

腾景宏观快报

2023投资侧展望（一）：中性情况下，房地产投资同比增速为1%，以时间换空间

——基于腾景AI高频模拟和预测

腾景高频和宏观研究团队

相关报告

《腾景宏观快报：美国四季度GDP同比增速或为0.8%，较三季度小幅回落》2023-01-06

《腾景宏观快报：美国12月CPI同比继续回落，或为6.5%，风险向下》2022-12-30

《腾景宏观快报：人流量恢复迅速，复阳率略有抬升，疫情对部分城市影响高峰已过》2022-12-29

联系我们

010-65185898 | +86
15210925572

IR@TJRESEARCH.CN

<http://www.tjresearch.cn>

北京市朝阳区朝阳门外大街乙
6号朝外SOHO-A座29层

本期要点：

- 房地产产业的产品为商品房，商品房作为耐用品，自然具有消费和储值两种功能。从商品房属性出发，房地产行业是十分重要的顺周期行业，当经济增长效率高、质量好时，居民部门收入增长，自然有提高住房消费质量、储存财富的需求，推动商品房市场走暖；当经济下行，居民收入减少时，商品房的需求相应减弱。商品房受信贷周期影响十分明显，在正常货币政策空间下，长期利率主要受市场力量主导，房地产市场也跟随长期利率市场发展和波动。在非常规货币政策空间下，长期利率受货币当局影响，房地产市场也成为货币当局的调控目标。美国的商品房市场在租赁市场发展完善，城镇化率几乎不再增长的大背景下，依然可以持续发展，并且跟随信贷周期、科技周期波动，成为央行的重要政策目标。因此，不论中国未来城镇化率如何发展，房地产市场最主要决定力量是经济高质量增长和商业周期。居民部门可支配收入增长，自然就有购买商品房的

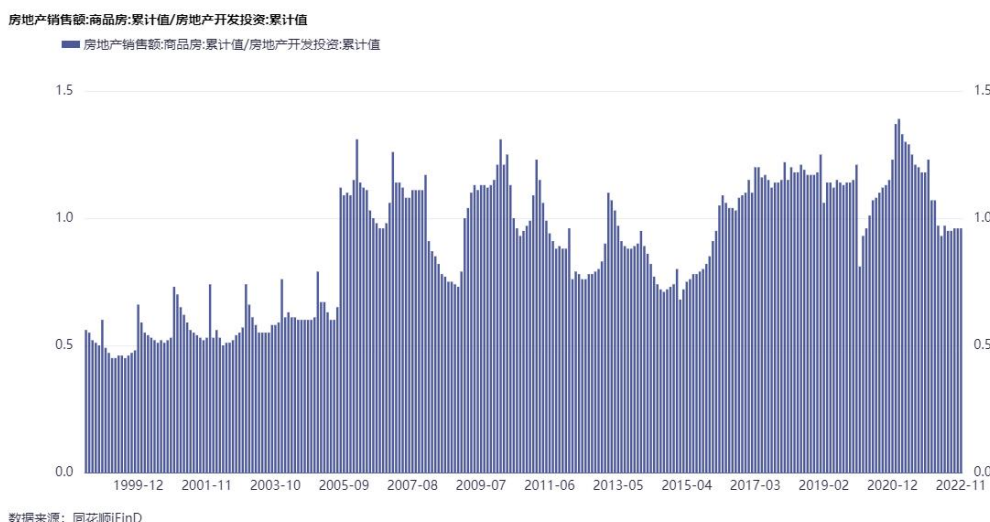
- 目前，房地产发展中最重要的是房地产企业的资产负债表健康程度，它们面临两个层次的风险，第一个是流动性风险，由于房地产销售速度下降，与债务需要偿还的流动性资金不匹配；第二个是资不抵债问题，房地产资产主要以土地、商品房库存、自有资金为主，土地价格和商品房价格的下跌，最终有可能带来房地产企业的资不抵债困境。为完成2023年5%的经济增长目标，房地产企业面临的两种风险都需要纾解，将债务问题控制在可控范围内，以时间换空间，政策底线或将是房地产投资同比增速为1%。

