

研报精选

2023年2月6日 第107期

宏观专栏

从中金LEI看“非典型”复苏

报告认为，2022年中国经济因疫情不确定性导致预期低迷，使得需求和供给均较为疲弱。今年以来随着疫情不确定性大幅减弱，前期受压制的需求或将集中释放，因此本轮复苏早期斜率或较陡。根据中金领先指数传递出的信号，中国经济或快速恢复，但尚未表明上半年经济将会过热。

从劳动力囤积看非农超预期

近期美国大部分经济数据下滑，但就业独自走强。报告认为或有两种解释：一是加息对就业的影响尚未充分显现，二是企业囤积劳动力使就业格外强劲。后者可能导致货币紧缩持续时间更长，利率高位停留更久。

专题聚焦

数据投资、数据共享与数据财产权益分配

明确数据财产权益分配规则是建立数据确权制度的关键一环，可根据投资成本和数据的通用性确定数据财产权益分配方式，做到“因数确权”。

“因数确权”模式的有效落地与推广则需以政策试点与市场实践为前提。

不动产与空间服务2023年展望：缓筑底，慢复苏，强分化

结合长期趋势和短期政策背景，报告认为2023年房地产行业基本面大概率呈“缓筑底、慢复苏”态势。在需求缓慢复苏、供给快速出清背景下，房地产企业将在2023年持续强分化，优质房企经营优势继续扩大。

宏观专栏

从中金LEI看“非典型”复苏

传统的周期性指标对于判断疫情驱动的非典型经济波动作用下降，但这些指标并非完全没有作用。首先，我们需要更加关注传统周期指标相互之间的偏差，这些偏差是帮助我们预测未来的重要信号。同时，传统周期指标所揭示的规律并没有因为疫情而完全消失。中金领先指数（LEI）传递出的信号是，本轮复苏早期斜率可能会比较陡、经济可能快速度过低通胀阶段，但今年上半年通胀大幅上升的风险应该比较低。

如果从传统周期波动的角度来看，本轮经济复苏可谓姗姗来迟。从历史数据来看，中国经济周期的波动大体遵循以下的规律：融资的企稳恢复领先于订单周期、商品房价格和销售，订单周期、商品房价格与销售又领先于建筑相关活动，建筑相关活动领先于经济整体景气的复苏，我们在报告[《复苏斜率将如何演变——详解中金经济领先指数》](#)曾经对以上规律进行过详细的论证和测算，并构建了中国经济领先指标体系，较为准确地预测了2020年下半年到2021年疫情影响减弱时期的经济走势。中国经济领先体系中金融条件指数从2021年3季度开始快速回升，从历史上看，这意味着中国名义GDP增长应该从2022年2季度左右开始复苏，然而，复苏在2023年初才姗姗来迟。

疫情高度不确定导致预期低迷是复苏迟到的根本原因。2022年驱动周期波动的因素与历史有很大的区别，疫情反复、房地产开发商的信用风险，通过影响人的预期来影响经济的运行。不是说在传统的周期波动中不会出现预期的变化，而是去年社会预期的变化可能过于剧烈，统计局编制的消费者信心指数、央行编制的城镇储户未来就业预期指数都创下历史新低，私人部门预期的受损可能要比2020年疫情冲击时更为严重。疫情是不确定性，而不确定性和风险的最大差别在于前者没有概率分布，没有经验可以参考，企业与家庭观望的边界加大，经济活力大幅减弱。

复苏迟到，需求疲弱的同时，供给也可能萎缩。复苏来得越晚，经济在低位运行的时间就越久，供给的萎缩可能就越剧烈。虽然政策积极努力，金融条

件明显宽松，但是向经济活动的传导有限，企业收入下降、预期也不稳定，在这种情况下，企业可能减少原材料库存，或者降低投资，最严重的可能会退出市场，这都会导致供给增速下降甚至减少。首当其冲的是线下服务业，举例来说，中国饭店业协会数据显示，2019年全国共有酒店33.8万家，其中非连锁酒店28.6万家；2021年，全国共有酒店25.2万家，相比2019年减少25%；2021年全国非连锁酒店19.5万家，相比2019年下降32%。此外，我们从上市公司的数据也可以看出，除了高技术企业以外，传统行业的企业在2022年的投资也是比较弱的。房地产的供给调整可能是更加明显的一个，2022年房屋新开工面积同比下降39.4%，土地购置面积同比下跌53.4%。

