

对直觉的背离

证券研究报告

2022年12月10日

——2023年房地产市场展望

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

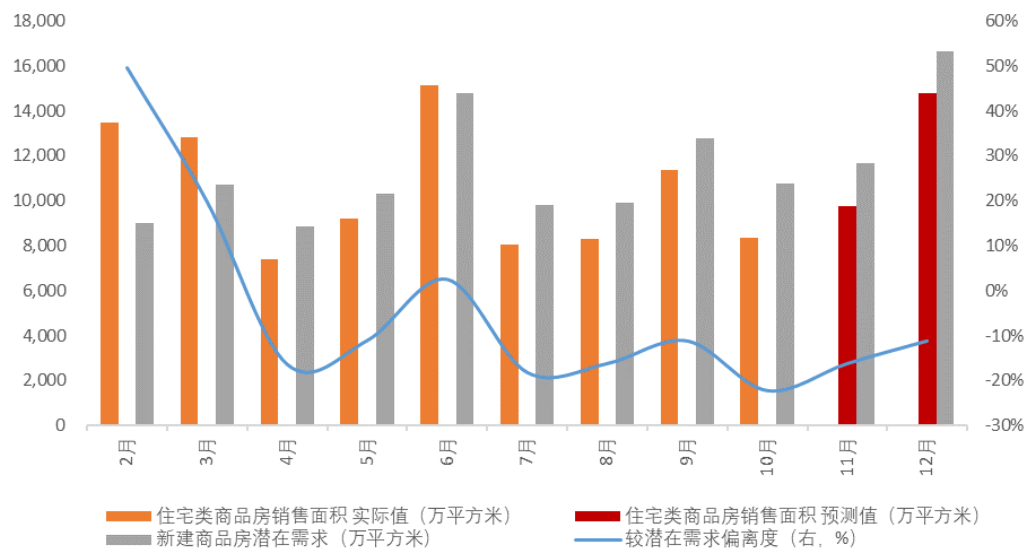
1.1. 2022 年，实际销售较潜在需求存在负偏离

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，可以计算得出 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%。

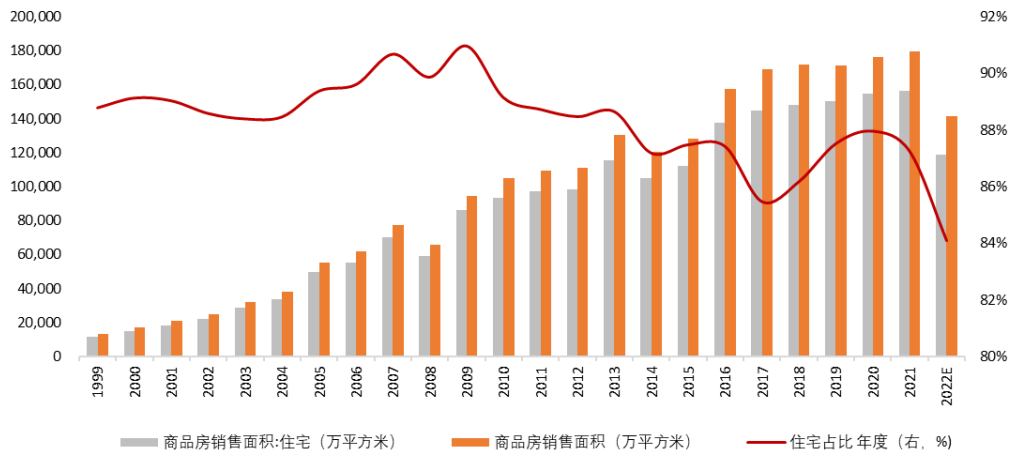
图 1：2022 年住宅类新建商品房实际销售面积较模型预测的潜在需求一定程度的存在负偏离



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

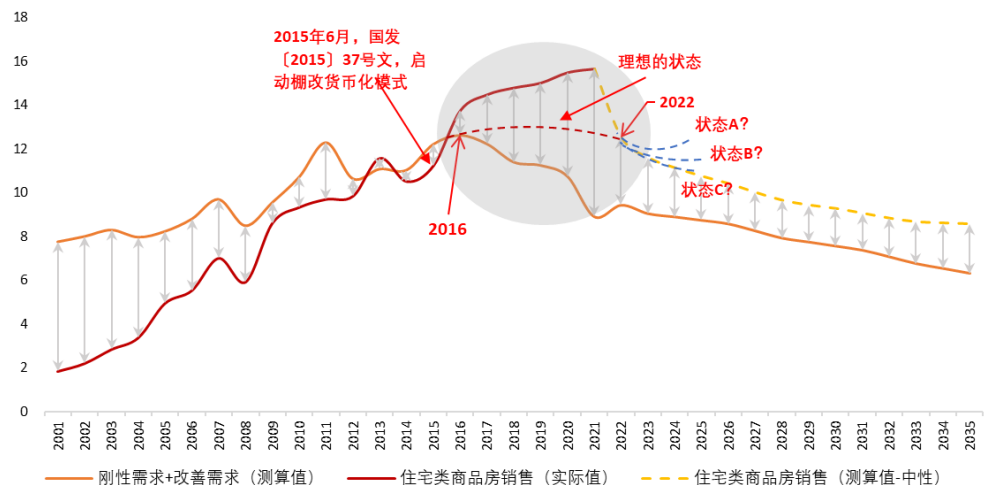
1.2. 大规模刺激并非合意的需求政策

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。

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

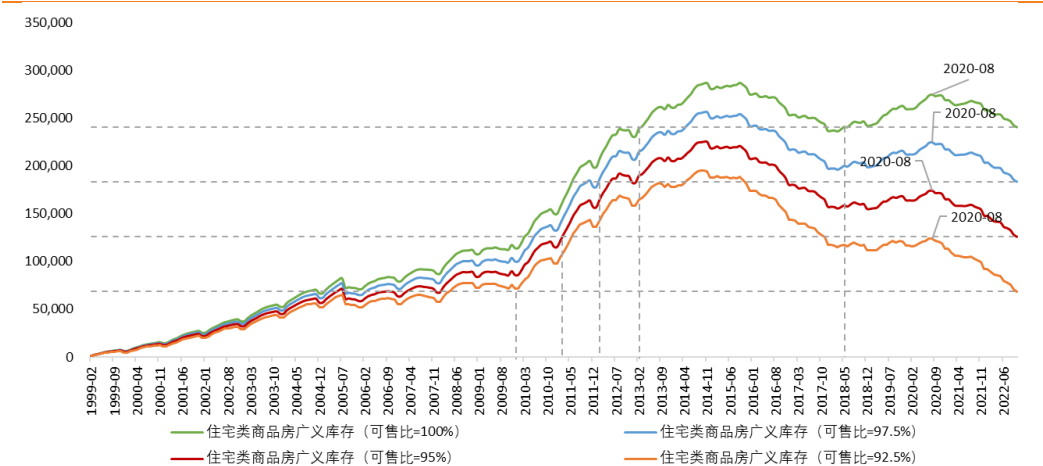
对统计局自 1999 年以来的数据进行持续计算（忽略 1999 年以前的商品房库存），可以得到当前的商品房广义库存。

