



2024年2月27日

地产形势回顾与2024年展望

毛磊

投资咨询从业资格号: Z0011222 Maolei013138@gtjas.com

王笑

投资咨询从业资格号: Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

报告导读:

■ 摘要:

本文回顾了近两年地产各分项数据所处的历史位置,并结合2024年以来的托底政策,通过高频销售数据跟踪地产趋势。通过观察本轮地产下行的长周期人口因素,以及房企融资端的短期困境,目前,虽然一系列针对房企融资与稳需求的政策持续落地,但未来政策或仍有优化宽松空间。最后,我们对2024年主要地产数据增速做了具体预测,同时结合地产链条内部领先、滞后的勾稽关系对新开工与竣工趋势做了方向性预测。

1、从地产端数据来看,近两年地产的深度下行带来多个数据创下多年极值。2023年新开工面积约6.9亿平方米,创下近十年以来新低,仅为2019年巅峰年份的四成。2023年,商品房销售金额跌破12万亿元,回落到2016年的水准;商品房销售面积创近十年以来新低。但全年竣工增速创下十九年来新高。

2、虽然LPR超预期调降,春节前一线城市进一步放松限购;但是,上世纪80年代末中国婴儿潮见顶,随后的十余年,中国每年新生儿人口从2500万人跌至1500万人,当前这部分人群进入买房适龄阶段,从长周期角度压制地产需求。因此过去周期性的优化放松政策,在长期趋势性因素的扰动下,为了改善行业现状,降低地产对金融风险的传导,政策力度或仍有进一步优化空间。

3、每年年初由于春节因素,宏观数据偏清淡,对跟踪地产趋势带来难度。我们从高频地产销售数据来看,开年以来,新房销售仍然偏弱,二手房销售出现回升,地产市场更多体现结构性改善。

4、我们预测2024年地产投资增速为-6.5%(2023年-9.6%),新开工面积同比增长-7%(2023年-20.4%),施工面积同比增长-13.2%(2023年-7.2%),竣工面积同比增长5.3%(2023年17%),商品房销售增速同比增2.8%(2023年-8.5%),销售金额同比增长6.8%(2023年-6.5%)。

■ 后期关注点:

1、政策力度。2、2024年1-2月地产链条数据。基于我们预测2024年地产数据的逻辑,今年第一份数据将确定全年环比基数,很大程度影响了后续数据的精确度。

目录

1. 近两年地产投资数据回顾：向下换挡，强弱分化.....	3
1.1 地产链条前端：数据深度回调.....	3
1.2 地产链条后端：去年竣工增速创下19年来新高.....	4
2. 销售、库存与价格：景气走弱.....	4
2.1 商品房销售首次连续两年负增长.....	4
2.2 房价连续24个月下跌.....	5
2.3 商品房库存出清周期延长.....	6
2.4 土地溢价率低位徘徊.....	6
3. 政策与影响：力度渐加码，效果欠释放.....	7
3.1 政策在房企融资端与居民需求端发力.....	7
3.2 房企资金来源：均为负贡献，自筹拖累加大.....	8
3.3 实际购房贷款成本仍偏高.....	9
3.4 人口长周期影响因素不容忽视.....	9
4. 今年地产销售情况跟踪：新房、二手房弱势中劈叉.....	10
4.1 新房销售依旧偏弱.....	10
4.2 二手房销售持续好于新房.....	11
5. 2024年地产数据预测：弱势中的修复，结构强弱的转折.....	11
5.1 总量数据：弱势中的修复.....	11
5.2 结构强弱的转折：“前端弱后端强”拐点出现.....	12
6. 后期关注点提示.....	13

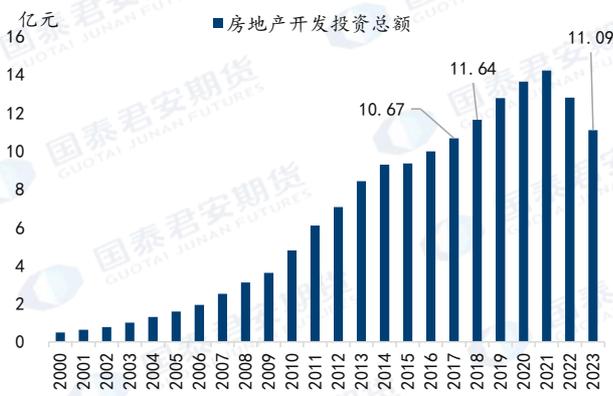
(正文)

