

辨析“城中村改造”与“货币化棚改”

定期报告

华金宏观·双循环周报（第18期）

投资要点

- ◆ **国常会提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。**“城中村改造”不禁令人联想起八年前如火如荼的“货币化棚改”，彼时房地产市场迎来了一轮阳春，供需循环明显改善，一度甚至在一二线城市为代表的多个城市出现了房价上涨过快、居民恐慌式购房的地产泡沫化现象，此后的2016年底中央提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，此后进入新一轮地产调控周期之中。本轮“城中村改造”与当时的“货币化棚改”存在诸多明显差异，对于我们分析展望后续房地产市场来说，两者之间的差异是至关重要的。
- ◆ **土地所有权性质不同，城中村与保障性住房结合，需求难以“爆发”。**与主要是国有土地性质的城镇棚户区相比，城中村涉及到更为复杂的农村集体土地所有权属问题、以及与之相对应的人口户籍转化和土地征收征用补偿标准等现实操作的难度。会议还提到“把城中村改造与保障性住房建设结合好”，目前已经出台城中村改造地方政策的城市，更多关注在城中村现有房屋改造后用于保证性租赁住房的方向。加之土地所有权性质不同决定了城中村改造的情况更为复杂，地产需求预计难以短期内出现类似2015年的“爆发”。
- ◆ **范围不同，聚焦超大特大城市，市政府负主体责任贯彻高质量要求。**本轮“城中村改造”沿袭了4月底政治局会议聚焦超大特大城市的要求，明确“城市政府负主体责任”，推动城市高质量发展的要求可能优先于增加总体地产需求的目的。城市发展越成熟，城中村往往越少，本轮涉及区域范围明显小于2015年。市一级政府而非省级政府负“主体责任”，可能意味着并不会重新鼓励专项债资金用于城中村改造，对市一级财政自循环能力的更高要求可能意味着高质量发展的目标优先于增加总体地产需求的目的。
- ◆ **货币化程度不同，地产泡沫化风险大幅减弱。**与2015年明确要求“积极推进货币化安置”不同，本轮城中村改造未明确提出货币化要求，而是改为“积极创新改造模式”，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
- ◆ **未明确要求央行配合，预计货币投放节奏可控，并非“大水漫灌”。**货币化棚改期间要求人民银行给予政策措施配合，一年半时间内MLF、PSL合计新增投放超过4万亿，本轮并未明确要求央行配合，而是要求“多渠道筹措改造资金”，“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用”。鉴于上述分析，我们预计本轮“城中村改造”对特大超大城市地产需求具有一定的结构性稳定作用，但路径范围决定了总量意义上的需求扩张效应相对比较合理，更多是着眼长期的房地产市场新发展模式的一种探索，对高质量发展的长期优化目标的意义可能更大。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周欧美股市涨幅靠前，A股跌幅较深，房地产板块涨幅最大，通讯、计算机跌幅靠前；美债1Y、10Y收益率各小幅下行1BP，美元指数重回100以上，人民币被动小幅贬值；本周金价、原油、煤价小幅上涨，铜价有所下跌。
- ◆ **风险提示：**内需恢复不及预期风险。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.com.cn

021-2037709900

相关报告

23Q2/6 月经济数据点评-基建制造业稳增长，最终消费恢复偏慢 2023.7.17

华金宏观·双循环周报（第17期）-美元跌破100人民币7.13，是趋势逆转么？

2023.7.15

进出口数据点评（2023.6）-出口环比企稳同比见底，结构变化更加积极 2023.7.13

金融数据速评（2023.6）-货币投资热，财政逐步调稳 2023.7.11

CPI、PPI 简析（2023.6）-大众消费也由集中释放转为平稳增长 2023.7.10



内容目录

国常会提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造	3
土地所有权性质不同，城中村与保障性住房结合，需求难以“爆发”	3
范围不同，聚焦超大特大城市，市政府负主体责任贯彻高质量要求	4
货币化程度不同，地产泡沫化风险大幅减弱	4
未明确要求央行配合，预计货币投放节奏可控，并非“大水漫灌”	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	6

