证券研究报告
2023 年 2 月 23 日

拨开地产库存的迷雾

——中国住房库存到底是高还是低？

核心观点：

当前市场对地产库存的判断存在巨大分歧。部分投资者通过比较地产新开工与销售面积，认为目前地产库存明显下滑；但是由施工面积估算的住宅库存以及地产一线情况的反馈均显示，当前地产库存处于历史高位。我们发现市场分歧主要来源于口径的差异，三种狭义口径的地产库存指标均处于历史高位，只有包含土地储备的广义库存偏低——而这个指标意义有限。较高且主要集中于三四次城市的地产库存可能会给三四线地产价格的稳定带来较大压力，或增加今年经济复苏的不确定性。

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
执业证书编号：S0590122100031
邮箱：fangshch@glsc.com.cn

点评要点：

- **当前市场对住宅库存判断存在巨大分歧**

地产的库存水平不仅深刻影响着三四线的房价走势，也是我们判断未来房地产潜在风险与地产投资的核心变量。目前，部分投资者通过比较过去住宅新开工与销售增速，判断目前地产库存已经明显下滑。但是，不论是我们从住宅施工面积估算的库存面积，还是地产数据商监测的全国住宅可售规模，都显示当前地产的库存处于历史高位。微观反馈也显示，房企更普遍地认为，今年不太可能出现供给跟不上销售的问题。

- **对住宅库存判断的分歧来源于口径不同**

我们认为市场在讨论地产库存时使用的口径存在较大差异，但这些差异为投资者忽视。我们从四个口径来观察地产库存，按口径从小到大，这些指标依次为：仅包括已竣工待售住宅的库存、叠加施工中已经预售但未售住宅的库存、再叠加施工中尚未可销售住宅的库存，以及再叠加那些停工缓建项目的库存——包含了房企土储。使用不同的口径，得到的库存水平也处在不同的历史分位。总体而言，涉及到前三阶段的狭义口径的地产库存均处于高位，而包含土地储备的广义库存则偏低——与最近两三年地产公司把大量土地储备拿出来开发有关。

- **哪个口径更能反映住宅库存的真实压力？**

狭义地产库存能够直接影响今年的地产供给水平。我们认为狭义库存对我们判断今年地产走势，尤其是三四线的房价水平、潜在风险以及后续的地产投资更为关键。反过来，广义库存包含了大量土地储备，当大量土地储备转换为在建工程且新的土地储备补充较少时，虽然广义库存数据下降，我们认为这并不意味着短期房地产市场供给压力减少。

- **高企的地产库存意味着什么？**

地产库存的高企——特别是一系列证据显示这些库存主要集中在三四线城市——可能会给三四线地产价格的稳定带来比较大的压力，进而给地产销售与投资带来负面影响，或增加今年经济复苏的不确定性。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

相关报告

1、《经济如期重新扩张—1 月 PMI 数据以及未来经济展望》2023.01.31

2、《消费如期修复，政策仍需推出——春节数据反映的疫后复苏图景》2023.01.29

3、《寻找疫后复苏的预期差——2023 年宏观经济展望》2023.01.15

正文目录

1 引言：地产库存究竟是高是低？ 3
2 从四个口径理解地产库存 3
  2.1 被忽视的口径差异 3
  2.2 狭义口径库存均处于历史高位 4
  2.3 房企消化土储带动广义库存下滑 7
  2.4 狭义库存更反映住宅库存的真实压力 8
3 高企的“狭义库存”对地产修复意味着什么？ 9
  3.1 地产库存问题在三四线更为突出 9
  3.2 高企的地产库存影响三四线房价稳定 10
  3.3 三四线房价下行可能进一步影响地产投资 10
风险提示 12

图表目录

图表 1：住宅存货的四个不同阶段 4
图表 2：住宅待售面积 4
图表 3：100 城地产库存水平（单位：万平方米） 5
图表 4：十大城市商品房可售面积 5
图表 5：二线城市平均可售面积（单位：万平方米） 6
图表 6：三四线城市平均可售面积（单位：万平方米） 6
图表 7：中国地产企业住宅狭义库存水平（单位：万平方米） 6
图表 8：中国地产企业住宅广义库存水平 7
图表 9：100 大中城市成交住宅类用地楼面均价（MA6） 8
图表 10：住宅类土地成交面积 8
图表 11：TOP100 房企土储建面同比 8
图表 12：中国城市住房土地供应（一线，二线，以及三四线城市） 9
图表 13：中国城市库存去化周期（一线，二线，以及三四线城市） 10
图表 14：一二线和三四线城市地产销售面积占比 11
图表 15：一二线和三四线城市地产投资占比 11
图表 16：中国商品房单月销售面积和开发投资规模 11
图表 17：地方政府融资平台债券余额（2015-2022）（亿元） 12

