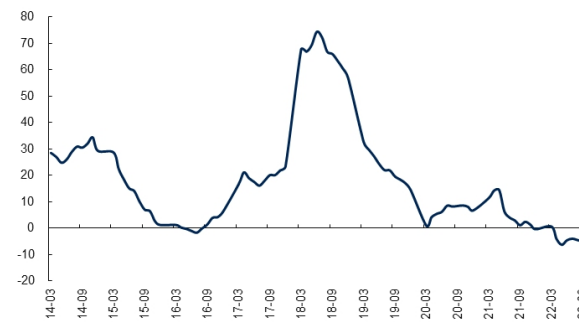
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图26: 建筑工程投资累计增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图27: 土地购置费累计增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

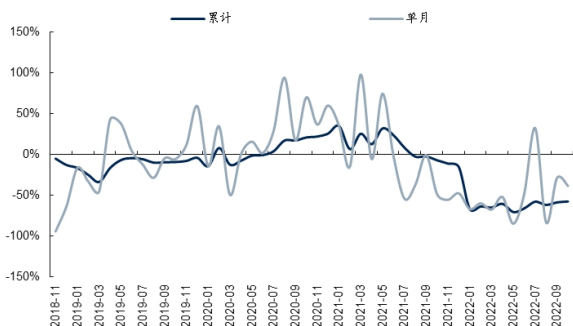
土地：房企趋于谨慎，土地市场遇冷

2022 年 1-10 月，百强房企拿地金额合计 1.4 万亿元，同比-57.4%，整体拿地销售比 24.1%，相对上年同期下降大幅 7.3pct。销售持续低迷、新增融资受限、债务偿还压力三大因素之下，房企对后市的态度趋于谨慎，拿地能力也大大受损，主观和客观两方面共同导致房企拿地大幅减少。

相应的，土地市场十分冷清。2022 年 1-8 月，土地出让金总额为 3.4 万亿元，同比-28.5%，单月增速也已连续 13 个月为负。从本年 22 城集中供地的情况来看，呈现四个特点：

- ◆ **供需双弱**：全年共推出地块 1401 块，较去年下降 53%（仅合肥供地增加），成交地块 1244 块，较去年下降 45%（仅合肥、成都、杭州成交增加）。从成交面积和成交额看，22 城全年共实现成交地块面积 5706 万平方米，同比下降 51%；实现成交建筑面积 12477 万平方米，同比下降 51%。
- ◆ **低价成交创新高**：2022 年第三批集中供地底价成交率高达 71%，为历次新高。同时，在已完成第四批集中供地的南京、苏州、无锡中，全部 35 块成交地块均为底价成交。溢价成交率亦有所降低，2022 年第三批集中供地溢价成交率仅为 18%，接近历次最低点。
- ◆ **溢价率维持低位**：2022 年第三批集中供地整体溢价率为 2.5%，为历次最低。分城市看，在最新一批集中供地中，宁波、合肥、北京、杭州溢价率分别为 8.6%、7.6%、6.1%、5.1%，其余城市溢价率均小于 5%，其中超过一半的城市溢价率小于 1%。
- ◆ **国央企及城投托底比重加速上升**：2022 年第三批集中供地中，国央企整体拿地比例达 76%，较本年第二次集中供地上升 9pct。分城市看，广州、厦门、北京、深圳等城市国央企及城投拿地现象较为突出。

图28：百强房企拿地金额增速（单位：%）



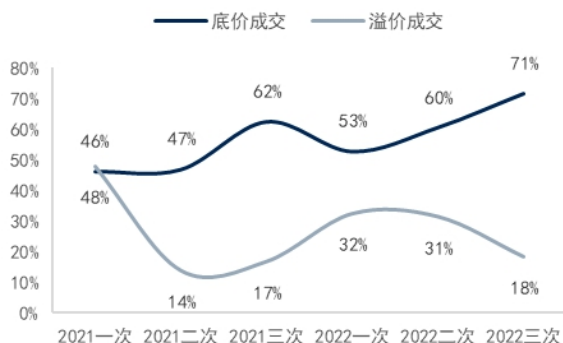
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图29：百强房企拿地强度（单位：%）



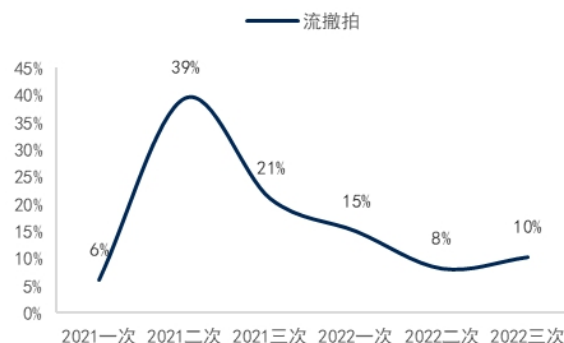
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图30: 22 城集中供地整体底价、溢价成交率



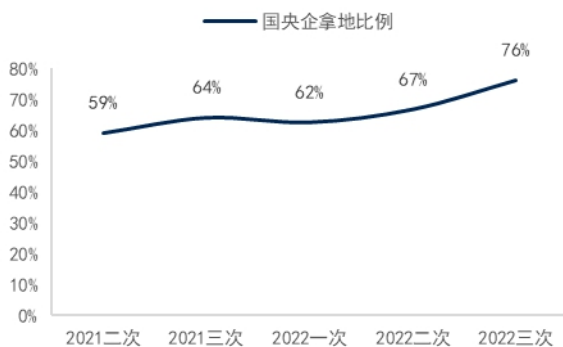
资料来源：中指研究院、国信证券经济研究所整理

图31：22 城集中供地整体流拍撤拍率



资料来源：中指研究院、国信证券经济研究所整理

图32: 集中供地国央企拿地比例趋势



资料来源：中指研究院、国信证券经济研究所整理

图33: 22 年第一批次集中供地国央企拿地比例



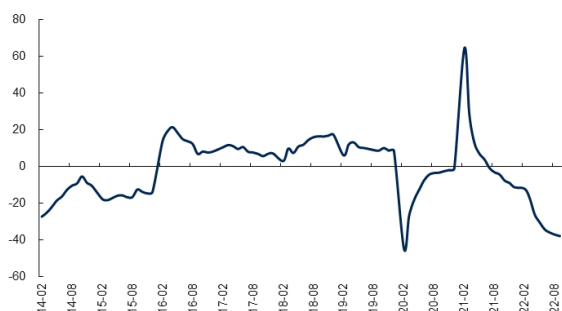
资料来源：中指研究院、国信证券经济研究所整理

开竣工：销售低迷压制开工，资金紧张迟缓竣工

2022 年 1-9 月，新开工面积为 9.5 亿平方米，同比-38%，增速创历史最低（剔除疫情突发的 2020 年 2 月），单月增速连续 17 个月为负，持续时间也超过以往。一般来说，新开工受到开工意愿和在手土储两方面的影响。开工意愿一般占主导，开工意愿持平的情况下，也会受到在手土储的约束。**2021 年的开工下行主要由于在手土储减少，本年则主要是开工意愿的下行导致的。**

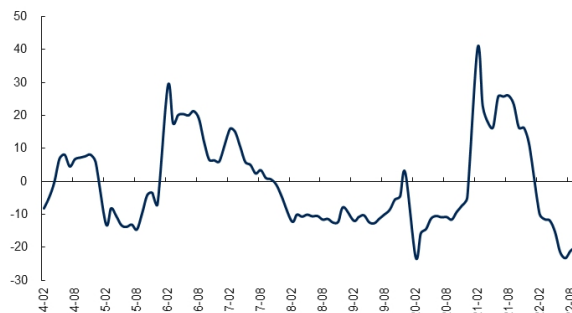
2022 年 1-9 月，竣工面积为 4.1 亿平方米，同比-19.9%，9 月单月增速-6%，相对二季度有明显好转。我们在《2022 年年度策略》中已经论述，**竣工增速的高峰就是 2021 年，未来几年都是逐步回落的趋势**。但是考虑到本年竣工的滞后，2023 年竣工增速会比较高（后文会详细讨论）。

