

2022年中国楼市经历了全国性深度调整，危机之下酝酿变局。评估当下不同能级、不同区块城市真实库存水平，我们发现中国房地产大分化的时代已经到来。

本文选取40+城市样本，用动态库销比评判不同能级城市真实库存，描绘当下中国地产库存现状，以此探讨未来中国房地产市场发展新模式以及区域经济发展新路径。

## ➤ 2022不同城市地产库存状况截然不同。

一线城市（包含新一线城市），多数重点城市库存去化周期接近甚至不足6个月，说明一线城市地产有效库存偏薄。普通二线城市2022年调整后的库存去化周期在12-18个月，整体住宅库存压力可控。强二线（如厦门、沈阳、温州）库存比在12个月左右，弱二线（如南宁、长春、福州）库销比超过18个月。三四级城市整体面临着更长的去化周期，多数城市库存去化周期超过18个月，说明库存压力中短期难以缓解。

不同城市库存分化并非新鲜事，只是当下库存差距如此之大，令人深思。

## ➤ 地产库存大分化背后，真相是地区间的资源配置及经济发展迎来大分化。

根据我们测算，当前地产库存去化压力较大地区，主要是排序靠后60%的城市地区。和库存压力较大城市截然相反，分布在东部沿海经济带的城市，住房库存整体偏薄。

有意思的是，这些库存偏薄的沿海城市，已经不拘泥于直辖市或者省会城市，甚至归属为三四线的县级城市，当下同样面临较低的去化周期。

首先需要承认的是，人口和资金涌向发达地区是经济发展的一般规律。地产大分化的本质是经济资源分配再集中，城市发展路径大分化。

中国城市化未来方向是都市圈、城市圈、城市群、中心城市扩容。这种人口迁移大趋势下，即便总人口增速放慢，核心城市依然享有源源不断的人口流入。

与人口同步流向的还有资金。以2022年为例，居民部门持有存款增速攀至近十年新高，拆分结构来看，巨量居民存款同样向东部沿海发达省市倾斜。

一个看似偶然的扰动是近年地产企业拿地和新开工走弱，发达地区城市库存压力加大。

疫情扰动之下，房企拿地投资意愿骤降，全国地产拿地和新开工节奏放缓。疫情过后，尘埃落地，高能级城市偏薄的地产库存压力开始显露。

必然规律遇上偶然的地产供给端扰动，十年罕见高库存加上十年罕见高存款。重点城市圈房价上涨潜能不言而喻。

## ➤ 地产大分化另一面是城市发展路径大变革，政策调控和资产定价无法绕开这一点。

地产大分化时代之下，本轮地产修复或将伴随着资产定价修复梯度（按节奏排序）：（重点城市圈房价，股票资产）>地产竣工>地产开工>大宗商品。

地产调控政策面临更大挑战。面对较低库存，年内或许较难看到高能级城市有进一步刺激政策放开，而低能级城市则需要更有智慧的优化政策。

本轮地产周期大概率有别于以往。涉及60%左右销售面积的低能级城市，它们的地产库存去化周期仍远高于临界值。这意味着从销售企稳到新一轮地产投资启动，需要更长传导的传导时间。新开工和投资数据寡淡，或将继续压制相关大宗商品价格走势。

看好2023年两类资产表现。地产价格企稳对宏观交易定价意义非凡，地产企稳，资产负债表修复，经济才能迎来真正意义上的复苏。

总之，当下我们看好国内两类资产表现，股票市场以及，重点城市圈住房消费。

**风险提示：**地产销售超预期，房企融资限制超预期松绑。



### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 研究助理 陈怡

执业证书：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

### 相关研究

- 1.流动性跟踪周报：谁是国债多头？-2023/04/15
- 2.2023年3月出口数据点评：“不按常理出牌”的3月出口-2023/04/14
- 3.2023年3月物价和金融数据点评：矛盾的社融和通胀，到底谁“错”了？-2023/04/12
- 4.2023年4月银行下调存款利率点评：再议降息可能性-2023/04/12
- 5.宏观调研系列之二：中国产业转移的三点现实-2023/04/10

# 目录

引言: .....	3
1 城市层面地产库存指标构建及调整思路 .....	4
2 一线城市住宅库存普遍偏薄 .....	7
3 二线城市住宅库存压力可控 .....	10
4 三四线城市除沿海经济带之外普遍面临高库存.....	12
5 库存分化角度评估 2023 年中国地产走向.....	14
6 风险提示 .....	17
插图目录 .....	18

## 引言:

2022 年中国楼市经历了全国普遍性深度调整，供需两个维度指标均出现大幅收缩。我们之前研究测算显示，中国地产库存对销售面积的变化最为敏感，2022 年地产静态库存之所以升至历史较高水平，最重要的原因在于 2022 年地产销售下滑过快。

总量高库存掩盖着一个更为复杂的现实，不同城市之间的地产库存情况差异极大。我们选取 40+ 城市样本，从动态库销比维度评判不同能级城市目前面临的真实库存压力，以期勾勒出中国地产库存分化的现实状况。