本报告仅供[illegible]@eastmoney.com邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

1　引言：地产库存究竟是高是低？

当前市场对地产库存的判断存在巨大分歧。

部分投资者认为，目前的地产库存已经到达了历史的低位。这一结论的主要依据来源于对住宅新开工与销售增速的比较——自2020年以来住宅新开工面积增速已经连续三年明显小于住宅销售面积增速。比如2022年，住宅新开工同比增速-39.8%，弱于住宅销售的同比增速（-26.8%）。因此如果以累计新开工减去累计销售计算，可以看到地产库存似乎正持续下滑。

但实际上，不论是我们从住宅施工面积估算的库存面积，还是克而瑞、中指研究院等监测的全国住宅可售规模，都显示当前地产的库存处于历史高位。其中，我们估算的住宅库存面积已经逼近2015年的高位水平。微观反馈也显示，房企更普遍地认为，今年不太可能出现供给跟不上销售的问题。

地产的库存水平不仅深刻影响着三四线的房价走势，也是我们判断未来房地产潜在风险与地产投资力度的核心变量。那么当前的地产库存究竟是高是低，市场的分歧又是由何而来？当前的地产库存水平对今年地产修复又意味着什么？本文通过拆解不同层次的地产库存，尝试回答以上问题。

本报告仅供 yb.jlson@eastmoney.com 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

2　从四个口径理解地产库存

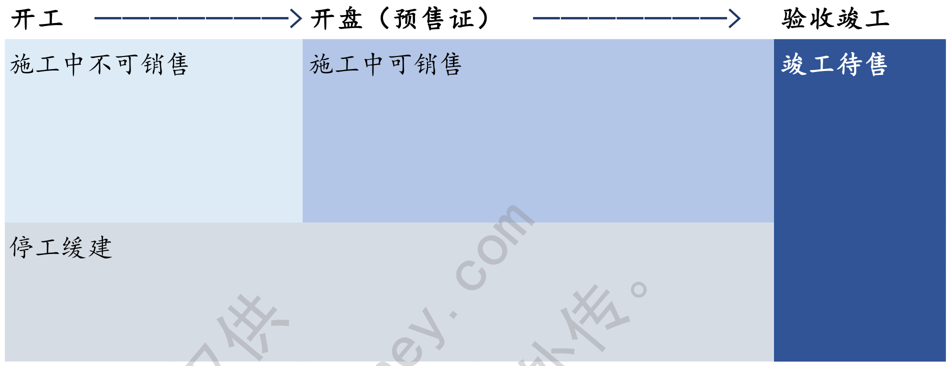
对住宅库存判断的分歧来源于口径的不同。我们从四个口径观察地产库存，按口径从小到大依次为：仅包括已竣工待售住宅的库存、叠加施工中已经预售但未售住宅的库存、再叠加施工中尚未可销售住宅的库存，以及再叠加那些停工缓建项目的库存——包含了房企土储。其中，涉及到前三阶段的狭义口径的地产库存均处于高位，而包含土地储备的广义库存由于近两年房企优先消化土储则处于偏低水平。考虑到狭义库存能够直接影响今年的地产供给水平，我们认为这对判断今年地产走势，尤其是三四线的房价水平、潜在风险以及后续的地产投资更为关键。

2.1 被忽视的口径差异

当我们在谈论地产库存时，我们在谈论什么？

市场在讨论地产库存时使用的口径存在较大差异，但这些差异为投资者忽视。从数据的可得性与施工进程来看，地产库存可以从四个不同大小的口径来观察。相关指标的口径从小到大，分别涵盖一到四个住宅库存的不同阶段：已竣工待售、施工中可售、施工中尚未可销售的住宅，以及停工缓建的项目——由于住房主管部门对于一年以上不开工的项目可以进行处罚甚至收回土地，地产公司的土地储备理论上也是先开工然后缓建的，所以这一部分也包含了地产公司的土储。由不同口径评估，得到的库存水平也处在不同的历史分位。