图34: 房屋新开工面积累计增速（单位：%）



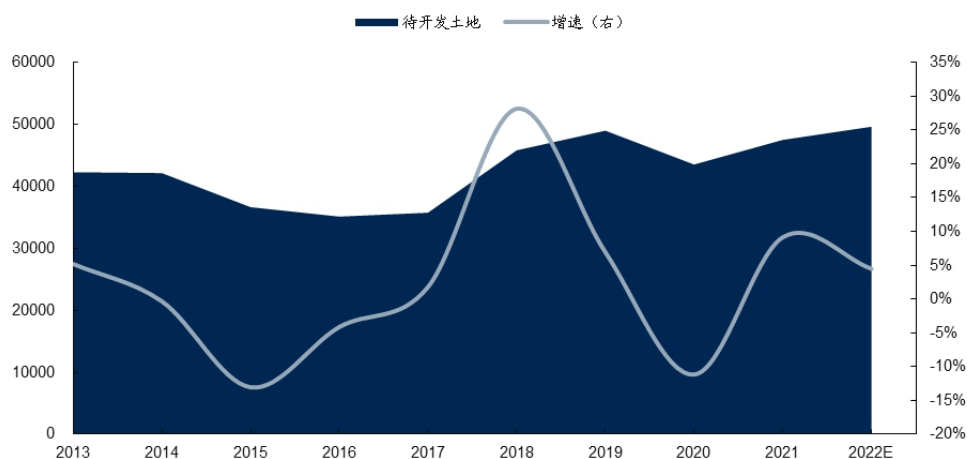
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图35: 房屋竣工面积累计增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图36: 年末待开发土地面积及增速（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，财政部，wind，国信证券经济研究所整理

融资：融资能力受损，资金供需错配

2022年1-9月，房地产到位资金合计11.4万亿元，同比-24.5%，累计增速仍处历史最差低水平，同时单月增速已连续14个月为负，时间跨度创历史新高。分项来看，国内贷款同比-27.2%，自筹资金同比-14.1%，定金及预收款同比-34.1%，个人按揭贷款同比-23.7%。可见，**房地产到位资金下滑的原因包括销售下行、银行融资能力（开发贷为主）和非银融资能力（信用债、ABS、信托等）受损**。历史上，三大主要融资来源同时低迷的情况并不多见。

银行融资方面，开发贷投放力度仍处底部区域。2022年三季度末房地产开发贷余额为12.7万亿元，同比+4%，增速小幅提高但仍处于历史底部。2022年上半年新增开发贷金额为6485亿元，同比少增8615亿元，降幅达57.1%。

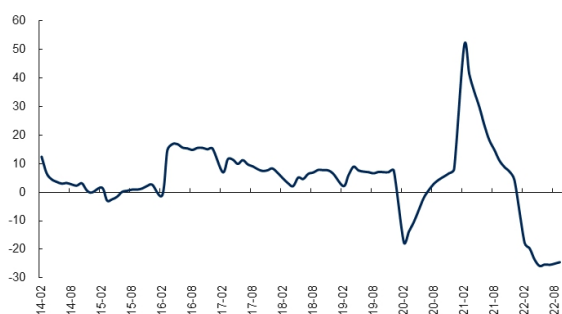
非银融资方面，海外债和信托发行骤降，信用债发行也有回落。2022年1-10月，房企共发行信用债、海外债、信托和ABS合计7534亿元，同比-51.8%。其中，降

幅最大的是海外债（同比-92.3%）和信托（同比-83.5%）。2022年1-10月，房企海外债共发行202亿元，不及2021年1个月的平均发行额。

本年房企融资的大幅收缩，显然已经与“三道红线”“两集中”等融资限制政策无关。核心原因在于：1. 销售下行，房企资产价值缩水，信用能力受损；2. “天雷滚滚”之下，财务可信度逼近于0，甚至逐步危及央企信仰；3. 市场预期不佳，部分企业融资意愿下降，资金供需错配。

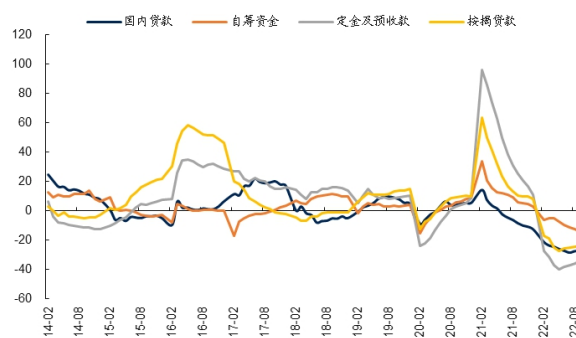
相应的，当前放松相关的融资限制措施已没有实际的作用，绳子可以往回拉，但不能往前推，只有彻底解决信用危机，重树土地信仰，才有可能看到融资恢复常态。

图37：房地产开发到位资金同比增速（单位：%）



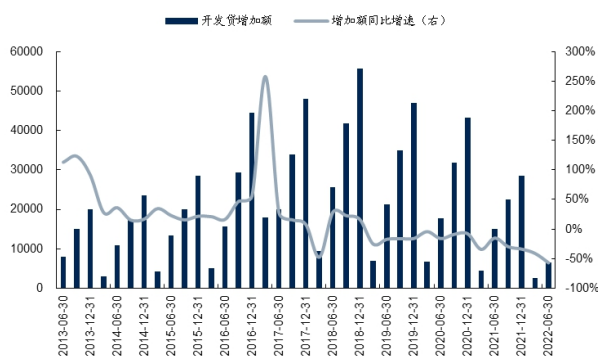
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图38：四大主要资金来源同比增速（单位：%）



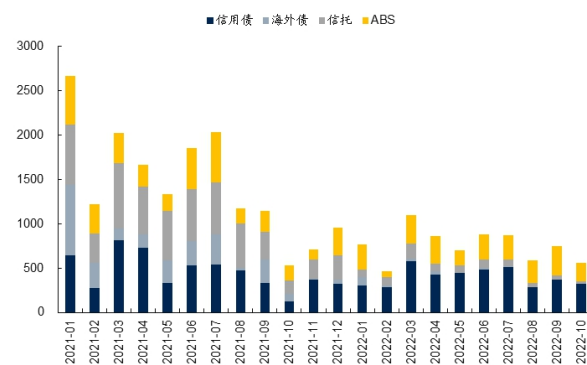
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图39：开发贷增加额同比增速（单位：亿元，%）



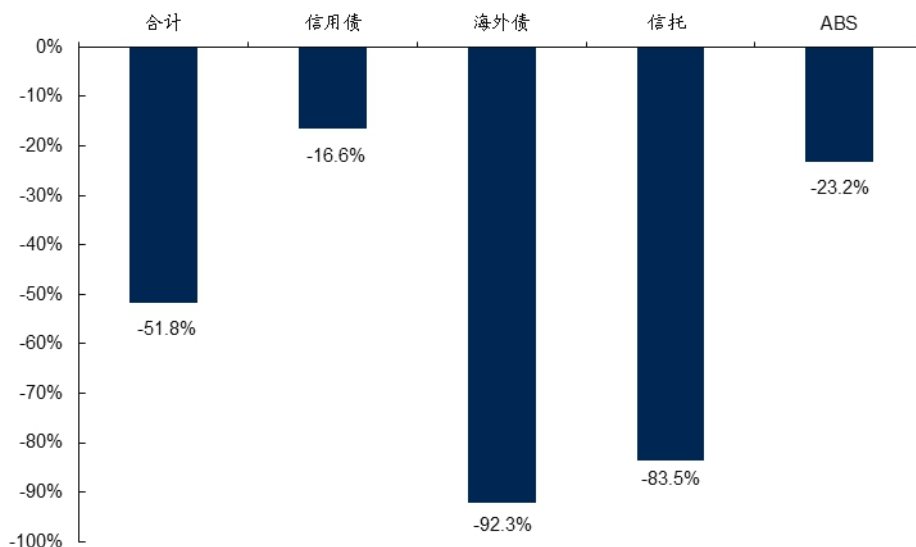
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图40：月度非银融资金额（单位：亿元）



资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

图41：四大非银融资渠道降幅（2020年1-10月）



资料来源：中指院，国信证券经济研究所整理

展望 2023：最差的、最好的、最可能的

鉴于近两年房地产行业的极端特殊性，线性外推的方法可能都是站不住脚的。首先，不同的年份，不同的供需关系，会带来各个指标间关系的变化，没有固定的“由 A 到 B”的关系，“治世不一道，便国不法古”。其次，不能忽视房企作为一个市场主体，面对不同供需关系的行为变化。比如 2015 年和 2017 年，销售增速是差不多的，但拿地强度差别很大。