图表目录

图 1：基础货币投放同比及结构贡献（%）	5
图 2：全球股市：欧美股市涨幅靠前，A 股跌幅较深	6
图 3：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：受国常会影响，本周房地产板块涨幅最大；通讯、计算机跌幅较深	6
图 4：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股能源、健康护理领涨，通讯服务、可选消费跌幅较深	6
图 5：美国国债收益率变动幅度：10Y、1Y 收益率均小幅上行 1BP	7
图 6：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率下行 9BP	7
图 7：本周 1Y 国债收益率下行 9BP（%）	7
图 8：中美 10Y 利差小幅扩大（%）	7
图 9：10Y 国开债与国债利差进一步缩小（%）	8
图 10：1Y 信用利差持平，3Y 继续缩小	8
图 11：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	8
图 12：主要央行政策利率（%）	8
图 13：全球汇率：美元指数回升至 100 以上	8
图 14：人民币本周小幅被动贬值	8
图 15：金价本周继续小幅上行	9
图 16：本周原油价格波动上涨	9
图 17：7 月上旬无烟煤价格反弹，山西优混继续上行	9
图 18：本周铜价有所下跌	9

国常会提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造

7月21日国常会提出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造，这是过去两年房地产市场进入深度调整阶段以来首次提出这一要求。“城中村改造”与八年前的“货币化棚改”有何异同？其可能对房地产供需两侧产生怎样的影响？据新华社报道，7月21日国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。会议指出，这是“改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展”的一项重要举措，要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，“成熟一个推进一个，实施一项做成一项”。要“坚持城市人民政府负主体责任”，“多渠道筹措改造资金”，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，“并把城中村改造与保障性住房建设结合好”。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。《意见》是对4月底政治局会议所指出的“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”的要求的呼应。“城中村改造”不禁令人联想起八年前如火如荼的“货币化棚改”，彼时房地产市场迎来了一轮阳春，供需循环明显改善，一度甚至在一二线城市为代表的多个城市出现了房价上涨过快、居民恐慌式购房的地产泡沫化现象，此后的2016年底中央提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，此后进入新一轮地产调控周期之中。本轮“城中村改造”与当时的“货币化棚改”存在诸多明显差异，对于我们分析展望后续房地产市场来说，两者之间的差异是至关重要的。

土地所有权性质不同，城中村与保障性住房结合，需求难以“爆发”

与主要是国有土地性质的城镇棚户区相比，城中村涉及到更为复杂的农村集体土地所有权属问题、以及与之相对应的人口户籍转化和土地征收征用补偿标准等现实操作的难度。据2015年6月颁布的《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及相关工作的意见》，当时的改造对象包括城镇棚户区、城市危房、城中村、农村危房，其中城镇棚户区和城市危房都指的是城市规划区范围内的区域，本身已经是国有土地，改造过程中比较有利于在政策的鼓励下加快推进土地征收、补偿安置等前期工作，并结合实际操作中的城镇棚户区、危旧房使用年限久、房屋质量差、简易结构房屋较多的现实情况，城镇棚户区改造的需求是非常迫切的。而城中村的土地权属涉及到区域内全部或部分仍为农村集体所有土地的复杂权属情况，在纳入城镇规划、进行改造建设之前，需要首先确定土地权属和性质关系，对仍属集体所有的土地进行分批征用，对仍属农村户口的村民要逐步安排转为城镇户口，还需涉及到人口城镇化后的工作安置等一系列前置性的问题，情况明显较城镇棚户区更为复杂，推进速度可能明显慢于城镇棚户区。此外，超大特大城市房价更高，城中村土地征收征用利益更大，分配公平性和有效性的平衡面临更多的复杂现实问题，很多城中村现有住宅兴建年份较新，户籍村民已很少本村居住，而多对外来本市工作的人口提供租赁住房，相对而言改造更新的需求也没有城镇棚户区普遍意义上那么的迫切。会议还提到“把城中村改造与保障性住房建设结合好”，目前已经出台城中村改造地方政策的城市，更多关注在城中村现有房屋改造后用于保证性租赁住房的方向。加之土地所有权性质不同决定了城中村改造的情况更为复杂，地产需求预计难以短期内出现类似2015年的“爆发”。