充分认识当前中国地产库存现实，才能理解本轮地产复苏路径，为我们把脉未来房地产政策取向提供了新的观察视角。

## 1 城市层面地产库存指标构建及调整思路

我们一共选取了 40+城市数据，涵盖一线、二线以及三四线城市，尝试对不同能级城市的真实库存去化压力进行评估。

**本文观察城市层面的地产库存，主要在可售面积指标上进行修整。**

可售面积反映已批准预售（已拿到预售证）但尚未销售出去期房，同时包含现房库存。我国房地产期房+现房相结合的销售模式决定了可售面积，这一指标能较为准确反映当期地产库存。

**考虑到不同城市之间存在差异，相较于静态库存（可售面积），动态库销比能更为恰当的反映市库存的真实压力。**

动态库销比等于可售面积除以当期住宅销售面积，意味以当前的销量，该城市需要多久才能消化现有库存。

**我们将 12 个月的去化周期作为城市中低住房库存的分界线，18 个月的去化周期作为城市中高住房库存的分界线。**

合理的房地产库存范围尚未严格界定，参考 2019 年自然资源部住宅用地“五类”调控目标的标准，我们尝试对合理的库存去化周期分成三大类。

消化周期低于 12 个月的，需要增加供地，属于库存较少的城市，

消化周期在 12-18 月的，无需对供地进行过多调控。则属于中性库存的城市

消化周期高于 18 个月的，应该减少供地，属于库存较高城市。

值得注意的是，消化周期低于 6 个月和高于 36 个月分别对应极低和极高的住房库存区间，在评估城市层面库存压力也需要对这两个区间保持关注。

**图1：商品房去化周期界定**

"五类"调控目标	住宅供地调控管理	商品住房消化周期	城市住房库存状态
第一类	显著增加供地	<6 个月	低库存
第二类	增加供地	6-12 个月	
第三类	持平供地	12-18 个月	中性库存
第四类	减少供地	18-36 个月	高库存
第五类	停止供地	>36 个月	

资料来源：自然资源部，民生证券研究院整理

本轮地产式微，部分原因来自行业违约风险增大之后，居民对期房的谨慎情绪加重。这客观上导致了 2022 年销售下坡速度异常之快，同比增速约-24%，为历史最低。

延续我们对总量销售面积增速的调整思路，结合不同能级城市的具体需求情况，进一步重新调整 2022 年各细分城市地产销售，再来观察 2022 年城市层面的隐含去化周期。

一线、新一线及二线城市住宅销售同比增速会经过如下调整：

**情形一**，该城市住宅销售速度锚定上一轮地产高库存时期（2014年-2017年）的年均销售同比增速。

**情形二**，该城市住宅销售速度锚定疫情阶段（2020年-2022年）的年均销售同比增速。

**情形三**，该城市住宅销售速度锚定上一轮地产低库存时期（2018年-2019年）的年均销售同比增速。

考虑到三四线城市的库存周期和全国库存周期拟合度较高，我们沿用全国层面的销售增速对三四线城市销售增速进行调适。

假设三四线城市 2022 年销售面积同比增速为-20%、-10%和 6%，分别对应全国在上一轮库存高点、疫情阶段和上一轮库存低点的销售增速。

**图2：中指城市数据样本按城市能级分类**

城市能级	城市名称
一线	北京、上海、深圳、广州
新一线	合肥、苏州、南京、武汉、成都、西安、长沙、宁波、重庆、天津、青岛、郑州
二线	厦门、沈阳、温州、福州、长春、南宁
三四线	宜兴、珠海、铜陵、三明、泰安、中山、泉州、镇江、昆山、太仓、莆田、泰州、芜湖、张家港、常熟、池州、丽水、黄石、六安

资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院

图3：城市层面三种情况下的住房销售同比增速调整

城市能级	城市名称	2022年住房实际同比 销售增速	经情况1调整后 销售同比增速	经情况2调整后 销售同比增速	经情况3调整后 销售同比增速
一线城市（包含 新一线）	上海	-0.21	-0.03	0.01	0.04
	合肥	-0.41	-0.15	-0.04	0.00
	苏州	-0.11	-0.03	0.05	0.07
	南京	-0.39	0.00	0.02	0.07
	西安	-0.20	0.05	-0.15	0.00
	深圳	-0.29	-0.05	0.00	0.20
	成都	-0.15	0.30	0.00	-0.13
	长沙	-0.49	0.06	-0.16	0.08
	重庆	-0.67	0.19	-0.03	-0.29
	宁波	-0.49	0.21	-0.22	0.40
	武汉	-0.43	0.10	-0.14	0.08
	青岛	-0.14	0.14	-0.03	-0.08
	广州	-0.38	0.08	-0.01	-0.03
	北京	-0.25	-0.15	0.05	0.18
	天津	-0.36	0.10	-0.13	0.06
	郑州	-0.42	0.10	-0.04	-0.13
二线城市	温州	-0.36	0.26	-0.07	0.17
	南宁	-0.34	0.00	-0.25	0.23
	厦门	-0.47	-0.25	0.21	0.18
	沈阳	-0.43	0.08	-0.23	0.03
	长春	-0.35	0.02	-0.23	0.08
	福州	-0.42	-0.05	-0.08	0.36
	昆山	-0.12	—	-0.10	0.06
	太仓	-0.34	-0.20	-0.10	0.06
	黄石	-0.37	-0.20	-0.10	0.06
	镇江	-0.26	-0.20	-0.10	0.06
三四线城市	常熟	-0.32	-0.20	-0.10	0.06
	莆田	-0.53	-0.20	-0.10	0.06
	芜湖	-0.67	-0.20	-0.10	0.06
	中山	-0.21	-0.20	-0.10	0.06
	泉州	-0.57	-0.20	-0.10	0.06
	张家港	-0.40	-0.20	-0.10	0.06
	池州	-0.53	-0.20	-0.10	0.06
	丽水	-0.17	—	-0.10	0.06
	泰安	-0.33	-0.20	-0.10	0.06
	泰州	-0.66	-0.20	-0.10	0.06
	六安	-0.51	-0.20	-0.10	0.06
	珠海	-0.61	-0.20	-0.10	0.06
	三明	-0.74	-0.20	-0.10	0.06
	宜兴	-0.72	-0.20	-0.10	0.06
铜陵	-0.58	-0.20	-0.10	0.06	