在讨论和预测之前，我们需要对预测思路进行重新梳理。

再议不同供需关系下的宏观指标

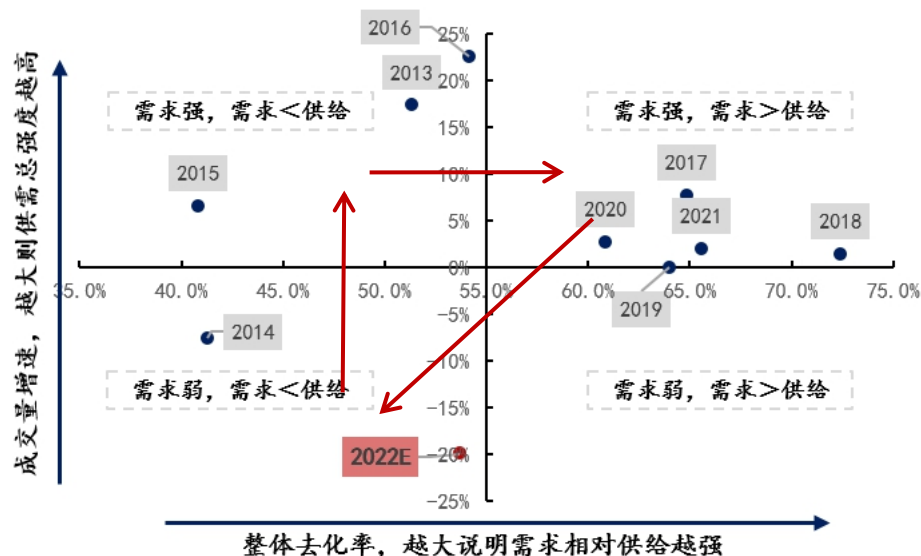
作为解释，我们选择三个不同的典型年份，讨论当时房企的行为特点。

我们用成交量衡量供需总体强度，用去化率衡量供需相对强度，用“成交量+去化率”共同刻画市场的整体供需关系。

成交量即销量，用商品房成交面积表示。2022 年 1-10 月，全国商品房成交面积为 11.1 亿平方米，同比-22.3%，预计全年成交面积为 14.3 亿平方米，同比-20%。与一般工业企业对照，成交量即销量，是供需关系的结果，衡量供需总体强度。成交量高意味着，需求和供给至少有一个是比较强的。但无法显示供需的相对强度，即到底是因为需求拉动还是供给推动。

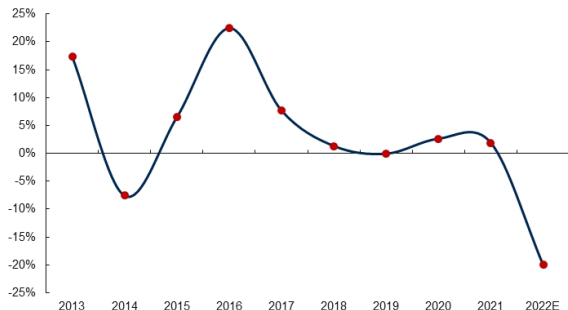
去化率类似产能利用率，用库存去化率表示。我们以“当年销售面积/年初总库存”来计算库存去化率，其中年初总库存为“年初待开发土地面积*3+年初已开工未售面积”。2021 年库存去化率为 65.6%，2022 年预计为 53.7%，大幅下降 12pct，创 7 年新低。与一般工业企业对照，去化率类似于产能利用率，衡量供需相对强度。之所以不使用价格，是因为：1. 价格受成交结构影响很大，2. 价格的灵敏度不够，且受到政策扰动较大。

图42: 不同年份的供需关系划分



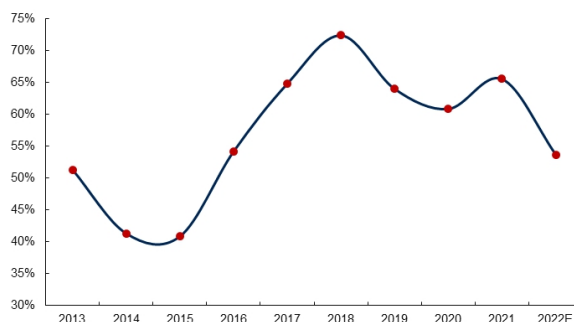
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图43: 历年销售面积及增速（单位：万平方米，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图44: 历年库存去化率



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

需求弱，需求小于供给：2014 年

近十年，2014 年是除 2022 年以外，房企最难受的一年（从指标看，2015 年尽管也不景气，但已经能够嗅到春天的气息）。这一年，成交量小幅下滑（-7.6%），但库存去化率仅 41.3%，相对 2013 年下降 10pct，需求走弱，且需求大幅小于供给。概况起来，就是：1. 需求萎靡，且看不到转机；2. 库存达到历史高位，且仍在积累；3. 房价预期悲观。

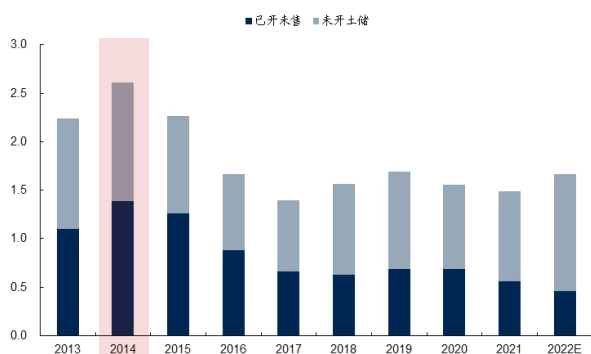
这一时期房企的行为特点为：

- ◆ 信心低迷：“白银时代”的说法就是此时提出，获得绝大多数房企认同。
- ◆ 拿地变少：上半年受 2013 年影响拿地尚可，但下半年急转直下，与 2021 年非常接近。

- ◆ **消极开工按时竣工**：去化周期创新高，已开工项目滞销，新推货并无意义，因此消极开工。同时，竣工更多是一种义务，2015 年之前极致快周转并非主流模式，因此销售下行对按时竣工影响并不大。

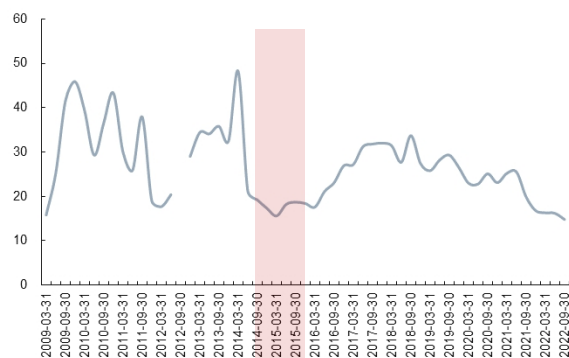
相应的，这一时期宏观指标的特点为：1. 土地出让金/土地购置费增速高位回落；2. 投资主要靠施工投资拉动，土地购置的拉动不明显；3. 开工低、竣工正常。

图45: 历年广义库存去化周期（单位：年）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图46: 预期房价上涨的人数占比（单位：%）



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

需求强，需求小于供给：2016 年

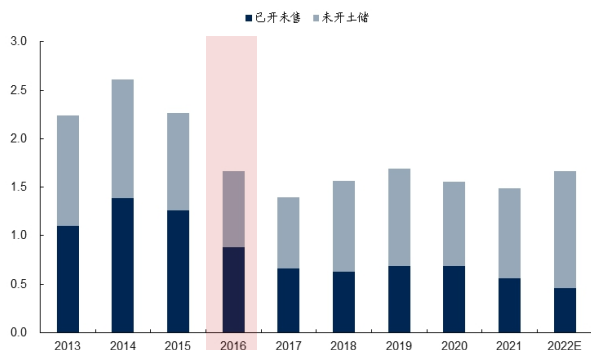
2015 年年底，中央提出房地产去库存，2016 年成为我国史上最大房地产牛市的起点。这一年，成交量大幅增长（+22.5%，近十年最高），但库存去化率为 54.2%，低于近十年平均水平，属于典型的需求走强，但需求仍小于供给的年份。概况起来，就是：1. 需求变好，房子卖得很快；2. 库存明显下降，但仍然不低；3. 房价预期开始趋于乐观。

这一时期房企的行为特点为：

- ◆ **信心修复**：市场一改三年颓势，销售增速大幅增长，房企对未来的信心开始变得乐观，但还没到 2017/2018 年信心爆棚的程度。
- ◆ **拿地开始积极**：不管是已开工楼盘还是未开工土储，都消耗很快，加上 2014 年和 2015 年拿地很少，房企拿地开始变得积极，但还没到饥渴的程度。
- ◆ **积极开工竣工**：市场好了，抓主窗口期推货，而开工是推货的前提。同时，之前因为市场不好而停工的项目，逐渐恢复施工和竣工。

