

2023年05月24日

**证券分析师:**

刘思佳 S0630516080002  
 liusj@longone.com.cn

**证券分析师:**

胡少华 S0630516090002  
 hush@longone.com.cn

**联系人:**

高旗胜  
 gqs@longone.com.cn

# 今朝不似昨朝寒，地产两极化显然

## ——供需视角下的房地产趋势研判

### 投资要点

- **核心观点:** 基于供需关系等数据,我们认为房地产市场出现四大分化:1)住宅供需结构较好,办公楼、营业用房供需失衡较严重;2)高线城市供需较好,去化速度较快,低线城市供给过剩,今年土地出让金规模可能偏低;3)销售端相对较好,竣工端欠账较多,保交楼仍有一定压力;4)央企和头部优质民企较为稳健,部分民企仍存债务风险。展望后市,我们认为未来刚性和改善性购房需求仍将保持一定规模,目前房地产或处于底部向上初期,住宅销售、个人按揭贷款等先行指标处于底部回升早期,但恢复力度不大,销售端向投资端传导的速度偏慢,本轮房地产复苏或将是一个持续时间较长的温和回升过程。此外,在保交楼政策支持下,预计竣工面积将保持较好回升势头,施工面积相对稳定,对建筑建材、下游家电等需求的带动有望趋稳。
- **住宅广义库存已小于1年。**我们把新开工面积中的可售面积减去销售面积作为广义库存,衡量房地产的供需情况,发现住宅去库存速度较快,商业地产库存偏大。据测算,1999年至2023年4月,全国住宅已开工未售面积累计约10.6亿平方米,已略低于2022全年商品住宅销售面积的11.46亿平方米,库存去化压力较小。结构上,高线城市住宅供需健康,销售需求旺盛;低线城市供需失衡,库存出清周期长。未来城市分化行情或将延续,业务布局重点覆盖核心一二线城市的央企和经营稳健的优质民企可能受益。
- **商业地产库存偏大。**据测算,1999年至2023年4月,全国办公楼已开工未售面积约为2022全年销售面积的13.5倍;营业用房已开工未售面积约为2022全年销售面积的21.2倍。由于办公楼、营业用房开发商自持经营面积难以估计,实际库存销售比应当远低于上述数据,但供需失衡情况可能仍较为严重。
- **房企资金压力有所缓解,但仍需警惕债务风险。**4月,房地产开发资金当月同比-6.4%,降幅较3月收窄2.6个百分点。结构上,受益于销售端的明显好转,定金及预收款、个人按揭贷款增速由负转正,二者分别从3月的-2.8%、-2.9%升至4%、2.5%,房企的债务风险在降低。从债务到期情况看,三季度将迎债务高峰,四季度债务压力明显回落。今年以来仍有部分房企出现债务展期或违约现象,短期内需警惕保交楼压力较大房企的债务风险。
- **未来潜在刚性、改善性购房需求仍然不低。**未来潜在购房需求可分为三部分:第一,城市化进程背景下新增城市人口对应的刚性购房需求,预计2030年之前约为25亿平米。第二,城市人均居住面积提升对应的改善性购房需求,预计2030年之前约为55亿平米。第三,棚户区改造对应的住房更新需求规模较小,年均约0.24-0.5亿平米,但由于年度间不平衡,在棚改面积较集中年份影响会相对较大。总体上,未来每年或有约10.5亿平米的购房需求。
- **房地产当前或处于底部上升初期,本轮复苏或将是一个持续时间较长的温和回升过程。**销售回暖是新开工和投资向上的重要信号。今年以来销售端回暖明显,居民购房意愿有所修复,居民新增中长期贷款、个人按揭贷款、商品住宅销售面积三者增速均已踏过谷底并拐头向上。但竣工面积缺口较大,居民对期房交付不确定性的担忧仍在,未来销售端改善向投资端传导的速度可能偏慢。保交楼仍在发力,施工面积增速基本平稳,竣工面积增速明显抬升,竣工端家居家电、装修装饰等行业有望走向稳定。
- **风险提示:** 1)海外局势变化超预期;2)数据假设与可得性局限;3)居民收入低于预期;4)房企风险超预期发展。

## 正文目录

<b>1. 住宅广义去库存周期已不足 1 年</b> .....	<b>5</b>
1.1. 全国总览：住宅广义去库存周期不足 1 年.....	5
1.2. 高线城市供给偏少，低线城市供需失衡.....	6
1.3. 竣工面积缺口较大，“保交楼”仍有压力.....	8
<b>2. 非住宅类商品房积累库存较大</b> .....	<b>11</b>
2.1. 非住宅类商品房积累库存位于历史高位.....	11
2.2. 写字楼租赁情绪有所回暖，零售物业租金跌幅收窄.....	12
<b>3. 资金压力整体缓解</b> .....	<b>12</b>
3.1. 房企资金压力整体缓解.....	12
3.2. 债务到期：四季度压力将明显减轻.....	14
3.3. 房企投资扩张意愿仍然偏低.....	16
<b>4. 未来刚需和改善性需求仍将保持一定规模</b> .....	<b>18</b>
4.1. 城市化仍是住房需求的重要来源.....	18
4.2. 改善性购房需求规模较大.....	19
4.3. 棚改对应的住房更新需求规模较小.....	20
4.4. 人口迁移带来的区域性差异.....	20
<b>5. 房地产可能处于底部向上初期</b> .....	<b>22</b>
5.1. 底部向上信号明显.....	22
5.2. 未来趋势.....	26
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1 各类房屋广义库存与 2022 年销售情况, 万平方米.....	6
图 2 部分一二线城市广义库存变化情况, 万平方米.....	6
图 3 部分三四线城市住宅广义库存变化情况, 万平方米.....	6
图 4 30 城各线城市商品房成交面积占比, %.....	7
图 5 30 城各线城市商品房成交面积, 万平方米.....	7
图 6 30 城各线城市商品房成交面积环比, %.....	7
图 7 与 2019 年比 4 月各线城市房屋销售恢复程度, %.....	7
图 8 各线城市商品住宅平均出清周期, 月.....	8
图 9 全国商品住宅待售面积及增速, 万平方米, %.....	8
图 10 住宅新开工与竣工累积面积, 万平方米.....	9
图 11 住宅新开工与竣工面积环比增加变化, 万平方米.....	9
图 12 现房和期房销售面积累计同比, %.....	9
图 13 现房和期房销售占比, %.....	9
图 14 部分城市新房和二手房成交面积当月同比, %.....	10
图 15 1-4 月新房和二手房成交面积恢复程度, %.....	10
图 16 部分城市优质零售物业空置率, %.....	11
图 17 部分城市优质写字楼空置率, %.....	11
图 18 北京、上海甲级写字楼净吸纳量, 平方米.....	12
图 19 一线城市优质零售物业首层租金当季环比, %.....	12
图 20 房地产各资金来源增速, %.....	13
图 21 房地产各资金来源占比, %.....	13
图 22 14 城商品住宅批准预售面积, 万平米, %.....	13
图 23 历年 1-4 月 14 城商品住宅批准预售面积, 万平米.....	13
图 24 百强房企融资情况, 亿.....	14
图 25 信用债和海外债到期分布, 亿.....	14
图 26 现金与交易性金融资产/短期借贷及长期借贷当期到期部分, 倍.....	14
图 27 住宅开工、施工、竣工面积累计同比, %.....	17
图 28 1-4 月住宅开工、施工、竣工面积恢复程度, %.....	17
图 29 100 个大中城市住宅用地成交情况, 万平方米.....	17
图 30 100 个大中城市住宅用地成交溢价率, %.....	17
图 31 各线城市住宅用地成交规划建筑面积, 万平方米.....	18
图 32 历年 4 月各线城市宅地成交建筑面积累计同比, %.....	18
图 33 新增人口变化, 万人.....	19
图 34 城镇化率变化, %.....	19
图 35 2019-2022 年一线城市常住人口增量, 万人.....	21
图 36 2018-2021 年部分二线城市常住人口增量, 万人.....	21
图 37 三大产业对 GDP 增长贡献率, %.....	21
图 38 三大产业对 GDP 增长的拉动, %.....	21
图 39 商品房销售领先土地成交, %.....	22
图 40 商品房销售领先新开工, %.....	22
图 41 商品房销售面积与销售额增速, %.....	23
图 42 商品住宅销售面积与增速, %.....	23
图 43 70 个大中城市商品住宅价格同比, %.....	23
图 44 70 个大中城市商品住宅价格环比, %.....	23
图 45 30 个大中城市商品房成交面积, 万平方米.....	24
图 46 30 个大中城市商品房成交面积同比, %.....	24

图 47 2018-2023 年 30 城商品房成交面积, 万平方米 .....	24
图 48 4 月份商品房成交面积恢复程度, % .....	24
图 49 居民新增中长期贷款与住宅销售面积增速同步, % .....	25
图 50 个人按揭贷款与住宅销售面积增速同步, % .....	25
图 51 房价预期和购房意愿上升, % .....	25
图 52 居民储蓄意愿下降, % .....	25
图 53 国房景气指数, 点 .....	25
图 54 房地产投资与开发贷余额同比增速, % .....	25
图 55 100 个大中城市住宅用地成交占地面积, 万平米 .....	27
图 56 房地产开发投资各分项, % .....	27
图 57 房地产竣工端相关消费增速, % .....	27
图 58 个人住房贷款利率与房贷余额增速, % .....	27
表 1 2023 年 1-4 月 TOP30 房企销售面积, 万平方米 .....	10
表 2 2023 年房企债务展期和实质性违约情况 (截至 5 月 18 日) .....	15
表 3 城市人口的三种统计口径 .....	20

# 1.住宅广义去库存周期已不足 1 年

## 1.1.全国总览：住宅广义去库存周期不足 1 年

国家统计局公布的商品住宅待售面积（狭义库存）为已竣工但尚未交付的现房，占绝大比重的期房并未被统计，而“新开工可售面积-销售面积”<sup>1</sup>同时衡量了现房和期房库存（广义库存），因此我们以“新开工可售面积-销售面积”作为衡量地产库存的主要指标，判断当前各类房屋供给端的潜在风险。同时，由于住宅用地均有公建配套等不可售部分，且全国各地标准不一，同一城市的不同地块也存在较大差异。我们以北京、杭州、苏州、佛山等地的部分项目数据取平均值，假设不可售建面约为住宅用地全部规划建面的 5%，实际可售面积以新开工面积的 95%进行测算。

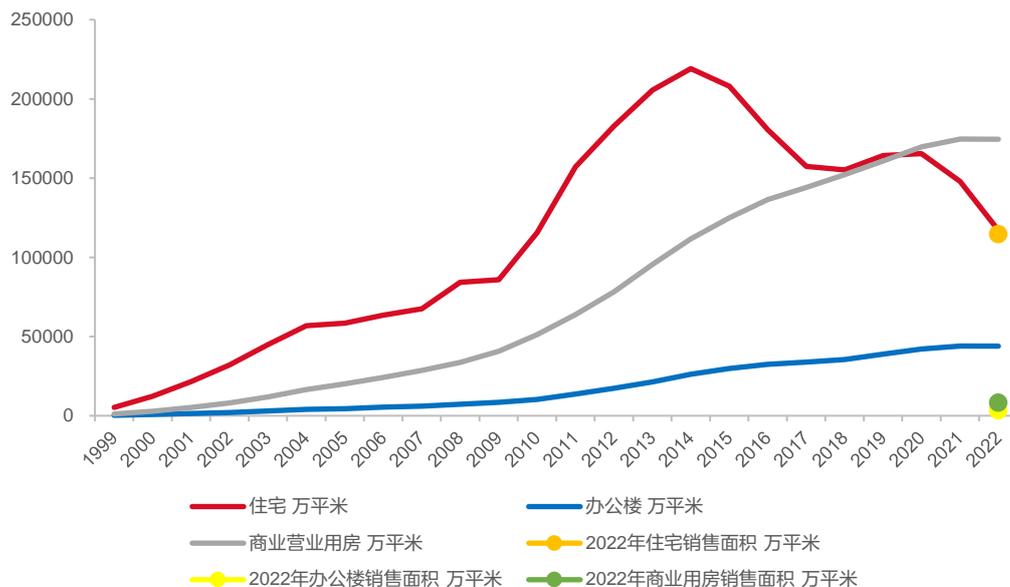
**我国房地产自 2015 年以来总体处于去库存阶段。**从商品房广义库存数据看，我国商品房经历了 2008-2014 年的广义库存快速积累阶段，广义库存从 12.5 亿平方米升至 35.7 亿平方米；2009 年也是库存积累阶段，当年新开工面积（65.8 亿平方米）大于销售面积（49.4 亿平方米）。2015-2018 年、2020-2022 年为去库存阶段，当年新开工面积小于销售面积。2015-2018 年广义库存减少近 2 亿平方米，2020-2022 年广义库存减少 4.2 亿平方米。