范围不同，聚焦超大特大城市，市政府负主体责任贯彻高质量要求

本轮“城中村改造”沿袭了4月底政治局会议聚焦超大特大城市的要求，明确“城市政府负主体责任”，推动城市高质量发展的要求可能优先于增加总体地产需求的目的。2015年开始实施的一轮棚户区改造是全国范围各地区均普遍铺开的改造热潮，据上述2015年《意见》，当时明确提出在2015-2017年的三年内，改造各类棚户区住房1800万套，农村危房1060万户，这一规模是相当巨大的，如果按照城镇棚户区改造平均每户带来90平米左右的新增购房需求，那么就相当于年均全国新增高达5.4亿平米的新增住宅需求，当然这个测算的假设是非常简化的，但量级上的直观感受至今仍令人印象极为深刻。

城市发展越成熟，城中村往往越少，本轮涉及区域范围明显小于2015年。本轮所提的城中村改造所涉及的城市范围则相当严格地限制在“超大特大城市”，据住建部2022年10月公布的最新标准，全国共有超大城市8个，分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津、武汉，特大城市11个。除个别特殊历史或地理原因所致之外，城中村密度往往与城市规模和发育成熟度呈负相关关系，特大超大城市中除深圳、广州等个别城市之外，普遍来看城中村是比较少的，也就是说本次实施城中村改造的范围限制较为严格。

市一级政府而非省级政府负“主体责任”，可能意味着并不会重新鼓励专项债资金用于城中村改造，对市一级财政自循环能力的更高要求可能意味着高质量发展的目标优先于增加总体地产需求的目的。除此之外，本轮“城中村改造”新增了“要坚持城市人民政府负主体责任”的要求，而我国地方政府债券的发行和责任主体是省（区、市）级政府，这可能意味着专项债在2020年内以来逐步淡出货币化棚改领域之后，本轮城中村改造也并不会重新鼓励将专项债资金再度与之挂钩，这其实可能对市一级财政自循环能力提出了更高的要求。实际上，近年来我国城市常住人口规模、产业成熟度与财政对土地和房地产市场的依赖度之间已经形成较为明显的负相关关系，超大特大城市也具有更好的财政自循环能力，同时其地方经济和财政对房地产市场的依赖度也相对较低，显示本轮超大特大城市城中村改造可能是在高质量发展的优先目标下的一项较为稳妥的政策安排，并非主要考虑短期内明显扩大总体地产需求。2015年《意见》则明确将责任主体确定在省（区、市）级政府，并明确提出可通过“省（区、市）人民政府代发地方政府债券”予以支持，并“优先用于棚改”。两者政策导向差异明显。