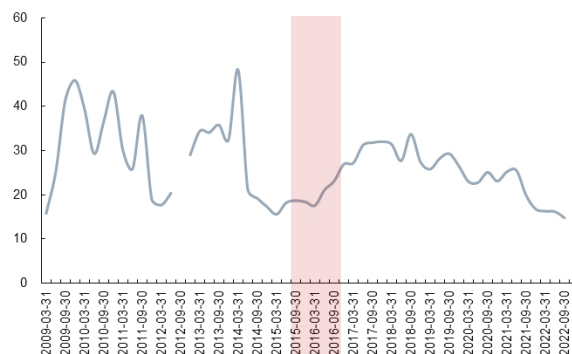
相应的，这一时期宏观指标的特点为：1. 土地出让金/土地购置费增速明显修复；2. 投资高增，但主要靠施工投资拉动，土地购置的拉动不明显；3. 开工高、竣工高。

图47: 历年广义库存去化周期 (单位: 年)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图48: 预期房价上涨的人数占比 (单位: %)



资料来源: 央行, 国信证券经济研究所整理

需求强, 需求大于供给: 2018 年

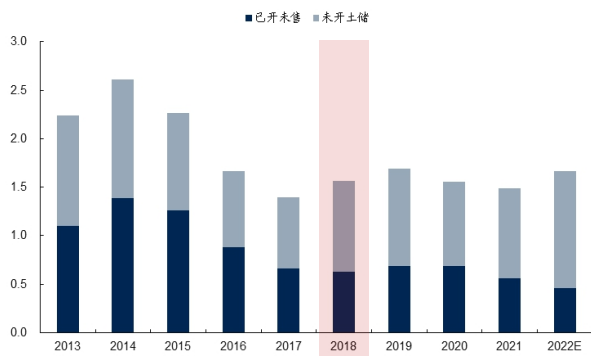
2018 年是房地产行业的高光时刻, 总量再创新高是一方面 (2020 年和 2021 年更高), 更重要的是库存去化率达到历史高位 (72.4%), 属于典型的需求强, 且需求大于供给的年份。概况起来, 就是: 1. 需求很好, 房子不愁卖; 2. 库存去化很快, 在手货值显得不足; 3. 房价上涨 (不会跌) 成共识。

这一时期房企的行为特点为:

- ◆ **信心爆棚:** 业绩连续两年超预期, 一般就要考虑打造“百年老店”了, 人才、制度 (不执行但一定要有)、企业文化都要跟上。
- ◆ **拿地激进:** 在手土储尽管还有, 但相对于销售显得捉襟见肘, 再不圈地就没办法保持行业地位, 必须积极拿地, 土储质量要求降低。
- ◆ **资金饥渴:** 拿地需要钱, 同时又不愁卖, 所以高成本融资、挪用预售资金、供应商欠款成了很多房企的选择。

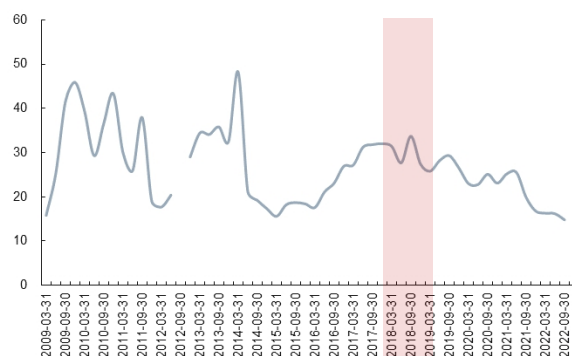
相应的, 这一时期宏观指标的特点为: 1. 土地出让金/土地购置费高增; 2. 投资高增, 但主要靠拿地拉动, 施工投资负增长; 3. 开工高、竣工低。

图49: 历年广义库存去化周期 (单位: 年)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图50: 预期房价上涨的人数占比 (单位: %)



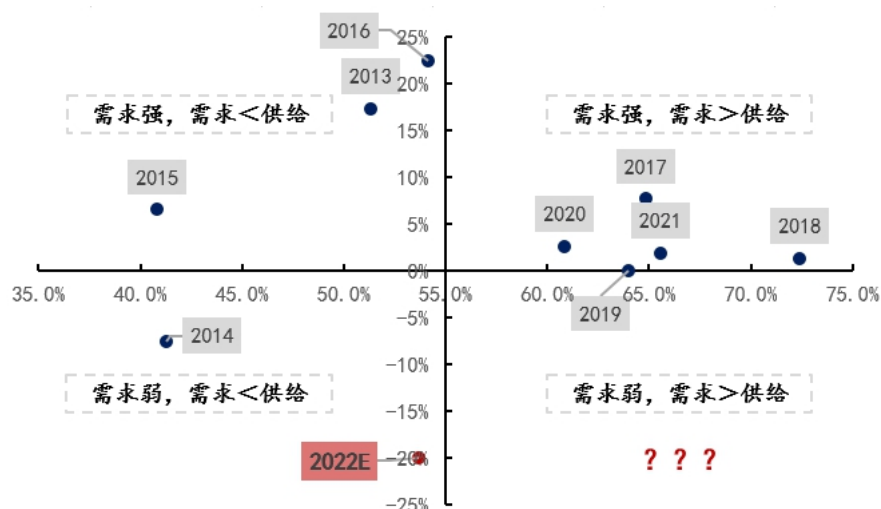
资料来源: 央行, 国信证券经济研究所整理

需求弱，需求大于供给：未出现过，但 2023 年可能出现

逻辑上存在需求弱，但需求大于供给的情况，但回顾历史，中国的房地产业尚未出现过类似的年份，原因很简单：短周期需求的变化往往比供给更加迅速，从第三象限，往往最先走到第二象限，而不是第四象限。当然，以往未出现，不代表将来不会出现。

那么，2023 年会出现这种情况吗？我们认为存在这种可能性。从数据上说，若销售增速在-10%到 0 之间，那么对应的去化率为 54%到 66%，会落入第四象限，即“需求弱，需求大于供给”。原因在于 2022 年拿地支出的降幅近似于 2015 年，但目前来看，需求的复苏力度恐怕不及 2016 年。

图51：2023 年会进入第四象限吗？



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

当前供需关系下的指标关系

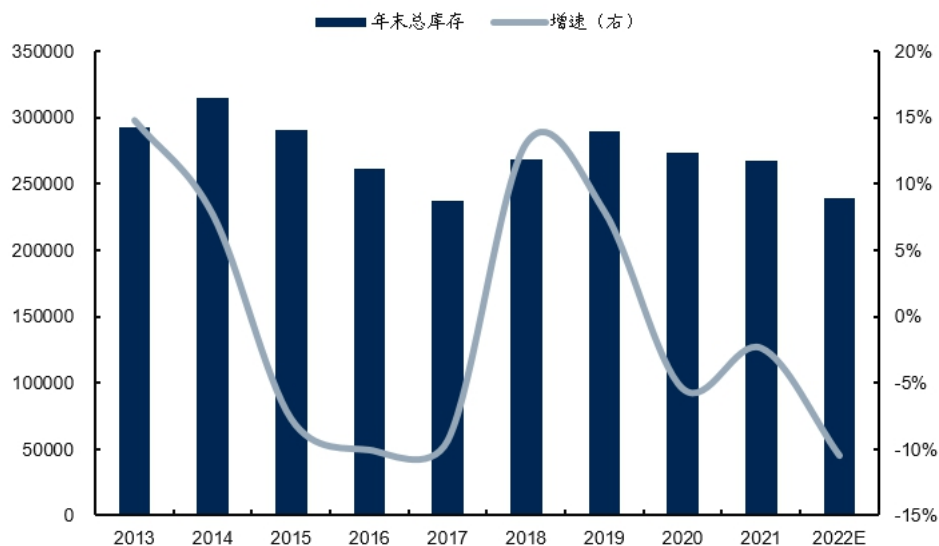
2022 年供需双弱，需求弱于供给

回顾两个指标近 10 年的表现，可以看到 2022 年呈现典型的供需双弱格局，在过去 10 年中，最近似的是 2014 年：

- ◆ **成交量增速 10 年最低，显示供需总体强度非常弱**：2022 年商品房销售面积预计为 14.3 亿平方米，同比-20%，增速创 10 年最低，显示供需总体强度非常弱，也可以简单地说，需求弱于任何一年。
- ◆ **库存去化率 7 年最低，显示需求相对于供给更弱**：2022 年预计库存去化率为 53.7%，相对 2021 年下降 12pct，创近 7 年最低，显示出在供需双弱的情况下，需求相对于供给更弱。但由于需求也弱，供需失衡的严重程度低于 2014 年和 2015 年。

从以上两个指标可以看出，2022 年供需总体都弱，但需求比供给更弱，成交量下行主因并非供给。这似乎是一个显而易见的结论，但量上的差别直接影响我们对明年的判断。同时可以确定的是，由于供给强度较低（尽管相对于需求还是充足的），不管 2023 年需求复苏强度如何，都不可能进入第二象限，也就是“需求强，需求小于供给”的情况。