复苏迟到，也意味着前期压制性需求在疫情不确定性大幅减弱的情况下集中释放，需求的恢复速率可能更快。复苏虽然迟到，但不会缺席，这句话同样适用于过去一年的宽松政策。2022年M2同比增速达到11.8%，较2021年底上升2.8个百分点；2022年商业银行与政策性银行总资产增速达到9.8%，较2021年底上升2.3个百分点；2022年广义财政收支差额与上一年GDP的比例可能达到9%左右，创下十年最高。以上的政策在2022年没有产生足够的乘数作用，但是资金已经实实在在地投放了出来。这意味着，在本轮复苏的起点，政策积累的力度是比较充足的。由于疫情的过峰也是非常迅速的，压制的需求、政策的力度确有可能会出现集中的释放，使得经济复苏的速率要快于以往。

综合来看，我们可能会较快地摆脱低通胀的局面。2022年12月中国核心CPI为0.7%，在2013-2019年这一数字的最低值是1.2%、中枢是1.75%，PMI价格分项显示的通胀水平也处于历史低位，很明显中国处于一个低通胀阶段。由于复苏的迟到，供给出清得比以往周期更多、需求的复苏比以往走起更快，那么一个很自然的结果是，经济可能以较快的速度通过低通胀的阶段，1季度PMI价格分项可能就会有体现。当然，低通胀的消退与高通胀是完全不同的概念，经济复苏、通胀温和上升，是非常利于风险资产表现的环境。

摆脱低通胀之后，通胀是否会继续大幅上升还是要看复苏的总力度，目前LEI尚未清晰地传递出上半年经济将过热的信号。一般来说，通胀的上升滞后

于产出缺口，经济活动领先通胀，这个规律仍然是相对稳定的，短期内经济要达到带动通胀大幅上升的过热状态，可能要看到订单周期、房地产周期以及建筑周期明显回暖，而中金经济活动领先指数可以较好地捕捉到这些周期的动态，尚未清晰地传递出上半年经济过热的信号。从金融条件指数看，2022年4季度金融条件反而有所紧缩，一方面受到疫情的影响，另一方面也受到理财抛售、企业债融资受损的影响。LEI II的核心指标是房价、商品房销售面积、新订单指数，LEI II到目前为止也没有显示出很强的上升势头，反而在去年4季度有所下降。LEI I的核心指标包括钢材生产、挖掘机利用小时数等，它也在去年4季度有所下行。综合这些指标来看，融资条件在去年4季度被动收紧，订单周期、商品房周期、建筑活动周期在去年4季度还处在下行过程当中，上半年通胀大幅上升的风险可能比较小。



以上观点来自：2023年1月31日中金公司研究部已发布的《从中金LEI看“非典型”复苏》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

从劳动力囤积看非农超预期

美国2023年1月新增非农就业51.7万人，远超市场预期的18万人，失业率环比下降0.1ppt至3.4%，创过去50年来新低。这份非农数据中部分家庭调查指标受到了统计口径调整的影响，但剔除掉统计因素的影响，整体来看美国劳动力市场也仍然很强。过去两个月，美国经济数据大部分都在下滑，为何只有就业独自走强？一个解释是就业是滞后指标，美联储加息的影响还未充分显现，特别是在对利率不敏感的服务业。另一个解释是在劳动力供给下降时，企业囤积劳动力（labor hoarding）导致就业异常强劲。我们认为，囤积劳动力会强化就业的滞后性，导致货币紧缩持续的时间更长，利率在高位停留更久。非农数据公布后，美元反弹，美债收益率上扬，说明市场在修正之前对利率下行过度乐观的预期。美股三大股指下跌，油价回调，表明投资者也担心美联储过度紧缩。我们认为，一种可能是美联储持续加息导致经济承压，企业盈利下修，而当企业不再囤积劳动力时，裁员或来得更快，失业率也会转为上升。具体来看：

► 1月新增非农就业51.7万人，远超市场预期的18万人，也比2022年月均40万人的新增就业还要更多。分行业看，服务业仍是拉动就业的主力军，休闲住宿（+12.8万）、商业服务（+8.2万）、医疗服务（+5.8万）、零售（+3.0万）等行业表现较好。政府机构（+7.4万）就业人数较上月大幅反弹，主要因为大学罢工结束后工作人员返回岗位。制造业（+1.9万）就业虽仍在扩张，但较2022年月均3.3万人的新增就业有所下降。

► 统计口径调整对非农数据影响有多大？2023年1月起，美国劳工部称将使用新的统计口径，针对企业部门调查（Establishment Survey），在划分行业时使用了2022版的NAICS行业分类（之前是NAICS 2017）¹。根据劳工部的表述，口径调整导致非农部门中10%的就业被划到了其他行业。不过，这一变化似乎只影响就业在不同行业中的划分，并不影响就业总人数的统计。此外，劳工部会在每年1月对过去一年的非农就业数据进行修订，这次修订使得2022年私人

¹ <https://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm>

部门非农就业在之前基础上增加了60.7万人，修正率为+0.5%，为2012年以来最高。这显示疫情后就业统计的准确性有所下降，因此也不排除统计误差是导致1月非农就业远超预期的一个原因。

