

中国房地产 快评



销售小于投资的另一面，去库存新周期已如期而至

文/马千里

2024 年年初以来，全国房地产开发投资金额已经连续 10 个月高于商品房销售金额，据此趋势预估，时隔八年之后，房地产行业投资销售比将再度突破 100%，**“年投入” > “年产出”**，行业由此进入**“负现金流”**时期。但是从行业关键指标来看，**2024 年也是行业正式步入去库存的关键一年，多项库存相关指标出现好转，广义库存面积、潜在库存、中期库存等指标均在 2024 年出现标志性好转。**

1. 时隔八年，房地产再现**“年投入”**小于**“年产出”**

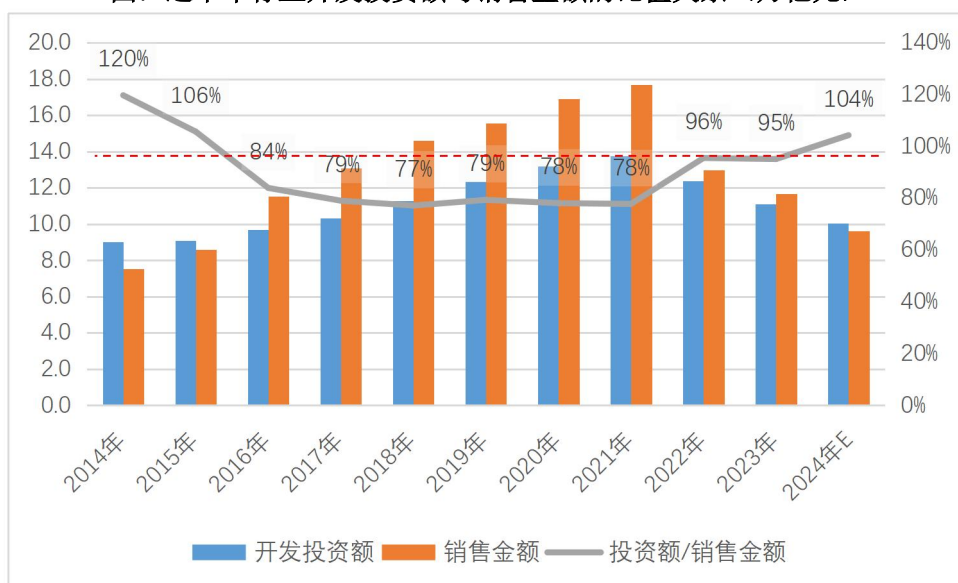
据国统局月度数据预估，2024 年全年行业投资额将达到销售额的 104%，在更快的下跌幅度下，行业新房销售金额已经不再能覆盖投资金额。**考虑到相当一部分投资额是来自于“保交楼”项目和已售待竣工房源，当前出现的“负现金流”并不能直接说明行业利润率为负数。**

行业投资额与新房销售额指标的**“不同频”**，主要还是受行业发展特性影响，开发和销售的错期，导致行业开发投资额的波动明显滞后于新房销售，上下波动也小于新房成交。大量前期已售项目、待售库存的开发，使得 2021 年以来房地产开发投资额的降幅明显小于新房市场。并在 2024 年行业投资超过了销售金额，行业进入了**“负现金流”**周期。

回首过往，行业上次的**“负现金流”**出现在 2014 年前后，当时行业同样面临着成交规模的阶段性回调，但其时行业开发投资增速仍能持续上行，行业信心也在 2015 年之后快速恢复，并用大幅增长的销售规模，冲淡了短时间的投资积压和库存忧虑，2016 年后开发投资也再度提速上行。