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。

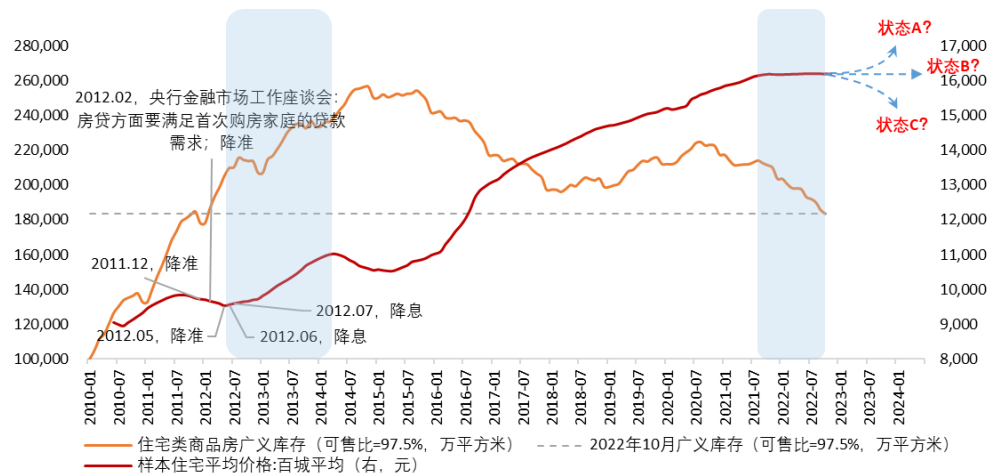
图 4：2020 年 8 月以来，住宅类商品房广义库存持续回落（单位：万平方米）



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。

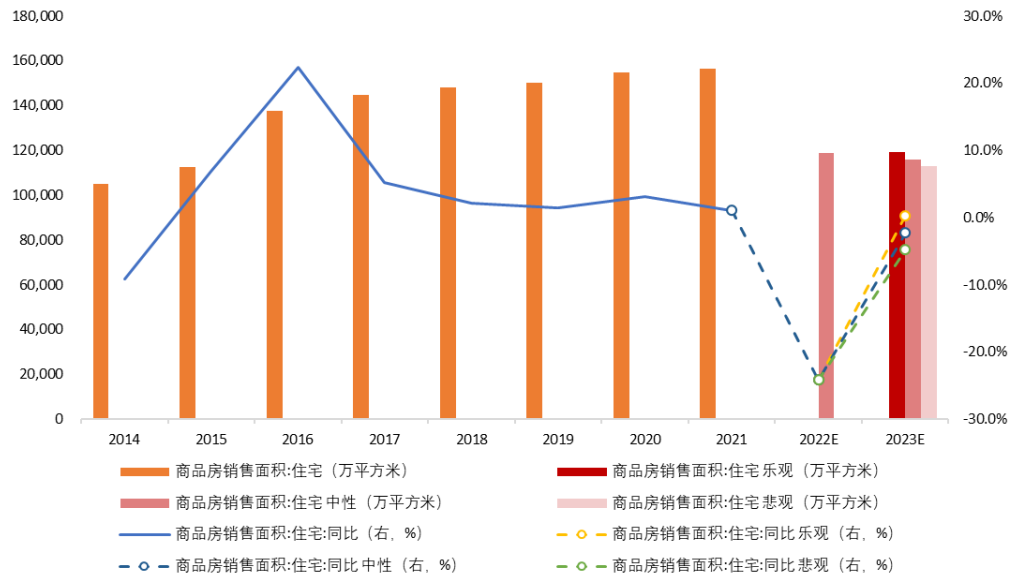
如何平衡地产的短期矛盾和长期矛盾, 是明年地产需求侧政策的难点。我们认为, 当前房地产需求政策的合理目标应当是追求将地产需求托回到潜在需求水平, 同时维持房价的稳定。这对需求侧政策的节奏和精度提出了较高的要求——在供给恢复之前, 需求明显反弹可能会推升房价, 放松力度过大 (尤其是一线城市) 可能会重新激发投机需求。**因此合意的需求侧政策应是持续推进二线及以下城市的逐步放松, 同时重点解决“保交楼”问题来帮助刚性和改善性需求的回补, 而非再一次进行大规模刺激。**