货币化程度不同，地产泡沫化风险大幅减弱

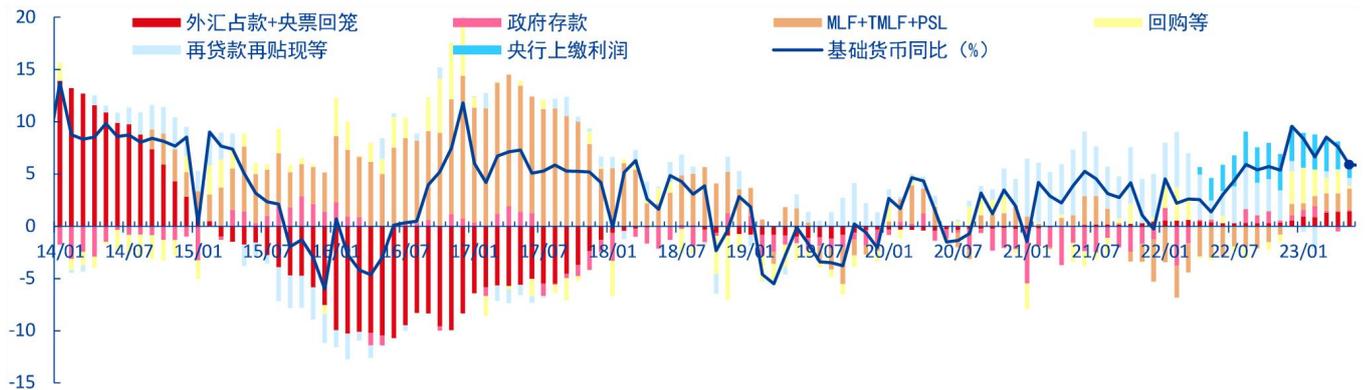
与2015年明确要求“积极推进货币化安置”不同，本轮城中村改造未明确提出货币化要求，而是改为“积极创新改造模式”，努力发展各种新业态，实现可持续运营。货币化安置的突出特点是完全可以实现地产需求的跨区域迁移。比如，如果三线城市的一户退休家庭在棚改过程中获得了全额货币化安置资金补偿，而这户家庭子女恰好在一线城市工作并且刚刚步入工作岗位，正好面临首套房购置需求，那么这户退休家庭的货币化安置补偿款可以相当便捷地转化为一线城市新增购房需求。2015年的棚改一个突出特点就是明确要求“积极推进货币化安置”，“缩短安置周期”，并要求各地抓紧指定推进棚改货币化安置的指导意见和安置目标。货币化安置一定程度上扭转了此前十年一二三线城市房价累计涨幅差异较小的结构，一线、二线城市涨幅与三线城市之间开始拉开差距。本次国常会中没有明确提及货币化安置的要求，与我们上述分析的一些结

构性差异直接相关，同时也意味着一二线城市地产需求集中大幅膨胀、房地产市场新一轮泡沫化的风险相对货币化棚改时期有比较明显的减弱。

未明确要求央行配合，预计货币投放节奏可控，并非“大水漫灌”

货币化棚改期间要求人民银行给予政策措施配合，一年半时间内 **MLF、PSL** 合计新增投放超过 **4 万亿**，本轮并未明确要求央行配合，而是要求“多渠道筹措改造资金”，“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用”。2015 年《意见》明确提出“人民银行、财政部、银监会要完善政策措施，支持开发银行、农业发展银行等金融机构加大信贷支持力度”，并考虑上文所述“货币化安置”要求，实际上央行的基础货币投放对于信贷支持地方政府融资而言是至关重要的。2015 年下半年至 2016 年，央行 **MLF、PSL** 增量投放应声加速，2016 年底两项基础货币投放余额达到 **5.5 万亿**，较 2015 年 6 月底的 **1.3 万亿** 迅速扩张达 **4.1 万亿**，而 2016 年基础货币总规模也仅有 **30.9 万亿**。同时，2015 年前后约 1 年内，5 年贷款基准利率下调达 **165BP**，房贷加权平均利率下行 2 个百分点以上，都对当时的房地产市场结构性的泡沫化表现起到一定的推波助澜作用。相比之下，本轮“城中村改造”在融资方面的政策设想是相当理性克制的。

