



2022 年中国房地产投资分 析与预测



【财新网】（专栏作家 肖立晟 特约作者 尤众元）近期市场担忧受房地产市场拖累，中国经济形势会进一步恶化。究竟未来房地产投资会出现多大幅度下行成为投资者关注的重要问题。本文在全面地衡量房地产库存的基础上，用前瞻指标预测房地产投资增速。我们发现，当前房地产库存去化压力较小，显示购房需求仍然存在，但是土地购置快速下降即将引发明年房地产投资失速下行。我们预计房地产相关政策近期可能会有所调整，明年的房地产投资增速实际值可能会高于市场预测，房地产市场最终有望实现软着陆。

房地产库存模型显示当前中国房地产库存去化压力大概率较小。房地产库存可以细分为狭义、中义和广义库存。以现房库存衡量的狭义库存，和以可被销售但是尚未被销售的库存衡量的中义库存，都反映房地产库存接近历史低位。以累计新开工面积与累计销售面积之差衡量的广义库存存在不确定性。乐观的情况下，房地产库存仅略高于历史最高值的 50%，悲观的情况下，房地产库存接近历史最高值。

房地产开发投资完成额的预测分为土地购置费和建安投资的预测。使用土地成交价款和成交土地占地面积作为前瞻指标进行线性外推，模型预测房地产开发投资完成额在 2022 年 1 季度下降超过 20 个百分点。尽管模型预测的结果十分悲观，但是考量到近期房地产政策明显回暖，购房贷款和开发贷款都有放松迹象，同时库存数据显示购房需求仍然存在，未来房地产投资和中国经济增速存在一定程度的韧性。

一、狭义与中义房地产库存位于低位，广义房地产库存可能存在去库压力

房地产库存的定义与计算方法如下：狭义房地产库存指现房库存，用统计局公布的商品房待售面积进行衡量。待售的商品房指项目竣工后可以被用于出售，但是尚未被出售的商品房，去化周期是用待售面积除以过去 3 月销售面积的平均值得到。使用这种方法统计房地产库存简单直接，数据获取难度较低，但是该数据仅仅反映现房库存，忽略了期房库存，无法反映我国房地产市场的真实库存水平。

中义房地产库存旨在衡量当前已经被出售但是尚未被出售的房屋数量，我们使用累计可售面积进行衡量，该指标是指已经获得销售资格但是尚未成交的面积，其中既包括了竣工未售的面积，也有正在施工，但是已经取得销售资格，还未销售出去的面积。这种统计口径较现房库存更宽。该指标的一大局限是只有部分城市的房管局披露，十大城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门。其中杭州、南昌为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。因此，该数据无法完全代表全国的实际库存情况。该指标有划分一线城市与二线城市的细分数据，可以被用于观察不同城市的库存去化情况。

广义房地产库存是用累计新开工面积与累计销售面积之差进行衡量，这种口径最宽的衡量方式旨在统计所有潜在可能的房地产库存。该口径的统计意义在于该口径涵盖面最广，房屋一旦被开工，除了烂尾的情况，最

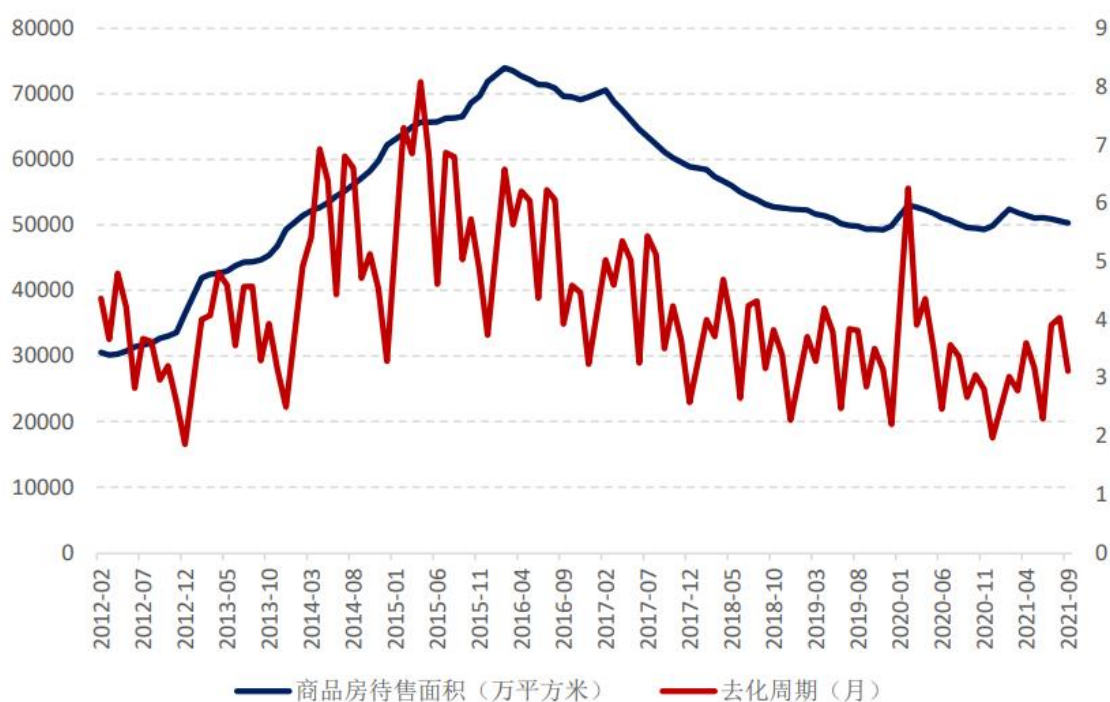
后都会被销售出去。现实中，因为新开工面积包含不可销售面积，不可销售面积包括了人防面积、非营利性社会公共事业设施等，因此，在部分研究中，累计新开工面积需要乘以某个系数，常见的取值为 0.9 或者 0.8。