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%。

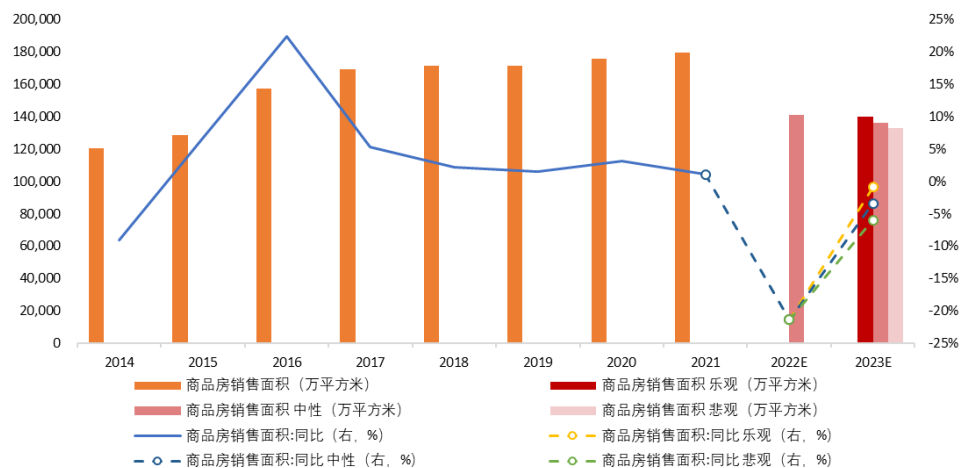
图 6: 2022、2023 年住宅类商品房销售面积及增速预测



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



资料来源: WIND, 天风证券研究所

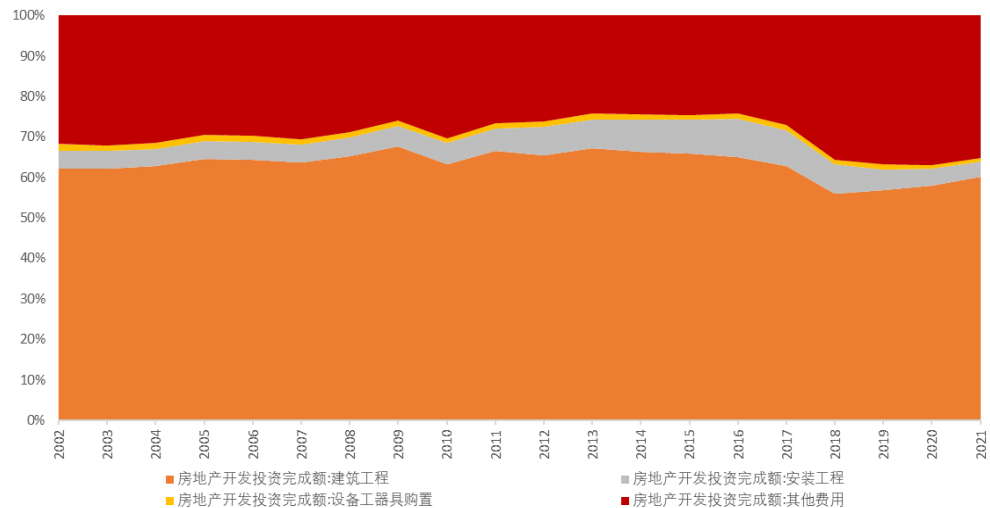
2. 投资端跌幅或将继续扩大

2.1. 从销售到投资

从逻辑上看，预测房地产投资的关键主要在于对房企拿地和开工的判断，分别对应了房地产投资里的建安设备投资和其他费用支出两个部分。

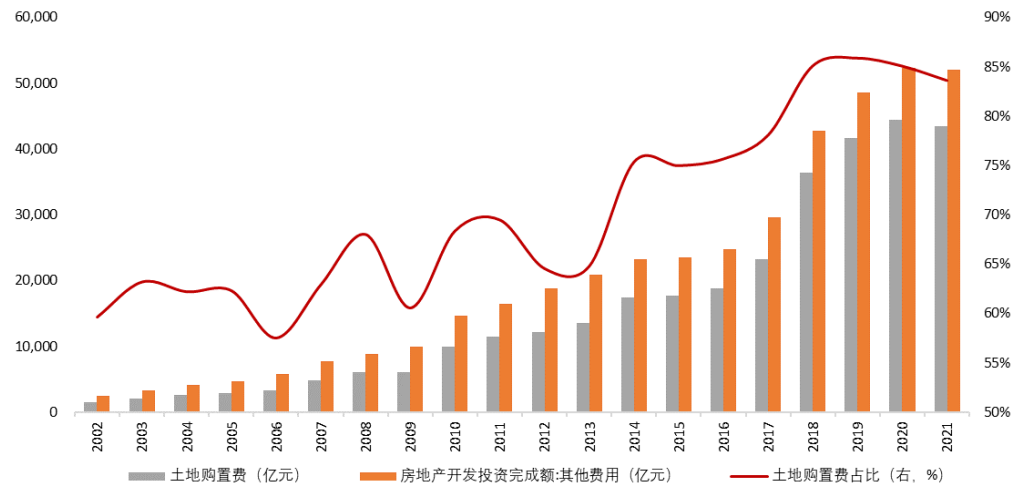
从房地产投资的结构来看，近年来各分项的占比基本稳定，建安设备投资（建筑工程、安装工程、设备工器具购置投资）占比 65% 左右，其他费用占比 35% 左右（其中土地购置费占比 85% 左右）。

图 8：近年来房地产投资的结构基本稳定（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：2018-2021 年，土地购置费占房地产投资其他费用 85%左右

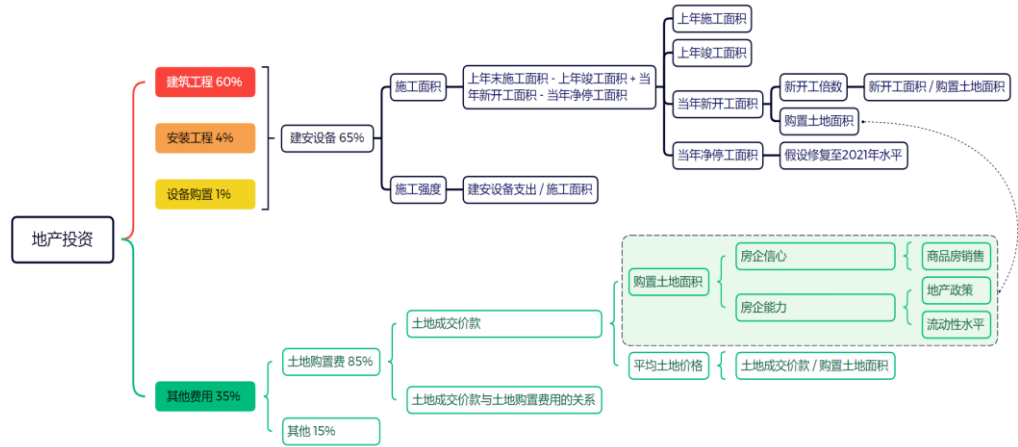


资料来源：WIND，天风证券研究所

销售是分析房地产的起点。房地产投资大体遵循“销售-回款-拿地-开发-销售”的链条，销售状况的好坏，同时决定着房企投资的能力和信心。房地产投资周期长、投入大，只有销售端持续回暖，才能充裕房企的资金，同时提振房企拿地的信心。而拿地又是决定着新开工的上限，因此投资端通常要滞后于销售端。

定性地看，2023 年房地产是仍然面临着较大的压力，这是由房地产行业周期所决定的。2022 年，房企拿地规模显著下降，意味着在土地款分期缴纳和项目分期开发的模式下，明年的应付土地尾款和可开工项目都会面临着继续下滑的风险，土地购置费以及新开工面积可能会对明年的房地产投资形成拖累。

图 10：房地产投资测算框架

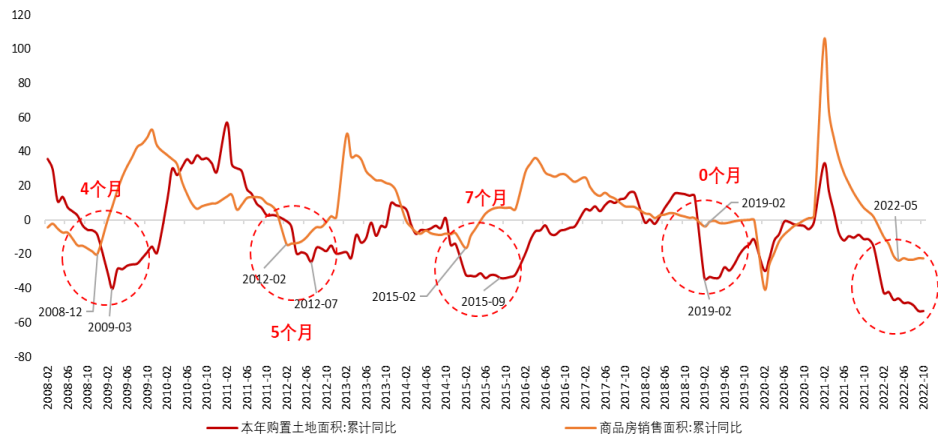


资料来源：天风证券研究所整理

2.2. 预测土地购置费

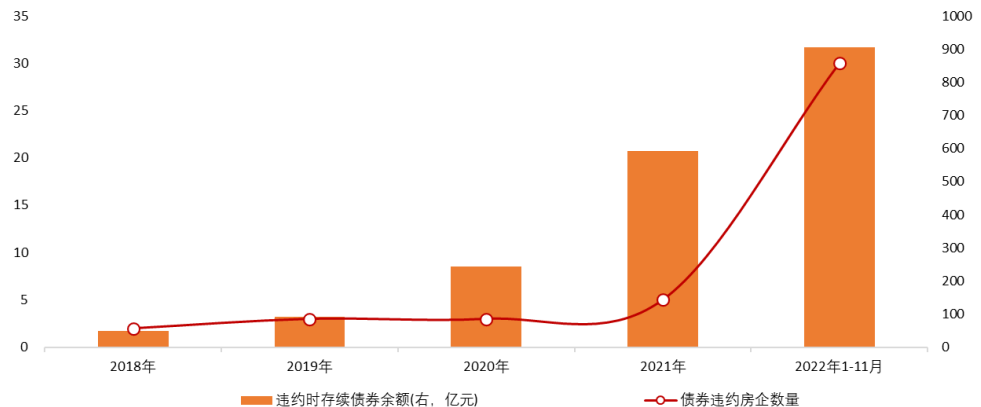
土地购置费是房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而实际支付的费用，从根本上取决于房企拿地。从历史数据来看，商品房销售与房企拿地存在相关性，商品房销售增速的拐点多数情况下领先购置土地面积增速拐点 4-7 个月。而本轮除需求侧因素外，还存在大量民营房企违约、预售资金面临严监管、房地产融资链条收紧等供给侧因素。因此，拿地滞后于销售的时间大概率比历史周期更长。