一、短期来看，“保交楼”与房地产企业流动性困境纾解、房地产投资增速企稳是一个硬币的两面

- 对于房地产企业，其负债端国内部分主要是建筑贷款、资金流动性贷款、预收房地产销售款，国外部分主要为美元债。应该说，美元债的收益率还是很高的，而且2022年人民币贬值压力大，也增加了房地产企业的流动性紧张。房地产预售款不产生流动性压力，但是该负债需要以商品房资产偿还，在一定程度上要给房地产企业流动性提出了要求。在之前，房地产企业为了提高资金使用效率，与应付流动性债务相匹配，采取快拿地、快预售、快建设的方针，增加资产端的流动性。但流动性资产与负债相匹配的核心是商品房销售快，土地资产价格不下滑，可以用土地增值部分抵押产生现金流资产，这样流动性基本可以维持平衡。这具有很明显的顺周期行为，在疫情背景下，经济整体受到比较大的冲击，房地产市场顺周期的流动性匹配也相继被打破。在经济重启之后，经济顺周期力量会给予房地产企业一定支撑。从逆周期调控角度来看，要实现保交楼，支撑一定房地产增速水平，从而实现2023年5%的经济增长目标，短期内应该解决房地产企业流动性困境，以房地产企业流动性不会继续恶化为最低线，从而保证房地产投资增速保持在1%增速的中性水平上。尽管房地产市场面临信贷周期的调整，但中长期看商品房市场还将继续存在，这是一个时间换空间的重大命题。具体到如何纾解房地产流动性困境，可以分几种思路，其政策底线应该是尽量降低房企的融资成本，不能通过展期等方式使债务“雪球”越滚越大，要保证房地产投资增速在1%的中性水平上。最关键的问题是，要对房地产企业产生的最终债务有一个信用背书，因为房地产企业最终是有可能发生资不抵债困境的，这种风险越大，解决流动性困境的成本有可能加重债务危机。

- 销售回款占房地产总投资额的比重可以作为监控行业状况的参考指标。自2006年以来，销售额与投资额之比围绕1:1的中枢波动，说明部分利润被用于投入再生产，以存货的形式留在了企业中。

