

地产修复的事实

证券研究报告

2023 年 03 月 20 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-降准的信号意义》2023-03-18
- 《宏观报告：复苏交易的胜率》2023-03-16
- 《宏观报告：宏观-消费修复的弹性》2023-03-16

地产销售在方向上预计仍会保持修复的状态，但前期的高斜率可能难以持续。

1-2 月地产投资的改善，主要是由土地购置费引起。而能够直接影响 GDP 的房地产建安设备投资同比下降 12.7%，较去年 12 月收敛 4 个百分点，降幅仍然较大。从拉动经济增长的角度来看，开年地产投资的改善程度实际上相对有限。

从销售对投资的带动来看，地产回暖的持续性还需要时间进一步观察。一方面，房企在拿地端的表现仍弱，意味着未来的开工大概率也会偏弱。另一方面，房企的回款压力仍然没有解除，房地产开发资金来源的降幅虽然在收窄，但相比去年同期还是处在比较明显的负增长状态。

竣工端的改善，与保交楼的推进有一定关系，但更关键的可能是竣工周期已经来到了应该趋势性回升的阶段。今年的竣工项目大概对应着 2020 年三季度到 2021 年二季度的新开工项目。而这个阶段恰恰是房地产新开工快速走强的阶段，因此今年房地产的竣工端大概率会有不错的表现。

但由于房地产新开工从 2021 年三季度开始明显走弱，并且在 2022 年加速回落，因此我们预计 2024、2025 年的房地产竣工端可能会面临较大的压力。

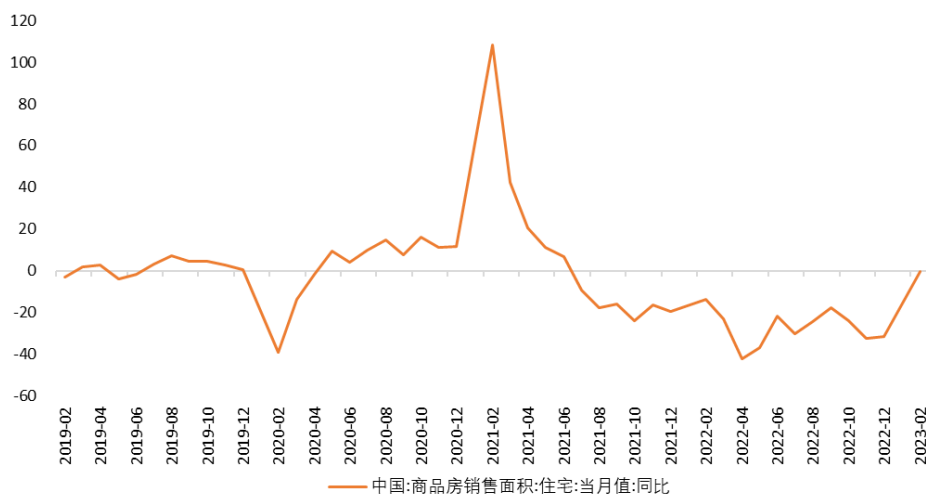
风险提示：宏观经济复苏存在不确定性，或将影响房地产修复的节奏；房地产政策存在不确定性。