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：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

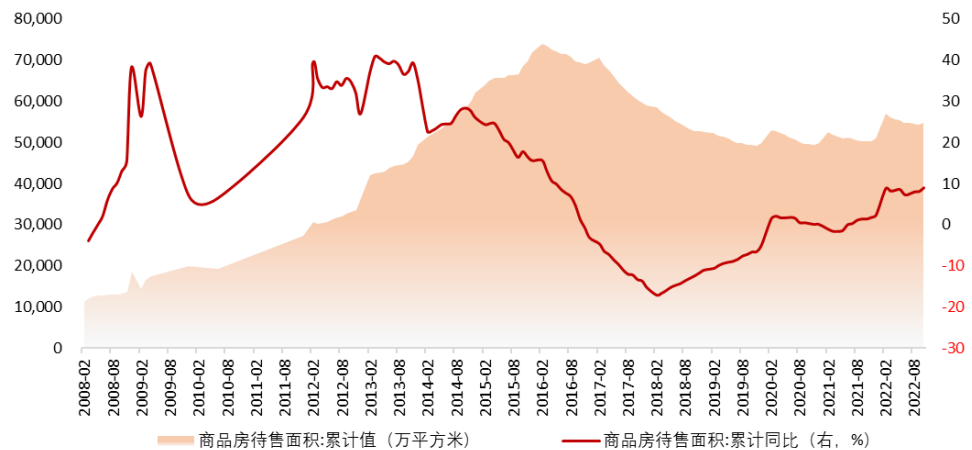
图 12：2022 年，大量房企出现债务违约，地产的供给能力大幅下滑



资料来源：WIND，天风证券研究所

定性地看，明年房企拿地可能仍然偏弱。一方面，明年房地产销售预计仍将继续下行，且商品房待售面积（狭义库存）持续走高，显示去化速度偏慢，需求端不支持房企拿地快速恢复。另一方面，尽管近期出台了“第二支箭”、“金融 16 条”、“保函置换监管资金”、放松涉房企股权融资等针对房企融资的支持政策，但在坚持市场化运作的原则之下，预计仅有部分未出险、经营稳健的优质民营房企才能从中受益，对房企整体投资的改善可能相对有限。

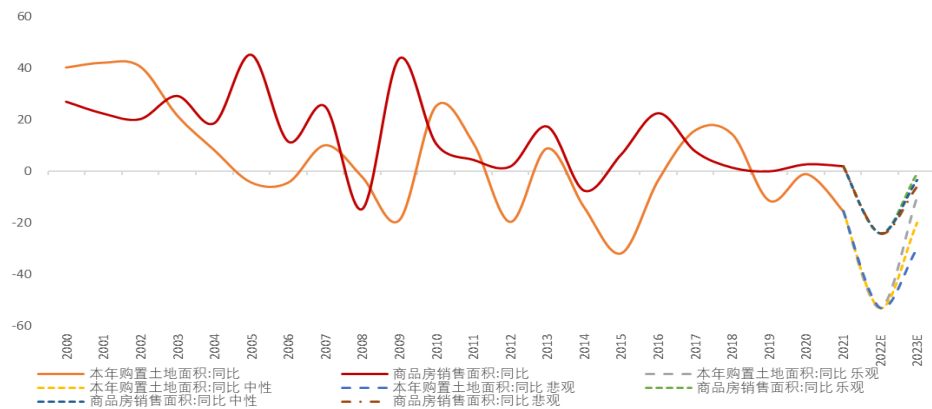
图 13：目前，商品房待售面积仍相对偏高，显示去化速度偏慢



资料来源：WIND，天风证券研究所

参考 2015-2016 年土地购置面积连续两年负增长的经验值，结合 2023 年商品房销售面积增速预测，在乐观、中性、悲观假设下，2023 年购置土地面积增速预计为-10%、-20%、-30%。

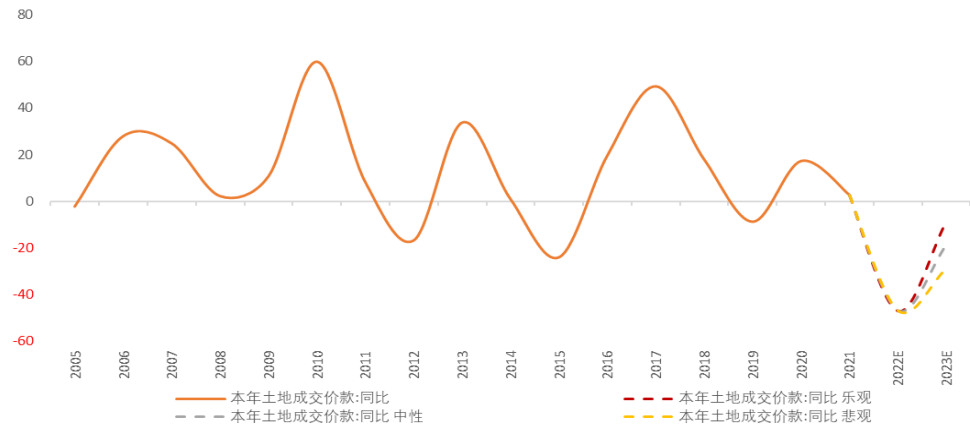
图 14：假设 2023 年，购置土地面积增速在乐观、中性、悲观情景下分别为-10%、-20%、-30%（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

在假设 2023 年土地平均购置价格持平于 2022 年的前提下，乐观、中性、悲观情景下的 2023 年土地成交价款增速预计分别为-8%、-18%、-29%。

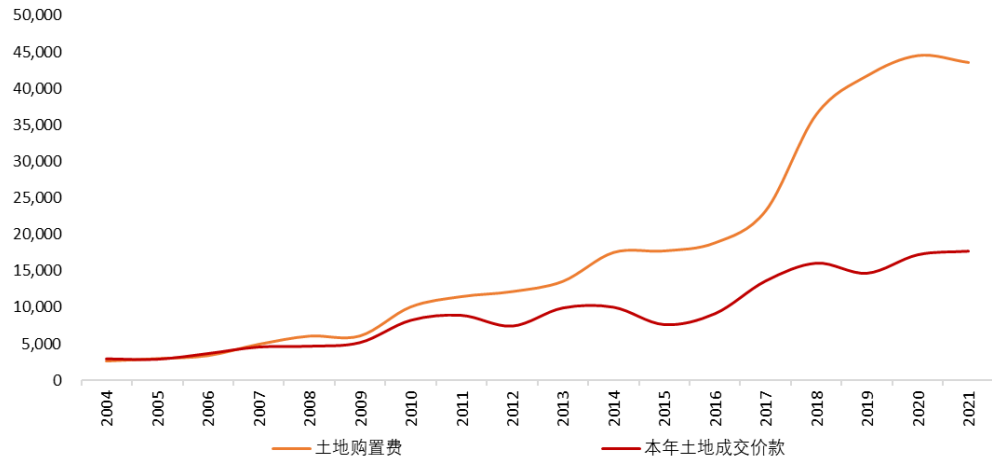
图 15：预计 2023 年，土地成交价款增速在乐观、中性、悲观情景下分别为-8%、-18%、-29%（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