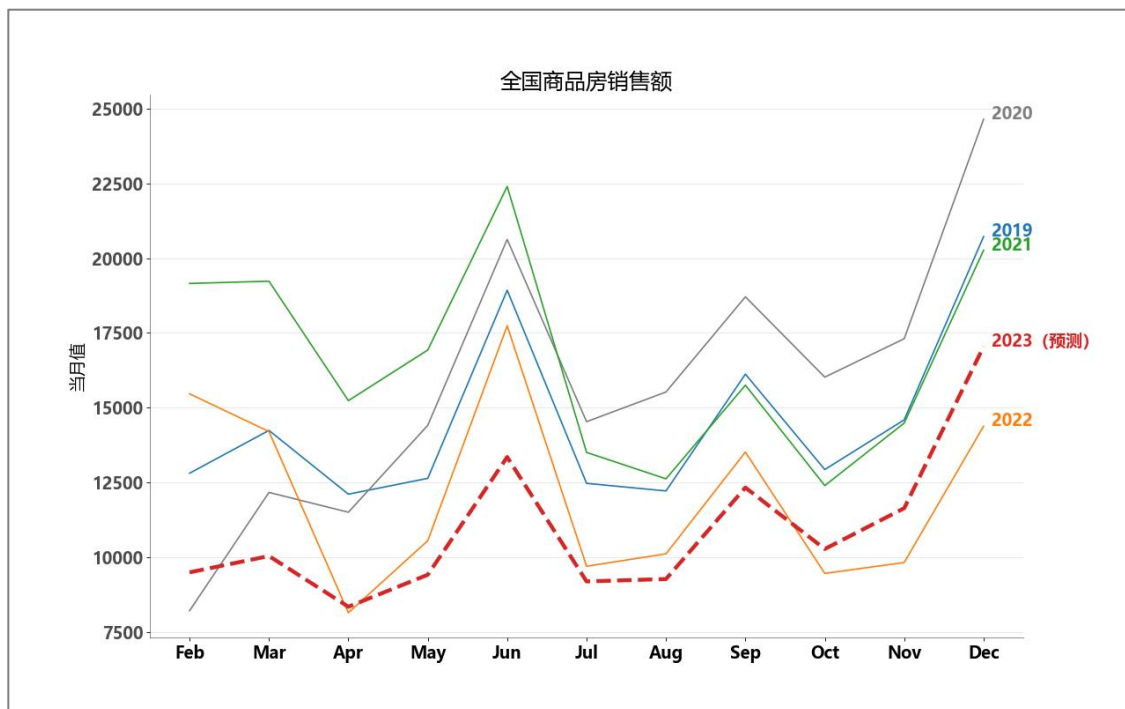
图：房地产销售额与开发投资的比值



数据来源：iFind、腾景宏观高频模拟和预测库

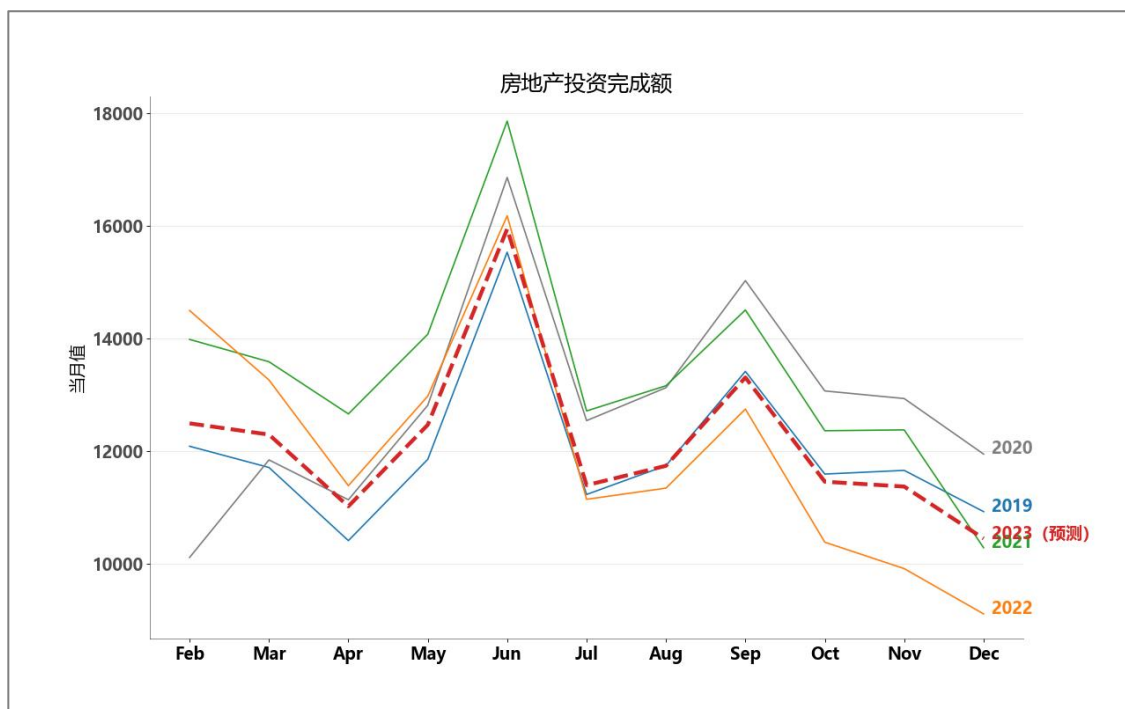
- 在扩张期，这种再投资是安全的。然而当行业规模进入收缩期，只有销售大于再投资才能维持安全的流动性边际和利润边际。我们尝试测算2023年的销售-投资缺口以判断行业的风险。
- 中性情景下，对于销售额的预测，我们以过往六年的月环比数据构建季节性，并以最新一期公布的官方数据作为基期，通过环比连乘得出对2023年的销售额逐月预测。预测2023年商品房销售额为12.03万亿元，同比下降9.6%。
- 同理，预测2023年房地产投资额为13.40万亿元，同比上升0.7%。按照上文讨论的销售>投资作为行业的安全边际，预测2023年行业存在约1.37万亿元流动资金缺口需外部融资提供。