图52: 历年年末总库存及增速（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

回顾 2014：供需双弱下的指标关系

大致来说，2022 年类似于 2014 年：

- ◆ 从需求强度和供需关系上看，都是供需双弱，区别是 2022 年需求明显更弱（成交面积增速：-20% Vs. -7.6%），但供大于求的程度更低（库存去化率：53.7% Vs. 41.3%）。
- ◆ 政策上均是年初开始各地放松调控，四季度中央出台力度更大的放松政策，区别是 2022 年四季度的政策主要集中在供给侧（金融 16 条 Vs. “认房不认贷”）。
- ◆ 房贷利率持续下调，但 2022 年开始的更早（Q1 Vs. Q4）。

在 2014 年和 2015 年各个指标特点的基础上进行修正，是我们预测 2023 年的主要思路。

表6: 2022 年与 2014 年对比

	销售面积增速	库存去化率	政策调整	房贷利率
2022	-20% (E)	-53.7% (E)	金融 16 条（供给端）	Q1 开始下调
2014	-7.6%	41.3%	认房不认贷（需求端）	Q4 开始下调

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

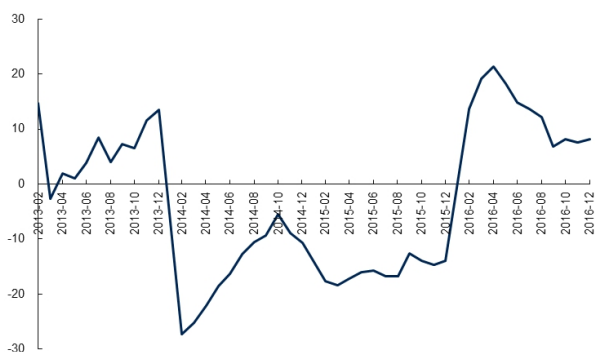
新开工：开工意愿不足，低迷长达两年

2014 年 2 月至 2015 年 12 月，新开工累计增速连续两年为负，单月增速也仅有 3 个月为正，新开工低迷的持续时间史上最长。核心原因在于过低去化率导致房企开工意愿不足，并非土储不够（开工能力）。

2014 年库存去化率仅 41.3%，相对 2013 年大幅下降 10pct，特别是到下半年，市场寒意明显。但土储是充足的，2013 年末和 2014 年末待开发土地面积分别为 2.9 亿平方米和 3.1 亿平方米，分别同比+14.8%和+7.7%。所以，2014 年和 2015 年的

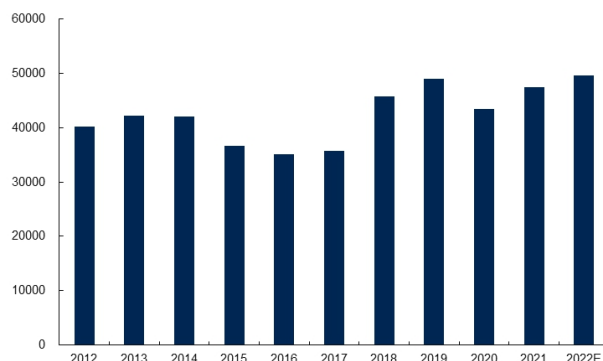
新开工低迷，主要原因在于开工意愿，而非开工能力。

图53: 2014 年和 2015 年新开工增速持续低迷（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图54: 2014 年和 2015 年土储充足（单位：万平方米）



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

竣工：滞后销售一年的正常起落，参考意义不大

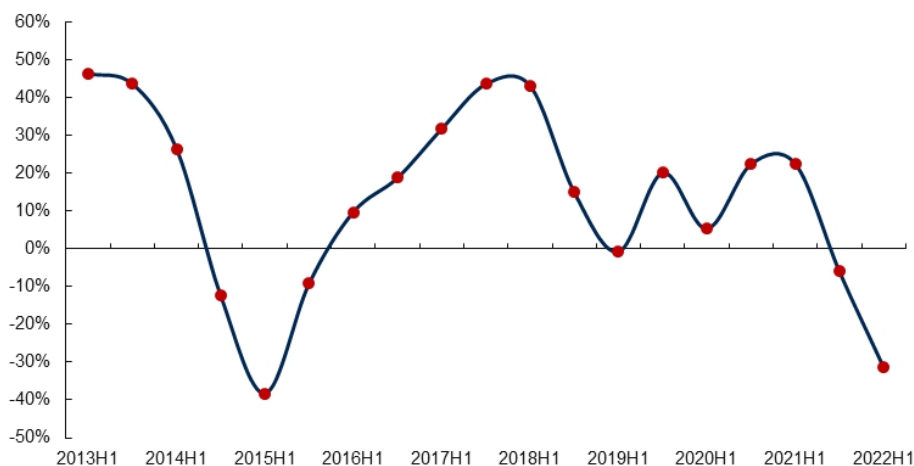
2014 年的竣工主要延续了 2013 年的趋势，并相对 2013 年有所提升，主要反映的是 2013 销售小高峰中期房部分的交房。相应的，2015 年竣工下行，主要原因是 2014 年销售下行。整体上，当时的竣工更多是一种滞后于销售一年左右的正常起落。

但需要说明的是，自从 2015 年快周转成为普遍追求以来，这样稳定的领先滞后关系已经不存在了。这一点我们在 2019 年的《竣工之谜》中有详细阐述，在此不展开。

拿地：低去化高库存，拿地急速回落

2014 年上半年在 2013 年市场火热的惯性下，拿地金额同比+26.3%（土地出让金口径，住宅和商业用地占比 90%以上），但随着市场迅速趋冷，2014 年下半年开始拿地迅速回落，2014 年下半年拿地金额同比-12.4%，2015 年进一步下行至-21.4%。主要原因是当时迅速下降的库存去化率（相对 2013 年下降 10pct）之下，房企库存迅速上升，拿地意愿大幅下降。

图55: 2014H2 土地出让金增速大幅下降（单位：万平方米）



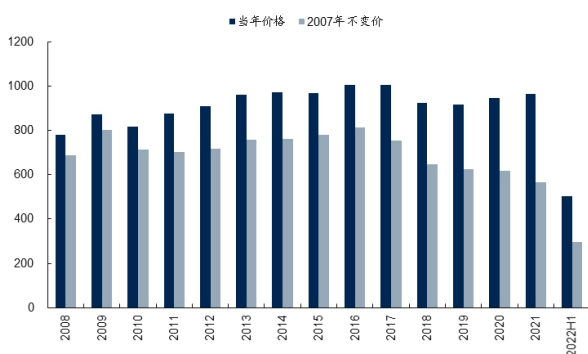
资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

施工：施工强度并未显著下滑

尽管 2014 年市场非常艰难，但房企并未显著降低施工强度。按照当时价格计算，2014 年每平方米施工面积对应的施工投资额为 971 元，相对于 2013 年还有小幅增长。可见单纯从市场情况推测施工投资并不合理。

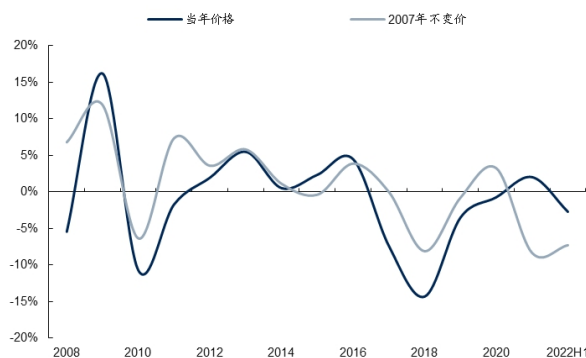
原因在于，房企的施工是一个连续但是尤其起伏的过程，前期为了达到预售条件、中后期为了赶交房，会有两个强度高峰。同时，两种情况又往往同时存在，表现在数据上，就是施工强度的变化并不剧烈。

图56: 历年施工强度（单位：元/平方米）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图57: 历年施工强度增速