1. 近两年地产投资数据回顾：向下换挡，强弱分化

1.1 地产链条前端：数据深度回调

2022-2023 年我国地产投资增速已连续下跌两年，累计下跌 20% 左右。2023 年全年房地产开发投资金额 11.09 万亿元，同比下降 9.6%，降幅比上年收窄 0.4 个百分点。从 2021 年下半年开始，地产投资月度同比增速开始向下换挡，自 2022 年二季度开始，地产投资增速同比跌幅开始向 -10%—-20% 增速区间迈进。

图 1：房地产投资额连续两年下行



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 2：地产投资月度同比增长中枢向下换挡



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

新开工方面，2023 年房屋新开工面积 9.54 亿平，持平于 16 年前，即 2007 年水平，仅为历史最高 2019 年 22.7 亿平的 42%。同比增速来看，全年 -20.4%，连续四年负增长，为 1992 年有数据以来历史第二低增速(历史最低增速为 2022 年的 -39.4%)。其中，2023 年全国住宅新开工面积约 6.9 亿平方米，亦创下近十年以来新低，同样是 2019 年巅峰年份的四成。不过，从 2023 年 9 月以来，跌幅略有收窄。

图 3：去年房屋新开工面积已回到 2007 年水平



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 4：去年 9 月以来房屋新开工月同比跌幅有所收窄



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

新开工面积的持续下滑，也进一步拖累了施工面积。2023年，全国房屋施工面积为83.8亿平，累计同比下降7.2%。与新开工趋势相似，自去年9月以来同比增速也有所改善。

图 5：2023 年房屋施工面积同比下降 7.2%



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 6：近几个月来施工面积同比增速有所改善



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

1.2 地产链条后端：去年竣工增速创下 19 年来新高

2023年全国房屋竣工面积9.98亿平，略高于2018-2022年平均9.37亿平水平，全年同比增长17.0%，同比增速创下2004年以来新高。其中，2023年，住宅竣工面积7.24亿平方米。不过，自2023年8月开始，竣工月度同比增速有所回落。

图 7：竣工增速创下 19 年来新高



资料来源：Wind，国泰君安期货

图 8：竣工面积累计同比 17%



资料来源：Wind，国泰君安期货

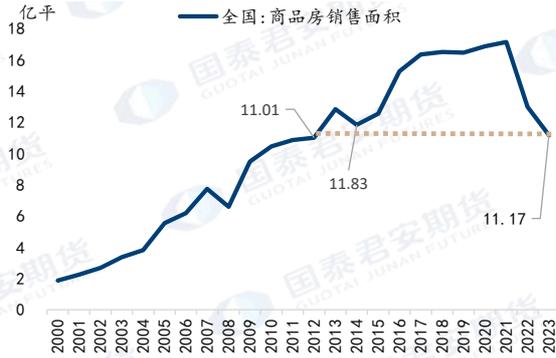
2. 销售、库存与价格：景气走弱

2.1 商品房销售首次连续两年负增长

2023年商品房销售面积11.17亿平，同比增速-8.5%，创近十年以来新低；其中住宅销售面积9.48亿平。1992年有数据以来，第一次出现连续两年销售面积负增长的情况。

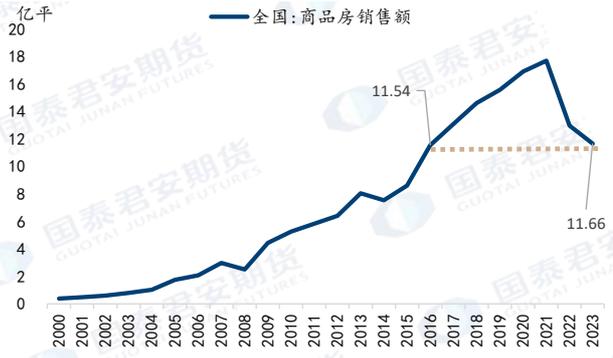
2023年销售金额11.66万亿元，跌破12万亿元，同比增速为-6.5%。2023年全国商品房销售金额已经回落至2016年水平（117627亿元）。这也是自1999年有数据以来，第一次出现连续两年销售金额负增长的情况。