►针对家庭部门调查(Household Survey)，劳工部也使用了新的人口样本，这导致劳动年龄人口、劳动力人口和就业人数都较去年大幅增加，失业人数则大幅下降。根据劳工部的表述，更新后的1月就业人数环比增加89.4万人，但如果剔除样本变动因素，实际只增加了8.4万人。更新后的1月劳动参与率环比增加0.1ppt至62.4%，但剔除样本变动因素，劳动参与率仍然维持在62.3%。

►美国经济数据大部分都在下滑，为何只有就业独自走强？一个解释是就业是滞后指标，美联储加息的影响还未充分显现，特别是在对利率不敏感的服务业。过去几个月，美国零售销售、工业产出、房地产销售等“硬核”数据都已明显转弱，但就业数据始终表现强劲，即便不考虑1月新增就业51.7万人的超预期数据，去年四季度月均新增就业也有近30万人之多（请参考[《春节期间海外宏观数据一览》](#)）。一般来说，加息周期中总需求会率先受到冲击，加息的影响会首先体现在房地产等利率敏感型部门。就业受的影响会滞后一些，而服务业等对利率不敏感的部门所受的影响也要小的多。1月非农数据中表现较强的都是服务业，说明加息的影响还没有充分体现到这些行业当中。另外服务业因为前期受疫情冲击影响较大，在疫后复苏中起步较晚，复苏时间较长，也在一定程度上增强了就业扩张的持续性。

►另一个解释是在劳动力供给下降时，企业囤积劳动力(labor hoarding)导致就业异常强劲。囤积劳动力指的是在经济下滑时，企业考虑到未来雇佣和培训新工人成本高昂，选择保留现有的雇员，也就是不裁员，以求在经济复苏时更快恢复产能。我们在此前报告中指出，新冠疫情对美国劳动力供给造成了严重冲击，市场中可被招募的人数下降，导致企业“招工难”（请参考[《重视劳动力供给冲击的深远影响》](#)）。在此背景下，尽管需求已经出现回落，但企业担心未来招不到人，反而可能选择现在多招人，从而形成劳动力囤积。我们认为这也是疫情冲击对企业行为带来的一种“疤痕效应”，企业对未来招聘的预

期被扭曲。对宏观经济而言，劳动力囤积会削弱需求下滑对就业的抑制效应，导致就业数据相对于总需求的反应更加滞后。

► **对货币政策而言，劳动力囤积可能导致货币紧缩持续时间更长，利率在高位停留较久。**当前美联储的关注点已从单纯的通胀数据转向劳动力市场，正如美联储主席鲍威尔在最近的FOMC记者会上所说²，劳动力市场强劲带来的工资上涨或对服务通胀形成支撑，这也是美联储担心的地方（请参考[《美联储加息放缓，态度偏鸽》](#)）。尽管1月非农时薪增速并未加速上升，但强劲的就业仍然会使工资总收入增加，进而增加通胀反复的风险。

► **从风险管理角度看，我们认为，美联储今年将同时面对抗通胀、稳增长、防风险三大挑战，虽然加息或接近尾声，但联储也不大可能很快转向降息，**这意味着利率将在高位停留较久，对经济总需求的抑制作用将持续存在。非农数据公布后，美元反弹，美债收益率上扬，说明市场在修正之前对利率下行过度乐观的预期。美股三大股指下跌，油价回调较多，表明投资者也担心美联储过度紧缩。总的来看，今年海外宏观环境比去年更为复杂，美联储的任务并不轻松，紧缩不够和紧缩过头都是潜在风险。

► **不排除一种可能，货币紧缩导致企业盈利下修，当企业不再囤积劳动力时，裁员会来得更快，失业率也会转为上升。**企业囤积劳动力的前提是认为经济的下滑是短暂且比较浅的，且企业有良好的盈利收入能够支撑其在衰退中存活。我们认为，如果美联储为抑制通胀，将高利率维持高位更久，那么货币的紧缩会导致经济活动下行的时间变长，对企业利润空间带来持续挤压。我们认为，一旦企业的财务状况不足以支持正常的经营活动，囤积劳动力的企业或将会裁撤冗余员工，由于前期囤积较多，裁员时的力度反而可能更大，由此导致失业率上升更快。这就好比此前面对供应链瓶颈时，美国企业大幅补库存，而当需求走弱后，企业库存出现冗余，又开始大幅去库存，加剧了周期波动。从这个角度看，我们仍然需要对美国经济保持警惕。

