建筑材料

中性（维持）

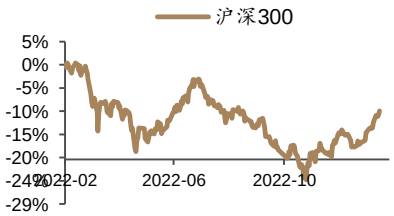
证券分析师

闫广
资格编号：S0120521060002
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫
邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

1.《基金持仓分析-22Q4 建材获基金增持，持仓迎来触底反弹》，2023.1.30
2.《旗滨集团（601636.SH）：22Q4 行业延续弱势，23 年有望触底回升》，2023.1.29
3.《周观点：微观信号积极向上，“小阳春”可期》，2023.1.29
4.《12 月行业数据点评：23Q1 基建有望迎开门红，继续看好 23 年竣工需求释放》，2023.1.19
5.《【德邦建材】周观点：政策催化，顺势而为》，2023.1.15

地产政策东风已至，2023 年地产链预期向上，行业机遇大于风险

投资要点：

- **地产链最艰难阶段已过，政策转向后关注基本面修复。**地产基本面的持续下行对于地产链需求冲击较大，风险外溢后至导致建材企业普遍出现收入增速下降、应收账款坏账比例提升等问题，引导建材板块震荡下行。我们认为，地产对建材的影响传导逻辑为：地产政策转向——地产基本面修复——建材企业基本面改善。2022 年 3-5 月、以及 11 月以来中央地产利好政策频出，地产政策转向较为明确，当前已进入地产基本面筑底修复阶段。考虑到政策传导的时滞性以及本轮周期的特殊性，基本面修复所需时间或长于以往周期。

- **房地产需求端：政策东风已至，基本面预期向上。**当前制约购房需求的不利因素在下降，核心矛盾在于如何扭转预期：**1）购房资格与门槛：**中央多次强调支持刚性和改善性需求，地方因城施策推动政策放松，当前全国房贷利率在中央自上而下政策支持下已显著下降，部分城市已调整限购政策，后续高能级在降低二套房贷利率、降低首付比例、优化认房认贷标准、部分区域率先放开限购以及降低限售年限等方面仍有进一步优化空间；**2）购房能力：**当前限制主要在于经济增长承压、就业压力加剧下居民收入预期减弱，2023 年稳增长发力，经济修复后居民部门仍有温和加杠杆空间；**3）购房意愿与预期：**房企供给端政策得到实质性推进，交付风险有望缓解，目前核心矛盾在于如何扭转居民预期，本轮周期缺乏自上而下的需求托底政策，当前预期反转仍需全国层面更大力度的政策引导。

- **2023 年需求预测政策持续催化，销售量价趋稳。**当前基本面仍在筑底阶段，下行程度超越 2008 年和 2014 年周期。短期来看，我们预计 2023 年需求有望在 Q2 企稳，全年销售面积/金额分别同比+0.4%/+0.7%。中长期来看，房地产仍然是超十亿量级的行业，人口红利渐消后，城镇化水平提升以及改善性需求释放有望支撑房地产中长期需求，我们测算 2023-2030 年我国商品住宅销售面积的需求中枢约为年均 13.5 亿平。

- **房地产投资端修复滞后于需求。**销售作为中后端节点对前端的拿地、开工、施工环节产生重要影响，2023 年销售量价有望趋稳，但供给端来看，由于传导修复滞后投资端或仍将面临一定下行压力。中性假设下，我们预计 2023 年土地购置费/新开工/竣工/施工/投资分别同比-17.4%/-15.6%/+5.0%/-8.0%/-9.6%。

- **投资建议：**我们认为，当前“地基”产业链预期向上，2023 年行业机遇大于风险，地产链建议关注两条投资主线：1）消费建材集中度提升趋势确定，盈利拐点已现，建议重点关注：**东方雨虹、科顺股份**（防水新规提标扩容，有效对冲地产下行带来的压力，2023 年预期沥青价格回落，毛利率有望继续改善）；其次是**三棵树**（行业细分龙头，市场认可度高）；然后是**中国联塑**（管材龙头，估值低位）、**兔宝宝、蒙娜丽莎**（低估值、高弹性，c 端销售稳定增长）；**伟星新材、北新建材**（经营稳健，现金流好）；**青鸟消防**（扩品类支撑收入高增长）；2）浮法玻璃将迎来底部反转，全行业亏损下供给持续收缩，而当前地产仍处于地产竣工大周期，同时在“保交楼”的大背景下，竣工需求有支撑，我们看好在新的供需紧平衡状态下，开春玻璃价格或迎来新一轮上涨，建议重点关注**旗滨集团**。

- **风险提示：**固定资产投资低于预期；地产政策放松速度和力度低于预期；房企持续暴雷影响需求修复；地产投资大幅下滑；原材料价格大幅上涨带来成本压力。

内容目录

1. 房地产需求端：政策东风已至，基本面预期向上 5
1.1. 地产需求现状：不确定性因素下降，扭转预期仍需政策引导 5
1.2. 2023 需求预测：政策持续催化，销售量价趋稳 14
1.3. 中长期需求：人口红利渐消，中长期需求中枢 13.5 亿平 16
2. 房地产投资端：修复滞后于需求 19
3. 投资建议 26
4. 风险提示 26

图表目录

图 1：2021 年以来 SW 建材指数走势与地产基本面走势对比 5
图 2：房地产需求影响三因素 6
图 3：2021 年以来 1 年期及 5 年期以上 LPR 走势（%） 7
图 4：贝壳主要城市首套及二套房贷主流平均利率 7
图 5：央行口径金融机构个人住房贷款加权平均利率与基准利率 7
图 6：央行口径个人住房贷款加权平均利率打折及加点/减点走势 7
图 7：央行首套住房贷款利率政策动态调整机制下，全国 70 城新建商品住宅价格指数同环比趋势 8
图 8：2022 年各地因城施策月度政策放松频次（次） 9
图 9：2022 年各地因城施策月度四限政策放松频次（次） 9
图 10：2013 年以来全国 GDP 单季度及累计同比增速（%） 10
图 11：2018 年以来城镇调查失业率走势（%） 10
图 12：2000 年以来我国居民部门杠杆率情况（%） 11
图 13：2022 年 6 月居民部门杠杆率横向对比（%） 11
图 14：央行城镇储户问卷调查中关于未来房价不同预期占比（%） 13
图 15：央行城镇储户问卷调查中未来房价预期上涨比例走势（%） 13
图 16：2019 年以来房地产开发投资完成额走势 14
图 17：2019 年以来土地购置面积走势 14
图 18：三轮周期房地产开发投资完成额下行持续时间对比 14
图 19：2019 年以来商品房销售面积走势 15
图 20：2019 年以来商品房销售额走势 15
图 21：三轮周期商品房销售额下行持续时间对比 15

图 22：中国历年总人口及自然增长率走势 17
图 23：日本总人口趋势 17
图 24：中国城镇化率（%）趋势 17
图 25：2022 年中国与主要发达国家城镇化率横向对比（%） 17
图 26：六普至七普期间我国户均人口变化情况 18
图 27：2018 年与 2021 年全国独居人口增长情况（万人） 18
图 28：房地产项目开发周期 19
图 29：历年商品房销售面积累计同比与土地购置面积累计同比走势 19
图 30：2021 年以来土地购置面积和土地成交价格累计同比（%） 20
图 31：2021 年以来土地购置面积和土地成交价格当月同比（%） 20
图 32：2010 年以来土地购置费与土地成交价款当季同比（%） 20
图 33：土地成交价款当季同比滞后 3Q 后与土地购置费当季同比 20
图 34：2006 年以来新开工面积与商品房销售面积累计同比走势对比 21
图 35：房地产开发资金来源中，销售回款与国内贷款占比 21
图 36：2021 年以来房屋新开工面积累计值与累计同比增速走势 21
图 37：房企资金、土地购置与房屋竣工面积累计同比增速走势 23
图 38：2019 年以来房屋施工、新开工、竣工面积累计同比 23
图 39：2012 年以来施工面积与当期新开工+上期转入面积同比 23
图 40：房地产开发投资完成额（亿元）及累计同比增速（%） 24
图 41：房地产开发投资完成额分项拆分（%） 24

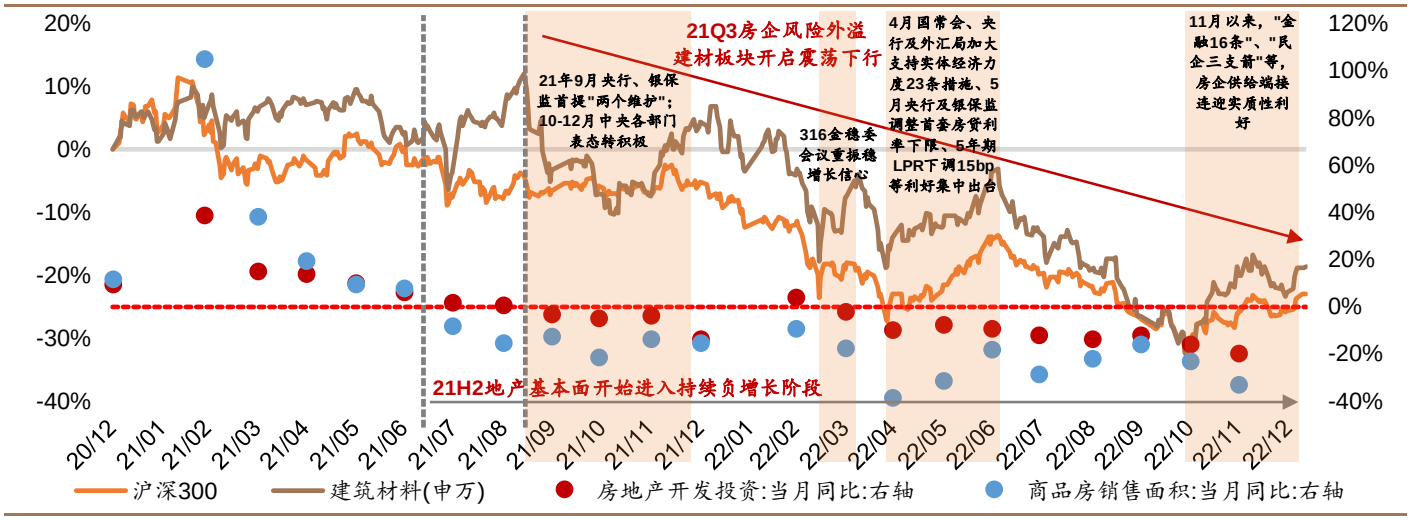
表 1：2022 年中央各部委对于房地产合理需求相关表述 7
表 2：全国重点城市首套房商贷最低首付比例 10
表 3：2023 年 31 个省市经济增速目标 11
表 4：2022 年 11 月国有大行与 17 家房企签订战略合作 12
表 5：2022 年三次房企发债支持政策对比 12
表 6：2022 年 7 月以来中央及地方保交楼政策情况 12
表 7：房地产三轮周期对需求刺激明显的中央自上而下主要政策 13
表 8：三种情景假设下，2023 年商品房销售面积、销售金额、销售均价分季度情况 16
表 9：三种情景假设下，2023 年商品房销售面积、销售金额、销售均价情况 16
表 10：中长期我国商品住宅销售面积及销售金额中枢测算 18
表 11：2023 年土地购置费预测 20

表 12：中性假设下 2023 年房屋新开工面积与商品房销售面积预测 22
表 13：中性假设性，2023 年施工面积预测 23
表 14：中性假设下，2023 年房地产开发投资完成额预测 24

1. 房地产需求端：政策东风已至，基本面预期向上

地产链随地产基本面调整进入震荡下行阶段。在地产调控政策趋严背景下，2021 年下半年开始地产基本面逐步走弱，地产销售及投资数据均进入持续负增长阶段，至今下行周期已持续近一年半的时间。地产的持续下行对于地产链需求冲击较大，尤其是消费建材，地产基本面恶化传导至建材企业，导致企业普遍出现收入增速下降、应收账款坏账比例提升等问题，引导板块震荡下行。