图 9：商品房销售面积回到 2012、2014 年水平



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 10：商品房销售额回到 2016 年水平



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

月度数据来看，受到 2023 年放开后金三银四小阳春以及 2022 年基数偏低影响，商品房销售曾出现显著回升，但随后再度回落。2023 年全年基本上处于 -10%—-20% 区间。

图 11：商品房销售面积/金额连续两年负增长



资料来源：Wind，国泰君安期货

图 12：地产销售增速在 -10% — -20% 区间运行

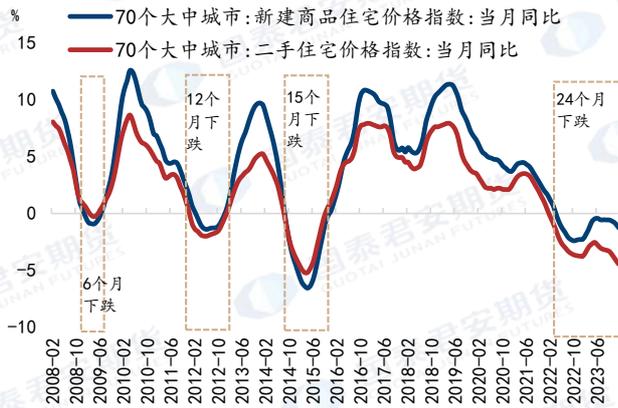


资料来源：Wind，国泰君安期货

2.2 房价连续 24 个月下跌

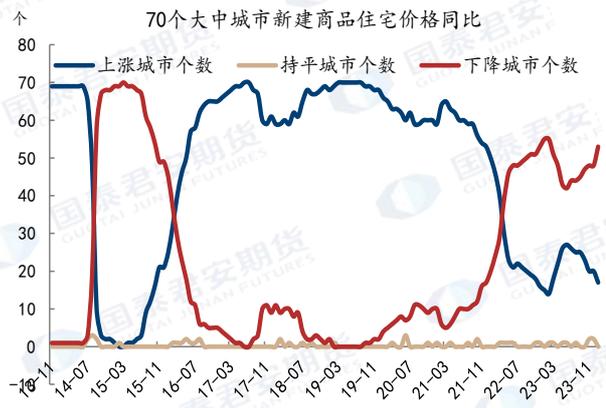
商品房作为重要资产，在“买涨不买跌”心态下，房价的下跌增加了居民观望情绪。根据统计局发布的 70 大中城市房价数据，此轮地产下行周期，新建和二手住宅价格连续 22/24 个月下跌，为有数据以来最长下跌持续时期。去年 12 月数据来看，新建及二手住宅价格指数环比跌幅为 2014 年来最大。

图 13：70 大中城市房价下跌持续时长创纪录



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 14：百城样本住宅价格环比上涨数量变化不大

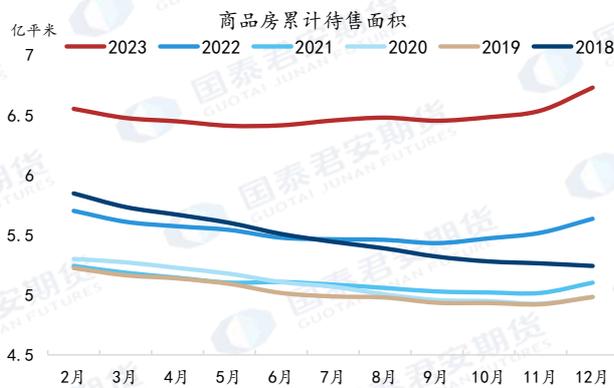


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.3 商品房库存出清周期延长

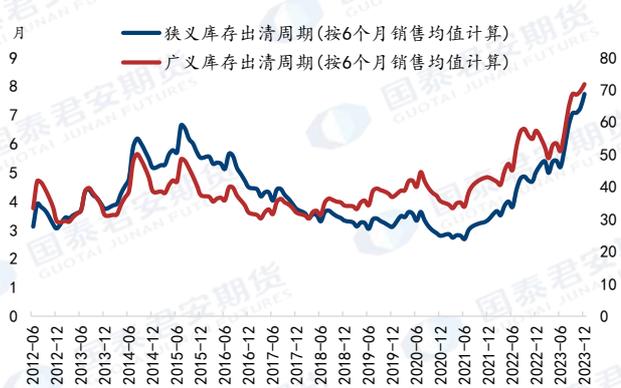
截至去年底，商品房待售面积 6.7 亿平方米，创下阶段性高点，较 2019 年底增长 35%。与地产景气偏弱，新房购买意愿不高有关。按 6 个月销售均值计算的狭义(商品房待售面积)和广义库存(新开工减销售)出清周期分别为 7.7 和 71.8 个月。