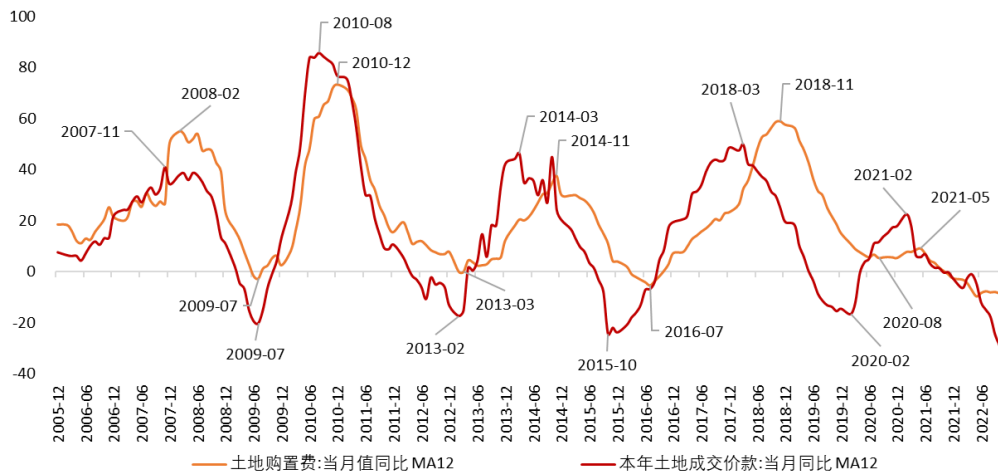
但由于统计口径上的差异，土地购置费与土地成交价款并不完全相同。

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）



资料来源：WIND，天风证券研究所

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：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：对当月同比增速采取 12 期移动平均处理

表 1：土地购置费与土地成交价款存在差异的原因

差异	原因	土地购置费	土地成交价款
节奏差异	分期付款	按实际发生额填报，分期付款的应分期计入，是“实付”概念。	房企进行土地使用权交易活动的最终金额，按照划拨价、出让价、合同价统计，是“应付”概念。
节奏差异	跨期开工	项目分期开发的，只计入与本期项目有关的土地购置费。前期支付的土地购置费，项目纳入统计后计入。	不考虑土地是否在当期开发，统计本年购置的土地。
规模差异	非交易费用	通过各种方式取得土地使用权而支付的费用，包括为取得土地使用权但非土地交易活动产生的费用，如安置补偿款、土地一级整理等费用。	仅包括土地交易活动产生的费用。

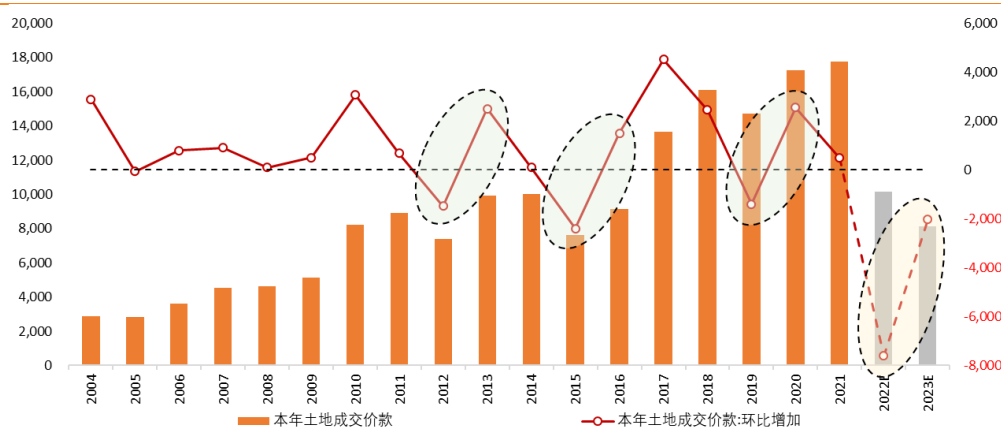
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

从历史数据来看，土地成交价款当月同比增速拐点对土地购置费当月同比增速存在 2-3 个季度的领先，并且土地购置费增速具有明显的向下韧性——历史上即使土地成交价款大幅下滑，但同期土地购置费很少出现过深度的下跌（图 17）。但这两个规律，尤其是向下韧性，可能在 2023 年被打破。

过去，土地购置费增速之所以具备向下韧性，是因为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，在分期付款的模式下，不同时期拿地的首付款、尾款会形成对冲效应——即使本年拿地偏弱，但上一年度偏强，尾款就会对本年土地购置费形成支撑；而如果上一年度拿地偏弱，但本年偏强，本年首付款则会起到支撑作用。

以今年为例，今年土地购置费因为有去年土地尾款的支撑，实际的下跌幅度并不大，但是明年房企的拿地能力和信心大概率仍然偏弱，明年的土地首付款和尾款可能会同时偏低，加上今年的基数效应拖累，这意味着明年土地购置费或将出现历史上首次深度下跌。

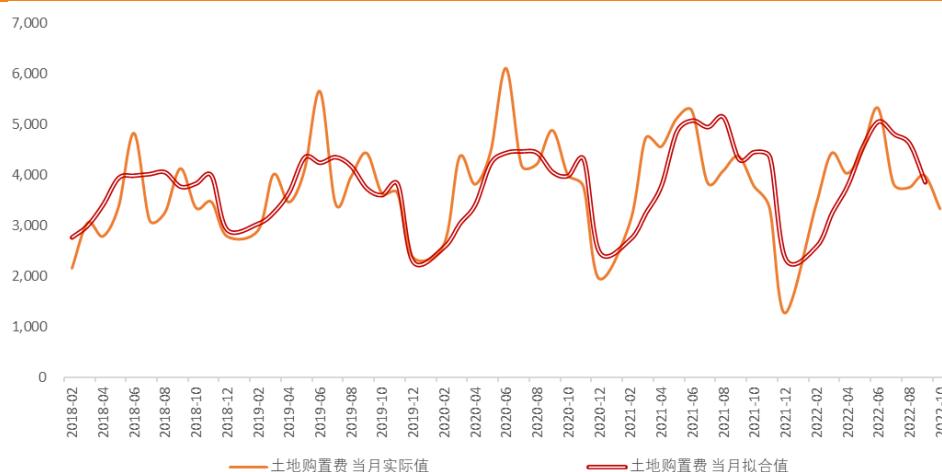
图 18：历史上，我国房地产市场从未发生过土地成交价款连续两年下滑的情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：2023 年数据取中性假设值

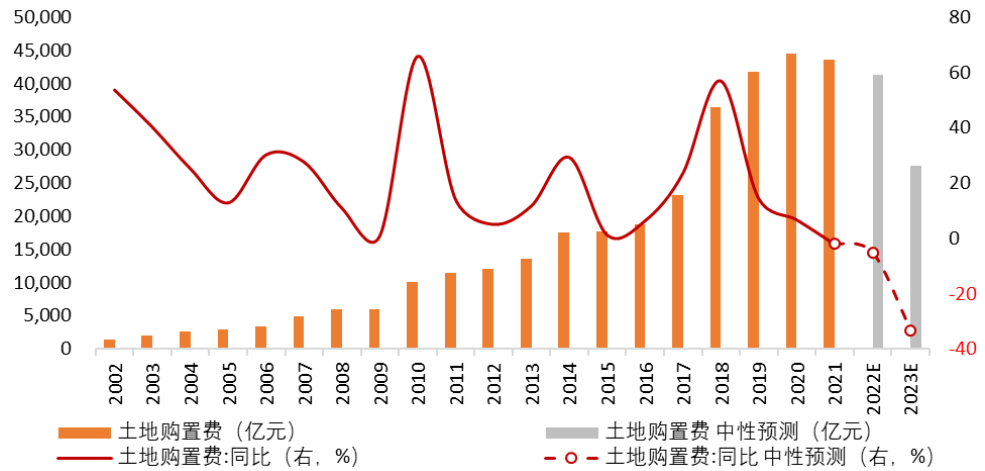
图 19：月度土地购置费初步测算模型的回测结果（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