图表 1：住宅存货的四个不同阶段

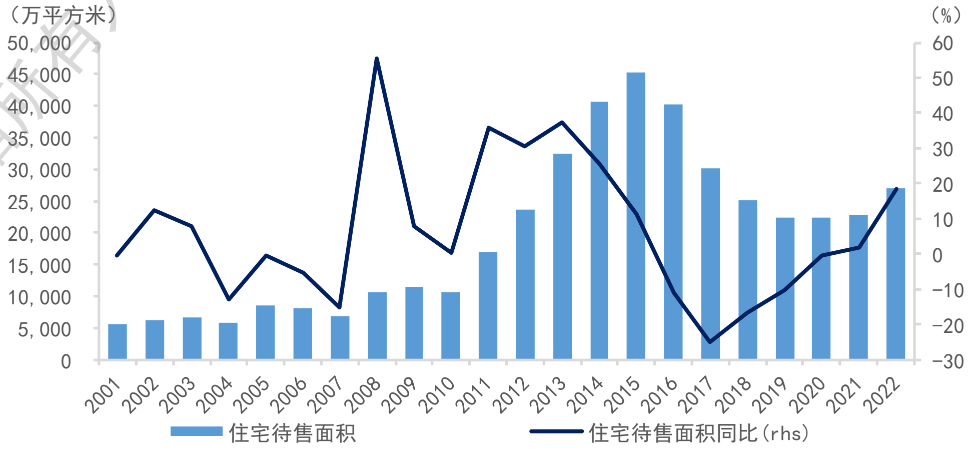


来源：国联证券研究所

2.2 狭义口径库存均处于历史高位

首先，从最狭义的地产库存口径来看，已经竣工但尚未出售的住宅面积在 2022 年有明显的上升。根据统计局数据，截至 2022 年底，我国商品住宅待售面积约为 2.7 亿平方米，明显高于 2019-2021 年平均 2.2 亿平方米。