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

2023 年的三种推演：最差的、最好的、最可能的

在开始分析和推演之前，结合上文我们对不同供需关系下房企行为和宏观表现的总结，需要先明确两点：

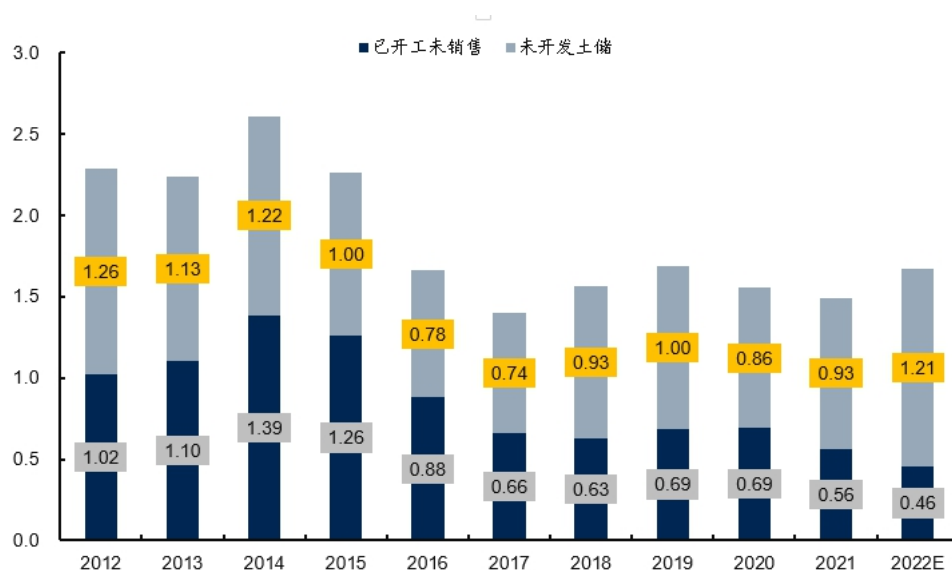
- ◆ 2023 年的核心变量是需求强度，供给并不构成障碍，当前的土储是充足的，

由于我们对需求复苏的弹性持谨慎态度，2023 年有可能进入第四象限；

- ◆ 收入信心是当前压制需求的“三座大山”中最核心的一个，因此 2023 年的需求有内生性（烂尾担忧缓解），但更多的还是外生性（收入信心何时改善），所以我们只能给出三种可能的路径。

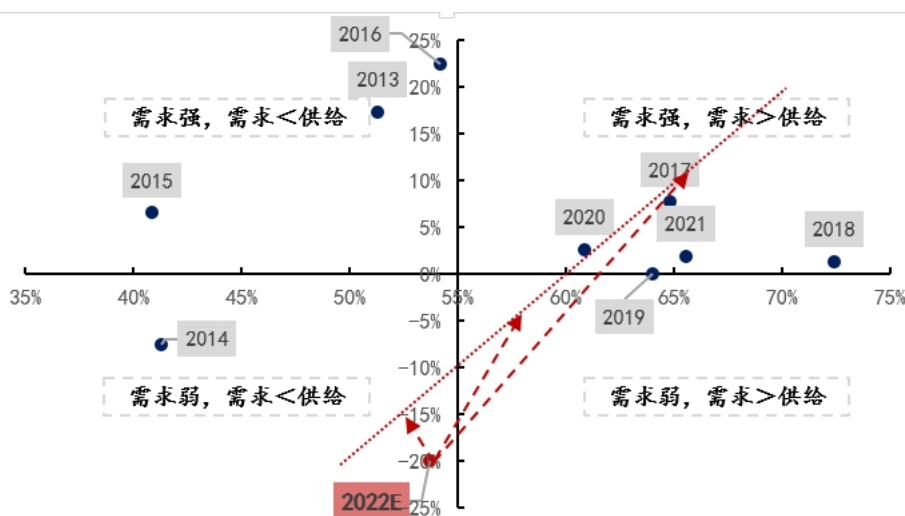
作为 2023 年增速的基础，先给出对 2022 年全年数据的预测：投资 13.4 万亿元，同比-9.3%；销售面积 14.3 亿平方米，同比-20%；销售额 13.6 万亿元，同比-25%；新开工面积 12.9 亿平方米，同比-35%；竣工面积 8.6 亿平方米，同比-15%。

图58：已开未售与未开土储去化周期（单位：年）



资料来源：国家统计局，财政部，国信证券经济研究所整理

图59：2023 年供需关系的可能范围与路径



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

最差的方向：销售降幅收窄，但去化进一步下行

行业图景：寒冬延续

若收入信心不得到较大修复，且未出台足够有效的购房需求支持政策，那么需求可能会延续弱势。对应的行业图景大概是：1. 销售延续弱势，房价进一步回落；2. 广义库存（已开未售+未开土储）去化周期被动进一步拉长，土地市场延续冷清；3. 房企信心继续减弱，部分国央企也开始裁员收缩。——走向 2014 年和 2015 年。

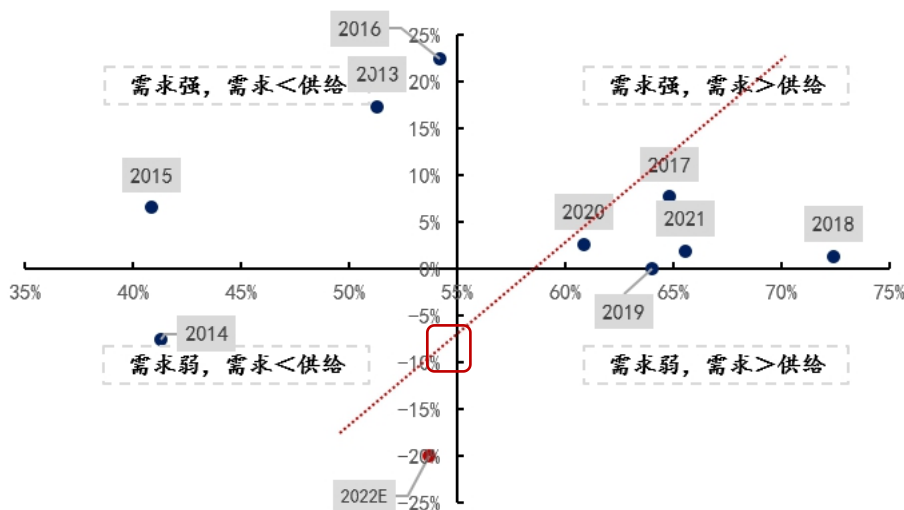
考虑到居民收入预期自 3 季度已经边际改善，叠加一系列供需两端支持政策的出台，我们认为这种情况出现的概率不大。

宏观表现：主要指标不佳，竣工可期

销售：跌幅收窄至-10%，库存去化率低位徘徊

考虑到本年较低的基数，以及“三座大山”中烂尾担忧的边际好转，预计 2023 年销售面积跌幅收窄至-10%（12.9 亿平方米），对应的销售额增速预计为-15%到-20%（11.6 万亿元），库存去化率为 54%，几乎与 2022 年持平。

图60: 最差情形下 2023 年的供需关系

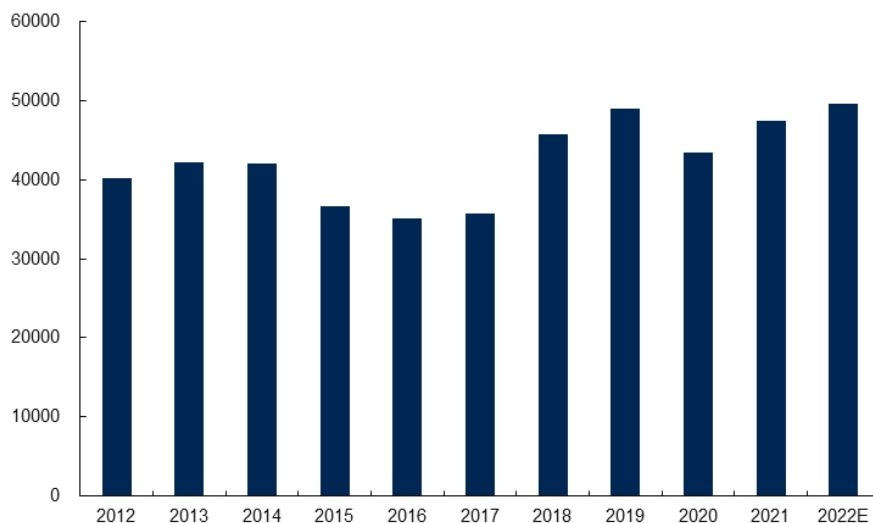


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新开工：开工意愿低迷，同比-20%

如前所述，新开工能力主要取决于当前在手土储，2022 年末待开发土储预计为 4.96 亿平方米，同比+4.4%，原因在于尽管本年拿地大幅下滑，但销售下滑同样明显。新开工意愿则主要取决于去化率，去化率低位徘徊必将压制新开工意愿。预计 2023 年新开工面积为-20%（10.3 亿平方米）。