► **其他数据方面，美国2023年1月ISM制造业PMI下跌至47.4（前值48.4），**

² <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230201.pdf>

为2020年5月以来新低，且为连续第三个月保持在负值区间。分项来看，制造业新订单、产出、就业均较上月进一步萎缩。1月非制造业PMI大幅反弹至55.2点（前值49.2），为2020年中以来最大的月度涨幅。一个解释是去年12月非制造业PMI受暴风雪影响大幅下降，随着天气影响减弱，服务活动恢复正常带动PMI反弹。非制造业PMI反弹也再次表明，美国服务业活动仍有复苏动能，这与非农数据中的服务业就业强劲一致。

►美国2022年四季度劳动力成本指数(ECI)环比季调增长1%(前值1.2%)，同比增长5.1%（前值5%）。ECI是美联储非常看重的一个成本指标，相较于非农就业报告中的时薪增速，ECI受就业结构变动的的影响较小，而且ECI不仅涵盖企业的工资支出，还包括了福利支出，从而能够更加全面地衡量企业的用工成本。最新的数据显示，美国劳动力成本环比没有继续上升，这在一定程度上降低了美联储和市场对“工资—通胀”螺旋的担忧。

►欧洲方面，欧元区2023年1月HICP同比增速初值为8.5%（前值9.2%）。具体来看，通胀放缓主要由能源价格下降驱动，剔除能源食品的核心HICP通胀仍居高不下，1月同比增长5.2%（前值5.2%）。此外，欧元区2022年四季度GDP同比增速初值1.9%，好于欧央行此前预测的1.5%；四季度GDP环比增速初值0.1%，好于欧央行预测的-0.2%。GDP数据表明，欧元区经济在去年四季度“逃过一劫”，没有因为能源危机而进一步萎缩。往前看，我们认为，如果能源危机能够继续缓和，且俄乌冲突影响可控，欧洲经济增长将有望在今年下半年逐步企稳。

以上观点来自：2023年2月4日中金公司研究部已发布的《从劳动力囤积看非农超预期》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

专题聚焦

数据投资、数据共享与数据财产权益分配

明确数据财产权益分配规则是现阶段建立数据确权制度中的关键一环，其难点在于平衡数据生产方、收集方和使用方等主体的利益诉求，在促进数据共享的同时保障数据投资。本文构建了一个博弈模型，在微观机制上讨论了不同的数据财产权益分配方式对整体社会福利产生的影响。

模型结果显示，从社会总福利角度来看，不同类型的数据适用于不同的数据财产权益分配方式，因此要做到“因数确权”。按照数据的投资成本和数据的通用性，理论上可以将最佳的数据财产权益分配方案大致划分为三类。①在数据投资成本和数据通用性两者都较高时（如分析预测类数据），保障数据投资更重要，可以将数据财产权益分配给数据收集方。②在两者都较低时（如企业内部数据），促进数据共享更重要，可以将数据财产权益分配给数据生产方。③在两者适中时（如征信数据），数据的价格规制措施更合适，可以强制数据共享并允许合理的价格补偿。

数据财产权益分配应充分考虑对企业的激励。如果将数据财产权益分配理解为“分蛋糕”，那么前期的数据投资就是“做大蛋糕”的第一步。在现实场景中，数据的收集和加工处理往往需要大量资本、技术等投入。为了使相关市场主体有动力持续进行投入，为整个市场带来长期的经济利益，需要肯定数据收集方和使用方的合理权益。如果企业不能获得足够的激励，整个市场可能面临着数据要素供给不足的困境。

数据要素的准公共品属性意味着公共政策将扮演重要角色，但这并非是要政府介入到数据生产与流通环节的方方面面，而是强调政府可以致力于保障数据流通的基础设施和增强市场的可竞争性。具体措施包括持续细化网络安全、个人信息保护、数据出入境等方面的具体要求；为众多中小企业搭建数据匿名化和数据交易的公共平台；通过价格规制措施打破数据垄断、保证具有准公共品属性的数据要素的有效供给。

对于数据财产权益分配这类前沿话题，可能不宜过早地追求统一政策框架。具体到“因数确权”的分类治理模式，理论上的最佳方案可以通过参数进行计算，但实际中的落地与推广需要以自下而上的政策试点与市场实践为前提。一方面可以考虑组织由政府引导，平台企业、数字创新企业、消费者代表等多方共建的专业委员会，来界定数据分类标准，另一方面是致力于提升自下而上的积极性，通过赋予地方政府更多自主权，鼓励地方积极探索和试点新的数据治理模式。



以上观点来自：2023年1月31日中金研究院已发布的《数据投资、数据共享与数据财产权益分配》

李根 联系人 SAC 执证编号：S0080121040127

谢超 联系人 SAC 执证编号：S0080520100001

*本报告由由中金研究院和中国人民大学数字经济研究中心合作完成，研究员为：李根、王泰茗、李三希、刘小鲁、武琦璠、谢超，其中李三希、王泰茗、刘小鲁、武琦璠是中国人民大学数字经济研究中心研究人员。