图：2023年全国商品房销售额预测（单位：亿元）



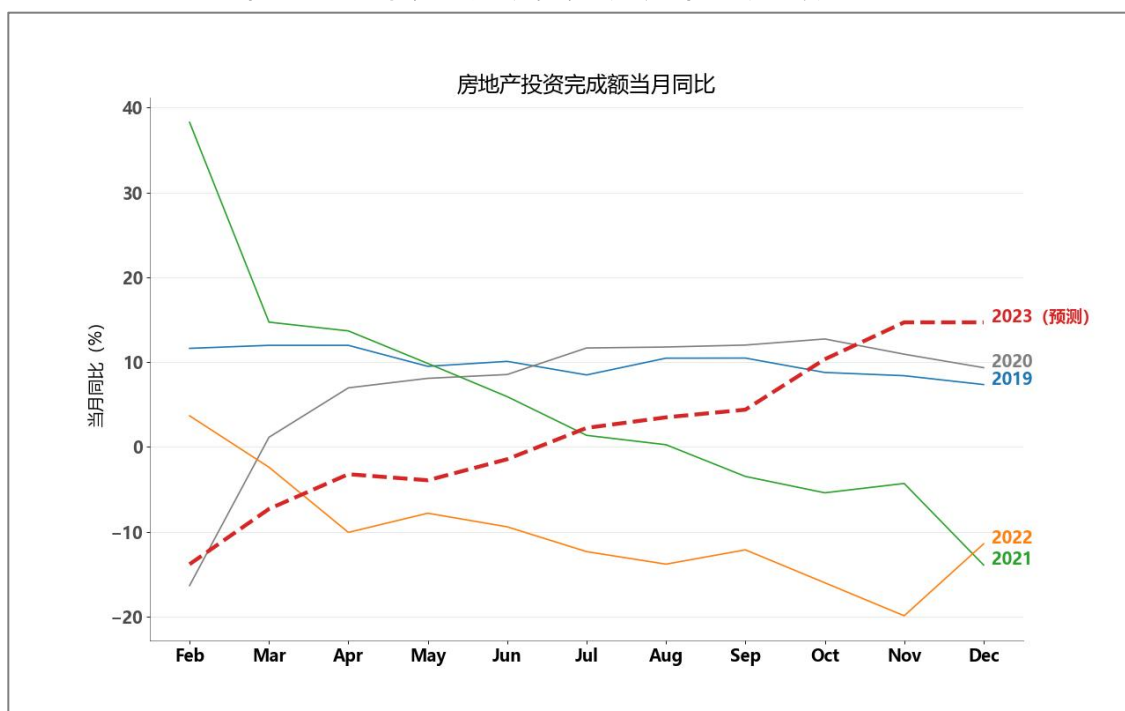
数据来源：腾景宏观高频模拟和预测库

图：2023年房地产投资完成额预测（单位：亿元）



数据来源：腾景宏观高频模拟和预测库

图：2023年房地产投资完成额当月同比预测



数据来源：腾景宏观高频模拟和预测库

二、中期来看，平衡房地产企业资产负债表，即使在资不抵债背景下，也要对债务有效控制，以时间换空间

- 在2023年重点纾解房地产企业的流动性困境之后，房地产资产负债表整体健康情况有赖于整体宏观经济恢复情况。如果经济增速在5%左右的水平上，居民部门资产负债表的修复进程就会比较顺利。这样即使在2023年房地产销售市场前景充满变数的前景下，房地产企业以及给房地产企业提供流动性支持的金融企业的以土地、商品房库存为主体的资产端价格也将随着保持稳定。这样产生的整体债务问题就是可控的，损失部分就是一定资金的流动性成本，但是债务就可以在更长时间内展开。比较极端情况下，房地产企业将预售的商品房交付之后，资产端将呈现商品房库存增加，它将逐步减少资产端的土地存储，一个原因是负债端已经没有办法允许它大规模增加土地储备，另一方面随着中国人口周期发展，商品房销售需求将面对一定程度下行周期。这样，房地产企业的整体资产负债表将表现为以重资产为主的特点，它需要开拓新的市场和业务增长点来实现产业的新发展。对于在2023年参与房地产企业流动性纾解的金融机构来说，可能面临一定的资本流动性成本损失，但是在全国GDP 5%增速水平下债务是可控的。

- 还需要考虑一个更加极端情况，当房地产企业将预售商品房交付之后，房地产企业从这部分商品房的资产关系中基本脱离，这部分债务将转入银行与居民部门的三十年左右的房贷债务周期内，这样这部分债务基本会实现平稳过渡。此外，房企资产部分由于资产价值贬值，会带来一定程度的债务问题，这部分债务问题会一部分进入银行体系的资产负债表，一部分进入资质更好的房地产企业的资产负债表，从而做到多方面吸收该债务存量。
- 目前，比较受中国研究者和消费者关注的国际房地产债务问题，一是日本20世纪80-90年代的房地产泡沫，当时的很多历史景象可能都需要在历史文献中挖掘规律；二是2008年美国次贷危机，这是人们亲身经历过的金融风险的场景：债务通过发达的现代金融市场向全球蔓延并造成经济和社会冲击。两次房地产危机都伴随资产价格大跌，并产生大量债务问题。但美国经济利用其美元霸权，凭借深厚的金融市场经验，实现债务在全球范围内的分散，从而实现逐步复苏，而日元则无能为力。对于中国而言，从2022年以来频发的房地产债务到期问题看，债务问题逐渐形成，有可能对信用体系造成一定冲击。在解决房地产企业的流动性困境之后，不管从官方还是市场提供的统计数据来看，房地产企业的资产端在近期都遭受了一定程度的损失。这种资产价格波动是房地产行业的市场行为，由经济周期决定的，当房地产企业经营不善，这种波动自然带来一定程度上的资不抵债的问题。从中期宏观调控来看，将这一部分债务控制在一定机构中，对债务进行增信，保证债务不冲击整个信用体系，带来恐慌的蔓延可能是中期的重点。随着中国经济增长，这些债务对应的资产最终都可以实现价格的恢复。