图 1：基础货币投放同比及结构贡献（%）



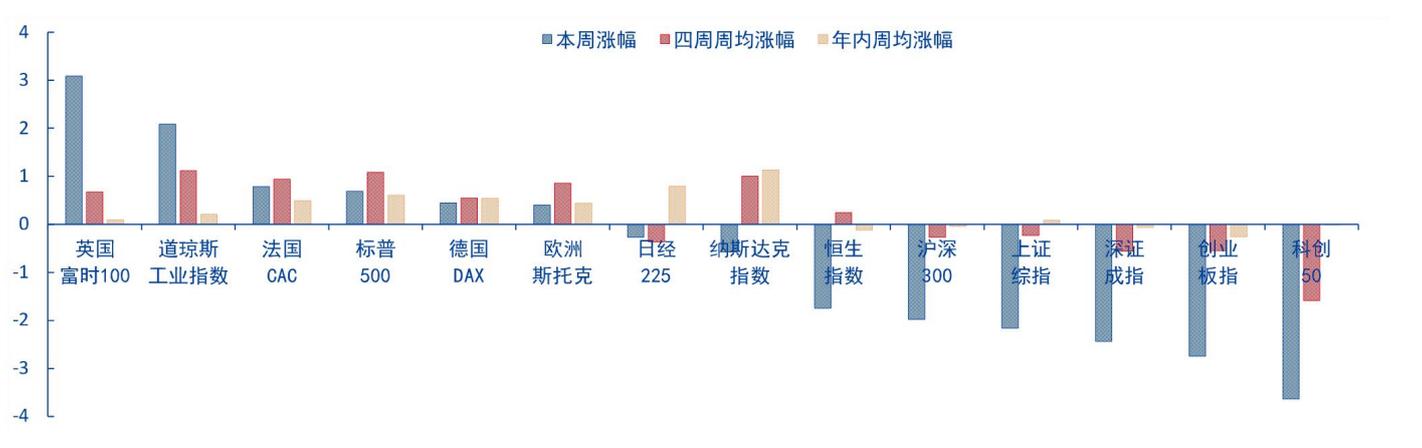
资料来源：CEIC，华金证券研究所

鉴于上述分析，我们预计本轮“城中村改造”对特大超大城市地产需求具有一定的结构性稳定作用，但路径范围决定了总量意义上的需求扩张效应相对比较合理，更多是着眼长期的房地产市场新发展模式的一种探索，对高质量发展的长期优化目标的意义可能更大。

风险提示：内需恢复不及预期风险。

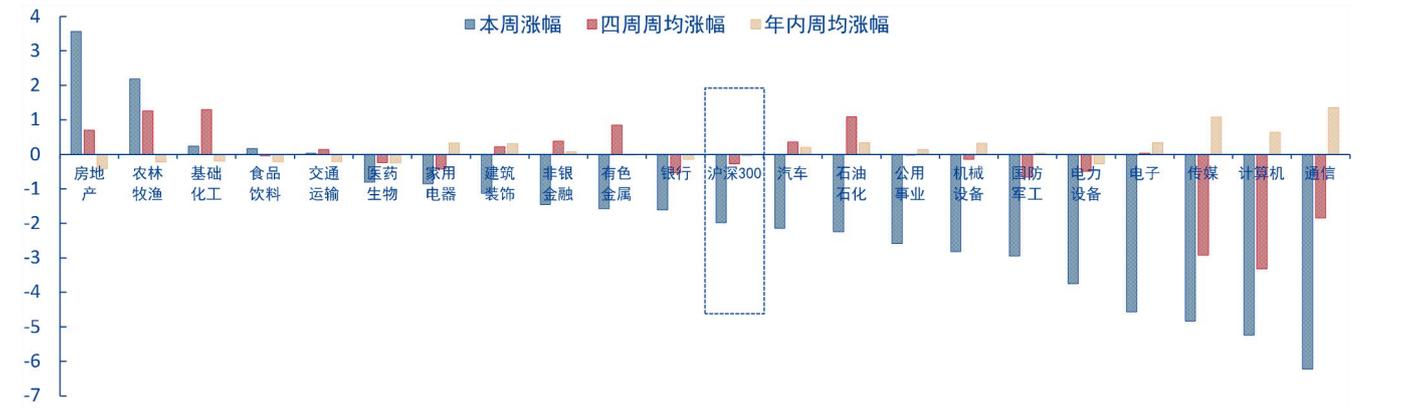
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 2: 全球股市: 欧美股市涨幅靠前, A 股跌幅较深