图 1：2021 年以来 SW 建材指数走势与地产基本面走势对比



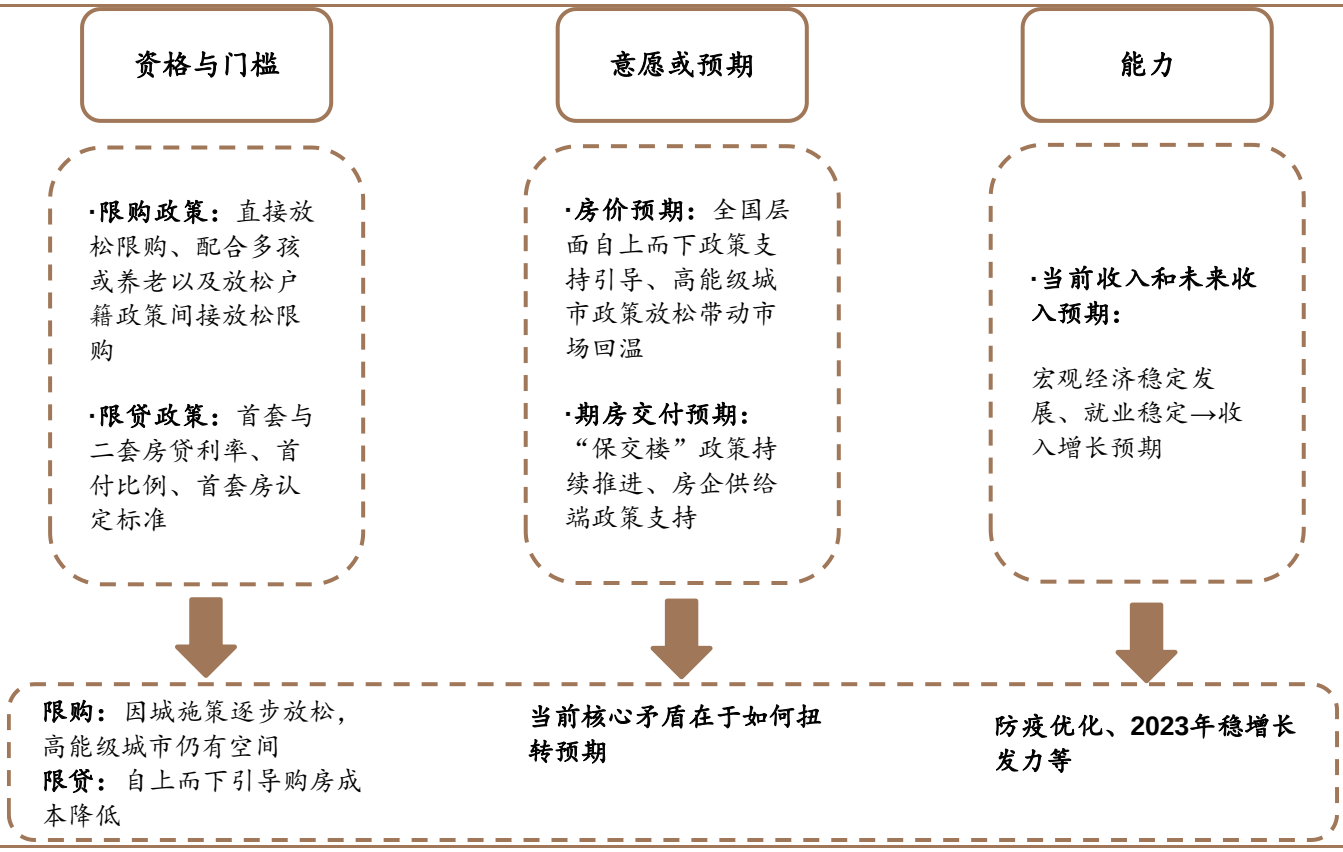
资料来源：Wind、央行、新华社、财联社、证券时报、中指院，德邦研究所

地产链最艰难阶段已过，政策预期扭转后关注基本面修复。我们认为，地产对建材的影响传导逻辑为：地产政策转向——地产基本面修复——建材企业基本面改善。2022 年 3-5 月、以及 11 月以来中央地产利好政策频出，地产政策转向较为明确，当前已进入地产基本面筑底修复阶段。**考虑到政策传导的时滞性以及本轮周期的特殊性，基本面修复所需时间或长于以往周期：**1）因城施策下政策放松速度较慢，且缺少全国性自上而下统一放松政策引导预期转向；2）本轮下行周期始于房地产供给侧出清，对需求形成负反馈；3）疫情反复限制购房行为，且影响居民收入预期。我们认为，当前地产政策转向东风已至，地产链预期已然向上，后续重点需关注地产基本面修复情况。所以本篇报告主要对 2022-2023 年地产需求和投资各项核心数据进行前瞻和预测。

1.1. 地产需求现状：不确定性因素下降，扭转预期仍需政策引导

购房资格与门槛、意愿或预期，以及购房能力综合影响房地产需求。2017 年以来“房住不炒”主基调下，房地产的金融属性渐趋弱化，逐渐回归消费品本质。作为消费品，地产需求主要受到购房资格、意愿以及能力三方面影响，其中购房资格和意愿由房地产政策主导，而购房能力主要由宏观经济情况决定。本轮房地产下行周期持续时间及下行幅度不亚于 2008 年和 2014 年的两轮历史周期，而自 2021 年 9 月央行及银保监首提“两个维护”以来政策放松力度不断升级，但需求端始终处于磨底阶段。我们认为，当前需求修复的核心矛盾在于预期的扭转，本轮周期缺乏全国层面自上而下政策支持引导，且疫情防控优化后经济活动进入正常区间仍需时间，需求的快速修复反弹仍需要等待标志性事件出现引导预期转向，或在政策小步快跑下的情况下通过更长时间的消化进入长周期修复。

图 2：房地产需求影响三因素



资料来源：德邦研究所绘制

当前制约购房需求的不利因素在下降，核心矛盾在于预期扭转：

1）购房资格与门槛：中央多次强调支持刚性和改善性需求，地方因城施策推动房地产调控政策松绑，后续高能级城市仍有优化空间。

中央层面：“房住不炒”主基调下，中央表态主要在于支持刚需和合理的改善性需求，从而具体的政策主要围绕优化限贷和财税政策、降低居民购房成本来推进。

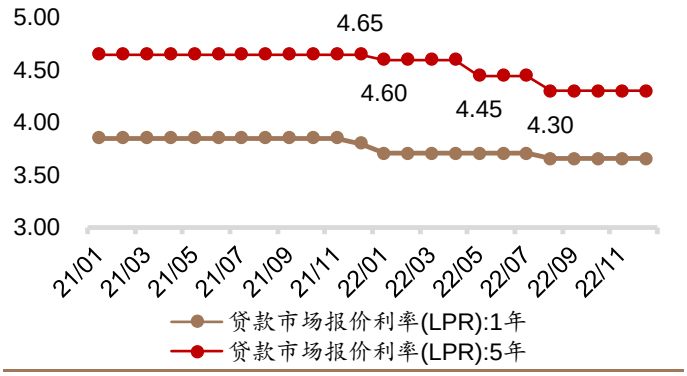
房贷利率方面，2022 年央行三次下调 5 年期以上 LPR，累计下调 35bp（图 3），并于 5 月将首套房贷利率下限由加点改为减 20bp；2023 年 1 月 5 日，央行及银保监会决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，规定新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。我们认为，此政策为 2022 年 9 月央行、银保监会决定阶段性调整差别化住房信贷政策的延续，在基本面修复不及预期的情况下，差别化信贷政策延续宽松趋势符合支持刚需和改善性需求的政策逻辑。

表 1：2022 年中央各部委对于房地产合理需求相关表述

日期	中央部门	政策内容
5 月 23 日	国常会	因城施策支持刚性和改善性住房需求
7 月 23 日	国常会	因城施策促进房地产市场平稳健康发展，保障住房刚性需求，合理支持改善性需求
7 月 28 日	中央政治局会议	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 31 日	国常会	支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
9 月 8 日	国务院专题会议	支持刚性和改善性住房需求，因城施策运用政策工具箱中多项工具
9 月 28 日	国常会	因城施策运用政策工具箱中的工具，支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策
10 月 27 日	国常会	因城施策支持刚性和改善性住房需求
11 月 24 日	国常会	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读
12 月 15 日	中央经济工作会议	要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设
12 月 20 日	国常会	落实稳经济一揽子政策措施，抓好填平补齐，确保全面落地。落实支持刚性和改善性住房需求、保交楼和房企融资等 16 条金融政策

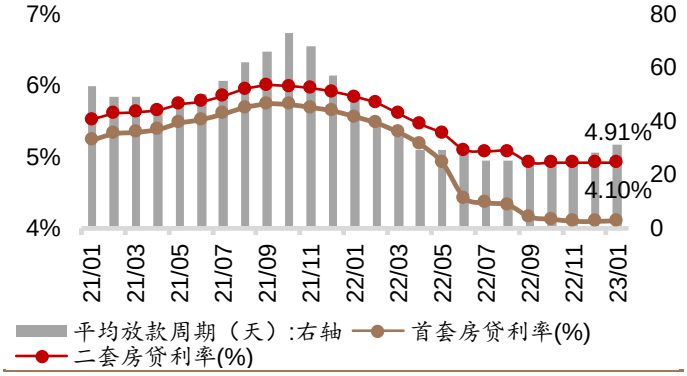
资料来源：中指院、新华社、财政部等，德邦研究所

图 3：2021 年以来 1 年期及 5 年期以上 LPR 走势（%）



资料来源：Wind、全国银行间同业拆借中心，德邦研究所

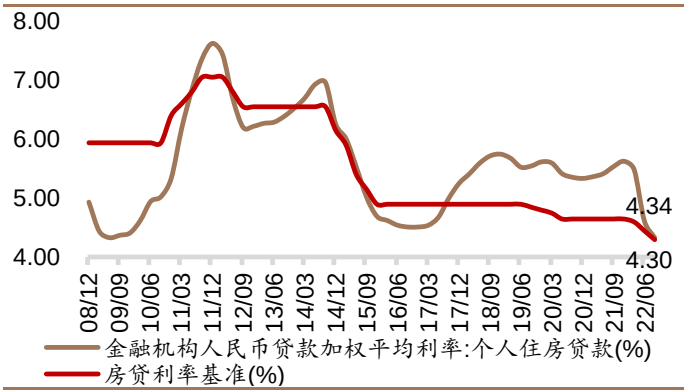
图 4：贝壳主要城市首套及二套房贷主流平均利率



资料来源：贝壳研究院，德邦研究所

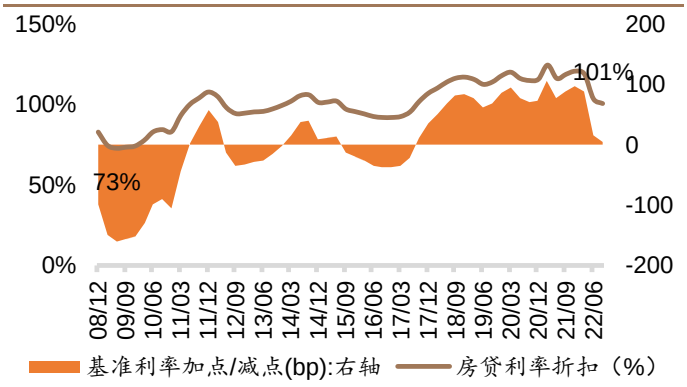
从绝对值和房贷利率折扣来看，当前房贷利率仍有下调空间。从房贷利率绝对值来看，根据贝壳研究院数据，贝壳监测的全国百城首套房贷主流平均利率 2022 年 12 月为 4.09%，已降至 2021 年以来的历史低点，而二套房贷利率 2022 年 12 月仍接近 5%（图 4）。**我们认为，在央行建立的首套住房贷款利率政策动态调整机制下，截至 2022 年 12 月满足阶段性下调首套房贷利率的城市有 35 城（图 7），下调或取消首套房贷利率下限的城市有望扩围，首套房和二套房贷利率仍有下降空间。**从房贷利率折扣以及加点情况来看，截至 2022 年 9 月房贷利率较基准利率折扣仍维持在 101%左右，基本与基准利率持平，较 2008-2009 年周期最低点的 73 折、基准利率减 160bp 仍有进一步下调空间。