专题聚焦

不动产与空间服务2023年展望：缓筑底，慢复苏，强分化

结合长期趋势和短期政策背景，我们认为2023年房地产行业基本面大概率呈现“缓筑底、慢复苏”态势。长期趋势上看，2022年新房销售的陡峭跌幅折射出行业供需两侧的深刻变化，一方面新房需求中枢进入长周期下行区间，不支持短期快速反弹，另一方面供给侧杠杆风险在本轮周期快速出清，市场主体系统性地回归理性，这是我们思考行业走势的大背景。短期政策上看，过去一年行业政策经历了“需求-供给-需求”的三阶段渐进完善历程，目前正在第三阶段调整中，我们认为部分高能级城市在限购、限贷和限售层面仍存在一定空间，可视情况动态调整以提振需求。综合上述因素，我们预计2023年商品房销售或将经历一个缓慢的渐进式复苏历程，存量房市场修复或较早，并通过价格信号逐渐传导至新房，全年新建商品房销售面积和金额分别同比增长2.1%和5.9%；房地产开发投资完成额恢复略慢于销售，全年预计同比仍跌0.6%；物理竣工面积或受益于“保交楼”举措落地，同比增约一成。

► 2022年新房销售跌幅陡峭折射出行业供需两侧深刻变化

房地产行业需求端面临的长短期压力和供给侧积累的杠杆风险释放是本轮下行周期的关键成因，也是预判复苏节奏的重要背景。2022年我国商品房销售面积同比跌幅达到-24.3%，尽管期间经历了多轮次、不同侧重点的政策调整，但整体改善幅度不明显，下半年同比跌幅（-26.3%）并未较上半年（-22.2%）有明显改善，我们认为这主要受两方面因素影响：一是新房需求跨越拐点进入长期下行阶段，短期内疫情影响也使其进一步承压。二是企业长期积累的杠杆风险在较长的下行周期集中释放，并反向影响实体市场信心。

► 政策思路渐进式深化完善，目前仍存在部分调整空间

为应对下行周期，房地产政策思路分三个阶段进行渐进式的优化完善。第一阶段，从2021年4季度至2022年2季度末3季度初，政策主要从需求角度出发，通过金融和行业政策调整试图促进销售回暖，主要措施包括房贷利率下调、房

贷放款周期缩短、“四限”放松措施涉及城市范围和政策力度逐渐增大，但由于企业信用问题和疫情原因销售仍呈下行趋势。第二阶段，以2022年下半年为主，政策转向供给端问题，主要举措包括项目层面政策行“保交楼”专项贷款和央行“保交楼”贷款支持计划，以及公司层面“三支箭”等房企合理融资支持计划，目前企业信用风险得到有效遏制，叠加疫情集中过峰的现实背景，此前的两个瓶颈都得到一定舒缓。第三阶段，从2022年末至今，政策重心重回需求端，行业政策更多侧重高能级城市和限贷、限购等核心举措，金融方面推出首套房贷利率动态调整机制，以期助力需求回暖。

当前需求端政策在限贷、限购、限售等方面仍存在一定空间，可动态地视效果调整政策力度。需要首先明确的是，进入需求中枢的长期下行阶段后，政策对需求的影响效果从此前的“易托难压”转为“易压难托”，为达到同样的托举效果需要更强的政策力度，但实际执行方面仍需要综合考虑“房住不炒”的总体纲领和房价的可能变化。我们针对29个高能级城市进行统计，所有城市的严格首套房最低首付比例均已调至下限，但仍有12城的严格二套房最低首付比例较下限平均高13.3ppt，和20城可以将首套房认定标准从“认房认贷”下调至“认房不认贷”；如果实际情况需要，或可考虑进一步允许部分高库存、无房价上涨压力的城市改变限购状态或调整至“认贷不认房”。从限售条件看，目前仍有10城存在超过3年的硬性或软性限售条件，可以适度进行下调从而一定程度上释放改善需求。

► 2023年房地产行业大概率呈现“缓筑底，慢复苏”态势

在政策端适时发力的前提下，我们预计2023年房地产市场将呈现“缓筑底、慢复苏”态势。相较于以往周期的“V”型反弹，我们认为本轮周期有三点差异可能使得其修复节奏相对更平缓：其一，需求中枢长期下行背景下需求“易降难举”特点不变；其二，需求端政策尽管存在一定调整空间但仍须兼顾多重目标；其三，供给侧出清后市场主体整体回归理性。从修复节奏上看，可能呈现以下三类特点：其一，销售修复快于投资相关指标，这主要是由于企业需要待经营现金流相对修复后才能逐步恢复投资意愿和能力；其二，高能级城市销