而目前面临的，则是销售和投资的**双双下行**，且销售的下行速度明显更快。在行业各项指标全面企稳之前，**预计房地产开发投资还将持续下行一段时间**。扣除 2015-2021 年间行业销售规模持续上升的因素影响，估算稳定期下的行业投资销售比应当在 75%左右。若未来商品房年成交金额能够稳定在 10 万亿元附近，那么目前的行业开发投资还有 2 万亿左右的下探空间，接近年的指标下探惯性预计，**行业开发投资额的下探还将持续两年左右，直到 2026 年下半年结束。**

图：近十年行业开发投资额与销售金额的比值关系（万亿元）



数据来源：国家统计局，CRIC

2. 近三年库存增速逐步趋缓，2024年三大关键指标均已步入去库存周期

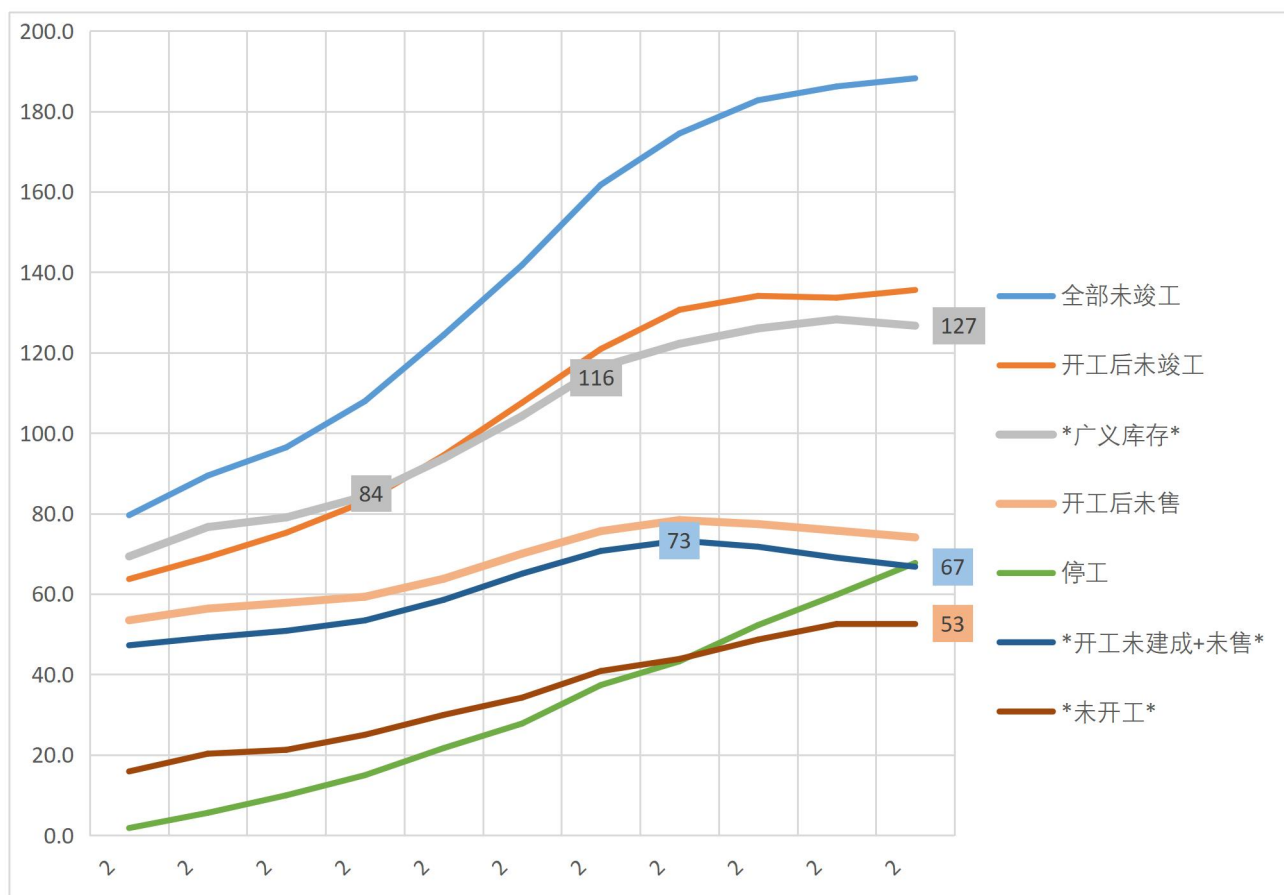
2022年以来，面对行业景气的快速下滑，中央部委及地方主管部门作出了及时有效的宏观调整，库存指标上升速度明显趋缓，2024年三大核心指标更是共迎实质性好转：

