

# 宏观报告

证券研究报告

2023年10月22日

## 房企正在加速去库存

强势改善的开工数据，似乎代表着房企的投资意愿正在加速修复，看似是一种房地产复苏的积极信号，但事实可能并非如此！

开工强但拿地弱，说明房企在加速消耗库存待开发土地的同时，并没有积极地补充土地储备，是房企主动加速去库存的表现，类似的情况在今年年初1-2月也出现过。

今年竣工保持着较高的增长，已开工项目在不断地被消耗，强开工+强竣工就意味着地产投资的广义存货（待开发土地+已开工项目）持续减少，如果房企拿地跟不上，后续地产投资可能会面临一定的压力。

而目前广义的住房库存压力可能会抑制房企的拿地行为。

因此，本轮房地产政策的效果可能会受到二手房库存压力的影响，我们预计政策放松对地产销售的刺激效果略有弱化，而销售回暖向房企拿地的传导周期可能会被拉长。根据测算，我们预计全年商品房销售面积或在11.5亿平方米左右，同比下降6%左右（可比口径）；房地产投资或在11万亿元左右，同比下降9.6%左右（可比口径）。

**风险提示：**房地产政策可能超预期；房企自身经营风险存在不确定性，或将影响房地产复苏进程；相关测算涉及主观假设，可能存在误差。

### 作者

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

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

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-三季度 GDP 为何超预期》2023-10-20
- 2 《宏观报告：宏观-中国出口的“东升西降”》2023-10-18
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年10月第3周》2023-10-16

10月18日，统计局公布了9月的房地产数据，8月下旬以来地产政策放松的效果得到了初步的检验。

**地产销售降幅收敛。**9月当月，商品房销售面积同比下降10.1%，降幅收窄2个百分点；商品住宅销售面积降幅收敛了3.8个百分点至-11.6%。

**房地产投资的降幅有所扩大，建安投资出现了边际改善。**9月，房地产投资当月同比下降11.3%，降幅扩大了0.3个百分点，但直接计入GDP的建安设备投资增速则由-12%收敛至-11.8%。

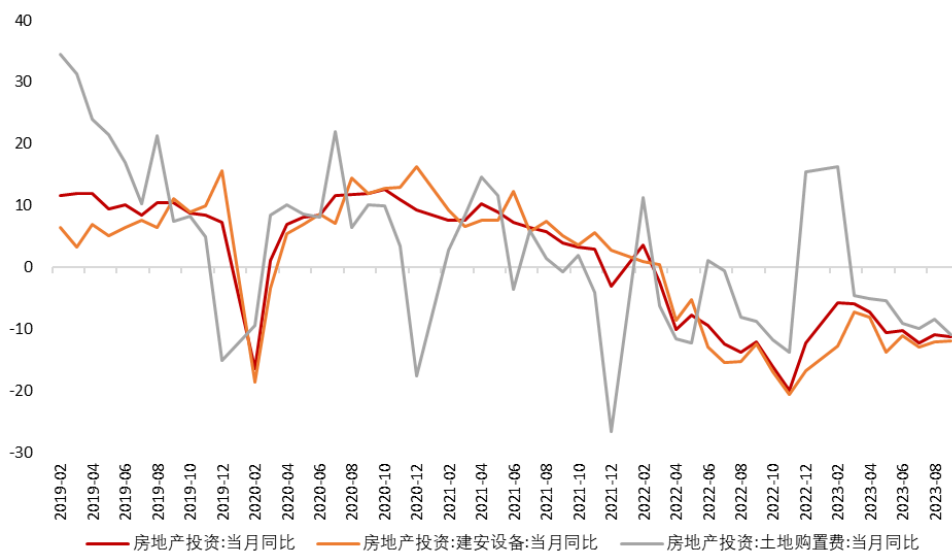
图1：商品房销售当月同比降幅持续收窄（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021年数据采用两年复合增速