资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院

## 2 一线城市住宅库存普遍偏薄

**一线城市（包含新一线城市）直观住宅库存普遍偏薄，经调整销售同比增速后，多数重点城市库存去化周期接近甚至不足 6 个月。**

**一线城市中：**上海和深圳去化周期小于 12 个月，住宅库存处于低库存区间；北京和广州库存去化周期则需 18 个月以上，库存压力相对较大。

在适度调整销售降速后，上海和深圳的去化周期均小于 6 个月，而北京和广州库存去化时间也分别缩短至 18 个月以内的中性库存和低库存区间。

**新一线城市：**控制 2022 年需求降温过快因素影响后，去化周期多数低于 12 个月，库存相对偏薄。

**进一步剖析城市层面数据，我们可以捕捉到新一线城市地产修复的梯次：**

**第一梯队：苏州和合肥。**即使经历 2022 年需求端的意外冲击，苏州与合肥库销比依旧呈现下降趋势。预示着一旦接下来住宅销售增速修复，房价上行速度将明显提速。

**第二梯队：南京、成都、武汉、西安、长沙、宁波、重庆。**这类城市经调整后住宅库销比小于 12 个月，有效库存偏寡，库存去化有望加速。

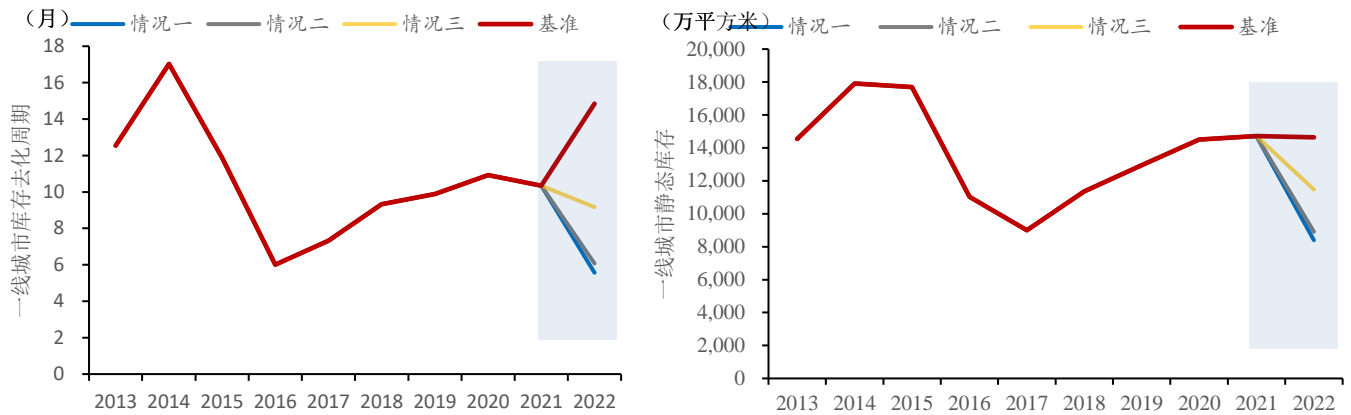
**第三梯队：青岛和天津。**调整后的库存去化周期大于 12 个月，但小于 18 个月，库存压力可控，而且这类城市在新一线城市中所占比重较低。