广义库存面积在2024年由升转降，年末库存规模同比下降1%。在历经了2022-2024年每年土地成交二成左右的降幅之后，行业供需关系终于迎来了首次实质上的指标逆转。

潜在库存方面，未开工面积在2024年停止增长，维持在53亿m²的规模不变。“控增量”与“保交楼”在2024年得到了有效执行，从全国层面的统计数据来看，闲置土地规模不再继续增长。

中短期库存方面，开工后未售面积持续下降，这一指标接近于业内常说的狭义库存，2024年末较2021年末下降5%。进一步扣除竣工未售面积后，在已开工的房地产项目中，2024年末的未售库存面积大约为67亿平方米，较2021年下降9%，近三年复合平均降速为3.2%。

不过需要注意的是，停工土地规模仍在持续增长，未来停复工、“保交楼”等工作仍需加快推进，而对于那些停工后成为闲置土地的项目，也应当适当收回、盘活，促进行业预期稳定。

图：2014-2024 年房地产库存相关主要指标发展趋势（亿 m^2 ）

说明：根据国家统计局数据推算，受竣工规模的统计口径影响，停工规模可能偏高

数据来源：国家统计局，CRIC 测算

3，行业库存规模匡算超 120 亿 m^2 ，全面达成稳市场目标将是长期过程，不必操之过急

首先解释一下上一节三大关键指标的匡算逻辑：

其一，广义库存：127 亿 m^2 （理论上未售出的建面总量）

匡算逻辑：历年土地累计成交建面-历年商品房累计销售面积

此算法符合一般的意义下的库存概念，包含竣工未售、施工未售以及待开发土地，未包含已售空置面积。从宏观调控角度，这一指标反映了目前行业所面临的整体库存压力。

其二，未开工面积：53 亿 m^2 （闲置土地及新出让未开工土地）

匡算逻辑：历年土地累计成交建面-历年累计新开工建面

闲置土地规模均在此内，结合近年土地出让建面和新开工规模保守估算，目前全国闲置超过三年的土地超过 30 亿 m^2 ，地方盘活闲置土地任重而道远。

其三，开工未建成且未售：67 亿 m^2 （已开工但尚未售出，部分为停工）

匡算逻辑：历年累计新开工面积-历年商品房累计销售面积-期末竣工未售

即已开工未售中的未竣工部分，此算法更多的是基于中期库存视角，目前尚有 67 亿 m^2 未售面积。相比竣工未售部分，这部分库存还面临着保交楼的压力，对照目前不到 10 亿 m^2 的行业年交易规模来看，中期库存需压降至 50 亿 m^2 左右，中期供需关系才能恢复到相对健康的水平。

图：2024 年末房地产行业各类“库存”规模匡算示意图

	施工进度视角		施工进度+库存视角	库存视角
	2000年以来 累计出让土地 建面 约380亿 m^2 (保守匡算)	累计 新开工 324亿 m^2	累计竣工188亿 m^2	
			竣工已售181亿 m^2	
			竣工未售7亿 m^2	相等
		开工后 未竣工 136亿 m^2	停工68亿 m^2 (停复工/闲置)	
		期末仍在施工 68亿 m^2	开工未建成且未售 67亿 m^2 (中期库存)	广义库存 127亿 m^2 (长期库存)
	未开工53亿 m^2 (闲置土地处置)			