三、长期来看，房地产市场或将加强监管、完善政策工具，应对顺周期属性

- 多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。房地产市场的建设从国家规划来看，未来将是一个多层次、灵活性强、监管到位的重大行业。长期来看，房地产市场的居住消费属性将由商品房市场和租房市场共同提供，租房市场将提供更多供给，以实现配合城镇化和人口流动，政府也将以公共资源的形式市场化参与租房市场。

- 从租房市场的资产收益端来看，它的收益率作为市场长期利率的重要标志，也将随着商业周期而波动，对负债端可能提出更高要求。商品房市场最终还是由居民、金融部门和房地产企业三方来决定信用风险。
- 房地产市场与土地价格的紧密联系。土地作为经济生产最重要的要素之一，决定了信贷周期和市场流动性。站在长期，房地产价格稳定有序，是维持央行政策目标币值稳定的锚，与人民币汇率有异曲同工之处。同时，自2015年以来，中国通过房地产作为介质进行了快速的信用扩张，为此，房地产本身信用风险的控制至关重要。守住信用底线，是防范化解系统性风险目标的基本面。长期来看，居民财富的存储方式将会更加分散，有相当部分财富会从房地产转向证券资产。

四、土地市场建设应在房地产市场基础上，完善全国统一大市场建设

- 解决政府收入问题，不能依靠土地市场。国有资本企业进入土地市场，将国有资本以土地形式存在，将资本转入政府资产负债表，相当于将市场上生产性资产转移进公共财政领域，进行公共财政领域的消费和投资，这在整体经济效率上是一种极不确定性的行为。而且，将国有资本以土地形式存在，这种资产首先影响国有资本现金流，国有资本后续产业行为也要围绕土地展开。这样土地资产风险转移进国有企业存在。这种方式达不到时间换空间的效果。
- 解决政府收入问题应该遵循市场周期，土地市场作为一种耐用品市场就是一种顺经济周期的产业，当经济增长好时，地区内人民就可以通过土地收入和土地增值来共享发展成果，当经济下行时，该产业也就同时处于下行周期。土地市场无法完成逆周期调节功能，政府收入的逆周期调节需要依靠财政赤字，只有中央财政行为才能完成逆周期调节、以时间换空间的任务。

- 城市化将继续与房地产挂钩，区域协调发展，大城市群、多增长极是土地市场、房地产市场健康发展的应有之义。在中国，城市是以非农业产业和非农业人口集聚形成的较大居民点为特点的。持续的城市化意味着人口持续向更高层级的行政区域流入。长久以往会出现两个问题，偏远地区和农村出现“空心化”现象以及核心城市商品房供给不足且价格持续居高难下。持续流入的人口将继续维持核心城市商品房价格的增幅，而“空心”地区则出现了大量空置土地。这一现象将迫使土地要素市场化改革的进程必须加快。

(本文执笔：张振、朱子航、赵宏涵)

注释

□ 腾景AI经济预测

北京腾景大数据应用科技研究院，简称“腾景数研”，是适应数字时代特点和要求，旨在推动宏观和产业经济研究方法变革、推动数字技术与实体经济深度融合的民办非企业新型研究机构，为中国发展研究基金会“博智宏观论坛”提供学术研究和数据支持。研究院学术委员会由目前中国学术研究水准和社会影响力居前的经济学家和有关方面负责人组成，为研究院的研究工作提供指导。