图 5：央行口径金融机构个人住房贷款加权平均利率与基准利率



资料来源：Wind、全国银行间同业拆借中心、中国人民银行，德邦研究所

图 6：央行口径个人住房贷款加权平均利率打折及加点/减点走势



资料来源：Wind、全国银行间同业拆借中心、中国人民银行，德邦研究所

图 7：央行首套住房贷款利率政策动态调整机制下，全国 70 城新建商品住宅价格指数同环比（%）趋势

城市能级	城市	新建商品住宅价格指数:当月同比			新建商品住宅价格指数:环比		
		2022/10	2022/11	2022/12	2022/10	2022/11	2022/12
一线城市	北京	5.9	5.7	5.8	0.4	0.1	0.2
	上海	4.0	4.0	4.1	0.3	0.3	0.4
	广州	0.2	0.2	0.4	-0.3	-0.5	-0.4
	深圳	0.5	0.0	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3
二线城市	天津	-4.1	-4.0	-4.0	-0.3	-0.6	-0.7
	石家庄	-4.1	-3.2	-2.9	-0.7	-0.2	-0.6
	太原	-4.7	-4.9	-4.6	-0.4	-0.7	-0.6
	呼和浩特	-2.3	-1.8	-3.1	0.0	0.0	-1.4
	沈阳	-4.8	-5.1	-5.2	-0.6	-0.7	-0.6
	大连	-4.6	-4.9	-4.9	-1.2	-0.5	-0.4
	长春	-3.1	-3.5	-4.3	-0.7	-0.8	-1.1
	哈尔滨	-7.8	-8.0	-7.6	-0.6	-0.9	-0.4
	南京	-0.1	0.6	0.3	-0.5	0.3	-0.1
	杭州	6.4	6.6	6.4	0.3	0.7	0.3
	宁波	0.9	1.2	1.8	0.4	0.1	0.2
	合肥	1.5	1.9	1.6	0.6	0.1	-0.1
	福州	-2.1	-2.0	-2.3	-0.5	-0.3	-0.2
	厦门	-3.9	-3.6	-3.9	-0.7	-0.2	-0.1
	南昌	1.5	1.9	1.8	-0.1	-0.1	-0.3
	济南	1.5	2.0	1.9	0.1	-0.1	-0.1
	青岛	0.1	0.2	0.6	-0.2	-0.2	0.3
	郑州	-3.8	-3.6	-3.4	-0.5	-0.4	-0.6
	武汉	-6.4	-5.8	-5.6	-0.6	-0.2	-0.1
	长沙	2.7	3.0	3.2	0.2	0.5	0.5
	南宁	-3.0	-3.5	-3.4	-1.0	-0.6	-0.2
	成都	7.2	8.0	9.0	0.3	0.5	0.5
	贵阳	-2.0	-1.6	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2
	昆明	-2.7	-2.5	-3.0	-0.8	0.2	-0.7
	重庆	0.8	0.7	0.0	-0.6	-0.3	-0.5
	西安	1.8	1.4	2.0	-0.3	-0.3	0.1
	兰州	-5.8	-5.5	-5.6	-0.4	-0.1	-0.5
	无锡	-1.2	-1.2	-0.3	-0.8	-0.3	0.4
	徐州	-0.8	-1.1	-1.0	-0.5	-0.5	-0.3
	温州	-5.1	-5.8	-6.3	-0.7	-0.8	-0.2
	金华	-1.7	-1.9	-2.1	-0.6	-0.5	-0.3
	惠州	-2.1	-2.4	-2.8	-0.7	-0.2	-0.7
三四线城市	海口	0.5	0.8	1.0	-0.1	-0.2	-0.2
	乌鲁木齐	1.2	1.7	1.7	-0.2	0.0	-0.3
	西宁	-4.7	-4.3	-3.6	-0.6	0.0	-0.3
	银川	2.7	1.8	2.3	-0.2	-0.7	0.1
	唐山	-0.8	-1.3	-2.1	-0.2	-0.7	-0.6
	秦皇岛	-6.4	-6.3	-5.9	-0.7	-0.3	-0.5
	包头	-4.8	-4.7	-4.6	0.0	-0.3	-0.4
	丹东	-5.0	-4.9	-4.8	-0.1	-0.1	-0.2
	锦州	-3.6	-3.3	-3.5	-0.9	-0.2	-0.4
	吉林	-3.2	-3.3	-3.8	-0.3	-0.5	-0.5
	牡丹江	-2.9	-3.3	-3.2	-1.1	-1.0	-0.5
	扬州	-4.4	-3.9	-3.3	-0.4	-0.2	0.6
	蚌埠	-2.5	-2.8	-2.7	-0.1	-0.6	-0.1
	安庆	-4.7	-4.6	-4.9	0.1	-0.1	-0.3
	泉州	-5.4	-4.5	-3.1	-0.6	0.5	0.7
	九江	-3.2	-3.1	-2.5	-0.4	-0.3	0.2
	赣州	0.9	0.6	-0.1	-0.6	-0.4	-0.3
	烟台	-2.7	-2.1	-2.0	-0.2	0.3	-0.2
	济宁	-4.2	-4.9	-4.7	-0.6	-1.1	-0.3
	洛阳	-4.8	-5.0	-4.8	-0.7	-0.4	-0.5
	平顶山	-3.0	-2.9	-2.6	-0.3	-0.2	0.2
	宜昌	-5.1	-5.1	-5.0	-0.9	-0.2	-0.2
	襄阳	-5.4	-5.3	-4.4	-0.1	-0.5	-0.1
	岳阳	-7.4	-8.0	-8.2	-0.8	-0.4	-0.6
	常德	-5.6	-5.7	-5.7	-0.5	-0.3	-0.4
	湛江	-8.7	-8.8	-8.3	-0.6	-0.5	-0.5
	韶关	-3.0	-3.5	-3.5	-0.3	-0.7	-0.6
	桂林	-3.5	-3.8	-4.7	-0.3	-0.8	-0.6
	北海	-10.7	-10.6	-10.3	-0.7	-0.4	-0.4
	三亚	0.1	-0.5	-0.8	-0.1	0.2	-0.2
	泸州	-5.1	-4.0	-4.3	-0.3	0.4	-0.4
	南充	-4.7	-3.6	-2.8	1.0	0.5	0.1
	遵义	-1.5	-0.7	-1.3	-0.6	0.3	-0.5
	大理	-5.7	-4.7	-4.6	-0.5	0.1	-0.3

资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

公积金方面，2022 年 9 月 30 日央行时隔 7 年再次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（含 5 年）和 5 年以上公积金贷款利率分别降至为 2.6%和 3.1%，第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025%和 3.575%。

降税费方面，房地产税试点延后：2022 年 3 月财政部有关负责人接受采访表示，“房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”；购房退税：9 月财政部与税务总局阶段性对出售后 1 年内重新购房家庭实施退税优惠，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，执行期限为 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。

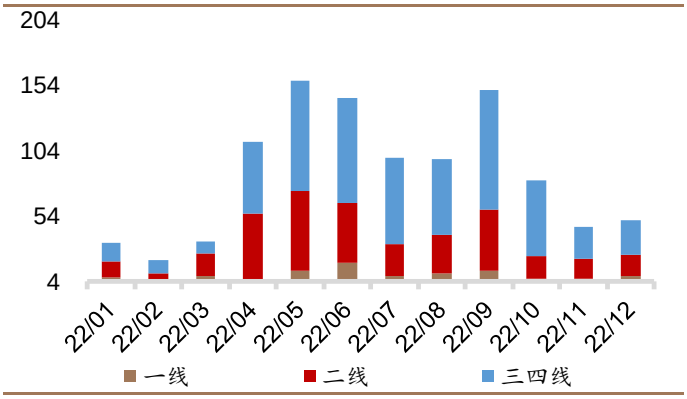
地方层面：因城施策推进政策放松，但政策放松力度与速度不及以往周期。

从各地政策放松频次来看，2022 年以来中央多次提出“因城施策用足用好政策工具箱”，给予各地较高的调控自由度。根据中指院数据，2022 年有超 300 省市（县）出台房地产放松政策超千条。

从政策放松类型来看，主要涉及优化限购政策、降低首付比例、提高公积金贷款额度、发放购房补贴、降低限售年限、降低交易税费等方面。

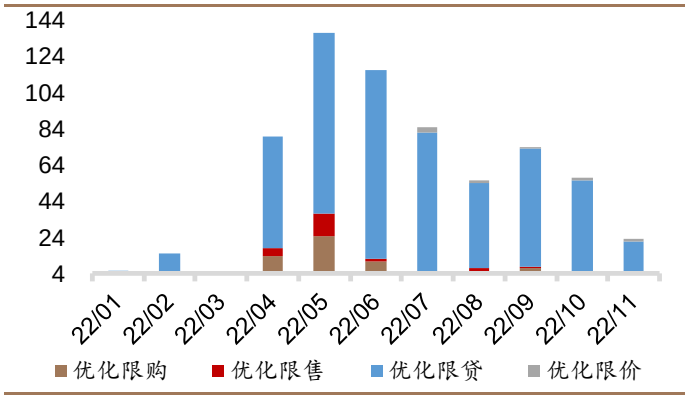
从政策放松时间来看，4-6 月政策进入实质性宽松期，政策放松节奏加快、松绑力度加大，且不断向热点二线城市升级；2022 年 6 月房企年中冲量叠加长三角疫情缓解，房地产销售数据有所回温，各地因城施策频率稍缓；9 月以来基本面再次下行，各地政策放松重新提速；而进入 22Q4 各线城市政策继续优化的空间有限，政策调控频次有所放缓。

图 8：2022 年各地因城施策月度政策放松频次（次）



资料来源：中指院，德邦研究所

图 9：2022 年各地因城施策月度四限政策放松频次（次）



资料来源：中指院，德邦研究所

从不同城市能级放松类型来看，**一线城市**基本面夯实支撑需求，政策放松以微调为主，根据中指院统计，上海、北京等城市多凭借人才引进、养老、落户等政策间接放松；**二线城市**需求有所分化，核心区域需求支撑度较高，所以多采取渐进式放松模式，如成都、济南等城市从限购、限贷、限售等多方面放松房地产政策，年底核心二线城市政策优化力度增加，杭州、成都、西安、南京、武汉等城市政策持续调整。**三四线城市**政策多数已基本放开，整体政策优化空间有限，多集中于调整公积金、发放购房补贴、加强人才引进等方面，对市场的提振作用较为有限。

特殊背景下，“因城施策”导致政策放松力度和速度弱于以往周期：在“房住不炒”主基调下，地方政府主动抢先松绑放松力度较高的“四限”政策意愿不强，且出现政策被中央叫停或调整的现象，如苏州、青岛部分取消限购政策被撤回、南京下调首套/二套首付比例至 30%/60%政策被暂缓执行、太原首套首付比例 20%政策被监管部门要求调整，以及济源、齐河县、长治等地区部分政策出现“一日游”。

我们认为，当前各地政策放松空间已较为有限，但在基本面修复不及预期情况下，后续各地政策容忍度或将加大，高能级城市如一线及核心二线城市在降低二套房贷利率、降低首付比例、优化认房认贷标准、部分区域率先放开限购以及降低限售年限等政策方面仍有进一步优化空间。

表 2：全国重点城市首套房商贷最低首付比例

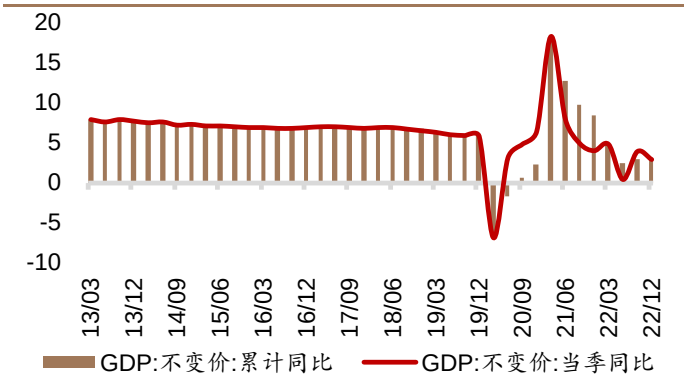
首套房商贷最低首付比例	城市
3.5 成	北京、上海
3 成	深圳、广州、天津、杭州、厦门、成都、南京、合肥、西安等
2 成（含部分区域或部分银行执行）	重庆、武汉、南昌、石家庄、长春、哈尔滨、贵阳、南宁、乌鲁木齐等 82 城

资料来源：贝壳研究院，德邦研究所

2）购房能力：当前限制主要在于经济增长承压、就业压力加剧下居民收入预期减弱，2023 年稳增长发力，经济修复后居民部门仍有温和加杠杆空间。

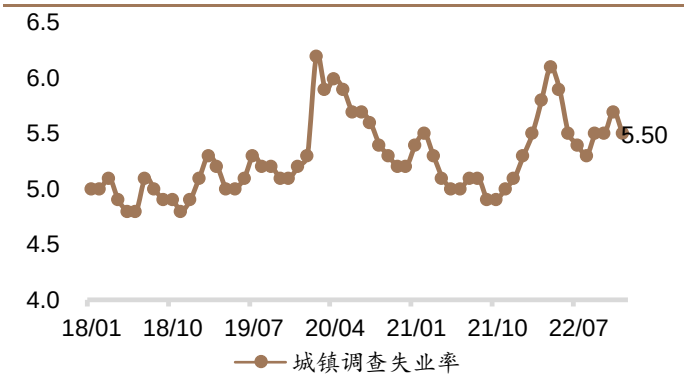
GDP 增速降至历史低位，失业率环比改善但就业压力仍然较大。2022 年我国 GDP 同比增长 3.0%，处于 2010 年以来的低位，其中四季度同比增长 2.9%，增速环比减小 1 个百分点。失业率方面，2022 年 12 月全国城镇调查失业率 5.5%，较前值改善 0.2 个百分点，位于 2022 年两会提出的全年 5.5%的目标失业率上限。

图 10：2013 年以来全国 GDP 单季度及累计同比增速（%）



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 11：2018 年以来城镇调查失业率走势（%）

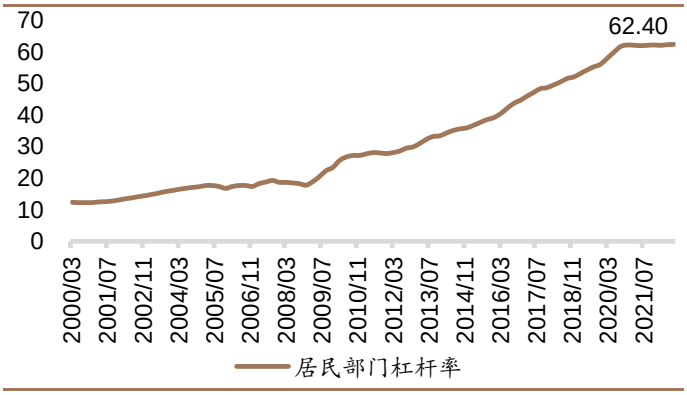


资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

收入预期承压导致政策效果有限。我国居民部门杠杆率上升较快，略低于所有报告国平均水平。纵向来看，2022 年 9 月我国居民部门杠杆率达到 62.4%的历史高位，杠杆率攀升与过去房地产发展、全国经济水平提升关系密切，2022 年上升趋势有所减缓；横向来看，我国居民部门杠杆率略低于国际水平，与发达经济体相比仍有 10 个百分点的差距。我们认为，2022 年以来虽然央行降息、房贷利率下行，但受制于经济增速放缓以及失业率高增导致的收入预期承压，政策效果有所折扣，对房地产销售的提振效果有限。

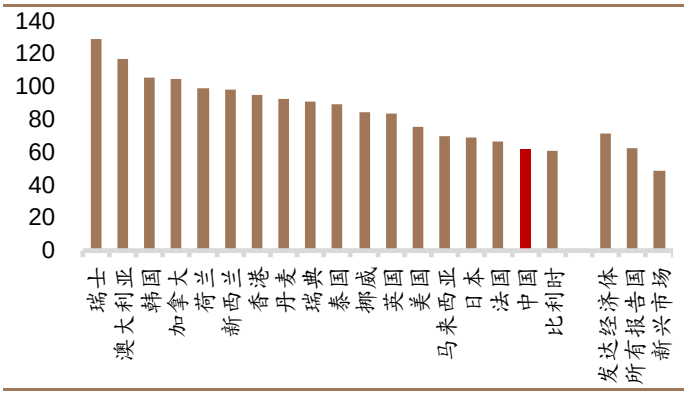
2023 年坚持稳字当头，经济修复下房贷利率下降的刺激效果有望释放。2022 年 12 月政治局会议定调明年要坚持稳字当头、稳中求进，2023 年 1 月各地方两会总体上延续中央经济工作会议主基调。我们认为，2023 年稳增长再次发力，经济修复下居民仍有温和加杠杆空间，房贷利率下降对购房需求的刺激效果有望加强释放。