售修复快于中低能级，当前症结主要在需求端，高能级城市更具产业机会、有更多刚性需求储备；其三，存量房市场修复快于新房，尽管面向房企融资的供给端政策已经充分发力但传导至新房实体市场仍须时间，需求端政策作用效果或更早呈现于存量房市场，后逐渐伴随价格信号传导至新房市场。

我们预计**2023年商品房销售面积同比或呈低个位数增长，房地产投资持平微跌**。考虑到需求端政策潜在调整空间仍以超高能级与部分基本面较好的高能级城市为主，而其销售面积仅约占全国的13%，假设该类城市销售面积整体修复至此前中枢的90%（2022年基本降至75%，其他城市假设维持当前水平），同时全国整体房价在头部城市低库存和销售结构向头部城市偏移的背景下小幅微增3.7%，我们预计2023年全国新房销售面积和金额分别同比增长2.1%和5.9%。供给端指标中，新开工面积和房地产开发投资中的土地购置费子项，受限于前期土地市场成交冷清，2023年同比或分别下跌5.6%和5.0%，其中对于开工我们同时考虑需求回升驱动的开工意愿修复，尽管由于去年拿地主体结构问题这一修复过程可能慢于以往周期；而物理竣工面积（通过前期期房销售和当期现房销售面积推算得到物理竣工数据）和房地产开发投资中的建安投资子项则受益于“保交楼”举措逐渐落地（截至2022年末克而瑞监测的290个停工项目中完全复工项目占比21%，部分或小范围复工项目占比36%，继续停工项目占比43%），叠加正常工程节奏推演下今年也属竣工景气年份，二者全年同比或分别增长12.7%和1.3%，整体上2023年房地产投资同比微跌0.6%。

►长期来看旧模式向新模式转化契机已现但仍须主动施为

2022年中央经济工作会议中再次提及“推动房地产行业向新发展模式平稳过渡”，我们当前正处于机遇期、更需主动作为。我们在此前的新模式系列报告中提出为达到房地产新模式所需要进行住房、土地、财税、金融四方面的制度改革，事实上本轮下行周期已经为这种变革提供了一定的契机，例如，住房制度方面，建行住房租赁基金和央行住房租赁贷款支持计划在推动我国住房供给结构补短板；土地制度方面，尽管并非主动，但在市场行为主导下土地供给结构开始更加侧重需求更充分的城市和区位；金融制度方面，“第三支箭”

打开房企股权融资通路，保租房REITs得以快速推动，央行优质房企资产负债表改善计划推动房企更好更快实现股债平衡。但除此之外，我们也需要在其他改革要点上适时、积极施为，房地产发展旧模式的天花板在于住房支付能力，而突破这一天花板的**核心关键就是通过积极的系统性改革向新模式转型。

► 房地产企业“短-中-长”发展研判

在需求缓慢复苏、供给剧烈出清的背景下，房地产企业将在**2023年持续强分化**，优质房企经营优势继续扩大。我们认为，短期行业供给侧政策以“三支箭”为抓手迅速发力，在资产、负债、权益等方面多管齐下，有助于改善优质企业资产负债表、化解受困房企风险，亦有望带动企业和居民预期扭转与修复。据我们测算，2022年百强房企中强信用房企销售金额占比已达**69%**（2021年为**49%**）、其中短期具有扩表能力的企业占比上升至**46%**（2021年为**32%**），这意味着行业供给侧深度出清的演绎。当前房企分化发展逻辑已进入循环实现阶段，2022年强信用优质房企在销售增速、拿地强度、融资规模、盈利表现等方面均于行业内领先，出现稳健扩表、份额提升的良性循环，中期维度上强分化格局的图景逐渐清晰。长期来看，伴随行业新模式下的制度变革，房企无论在传统开发业务或是多元业务赛道上均有望迎来全新发展机会。纵观短-中-长期视角，专注主业经营、持有优质资产、审慎管理杠杆的企业才能穿越下行周期，把握不同阶段的发展机遇。

以上观点来自：**2023年2月1日中金公司研究部已发布的《不动产与空间服务2023年展望：缓筑底，慢复苏，强分化》**

张宇 分析员 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

孙静曦 分析员 SAC 执证编号：S0080521070006 SFC CE Ref: BTA085

李昊 分析员 SAC 执证编号：S0080522070007 SFC CE Ref: BSI853

王惠菁 分析员 SAC 执证编号：S0080521050006 SFC CE Ref: BND383

旷美琦 联系人 SAC 执证编号：S0080121080162

宋志达 联系人 SAC 执证编号：S0080122070113

张芳妍 联系人 SAC 执证编号：S0080122080111

苗琳 联系人 SAC 执证编号：S0080122080012

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.1.30 中国宏观专题报告：图说中国：2023年一季度
- 2023.1.31 中国宏观简评：从中金LEI看“非典型”复苏
- 2023.1.31 中国宏观热点速评：2023专项债结转不低，基建可期 ——2022年全年财政收支数据点评
- 2023.1.31 中国宏观热点速评：1月PMI点评： 内需是亮点
- 2023.1.31 中国宏观热点速评：利润结构或迎来转变 ——12月工业企业利润点评
- 2023.2.2 海外央行观察：美联储加息放缓，态度偏鸽
- 2023.2.3 海外央行观察：欧央行：加息继续，态度偏谨慎
- 2023.2.4 海外宏观周报：从劳动力囤积看非农超预期