图 15：商品房库存处于近几年高位



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 16：库存出清周期拉长



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.4 土地溢价率低位徘徊

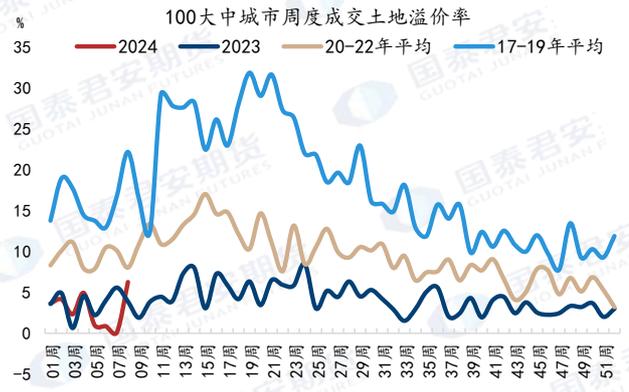
100 大中城市周度成交土地溢价率数据来看，2 月 25 日当周数据有所回升，为 6.28%。春节后，包括北京、宁波、三亚、重庆、长沙等地发布 2024 年度第一批拟出让住宅用地清单。虽然土地溢价率整体维持低位，但部分热点区域的结构趋势同样较为明显。2 月 22 日，北京迎来海淀区和大兴区两宗地块的竞拍，溢价率 15%，高于整体溢价率水平。

图 17：成交土地溢价率连续三年处于低位



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 18：土地溢价率季节性回升



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

3. 政策与影响：力度渐加码，效果欠释放

3.1 政策在房企融资端与居民需求端发力

开年以来，房地产行业政策迎来新一轮放松与优化，除延续去年底中央经济工作会议稳地产基调，货币政策延续托底态势之外，具体到地产领域落实层面，主要集中于为房企融资提供支持，以及提振居民购房需求方面。

货币政策方面，总量型货币政策自开年以来加码，包括降准、降息均出现。而上一轮货币政策密集发力期还是在 2023 年年中前后。房企融资端救助方面，年初，住房和城乡建设部联合金融监管总局发文，要求各地级以上城市建立城市房地产融资协调机制。1 月 26 日，住建部召开城市房地产融资协调机制部署会，各城市及金融机构积极响应，“房地产项目白名单”火速落地，出险房企融资局面出现明显改善。需求端托底方面，包括一线热点城市在内的全国多地购房政策优化放松。如 1 月份广州、上海等地优化限购政策，随后北京、深圳两大一线城市也在春节假期前相继放松限购。2 月 20 日 5 年期 LPR 降幅超预期，创史上最大降幅，稳地产销售意图明显。