图61：2022 年末在手土储充足



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

竣工：“保交楼”效果值得期待，增速超 30%

“金融 19 条”提出“保交楼”不再限于后续货值满足专项借款和配套融资还款要求的项目，同时提出相关金融机构在发放相关贷款时“尽职尽责”。11 月 21 日，央行副行长潘功胜提出在前期专项借款的基础上，央行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。整体上看，以往“保交楼”的实质障碍大幅解除，效果值得期待。

据此，我们预计 2022 年竣工面积为 8.6 亿平方米，同比-15%。2023 年竣工面积将达到 11.6 亿平方米（自发竣工 9.6 亿平方米，回补 2022 年竣工 2 亿平方米），同比+34.7%。

土地：土地出让金跌幅预计在-10%以内

在本节销售低迷、去化较低、在手土储较多的情形下，土地市场显然没有重新回暖的基础。但是要注意的是，由于当前供过于求的程度明显低于 2015 年，而 2015 年在较高基数下，土地出让金跌幅也只有-21.4%，因此我们认为，2023 年土地出让金跌幅预计在-10%以内。

投资：施工支撑，拿地拖累，同比-0.8%

土地购置费预计同比-20%。土地购置费相对于土地出让金一般较为平稳，但趋势是一样的，并且会有或长或短的滞后，主要与土地购置费的分期计入有关。考虑到 2022 年土地市场冷清，且 2023 年也不会扭转，同时房企新推货的意愿也不高，土地购置费预计延续下行至-20%。

施工投资预计同比+8.1%。施工投资的预判比较难，因为施工强度跟市场情况并无直接关系（典型如 2014 年至 2017 年，市场变化很大，但施工强度没有显著差异），而施工面积的构成又很复杂（与直观印象差异很大）。

我们倾向于采取如下方法估算：

1. 2022 年施工投资预计为 8 万亿，同比-9.5%，这是疫情影响、周期下行、暴雷等，导致开工与竣工都不景气造成的。如果没有疫情和暴雷，仅考虑市场下行的话，应该是多少呢？参考 2014 年相对 2013 年施工投资增速下降了 13.4pct，2022 年理论上施工投资增速应该为-4.8%，对应施工投资为 8.45 万亿。
2. 相对于 8 万亿，多出的 0.45 万亿，可以看做本年疫情和暴雷等非周期事件对建安投资的影响。这一部分应该会在 2023 年自然增速的基础上回补。
3. 在本节的悲观情形下，开工延续低迷，但正常施工和竣工（区别于“保交楼”）还是会进行。所以 2023 年的自然施工投资应该在 8 万亿与 8.45 万亿之间，取均值 8.2 万亿。
4. 自发的施工投资加上回补的施工投资，2023 年施工投资预计为 8.65 万亿，同比+8.1%。

表7：最差情形下的开发投资估算（单位：亿元）

项目	金额：22Q3	金额：22E	金额：23E	增速：22Q3	增速：22E	增速：23E
土地购置费	33312	40460	32368	-5.0%	-7.0%	-20.0%
建筑工程投资	60771	80464	86981	-8.5%	-9.5%	8.1%
安装工程投资	3519	4696	5212	-11.3%	-12.0%	11.0%
其他	5957	8245	8245	-16.3%	-16.3%	0.0%
房地产开发投资	103559	133864	132806	-8.0%	-9.3%	-0.8%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

最好的方向：需求强劲复苏，去化大幅走高

行业图景：一夜入春

若收入信心得到明显改善、烂尾担忧根本解除、出台足够有效的购房需求支持政策，需求有可能明显回暖。对应的行业图景大概是：1. 销售 V 型反转，房价止跌企稳，部分区域房价上涨；2. 库存去化周期大幅下降，土地市场回暖；3. 房企信心明显改善，有能力的房企积极拿地，项目收并购频率增加。——跨入 2017 年。

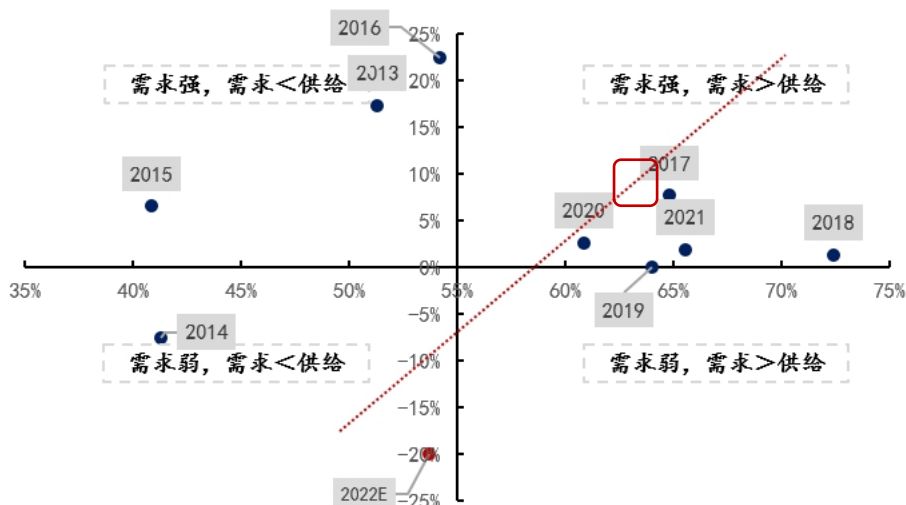
我们认为这种情况出现的概率尽管也不大，但高于上文“最差的方向”。

宏观表现：主要指标均有明显改善

销售：销售同比+10%，去化率提升至 66%

若需求复苏，预计 2023 年销售面积同比+10%（14.7 亿平方米），对应的销售额增速预计为 12%（15.2 万亿元），库存去化率为 66%，达到 2017 年的水平。

图62: 最好情形下 2023 年的供需关系



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

新开工：意愿恢复，土储充足，同比+20%

开工意愿主要取决于去化率，去化率大幅改善将恢复房企的开工意愿，同时 2022 年末待开发土储预计为 4.9 亿平方米，对应可开工面积约 17 亿平方米，土储充足。预计 2023 年新开工面积为 15.5 亿平方米，同比+20%。

竣工：不必做调整，预计也是超 30%

竣工主要来自于交付义务的履行，“保交楼”相关政策的落地情况是关键。市场的回暖、房企的上岸，与“保交楼”政策更多是一种互补的关系，因此不做调整。

土地：土地出让金预计+15%

2017 年土地出让金同比+40.7%，由于此种情形下的销售增速与去化率与 2017 年类似，那么明年土地市场的回暖基本是确定的。但考虑到短期内融资渠道仍然有限，同时市场预期也不及当时，预计 2023 年土地出让金同比+15%。

投资：施工拿地双支撑，同比+9.5%

土地购置费方面，考虑土地购置费的滞后性，预计 2023 年增速在 0 左右。施工投资方面，主要在上文 8.65 万亿（+8.1%）的基础上进行修正。由于开工会更加乐观（-20%到+20%），新开工净增加 5.2 亿平方米，单方造价 3000 元，初期投入 1000 元，对应增加的施工投资为 0.5 万亿元，总施工投资 9.15 万亿元，同比+13.8%。

则，此时房地产开发投资为 14.6 万亿元，同比+9.5%。

表8: 最差情形下的开发投资估算（单位：亿元）

项目	金额：22Q3	金额：22E	金额：23E	增速：22Q3	增速：22E	增速：23E
土地购置费	33312	40460	40460	-5.0%	-7.0%	0.0%
建筑工程投资	60771	80464	91568	-8.5%	-9.5%	13.8%
安装工程投资	3519	4696	5259	-11.3%	-12.0%	12.0%
其他	5957	8245	9235	-16.3%	-16.3%	12.0%
房地产开发投资	103559	133864	146521	-8.0%	-9.3%	9.5%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

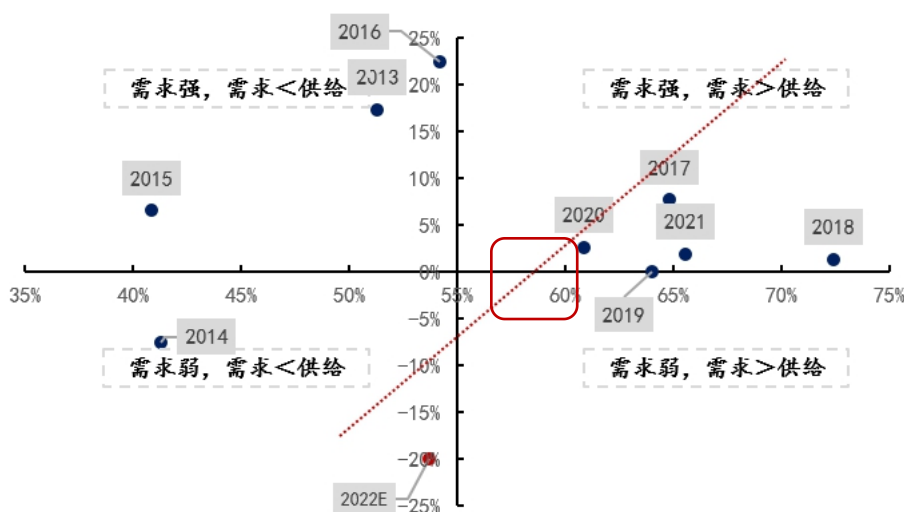
最可能的方向：需求慢复苏，供需弱平衡

行业图景：窄暖还寒

若上述需求回暖的条件没有全部达到，则 2023 年大概是介于最差与最好之间。对应的行业图景大概是：1. 销售小幅改善，房价基本稳定，或降幅收窄；2. 库存去化周期稳中有降；3. 房企信心小幅改善，优质区域、优质地块竞争烈度增加。——类似 2020 年。