**2023 年房地产去库速度进一步加快。**2020-2022 年，房地产新开工面积降幅逐渐扩大，而销售面积降幅小于新开工。2020-2022 年，房地产新开工面积同比上年分别下降 0.27 亿、2.6 亿、7.8 亿平方米，而销售面积则分别变化+0.45 亿、+0.33 亿、-4.4 亿平方米。2023 年，全国房地产新开工面积累计同比降幅从 2 月的 9.4%扩大至 4 月的 21.2%，销售面积累计同比降幅则从 3.6%收窄至 0.4%，二者共同导致房地产去库速度进一步加快。从住宅来看，销售端，全国商品住宅销售面积 2021 年最高达到 15.65 亿平方米，2022 年下降至 11.46 亿平方米，降幅约 4.2 亿平方米。开工端，全国商品住宅新开工面积 2019 年最高达到 16.75 亿平方米，随后三年持续回落，2020-2022 年商品住宅新开工面积分别为 16.43 亿、14.64 亿、8.8 亿平方米，2022 年同比降幅约 5.84 亿平方米。2023 年，住宅新开工面积继续大幅下滑，截至 4 月，住宅新开工面积同比下降 20.6%；与之相反，住宅销售面积同比增长 2.7%。在新开工持续低迷，销售端去化速度加快的背景下，全国商品住宅去库存速度趋于加快。

**目前全国商品住宅广义去库存周期不足 1 年。**据测算，1999 年至 2023 年 4 月，全国住宅新开工面积累计 233.5 亿平方米，住宅销售面积累计 211.2 亿平方米，已开工未售面积累计约 10.6 亿平方米（2014 年最高达到 22 亿平方米），略低于 2022 全年商品住宅销售面积的 11.46 亿平方米。考虑到 2022 年中以来房地产支持政策频出，市场信心有所修复。因此，当前已开工未售的商品住宅预计会加快去化，今年全国商品住宅销售面积预计与去年基本相当。此外，由于住宅新开工面积中不可售部分的比例不同地区存在较大差异，部分城市，如上海住宅新开工面积中不可售面积占比超过 5%，实际可售面积占比低于 95%，去库存周期较全国整体更短。

<sup>1</sup> 国家统计局解释，商品房销售面积和待售面积均包括住宅、办公楼、商业营业用房和其他用途，均不包括实物补偿的拆迁还建、统建代建、公共配套、公司自持面积等。商品房销售面积为“房地产开发企业本年出售商品房屋的销售总面积（双方签署正式买卖合同中所确定的建筑面积）”，包括期房和现房。商品房待售面积为“已竣工的可供销售或出租的商品房屋中，尚未销售或出租的商品房屋建筑面积”，只包括现房，反映房企现房库存情况。

图1 各类房屋广义库存与 2022 年销售情况，万平方米

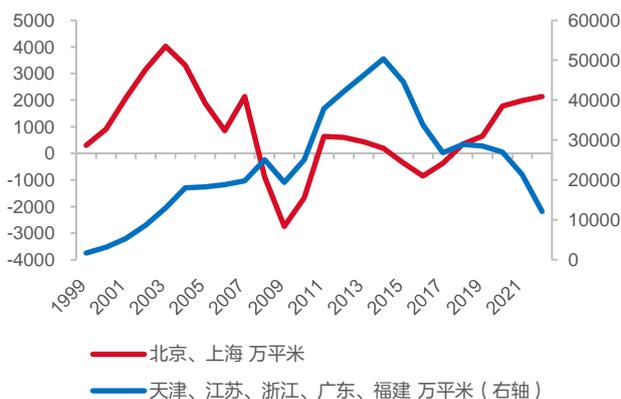


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 1.2.高线城市供给偏少，低线城市供需失衡

**高线城市住宅供给偏少，低线城市住宅供需失衡。**从住宅广义库存来看，高线城市供给偏少，市场需求较为旺盛，去化速度快，库存水平较低；低线城市供给偏多，市场需求不足，去化压力大，库存水平较高。据测算，从一线城市来看，以北京、上海两市为例，1999年至2023年4月，住宅新开工面积累计8.32亿平方米，销售面积累计7.7亿平方米，已开工未售面积累计1964万平方米，略低于2022年全年销售面积2303万平方米。从二线城市来看，为简化统计，以天津、江苏、浙江、广东、福建5省市为例（二线城市分布较多），1999年至2023年4月，住宅新开工面积累计59.8亿平方米，销售面积累计55.9亿平方米，已开工未售面积累计8397万平方米，仅相当于2022年全年销售面积（2.95亿平方米）的29%。从三四线城市来看，为简化统计，以青海、甘肃、陕西、云南、贵州、海南、广西、吉林、辽宁9省为例（三四线城市分布较多），1999年至2023年4月，住宅新开工面积累计43.1亿平方米，销售面积累计37.1亿平方米，已开工未售面积累计3.8亿平方米，约为2022年全年销售面积（1.7亿平方米）的2.2倍。

图2 部分一二线城市广义库存变化情况，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

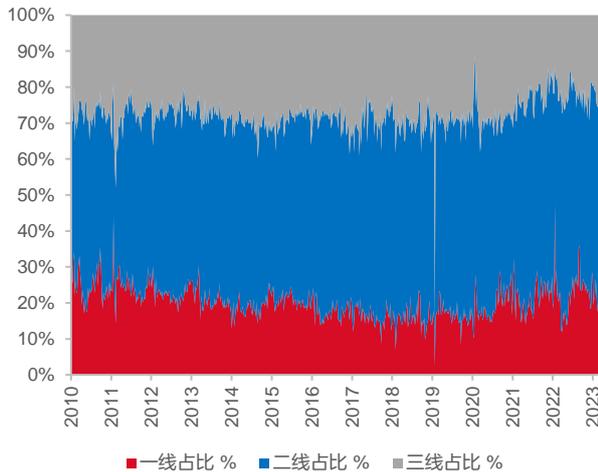
图3 部分三四线城市住宅广义库存变化情况，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

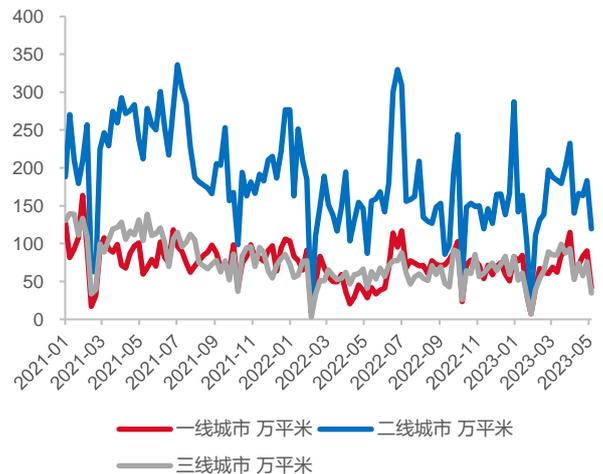
**当前复苏高线城市明显强于低线城市。**2023年，从30个大中城市商品房成交复苏情况来看，与2019年同期相比，一线城市商品房成交面积从3月的107%降至4月的104%，二线城市从103%降至73%，三线城市从79%降至58%。环比来看，2023年4月一线、二线、三线城市商品房销售面积环比分别为-12%、-24%、-31%。在前期积压需求释放后，4月市场整体活跃度有所下降，但高线城市复苏势头保持一定韧性，低线城市则回落明显。

**图4 30城各线城市商品房成交面积占比，%**



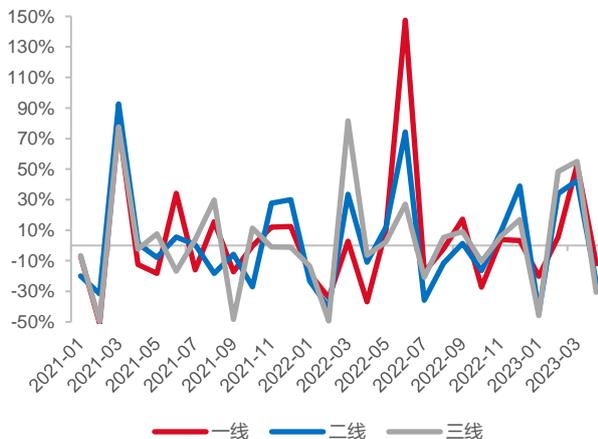
资料来源：Wind，东海证券研究所

**图5 30城各线城市商品房成交面积，万平方米**



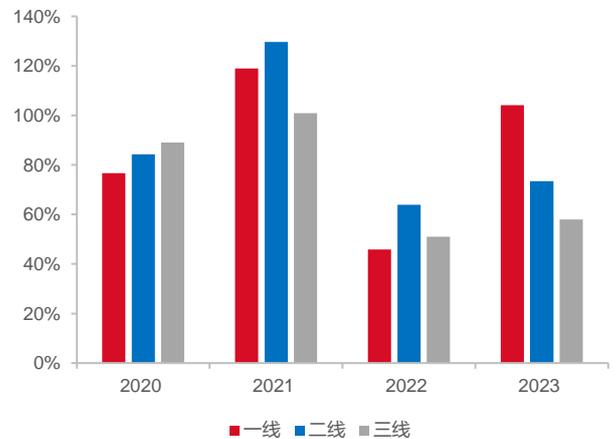
资料来源：Wind，东海证券研究所

**图6 30城各线城市商品房成交面积环比，%**



资料来源：Wind，东海证券研究所

**图7 与2019年比4月各线城市房屋销售恢复程度，%**

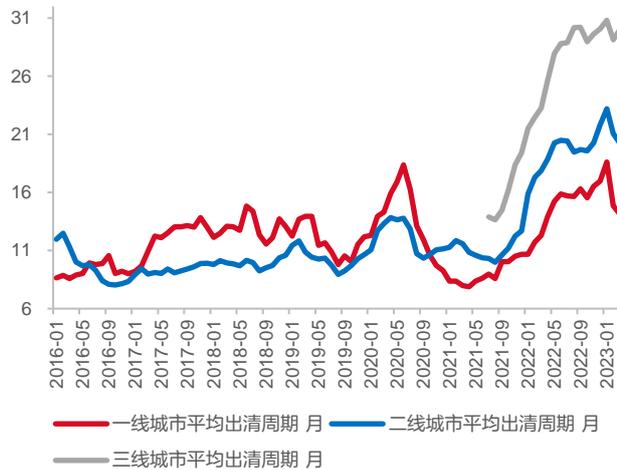


资料来源：Wind，东海证券研究所

总体上看，一二线城市历年积累的广义库存较低，且居民购房能力和需求相对较强，如供给不足则新房或迎来涨价；三四线城市住宅供给过剩，累积的广义库存、未开发土地面积高企，库存去化压力较大，预计地方政府“卖地收入”会降到较低水平。中指数据显示，3月当月，一线城市商品住宅平均出清周期为14.1个月，其中上海仅为4.8个月；天津、成都、重庆等14个二线城市商品住宅平均出清周期为20.2个月；新乡、温州等17个三线城市商品住宅平均出清周期为30个月。城市基本面越弱的城市，商品住宅库存压力越大。当前一线城市出清周期较为健康，二三线城市供需情况失衡，房企可能更加关注投资“安全性”，未来一线城市或将成为房企投资布局的重点。