图 19：政策托底主要从总量及房企融资和居民购房端角度着手

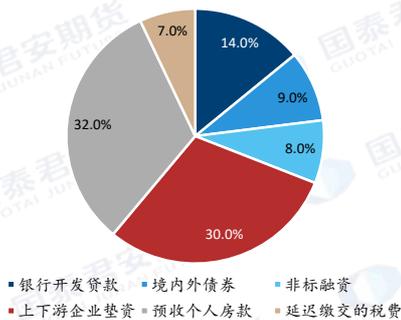
领域	时间	内容
货币政策	2024/1/24	将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元。25日下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。
	2024/2/1	抵押补充贷款重启两个月净增5000亿元，或聚焦“三大工程”建设。
	2024/2/20	5年期LPR利率下调25个基点至3.95%，创下LPR史上最大单次降幅，超出市场预期，本次调整之前，5年期以上LPR已连续7个月保持不变。
房企融资	2024/1/12	住建部和金融监管总局联合发文，要求各地级以上城市建立城市房地产融资协调机制，及时研判本地房地产市场形势和房地产融资需求，协调解决房地产融资中存在的困难和问题。
	2024/1/24	央行、金融监管总局联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，允许将经营性物业贷款用于偿还存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券，这一政策将持续到今年年底。
	2024/1/25	金融监管总局：金融业责无旁贷，必须大力支持房地产
	2024/1/26	国家金融监管总局召开会议，部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作。
	2024/1/26	住房和城乡建设部召开城市房地产融资协调机制部署会，加快推动城市房地产融资协调机制落地见效支持房地产项目开发建设。
	2024/1/30	房地产项目“白名单”第一笔贷款在南宁市落地
	2024/1/30	金融监管总局：加大不良资产处置力度，加快推进城市房地产融资协调机制落地见效
	2024/2/8	央行四季度货币政策执行报告提到，因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
购房政策优化	2024/1/24	重庆一日出台两项稳楼市政策：多方位调整房产税政策 同时出台房地产八条扶持措施。
	2024/1/27	广州：放开120平方米户型限购
	2024/1/30	上海放宽限购。苏州全面取消住房限购。
	2024/2/6	北京通州优化楼市“双限” 一线城市步入持续放松限购阶段
	2024/2/6	海口等11市县调整购房商贷首付比例
	2024/2/7	深圳市住房和建设局发布《关于优化住房限购政策的通知》
	2024/2/19	海南省住房公积金管理局印发通知，将首套住房公积金贷款最低首付比例由25%下调至20%。二套住房公积金贷款最低首付比例30%维持不变。

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

3.2 房企资金来源：均为负贡献，自筹拖累加大

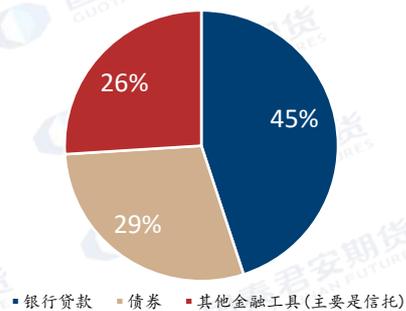
政策面在上述多领域加码稳地产，主要是从降低房企金融风险角度出发。从房企资金来源增速来看，2023年房地产开发企业资金来源累计同比-13.6%。受地产趋势偏弱影响，房企资金主要来源——新房销售资金回笼与外部负债能力均受到限制，资金来源仍偏紧。2023年，国内最优质房企信用风险也出现发酵，部分优质房企债券价格出现暴跌。

图 20：地产行业负债结构



资料来源：国新办，国泰君安期货研究

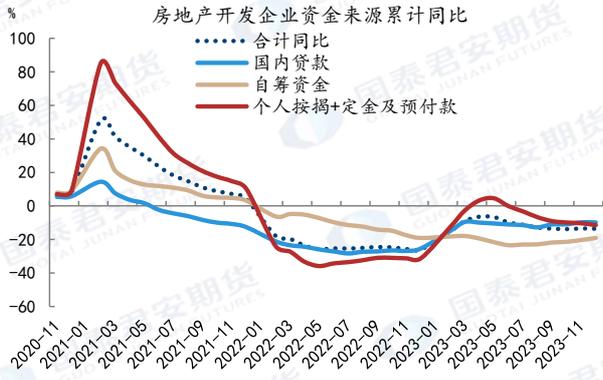
图 21：开发商的融资渠道



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

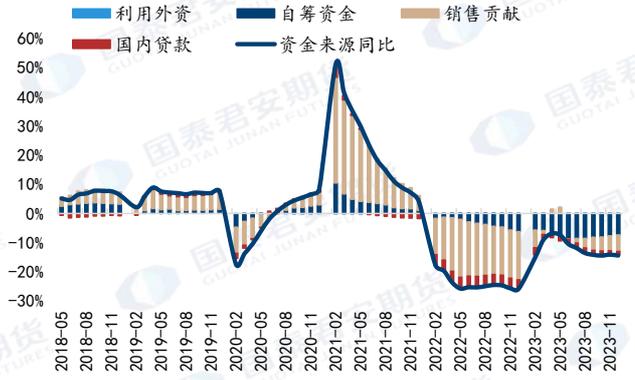
不过，今年1月以来，伴随房地产融资协调机制的建立，截至2月20日，据住建部介绍，国内银行在这一机制协调下对房地产项目授信已超过1600亿元。后续继续关注融资协调机制政策的效果。不过，值得注意的是，目前“白名单”主要聚焦保交付，对地产前端购地、新开工环节的金融资源力度不及后端。