由于 2022 年房企拿地大幅下滑（2022 年 1-10 月，购置土地面积同比下降-53%，土地成交价款同比下降-47%），2023 年土地购置费将主要受 2022 年土地成交价款的影响。在中性假设下，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，对应 2023 年其他费用支出较 2022 年下降 32.6%（乐观、悲观假设为 30.8%、34.4%）。

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



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3. 预测建安设备投资

无论是建筑工程、安装工程，还是设备工器具采购，与其相关的投资通常发生在项目开工之后、施工过程之中、竣工交付之前，因此预测建安设备投资的核心在于判断房地产项目的施工情况。

进一步，我们可以将建安设备投资拆分成“施工面积”和“施工强度”两个部分，即“建安设备投资=施工面积×施工强度”。

施工面积为统计局官方披露指标，指报告期内施工的全部房屋建筑面积，可以通过上年施工面积、上年竣工面积、当年新开工面积、当年净停工面积进行测算。

施工强度为根据统计局指标构建的衍生指标，代表报告期内每单位施工面积所需要的平均建安设备投资规模。

施工面积的降幅预计收窄。

施工面积的预测我们主要利用以下模型：

$$\text{当年施工面积} = \text{上年施工面积} - \text{上年竣工面积} + \text{当年新开工面积} - \text{当年净停工面积}$$

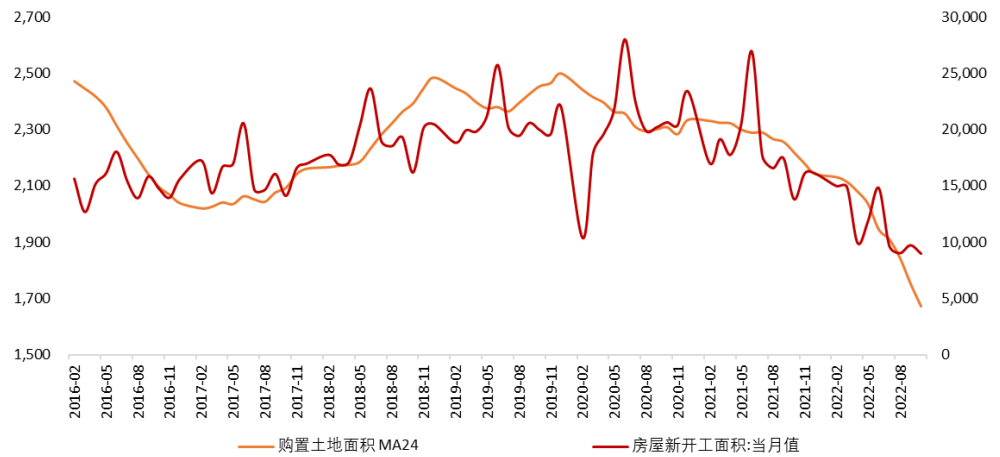
即，

$$\begin{aligned} \text{2023年施工面积} &= \text{2022年施工面积} - \text{2022年竣工面积} + \text{2023年新开工面积} \\ &\quad - \text{2023年净停工面积} \end{aligned}$$

2022 年的施工面积和竣工面积可以根据今年 1-10 月数据推测，预计 2022 年施工面积和竣工面积分别为 91.5 亿平方米、8.7 亿平方米，分别较 2021 年下降 6.2%、14.7%。

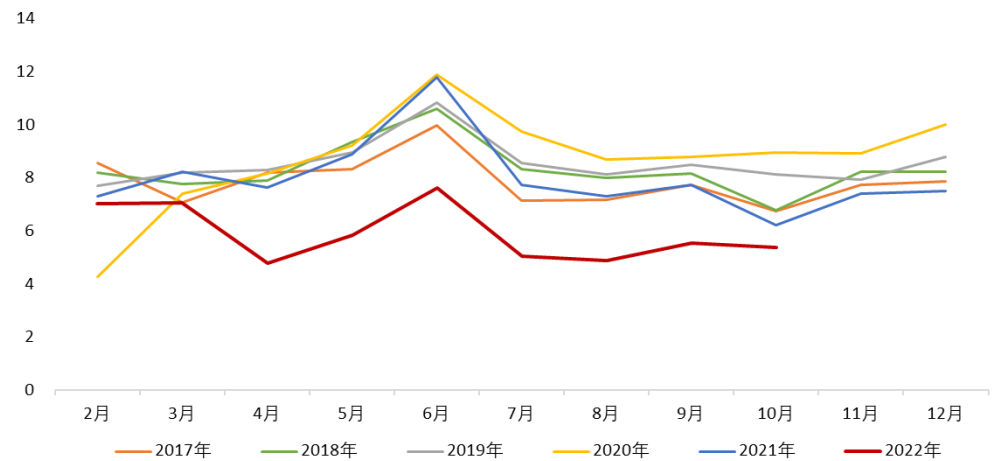
2023 年的新开工面积与开工之前 24 个月的购置土地面积有高度的相关性，用“购置土地面积 MA24 / 新开工面积”构建的“新开工倍数”具备较为稳定的季节性规律。

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）



资料来源：WIND，天风证券研究所

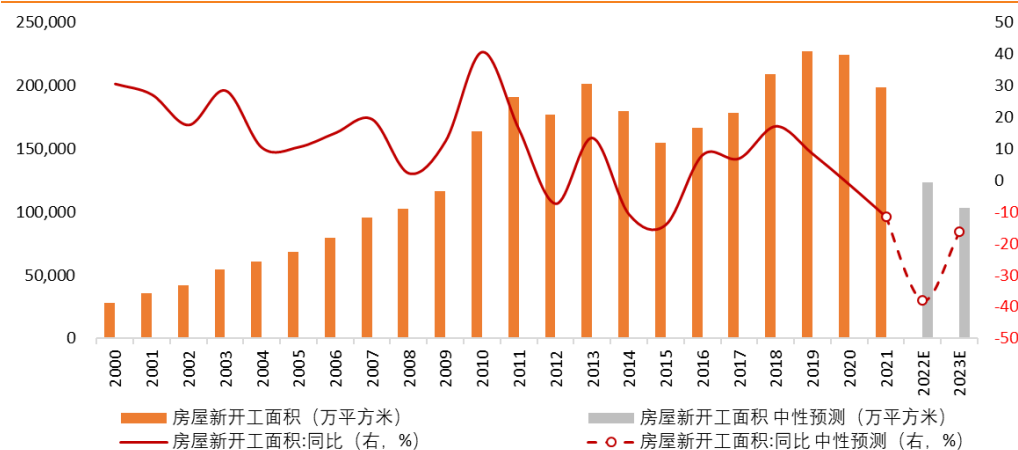
图 22：新开工倍数具有较为明显且稳定的季节性规律（单位：倍）



资料来源：WIND，天风证券研究所

利用月度购置土地面积数据，可预测在乐观、中性、悲观的假设下，2023 年新开工面积分别为 10.5、10.3、10.1 亿方左右，较 2022 年预计分别下降 -15%、-16%、-18%。