图 12：2000 年以来我国居民部门杠杆率情况（%）



资料来源：Wind、国家资产负债表研究中心，德邦研究所

图 13：2022 年 6 月居民部门杠杆率横向对比（%）



资料来源：Wind、国际清算银行，德邦研究所

表 3：2023 年 31 个省市经济增速目标

	经济增速目标区间			
	4-5%	5-6%	6-7%	>8%
省份	辽宁 >5%	河北 ≈6%	江西 ≈7%	海南 ≈9.5%
	浙江 >5%	山西 ≈6%	新疆 ≈7%	西藏 ≈8%
	广东 >5%	内蒙古 ≈6%	安徽 >6.5%	
	江苏 5%	吉林 ≈6%	湖北 ≈6.5%	
	山东 ≈5%	黑龙江 ≈6%	湖南 ≈6.5%	
	青海 ≈5%	福建 ≈6%	宁夏 ≈6.5%	
	北京 >4.5%	重庆 ≈6%		
	天津 ≈4%	四川 ≈6%		
		贵州 ≈6%		
		云南 ≈6%		
		甘肃 ≈6%		
		河南 6%		
		上海 >5.5%		
		广西 >5.5%		
		陕西 ≈5.5%		

资料来源：金十数据、各省市政府工作报告，德邦研究所

3）购房意愿与预期：房企供给端政策得到实质性推进，交付风险有望缓解，目前核心矛盾在于如何扭转居民预期，或仍需要全国层面自上而下更大力度的政策引导。

期房交付预期：我们在 2022 年 11 月 30 日的专题报告《房企融资迎三箭齐发，保交楼有望持续推进，看好建材估值修复》中，详细复盘了 2022 年 11 月以来以“民企三支箭”、“保交楼”专项资金为主的供给端政策。2023 年 1 月 13 日，根据新华社报道，有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，拟重点推进 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间，推动行业向新发展模式平稳过渡。我们认为，当前房企在信贷、债券、股权三个外部融资渠道均得到本轮去杠杆周期以来的实质性放松，叠加各部门及各地方跟进推出专项借款

及纾困基金，房地产行业风险有望实现软着陆，存量风险有望逐步化解，对竣工端形成有效支撑，居民对于期房交付的担忧有望逐步缓释，从而降低观望情绪。

表 4：2022 年 11 月国有大行与 17 家房企签订战略合作

银行	时间	授信意向额度（亿）	涉及房企	具体额度（亿）
农业银行	2022/11/23	暂未披露	万科集团、金地集团、龙湖集团、中海发展、华润置地	/
中国银行	2022/11/23	超 6000 亿元	万科集团	1000
			龙湖集团	600
			碧桂园	600
			美的置业	300
			中海、华润置地、招商蛇口、金地集团、绿城中国、滨江集团	/
交通银行	2022/11/23	1200	万科集团	1000
			美的置业	200
工商银行	2022/11/24	6550	万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖集团、碧桂园、美的置业、金辉集团、中海发展、华润置地、保利发展、招商蛇口、华侨城	/
邮储银行	2022/11/24	2800	碧桂园	500
			万科集团、绿城中国、龙湖集团、美的置业	/
建设银行	2022/11/24	暂未披露	万科集团、龙湖集团、美的置业、合生创展、大华、中国交建、首开、越秀	/

资料来源：人民网、经济观察网等、各公司公告，德邦研究所；注：表中数据统计截至 2022 年 11 月 29 日，可能与实际协议签订情况存在差异

表 5：2022 年三次房企发债支持政策对比

11 月“第二支箭”						5 月信用保护工具债券		8 月增信担保债券	
发债企业	性质	协会受理日期	发债方式	规模	首批发债	发债企业	发债规模	发债企业	发债规模
龙湖	民企	11 月 10 日	储架式注册发行	200 亿元	20 亿元	龙湖	5 亿元	龙湖	15 亿元
美的置业	民企	11 月 14 日	中期票据储架式注册发行	150 亿元	15 亿元	美的置业	10 亿元	美的置业	10 亿元
新城	民企	11 月 17 日	储架式注册发行	150 亿元	/	新城	10 亿元	新城	10 亿元
万科	混合所有制	11 月 22 日	储架式注册发行	280 亿元	/	旭辉	5 亿元	旭辉	12 亿元
金地	混合所有制	11 月 22 日	储架式注册发行	150 亿元	/	碧桂园	5 亿元	碧桂园	15 亿元
金辉	混合所有制	11 月 24 日	中期票据注册发行	20 亿元	12 亿元			卓越	6 亿元

资料来源：中指院、中国银行间交易所协会、中债信用增进公司，德邦研究所

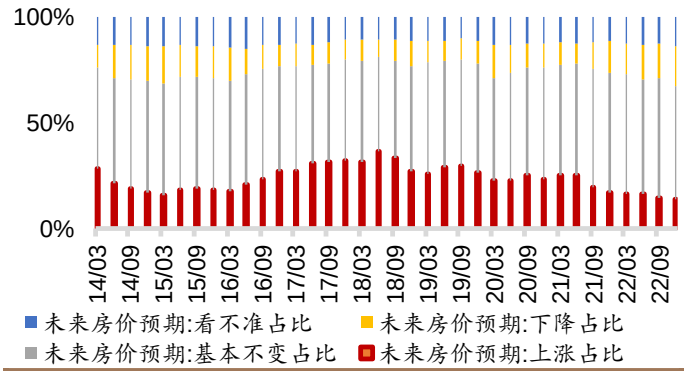
表 6：2022 年 7 月以来中央及地方保交楼政策情况

中央/地方	时间	部委/地方	政策内容
中央	2022 年 7 月 28 日	中共中央政治局	会议指出，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。**
	2022 年 8 月 29 日	央行	专项用于**“保交楼”2000 亿元全国性纾困基金**启动，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排，后续，中国进出口银行或也会加入。中央财政将根据实际借款金额，对政策性银行予以 1%的贴息，贴息期限不超过两年。
	2022 年 8 月 31 日	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和**保交楼专项借款。**
	2022 年 11 月 21 日	央行、银保监会	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作，会后人民银行行长易纲在 2022 年金融街论坛年会上讲话表示，房地产业关联很多上下游行业，其良性循环对经济健康发展具有重要意义。在 2023 年 3 月 31 日前，央行将向商业银行提供 **2000 亿元免息再贷款**，支持商业银行提供配套资金用于助力“保交楼”，封闭运行、专款专用。
	2022 年 11 月 24 日	银保监会	国家开发银行和中国农业发展银行按照有关政策和要求，设立了封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾期难交付住宅项目建设的“保交楼”专项借款。目前，**专项借款资金已基本投放至项目，资金投入已带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。**
地方	2022 年 8 月	郑州	郑州市政府印发了《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，将按照“政府引导、多层级参与、市场化运作”原则，由中心城市基金下设立**纾困专项基金，规模暂定 100 亿元**，采用母子基金方式运作，相关开发区、区县（市）据纾困项目，吸引不同类型社会资本共同出资设立子基金，并按照项目及子基金设立情况，资金分期到位。
	2022 年 8 月	湖北	在全省地方金融组织不良资产处置项目对接会上，湖北省资产管理有限公司与浙商资产管理有限公司联合**设立 50 亿元纾困基金**，聚焦助企纾困，加大对全省不良资产的收购、处置力度，服务“保交楼、保民生、保稳定”。
	2022 年 8 月	南宁	南宁市平稳房地产基金正式设立，**基金首期规模 30 亿元**，首笔出资已于 8 月 18 日完成缴付，后续资金将陆续到位，现已围绕“保交楼、稳民生”开展工作，对部分项目进行调研。
	2022 年 10 月	绍兴	祥生控股集团公告称，绍兴市人民政府主导成立的**房地产纾困稳保产业基金已落地**，公司位于诸暨市的城市之光项目或成为稳保基金项下潜在受益人之一，基金注入总额为 7 亿元。

资料来源：新华网、财联社、证券时报、央视网、中国房地产报、澎湃网、南宁日报、每日经济新闻等，德邦研究所

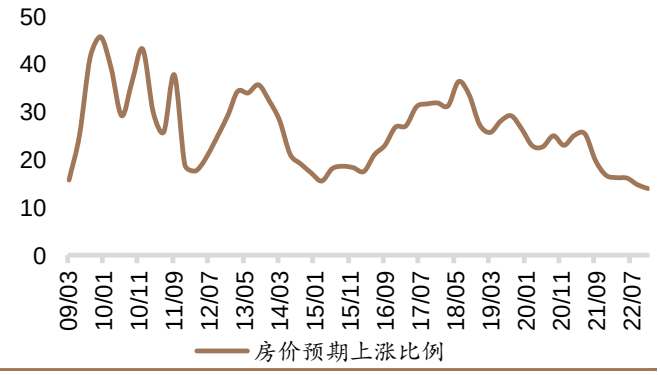
房价预期：当前居民对于房价的悲观预期已到了历史底部，根据央行每季度在全国 50 个城市、400 个银行网点随机抽取的共 2 万名储户组成的城镇储户问卷调查，截至 2022 年 12 月居民对于未来房价预期持上涨的占比达 14%，处于 2009 年有数据以来的最低值，而对于未来房价预期持下降的占比达 18.5%，2020 年 12 月以来该比例不断提升。

图 14：央行城镇储户问卷调查中关于未来房价不同预期占比（%）



资料来源：Wind、中国人民银行，德邦研究所

图 15：央行城镇储户问卷调查中未来房价预期上涨比例走势（%）



资料来源：Wind、中国人民银行，德邦研究所

预期根本性扭转仍需更大力度的支持政策。对比 2008 年和 2014 年两轮历史周期来看，本轮周期在“房住不炒”大基调下缺乏全国层面的需求托底政策，更多集中在优化限贷和各地“因城施策”小幅调整当地限购、限贷政策。我们认为，居民预期的扭转或需等待标志性事件出现，如更高级别会议定调、更高能级城市放松四限政策等。

表 7：房地产三轮周期对需求刺激明显的中央自上而下主要政策

周期	政策日期	中央部委	政策文件	政策内容
2008-2009 年周期	2008 年 10 月	央行	《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》	商业性个人住房贷款利率的**下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍，最低首付款比例调整为 20%；**对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款需求，金融机构可在贷款利率和首付款比例上按优惠条件给予支持；下调个人住房公积金贷款利率。
	2008 年 11 月	国务院	《国务院常务会议部署扩大内需促进经济增长的措施》	会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，初步匡算约需**投资 4 万亿元。**
	2008 年 12 月	国务院	《国务院常务会议部署促进房地产市场健康发展措施》	进一步鼓励普通商品住房消费。对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平，**再申请购买第二套普通自住房的居民，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。**
	2008 年 12 月	中共中央、国务院	中央经济工作会议	要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产支柱产业作用结合起来，增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，**发挥房地产在扩大内需中的积极作用。**
2014-2015 年周期	2014 年 3 月	-	两会政府工作报告	**关于针对不同城市情况，将实行分类调控，**增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展。
	2014 年 7 月	住建部	住建部城乡建设工作会议	新任部长陈政高就完善房地产政策提出了三点落实意见，1、**千方百计地消化库存；**2、进一步加强房地产结构调整；3、完善房地产项目周边配套设施。
	2014 年 9 月	央行、银保监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	对于贷款购买首套普通自住房的家庭，**贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍；**对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，**为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。**
	2015 年 3 月	央行、住建部、银保监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，**最低首付款比例调整为不低于 40%。**
	2015 年 9 月	央行、银保监会	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，**最低首付款比例调整为不低于 25%。**

本轮周期	2022 年 5 月	央行、银保监会	《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率**减 20 个基点。**
	2022 年 9 月	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》	对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，**阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。**
	2023 年 1 月	央行、银保监会	《建立首套住房贷款利率政策动态调整机制》	对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。地方政府按照因城施策原则，可自主决定自下一个季度起，**阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。**

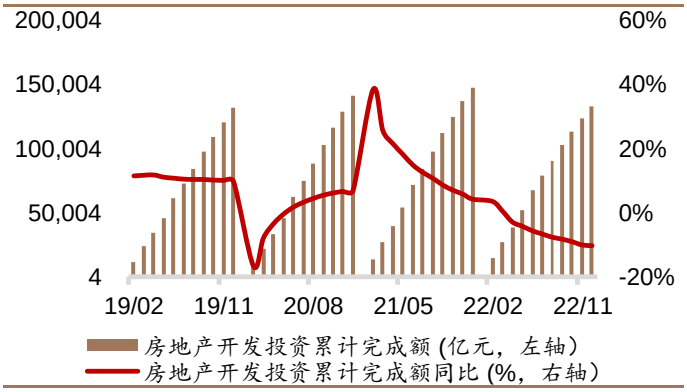
资料来源：中国政府网、中新网、新华网、中国证券报、中国人民银行，德邦研究所

1.2. 2023 需求预测：政策持续催化，销售量价趋稳

当前基本面仍在筑底阶段，下行程度超越 2008 年和 2014 年周期。

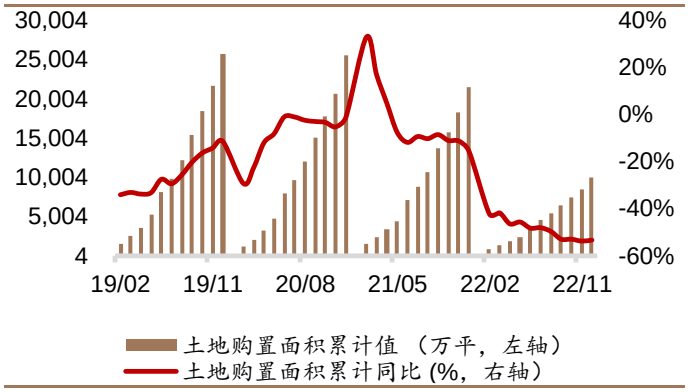
1）投资端：2022 年全年房地产开发投资完成额 13.29 万亿元，同比减少 10.0%，体量重回 2019 年水平；自 2021 年初以来房地产开发投资完成额累计同比增速持续下降，并于 2022 年 4 月进入已持续 9 个月的负增长阶段，且增速降幅不断扩大，是历史首次出现较长时间的房地产开发投资完成额负增长。投资的拖累项主要来自于前端土地出让，2022 年全年土地购置面积 1 亿平，同比下降 53.4%，而 2019 年以来土地购置面积年均超过 2 亿平，2022 年土地出让基本腰斩。