图 22：房企资金来源持续负增长



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 23：企业自筹资金、销售贡献为资金主要拖累



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

3.3 实际购房贷款成本仍偏高

虽然政策面持续释放降低购房成本的信号，但从居民购房实际利率来看，相对依然偏高，这可能也是近一两年来政策放松效果并不理想短期性因素。截止 2023 年 12 月，个人住房贷款加权平均利率为 3.97%，当月 PPI 为 -2.7%，按此计算的实际利率为 6.67%，虽然较 2023 年 6 月的 9.51% 有所下行，但仍处于偏高水平，至少高于 2022 年、2021 年水平。若按照 CPI 计算，12 月 CPI 为 -0.3%，则计算的实际利率为 4.27%，也高于 2022 年水平。

过去经验来看，10Y 国债收益率领先居民房贷利率，2024 年 2 月 10Y 期国债收益率均值已跌破 2.5%，或预示后期房贷利率仍有一定的下行空间。

图 24：居民购房成本与住房销售相关性高



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 25：国债利率下行预示房贷利率仍有回落空间



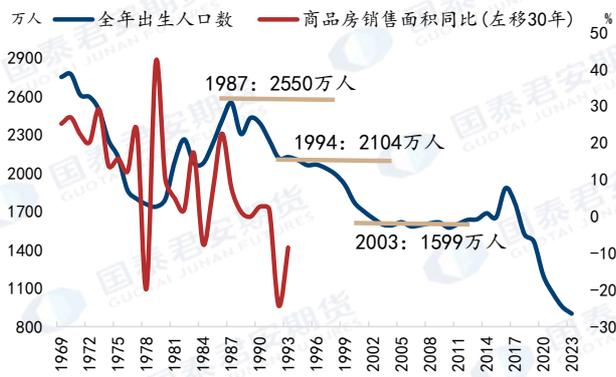
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

3.4 人口长周期影响因素不容忽视

1987年，中国婴儿潮见顶之后，每年新出生人口数量持续回落，基本上每七年减少500万人，到2003年，每年新出生人口数仅有1599万人。从1987年至2000年初，新生人口持续减少。到2023年，这部分人口逐步进入到适婚适育阶段，从而带来购房人群的下行。结合商品房销售面积增速来看，2021年之后，住房销售增速出现更明显的下行，虽然其中有金融紧缩等周期性因素，但人口这类长期性的因素深层影响，也出现显性化。

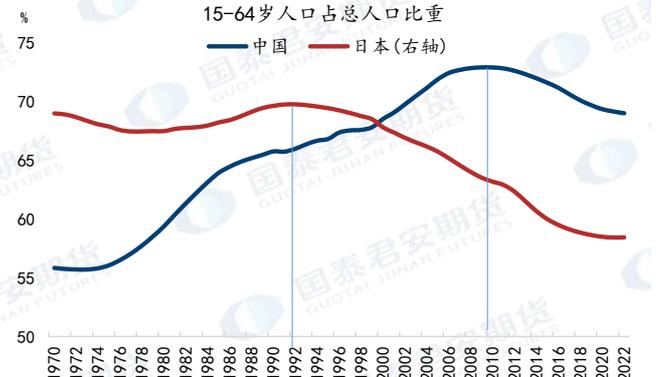
横向对比来看，在上世纪90年代初，日本15-64岁这类适龄购房人口占总人口比重出现拐头回落，刚好对应了日本地产泡沫破裂时期。中国15-64岁人口占总人口比重的拐头回落，是在2010年前后。在过去十多年，在金融等助推下，中国地产依然出现了明显的景气周期，但可能也与一部分投资性需求有关，即部分透支了未来的刚性需求，所以这两年地产行业的回落也显得更为明显。