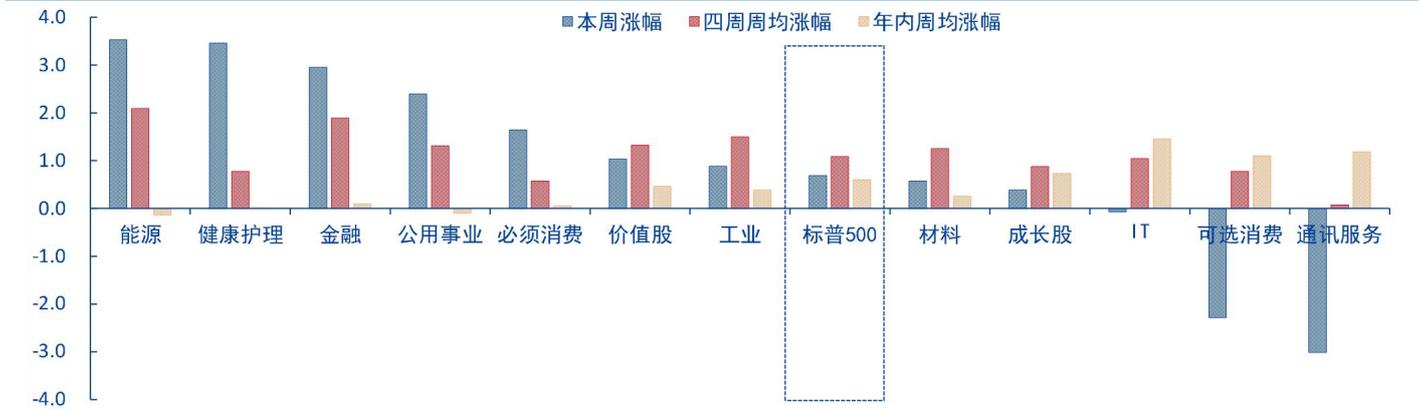
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 受国常会会影响, 本周房地产板块涨幅最大; 通讯、计算机跌幅较深



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股能源、健康护理领涨, 通讯服务、可选消费跌幅较深



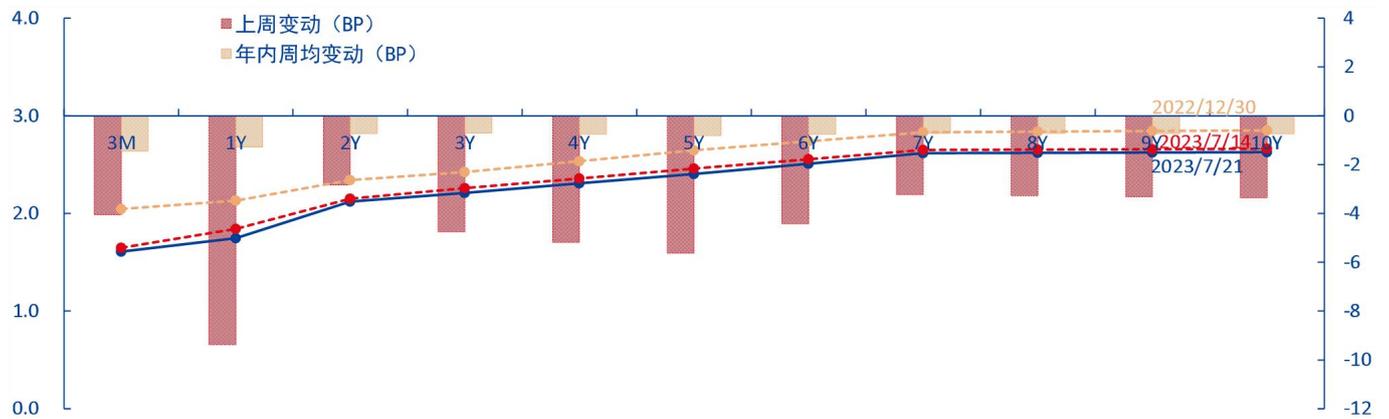
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5：美国国债收益率变动幅度：10Y、1Y 收益率均小幅上行 1BP