图2：房地产投资降幅扩大，但建安设备投资边际改善（单位：%）

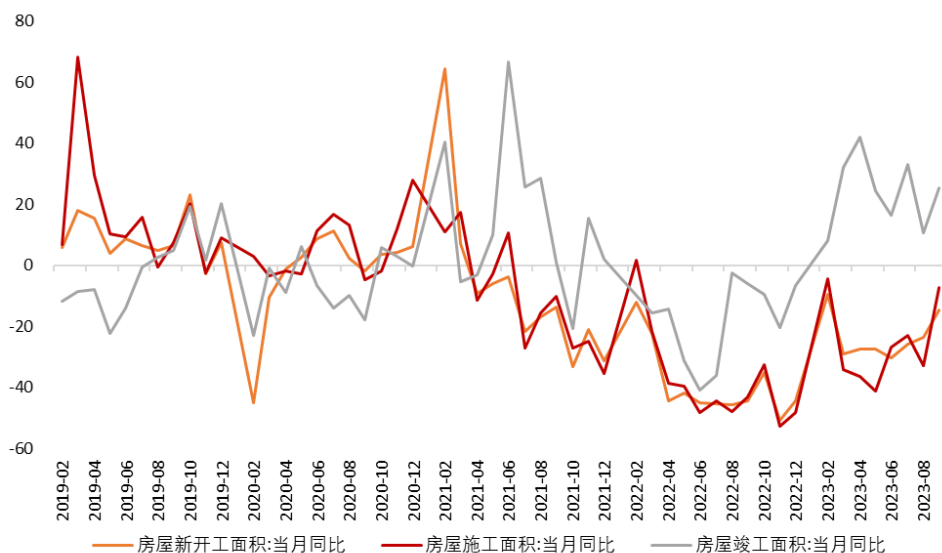


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021年数据采用两年复合增速

但更加令市场“惊喜”的是，开工、竣工数据意外地出现了大幅度回升。9月，新开工面积、施工面积分别收窄了8.9、25.7个百分点，竣工面积增速更是提升14.8个百分点来到了25.3%。如果观察新开工面积的环比增速，数据的边际变化则会更加明显——9月，新开工面积同比增长18.9%，为近5年同期最高，显著超出了季节性水平（2019-2022年同期均值仅为5.2%）。

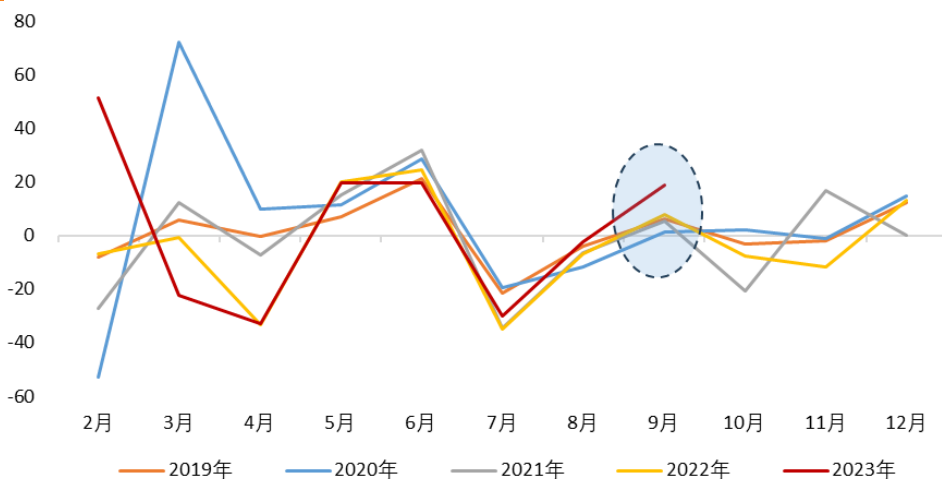
图 3：房屋新开工、施工、竣工面积增速大幅回升（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021 年数据采用两年复合增速