我们构建的房地产库存模型显示，狭义房地产库存（现房库存）位于历史低位，商品房待售面积接近 2015 年之后的最低值，约 5 亿平方米，去化周期长度为 3 月。

中义房地产库存存销比位于历史均值附近，一二线城市总体库存存销比为 42 周，2021 年 9 月开始出现上行的趋势。细分一线城市与二线城市，一线城市库存存销比接近历史最低值，销售周期为 34 周，如果房地产政策发生边际宽松，一线城市房价会出现上涨压力。二线城市存销比较高，销售周期长达 50 周，存在去库存压力。

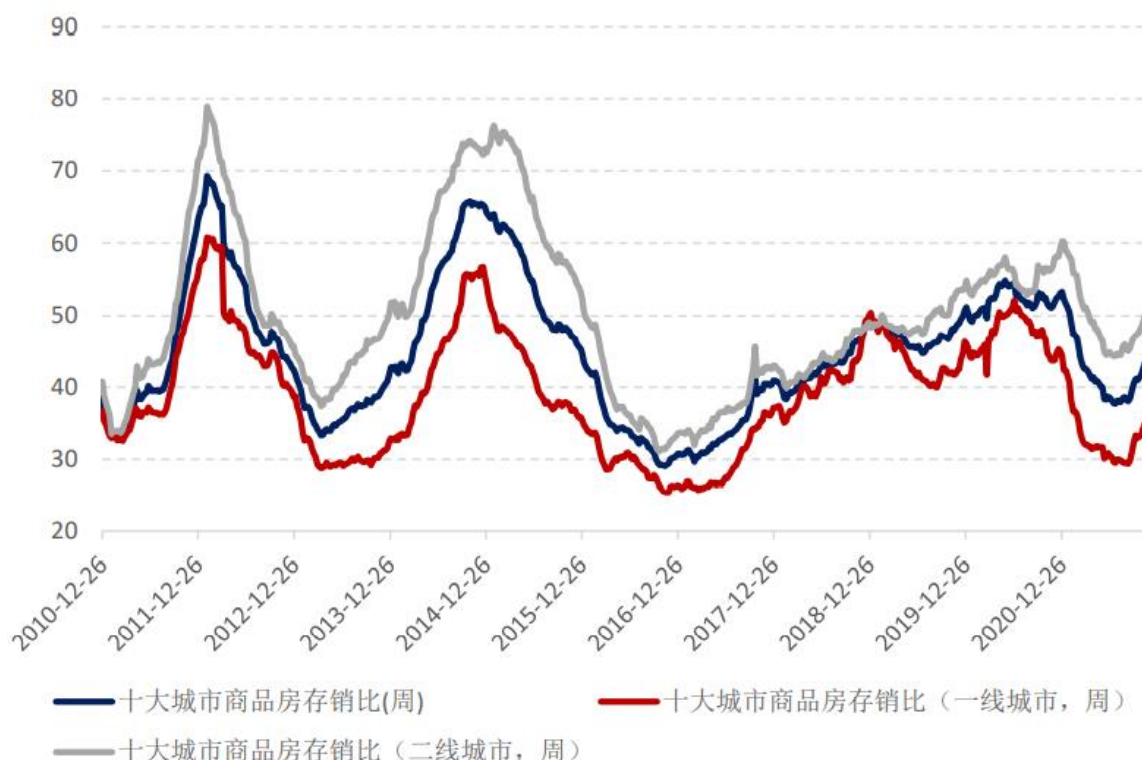
广义房地产库存存销比略低于历史最高位。如果累计新开工面积所乘系数为 1，广义房地产库存存销比长度为 37.4 月，反映待所有已开工房屋进入市场销售时，房屋供给量较多，需求不足可能导致房价的下行压力。如果累计新开工面积所乘系数为 0.9，广义房地产库存存销比长度为 22.7 月，如果累计新开工面积所乘系数为 0.8，广义房地产库存存销比长度为 8.1 月。选择不同的系数，除了存销比数值发生改变，存销比整体的走势也出现了分化：如果系数为 1，广义库存存销比接近历史最高位，反映当前去库存压力接近 2016 年；如果所乘系数为 0.8，广义库存存销比略高于 2016 极值的 50%，反映当前房地产库存压力较小。