**第四梯队：郑州。**处于漩涡中心的郑州楼市复苏之路会很漫长。按现有住宅消费情况来计算，在不考虑住宅供应增量的前提下，消耗现有库存至少需要 53 个月。

**剔除掉郑州这个极特殊的城市样本，我们可以看到一线城市在调整销售降速后的库存去化周期都在 12 个月以下。**

这一方面说明高线城市的房地产供需相对紧平衡，另一方面也指向部分地区地产库存的安全垫实质上是偏薄的，尤其是调整后库存去化周期低于 6 个月的重点城市。

图4：控制 2022 年需求降温过快因素影响后，一线城市库存相对偏薄



资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

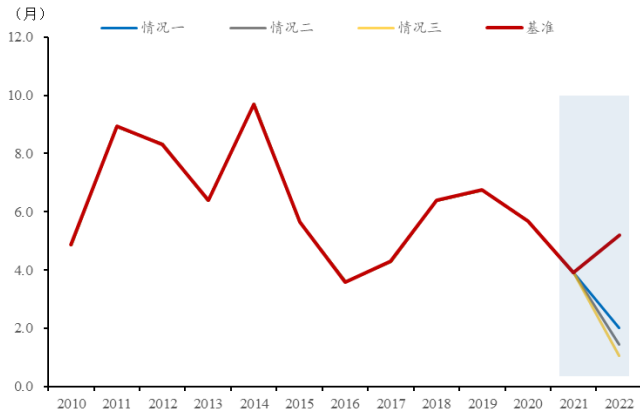
图5：一线城市库存去化周期（单位：月）

城市能级	城市名称	基准库销比	经情况 1 调整后的	经情况 2 调整后的	经情况 3 调整后的
			库销比	库销比	库销比
一线	上海	5.2	2.0	1.5	1.1
	合肥	5.7	0.3	-1.1	-1.5
	苏州	8.8	7.0	5.6	5.2
	南京	11.8	2.5	2.2	1.5
	西安	12.0	6.2	10.4	7.1
	深圳	12.4	6.1	5.3	2.3
	成都	13.4	4.5	9.4	12.6
	长沙	14.9	0.8	4.2	0.6
	重庆	14.9	-4.4	-2.7	0.7
	宁波	15.0	-0.6	5.8	-2.1
	武汉	16.4	2.8	7.0	3.1
	青岛	17.8	10.4	14.3	15.8
	广州	19.3	6.0	7.7	8.1
	北京	20.1	16.3	10.9	8.4
	天津	30.0	18.0	19.0	13.5
	郑州	52.7	22.0	27.0	31.0

资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

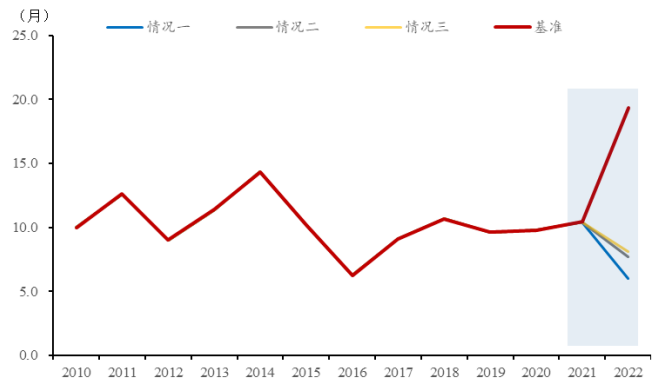


**图6：上海的住宅去化周期低于6个月**



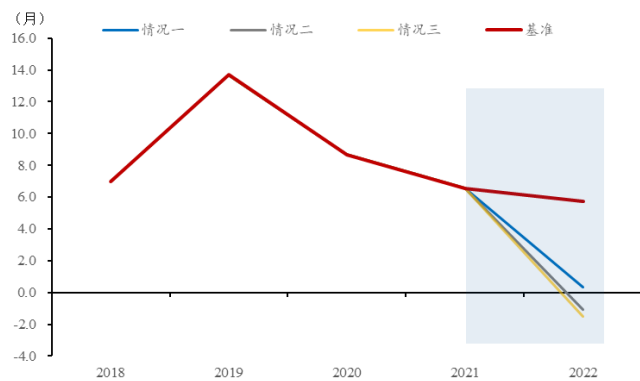
资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

**图7：广州住宅去化周期经调整后回落至低库存区间**



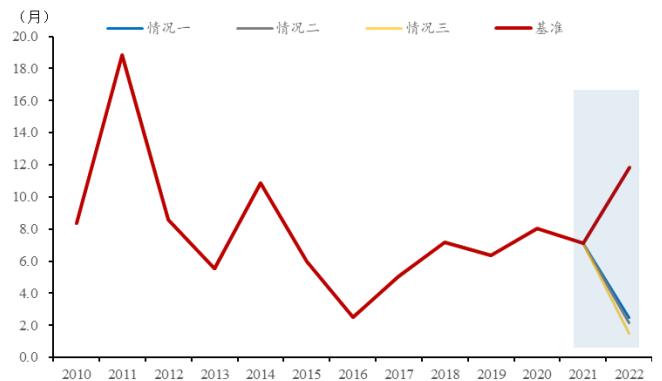
资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

**图8：合肥住宅库销比持续走低**



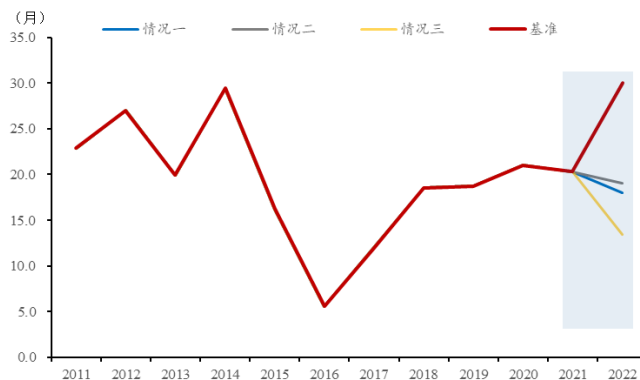
资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