图 4：9 月，房屋新开工面积环比增速明显超出季节性水平（单位：%）



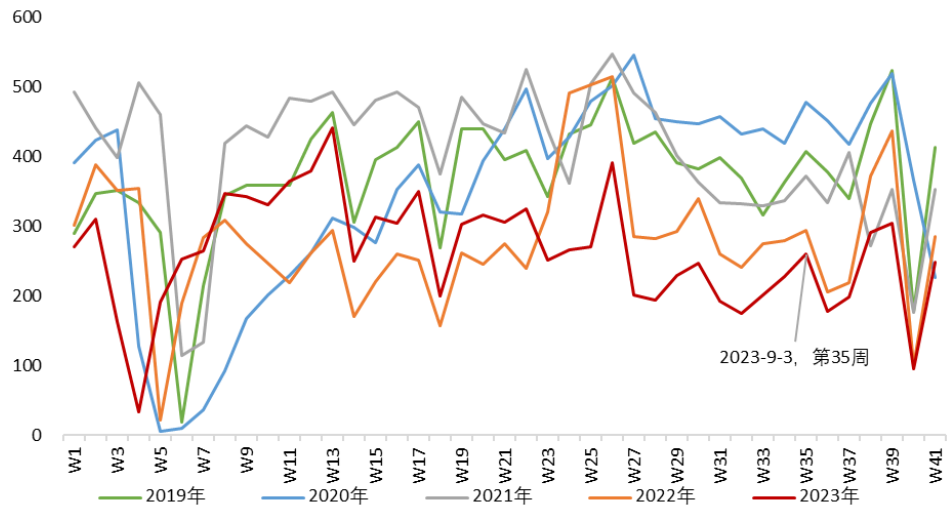
资料来源：Wind，天风证券研究所

**地产销售、开工数据的改善，与 8 月下旬以来的政策放松有直接的关系。**自 7 月 24 日政治局会议提出“适时调整优化房地产政策”之后，8 月 25 日央行宣布因城施策执行“认房不认贷”，正式拉开了本轮房地产需求政策放松的序幕。此后，中央层面先后出台了“认房不认贷”、调降首付比例下限、降低二套房贷款利率下限、下调部分存量房贷利率等政策。地方层面也在积极跟进，根据中指院统计，9 月地产政策高达 90 条，频次为去年四季度以来单月最高水平<sup>1</sup>，而北上广深四个一线城市在央行宣布“认房不认贷”后的一周内便选择了跟进，更是超出了市场此前的预期。

“认房不认贷”等政策的出台，降低了改善性需求的购房门槛，对置换需求起到了一定的提振作用，地产销售出现了阶段性的改善。从 9 月初开始，30 大中城市新房周度成交面积的降幅快速收窄，由此前同比下降 20%-40%，收敛至下降 11.8%（8 月 28 日-9 月 3 日），一直延续至 9 月第三周。

<sup>1</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/Z1NROIL602M5X30JXiNJoQ>

图 5：30 大中城市新房成交面积（单位：万平方米）



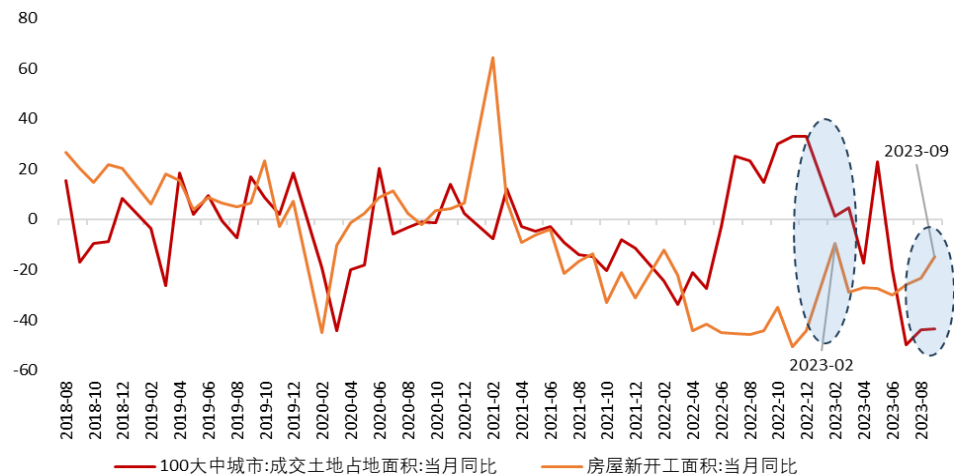
资料来源：Wind，天风证券研究所

**强势改善的开工数据，似乎代表着房企的投资意愿正在加速修复，看似是一种房地产复苏的积极信号。但事实可能并非如此！**

9 月的地产数据存在一组矛盾，即积极改善的开工 vs 依旧疲弱的拿地。9 月，100 大中城市成交土地面积同比下降 43.4%，较 8 月仅小幅回升了 0.7 个百分点，仍然处于明显的低位，房企拿地意愿仍旧偏弱，与大幅改善的开工数据形成了十分鲜明的反差。