我们认为这种情况出现的概率是最大的。

图63：最可能情形下 2023 年的供需关系



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

宏观表现：两者之间，强弱不一

此种情况下，主要宏观指标均介于上述“最差情形”与“最好情形”之间：

- ◆ **销售**：持平或小个位数增长，去化率提升至 60%；
- ◆ **新开工**：持平或小个位数增长，新开工面积 14.3 亿平方米；
- ◆ **竣工**：不管何种情形，增速预计都在 30%以上；
- ◆ **土地**：土地出让金同比+5%；
- ◆ **投资**：施工投资同比+11%，土地购置费同比-10%，投资同比+4.6%。

表9：最可能情形下的开发投资估算（单位：亿元）

项目	金额：22Q3	金额：22E	金额：23E	增速：22Q3	增速：22E	增速：23E
土地购置费	33312	40460	36414	-5.0%	-7.0%	-10.0%
建筑工程投资	60771	80464	89315	-8.5%	-9.5%	11.0%
安装工程投资	3519	4696	5165	-11.3%	-12.0%	10.0%
其他	5957	8245	9070	-16.3%	-16.3%	10.0%

房地产开发投资 103559 133864 139963 -8.0% -9.3% 4.6%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

表10：三种情形下主要指标增速对比

情形	销售面积	库存去化率	开发投资	新开工面积	竣工面积	土地出让金
最差	-10.0%	54.0%	-0.8%	-20.0%	30%+	-10.0%
最好	10.0%	66.0%	9.5%	20.0%	30%+	15.0%
最可能	0.0%	60.0%	4.6%	0.0%	30%+	5.0%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

投资策略：幽而复明，值得拥有

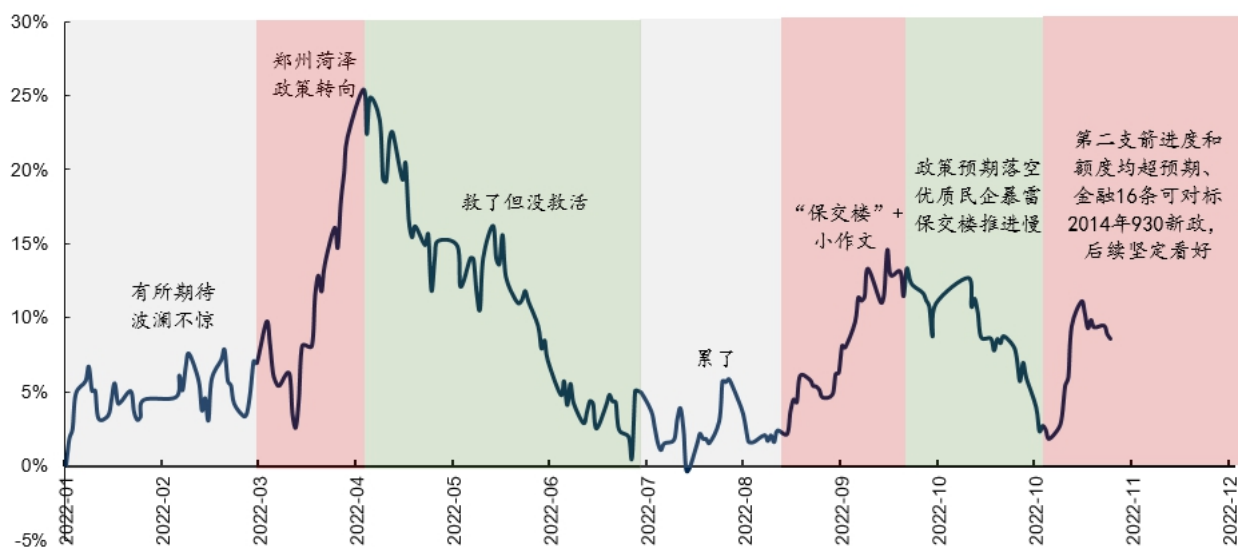
基本面改善是最值得期待的事情

博弈策略依然有效，但基本面的配合越来越重要

以往周期中，地产股表现往往与基本面相反，这是政策博弈策略的基本观点。背后的逻辑也很简单：基本面越差，越可能出台足够“劲爆”的政策。这一点在基本面非常不景气的2022年也大致成立，截至11月23日，申万房地产指数下跌14.7%，沪深300下跌23.3%，地产股仍然是跑赢的。

但显然跑赢的幅度并不高。原因是，以往地产周期下行主要是政策打压所致，是内生性的、可控的，而且整个行业也并不似今日哀鸿遍野，因而市场对政策的有效性是有信心的。但2022年显然并非如此，“三座大山”压制之下，基本面迟迟无法回暖（甚至越来越差，暴雷、烂尾等坏消息接连不断），市场对房地产行业的信心跌落谷底。一次次的期待落空，消耗了市场的耐心，所以出台“金融16条”这样的足以类比14年“930”强度的政策，反而上涨持续不到一周。

图64：2022年地产股超额收益（相对沪深300）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

基本面改善，是 2023 年最值得期待的事情

如前所述，尽管存在销售继续下行的“最差”情形，但概率并不大，基本面的修复是非常值得期待的事情。同时，即使是“最好”情形，销售、房价和土地也不会好到需要政策转向的地步。基本面回暖带来的困境反转，叠加政策博弈的弹性提升，明年地产股的表现是可以给予较高期望的。

2023 年地产股投资的三条主线

主线一：危机中久经考验的优质房企

这一轮危机的长度和烈度史无前例，过度快周转积累下来的风险，在短时间内引爆后，又叠加各种因素对收入信心的打击，前无古人。能够扛过这一轮危机的房企，足以说明其优秀的经营能力和强大的经营资源，值得更高的估值。**推荐：保利发展、招商蛇口、万科 A、龙湖集团、金地集团、绿城中国、新城控股、碧桂园。**

主线二：接近“上岸”的困境反转型标的

这轮史无前例的地产危机之下，不少房企，特别是民营房企遇到了不同程度的资金问题。但实际上，能扛到今年下半年才出问题的民企，主要因素还是市场的下行，与企业自身对杠杆的追求关系不大。随着基本面的改善，以及“金融 16 条”等一系列政策的落地，我们认为困境反转策略的胜率正在大幅提高。**综合胜率和赔率，推荐：旭辉控股集团、旭辉永升服务。**

主线三：被开发拖累的物业板块

物业板块自 2021 年下半年开始，几乎成了房地股的“影子”，以往的现金牛商业模式、流量入口逻辑、消费属性等，也不再被提起。其中有以往过度美好幻想的破灭，比如流量入口逻辑，但主要还是地产行业的拖累。但实际上，物业管理仍然是一个没那么好，但也绝对不差的商业模式，物业公司业绩的稳健性也已经得到证明，对地产的极度悲观，反而带来物业板块的投资良机。**推荐：招商积余、万物云、保利物业、碧桂园服务。**

风险提示

- 1、疫情管控不确定性影响：由于国内疫情的发展具有不确定性，地产销售和施工活动的开展有可能受到直接冲击，造成行业基本面超预期下行。疫情持续对居民收入预期的影响可能进一步制约销售回暖。
- 2、政策落地效果不及预期：目前出台了多项利好政策，包括优质房企发债支持、预售资金监管放松、“保交楼”资金注入等，但考虑到基层执行意愿和实际操作难度，落地效果有待进一步观察。
- 3、房企信用风险事件超预期冲击：如果融资持续受限、销售复苏过慢、房价持续下跌，房企现金流改善不及预期、存货持续贬值，有可能引发更多信用风险事件，将进一步削弱其他房企的投资意愿、影响居民的购房信心、降低金融机构的风险偏好。。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032