考虑到不同城市的去库存周期情况，对于市场需求旺盛、去化速度快的一线 and 强二线城市，如果供给不足则可能迎来新房价格上涨，供给端需要适当增加住宅用地供应，缓解房价上涨压力。对于供给相对过剩、库存压力大的低线城市，可考虑控制土地供应规模，甚至改变原来土地用途，避免形成新的多余库存，同时加快推进城市化进程，增加居民收入，提高居民购买力，降低购房门槛和购房成本等方式加快库存去化速度。

图8 各线城市商品住宅平均出清周期，月



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 全国商品住宅待售面积及增速，万平方米，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

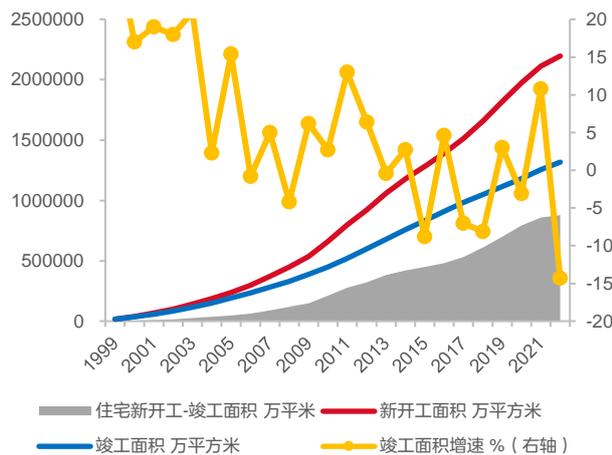
### 1.3.竣工面积缺口较大，“保交楼”仍有压力

**累计未竣工面积处历史高位。**1999至2022年，全国住宅新开工面积<sup>2</sup>从1.8亿平方米增至231亿平方米，竣工面积则从1.6亿平方米增至131.7亿平方米。2022年，受疫情干扰房地产项目施工进度、部分房企流动性紧张等因素影响，全国多地楼盘陷入“烂尾断供”状态，全年住宅竣工面积增速同比-14.3%，远低于过去十年均值的1.2%。截至2022年，全国住宅已开工未竣工面积累计约87.9亿平方米，为历史最高。

但随着国家和企业“保交楼”力度加大，目前竣工面积上升势头很好，增速很高。不过由于当前房地产市场景气度仍然偏低，部分企业资金情况仍不乐观，叠加商品房预售制度，住宅施工进度偏慢，已开工未竣工面积仍处于历史高位，因此短期内“保交楼”压力仍较大。由此带来的影响是现房销售好于期房，二手房好于新房。

<sup>2</sup> 国家统计局解释，房屋新开工面积为“房地产开发企业本年新开工建设的房屋建筑面积，以单位工程为核算对象，统计整栋房屋的全部建筑面积，不能分割计算”。房屋竣工面积为“房地产开发企业本年按照设计要求已全部完工，达到住人和使用条件，以及竣工验收标准，可正式移交使用的各栋房屋建筑面积的总和。竣工面积以单位工程为核算对象，在整栋房屋符合竣工条件后按其全部建筑面积一次性计算，而不是按各栋施工房屋中已完成的部分或层次分割计算。”新开工和竣工面积的统计口径范围较大，按用途分，包括住宅、办公楼、商业营业用房、其他（如车库）等。

图10 住宅新开工与竣工累积面积，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 住宅新开工与竣工面积环比增加变化，万平方米

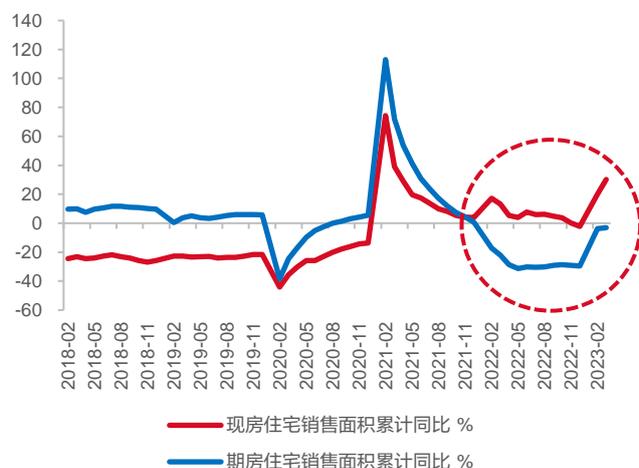


资料来源：Wind，东海证券研究所

**现房销售占比为四年来新高。**2021年至今，现房住宅销售面积占比持续提升，2023年3月达到17%，为近四年来最高。与此相一致的是，2023年3月现房住宅销售面积累计同比增速上升至30.3%，期房则为-3%。此外，2023年1-4月央企销售面积占TOP30的57%，央企期房交付的确定性相比民企更高。现房销售大幅提速，以及央企销售面积占比高，均反映了当前居民对期房交付的信任度仍然较低。占绝大比重的期房销售增速低迷，将对房地产整体销售形成较大拖累。因此，居民购房预期需进一步改善，保障期房项目顺利竣工仍是后续地产政策的重要发力点。

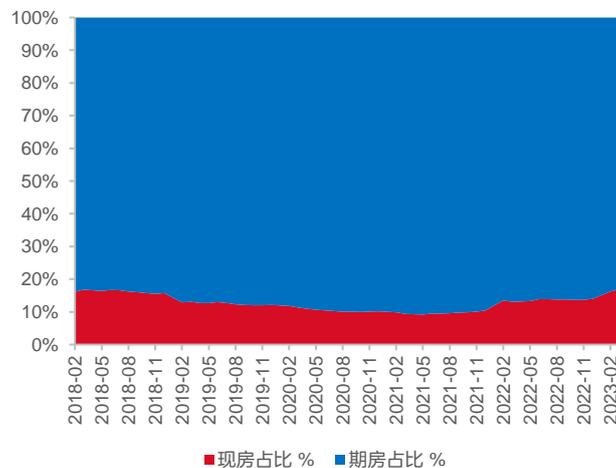
**二手房销售明显好于新房。**以9城（北京、深圳、南京、杭州、苏州、成都、青岛、厦门、扬州）数据为例，2021年4月至2022年6月，一手住宅销售同比增速持续高于二手住宅。2022年7月，全国多地出现烂尾楼停贷事件，房地产行业景气度快速下行，居民对购买期房的预期走低。由于购房者对期房交付的不确定性存在担忧，2022年7月至今，二手住宅销售面积增速均高于一手住宅，且今年1月至3月分化更加明显，3月二手住宅销售面积当月同比107.3%，一手住宅为35.3%。此外，3月实行的“带押过户”政策对二手房交易也有一定助推作用。如果将1-4月销售数据合并来看，今年二手房成交面积比2022年明显偏强，约为2019年的130%；新房成交面积则与2019、2022年基本持平。

图12 现房和期房销售面积累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 现房和期房销售占比，%



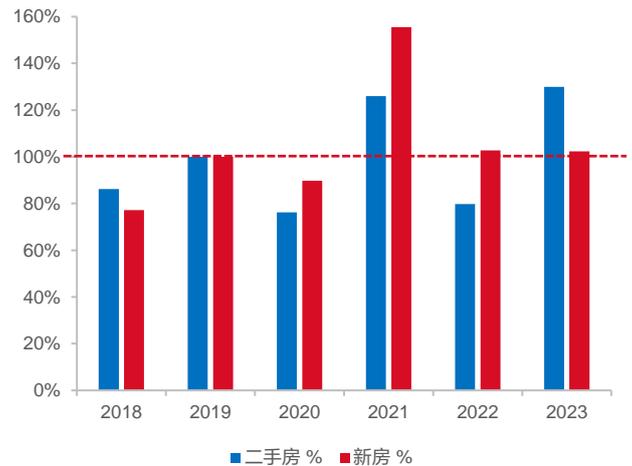
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 部分城市新房和二手房成交面积当月同比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 1-4月新房和二手房成交面积恢复程度, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

表1 2023年1-4月TOP30房企销售面积, 万平方米

2023年1-4月销售面积 万平方米		
碧桂园	1450	民企
保利发展	850	央企
万科	771	混合所有
中海	531.6	央企
华润	494.1	央企
招商蛇口	475	央企
龙湖	387.8	民企
绿城	364.6	混合所有
金茂	339.9	央企
新城	329.8	民企
绿地	320	国企
建发	285.4	国企
融创	285	民企
金地	251.6	民企
美的置业	225.9	民企
建业	211.7	民企
旭辉	197	民企
华发	193.8	国企
中国铁建	192.6	央企
越秀地产	183.2	国企
中国中铁	163.2	央企
金科	158	民企
中梁	147.8	民企
滨江	145.6	民企
远洋	142.9	国企

雅居乐	136.4	民企
中南置地	133.9	民企
世茂	131.3	民企
保利置业	109	央企
中交房地产	104.7	央企

资料来源：中指云，东海证券研究所

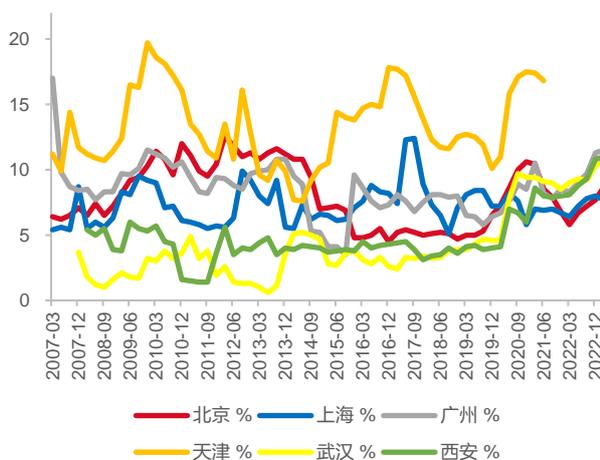
## 2.非住宅类商品房积累库存较大

### 2.1.非住宅类商品房积累库存位于历史高位

**办公楼和商业营业用房积累库存较大。**据测算，1999年至2023年4月，全国办公楼新开工面积累计9.54亿平方米，销售面积累计5.14亿平方米，已开工未售累计4.4亿平方米。2022年全年办公楼累计销售0.33亿平方米，已开工未售累计面积约为2022年销售面积的13.5倍。全国商业营业用房新开工面积累计33.3亿平方米，销售面积累计15.8亿平方米，已开工未售累计面积约17.5亿平方米。2022年全年商业营业用房累计销售0.82亿平方米，已开工未售面积约为2022年销售面积的21.2倍。考虑到部分办公楼和商业营业用房为房企自持，而商品房销售面积通常不包括企业自持部分，且不同地区、不同位置的商业用地自持比例差异性较大，因此办公楼和商业营业用房可售部分的实际库存水平可能低于上述测算数值，但二者已开工未售面积均位于历史高位，从去化速度来看供给端明显过剩。

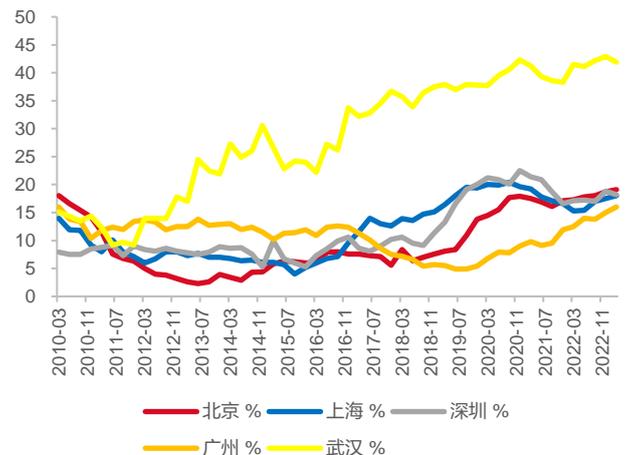
从部分城市写字楼空置率来看，北京、上海、深圳、广州、武汉等地自2018年以来优质写字楼空置率持续攀升。截至2023年3月，广州、武汉、西安优质零售物业空置率均超10%，为历史高位；武汉优质写字楼空置率已高达41.9%，四大一线城市优质写字楼空置率也接近20%。