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

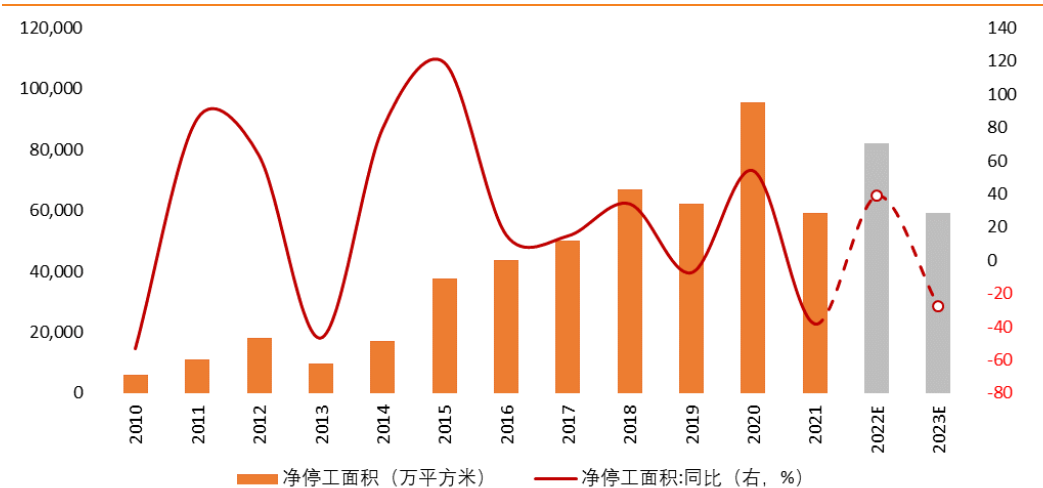


资料来源：WIND，天风证券研究所

2023 年的净停工面积，主要取决于“保交楼”的推进情况，考虑到当前推进“保交楼”的相关政策正在陆续出台，并且作为重点的民生工作有望进一步加码（详见报告《地产政策三问：效果怎样？是否刺激？如何演绎？》），预计 2023 年净停工面积或将出现明显下降。

2022 年，由于房地产企业风险持续暴露，部分房企开工能力不足，导致净停工面积大幅提升。根据上文对 2022 年施工面积、竣工面积、新开工面积的预测，2022 年的净停工面积约为 8.2 亿平方米（2021 年施工面积-2021 年竣工面积+2022 年新开工面积-2022 年施工面积），较 2021 年大幅增加 2.3 亿平方米，增幅高达 39%。我们假设在保交楼政策的推进下，2023 年净停工面积回到 2021 年的水平，即 5.9 亿平方米。

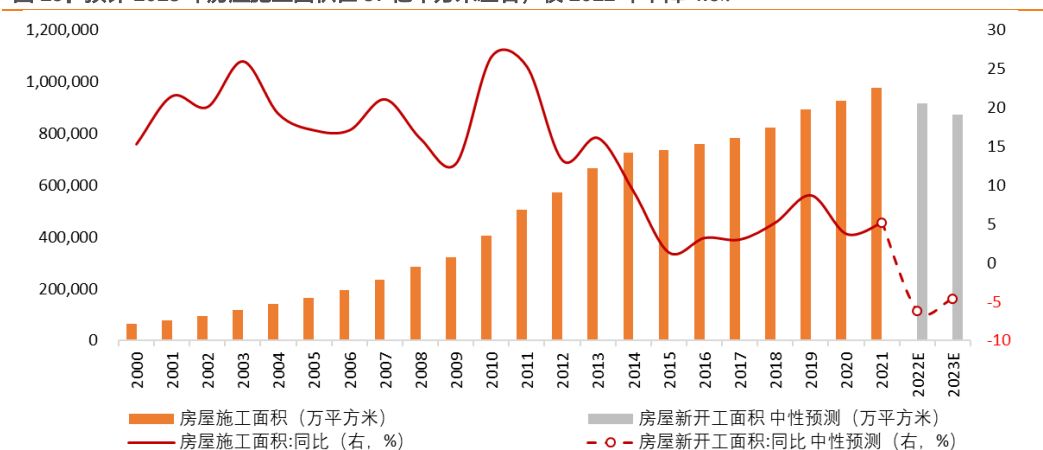
图 24：预计 2023 年净停工面积重新回到 2021 年水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

所以 2023 年房地产施工面积的情况是“新开工下滑、净停工减少”，两者形成对冲，施工面积有望较 2022 年边际企稳，施工面积预计在 87 亿平方米左右，较 2022 年下降 4.6%，同比降幅有望收窄 1.5pct。

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%

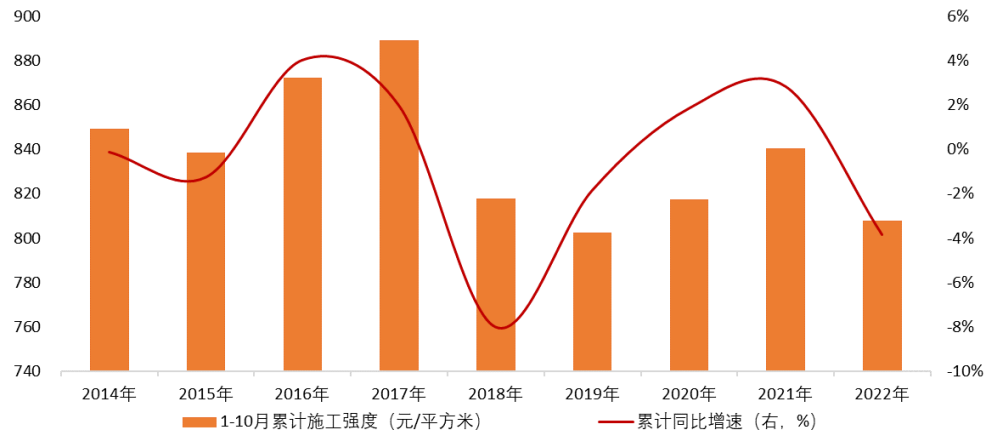


资料来源：WIND，天风证券研究所

施工强度代表房企在每单位施工面积上投入的建筑、安装、设备工器具采购相关资金，与房企的经营模式有较大的关系。

2022 年，房地产施工强度弱于往年。2022 年 1-10 月，施工强度约为 808 元/平方米，处于 2014 年以来偏低的水平，仅高于 2019 年，较 2021 年同比回落 3.9%。施工强度的下降，可能与房地产风险暴露过程中大量停工以及周转放缓有直接关系。