图表 2：住宅待售面积

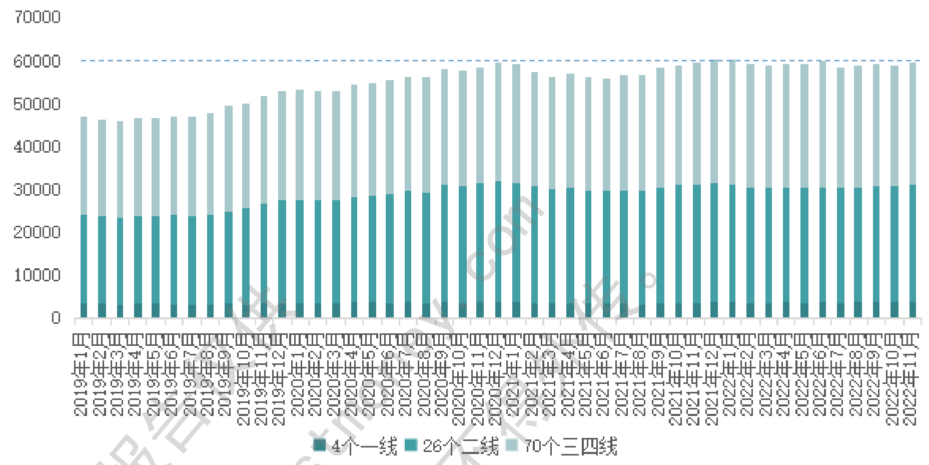


来源：Wind，国联证券研究所

其次，观察略大一些口径的住宅库存，即包含了所有的可售部分——无论是已经竣工的，还是尚未竣工但已获得出售许可——的住宅面积。

目前来看，CRIC 统计的 100 城可售住宅面积——可以很大程度代表全国范围的情况——已经达到近四年来的高位。

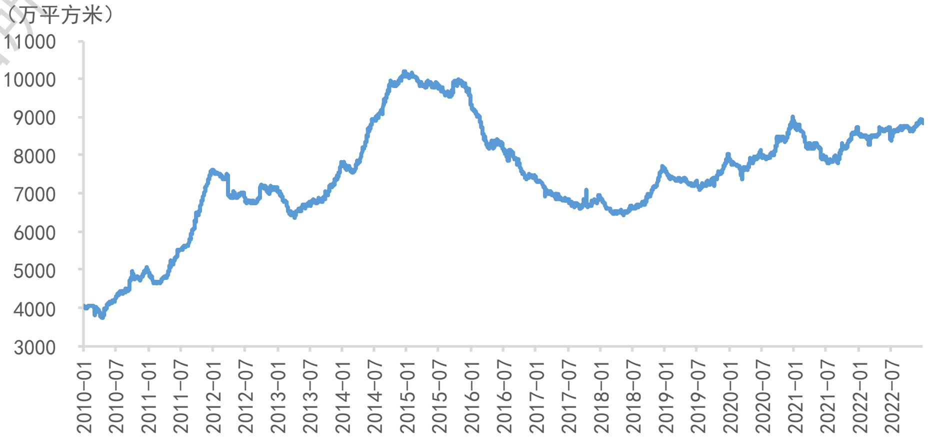
图表 3：100 城地产库存水平（单位：万平方米）



来源：中国房地产业协会，CRIC，国联证券研究所

具体分不同能级的城市来看，包含一二线核心城市的十大城市库存在 2022 年达到了 2015 年以后的高位；二线城市的平均可售库存水平也在 2022 年达到了 2015 年后的历史新高；三四线城市的平均可售住宅库存也在 2018 年以后持续上行，在 2022 年底达到了 2016 年以后的新高。

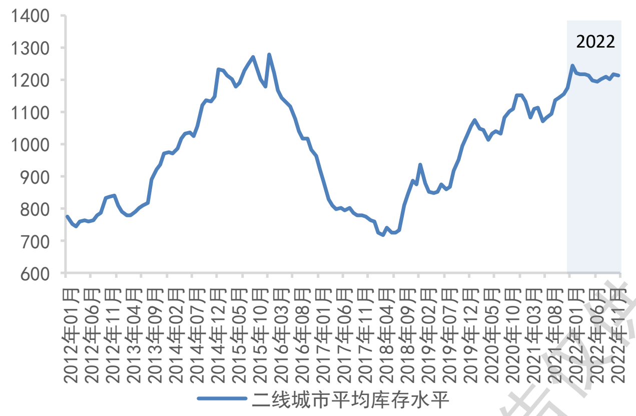
图表 4：十大城市商品房可售面积



来源：Wind，国联证券研究所

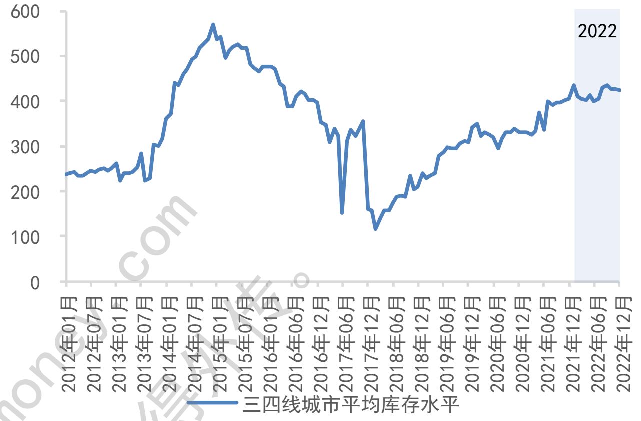
本报告仅供 jbjieshou@eastmoney.com 邮箱所有人使用，未经许可，不得转作。

图表 5：二线城市平均可售面积（单位：万平方米）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：三四线城市平均可售面积（单位：万平方米）