开工强但拿地弱，说明房企在加速消耗库存待开发土地的同时，并没有积极地补充土地储备，是房企主动加速去库存的表现，类似的情况在今年年初 1-2 月也出现过。

图 6：9 月，房屋新开工与拿地显著分化（单位：%）

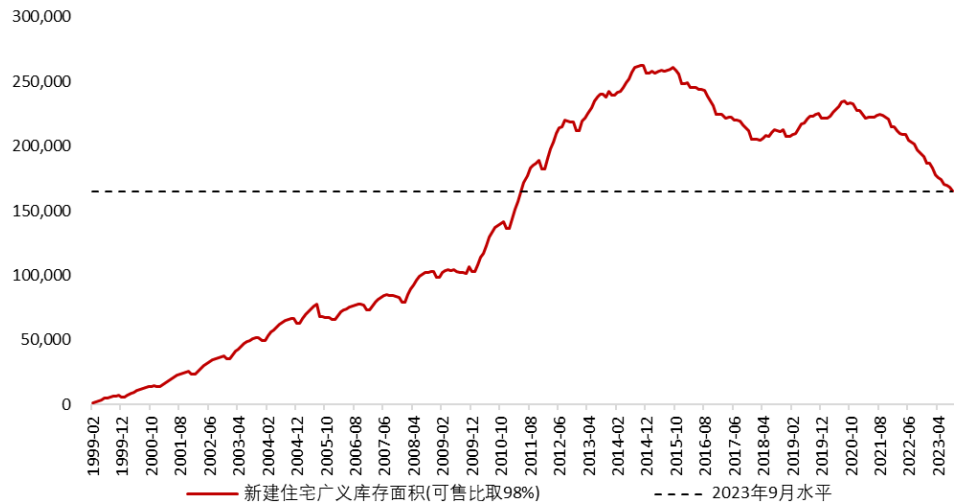
资料来源：Wind，天风证券研究所  
注：2021 年数据采用两年复合增速

今年竣工保持着较高的增长，已开工项目在不断地被消耗，强开工+强竣工就意味着地产投资的广义存货（待开发土地+已开工项目）持续减少，如果房企拿地跟不上，后续地产投资可能会面临一定的压力。

**而目前广义的住房库存压力可能会抑制房企的拿地行为。**

根据我们的测算，截至 9 月底，新建住宅广义库存约为 16.5 亿平方米，从 2020 年 8 月的高点下降了 30%，大致相当于 2011 年的水平。

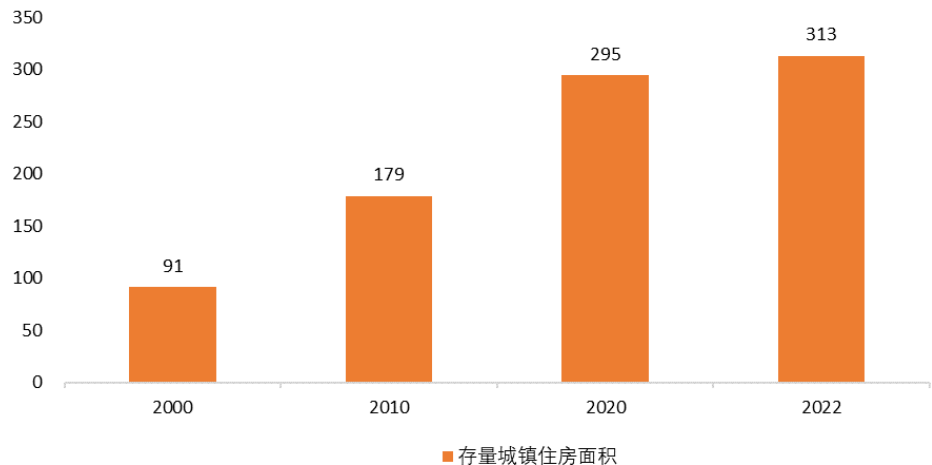
图 7：9 月，新建住宅广义库存约为 16.5 亿平方米（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

但在评估地产库存时，不能忽略二手房的潜在供给。根据住建部原副部长仇保兴在 2022 中国城市高质量发展智库论坛上的讲话，“当前我国住房空置率达到 15%”<sup>2</sup>。根据第七次人口普查和 2021、2022 年地产竣工数据，截至 2022 年末，存量住宅面积约为 313 亿平方米，即空置住房面积约为 47 亿平方米，大致是新房广义库存的 2.8 倍。