策略及大宗商品

- 2023.2.1 主题策略：行业配置月报：以增长复苏为主线
- 2023.2.1 A股和港股行业首选：2023年2月
- 2023.2.2 中国策略简评：A股市场将步入全面注册制时代
- 2023.2.2 海外策略：2月FOMC：相比加息结束，市场想要的更多
- 2023.2.2 主题策略：中美上市企业对比之二：投资与回报率
- 2023.2.2 主题策略：公募4Q22港股投资：港股持仓明显回升
- 2023.2.4 全球资金流向监测：南向流出创21年中以来新高
- 2023.2.4 大宗商品：农产品：农桑时录：供给扰动犹存，内外预期分化
- 2023.2.5 海外市场观察：债务上限如何反而能改善市场流动性？ 2023年1月30日~2月5日
- 2023.2.5 A股策略周报：行稳方能致远
- 2023.2.5 海外中资股策略周报：近期南向资金流出是否值得担忧？
- 2023.2.5 大宗商品：黄金：预期修正，逆风回归

固定收益

- 2023.1.31 招投标备忘录：国开债22年第16期、23年第2、3期增发 ——利率债招标分析
- 2023.1.31 简评：预期中的经济反弹，预期外的债市表现 ——1月PMI数据分析
- 2023.1.31 专题研究：信用债回售转售纪事
- 2023.2.1 招投标备忘录：贴现农发债23年第3期新发，付息农发债22年第10、11期增发 ——利率债招标分析
- 2023.2.1 资产证券化分析周报：4Q22 ABS公募基金持仓：回到2019
- 2023.2.1 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2023.2.2 招投标备忘录：国开债22年第14、20期增发——利率债招标分析
- 2023.2.2 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.2.2 专题研究：基于理财调研看理财规模变化和债市影响——机构行为跟踪系列
- 2023.2.3 招投标备忘录：贴现国债23年第5、6期新发——利率债招标分析
- 2023.2.3 中国可转债策略周报：曾经的遗憾，如何避免
- 2023.2.3 简评：高等级表现较好，城投地产表现评级间分化 ——2023年1月行业利差跟踪
- 2023.2.3 专题研究：资金面平稳仍是主旋律 ——债券市场流动性月报
- 2023.2.4 信用债收益率跟踪周报：中短端信用债需求有所增强
- 2023.2.4 简评：美元指数反弹，债市开门红可能延续
- 2023.2.4 专题研究：四个问题解析超额存款的去留及对债市的启示

行业

- 2023.1.30 电信服务：电信运营商产业互联网系列报告：再谈电信运营商云计算业务
- 2023.1.30 石油天然气：国际气价继续走低，利好工业气量复苏
- 2023.1.30 交通运输物流：春运数据：航空铁路恢复符合预期，高速公路车流量超预期
- 2023.1.30 日常消费：周思考：白酒春节消费氛围略超预期，消费场景复苏利好大众品板块
- 2023.1.30 交通运输物流：公路车流量增长超预期，板块具备配置价值
- 2023.1.30 家电及相关：从上海再推消费补贴看家电复苏预期
- 2023.1.30 日常消费：基金4Q22食品饮料持仓分析：白酒板块重仓市值占比环比下降，其他子板块表现分化
- 2023.1.30 酒类食品饮料：白酒春节动销总结：环比改善明显，消费氛围略超预期
- 2023.1.30 交通运输物流：双周报#357：春节假期航空恢复稳健，高速车流量超预期
- 2023.1.30 机械：“机器人+”方案印发，关注新能源技术变革
- 2023.1.30 航空航天科技：成长动能不减，改革持续加速
- 2023.1.30 化工：政策支持非粮生物基材料发展，春节前后化工品价格稳中有升
- 2023.1.30 新能源汽车：中金电动车研究：电车行情新年如期展开
- 2023.1.30 公用事业：风光公用环保周报：排产是行情先行指标
- 2023.1.30 交通运输物流：4Q22基金持仓：配置比例微降，航空、快递获得青睐
- 2023.1.30 主题研究：中金周期半月谈：节后复工展望
- 2023.1.30 电力电气设备：新能源车月度观察：全球销量强势，欧美渗透率创新高
- 2023.1.30 半导体：海外观察-KLA：持续的良率提升和制程升级为公司带来业绩韧性