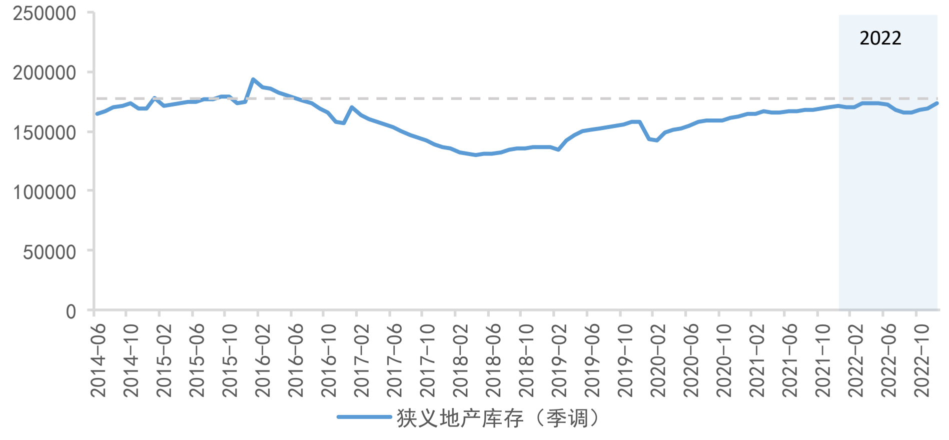
来源：Wind，国联证券研究所

本报告仅供
wbjioshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

第三，如果进一步考虑口径更大的住宅库存（下面简称为“狭义库存”）——既考虑所有可售的部分，也考虑正在施工但尚未拿到预售证的住宅——地产库存依然处于高位。

具体而言，我们用住宅在建面积*0.85[1]−过去 2.5 年[2]期房销售估算期房库存，再加上现房库存，就可得到所有可售和即将可售的住宅库存。其中，住宅在建面积由施工面积−竣工面积算出，考虑到竣工面积在实际操作中存在一定的低估，比如由于数据填报人员的离职调动，就可能存在部分竣工数据的漏报，我们以一定比例（10%）上调了竣工面积。最终结果显示，已经可售与即将预售的地产库存也处于高位，甚至已经逼近 2015 的高位水平。

图表 7：中国地产企业住宅狭义库存水平（单位：万平方米）



来源：Wind，国联证券研究所

---

[1] 0.85 的系数主要是考虑了人防工程、居委会、车库等公共设施的面积。

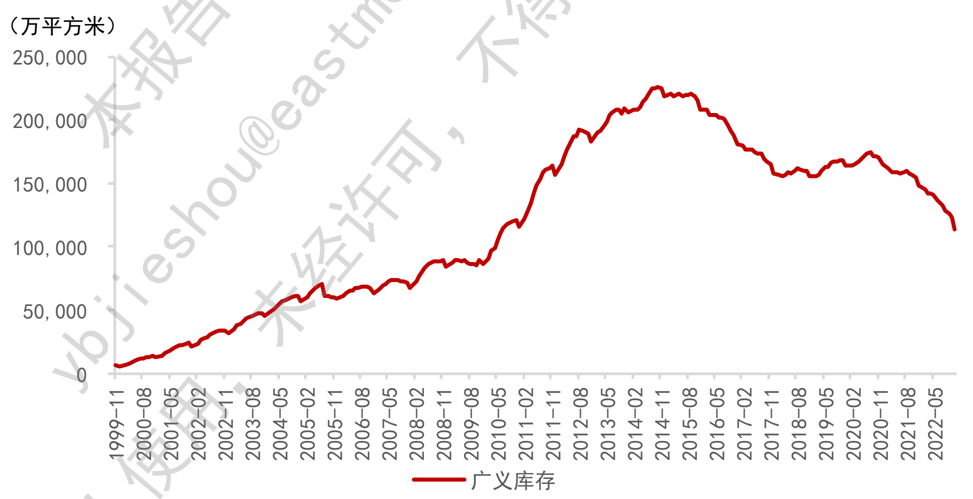
[2] 从公司公告来看，近几年，主流房企竣工周期平均在 2.5 年左右。

2.3 房企消化土储带动广义库存下滑

既然前三种口径的地产库存都处于历史高位，市场中认为库存已抵达历史低位的分歧又是如何而来的呢？

还有一种市场常见且范围更大的地产库存统计口径，通常被称作“广义库存”。广义库存的计算方法为累计新开工*可售比-累计住宅销售。这一口径计算的地产库存在 2020 年后的确出现了明显的下行。