图1 狭义房地产库存与库存去化周期



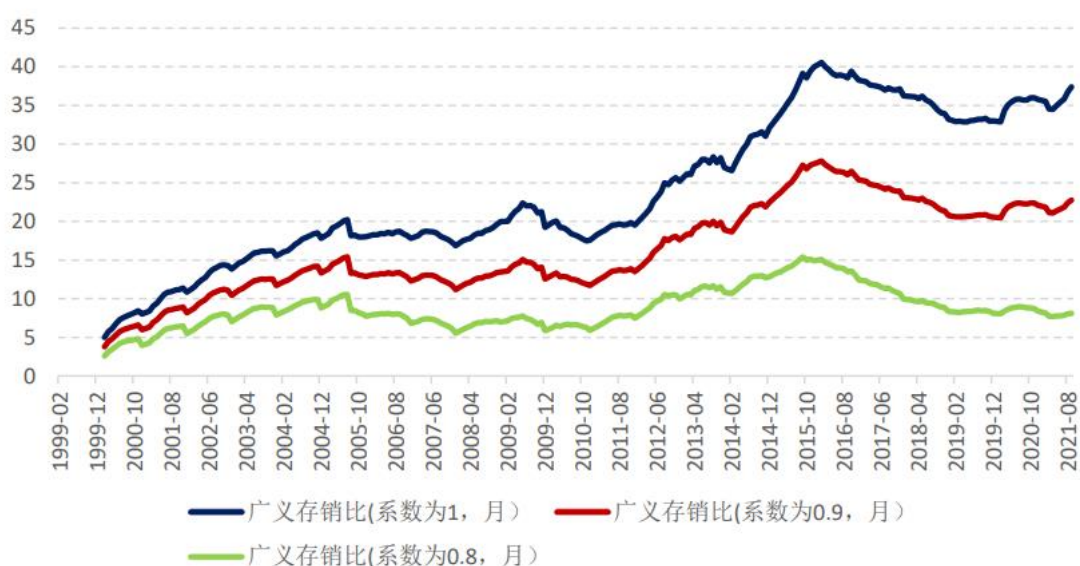
数据来源：wind、九方金融研究所。

图2 中义房地产库存去化周期



数据来源: wind、九方金融研究所。

图3 广义房地产库存去化周期



数据来源: wind、九方金融研究所。

二、2022 年一季度房地产开发投资增速即将出现较大回落

房地产投资预测分为土地购置费和建安投资的预测。我们使用土地成交价款预测土地购置费。使用这组数据的原因是土地成交价款按合同数字进行统计，土地购置费是分期计入的实际发生额，根据相关规定，土地成交价款要在一年内分期付完，因此二者的累计同比增速可能存在间隔 12 月的领先滞后关系。我们对二者进行回归分析，并用所得参数对未来的土地购置费累计同比增速进行预测。

建安投资累计同比增速与房屋新开工累计同比增速相关度较高，我们首先使用成交土地占地面积这个指标预测房屋新开工面积，前者一般领先后者 6 个月，这是因为只有拿地才能开工，并且开工与拿地之间的时间间隔一般比较稳定。然后再用房屋新开工累计同比增速的预测值预测建安投资累计同比增速。

我们构建的房地产开发投资完成额模型预测，房地产开发投资完成额累计同比增速在 2022 年一季度可能有超过 20% 的下降，并且不排除在 4 月累计同比增速下滑 30% 的可能。基于历史数据，房地产开发投资主要由

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29905