说明：受竣工规模的统计口径影响，停工、已售未竣工规模可能偏高

数据来源：国家统计局

在全国商品房销售面积较峰值下降近半的时代背景之下，基于目前 70 亿 m^2 的施工面积，以及已成沉疴的大规模未开工土地，压降行业库存风险仍将是在中长期内持续面临的重大挑战。

从去化压力发展趋势来看，虽然 2021 年以来中期库存规模已经连年下滑，但是由于新房市场成交规模快速缩量，中期消化周期仍在持续快速攀升，至 2024 年末已经上升至 7 年左右，较 2021 年增长 63%。消化周期的快速攀高，极大影响了近三年的行业预期变化，投资积极性明显下降，各城市拿地企业均以央国企和地方平台为主。

若后期商品房成交能够在 10 亿 m^2 的低位维稳，且中期库存规模能够保持近几年的压降趋势，平均每年库存规模下降 3 亿 m^2 左右，中性预计经过 8 年时间调整，2032 年消化周期

可降至4年左右，与2014-2021年间的高位相若，足以稳定行业发展预期。

4、商品住宅销售规模接近阶段性底部，预计2025年下半年完成短期预期调整

进一步细分到商品住宅市场，从统计局月度同比数据来看，预计2024年新房降至7.5亿 m^2 左右，从各类测算模型结果来看，均已跌破了现阶段住宅需求规模的保守底部，近年来大量居民推迟了原有的自住购房节奏。

从增量需求逻辑，年均新房增量需求大约在8.8亿 m^2 左右

估算总量=城镇增量人口住房需求+居民住房改善需求+旧改-租赁，研究中心2023年模型

从购房能力逻辑，年均期望新房成交规模大约在8.7亿 m^2 左右

估算总量=城镇人口有能力购房需求*一手房成交占比，研究中心2024年模型

即便展望长期市场发展，当国内城镇化率达到70%，人均住房面积达到48 m^2 的较高水平之时，届时中国城镇住房存量将达到470亿 m^2 ，按80年的建筑平均寿命保守计算，每年自然更替需求即可达到7亿 m^2 左右，相对目前7.5亿 m^2 的商品住宅成交规模来看，也已经接近了行业底部。

结合2024年四季度以来市场发展趋势来看，市场已经出现了众多较为明确的企稳信号：

其一，一手房成交占比回升，“提高质量”获认可。2021年下半年以来，面对房价下行和房产税等悲观预期，部分家庭重新配置资产结构，减少房屋持有规模，“卖二不买一”，导致新房成交规模出现了“超跌”。但这些家庭规模数量终归有限，在这些家庭完成资产配置之后，随着一二手房交易链条重新恢复，再加之近年来房企提高品质带来的推动，一手房必然会重新拿回应有的市场份额。2024年下半年以来典型城市一手房成交占比迎来回升，由8月的35%提升至10月的43%。

其二，开盘去化率上行，购房者信心回升。2024年年末典型城市开盘去化率接近四成，较三季度提升了12个百分点，其中成都、长沙、无锡、郑州、上海等开盘去化率均在五成以上。得益于供给侧的积极调整，以及四代宅等产品力提升的带动，2024年四季度以来购房者信心明显回升。

其三，土拍缩量升温，投资信心回升。2024年11月，土地市场平均溢价率突破6%，创下年内新高，月内上海、北京、杭州等地均有高溢价地块拍出，上海浦东杨思宅地更是溢价率40%，突破了上海取消限价后的溢价率纪录。

再加之新房成交规模同比的止跌回正，当前的新房市场正在逐步走出低谷。若稳市场政策能够持续发力，成交规模持续趋稳，**预计2025年下半年核心城市房价有望全面趋稳止跌。**届时行业长期库存压力虽然仍在高位，但从需求面来看，市场将完成阶段性的短期调整，购房者信心也将迎来实质性的恢复。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。