图 16：2019 年以来房地产开发投资完成额走势



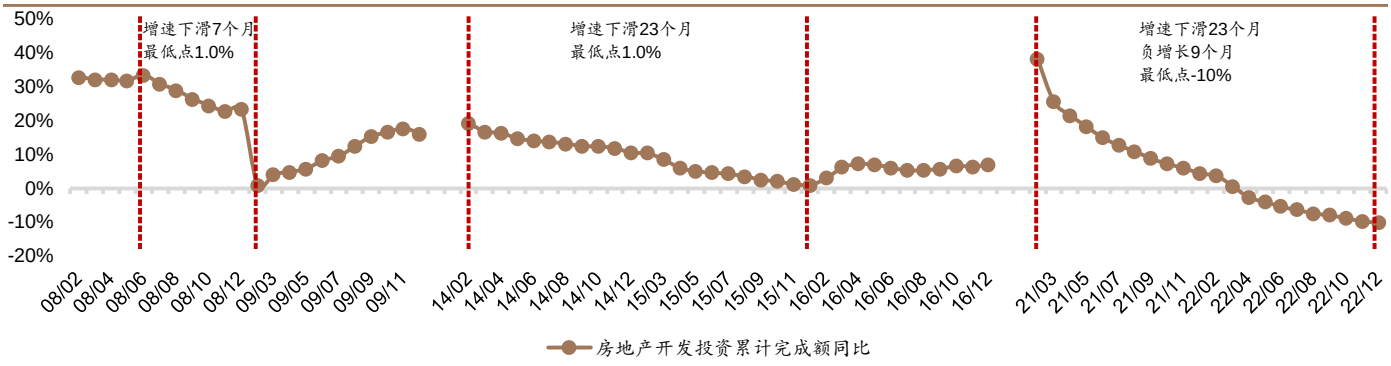
资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 17：2019 年以来土地购置面积走势



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

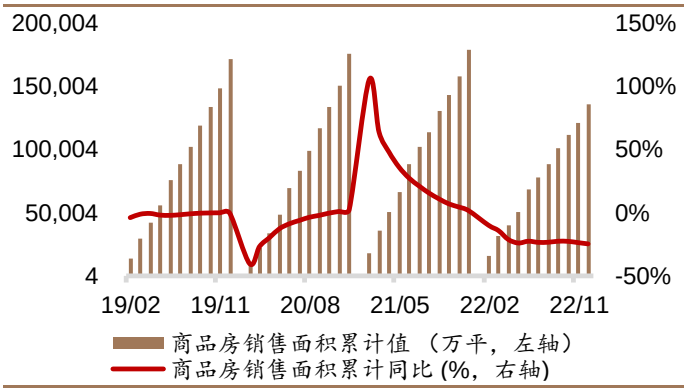
图 18：三轮周期房地产开发投资完成额下行持续时间对比



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

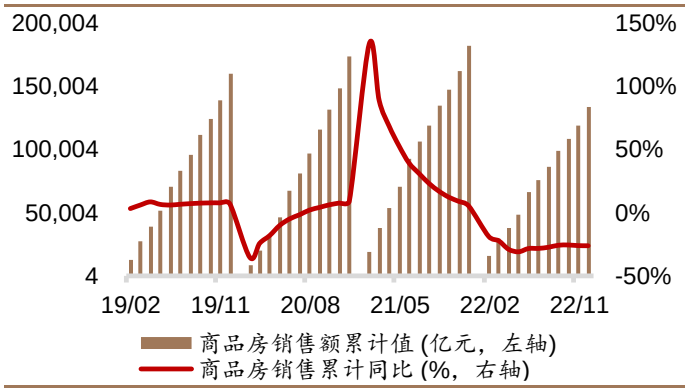
2）需求端：2022 年全年商品房销售面积 13.58 亿平，同比下降 24.3%，商品房销售额 13.33 万亿元，同比下降 26.7%，不考虑价格因素，2022 年商品房销售量级重回 2015 年的 13 亿平左右； 商品房销售额自 2022 年以来已持续 11 个月负增长。

图 19：2019 年以来商品房销售面积走势



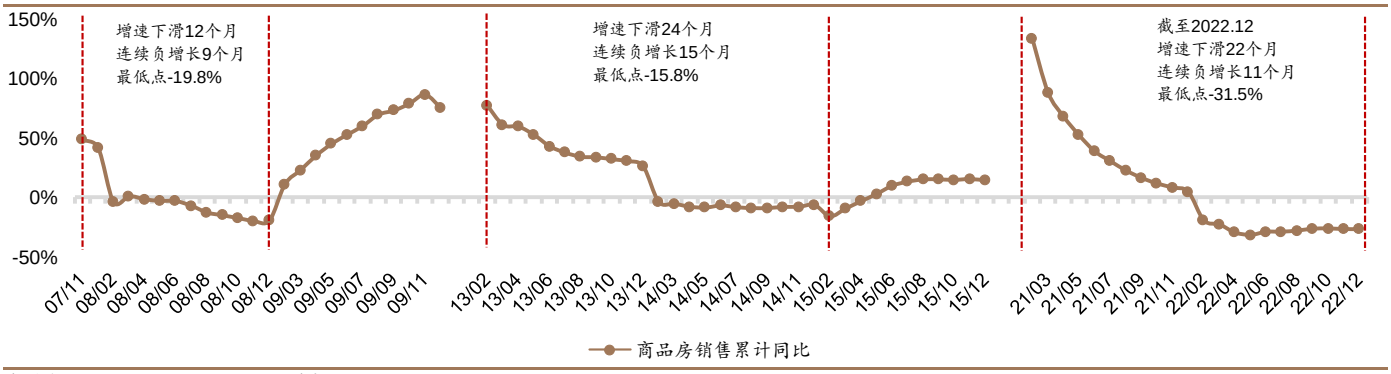
资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 20：2019 年以来商品房销售额走势



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 21：三轮周期商品房销售额下行持续时间对比



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

中性假设下 2023 年需求有望在 Q2 企稳，全年销售面积/金额分别同比+0.4%/+0.7%。为了预估 2023 年房地产需求端核心数据，我们假设以下三种情景假设：

1）中性假设：需求端限购政策“因城施策”逐步优化、房贷利率维持低位；供给端政策维持 22 年节奏型推进、房企现金流逐步改善、“保交楼”下居民信心逐步修复；宏观经济稳步修复。预计销售面积在 Q1 降幅小幅收窄，Q2 年中冲量叠加低基数下走出负增长区间，Q3/Q4 渐进修复，销售价格在 Q3 销售面积企稳回升后小幅转正。**此假设下预计 2023 年全年商品房销售面积 13.6 亿平，同比+0.4%，销售额 13.4 万亿元，同比+0.7%，销售均价 9841 元/平，同比+0.3%。**

2）乐观假设：需求端出台自上而下大力度托底政策扭转居民预期、高能级城市松绑四限、房贷利率持续下探；供给端房企融资快速获得支持、“保交楼”快速落地居民置业信心快速修复；各地经济快速修复。预计销售面积在 Q1 实现快速收窄，Q2 年中冲量下小幅增长，Q3/Q4 延续修复趋势增速扩大，销售价格在 Q2 量稳后开始修复。此假设下预计 2023 年全年商品房销售面积 14.5 亿平，同比+6.6%，销售额 14.5 万亿元，同比+8.8%，销售均价 10020 元/平，同比+2.1%。

3）悲观假设：需求端政策放松速度较慢、一线及核心二线维持现有政策不变；供给端政策落位较慢，“保交楼”虽然继续推进但房企现金流压力延续，居民观望情绪依然较重；各地经济修复受阻。预计销售面积在 Q1 维持较大降幅，Q2 在年中冲量和基数效应下有所收窄但仍维持负增长，Q4 小幅回正，销售价格在以价换量下全年依然呈现小幅负增长。此假设下预计 2023 年全年商品房销售面积 12.8 亿平，同比-5.8%，销售额 12.3 万亿元，同比-7.8%，销售均价 9609 元/平，同比-2.1%。

表 8：三种情景假设下，2023 年商品房销售面积、销售金额、销售均价分季度情况

	季度	商品房销售面积（万平）	商品房销售额（亿元）	销售均价（元/平）	商品房销售面积当季同比（%）	商品房销售额当季同比（%）	销售均价环比（%）
	2020Q1	21978.32	20364.86	9265.88	-26%	-25%	1%
	2020Q2	47425.35	46529.71	9811.15	3%	7%	6%
	2020Q3	47669.00	48752.72	10227.34	10%	20%	4%
	2020Q4	59013.55	57965.37	9822.38	13%	20%	-4%
	2021Q1	36007.05	38377.79	10658.41	64%	88%	9%
	2021Q2	52628.30	54553.52	10365.81	11%	17%	-3%
	2021Q3	41696.43	41863.62	10040.10	-13%	-14%	-3%
	2021Q4	49101.63	47135.02	9599.48	-17%	-19%	-4%
	2022Q1	31045.96	29654.60	9551.84	-14%	-23%	0%
	2022Q2	37877.08	36417.78	9614.73	-28%	-33%	1%
	2022Q3	32498.68	33307.31	10248.82	-22%	-20%	7%
	2022Q4	34415.28	33928.31	9858.50	-30%	-28%	-4%
中性假设	2023Q1 E	24836.77	24240.48	9759.92	-20%	-18%	-1%
中性假设	2023Q2 E	37877.08	36967.72	9759.92	0%	2%	0%
中性假设	2023Q3 E	34123.61	33637.40	9857.52	5%	1%	1%
中性假设	2023Q4 E	39577.57	39403.79	9956.09	15%	16%	1%
乐观假设	2023Q1 E	27941.36	27546.00	9858.50	-10%	-7%	0%
乐观假设	2023Q2 E	39770.94	39600.27	9957.09	5%	9%	1%
乐观假设	2023Q3 E	35748.55	35951.09	10056.66	10%	8%	1%
乐观假设	2023Q4 E	41298.34	41947.65	10157.22	20%	24%	1%
悲观假设	2023Q1 E	23284.47	22495.90	9661.33	-25%	-24%	-2%
悲观假设	2023Q2 E	35983.23	34416.94	9564.72	-5%	-5%	-1%
悲观假设	2023Q3 E	32498.68	31084.07	9564.72	0%	-7%	0%
悲观假设	2023Q4 E	36136.04	34908.74	9660.37	5%	3%	1%

资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所测算

表 9：三种情景假设下，2023 年商品房销售面积、销售金额、销售均价情况

年度	商品房销售面积		商品房销售额		商品房销售均价	
	绝对值（万平）	同比（%）	绝对值（亿元）	同比（%）	绝对值（元/平）	同比（%）
2020	176086	2.6%	173613	8.7%	9860	5.9%
2021	179433	1.9%	181930	4.8%	10139	2.8%
2022	135837	-24.3%	133308	-26.7%	9814	-3.2%
2023E – 中性假设	136415	0.4%	134249	0.7%	9841	0.3%
2023E – 乐观假设	144759	6.6%	145045	8.8%	10020	2.1%
2023E – 悲观假设	127902	-5.8%	122906	-7.8%	9609	-2.1%

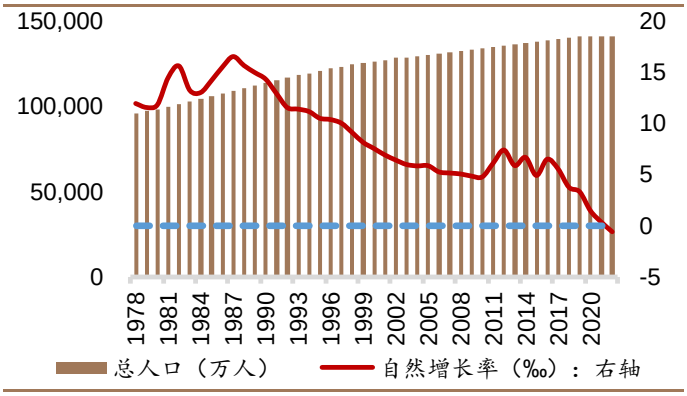
资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所测算

1.3. 中长期需求：人口红利渐消，中长期需求中枢 13.5 亿平

中长期房地产需求主要受人口和城镇化两核心因素影响。在不考虑投资需求的情况下，住宅需求可以简单拆分为刚性需求和改善性需求两方面，其中刚需主要为城镇常住人口带来的增量需求，受到人口和城镇化率综合影响；改善性需求源自居民对美好生活的追求产生，主要受人均住房面积影响。此外住宅需求还包括以旧换新、拆迁等更新需求。

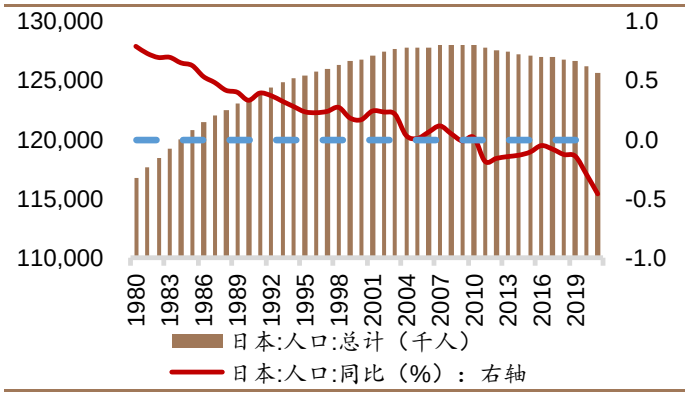
人口红利消失，对需求的支撑性减弱。我国人口增速随经济社会发展程度加深而逐渐迈入低速区间，最新人口统计数据显示 2022 年我国总人口约 14.12 亿人，同比减少 0.06%，近四十年以来首次负增长。参考发达国家情况，由于美国移民人口较多，我们选择日本作为研究参考。日本自 2011-2021 年经历了长达 11 年的人口负增长，剔除疫情影响的 2020-2021 年数据后日本人口增速在-0.05%至-0.19%区间波动，基本没有出现大幅下滑情况。我们假设现有人口政策不变，保守假设下不考虑多孩政策对人口的拉动效果，假设总人口增速每年递减-0.01 个百分点。

图 22：中国历年总人口及自然增长率走势



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

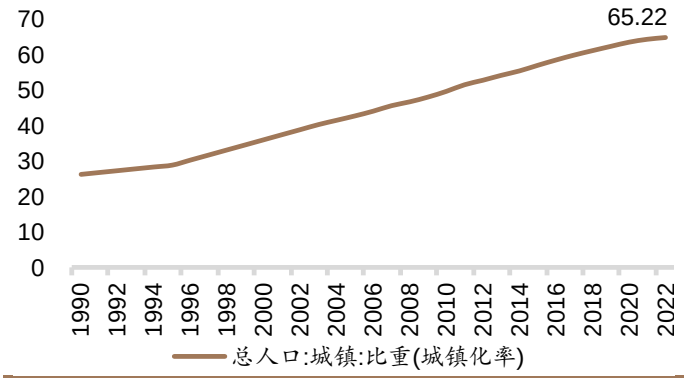
图 23：日本总人口趋势



资料来源：Wind、世界银行，德邦研究所

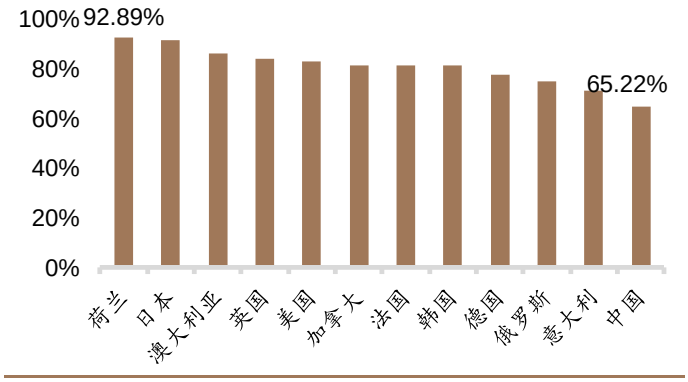
城镇化率或成为中长期房地产需求的主要驱动。我们认为，在人口增量受限情况下，区域间人口流动带来的结构性增量或持续支撑房地产需求。2022 年我国城镇化率达到 65.22%，较 1990 年提升了 38.81 个百分点，但横向对比发达国家仍有一定的增长空间。我们假设 2023 年起我国城镇化率每年提升 1 个百分点，2030 年预计提升至 73.22%，较大部分发达国家 80%以上的水平仍有一定差距。

图 24：中国城镇化率（%）趋势



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 25：2022 年中国与主要发达国家城镇化率横向对比（%）

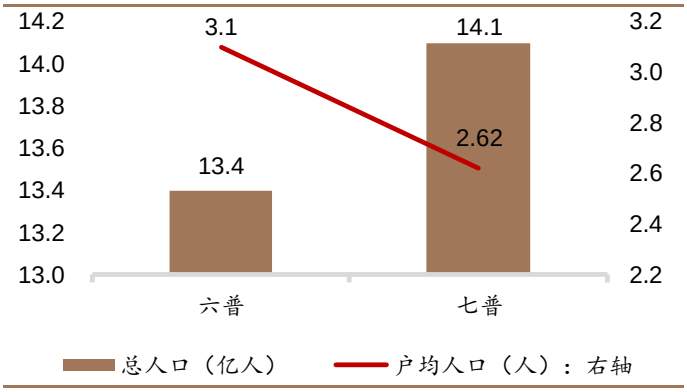


资料来源：Wind、联合国，德邦研究所

改善性需求驱动人均居住面积提升，人口持续负增长后提升或陷入瓶颈期。根据国家统计局发布的《中国人口普查年鉴—2020》，2020 年城市人均居住面积 36.52 平。我们认为，在改善性需求的持续释放下我国人均居住面积还有增长空间，但人口持续负增长后，老龄化、少子化问题逐渐突出，或将导致家庭小型化现象加剧，从而拖累人均居住面积的持续增长。我们假设，当人口增速高于-0.10%

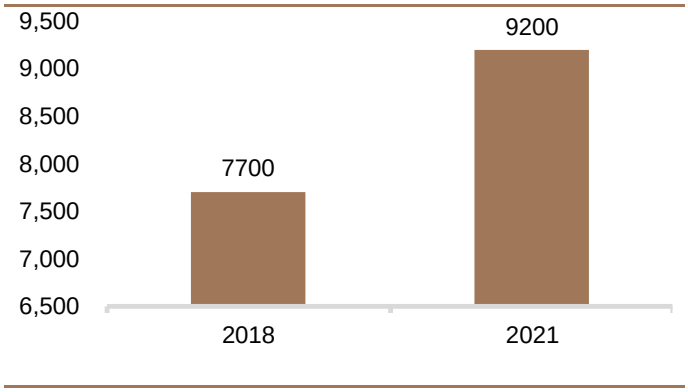
时人均居住面积年均增长 1 平，人口增速低于-0.10%时人均居住面积年均减少 1 平，以此反映人口深度负增长带来的家庭小型化现象。

图 26：六普至七普期间我国户均人口变化情况



资料来源：国家统计局、如是金融研究院，德邦研究所

图 27：2018 年与 2021 年全国独居人口增长情况（万人）



资料来源：民政部、艾媒咨询、如是金融研究院，德邦研究所

中期需求中枢年均 13.5 亿平。通过对我国总人口增速、城镇化率水平、人均居住面积等指标进行合理假设，我们测算 2023-2030 年期间，我国商品住宅销售面积的需求中枢约为年均 13.5 亿平，人口持续负增长下至 2030 年仍有 12 亿平的量级。

表 10：中长期我国商品住宅销售面积及销售金额中枢测算

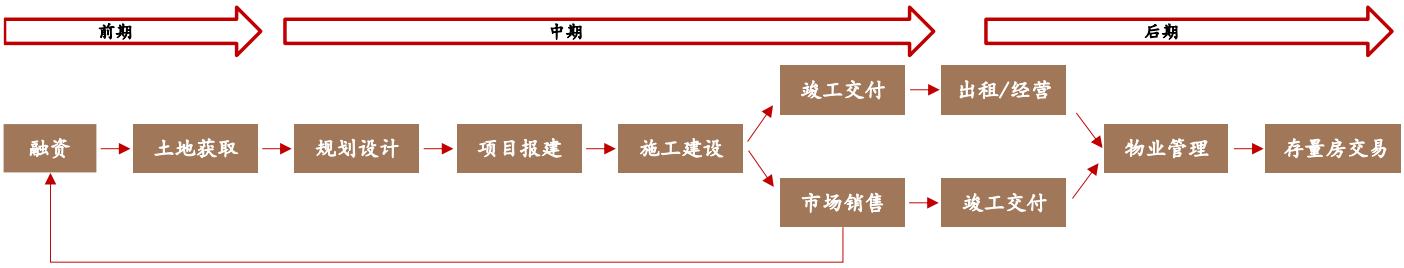
核心指标		假设	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
人口增长	总人口（万人）		140541	141008	141212	141260	141175	141076	140963	140836	140695	140540	140371	140188	139992
	人口增速（%）	每年递减-0.01pct	0.38%	0.33%	0.14%	0.03%	-0.06%	-0.07%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.11%	-0.12%	-0.13%	-0.14%
城镇化率提升	城镇人口（万人）		86433	88426	90220	91425	92071	93420	94755	96078	97389	98687	99972	101244	102502
	城镇化率（%）	每年递增 1pct	61.50%	62.71%	63.89%	64.72%	65.22%	66.22%	67.22%	68.22%	69.22%	70.22%	71.22%	72.22%	73.22%
	城镇人口增长（万人）		2090	1993	1794	1205	646	1349	1335	1323	1311	1298	1285	1272	1258
商品住宅销售面积测算	城市人均居住面积（平方米） *注：2021-2022 年也为假设数据*	人口增速高于-0.10%时年均增长 1 平，人口增速低于-0.10%时年均减少 1 平			36.52	37.52	38.52	39.52	40.52	41.52	40.52	39.52	38.52	37.52	36.52
	新增住房需求（万平）		72150	70806	65513	45212	24884	53332	54083	54927	53110	51301	49503	47716	45942
	城镇化新增人口住房需求占比（%）	城镇化、人口、人均居住面积带来的新增住宅需求占商品住宅总量取近 5 年均值 38%	49%	47%	42%	29%	22%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
	商品住宅销售面积（万平）		147929	150144	154878	156532	114631	***140346***	***142324***	***144546***	***139762***	***135002***	***130270***	***125568***	***120900***
	商品住宅销售面积 YOY（%）		2.2%	1.5%	3.2%	1.1%	-26.8%	***22.4%***	***1.4%***	***1.6%***	***-3.3%***	***-3.4%***	***-3.5%***	***-3.6%***	***-3.7%***
商品住宅销售金额测算	商品住宅总成交均价（元每平）	年涨幅 2%（近十年 CPI 平均为 2%）	8544	9287	9980	10396	10185	10388	10596	10808	11024	11245	11470	11699	11933
	商品住宅销售额（亿元）		126393	139440	154567	162730	116747	***145796***	***150808***	***156225***	***154076***	***151805***	***149413***	***146901***	***144269***
	商品住宅销售额 YOY（%）		14.7%	10.3%	10.8%	5.3%	-28.3%	***24.9%***	***3.4%***	***3.6%***	***-1.4%***	***-1.5%***	***-1.6%***	***-1.7%***	***-1.8%***

资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所测算

2. 房地产投资端：修复滞后于需求

销售作为中后端节点对前端环节产生重要影响，房企普遍倾向右侧拿地。1）直接影响：房企以销定产策略下，销售市场波动将影响房企前端拿地意愿和开工意愿。当房企市场将处于持续下行阶段时，房企普遍选择减缓拿地和开工进度，降低资金沉淀的同时，亦有利于投资回报率的实现；2）间接影响：销售回款作为房企重要资金来源，市场下行导致销售受阻，此时拿地将加剧房企资金压力。基于投资修复滞后性，我们在第一部分对 2023 年需求趋势进行前瞻预测后，才能对投资端进行预测。

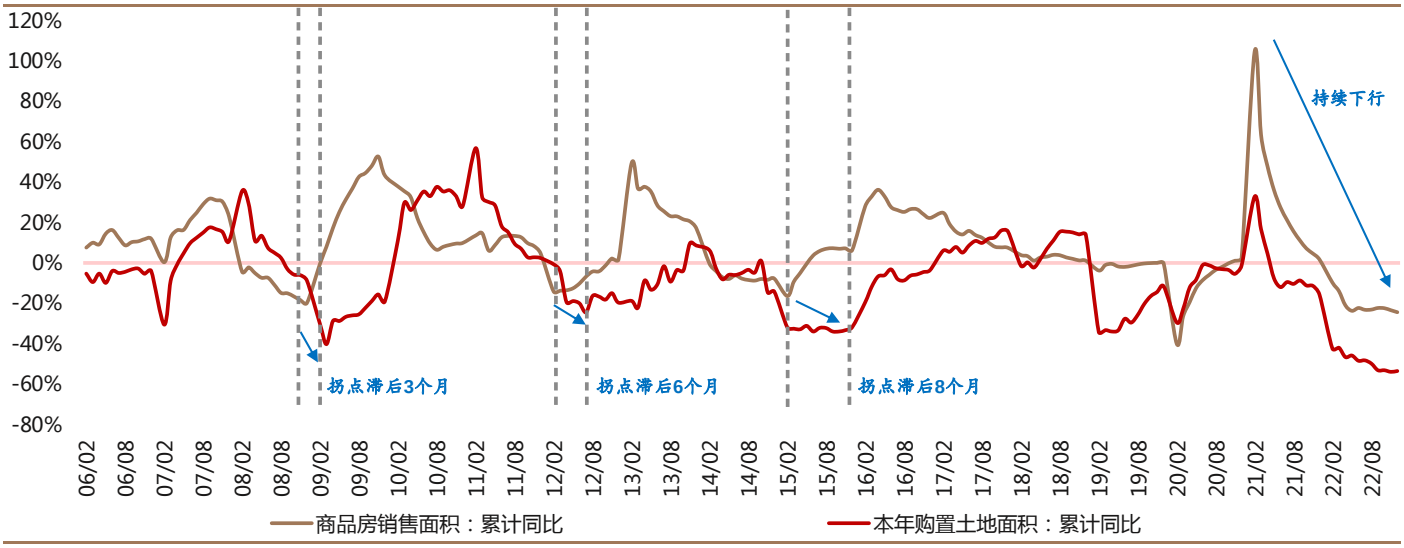
图 28：房地产项目开发周期



资料来源：Wind，德邦研究所

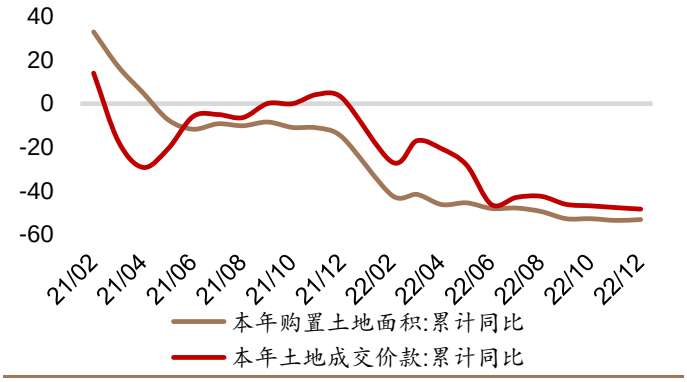
土地市场修复滞后于销售修复，本轮周期滞后性或更加明显。2022 年土地购置面积 1.0 亿平，同比下降 53.4%，土地成交价款 9166 亿元，同比下降 48.4%。通过对 2008-2016 年三轮周期复盘，土地市场见底滞后销售时长约 3-8 个月，同比增速转正则需要更长时间。本轮周期销售下行时间长于以往周期，且房企面临供给侧出清，供给端政策更注重化解存量风险而非新增投资，我们认为本轮周期土地市场修复或需要更长时间。