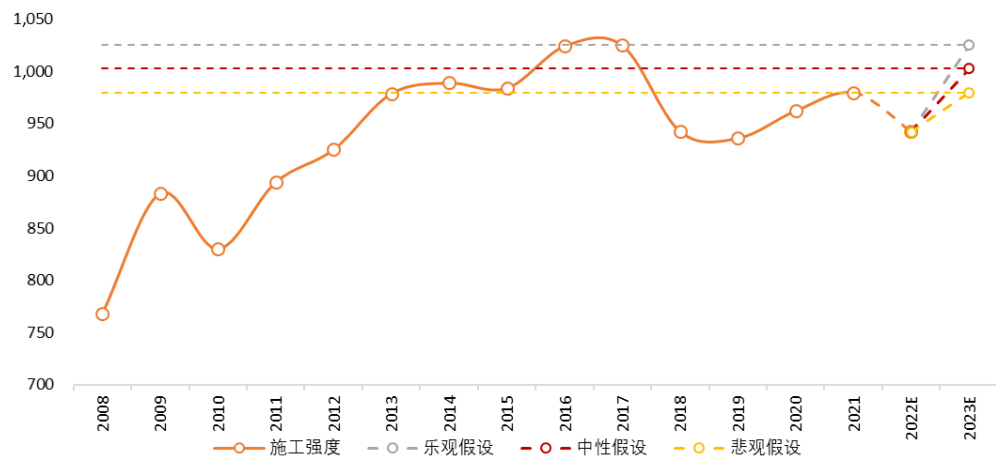
图 26：2022 年 1-10 月，房地产施工强度为 808 元/平方米，同比下降 3.9%



资料来源：WIND，天风证券研究所

2023 年，“保交楼”的加速推进将直接带动房企加大对在建项目的投入力度，**施工强度有望提升**。乐观情景下，我们预计 2023 年施工强度有望提升至近年来高点——2017 年的 1025 元/平方米；悲观情景下，预计 2023 年施工强度大概率至少能够与 2021 年的 980 元/平方米持平；中性情景取乐观、悲观情景下施工强度的均值，即 1003 元/平方米。

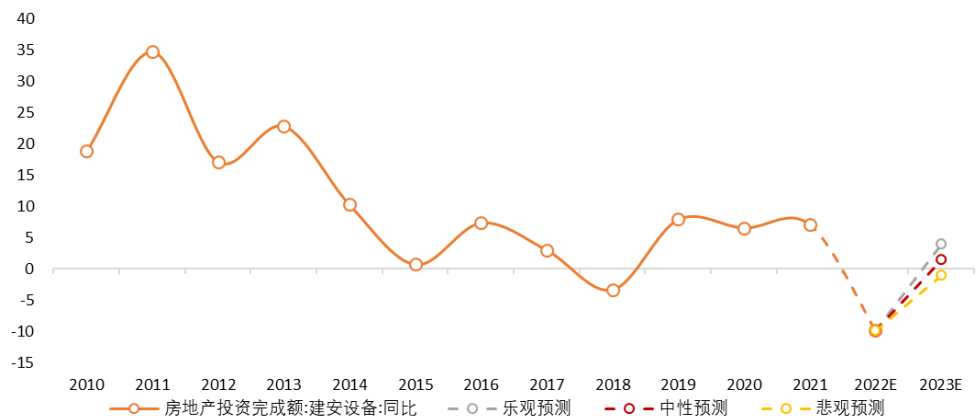
图 27：乐观、中性、悲观假设下，预计 2023 年施工强度分别为 1025、1003、980 元/平方米



资料来源：WIND，天风证券研究所

综合对 2023 年施工面积、施工强度的假设和预测，可以得到对 2023 年房地产投资中建安设备投资的预测。结果显示，在乐观、中性、悲观的假设下，2023 年建安设备投资预计分别在 8.97、8.75、8.53 万亿元左右，相较于 2022 年分别变化+4.0%、+1.5%、-1%。

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：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 结论：2023 年房地产投资增速预计在-13%~-8%

2023 年的房地产市场可能极为特殊。

我们认为，2023 年房地产政策会有两个底线——“保交楼”的民生底线和“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。

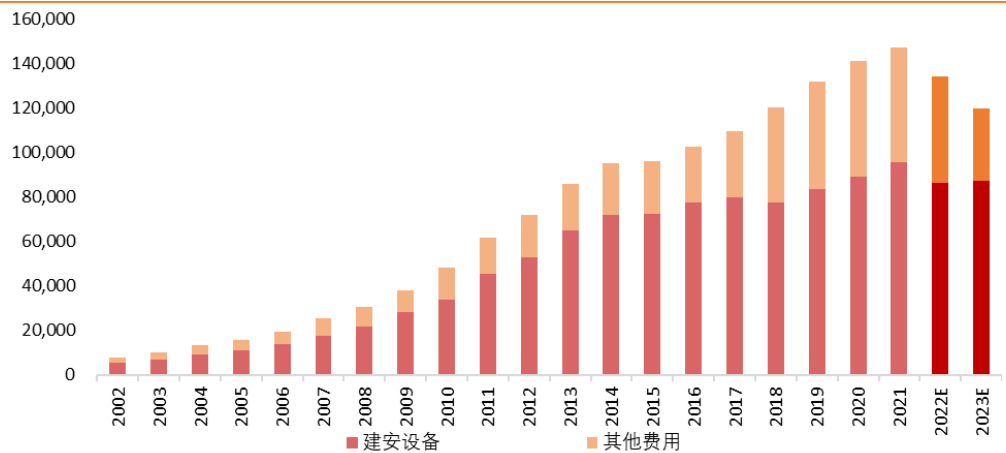
在缺少需求侧强劲复苏，同时刚刚经历房地产市场风险暴露的情况下，2023 年房企的投资意愿和信心可能不会出现快速的修复，有限的资金预计将更多向施工端而非拿地端倾斜，房企拿地可能会首次出现连续两年下滑的情况。

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。

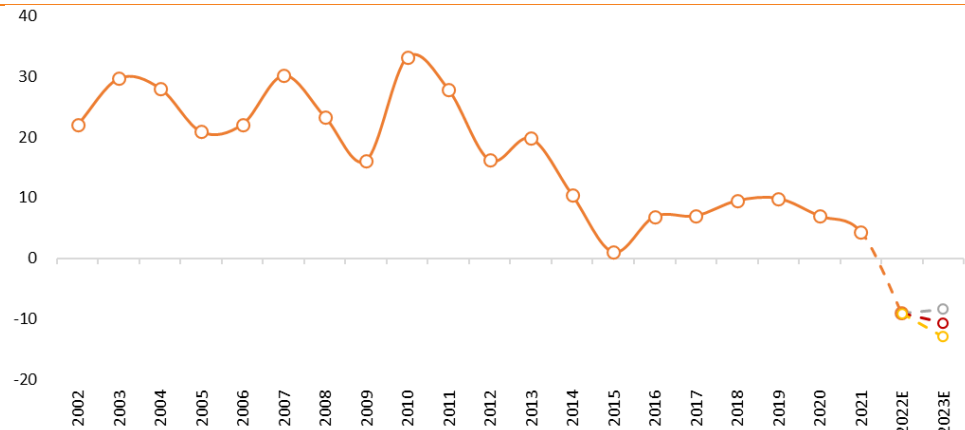
综合上文对其他费用支出、建安设备投资的测算，我们预计在乐观、中性、悲观的假设下，2023 年房地产投资完成额分别在 12.3、12.0、11.7 万亿元左右，较 2022 年分别下降 8%、11%、13%，乐观假设降幅收窄 0.6pct，中性、悲观假设下分别扩大 1.6、3.9pct。

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）



资料来源：WIND，天风证券研究所

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：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

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¹，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。

¹http://www.stats.gov.cn/zsk/snapshot?reference=c0bebb63-a7b1-450f-9050-3cd0ea71558f&index=project_stats&qt=*&siteCode=tjzsk

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com