图表 8：中国地产企业住宅广义库存水平



来源：Wind，国联证券研究所

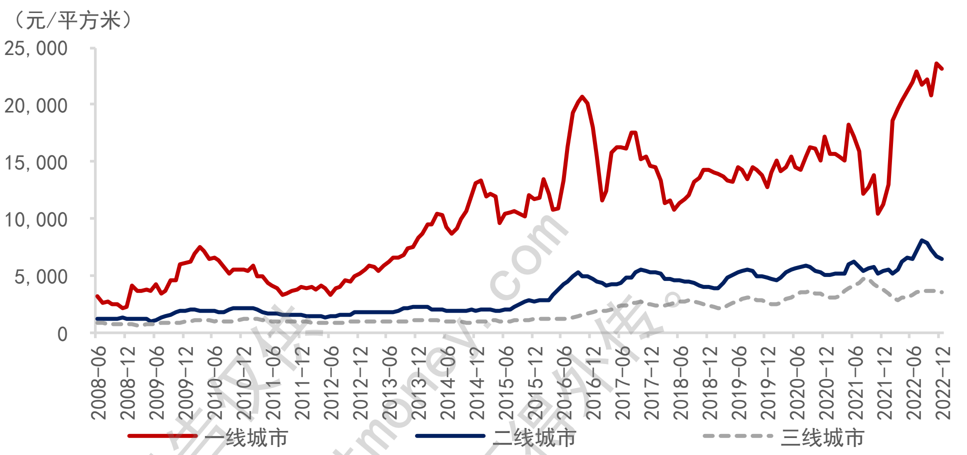
但是实际上，仔细考虑这一口径的内涵，其中包含了所有曾经开过工的住宅面积，即竣工待售+施工可售+施工中但未可售+停工缓建。也就是说，相较我们估算的第三种口径，这里还将停工缓建的部分计入了库存。

所谓的“停工缓建”面积，其中有不小的比例是实质上的土地储备。

在此前地产繁荣发展的数十年间，房企对地价的持续上涨有强烈预期，“囤地”行为屡禁难止。尽管自然资源部在 1999 年就发布了《闲置土地处置办法》，规定对闲置满 1 年的土地，可以征收最高为出让金 20%的土地闲置费，闲置满 2 年的，可以无偿收回土地使用权，并在后续《国务院关于促进节约集约用地的通知》、《城市房地产管理法》中多次强调。国土资源部还在 2010 年开展过一次全国范围的地产用地专项整治活动，重点整治“囤地炒地”行为。

但实际操作中，只要地基施工完成 1/3 或者投资额超过 1/4，就可被认定为动工开发，所以开发商仅需完成部分地基，或者分多期开发并完成第一期，就可以规避处罚的风险。而在统计局统计新开工时，只要在当年开始破土刨槽施工的房屋，全部建筑面积即计入新开工面积。这意味着，新开工面积中，可能包含了大量仅经过地基处理的土地。

图表 9：100 大中城市成交住宅类用地楼面均价（MA6）

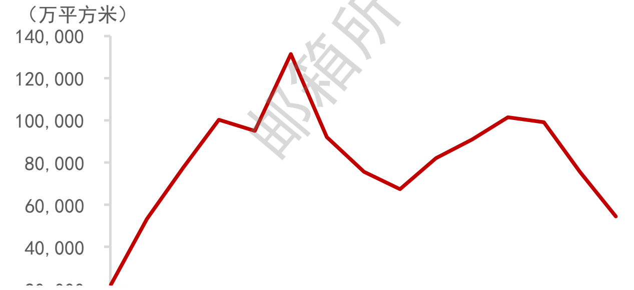


来源：Wind，国联证券研究所

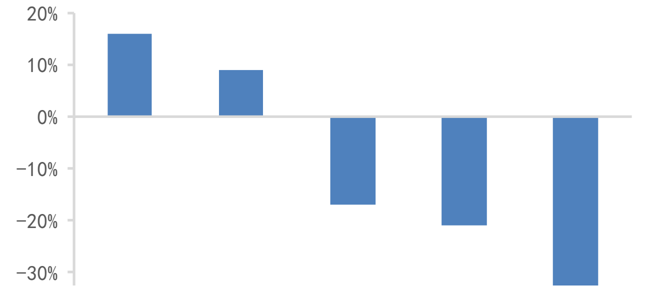
所以在考虑停工缓建的部分后，住宅库存的历史分位水平反而有所下滑，可能是与地产公司在融资压力上升、房价长期上涨预期弱化的背景下，优先消化已有的土地储备有关。

这也与 2021 年以来住宅类土地成交面积、房企土储建面的持续下降相符合。

图表 10：住宅类土地成交面积



图表 11：TOP100 房企土储建面同比



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_52369