图 26: 90 年代新生人口减少，对地产销售影响显现



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 27: 中日两国 15-64 岁人口比重趋势对比



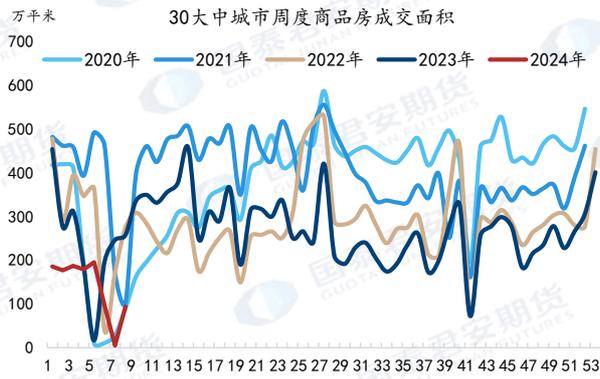
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

4. 今年地产销售情况跟踪：新房、二手房弱势中劈叉

4.1 新房销售依旧偏弱

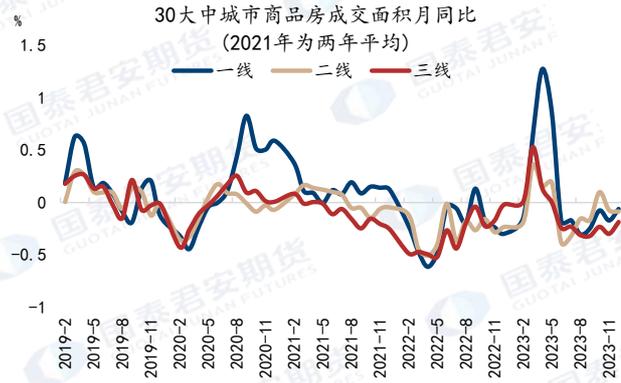
从地产高频销售数据来看，今年1月至2月21日，30大中城市商品房销售面积同比增速来看，一线、二线、三线城市同比分别为-35.8%，-33.7%和-37.6%，跌幅较去年12月的-6%、-9%、-19%再度扩大，新房销售仍处于较弱状态。据中指数据，2024年春节假期期间（2.10~2.17），25个代表城市新房日均成交面积较上年春节假期（2023.1.21~2023.1.27）下降约27%。

图 28：高频日度地产销售面积



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 29：商品房销售同比增速延续负增长

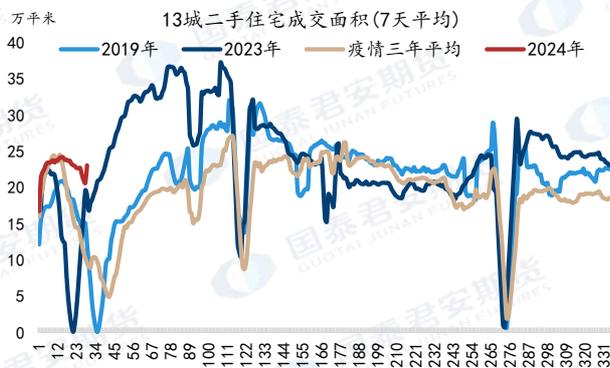


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

4.2 二手房销售持续好于新房

二手房方面，2023 年开始，热点城市二手房销售增速整体出现震荡回升。2024 年，整体上依然有回升并好于疫情三年平均水平。春节二手房成交数据方面，龙年春节假期实现“开门红”。据贝壳研究院监测，2024 年春节假期重点 50 城市二手房看房量和交易量水平比 2023 年有大幅回升。分能级来看，按日均统计，一线城市比去年春节增加 90%，仅略低于 2021 年；二线城市增加 180%，三线城市增加 140%，均大幅超过 2023 及 2021 年。