**图9：南京有效库存偏寡**



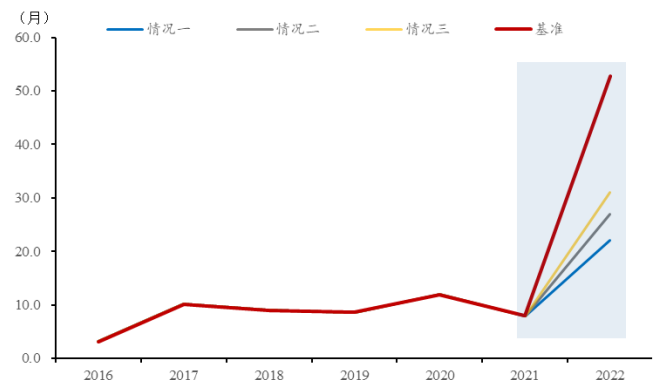
资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

**图10：天津库存去化有望加速**



资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

**图11：郑州处在漩涡中心，复苏需要更长时间**



资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

### 3 二线城市住宅库存压力可控

普通二线城市 2022 年调整后的库存去化周期在 12-18 个月的中性库存区间，整体住宅库存压力可控。

样本数据显示，普通二线城市的库存去化周期在 2022 年之前介于 12 个月到 18 个月之间，虽然较更高能级城市更长，但 2022 年的可售面积直观数据较 2021 年边际走低，库存面积下行背后反映的是住宅供应退出的进度在加快。

从库存去化周期来看，二线城市之间亦有强弱之分。针对可获得的数据样本，可大致归为强二线和弱二线两大类城市板块。

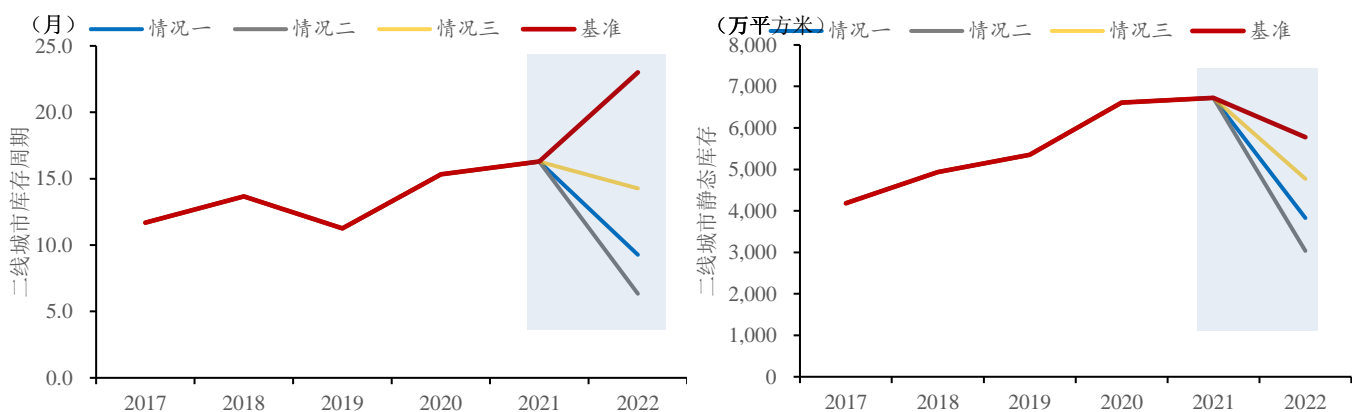
**强二线城市的楼市，如厦门、沈阳、温州，2022 年经调整后的库存去化周期均较前期高点回落至 12 个月左右。**

温州在 2022 年的库存去化周期为 15.8 个月，处于中性库存区间；尽管厦门和沈阳在 2022 年的库存去化周期略高于 18 个月，处于高库存区间，但经销售下滑速率调整后，库存去化周期明显回落，跌至中性库存区间。

**弱二线城市的楼市，如南宁、长春、福州，2022 年经调整后的去化周期回落至 18 个月以下。**

从 2019 年起，南宁、长春、福州的库存去化周期一直上升，而这在一定程度上也抑制了过去几年供应方面的增量，因此我们在适当调整销售下滑的速率后，隐含的去库周期基本都低于 18 个月的临界值，这意味着弱二线城市库存压力同样相对可控。

图12：二线城市库存去化周期陡升但静态库存走低，供应退出的进度在加快



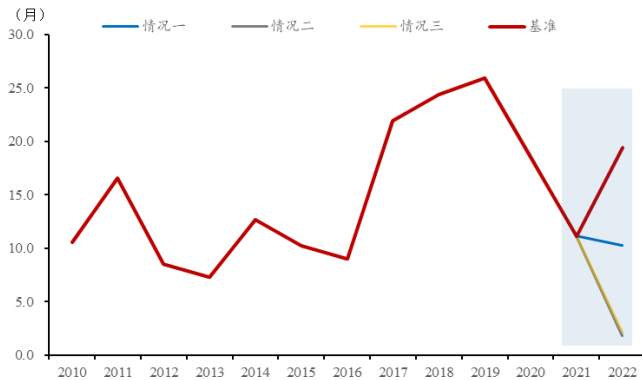
资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

图13：二线城市库存去化周期（单位：月）

城市能级	城市名称	基准库销比	经情况 1 调整后的	经情况 2 调整后的	经情况 3 调整后的
			库销比	库销比	库销比
二线	温州	15.8	2.2	7.2	3.3
	南宁	19.0	8.4	15.1	4.6
	厦门	19.5	12.9	6.5	3.7
	沈阳	23.1	6.5	14.0	7.4
	长春	26.8	12.8	20.9	11.4
	福州	33.4	15.7	16.6	7.3