图 29：历年商品房销售面积累计同比与土地购置面积累计同比走势



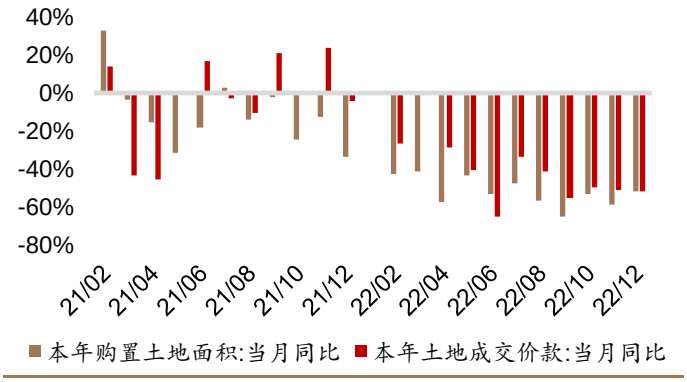
资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 30：2021 年以来土地购置面积和土地成交价格累计同比（%）



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

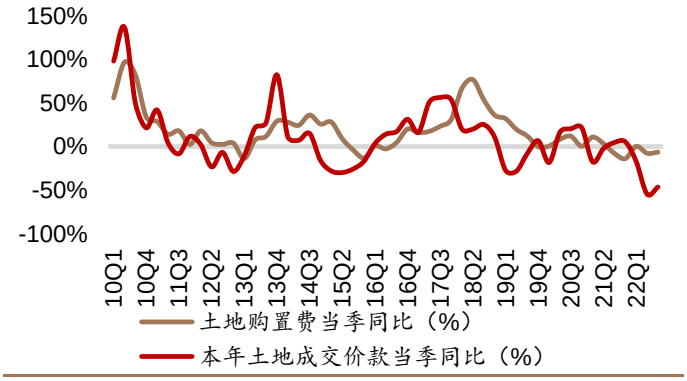
图 31：2021 年以来土地购置面积和土地成交价格当月同比（%）



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

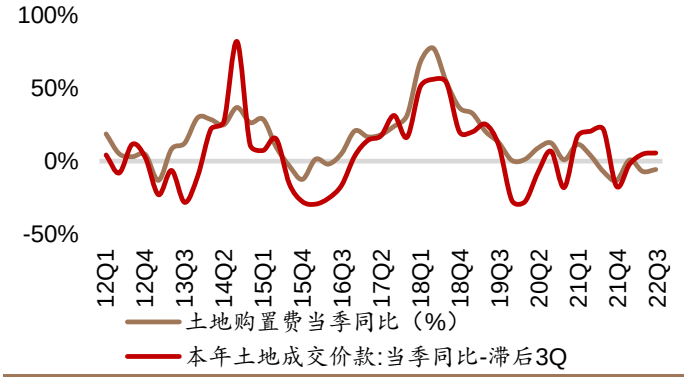
土地购置费滞后于土地成交价款，预计 2023 年同比-17.4%。根据统计局定义，土地成交价款指进行土地使用权交易活动的最终金额，而土地购置费指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用，除了土地出让金以外还包含一级土地整理所支付的安置补偿费，且按照当期实际发生额计入投资。根据定义二者存在一定滞后性，历史数据显示滞后约 3 个季度，且土地购置费口径更大，波动小于土地成交价款。我们认为，2022 年土地市场持续下行且降幅不断扩大，将在 2023 年对土地购置费形成拖累。2022 年土地成交价款 9166 亿元，同比下降 48.4%，我们预计 2023 年土地购置费预计同比下降 17.4%至 3.4 万亿元。

图 32：2010 年以来土地购置费与土地成交价款当季同比（%）



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 33：土地成交价款当季同比滞后 3Q 后与土地购置费当季同比



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

表 11：2023 年土地购置费预测

季度	本年土地成交价款（亿元）	土地购置费（亿元）	本年土地成交价款当季同比（%）	土地购置费当季同比（%）
2020Q1	977.5	7,003.5	-18.1%	1.0%
2020Q2	3,058.6	14,401.1	16.8%	8.8%
2020Q3	5,279.4	13,310.6	20.7%	12.3%
2020Q4	7,953.3	9,736.7	21.9%	0.8%
2021Q1	808.9	7,802.7	-17.2%	11.4%
2021Q2	2,998.7	14,957.3	-2.0%	3.9%
2021Q3	5,539.3	12,323.2	4.9%	-7.4%
2021Q4	8,409.4	8,421.6	5.7%	-13.5%
2022Q1	672.4	7,852.8	-16.9%	0.6%

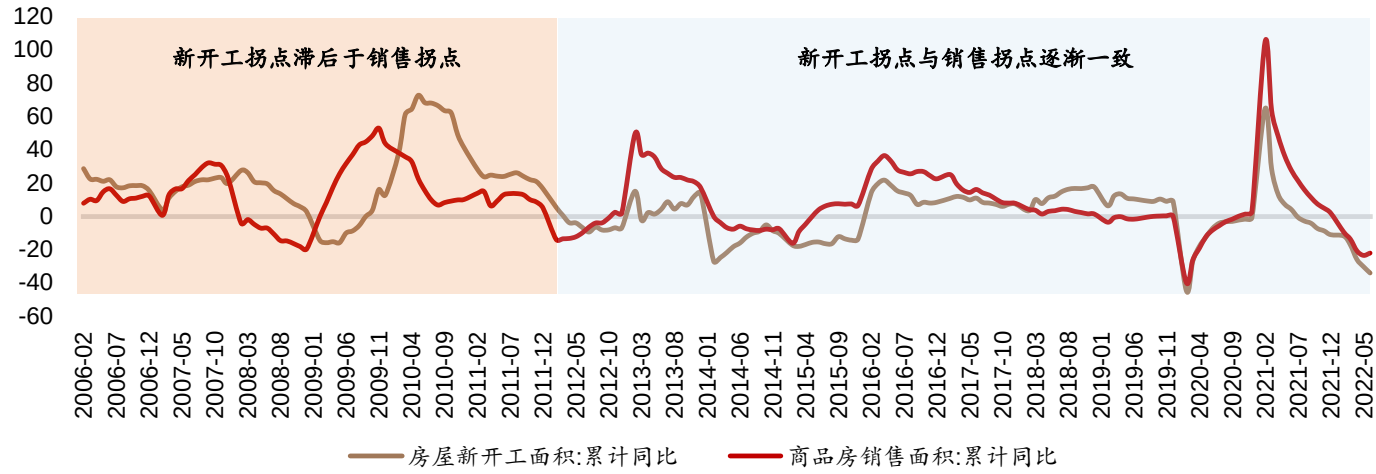
2022Q2	1,370.9	13,867.7	-54.3%	-7.3%
2022Q3	2,980.8	11,591.2	-46.2%	-5.9%
2022Q4	4,142.0	7,452.2	-50.7%	-11.5%
2023Q1 E		5,889.6		-25%
2023Q2 E		11,787.5		-15%
2023Q3 E		9,273.0		-20%
2023Q4 E		6,706.9		-10%

年度	本年土地成交价款（亿元）	土地购置费（亿元）	本年土地成交价款同比（%）	土地购置费同比（%）
2020	17269	44452	17.4%	6.7%
2021	17756	43505	2.8%	-2.1%
2022	9166	40764	-48.4%	-6.3%
2023E		33657		-17.4%

资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所测算；注：土地购置费数据披露有所滞后，截至 2023 年 1 月 18 日尚未披露 2022 年 12 月数据，假设 2022 年 1-12 月土地购置费同比增速与 2022 年 1-11 月一致，全年同比下降-6.3%。土地购置费季度增速根据滞后三个季度的土地成交价款同比变动趋势预测。

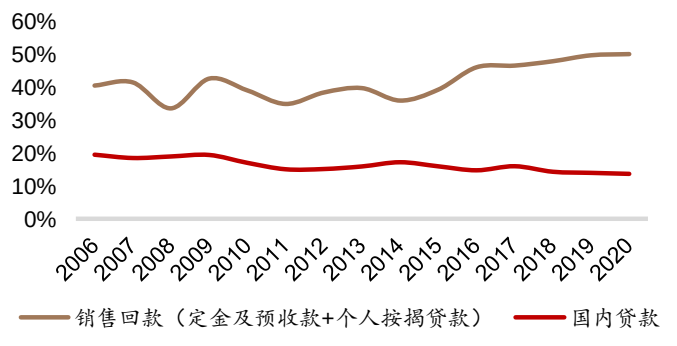
新开工面积同时受销售和拿地影响。销售对新开工的影响主要通过销售回款和开工意愿体现，而土储作为房企生产资料，决定了房企的产能和新开工面积上限。根据历史数据，2012 年以前新开工面积增速拐点往往滞后于销售增速拐点，但 2012 年以后二者增速走势逐渐趋同，我们认为主要可能缘于销售回款在房企资金来源中的重要性逐渐上升。

图 34：2006 年以来新开工面积与商品房销售面积累计同比（%）走势对比



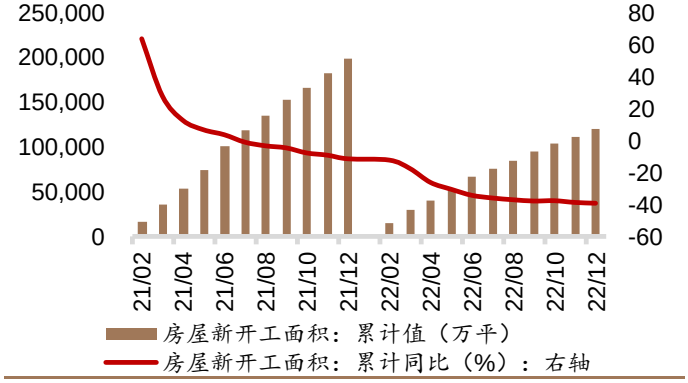
资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 35：房地产开发资金来源中，销售回款与国内贷款占比



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 36：2021 年以来房屋新开工面积累计值与累计同比增速走势



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

2023 年预计新开工面积同比-15.6%。2022 年全国新开工面积约 12.1 亿平，同比下降 39.4%，绝对值基本回到了 2009 年水平，2022 年新开工降幅较为明显。根据我们在 1.2 部分对 2023 年销售的中性预测，销售预计在 2023Q3 实现同比回正，我们预计房屋新开工面积增速趋势与销售大致相同，但由于 2022 年土地市场断崖式下滑制约房企新开工上限，我们预计新开工面积修复节奏或慢于销售，预计 2023 年房屋新开工面积同比下降 15.6%至 10.2 亿平。

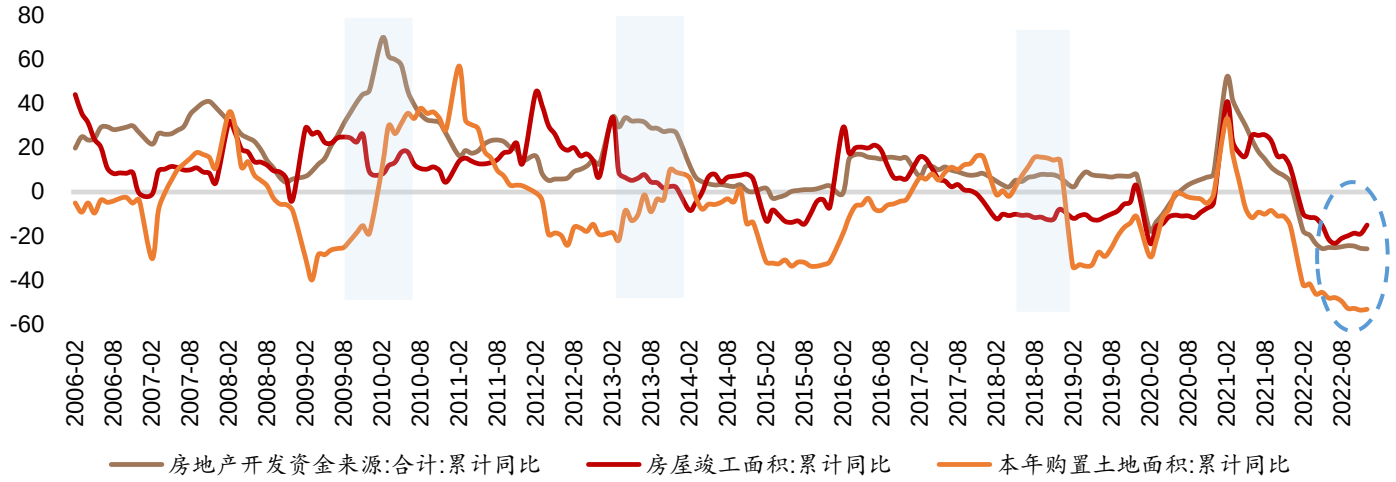
表 12：中性假设下 2023 年房屋新开工面积与商品房销售面积预测

季度	商品房销售面积（万平）	房屋新开工面积（万平）	商品房销售面积当季同比（%）	房屋新开工面积当季同比（%）
2020Q1	21,978.3	28,203.0	-26.3%	-27.2%
2020Q2	47,425.4	69,333.4	3.2%	3.8%
2020Q3	47,669.0	62,553.6	9.9%	3.9%
2020Q4	59,013.5	64,343.1	12.7%	4.7%
2021Q1	36,007.1	36,162.5	63.8%	28.2%
2021Q2	52,628.3	65,125.8	11.0%	-6.1%
2021Q3	41,696.4	51,655.2	-12.5%	-17.4%
2021Q4	49,101.6	45,951.5	-16.8%	-28.6%
2022Q1	31,046.0	29,837.6	-13.8%	-17.5%
2022Q2	37,877.1	36,585.9	-28.0%	-43.8%
2022Q3	32,498.7	28,343.8	-22.1%	-45.1%
2022Q4	34,415.3	25,819.7	-29.9%	-43.8%
2023Q1 E	24836.8	19394.4	-20.0%	-35.0%
2023Q2 E	37877.1	31098.0	0.0%	-15.0%
2023Q3 E	34123.6	25509.4	5.0%	-10.0%
2023Q4 E	39577.6	25819.7	15.0%	0.0%
年度	商品房销售面积（万平）	房屋新开工面积（万平）	商品房销售面积同比（%）	房屋新开工面积同比（%）
2020	176086	224433	2.6%	-1.2%
2021	179433	198895	1.9%	-11.4%
2022	135837	120587	-24.3%	-39.4%
2023E	136415	101822	0.4%	-15.6%

资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所测算

“保交楼”推动下竣工面积韧性较强，预计 2023 年竣工面积同比+5%。房企在一个完整项目开发周期中，主要经营性支出包括前端拿地后土地费的支付，以及开发施工阶段各节点工程款的支付。从历史数据可以看出，在房企资金增速位于高位时，房企倾向将资金用于增储扩张，同期土地购置增速快速攀升，而竣工面积增速往往滞后修复。但本轮周期中，以“保交楼”为代表的供给端政策重点在于化解存量风险、保障房屋交付，从而数据显示在房企到位资金增速持续走低且长期处于负增长区间时，房屋竣工面积增速反而有所上升。2022 年房屋竣工面积约 8.6 亿平，同比下降 15.0%，韧性明显强于其他核心指标。我们认为，2023 年“保交楼”及其配套资金持续落地有望对竣工面积形成持续支撑，2023H1 竣工面积同比降幅有望持续收窄，2023H2 叠加低基数效应，增速有望转正，预计 2023 年全年竣工面积同比增长 5%至 9.1 亿平。

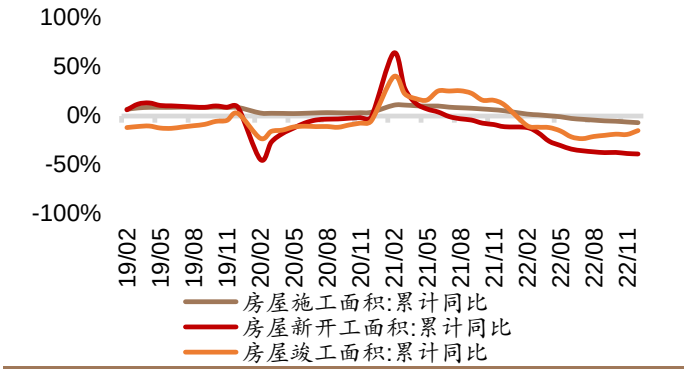
图 37：房企资金、土地购置与房屋竣工面积累计同比增速（%）走势



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

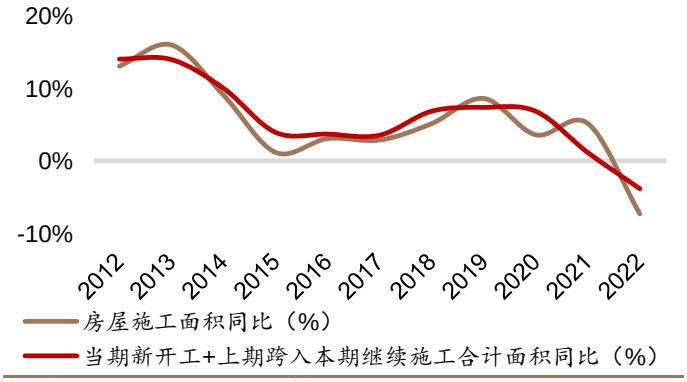
施工面积波动最小，中性预测下 2023 年施工面积同比-8%。根据统计局定义，施工面积指报告期内（月度）施工的全部房屋建筑面积，包括本期新开工的房屋建筑面积、上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋建筑面积、本期竣工的房屋建筑面积以及本期施工后又停缓建的房屋建筑面积。施工面积为各类面积的总口径值，增速存在一定惯性，波动幅度小于新开工及竣工。2022 年全年施工面积约为 90.5 亿平，同比下降 7.2%。由于停工面积相对较小，当期新开工面积以及上期跨入本期继续施工合计面积（上期施工-上期竣工）对施工面积影响较为明显，二者增速走势基本一致。根据我们前述预测的 2023 年新开工面积中性假设下同比预计仍有-15.6%的降幅，或将对 2023 年施工面积形成一定拖累，因此我们预计 2023 年全年施工面积同比降幅有小幅扩大至-8.0%，全年施工面积约 83.3 亿平。

图 38：2019 年以来房屋施工、新开工、竣工面积累计同比



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 39：2012 年以来施工面积与当期新开工+上期转入面积同比



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所；注：当期代表 T 年，上期代表 T-1 年

表 13：中性假设下，2023 年施工面积预测

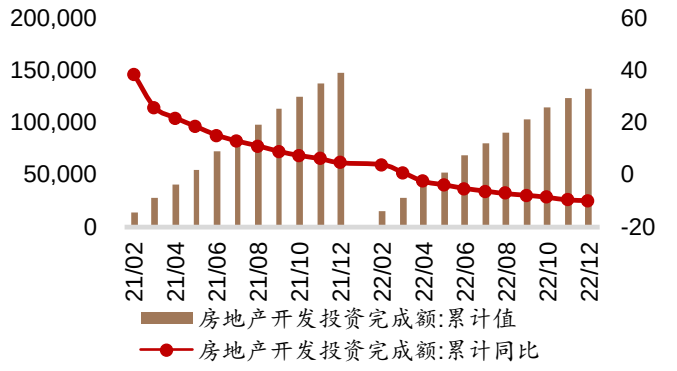
年度	房屋施工面积（万平）	房屋新开工面积（万平）	房屋竣工面积（万平）	上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积（万平）	当期新开工+上期跨入本期继续施工合计面积（万平）	房屋施工面积同比（%）	当期新开工+上期跨入本期继续施工合计面积同比（%）
2012	573418	177334	99425	414156	591489	13.2%	14.2%
2013	665572	201208	101435	473993	675200	16.1%	14.2%

2014	726482	179592	107459	564137	743729	9.2%	10.1%
2015	735693	154454	100039	619023	773477	1.3%	4.0%
2016	758975	166928	106128	635654	802582	3.2%	3.8%
2017	781484	178654	101486	652847	831501	3.0%	3.6%
2018	822300	209342	93550	679997	889339	5.2%	7.0%
2019	893821	227154	95942	728750	955904	8.7%	7.5%
2020	926759	224433	91218	797879	1022312	3.7%	6.9%
2021	975387	198895	101412	835541	1034436	5.2%	1.2%
2022	904999	120587	86222	873975	994562	-7.2%	-3.9%
2023E	832599	101822	90549	818777	920599	-8.0%	-7.4%

资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所测算

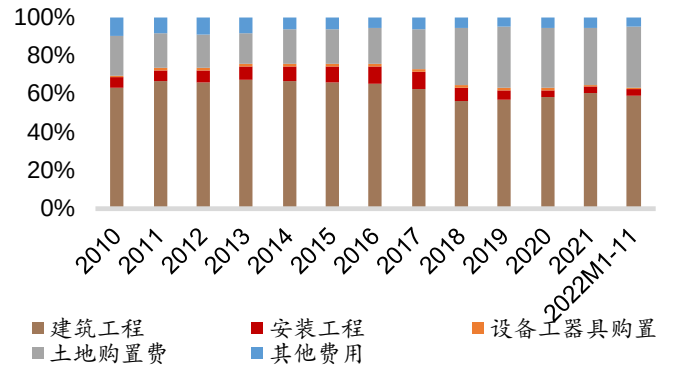
中性假设下 2023 年房地产开发完成额预计同比-9.6%，新开工和土地购置费为主要拖累项。根据统计局定义，房地产开发投资完成额由建筑工程、安装工程、设备工器具购置和以土地购置费为主的其他费用（统计局口径）构成，2022 年 1-11 月分别占比约 59%、3%、1%和 5%（统计局口径其他费用中的土地购置费占比 32%）。我们认为，2022 年大幅下行的土地市场将拖累计入 2023 年的土地购置费，叠加滞后修复的新开工面积 2023 年预计仍将承压，房地产开发投资完成额 2023 年仍然面临下行压力。

图 40：房地产开发投资完成额（亿元）及累计同比增速（%）



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所

图 41：房地产开发投资完成额分项拆分（%）



资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所；注：图中其他费用为统计局口径其他费用减去土地购置费

表 14：中性假设下，2023 年房地产开发投资完成额预测

绝对值	房地产开发投资完成额（亿元）	建筑工程			安装工程（亿元）	设备工器具购置（亿元）	其他费用		
		施工面积（万平）	单位施工面积成本（元/平）	建筑工程（亿元）			土地购置费（亿元）	其他费用-土地购置费（亿元）	其他费用（亿元）
2015	95979	735693	859	63173	8022	1212	17675	5896	23572
2016	102581	758975	880	66793	9509	1462	18779	6038	24817
2017	109799	781484	882	68891	9687	1551	23169	6501	29670
2018	120264	822300	819	67319	8673	1525	36387	6360	42747
2019	132194	893821	842	75248	6714	1713	41675	6843	48518
2020	141443	926759	884	81905	5850	1443	44452	7793	52245
2021	147602	975387	912	88910	5336	1331	43505	8520	52025
2022	132895	904999	881	79753	4658	1219	40764	6501	47265
2023E	120200	832599	898	74772	3995	1160	33657	6616	40274
同比									

2015	1.0%	1.3%	-1.2%	0.1%	7.7%	-7.3%	1.2%	3.3%	1.7%
2016	6.9%	3.2%	2.5%	5.7%	18.5%	20.6%	6.2%	2.4%	5.3%
2017	7.0%	3.0%	0.2%	3.1%	1.9%	6.1%	23.4%	7.7%	19.6%
2018	9.5%	5.2%	-7.1%	-2.3%	-10.5%	-1.7%	57.0%	-2.2%	44.1%
2019	9.9%	8.7%	2.8%	11.8%	-22.6%	12.4%	14.5%	7.6%	13.5%
2020	7.0%	3.7%	5.0%	8.8%	-12.9%	-15.8%	6.7%	13.9%	7.7%
2021	4.4%	5.2%	3.1%	8.6%	-8.8%	-7.8%	-2.1%	9.3%	-0.4%
2022	-10.0%	-7.2%	-3.3%	-10.3%	-12.7%	-8.4%	-6.3%	-23.7%	-9.1%
2023E	-9.6%	-8.0%	1.9%	-6.2%	-14.2%	-4.9%	-17.4%	1.8%	-14.8%

资料来源：Wind、国家统计局，德邦研究所测算；注：建筑工程、安装工程、设备工器具购置、土地购置费尚未披露 2022 年 12 月数据，2022 年 1-12 月同比增速取 2022 年 1-11 月累计同比；安装工程、设备工器具购置、其他费用-土地购置费占比小于 5%，2023 年增速取近四年均值；单位施工面积成本 2023 年增速取近四年均值。

3. 投资建议

我们认为，2023 年房地产整体下行趋势有望得到缓解。需求端来看，影响房地产需求的不利因素有望逐渐缓解，在购房资格与门槛以及购房能力均优化改善的情况下，当前核心矛盾在于如何扭转居民预期，我们认为或需等待标志性事件出现，如更高级别会议定调、更高能级城市放松四限政策等。供给端来看，投资端由于传导修复滞后，或仍将面临一定下行压力，但竣工端韧性仍在，18-21 年地产销售面积均超 17 亿平，随着竣工周期到来以及“保交楼”持续推进，23 年竣工端仍有支撑。

当前地产市场预期向上的趋势基本确定，同时 2023 年提前批专项债额度下达，多省市额度相比 22 年明显增长，基建端也有望更快形成实物量。**“地基”产业链预期向上，2023 年行业机遇大于风险，地产链建议关注两条投资主线：**

1）主线一：消费建材集中度提升趋势确定，盈利拐点已现

22Q3 以来大宗原材料明显回落，毛利率有望逐季度改善，随着基本面拐点临近，板块迎修复期，建议重点关注：**东方雨虹、科顺股份**（防水新规提标扩容，有效对冲地产下行带来的压力，2023 年预期沥青价格回落，毛利率有望继续改善）；其次是**三棵树**（行业细分龙头，市场认可度高）；然后是**中国联塑**（管材龙头，估值低位）、**兔宝宝、蒙娜丽莎**（低估值、高弹性，c 端销售稳定增长）；**伟星新材、北新建材**（经营稳健，现金流好）；**青鸟消防**（扩品类支撑收入高增长）。

2）主线二：浮法玻璃将迎来底部反转

从行业盈利周期来看，当前浮法玻璃处于周期底部，全行业基本处于亏损状态，加速行业冷修。供给收缩使得行业价格触底企稳，而当前地产仍处于地产竣工大周期，同时在 “保交楼”的大背景下，竣工需求有支撑。政策预期下，中下游提前开启补库，我们看好在新的供需紧平衡状态下，开春玻璃价格或迎来新一轮上涨，建议重点关注**旗滨集团。**

4. 风险提示

1）固定资产投资低于预期；

2）地产政策放松速度和力度低于预期，导致需求修复不及预期；

3）房企持续暴雷影响需求修复；

4）地产投资大幅下滑；

5）原材料价格大幅上涨带来成本压力

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究， 2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名； 2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名； 2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。