图 30：二手房成交面积为近几年最佳



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 31：2023 年二手房销售增速有所回升



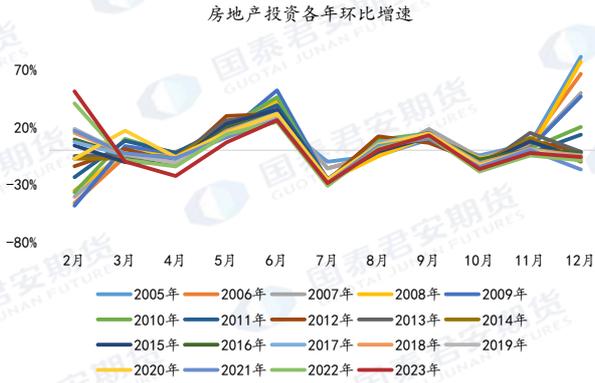
资料来源：中指、国泰君安期货研究

5. 2024 年地产数据预测：弱势中的修复，结构强弱的转折

5.1 总量数据：弱势中的修复

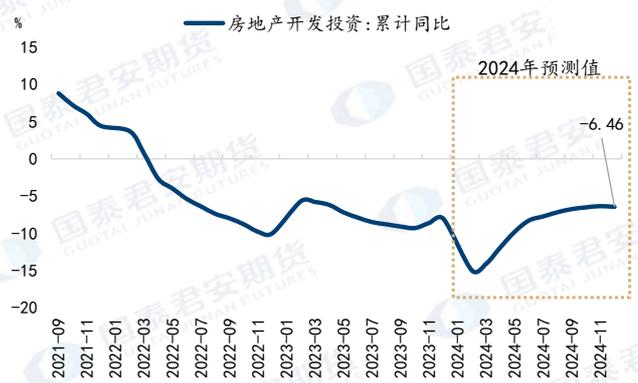
整体上就当前政策环境来看，按照环比推同比的方法，我们测算今年地产投资增速为-6.5%，较 2023 年全年-9.6%的增速略有改善，但仍处于负增长区间。

图 32：地产投资季节性趋势明显



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 33：预计 2024 年房地产投资增速-6.5%



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

其他分项数据方面，我们预测 2024 年新开工面积同比增长-7%（2023 年-20.4%），施工面积同比增长-13.2%（2023 年-7.2%），竣工面积同比增长 5.3%（2023 年 17%），商品房销售增速同比增 2.8%（2023 年-8.5%），销售金额同比增长 6.8%（2023 年-6.5%）。

图 34：2024 年房地产链条相关数据预测

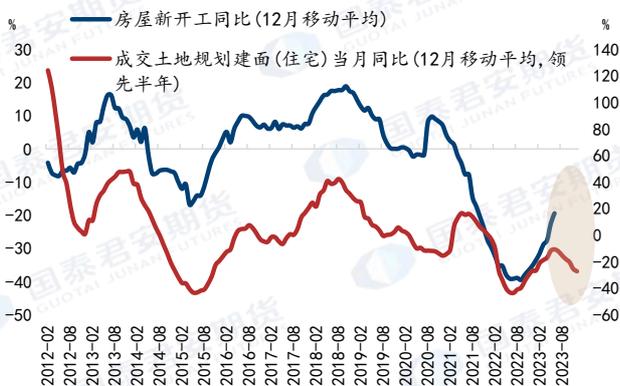
	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积	销售面积	销售金额
2024E	-6.5%	-7%	-13.2%	5.32%	2.8%	6.8%

资料来源：国泰君安期货研究

5.2 结构强弱的转折：“前端弱后端强”拐点出现

从新开工的领先指标土地销售增速来看，2023 年下半年开始土地销售增速拐头向下，预计对今年上半年新开工还将存在一定拖累。

图 35：新开工领先指标土地购置增速回落



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 36：新开工数据的回落预示竣工将回落



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2023 年，竣工端受保交楼政策刺激，较 2022 年同期回升，是地产数据链条里为数不多回升的数据。从新开工对竣工的领先性来看，最近两年新开工面积连续两年跌幅超过 20%。由于房企重心在保交楼，竣

工增速偏高，但若今年新开工依旧偏弱，则增量开工面积不足的情况下，根据两年半的施工周期计算，近两年断崖式下跌的新开工将逐步传导到竣工端，进而对竣工增速有拖累。

6. 后期关注点提示

当前地产企稳仍然高度依靠政策环境。若在目前政策力度下房地产行业后期（如每年传统“金三银四”旺季）依旧表现疲软，市场对政策宽松的呼声或将持续，导致政策面出现进一步放松，尤其在居民购房、房企融资等方面。时间节点可关注4月下旬政治局会议，或7月下旬政治局会议等时点（此时美联储货币政策也可能出现边际宽松，降低国内宽松对汇率等方面的压力）。

就我们对2024年数据的预测方面，在3月18日的1-2月地产链条数据发布后，将为后期的环比数据预测奠定基础，全年数据预测的准确性也有望进一步提升。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。