图16 部分城市优质零售物业空置率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 部分城市优质写字楼空置率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

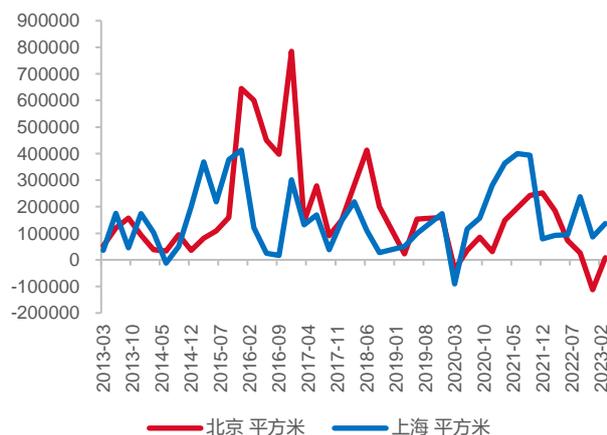
## 2.2. 写字楼租赁情绪有所回暖，零售物业租金跌幅收窄

**写字楼租赁情绪回暖。**世邦魏理仕数据显示，受春节假期以及年初疫情达峰对工期的影响，今年一季度全国写字楼市场新增供应约 86 万平方米，环比、同比均下滑约四成。春节假期过后，全国写字楼问询量与带客量有所回暖，一季度新租租户占比环比上升 6 个百分点，显示出市场租赁情绪有所回暖。结构上看，租赁品质升级需求进一步显现。一季度全国甲级写字楼净吸纳量<sup>3</sup>环比持平，但乙级写字楼净吸纳量连续四个季度为负。

**零售物业租金跌幅收窄。**3月，社会消费品零售总额同比增长 10.6%，大幅好于市场预期的 7.3%，接触型消费和服务业回升明显。世邦魏理仕数据显示，受防疫措施优化利好推动，华北地区去年延迟交付的零售项目一季度集中入市，一季度全国主要城市零售物业新增供应约 93 万平方米。在今年消费逐步转好的背景下，一季度空置率较低的华东、华南主要城市购物中心的平均首层租金已止跌企稳，全国零售物业平均租金指数环比跌幅收窄至 0.2%。

虽然办公楼、商业营业用房短期需求有所恢复，但累积总供需不平衡性较大，供给端过剩估计很难在短期得到解决。

图18 北京、上海甲级写字楼净吸纳量，平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 一线城市优质零售物业首层租金当季环比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 3. 资金压力整体缓解

### 3.1. 房企资金压力整体缓解

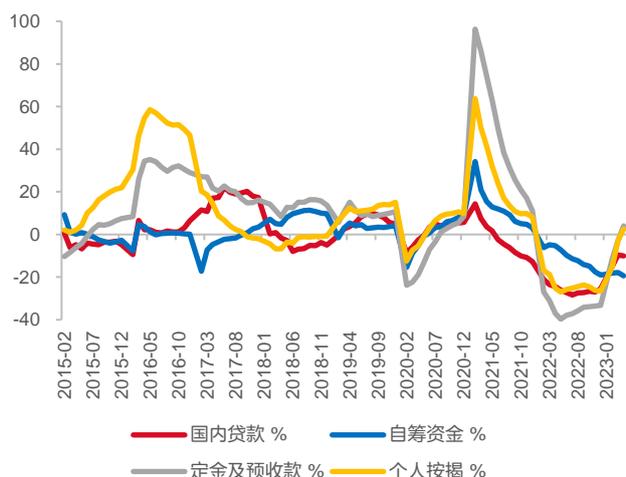
**房企资金压力整体上进一步缓解。**2023年4月，房地产开发资金当月同比-6.4%，降幅较3月进一步收窄 2.6 个百分点。从结构上来看，受益于销售端的明显好转，定金及预收款、个人按揭贷款增速由负转正，二者分别从前值的-2.8%、-2.9%上升至 4%、2.5%；国内贷款增速小幅回落，降幅较3月扩大 0.4 个百分点至-10%；自筹资金降幅较3月也有所扩大，4

<sup>3</sup> 净吸纳量=新租面积+扩租面积-退租面积。

月为-19.4%。今年的《政府工作报告》提到“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，短期内预计优质房企融资环境将继续改善，房企资金压力有望进一步缓解。

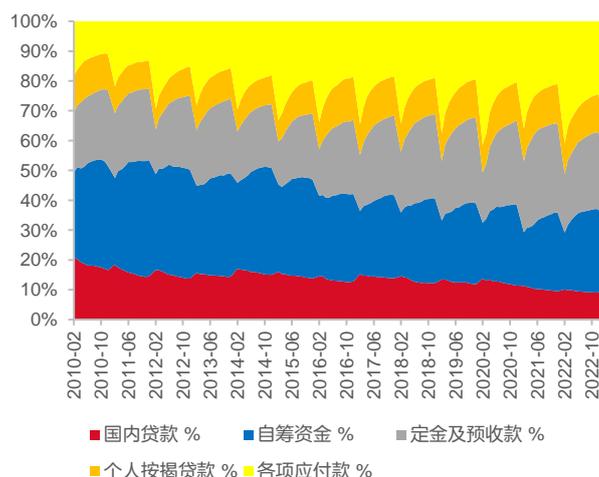
**债券融资规模波动较小，银行借款降幅较大。**从一季度百强房企融资情况来看，境内债券发行规模近 800 亿元，略低于去年同期；美元债发行规模 20.5 亿美元，略高于去年同期；银行借款 1523 亿元，较去年同期下降 33%。2022 年年中，国内部分房地产项目出现“烂尾断供”事件。在“保交楼”政策支持下，银行对头部房企的融资支持力度较大，银行借款规模大幅上升，同时全国房屋竣工面积增速自 2022 年 7 月的-23.3%回升至今年 3 月的 14.7%。随着“保交楼”政策效果的逐步显现，房地产竣工端快速企稳，银行借款规模也逐步回落至正常水平。

图20 房地产各资金来源增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

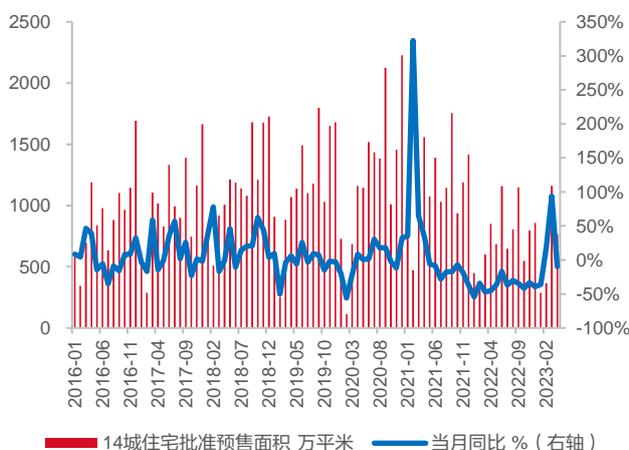
图21 房地产各资金来源占比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

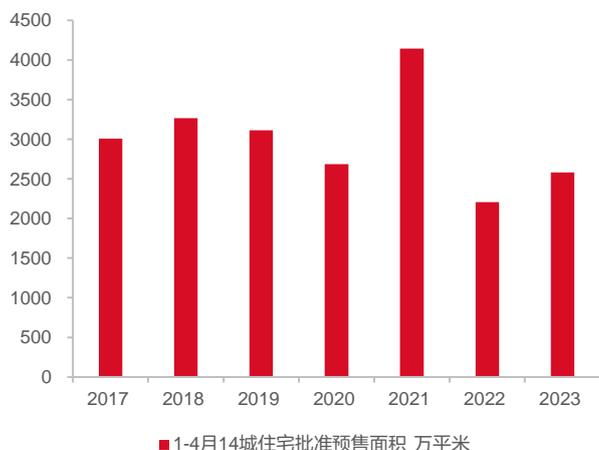
**新房供应面积同比上升，房企加快销售回款速度。**以重点 14 城（北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、武汉、厦门、南宁、成都、福州、沈阳、长春、青岛）数据为例，从各地政府公布的数据来看，1-4 月商品住宅批准预售面积同比增长 17%，反映了住宅项目开工、施工进度较去年有所提速，房企加快推盘节奏和销售回款速度，以缓解资金压力。

图22 14 城商品住宅批准预售面积，万平米，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 历年 1-4 月 14 城商品住宅批准预售面积，万平米



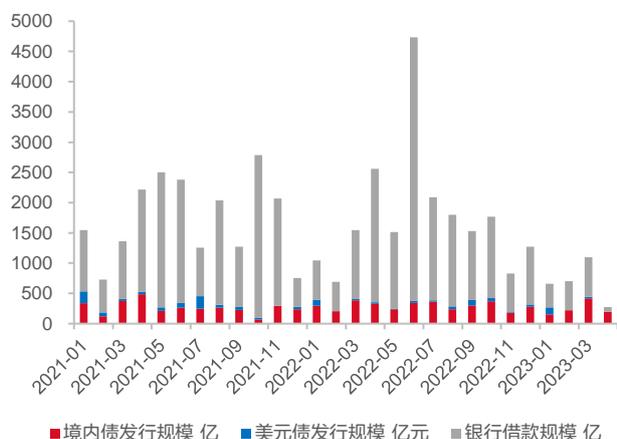
资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.2. 债务到期：四季度压力将明显减轻

三季度将迎债务高峰，四季度债务压力明显回落。从信用债和海外债到期情况来看，今年三季度之前房企债务压力较大。二季度房企债务到期规模合计 3090 亿元，随后的三季度将迎债务高峰，到期合计 3528 亿元；其中 7 月、8 月、9 月合计到期规模分别为 917 亿元、761 亿元、864 亿元。四季度债务到期规模明显回落，到期合计 1256 亿元，其中 10 月、11 月、12 月分别为 639 亿元、567 亿元、565 亿元。因此，短期来看仍需警惕个别房企的债务展期或违约风险。

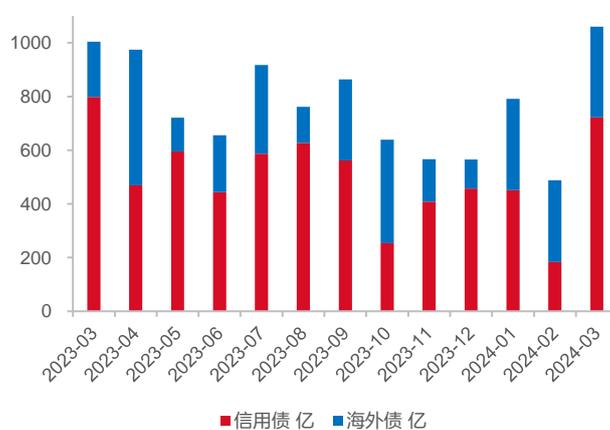
从今年各房企债务到期规模来看，共有 12 家房企债务到期规模超过百亿。其中，恒大年内债务到期规模最高，为 483 亿元；碧桂园债务到期规模为 232 亿元；融创、招商蛇口、佳兆业、金地债务到期规模也均超 140 亿元。此外，截至 5 月 12 日，今年共有 52 只房企债券展期或实质性违约，总规模约 1098 亿元。

图24 百强房企融资情况，亿



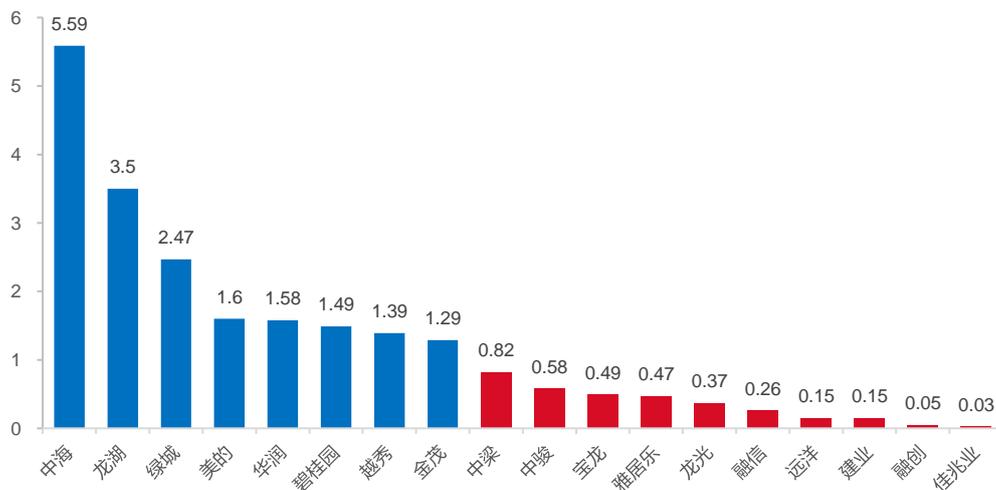
资料来源：中指云，东海证券研究所

图25 信用债和海外债到期分布，亿



资料来源：中指云，东海证券研究所

图26 现金与交易性金融资产/短期借贷及长期借贷当期到期部分，倍



资料来源：各公司年报，东海证券研究所

表2 2023 年房企债务展期和实质性违约情况（截至 5 月 18 日）

发行人	最新状态	发行规模(亿元)	违约日债券余额(亿)
广州富力地产股份有限公司	展期	9.5	9.5
鑫苑(中国)置业有限公司	展期	9.8	9.8
金科地产集团股份有限公司	展期	5	5
融侨集团股份有限公司	展期	12.3	2
华夏幸福基业股份有限公司	实质违约	10	10
华夏幸福基业控股股份公司	展期	24	2
恒大地产集团有限公司	实质违约	40	40
深圳市龙光控股有限公司	展期	20	20
深圳市龙光控股有限公司	展期	15	13.5
深圳市龙光控股有限公司	展期	15.1	12.2
深圳市龙光控股有限公司	展期	20	14.8
深圳市龙光控股有限公司	展期	5	4.5
深圳市龙光控股有限公司	展期	13.47	13.47
深圳市龙光控股有限公司	展期	24.9	24.9
深圳市龙光控股有限公司	展期	4.27	4.27
深圳市龙光控股有限公司	展期	15	15
深圳市龙光控股有限公司	展期	20	20
深圳市龙光控股有限公司	展期	20	20
深圳市龙光控股有限公司	展期	10	1.05
深圳市龙光控股有限公司	展期	10	10
上海世茂股份有限公司	展期	9.7	9.7
上海三盛宏业投资有限责任公司	实质违约	21.5	21.5
上海世茂股份有限公司	展期	5	5
上海世茂股份有限公司	展期	20	20
上海世茂股份有限公司	展期	5	4.75
上海世茂股份有限公司	展期	10	9.5
上海世茂股份有限公司	展期	5	5
俊发集团有限公司	展期	20	20
时代中国控股有限公司	实质违约	3	3
金科地产集团股份有限公司	实质违约	10	9
奥园集团有限公司	展期	11.8	11.8
阳光城集团股份有限公司	实质违约	10	10
金科地产集团股份有限公司	实质违约	10	8.5
荣盛房地产发展股份有限公司	实质违约	10	9.4

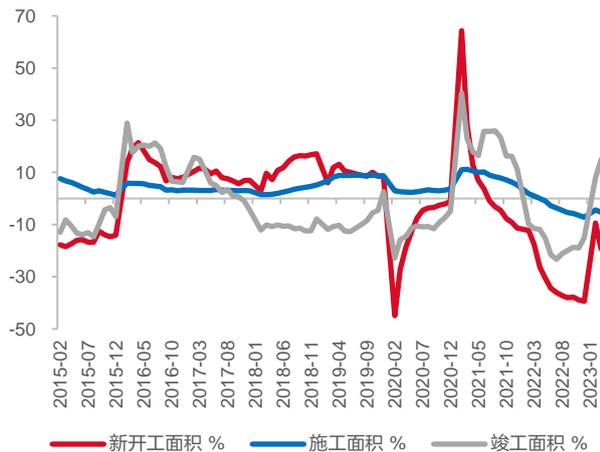
融信中国控股有限公司	实质违约	4.2	4.13
华夏幸福基业股份有限公司	实质违约	15	0.12
上海世茂股份有限公司	展期	5	5
恒大地产集团有限公司	展期	82	82
鑫苑(中国)置业有限公司	展期	5	5
融创房地产集团有限公司	展期	6	6
融创房地产集团有限公司	展期	33	33
融创房地产集团有限公司	展期	15.8	15.8
融创房地产集团有限公司	展期	20	20
融创房地产集团有限公司	展期	50	4.35
奥园集团有限公司	展期	18.2	18.2
广州富力地产股份有限公司	展期	70.2	42.5
恒大地产集团有限公司	展期	21	21
金科地产集团股份有限公司	实质违约	10	9
恒大地产集团有限公司	展期	82	82
上海世茂股份有限公司	展期	6.4	6.4
恒大地产集团有限公司	展期	50	50
恒大地产集团有限公司	展期	150	150
鑫苑中国置业有限公司	展期	9	9

资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.3.房企投资扩张意愿仍然偏低

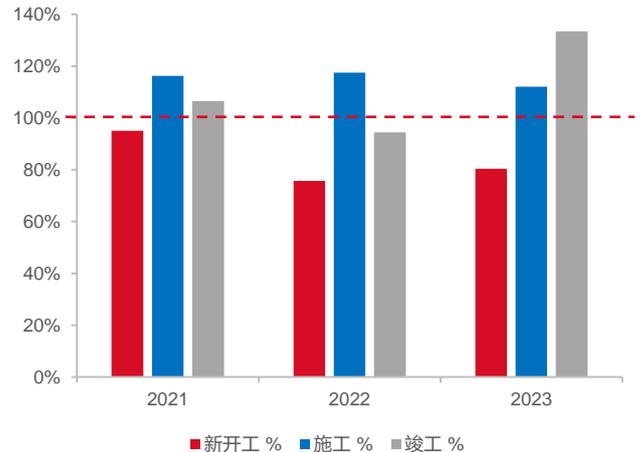
**住宅开工端表现疲弱，竣工端恢复强势。**2023年4月，全国住宅新开工面积累计同比-20.6%，降幅较3月进一步扩大2.8个百分点；住宅施工面积累计同比-5.9%，降幅较3月小幅扩大0.5个百分点；住宅竣工面积累计同比19.2%，增幅较3月扩大2.4个百分点。新开工表现疲弱、施工相对稳定、竣工表现强劲的分化态势较为明显。与2019年同期相比，今年前四个月住宅新开工面积恢复至80%，施工和竣工面积均超2019年同期水平，分别为2019年同期的112%、133%。施工和竣工面积表现相对较强，表明“保交楼”政策效果显现，未来有望带动家具家电、装修装潢等竣工端行业的逐步回暖；而住宅新开工面积弱于过去五年，或指向房企主动补库存意愿仍然偏低。

图27 住宅开工、施工、竣工面积累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 1-4月住宅开工、施工、竣工面积恢复程度，%

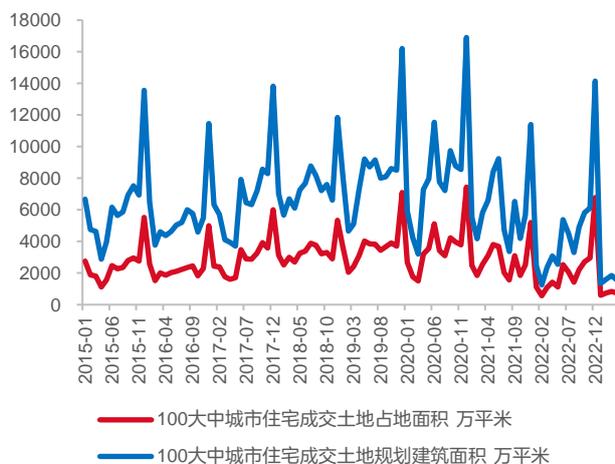


资料来源：Wind，东海证券研究所

**土地市场表现低迷，房企投资扩张意愿依旧偏低。**与回暖的销售数据相异，4月100个大中城市住宅用地成交面积环比下降10.9%，同比下降48.3%，仅为2019年同期水平的24%。4月，100城住宅用地平均成交溢价率为7%，虽较2022年全年有所反弹，但相比2021年及之前的溢价率水平仍有一定距离。土地成交仍然偏弱，但新房预售面积有所上升，反映出在市场情绪逐步修复的背景下，房企有意加快推盘和销售回款速度，从而改善现金流状况，而主动扩大投资的意愿仍然偏低。

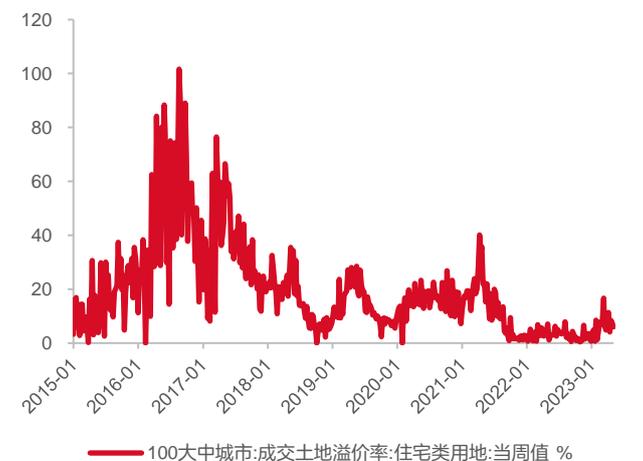
**结构上，一线城市住宅用地成交回暖力度最大。**1-4月，100个大中城市中，一线城市住宅用地成交规划建筑面积同比62.6%，二线城市同比-41.5%，三线城市同比-27.1%。其中，受去年同期疫情冲击影响，一线城市住宅用地成交基数较低。如果与2019年同期相比，今年1-4月一线城市宅地成交规划建筑面积恢复至52%，二线、三线城市则分别为21%、27%。从结构上看，一线城市相较二三线城市的住宅用地成交回暖力度较大，体现出房企对投资“安全性”更为关注，高能级城市依然是房企的投资重点，房企对一线城市的楼市预期可能相对乐观。

图29 100个大中城市住宅用地成交情况，万平方米



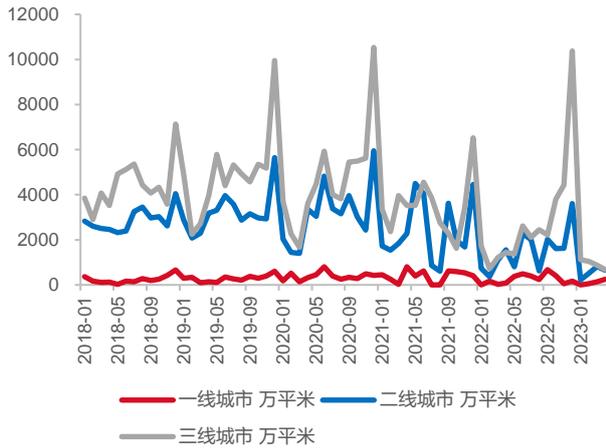
资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 100个大中城市住宅用地成交溢价率，%



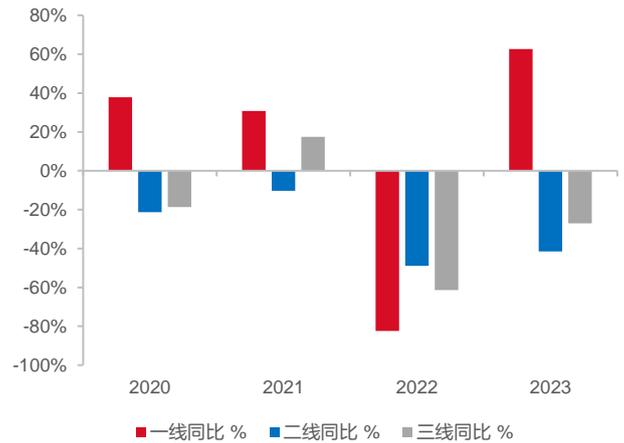
资料来源：Wind，东海证券研究所

图31 各线城市住宅用地成交规划建筑面积，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 历年4月各线城市宅地成交建筑面积累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.未来刚需和改善性需求仍将保持一定规模

未来住房的潜在需求可大致分为三部分：第一，城市化进程背景下，新增城市人口对应的刚性购房需求；第二，人均居住面积提升对应的改善性购房需求；第三，棚户区改造对应的住房更新需求。其中，刚需增速将逐步下降，改善性需求将成为主要支撑。

### 4.1.城市化仍是住房需求的重要来源

**基于新增城市人口数量增长的刚性需求，至2030年约为25亿平方米。**

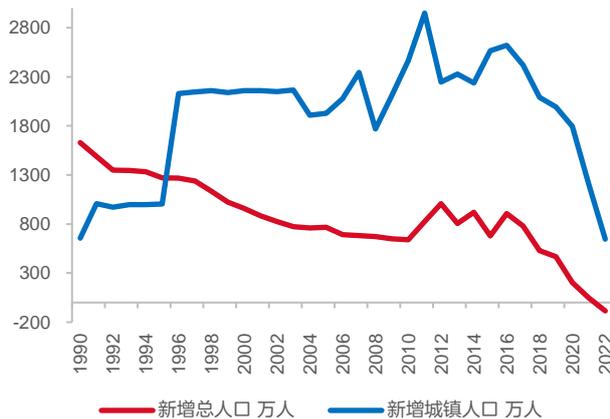
狭义城市视角：住建部数据显示（统计口径为户籍人口）：1999年至2021年，全国城区人口由3.76亿增长到4.57亿，城区人口累计增加0.81亿；县城人口由约1.4亿减少至1.39亿；建制镇建成区人口由1.16亿增长到1.66亿。考虑到建制镇中的住房大多并非由房地产企业所建，因此暂不考虑建制镇的人口增长所带来的购房需求，仅考虑城区和县城的人口增长。由此可得，1999-2021年，全国城市户籍人口累计增加0.8亿。国家统计局数据显示，2016-2021年我国城镇常住人口与城镇户籍人口的比例稳定在1.41倍。由此推算，1999-2021年全国城市（城区+县城）常住人口累计增加约1.13亿。国家统计局公布的《中国人口普查年鉴2020》显示，全国城市家庭人均居住面积为36.5平方米。假设城市人口人均居住面积为35-40平方米，1.13亿新增城市常住人口意味着40-45亿平方米的新增刚性购房需求。

广义城市视角：国家统计局数据显示（统计口径为常住人口，且城镇范围较住建部口径更广）：1999年至2022年，中国城镇化率从34.78%提升至65.22%，城镇人口由4.37亿增长到9.2亿，城镇人口累计增加4.83亿。假设城镇人口人均居住面积为35-40平方米，4.83亿新增城镇化人口意味着约170-190亿平方米的新增住房需求。综合考虑狭义城镇和广义城镇人口增长带来的刚性购房需求，二者取平均值，则1999-2022年由新增城镇人口带来的刚性购房需求约为105-120亿平方米。

国家信息中心发布的《人口与房地产市场关系分析》提到，根据国际经验，当一国城镇化率达到30%-70%时，城镇化处于加速阶段。发达国家平均城镇化水平为80%，我国城镇

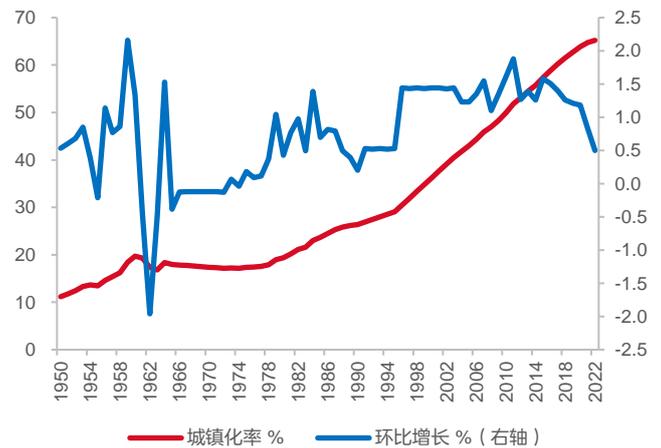
化率预计到 2030 年达到 70%，到 2050 年将会达到 80%左右。展望未来，IMF 预测 2024-2028 年中国总人口从 14.1 亿逐步降至 14 亿。假设 2030 年我国总人口稳定在 14 亿左右，城镇化率为 70%（以常住人口为准），则 2023-2030 年城镇新增人口累计 5900 万人。考虑到未来家庭规模或将减小、居民住房条件改善等因素，城镇人均住房面积长期呈增长态势。假设 2023-2030 年城镇人均居住面积为 40-45 平方米，5900 万新增城镇人口对应的刚性购房需求约为 24-27 亿平方米。人口总量的回落、城镇化速度放缓均为制约刚需释放的重要因素，长期来看，由人口增长和城镇化带来的刚性购房需求增速将呈逐步回落态势。

图33 新增人口变化，万人



资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 城镇化率变化，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.2.改善性购房需求规模较大

改善性需求主要取决于城区和县城的存量人口数量，以及人均住房面积增量，2030 年之前新增改善性购房需求约为 55 亿平方米。目前，我国公开发布的人口数据按城市范围大小分为全市人口、城区人口和市辖区人口三种口径。其中，《中国城市统计年鉴》指出，全市人口指城市全部行政区域，包括城区、辖县和所辖县级市，全市人口涵盖了范围较广的农村地区，全市人口数明显高估了城市人口规模。市辖区人口指由地级市、直辖市管辖的县级行政区，不包括县，是城市主体的核心组成部分，统计口径在三者中最小。国家统计局在《统计上划分城乡的规定》中指出，城镇包括城区和镇区，城区是指在市辖区和不设区的市、区、市政府驻地的实际建设连接到的居民委员会和其他区域。因此，城区的划定以实际建设为依据，更加接近城市实体地域范围，以城区人口数衡量城市人口规模较为准确。

从人口增长来看，参照住建部《2021 年城乡建设统计年鉴》公布的户籍人口，2021 年全国城区人口约 4.57 亿，全国县城人口约 1.39 亿，2021 年全国城区和县城户籍人口共计约 5.96 亿。从人均居住面积来看，2000-2020 年，全国城市人均居住面积从 10.3 平方米增长至 36.5 平方米，年均增长 1.3 平方米。考虑到城市人均居住面积增速可能有所放缓，假设 2021-2025 年城区人均居住面积年均增长 1.2 平方米，2026-2030 年降至 1.1 平方米，则 2021-2030 年改善性购房需求预计约为 68.5 亿平方米。剔除 2021-2022 年已实现部分，未来还有约 55 亿平方米的改善性购房需求有待释放。此外，发达地区的建制镇可能也分布有房地产住宅项目，但同时自建房占比也较高，统计难度较大，因此建制镇的住房项目不在我们的统计范围内。

**表3 城市人口的三种统计口径**

城市人口的三种统计口径	
全市人口	城市全部行政区域，包括城区、辖县和所辖县级市
城区人口	在市辖区和不设区的市、区、市政府驻地的实际建设连接到的居民委员会和其他区域
市辖区人口	由地级市、直辖市管辖的县级行政区，不包括县，是城市主体的核心组成部分

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 4.3.棚改对应的住房更新需求规模较小

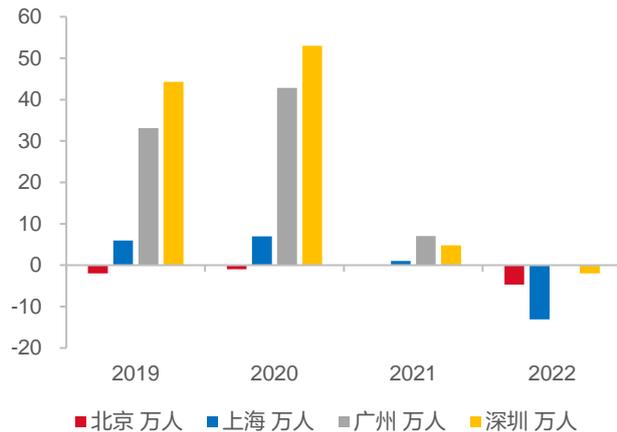
未来棚改规模或将逐步回落，棚改对应的住房更新需求约为年均 0.24-0.5 亿平方米。2022 年 9 月，据中宣部介绍，十年间全国棚户区改造累计 4300 多万套，年均约 430 万套。2018 年以来，全国棚改规模持续下降，财政部数据显示，2018-2022 年每年棚改实际执行 626 万、316 万、165 万、134 万套。2023 年 1 月，全国住房和城乡建设工作会议提到，2023 年要以发展保障性租赁住房为重点，加快解决新市民、青年人等群体住房困难问题。大力增加保障性租赁住房供给，扎实推进棚户区改造，新开工建设筹集保障性租赁住房、公租房、共有产权房等各类保障性住房和棚改安置住房 360 万套。

全国各地对棚改拆迁的安置房分配标准规定不一，从各地实际落地的棚改项目来看，套均建筑面积多为 80-100 平方米。假设未来每年棚改安置住房为 100-200 万套，套均建面 80 平方米，则棚改对应的年均住房更新需求约 0.8-1.6 亿平方米。从棚改货币化安置比例的历史情况来看，2014-2018 年，棚改货币化安置从约 10%升至 2017 年的最高约 60%，2018 年略有回落至 50%。考虑到当前全国商品住宅供需相对健康，去库存压力可控，假设未来棚改货币化安置比例降至 30%，则对应新增购房需求约为年均 0.24-0.5 亿平方米，棚改对未来整体购房需求的拉动力较弱。

### 4.4.人口迁移带来的区域性差异

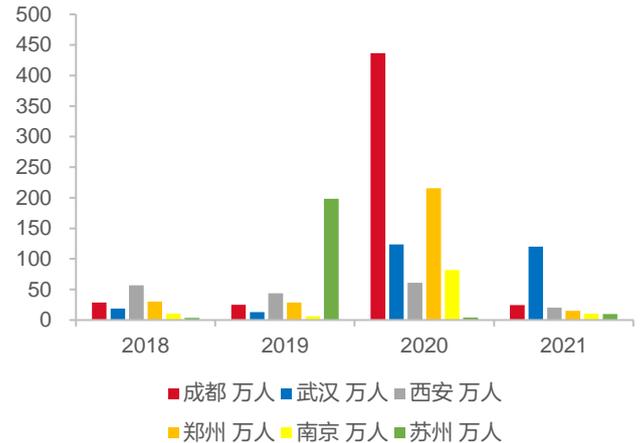
高线城市和经济发达地区人口增加明显。在重大国家战略发展区域中，长江经济带、长三角、珠三角等地区的经济较为发达，分布着众多具有产业优势的一二线城市，人口吸引力较强，人口增量呈稳步增长态势。长江经济带中，成都、重庆、武汉、长沙连续十年实现常住人口正增长，其中武汉在后疫情时期连续两年新增常住人口超 100 万人。长三角地区中，南京、苏州、杭州、宁波等地近十年常住人口也均保持正增长，但由于城市建设较早，当前发展程度较为成熟，近两年人口增长趋缓。上海受 2022 年疫情影响，常住人口小幅净流出 13 万人。凭借人才落户政策、强大的产业优势和城市发展吸引力，进入疫情新阶段后上海人口可能仍将净流入。珠三角地区中，广州、深圳、珠海等地对人口的吸引力较强，其中广州深圳两地 2016-2020 年年均人口净流入超 60 万人。此外，郑州、西安对省内人口的吸引力较强，近两年常住人口增量也较大。相反，从东北和西北地区的主要城市来看，过去五年常住人口增长趋于停滞，银川、西宁、沈阳近两年常住人口增量不足 10 万，石家庄和哈尔滨出现常住人口负增。总体上，人口净流入较多的城市有望受益于刚需和改善性需求的“双轮驱动”，从而对房地产投资和销售形成一定支撑。

图35 2019-2022 年一线城市常住人口增量, 万人



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图36 2018-2021 年部分二线城市常住人口增量, 万人

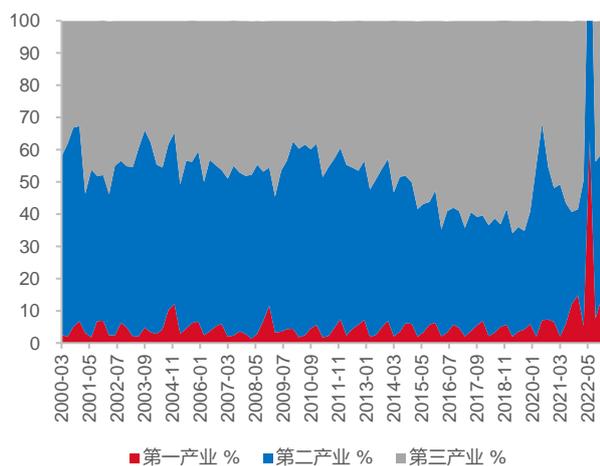


资料来源: Wind, 东海证券研究所

**低线城市人口净流出规模偏大, 住宅库存较高。**人口普查数据显示, 低线城市分布较多的安徽、河南、四川、广西、贵州等省份为人口迁出大省, 这些地区文化教育水平和产业基础相对薄弱, 对人口的吸引力偏低。同时, 在购买力相对有限的情况下, 三四线城市住宅库存整体偏高, 库存去化时间长。中指数据显示, 3月新乡、温州等17个三四线城市商品住宅平均出清周期为30个月, 未来需警惕低线城市房价下跌风险。

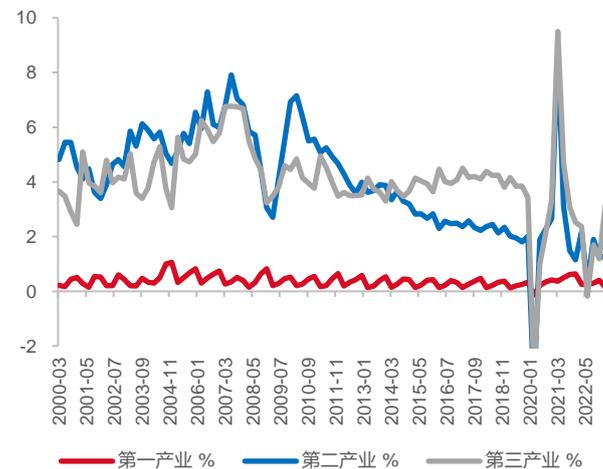
总体来看, 2023年3月我国第三产业对GDP当季同比贡献率达到69.5%, 服务业发展对人口集聚的需求更加旺盛, 未来全国人口可能将继续流向一二线大城市都市圈和城市群。在此过程中, 人口年龄结构年轻、人口净流入较多的城市将产生更多置业需求, 支撑当地房地产市场发展。

图37 三大产业对GDP增长贡献率, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图38 三大产业对GDP增长的拉动, %



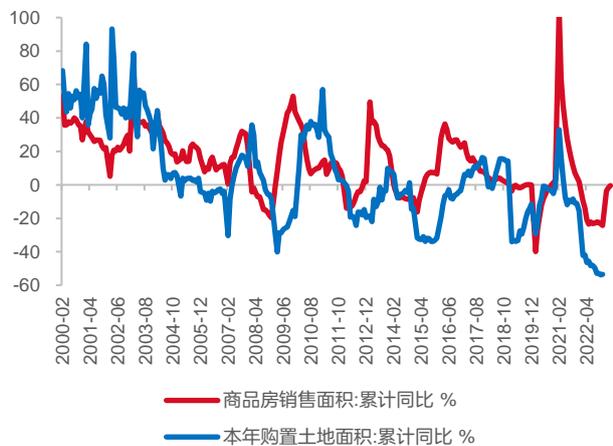
资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 5. 房地产可能处于底部向上初期

### 5.1. 底部向上信号明显

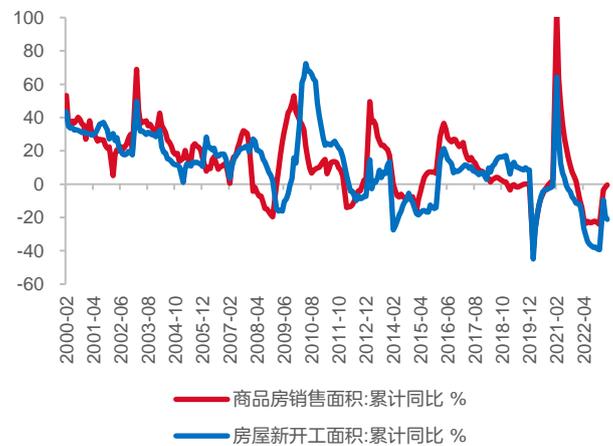
**复苏逻辑：**从房地产复苏的传导链条来看，房屋销售的回暖是房地产新开工和投资向上的重要信号。销售回暖能够改善房企现金流，叠加库存下降，房企投资扩张意愿上升，推动土地市场和新开工复苏，从而对房地产投资的复苏形成支撑。从历史周期规律和开发节奏来看，商品房销售大致领先土地成交和新开工 4-8 个月。2021 年 10 月开始，全国商品房销售面积增速开始持续回落，2022 年 12 月达到最低-24.3%。今年以来，随着疫情进入新阶段，以及房地产支持政策的持续显效，商品房销售增速止跌企稳，并连续三个月保持回暖态势，房地产销售大概率已踏过谷底。但鉴于当前行业景气度仍然偏低，需求端复苏仍不牢固，部分房企资金状况难言乐观，短期来看销售向开工端传导速度可能偏长。

图39 商品房销售领先土地成交，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图40 商品房销售领先新开工，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

**销售面积增速保持回暖态势。**2023 年 4 月，全国商品房销售面积累计同比-0.4%，降幅较上月进一步收窄 1.4 个百分点，商品房销售额累计同比较上月进一步扩大 4.7 个百分点至 8.8%。其中，继一季度实现增速转正后，4 月全国商品住宅销售面积累计同比进一步扩大 1.3 个百分点至 2.7%，商品住宅销售额累计同比更是达到 11.8%，为 2021 年 11 月以来新高。总体上看，今年以来全国商品住宅销售保持复苏之势，住宅销售金额回暖速度快于销售面积，或指向一线城市房地产市场复苏力度更强。作为房地产周期的先行指标，销售的复苏有望带动房地产投资企稳向好。

**资产价格上涨预期正在修复。**2023 年 4 月，70 个大中城市新房价格环比上涨的城市有 62 个，比 3 月减少 2 个，上涨城市个数仍位于相对高位。环比来看，4 月 70 个大中城市新房价格环比上涨 0.3%，增速较前值回落 0.1 个百分点，新房价格仍在回暖，但涨幅较 3 月趋缓。其中，一线城市新房价格环比较 3 月进一步上升 0.1 个百分点至 0.4%；二线、三线城市新房价格环比较 3 月分别回落 0.2 个、0.1 个百分点至 0.4%、0.2%。同比来看，4 月 70 个大中城市新房价格降幅较前值收窄 0.7 个百分点至-0.7%。其中，一线城市新房价格涨幅较 3 月扩大 0.3 个百分点至 2%；二线城市新房价格同比由负转正，4 月为 0.2%；三线城市新房价格降幅较 3 月收窄 0.8 个百分点至-1.9%。从 4 月新房价格整体来看，价格上涨城市数量仍位于高位，一线城市房价领衔复苏，二三线城市房价同比也有所回暖。

**3 月楼市成交出现“小阳春”，4 月以来复苏步伐逐渐放缓。**2023 年 3 月单月，受积压购房需求集中释放影响，30 个大中城市商品房成交面积 1662 万平方米，同比增长 45%，

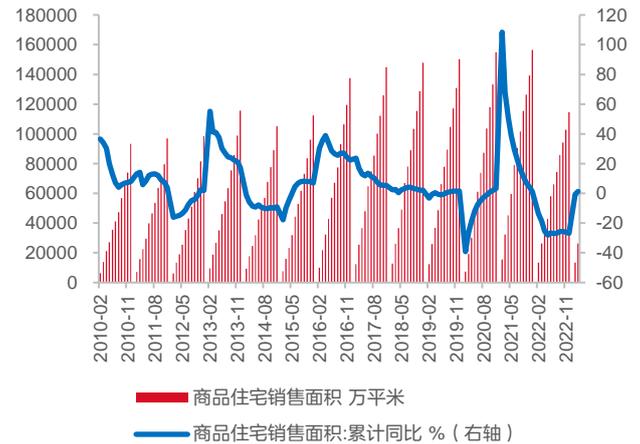
恢复至 2019 年同期的 97%。进入 4 月，前期积压的购房需求释放效应逐步减弱，楼市成交活跃度有所回落。从当周成交数据来看，3 月至今，30 个大中城市商品房成交面积同比增速总体呈现先上升后回落态势，周度同比从 3 月 5 日当周的 25% 最高升至 3 月 19 日当周的 66.4%，随后逐步回落至 5 月 7 日当周的 25%。这其中受去年同期疫情干扰导致的低基数影响较大，如与 2019 年同期相比，3 月 1 日至 5 月 7 日，30 城商品房当周成交面积同比仍为负增长。2018-2023 年，4 月当月 30 个大中城市商品房成交面积分别为 1304 万、1709 万、1440 万、2043 万、973 万、1277 万平方米，今年与 2018 年水平基本相当，约为 2019 年同期的 75%。一季度市场需求大规模集中释放后，未来需求端恢复进程可能将有所放缓。

图41 商品房销售面积与销售额增速，%



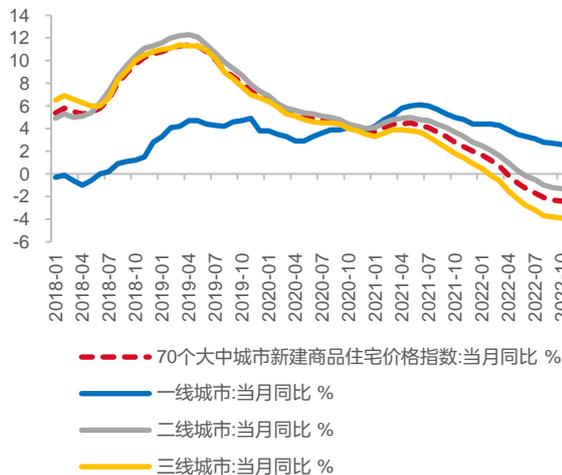
资料来源：Wind，东海证券研究所

图42 商品住宅销售面积与增速，%



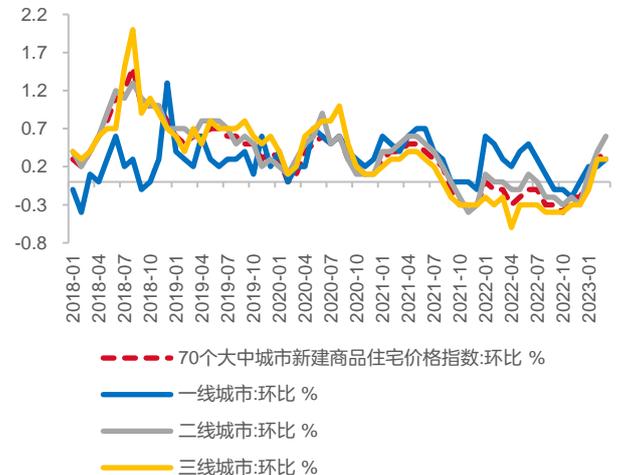
资料来源：Wind，东海证券研究所

图43 70 个大中城市商品住宅价格同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图44 70 个大中城市商品住宅价格环比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图45 30个大中城市商品房成交面积，万平方米