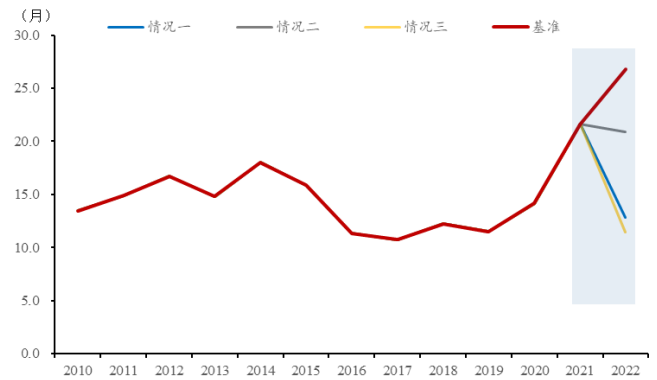
资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

图14：厦门住宅库存压力有限



资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

图15：长春住宅库存去化周期经调整小于 18 个月



资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

## 4 三四线城市除沿海经济带之外普遍面临高库存

**三四线城市整体面临着更长的去化周期，多数城市库存去化周期经调整后仍超出 18 个月的临界值，库存压力中短期难以缓释。**

低能级城市较高线城市面临更长的库存去化周期，这不仅和 2022 年地产销售的过度下滑相关，也是前几轮地产扩张周期供应过量的历史遗留问题。但考虑到城市群战略的推进以及经济带对沿线城市的辐射，分析低能级城市的库存周期我们仍可以大致分为普通三四线城市以及沿经济带城市两大板块。

### **普通三四线城市住宅去化周期长经调整仍超出 18 个月的临界值。**

以宜兴、三明等为代表的弱三四线城市在 2022 年的住宅去化周期为疫情以来最高，尽管将销售下滑降速调整到上一轮库存周期高点时期的销售降幅，多数弱三四线城市的库存去化周期仍然超出临界值（18 个月），表明这类城市面临的库存压力在中短期难以缓释。

部分城市经调整后的库存去化周期依旧大于 36 个月，如铜陵市，即使乐观假设 2022 年销售同比增长 6%，调整后的库存去化周期仍为 55.4 个月。去化周期过长，意味着需要减少或停止土地供应，以此应对地产高库存压力。

### **经济带沿线地区的住宅销售或将呈现结构性亮点。**

以昆山、太仓等城市为代表的强三四线城市住宅库存去化周期小于 18 个月，库存压力小于部分弱二线城市。昆山市的库存去化周期近几年一直呈下降趋势，甚至与新一线城市库存去化周期接近，这类城市在今明两年走势或更有亮点。

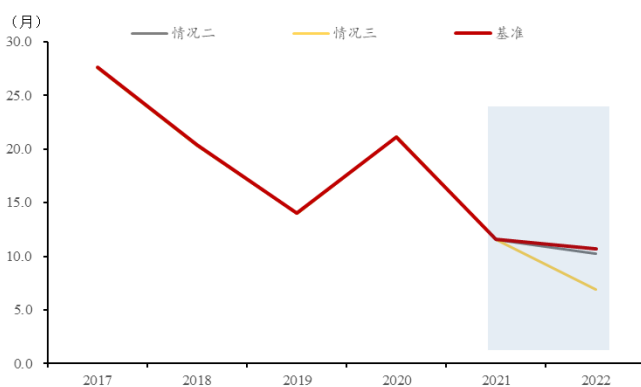
部分城市，如芜湖、黄石、莆田和泰州，经调整后的库存去化周期小于 18 个月，这类城市一旦住宅消费复苏，真实的库存压力并不大。

图16: 三四线城市库存去化周期 (单位: 月)

城市能级	城市名称	基准库销比	经情况 1 调整后的	经情况 2 调整后的	经情况 3 调整后的
			库销比	库销比	库销比
三四线	昆山	10.7	—	10.3	6.9
	太仓	16.3	11.2	8.6	5.5
	黄石	28.4	20.1	16.5	12.2
	镇江	30.9	27.7	23.3	18.0
	常熟	34.4	27.2	22.8	17.6
	莆田	34.6	15.4	12.3	8.7
	芜湖	40.4	9.9	7.5	4.5
	中山	43.0	42.2	36.2	28.9
	泉州	43.8	18.2	14.9	10.8
	张家港	44.1	29.9	25.3	19.6
	池州	48.4	23.4	19.5	14.7
	丽水	36.1	—	32.5	25.8
	泰安	55.2	44.4	38.2	30.6
	泰州	38.7	9.6	7.2	4.3
	六安	59.0	31.6	26.7	20.9
	珠海	72.8	29.7	25.1	19.5
	三明	82.9	19.2	15.7	11.5
	宜兴	114.7	32.4	27.4	21.5
铜陵	158.5	77.3	67.4	55.4	