3月15日，统计局公布了1-2月的房地产市场数据，投资、施工、销售几乎全线好转，这能否说明房地产市场已经到了趋势性的拐点？

统计局口径下，1-2月商品住宅销售面积为1.5亿平方米，同比增速录得-0.6%，降幅较2022年12月大幅收窄31个百分点。

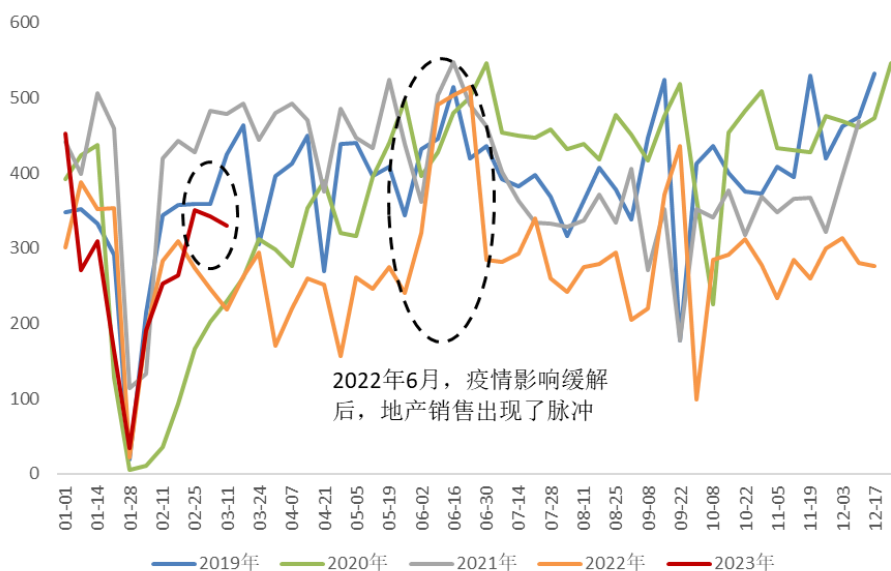
高频数据对此也有所印证，开年以来新房、二手房共振走强。春节后第四、五、六周，30大中城市新房周度成交面积分别实现了同比28%、39%、51%的涨幅；而二手房销售面积更是持续攀升，明显超出季节性规律，14城二手房成交面积同比分别增长了72%、59%、90%。

图1：2023年1-2月商品住宅销售面积增速录得-0.6%（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

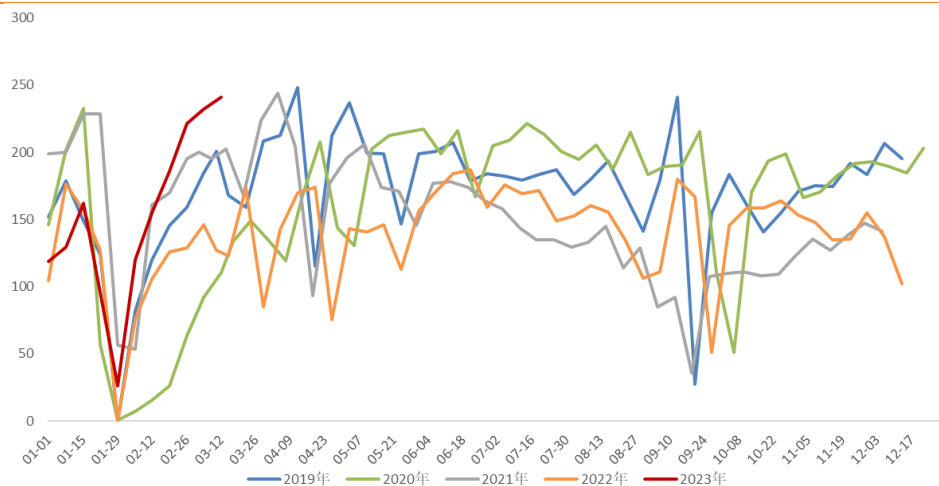
图2：30大中城市新房周度销售面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据按2023年春节对齐处理

图 3：14 城二手房周度成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据按 2023 年春节对齐处理

那么，如何理解商品房销售的超预期改善？

这可能与前期积压需求的集中释放有一定的关系。中指研究院 2 月全国城市居民的置业意愿调查显示，2023 年 2 月受访者购房需求底部小幅回升，其中一部分原因是“前期疫情、春节等因素积压大量购房需求，在信贷宽松、补贴落地、预期转向共同作用下，带动需求快速释放”。¹

具体来看，我们认为积压的需求可能有三类：

第一，去年 11、12 月疫情快速扩散，导致部分购房者无法线下看房或购房，因此可能会积压一部分真实的购房需求。

第二，过去三年，由于疫情的缘故，部分居民在春节没有选择返乡，也会导致一部分春节返乡置业的需求未能及时兑现。

第三，由于 2022 年房地产市场明显下行，房价、房贷利率持续回落，再叠加部分楼盘停工等问题，可能会使得部分有真实需求的购房者在 2022 年选择持币观望。

而这些积压需求的释放速度与其成因有关。

因疫情产生的第一类和第二类积压需求，随着防疫政策的优化调整，阻碍其购房的客观因素消除，可能会快速进行释放。

而持币观望的第三类积压需求，从行为逻辑上分析，可能存在两个特征。一是导致其选择观望的原因是对房价预期悲观，因此当地产销售出现企稳信号、房价预期扭转以后，出于担心价格上涨的心态，开始兑现其购房需求。二是地产销售的企稳在春节以后才开始出现，以及从预期扭转到需求兑现还需要一定的时间，所以这部分观望需求的释放可能会慢于前两类积压需求，其释放过程预计还会持续一段时间。

所以地产销售在方向上预计仍会保持修复的状态，但前期的高斜率可能难以持续。

一方面，随着前期积压需求的不断释放，积压需求对销售的支撑力度可能会有所减弱，房地产销售大概率将继续回归到原有的复苏趋势上。实际上，这种情况已经有过先例。2022 年 6 月，在疫情影响缓解后，疫情期间积压的购房需求快速释放，导致新房销售面

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/cvv9fL1m1hPnxf8HC3aDw>

积出现过 1 个月左右的脉冲式修复，但在 7 月又重新回落到了弱修复的趋势（图 2）。

另一方面，保交楼问题或仍将制约新房购买需求。去年商品房逾期交付问题的出现²，使得部分购房者在购买新房时会更多地考量房企的交付能力，购买新房尤其是民营房企的新房时会更加谨慎，从而拖累新房销售复苏的斜率。在中指研究院 2 月全国城市居民的置业意愿调查中，“担心项目会烂尾”是阻碍居民购房置业意愿的第四大因素，排在“还贷压力大”、“收入不稳定”、“房价会下跌”之后，占比 28%。³

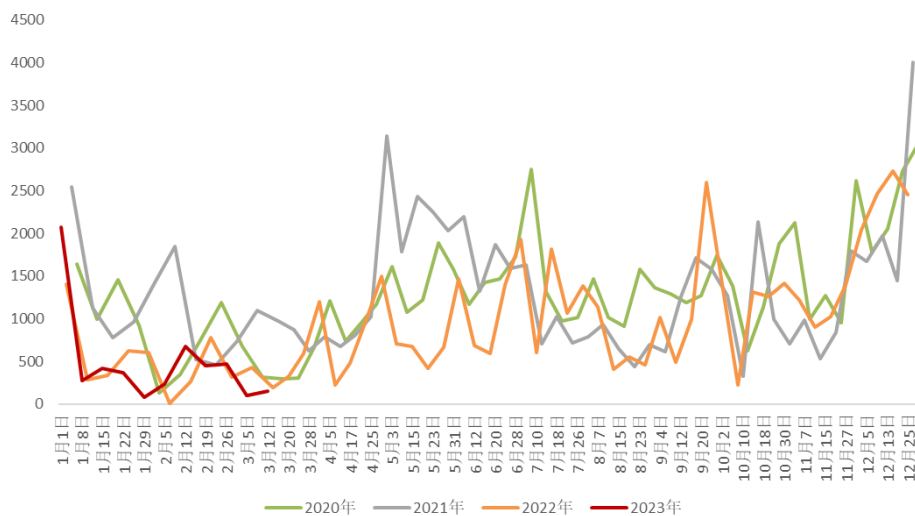
实际上，高频数据也在验证我们的判断。春节后第五、第六周，在二手房销售面积继续逆势走强的情况下，新房销售面积开始边际回落，二手房对新房的带动正在放缓（图 2、图 3）。

从销售对投资的带动来看，地产回暖的持续性还需要时间进一步观察。

根据统计局数据，1-2 月地产投资同比下降 5.7%，较去年 12 月大幅收敛 6.5 个百分点。但从结构来看，1-2 月地产投资的改善，主要是由土地购置费拉动。1-2 月，土地购置费同比增长 16.4%，对地产投资同比增速的拉动为 3.9 个百分点。需要注意的是，尽管 1-2 月土地购置费大幅增长，但反映的并不全是房企当期的拿地行为，土地购置费按实际发生额填报，既包括当期拿地的分期付款，还包括前期拿地的影响。

从高频数据来看，土地周度成交总价仍然处在较低的水平，相较于 2022 年同期，并未出现明显的改善。对于房地产投资而言，拿地是产业链条的第一个环节，当前拿地偏弱，也就意味着未来的开工大概率也会偏弱。

图 4：土地周度成交总价仍然处于低位，未见明显反弹（单位：亿元）



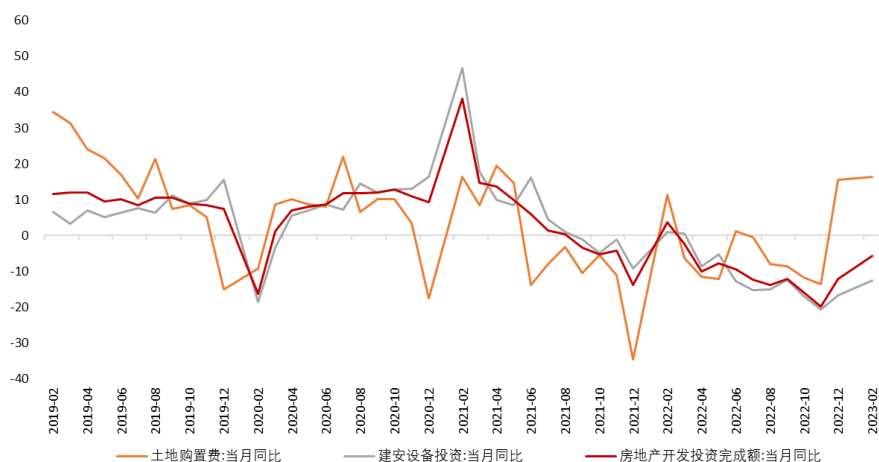
资料来源：Wind，天风证券研究所

由于土地购置费不计入 GDP，因此衡量房地产投资对经济的影响时，需要剔除掉土地购置费，主要考虑建筑工程、安装工程和设备工器具采购（简称“建安设备投资”）。1-2 月，房地产建安设备投资同比下降 12.7%，较去年 12 月收敛 4 个百分点，降幅仍然较大。因此从拉动经济增长的角度来看，开年地产投资的改善程度实际上相对有限。

² 多部门出台措施推进“保交楼、稳民生”工作-新华网 (news.cn)

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/cvv9fL1m1hPnxft8HC3aDw>

图 5：2023 年 1-2 月，地产投资增速明显提升主要受到土地购置费的拉动（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，房企的回款压力仍然没有解除。1-2 月房地产开发资金来源同比下降 15.2%，其中定金及预收款、个人按揭贷款分别下降 11.4%、15.3%，虽然降幅环比收窄，但相比去年同期还是处在比较明显的负增长状态。

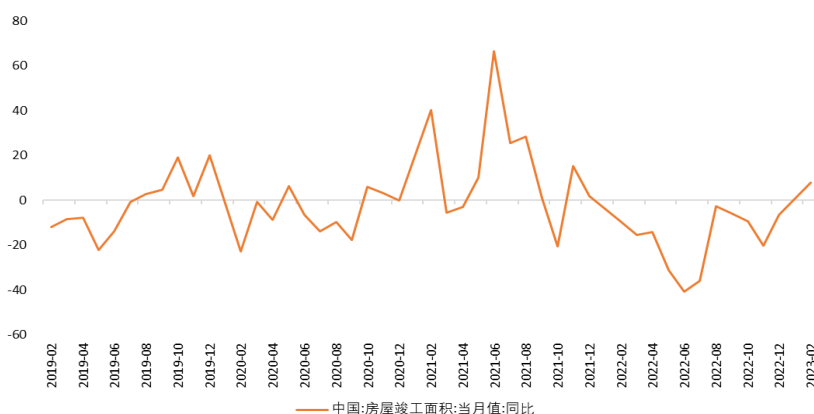
图 6：房地产开发资金来源降幅出现改善，但仍处于明显负增长的状态（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

竣工端的显著修复可能是今年房地产投资的亮点。1-2 月，房地产竣工面积同比增长 8%，较去年 12 月提升 14.6 个百分点，竣工端大幅回暖。

图 7：2023 年 1-2 月，房屋竣工面积同比增长 8%（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

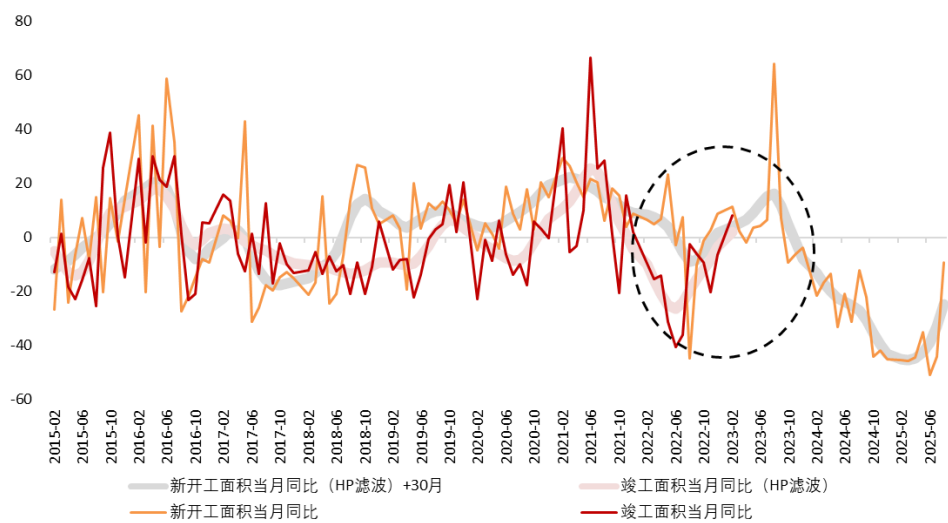
竣工端的改善与保交楼的推进或有一定关系，但更关键的是竣工周期可能已经到了趋势性回升的拐点。

保交楼方面，除了 3500 亿元保交楼专项借款外，央行还设立了 2000 亿元保交楼贷款支持计划，支持金融机构于 2022 年 11 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间发放的保交楼贷款，保交楼政策在进一步推进。

同时，新开工通常领先竣工 30 个月左右。今年的竣工项目大致对应了 2020 年三季度到 2021 年二季度的新开工项目，而这个阶段恰恰是房地产新开工快速走强的阶段。如果保交楼政策的效果以及销售企稳的趋势能够延续，房企的施工资金也就有望得到保障，今年房地产的竣工端大概率会有不错的表现，对地产后周期的消费也会产生持续的拉动效应。

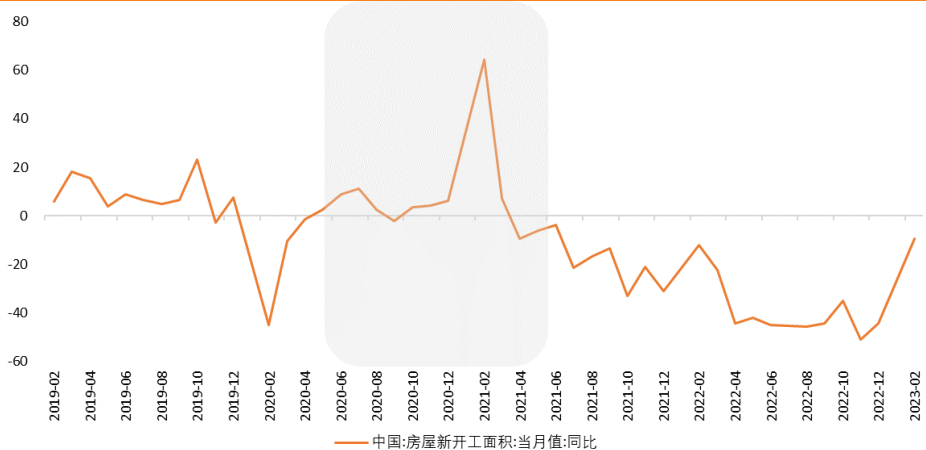
但也正是基于这个规律，2024 和 2025 年的房地产竣工对应了 2021 年三季度-2022 年新开工的加速回落，届时竣工端可能面临较大的压力。

图 8：新开工周期通常领先竣工周期 30 个月左右（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2020 年二季度-2021 年一季度，房屋新开工快速走强（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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