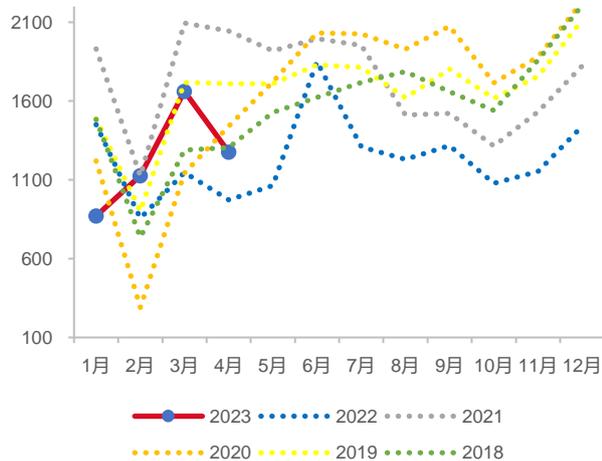
资料来源：Wind，东海证券研究所

图46 30个大中城市商品房成交面积同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图47 2018-2023年30城商品房成交面积，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图48 4月份商品房成交面积恢复程度，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

**居民购房意愿开始抬升。**受疫情冲击、居民收入预期不佳、期房烂尾等因素影响，2021-2022年居民购房行为明显减少，个人按揭贷款增速持续回落并位于低位。2023年以来，伴随疫情防控政策的优化调整，“保交楼”政策和“三支箭”的稳步落地，以及经济复苏态势向好，居民购房信心有所修复，前期积压的购房需求得到释放。当前居民新增中长期贷款、个人按揭贷款、商品住宅销售面积三者增速均已踏过低谷并拐头向上，居民购房意愿的修复和购房行为的增加或将带领房地产周期企稳向上。其中，4月居民新增中长期贷款下降，可能与提前归还原来的高利率按揭贷款有关，并不能代表居民真实购房贷款需求，从房企资金来源看当月实际按揭贷款金额不降反升。

根据央行的问卷调查，一季度，对未来房价预期上涨的储户占比以及预计未来3个月增加购房支出的储户占比均上升，而居民储蓄意愿则有所下降。此外，反映房地产行业变化趋势的国房景气指数，以及房地产开发贷余额增速均位于上升初期。

图49 居民新增中长期贷款与住宅销售面积增速同步，%



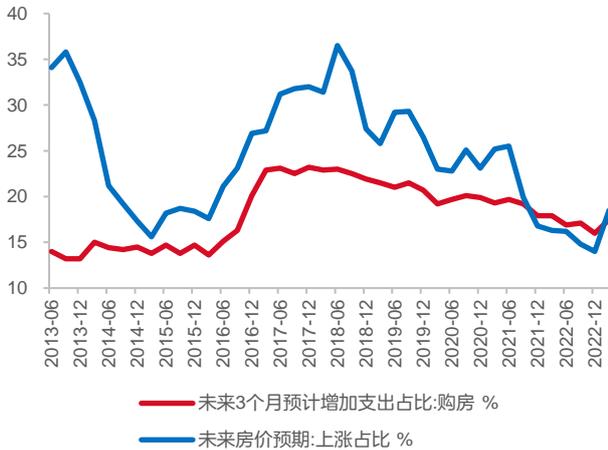
资料来源：Wind，东海证券研究所

图50 个人按揭贷款与住宅销售面积增速同步，%



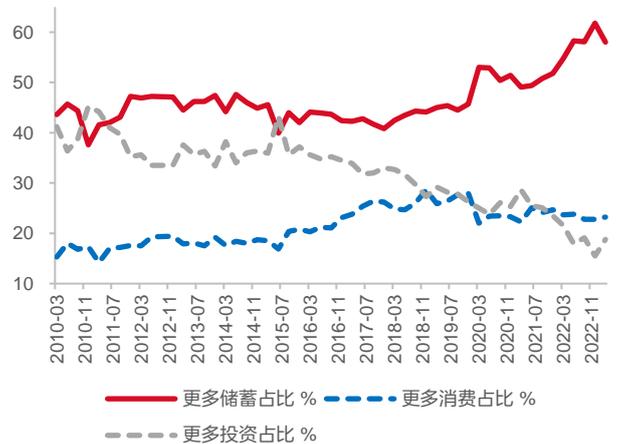
资料来源：Wind，东海证券研究所

图51 房价预期和购房意愿上升，%



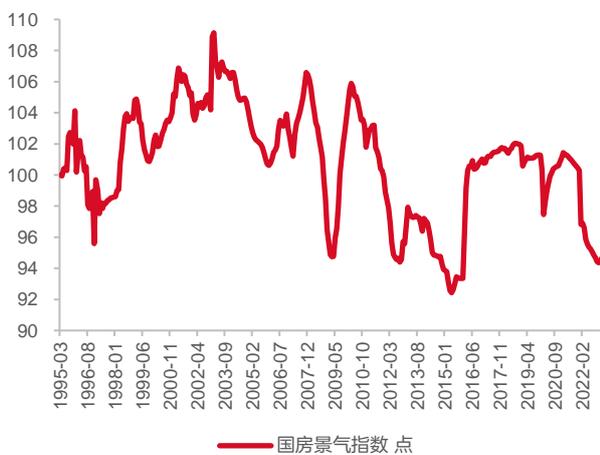
资料来源：Wind，东海证券研究所

图52 居民储蓄意愿下降，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图53 国房景气指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图54 房地产投资与开发贷余额同比增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.2.未来趋势

**本轮房地产复苏或将是一个持续时间较长的温和回升过程。**根据“销售-拿地-新开工”传导链条，房地产投资和新开工的复苏必将伴随销售端的持续恢复。当前居民购房意愿、资产价格上涨预期等虽已有所修复，全国商品住宅供需情况也相对健康。但竣工面积缺口较大，居民对期房交付不确定性的担忧仍在，且当前房企投资扩张意愿仍然偏低。因此，未来销售端的改善向投资端传导的速度可能偏慢，本轮房地产复苏或将是一个持续时间较长的温和回升过程。

**二季度房地产回升速度较一季度可能放缓。**销售端，4月30个大中城市商品房成交面积1277万平方米，环比下降23.2%，在前期积压需求集中释放之后，楼市成交活跃度有所回落。同时中指院数据显示，4月以来重点城市新房项目到访量有所减少。当前仍有不少房企债务出现展期或实质性违约现象，居民对期房交付的信任度短期内难以得到快速修复，进而对地产销售改善形成一定拖累。投资端，4月100个大中城市住宅用地成交面积同比-39.5%，约为2019年同期的32.6%。受土地成交缩量影响，二季度新开工面积增速存在下行可能，叠加居民收入和就业预期尚未扭转，将对房地产投资增速形成拖累。但考虑到“保交楼”政策仍在继续发力，施工面积增速基本平稳，竣工面积增速明显抬升，建安投资增速有望继续回暖。施工竣工相关的建材销量可能保持稳定，竣工端家居家电、装修装饰等行业消费有望逐步转好。此外，截至4月末，全国已有超40城首套房贷利率下限低于4%，在利差的驱动下购房者提前还贷的意愿仍然较强，居民中长期贷款数据可能仍将承压。

**政策面估计将保持相对宽松。**4月28日，中共中央政治局会议强调“坚持房住不炒定位，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式”。中指数据显示，在3月份热点城市积压需求集中释放后，4月市场活跃度回落，重点100城新建商品住宅成交面积环比下降24.1%。当前市场整体信心仍有待修复，预计地产政策环境短期内将继续保持相对宽松状态。此外，政治局会议还提到“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”，超大特大城市人口众多，各类要素集聚程度高，但由于城市建设较早，存在较多城中村有待改造升级，今年城中村改造可能成为稳房地产投资的重要抓手之一。整体来看，本次会议对于房地产基本延续了此前提法，政策风向并未受一季度局部市场升温影响，短期仍将保持相对积极，以稳定市场预期和购房者信心。

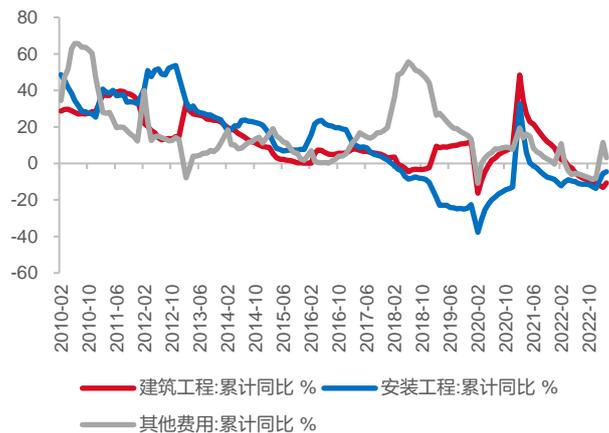
**结构性复苏特征或将延续，重仓高线城市的房企可能从中受益。**在本轮复苏过程中，行业呈现出明显的结构性特征，主要体现在：1)高线城市住宅销售明显强于低线城市；2)全国住宅用地成交依然较为低迷，房企投资扩张意愿仍偏低，但一线城市住宅用地成交回暖幅度最大；3)二三线城市库存水平较高，其中部分三线城市住宅库存出清周期超30个月。未来房地产城市分化行情或将延续，一线城市有望继续领先全国楼市复苏，库存压力较大的低线城市需警惕风险。在此过程中，业务布局重点覆盖核心一二线城市的央国企，以及经营稳健的优质民企可能会从中受益。

图55 100个大中城市住宅用地成交占地面积，万平米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图56 房地产开发投资各分项，%



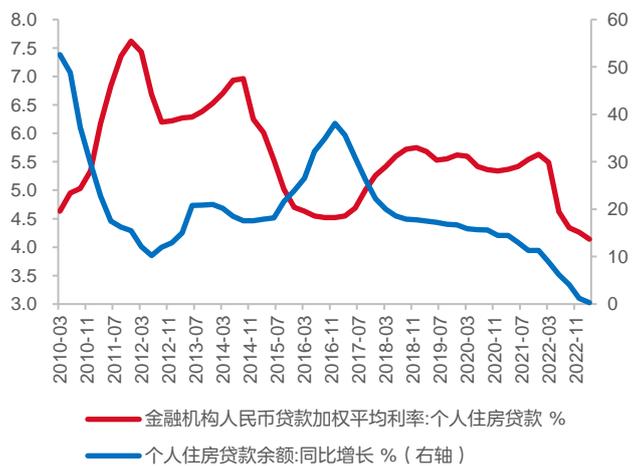
资料来源：Wind，东海证券研究所

图57 房地产竣工端相关消费增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图58 个人住房贷款利率与房贷余额增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 6.风险提示

- 1) 海外局势变化超预期：国际地缘政治变化存在不确定性，海外局势如超预期下行，可能对国内宏观经济产生一定冲击；
- 2) 数据假设与可得性局限：全国各地住宅用地不可售面积情况不一，为便于统计，采取统一假设比例进行测算，实际数据可能与测算数据有所出入，同时数据统计样本有限，报告仅反映可观测样本情况；

3) 居民收入低于预期：居民收入低于预期可能导致居民购房意愿弱化，从而对房地产销售形成拖累；

4) 房企风险超预期发展：今年仍有部分房企出现债务展期和违约情况，未来房企风险如超预期则可能导致行业景气度下行，制约房地产复苏进程。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089