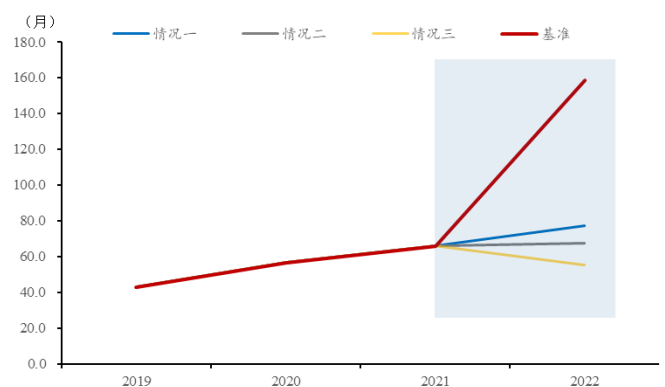
资料来源: CREIS 中指数据库, 民生证券研究院测算

图17: 昆山库存去化率优于弱二线城市



资料来源: CREIS 中指数据库, 民生证券研究院测算

图18: 铜陵库存去化压力难以缓释



资料来源: CREIS 中指数据库, 民生证券研究院测算

## 5 库存分化角度评估 2023 年中国地产走向

经历去年房市的深度回调，2022 年全国层面动态库销比超过 20 个月，较 2021 年的库存去化压力大幅抬升。

### 第一，2023 年中国地产库存迎来历史最大幅度的分化，

观察城市层面直观的库存水平，高能级城市基于销售下滑的幅度相对有限，2022 年库存去化周期并未偏离正常的住房库存去化周期（低于 18 个月的临界值）；而去化周期超过 36 个月的高库存地区则集中在低线城市。

#### 不可避免的事实是低能级城市面临较高库存。

低能级城市普遍面临着更长的去化周期，这和本轮销售的过速下降相关，也是前几轮地产扩张周期供应过量的历史遗留问题。若将低能级城市的销售下滑降速调整到上一轮库存周期高点时期的销售降幅，部分城市库销比仍然超出临界值。

#### 高能级城市有效库存偏薄。

从去化周期看高能级城市的有效库存整体应在相对健康的基准分位（18 个月以下），而如果适度调整 2022 年的销售降速，看到重点城市的隐含库存去化周期大幅收缩至低库存分位（12 个月以下）。

### 第二，城市之间库存史诗级分化背后是中国区域经济迎来巨大分化。

#### 地产库存去化面临现实压力的地区集中在后 60%的城市地区。

若我们以 18 个月作为库存去化周期的分界点，可以看到当前三四线城市数据样本中库存去化周期小于 18 个月的占 10%。

对 2022 年销售进行系统调整后，在最为谨慎的假设前提下，库存去化周期转为合理区间的城市占比约 20%。

考虑到三四线城市的销售占比约占全国销售 75%，我们能大概推算到库存去化面临现实压力的地区集中在后 60%城市地区。

#### 东部沿海经济带较中西部经济带的城市住房库存去化率整体更具优势。

当前不同城市间地产库存极端分化，归根到底是不同区域板块经济存在巨大分化。

不同能级城市库存去化周期呈现明显梯度，一线城市库存去化周期 < 新一线城市库存去化周期 < 二线城市库存去化周期 < 三四线城市库存去化周期。

有趣的是，当我们将目光聚焦于单个城市，更细致观察单个城市的库存水平，发现单个城市库存水平不完全和城市能级（当前人口规模）相关。我们关注到经济带沿线的部分低能级城市受益于城市群战略的推进以及相关政策环境利好，库存去化效率优于同能级的其他城市。

地区上看，东部沿海经济带较中西部经济带的城市住房库存去化率整体更具优势。

### **第三，2023 年东部沿海的高能级城市或迎来涨价。**

**史诗级地产库存分化背后，本就预示着高低能级城市地产价格走势冰火两重天。**

重点城市方面，更需要关注房企投资和供应收缩的情况下，一旦销售数据录得持续修复，偏薄的库存可能会成为房价上行的加速器。

去化周期超过 36 个月的低能级城市即使调整 2022 年的过快销售降速，过量供应导致的库存去化压力仍然十分严峻。

### **地产库存分化背后本质上是区域经济资源分配的再集中。**

随着我国城市化的快速发展，我国已经逐步进入了城镇化发展的中后阶段。截至 2022 年末我国常住人口城镇化率达到 65.22%，我国当前的城市化已经步入稳定发展期。

未来城市化的方向大概率沿着都市圈、城市圈、城市群、中心城市方向推进。中长期来看，随着人口、资源和生产要素逐步向都市圈中心城市流入，区域经济和产业聚集或将进一步加强，这一方面降低了经济活动区域的创新成本，利于地区经济发展，另一方面也势必加剧未来区域间房地产市场的分化格局。

**本轮地产修复的需求原动力与 2022 年积累的超额储蓄密切相关，本轮地产回升仍将主要由东部沿海地区主导。**

从地域上看，本轮超额居民超额储蓄的累积，东部地区贡献约六成比例，中部地区和西部地区贡献各两成。

而当前库存偏薄的地区正好匹配居民超额储蓄高增的地区，这也意味着若私人部分风险偏好得到提振，偏低的地产库存叠加居民超额储蓄释放，本轮地产回升仍将主要由东部沿海地区主导，关注重点城市房价上涨信号。