- 2023.1.30 纺织服装珠宝：春节假期期间黄金珠宝销售旺盛
- 2023.1.30 传媒互联网：线上平台专题之一：长视频是爆款模式吗？
- 2023.1.30 主题研究：4Q公募基金持仓/陆港通：电新板块持股回调
- 2023.1.30 医疗健康：创新产业引领板块修复，期待疫后院内复苏
- 2023.1.31 保险：继续看好寿险投资机会，负债端走势对于个股修复的影响增大
- 2023.1.31 机械：催化密集落地，光伏电镀铜从0到1进行时
- 2023.1.31 机械：复合铜箔月报：材料龙头加速扩产扩大先发优势
- 2023.1.31 银行：路演反馈：经济改善推动下一阶段估值抬升，零售银行与优质区域行为首选
- 2023.1.31 医疗健康：公募基金4Q22医药持仓分析：环比提升
- 2023.1.31 公用事业：火电业绩预览：2022年业绩修复不达预期
- 2023.1.31 日常消费：零研月报：12月大部分品类稳健增长，速冻食品、榨菜、方便食品等表现亮眼
- 2023.1.31 传媒互联网：视频行业：千磨万击还坚劲，内容常态春已来
- 2023.1.31 新能源汽车：商用车：出口与电动化呈现惊喜，行业后续有望否极泰来
- 2023.2.1 家电及相关：生成式AI大幕拉开，或助力智能音箱、家庭陪护机器人产品突破发展瓶颈
- 2023.2.1 房地产：A股：无须过虑房企业绩低于预期
- 2023.2.1 不动产与空间服务：4Q22持仓：整体仓位回落，港股仓位略升
- 2023.2.1 电力电气设备：1月风电招标及中标数据点评：招标量同比增长36%，陆上风机价格微降
- 2023.2.1 传媒互联网：全球观察-Spotify：4Q22 MAU增长及毛利率超指引，将推动经营效率改善
- 2023.2.1 中金前沿科技系列：从达梦数据透视国产数据库的破局之道
- 2023.2.1 主题研究：动力电池新技术跟踪系列01：百花齐放，加速迈向产业化
- 2023.2.1 新能源汽车：新能源月度观察：全球收官近千万辆；期待1季度行业需求加速恢复
- 2023.2.1 不动产与空间服务：不动产与空间服务2023年展望：缓筑底，慢复苏，强分化
- 2023.2.1 软件及服务：工业软件：景气度跟踪框架与2023展望
- 2023.2.2 软件及服务：人工智能十年展望（五）：从ChatGPT到通用智能，新长征上的新变化
- 2023.2.2 农业：畜牧行业观察：动物保健行业景气复苏，且估值具有安全边际
- 2023.2.2 传媒互联网：全球观察-Electronic Arts：收入利润均弱于预期，游戏产品线主动调整
- 2023.2.2 传媒互联网：全球观察-Snapchat：短期收入仍有承压，降本控费持续推进
- 2023.2.2 金融：全面注册制落地在即、头部综合券商长期或更受益
- 2023.2.2 金融：春节支付数据的五大发现

- 2023.2.2 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：1月表现平淡但已有预期；期待需求触底加速回升
- 2023.2.2 基础材料：4Q建材转为超配，看好建材钢铁景气复苏
- 2023.2.2 房地产：内房补仓契机已现，下半场基本面行情可期
- 2023.2.2 传媒互联网：路演思考：内容常态化——从修复到进击
- 2023.2.2 博彩及奢侈品：一月博彩收入同比增长82.5%；春节假期后尾部需求持续强劲
- 2023.2.3 传媒互联网：全球观察-Meta：4Q22收入超预期，2023年效率为先
- 2023.2.3 REITs：公募REITs四季报解读：破晓，修复可期
- 2023.2.3 汽车及零部件：出口及海外月度观察：乘用车出口大国地位确立；2022年东南亚/印度销量增速亮眼
- 2023.2.3 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：补贴退坡致12月智能化渗透率小幅下滑，看好2023加速向上
- 2023.2.3 金融：资本市场行业2月报：全面注册制利好头部综合券商、创投公司及金融信息数据服务商
- 2023.2.5 电力电气设备：美澳价差环比上升，海外新增均为独立储能
- 2023.2.5 传媒互联网：全球观察-Alphabet：4Q22盈利不及市场预期，加速拥抱AI
- 2023.2.5 不动产与空间服务：不动产服务2022业绩预览：料显著分化
- 2023.2.5 半导体：周报（02/03）：关注ChatGPT及AI芯片
- 2023.2.5 科技：科技硬件周报（2/3）：关注MR备货进展

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn