

房屋竣工影响因素分析及未来展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

房屋竣工面积的常用分析方法是新开工领先竣工3年左右，但是，当前新开工到竣工的平均施工时间已经延长到4年左右。据此推算，2024年潜在竣工面积有所下降。2013年以来竣工面积数据远低于真实的竣工面积，积压竣工面积可能并不庞大。2024年保交楼接近尾声，房企资金流紧张，预计竣工率有所下降，积压竣工回补减少。今年一季度房屋竣工面积同比下降20.7%，这大体可以代表全年竣工表现。

摘要：

一、房屋竣工面积的基本分析框架：房屋竣工面积 = 潜在竣工面积 * 竣工率

(一) 房屋竣工面积的常用分析方法：3年前的新开工面积即为当期的潜在竣工面积，竣工率为100%或者维持不变。该分析方法有两个问题，其一，新开工领先竣工的时间并非总是3年左右；其二，2013年以来竣工率仅为40%-60%，不符合常理。

(二) 2013年以来房屋竣工面积数据可能显著低于真实的房屋竣工面积。如果住宅竣工数据反映了真实的竣工面积，那么据此推算的停工面积不符合常理。从与竣工相关性较强的相关指标来看，2015-2021年间真实的竣工面积可能增长30%左右，而竣工面积数据却下降6%。由于房企竣工结算延后，竣工面积数据远低于真实的竣工面积。

(三) 潜在竣工面积取决于施工周期，当前新开工到竣工的平均施工时间已经延长到4年左右。不考虑停工与复工，根据新开工面积与施工面积的关系推算，当前施工周期已经延长到4年。考虑停工与复工，可以认为“平均”的施工周期为4年。

(四) 竣工率受房企资金状况、保交楼政策影响。2022年竣工率显著降低，主要是因为销售回款大幅减少导致房企资金不足。2023年保交楼政策使得竣工率显著回升。

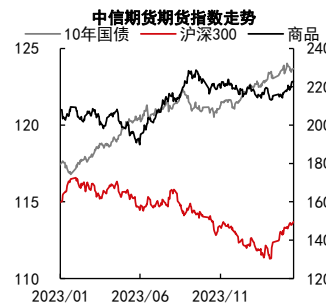
二、2024年潜在竣工面积与竣工率均有所下降，预计房屋竣工面积下降20%左右

(一) 2024年竣工率下降有两个原因。第一，保交楼已经接近尾声；第二，2024年商品房销售仍然偏弱，房企销售回款偏少，这导致房企资金流紧张，制约竣工进度。

(二) 2024年潜在竣工面积下降有三个原因。首先，按照4年的平均施工周期，今年的潜在竣工面积主要是4年前的新开工面积，该指标同比下降1.9%。其次，由于竣工面积数据远低于真实的竣工面积，积压竣工面积可能并不庞大。由于保交楼接近尾声以及房企资金紧张，2024年积压竣工回补对房屋竣工的拉动减弱。最后，今年房屋施工面积同比降幅扩大3.9个百分点至11.1%，从侧面印证潜在竣工面积有所下降。

(三) 今年一季度房屋竣工面积20%的同比降幅大体可以代表全年。今年一季度房屋竣工面积同比下降20.7%，这印证了竣工率下降与潜在竣工面积下降的逻辑。

风险提示：购房情绪进一步下滑，货币政策大幅放松



宏观与商品策略组

研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

相关研究报告：

《房地产市场运行逻辑辨析及未来展望——专题报告20231031》
《房地产行业库存水平及其影响分析——专题报告20240416》

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

摘要:	1
一、房屋竣工面积的影响因素分析.....	3
(一) 房屋竣工面积的常用分析方法及其存在的两个问题.....	3
(二) 2013 年以来房屋竣工面积数据可能显著低于真实的房屋竣工面积.....	4
(三) 潜在竣工面积取决于施工周期, 当前新开工到竣工的平均施工时间已经延长到 4 年左右.....	5
(四) 竣工率受房企资金状况、保交楼政策影响, 近两年销售回款大幅减少使得房企资金不足.....	7
二、2024 年潜在竣工面积与竣工率均有所下降, 预计全年竣工面积下降 20%左右.....	8
(一) 保交楼已经接近尾声, 房企资金仍紧张, 预计 2024 年竣工率有所下降.....	8
(二) 按照施工周期以及施工面积推算, 2024 年潜在竣工面积有所下降.....	9
(三) 今年一季度房屋竣工面积 20%的同比降幅大体可以代表全年.....	9
免责声明.....	10

图目录

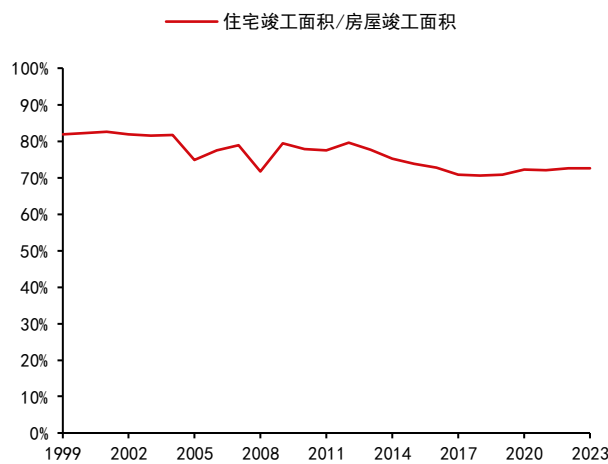
图表 1: 房屋及住宅竣工面积累计同比.....	3
图表 2: 住宅竣工面积占房屋竣工面积的比例.....	3
图表 3: 住宅竣工面积与 3 年前的新开工面积增速.....	4
图表 4: 住宅竣工面积与 3 年前的新开工面积.....	4
图表 5: 房屋竣工面积、商品房销售面积以及平板玻璃产量.....	5
图表 6: 住宅施工面积与最近四年的新开工面积.....	6
图表 7: 根据当年施工面积推算的平均施工年限.....	6
图表 8: 住宅期房竣工面积与 2-3 年前的期房销售面积增速.....	7
图表 9: 住宅竣工面积与 3.5 年前的新开工面积增速.....	8
图表 10: 房地产开发资金来源累计同比(21 年为两年平均增速).....	8
图表 11: 4 年前的新开工面积(万平方米).....	9
图表 12: 房屋施工面积与竣工面积累计同比(%).....	9

在房地产行业整体调整的背景下，2023 年房屋竣工面积同比大增 17.0%。部分投资者对 2024 年房屋竣工维持增长抱有一定期待。但是，2024 年一季度房屋竣工面积同比下降 20.7%。

如何理解房屋竣工面积由增转降？未来房屋竣工会有怎样的表现？在回答这两个问题之前，本文首先对房屋竣工面积的影响因素进行系统分析。需要说明的是，住宅竣工面积占房屋竣工面积的比例为 72%左右，可以代表房屋竣工面积。因此下文主要分析住宅竣工面积。

图表1：房屋及住宅竣工面积累计同比

图表2：住宅竣工面积占房屋竣工面积的比例



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

一、房屋竣工面积的影响因素分析

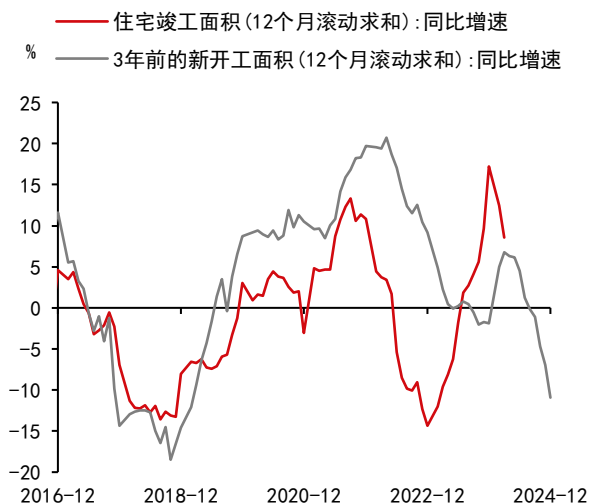
房屋竣工面积的影响因素包括两大类：一是潜在竣工面积，取决于施工周期或者销售交房周期。如果施工周期是 3 年，那么 3 年前的新开工面积决定了当期的潜在新开工面积（不考虑复工影响）。如果期房销售合同约定的交房时间是 2 年，那么当期的竣工面积主要由 2 年前的销售面积决定。二是竣工率（实际竣工面积与潜在竣工面积的比值），取决于房企资金状况、保交楼政策。也就是说：

$$\text{房屋竣工面积} = \text{潜在竣工面积} * \text{竣工率}$$

（一）房屋竣工面积的常用分析方法及其存在的两个问题

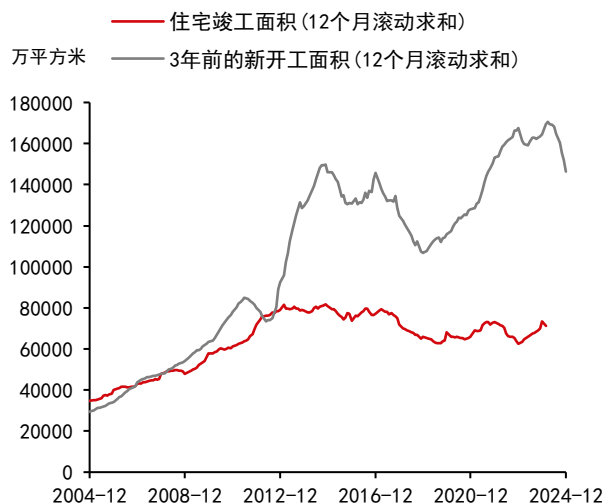
房屋竣工面积的常用分析方法是，3 年前的新开工面积决定了当期的潜在竣工面积，竣工率为 100%或者维持不变。这个分析方法的潜在假定是，期房与现房的标准流程是“开工-施工-竣工”。如果资金充裕，按照正常的施工流程，房屋开工 3 年左右后可以竣工。

图表3：住宅竣工面积与3年前的新开工面积增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：住宅竣工面积与3年前的新开工面积



资料来源：Wind 中信期货研究所

这个分析方法存在的一个问题是，新开工领先竣工的时间并非总是在3年左右。该分析方法能够较好地预测2015年下半年-2021年上半年的住宅竣工面积的同比增速，但在其他时间段表现不佳。原因之一是期房与现房均在开工3年左右后竣工的假定并不总是成立。

该分析方法的另一个问题是，2013年以来竣工率仅为40%-60%，不符合常理。2013年以来，住宅竣工面积仅为根据新开工面积预测的潜在竣工面积的40%-60%。

(二) 2013年以来房屋竣工面积数据可能显著低于真实的房屋竣工面积

首先分析住宅竣工面积数据远低于潜在竣工面积的问题。这可能有两种解释，一是住宅竣工数据反映了真实的竣工面积，但是2013年后大量已开工房屋停工，导致竣工数据远低于潜在竣工面积。二是竣工面积数据远低于真实的竣工面积。

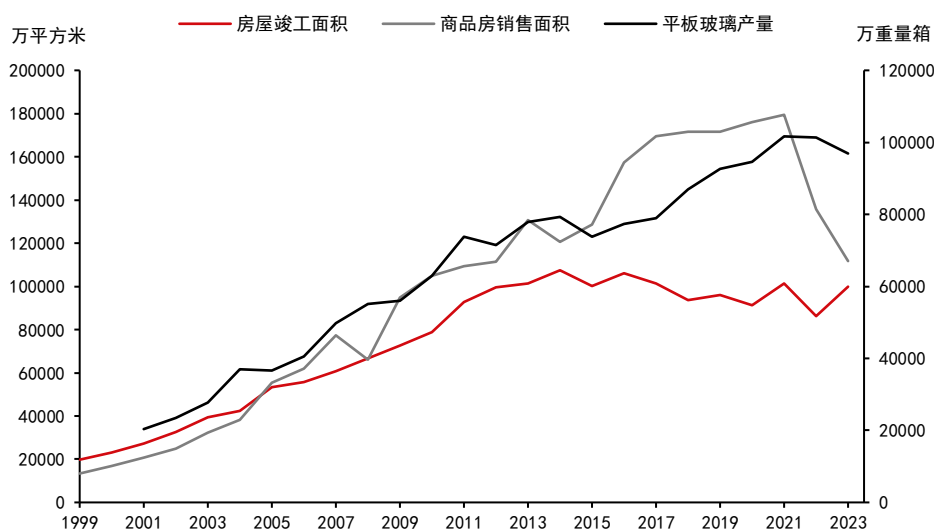
我们认为主要原因是住宅竣工数据远低于真实的竣工面积，已开工住宅停工只是次要原因。

第一，如果住宅竣工数据反映了真实的竣工面积，那么据此推算的停工面积不符合常理。根据历年的新开工面积和竣工面积可以推算出当前待竣工面积高达99亿平方米，扣除掉正在施工的面积52亿平方米，那么住宅停工面积高达47亿平方米。如此庞大的停工面积是不符合常理的。特别是在2020年底房地产景气度较高的时候，推算的住宅停工面积也高达30亿平方米。如果2020年底存在大量的住宅停工，那么当时老百姓还敢买房吗？事实上，2020年下半年和2021年上半年老百姓购房热情高涨。

第二，从其他相关数据来看，2015-2021年间真实的竣工面积可能增长30%左右，而竣工面积数据却下降6%。竣工面积数据远低于真实的竣工面积。其一，平板玻璃75%左右用于建筑业，一般在房屋竣工前6-12个月安装玻璃。因此，平

板玻璃产量与房屋竣工面积具有较强的相关性。2015-2021 年间，平板玻璃产量增长 30%左右，可能意味着真实的房屋竣工面积增长 30%左右。其二，2-3 年前的商品房销售面积与真实的房屋竣工面积具有较强的相关性。2015-2021 年间，全国商品房销售面积增长 50%左右。本轮楼市上行首先从大中城市开始，然后逐步扩散至中小城市。2015-2016 年 30 大中城市商品房销售面积增长 40%左右，可以印证全国商品房销售的增长。全国商品房销售面积的大幅增长可能意味着 2015-2021 年间真实的房屋竣工面积大幅增长。

图表5：房屋竣工面积、商品房销售面积以及平板玻璃产量



资料来源：Wind 中信期货研究所

第三，房企竣工结算延后可能是房屋竣工面积数据大幅低于真实水平的主要原因。统计局公布的房屋竣工面积数据是由房地产开发企业填报的。2015 年以来，房企竣工结算可能显著延后。一方面，更多的房地产开发项目采取分期开工、销售、竣工的方式进行。例如，1 期项目已经销售并竣工了，但 2 期项目尚未竣工；等到各期项目都竣工之后，房企才会统一向统计局填报竣工面积数据。也就是说，项目部分竣工的面积并未包含在竣工面积数据之中。另一方面，房企可能也有经济动机延迟竣工结算。竣工结算时需要缴纳土地增值税，延迟竣工结算可以延迟缴纳土地增值税，从而让房企的经营现金流更加充裕。

第四，已开工房屋停工或者说“烂尾楼”问题只是住宅竣工数据偏低的次要原因。“烂尾楼”现象确实存在。近两年商品房销售大幅下降导致房企资金回笼大幅减少，资金的紧张导致部分已开工房屋停工。从前面分析可知，“烂尾楼”问题不是主要原因。

(三) 潜在竣工面积取决于施工周期，当前新开工到竣工的平均施工时间已经延长到 4 年左右

预测潜在竣工面积有两个视角。一是从施工周期来预测。二是从销售交房周

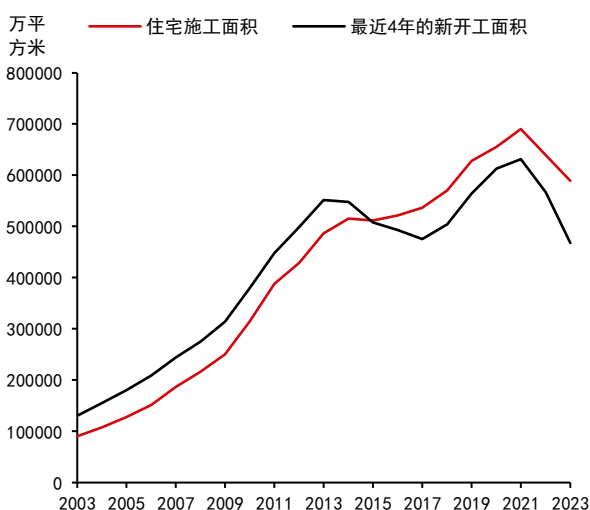
期来预测。预测的关键是确定施工周期或者销售交房周期的长度，也就是新开工或者期房销售领先竣工的时间。

从历史数据来看，大多数时候新开工到竣工的施工时间都不是3年。假定没有停工与复工，如果新开工到竣工的施工时间是3年，那么当年年底的施工面积是最近4年的新开工面积之和。当年年底的施工面积不仅包含最近3年的新开工面积，也包含当年的真实竣工面积，后者等于3年前的新开工面积。从历史数据来看，大多数时候当年的施工面积都不等于最近4年的新开工面积。这可能意味着，新开工到竣工的施工时间通常不是3年。

根据新开工面积与施工面积的关系推算，当前新开工到竣工的施工时间已经延长到4年左右。假定没有停工与复工，如果平均施工周期是N年，那么当年年底的施工面积等于最近N+1年新开工面积之和。严格来讲，不同楼盘的施工周期是存在差异的，因此N年是平均的施工周期。根据这个关系可以推算施工周期长度。2023年平均施工周期为3.73年。根据2024年1-2月的数据，当前平均施工周期约为4年。2004年以来，平均施工周期趋于延长，一个原因是楼盘的楼层数趋于增加；楼层越多，施工周期一般越长。

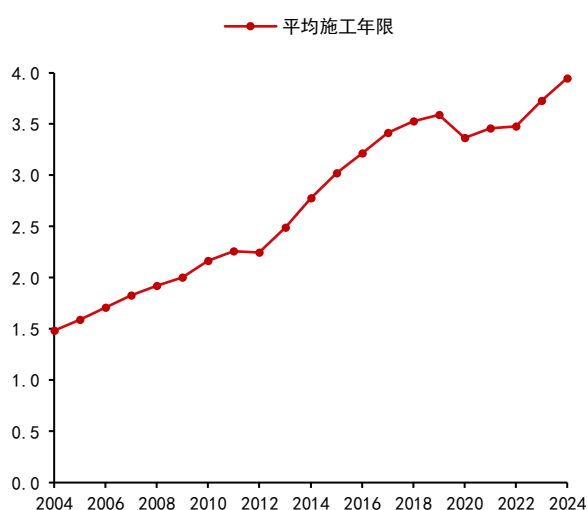
考虑停工与复工，也可以近似认为“平均”的施工周期为4年。考虑停工，最近4年新开工的房屋可能部分在今年之前就停工了，不计入今年1-2月的施工面积。考虑复工，部分4年前开工的房屋本来应该在今年之前就已经竣工，但因为曾经停工又复工，这部分房屋今年仍在施工。停工与复工使得施工周期以及潜在竣工面积的估算变得复杂。这种情况下，4年的施工周期可以理解为“平均”施工周期。此外，根据上文分析，已开工房屋停工只是住宅竣工数据偏低的次要原因。因此，停工与复工的影响可能并不是很大。

图表6：住宅施工面积与最近四年的新开工面积



资料来源：Wind 中信期货研究所

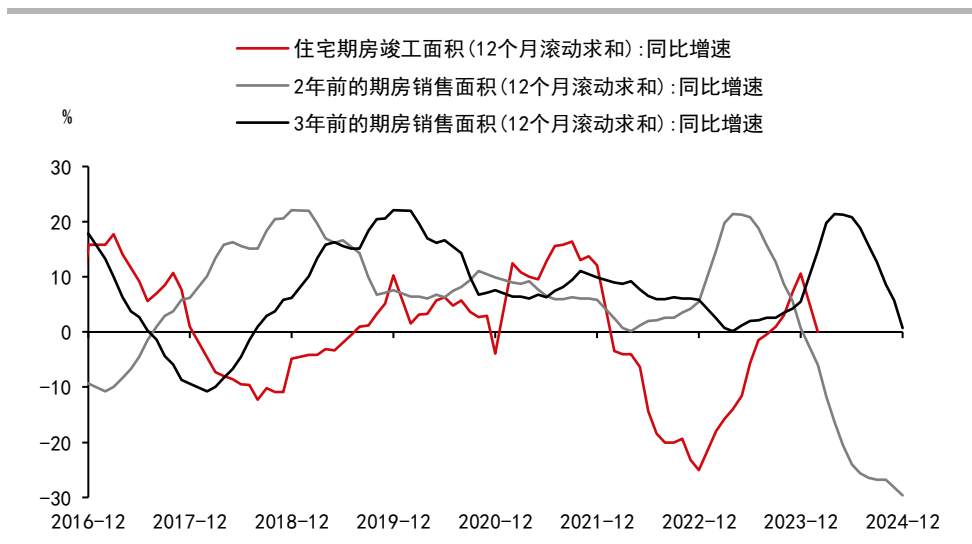
图表7：根据当年施工面积推算的平均施工年限



资料来源：Wind 中信期货研究所

期房销售领先竣工的时间难以准确估算，从销售交房周期来预测潜在竣工面积可能是不准确的。商品房销售包括期房与现房销售。近几年期房销售占比高达80%-90%。期房销售会约定交房时间，理论上可以根据期房销售推算期房竣工面积，再加上对现房竣工的预测，可以估算出潜在竣工面积。统计局并不会公布现房与期房竣工面积数据，但是根据现房销售以及现房库存可以推算现房竣工面积，进而推算出期房竣工。通过期房交房周期来预测潜在竣工面积的关键是确定期房销售领先竣工的时间。流行的观点是，期房交房时间是2-3年。但是，期房竣工面积增速与2年或3年前的期房销售面积增速均存在很大差异。这可能因为近几年实际的期房交房周期存在较大的波动。在难以确定期房交房周期的情况下，从销售交房周期来预测潜在竣工面积可能是不准确的。

图表8：住宅期房竣工面积与2-3年前的期房销售面积增速



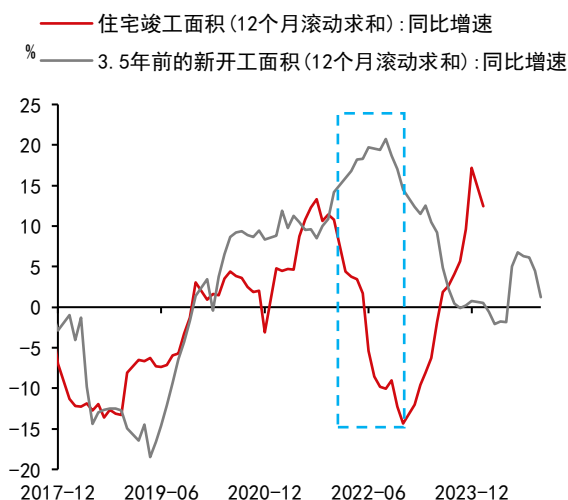
资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）竣工率受房企资金状况、保交楼政策影响，近两年销售回款大幅减少使得房企资金不足

近几年影响竣工率的因素主要有两个：一是房企资金状况；二是保交楼政策。

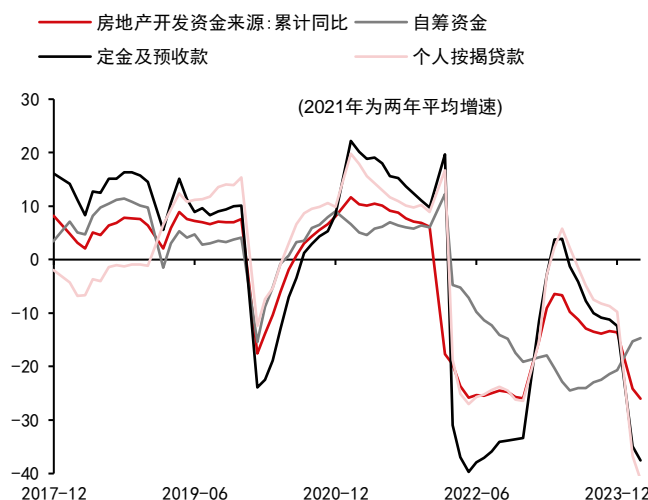
2022年竣工率显著降低，主要因为销售回款大幅减少导致房企资金不足。2017-2022年间，房屋施工周期平均为3.5年；3.5年前的新开工面积为潜在竣工面积。2017-2021年，房屋竣工面积同比增速与潜在的竣工面积同比增速大体接近。但是，2022年两者大幅背离，潜在竣工面积同比增长14.5%，但房屋竣工面积同比下降14.3%。这主要因为2022年商品房销售额同比大幅减少26.7%，导致房地产开发投资资金来源同比大幅减少25.9%。房地产开发资金50%以上来自于商品房销售回款，商品房销售走弱不仅直接导致商品房销售回款大幅减少，也使得房企筹集资金变得困难。资金不足导致2022年房屋竣工率显著降低，房屋竣工面积增速大幅低于潜在竣工面积增速。

图表9：住宅竣工面积与3.5年前的新开工面积增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：房地产开发资金来源累计同比(21年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

2023 年保交楼政策使得竣工率显著回升，竣工面积增速也随之大幅回升。2023 年住宅竣工面积同比增长 17.2%，较 2022 年大幅回升；但是 2023 年潜在竣工面积增速大幅回落，两者也大幅背离。其主要原因是 2022 年四季度我国开始落实保交楼政策，2023 年政策力度相对较大，因此竣工率显著回升。

二、2024 年潜在竣工面积与竣工率均有所下降，预计全年竣工面积下降 20%左右

今年房屋竣工面积由增转降，这有两个原因：一是竣工率有所下降；二是潜在竣工面积也有所下降。

(一) 保交楼已经接近尾声，房企资金仍紧张，预计 2024 年竣工率有所下降

我们预计 2024 年竣工率有所下降，有两个原因：

第一，保交楼已经接近尾声，2024 年保交楼对竣工的拉动将显著减弱。根据住房和城乡建设部的数据，截至 2023 年年末，350 万套保交楼项目已实现交付超 300 万套，交付率超过 86%。因此，2024 年保交楼项目对竣工的拉动将显著减弱。

第二，2024 年商品房销售仍然偏弱，房企销售回款偏少，这导致房企资金流紧张，房企不太可能加快施工与竣工进度。当前可售住宅库存去化周期约为 2 年，处于高位水平。楼市去库可能还会持续 1 年以上。目前，二手房库存也较高。由于新房与二手房去库，预计年内房价偏弱，“买涨不买跌”心理抑制新房销售，2024 年商品房销售仍然偏弱。(详见报告《房地产市场运行逻辑辨析及未来展望》、《房地产行业库存水平及其影响分析》)

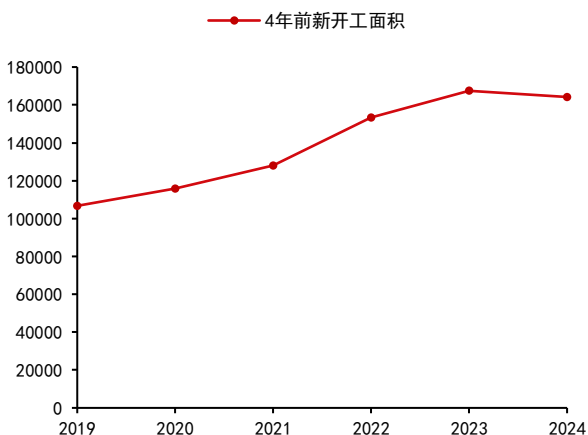
(二) 按照施工周期以及施工面积推算，2024 年潜在竣工面积有所下降

首先，按照 4 年的平均施工周期，今年的潜在竣工面积主要是 4 年前新开工面积，该指标同比下降 1.9%。当前平均施工周期已经延长到 4 年，因此今年的潜在竣工面积主要是 2020 年的新开工面积。2020 年新开工面积同比下降 1.9%。这意味着今年的潜在竣工面积可能有所下降。

其次，2024 年积压竣工回补对房屋竣工的支撑可能减弱。积压竣工回补是部分投资者看好 2024 年竣工表现的原因之一。其逻辑依据是，2013 年以来房屋竣工面积数据大幅低于潜在竣工面积，因此存在大量的积压竣工。但是，根据本文分析，2013 年以来房屋竣工面积数据显著低于真实的房屋竣工面积，因此真实的积压竣工面积并没有那么庞大。影响积压竣工回补力度的主要因素仍然是保交楼政策与房企资金流情况。由于保交楼已经接近尾声，房企资金仍紧张，2024 年积压竣工回补对房屋竣工的支撑可能减弱。

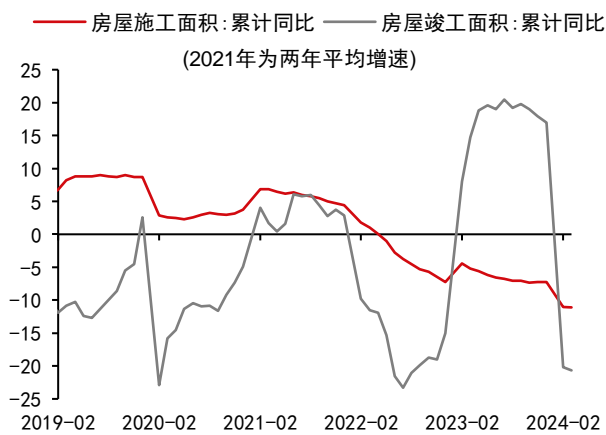
最后，今年房屋施工面积同比降幅显著扩大，从侧面印证潜在竣工面积有所下降。今年一季度房屋施工面积同比下降 11.1%，降幅较去年扩大 3.9 个百分点。近两年预售资金监管较为严格，预售商品房停工的可能性较小。房屋施工面积同比降幅扩大更多反映潜在竣工面积下降，也暗示积压竣工回补力度减弱。

图表11：4 年前的新开工面积（万平方米）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：房屋施工面积与竣工面积累计同比（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 今年一季度房屋竣工面积 20%的同比降幅大体可以代表全年

今年一季度房屋竣工面积同比下降 20.7%，这印证了竣工率下降与潜在竣工面积下降的逻辑。全年房屋竣工面积降幅可能与一季度接近。今年一季度商品房销售额同比下降 27.6%，房企销售回款偏少导致房企资金流紧张。再加上保交楼接近尾声，今年一季度竣工率大概率有所下降。一季度房屋施工面积同比降幅扩大 3.9 个百分点至 11.1%，从侧面反映潜在竣工面积下降。年内房屋竣工面积的影响逻辑与一季度类似，全年房屋竣工面积可能同比下降 20%左右。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>