腾景AI经济预测运用近年来快速发展的机器学习特别是深度学习等人工智能前沿技术，与实时化、动态化的投入产出体系深度融合，在一系列关键技术攻关的基础上，对重要的经济金融指标进行高频模拟和预测，形成了在国内外具有开拓性、领先性、实用性的产品体系。

□ 高频模拟

所谓高频模拟，就是在搜集加工大量相关数据的基础上，依托经典机器学习和深度学习模型，把月度指标日度化，使通常一个多月后才公布的指标，当日或近日就能呈现出来，比如，月初的CPI指标，过去要到一个半月后才公布，有了高频模拟，当日就知晓了。

□ AI预测

所谓预测，就是运用深度学习的先进算法，重点在海量数据中搜寻非线性相关关系，发现并提炼那些过去、当下和未来都会起作用的规律性因素，从而实现对其一变量未来一定时期的预测。目前，我们已基本形成了时间长度为半年到一年、准确率70%以上的预测能力，并在逐步提升。

预测并不是一件神秘的事情，只是发掘那些未来仍会起作用的历史信息。也正是由于这个原因，我们多数情况下并不是预测某个指标的实际数值（某些情景下也会预测），而是预测它的平滑（TC）数值，因为平滑数值含有更多的历史信息。对一个具体指标而言，我们预测时主要关注两个方面，一是走向，向上、向下还是平行；二是拐点，顶部的拐点或底部的拐点，或者说峰值或谷底。对大多数指标来说，一年中最重要、最困难的是如何把握住一两个、两三个大的拐点，若经济预测能够帮助解决这个问题，应该说足以令人满意了。

□ 全口径数据

全口径数据是以动态化投入产出矩阵为架构，按照国民经济核算体系的规范完整口径，对官方数据深化和扩展后的研究性数据。核心技术是对投入产出体系进行动态化改造，研发并验证了一系列转换矩阵表，建立起了支出侧和生产侧极为复杂的高频关联关系，形成“多维动态均衡矩阵系统（MDEMS）”，这一数据体系具有如下优势。

补全。有些月度指标是片段性数据，如社会消费品零售总额，反映的只是部分商品消费，除了餐饮等外，基本上不包括服务消费。全口径数据则包括了月度完整口径的居民消费和政府消费及其构成，还区分了居民消费中的商品消费和服务消费。

补准。固定资产投资完成额含有土地使用费等，而这部分近些年达到30%以上，与构成GDP的固定资本形成差距较大。全口径数据则去粗取精、去伪存真，剔除了土地使用费的部分，加入了商品房销售增值、矿藏勘探、计算机软件等无形资产，从而形成准确完整涵义上的固定资本形成指标。

补缺。目前的月度官方统计中，在服务业领域，只有服务业生产指数，还不能提供大部分服务行业的增长数据。全口径数据则在投入产出矩阵约束下，通过相关高频和中频数据的模拟，形成了全部服务业月度增长指标。

校正。利用投入产出矩阵内在的自我约束、自我平衡机制，使不同部分的数据相互比较、相互印证、相互校正，增强数据的准确性。

高频。通过对投入产出体系动态化改造，同时引入大量高频数据，实现了全口径数据的月度化，以后将可能实现全口径数据周度、日度乃至标准意义上实时化显示。

当前，官方常用指标有72个，而腾景全口径常用指标有150多个，全部指标5000多个。

全口径数据库的框架性数据来源于官方数据，与官方数据科学衔接，并不是另搞一套。每个月官方数据公布后，将其带入数据体系，转化为全口径数据。官方季度和年度国民经济核算数据公布后，全口径数据与其对标校正。

更多信息请关注腾景公众号



联系我们：



010-65185898 | +86 15210925572



IR@TJRESEARCH.CN



<http://www.tjresearch.cn>



北京市朝阳区朝阳门外大街乙6号朝外SOHO-A座29层

重要声明

本报告由北京腾景大数据应用科技研究院制作，报告内容和引用资料力求客观公正。报告中的信息来源于我们研究团队运用机器学习、深度学习等人工智能技术所取得的探索性研究成果，数据准确率通常以概率方式呈现。因此，本报告仅供投资者参考之用，不构成任何投资决策的建议。对于投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，北京腾景大数据应用科技研究院及相关分析师均不承担任何责任。

此报告版权归北京腾景大数据应用科技研究院所有，本单位保留所有权利。未经本单位事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载。如引用发布，需注明出处为北京腾景大数据应用科技研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。否则，本单位将保留随时追究其法律责任的权利。北京腾景大数据应用科技研究院对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。