图 8：截至 2022 年末，我国存量城镇住房面积约为 313 亿平方米（单位：亿平方米）



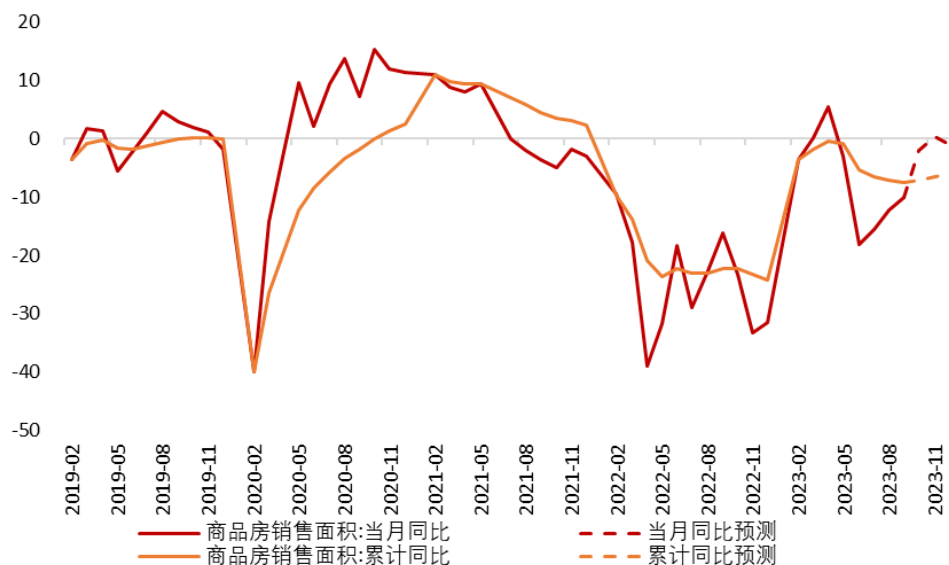
资料来源：统计局，Wind，天风证券研究所

我们认为，二手房与新房存在替代关系，在二手房有较大潜在供给的时候，会分流新房的购买需求，从而抑制房企的拿地意愿。

因此，本轮房地产政策的效果可能会受到二手房库存压力的影响，我们预计政策放松对地产销售的刺激效果略有弱化，而销售回暖向房企拿地的传导周期可能会被拉长。根据测算，我们预计全年商品房销售面积或在 11.5 亿平方米左右，同比下降 6%左右（可比口径）；房地产投资或在 11 万亿元左右，同比下降 9.6%左右（可比口径）。

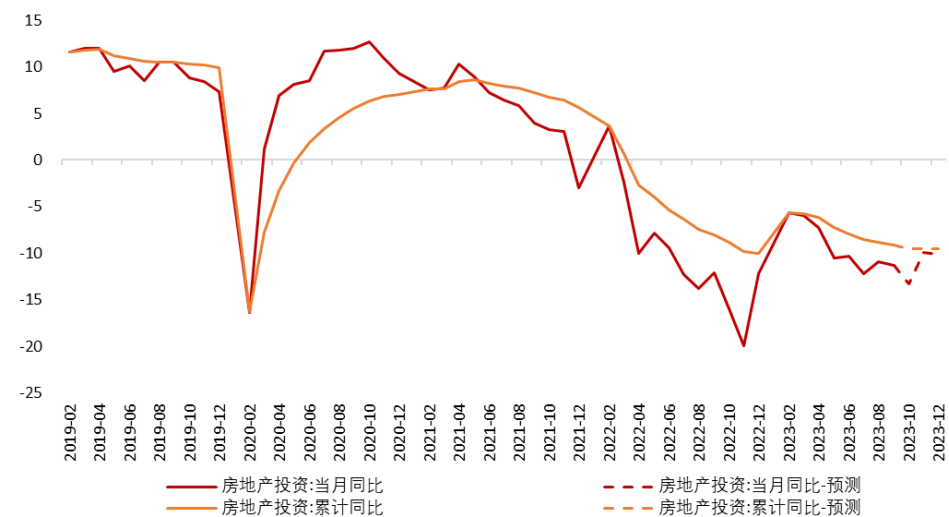
<sup>2</sup> <http://m.fangchan.com/news/7/2022-07-01/6948483504766521629.html>

图 9：预计 2023 年商品房销售面积同比下降 6%左右（单位：亿平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：预计 2023 年房地产投资同比下降 9.6%左右（单位：亿平方米）



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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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：100088	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