### **第四，史诗级别地产库存分化为我们理解后续地产走势及资产定价提供启发。**

**观察本轮地产复苏，地产链条各环节的修复或许也将呈现出一定的梯度：高能级城市房价>股票资产>地产竣工>地产开工>大宗商品。**

史诗级地产库存分化为我们理解后续调控政策、地产周期本身以及资产定价提供了一个非常重要的思考线索。

**第一层维度，地产调控政策面临更大挑战。**政策层面或许很难看到对于高能级城市进一步的限购放松的刺激政策，而低能级城市相对来说存在较大政策优化空间。

**第二层维度，本轮地产周期大概率不同于以往。**低能级地产库存去化周期仍

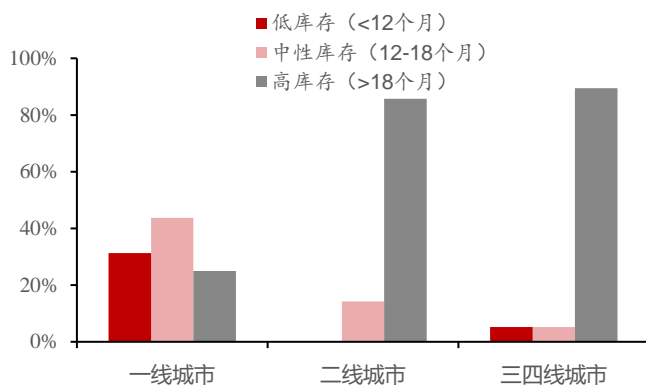
远高于临界值，这意味着从销售企稳到新一轮地产投资的启动面临着比以往周期更长的时滞，新开工和投资数据的寡淡表现或将继续压制相关大宗商品价格的走势。

**第三层维度，2023年超额储蓄释放的方向。**2023年超额储蓄能否释放，关键在于私人部门投融资信心能否修复。站在2023年，宏观经济复苏能否持续，关键在于地产能否企稳。

从高能级城市偏低的有效库存可以明确窥见重点城市的房价上涨潜能，我们一直强调，地产价格企稳对宏观交易的定价意义非凡，地产对资产定价的意义远超出地产投资拉动多少GDP增速，而在于地产价格企稳，意味着宏观金融负债表的修复，意味真正的经济复苏。届时，国内股票资产表现将相对占优。

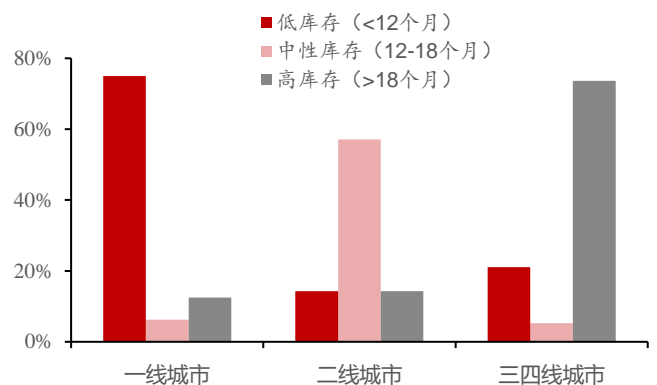
**基于房地产市场库存分化的基本面，以及超额储蓄释放对于国内风险资产的助推作用，我们强调高能级城市房价涨价的信号意义，并更为看好国内权益资产的整体表现。**

**图19：高能级城市基准库存偏薄**



资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算

**图20：销售降速调整后，低能级城市库存压力仍严峻**



资料来源：CREIS 中指数据库，民生证券研究院测算



## 6 风险提示

1) **地产销售超预期**。地产销售政策或超预期松绑，地产销售或超预期向好，库存压力将明显低于本文测算结果。

2) **房企融资限制超预期松绑**。若房企融资政策明显放松，预售限制放宽，房企开工表现或超预期，地产库存压力或高于本文测算结果。

## 插图目录

图 1: 商品房去化周期界定 .....	4
图 2: 中指城市数据样本按城市能级分类 .....	5
图 3: 城市层面三种情况下的住房销售同比增速调整 .....	6
图 4: 控制 2022 年需求降温过快因素影响后, 一线城市库存相对偏薄 .....	8
图 5: 一线城市库存去化周期 (单位: 月) .....	8
图 6: 上海的住宅去化周期低于 6 个月 .....	9
图 7: 广州住宅去化周期经调整后回落至低库存区间 .....	9
图 8: 合肥住宅库销比持续走低 .....	9
图 9: 南京有效库存偏寡 .....	9
图 10: 天津库存去化有望加速 .....	9
图 11: 郑州处在漩涡中心, 复苏需要更长时间 .....	9
图 12: 二线城市库存去化周期陡升但静态库存走低, 供应退出的进度在加快 .....	10
图 13: 二线城市库存去化周期 (单位: 月) .....	11
图 14: 厦门住宅库存压力有限 .....	11
图 15: 长春住宅库存去化周期经调整小于 18 个月 .....	11
图 16: 三四线城市库存去化周期 (单位: 月) .....	13
图 17: 昆山库存去化率优于弱二线城市 .....	13
图 18: 铜陵库存去化压力难以缓释 .....	13
图 19: 高能级城市基准库存偏薄 .....	16
图 20: 销售降速调整后, 低能级城市库存压力仍严峻 .....	16

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026