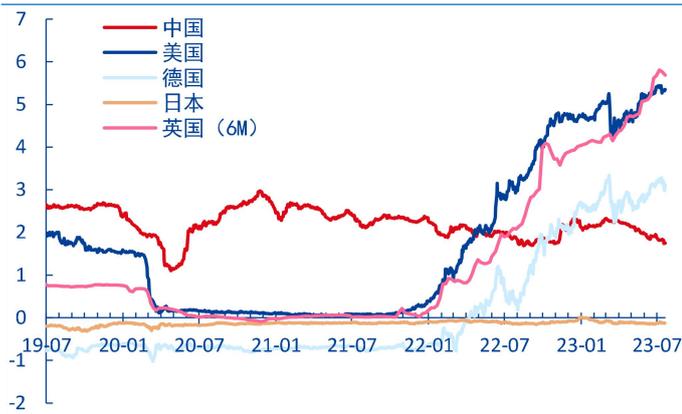
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率下行 9BP



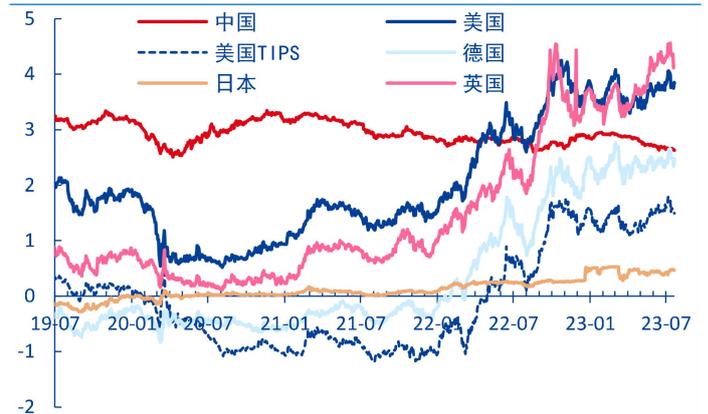
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：本周 1Y 国债收益率下行 9BP (%)



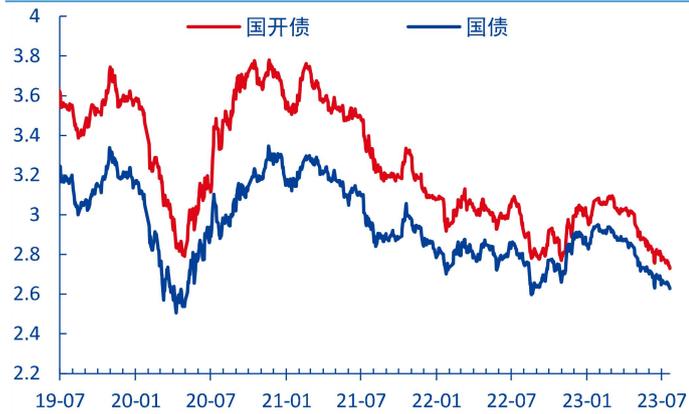
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：中美 10Y 利差小幅扩大 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



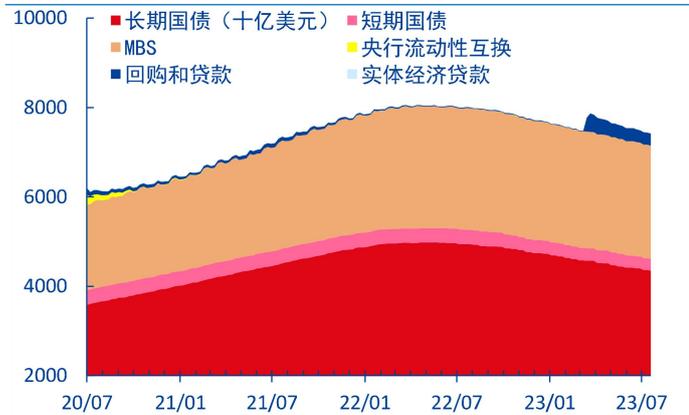
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 1Y 信用利差持平, 3Y 继续缩小



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



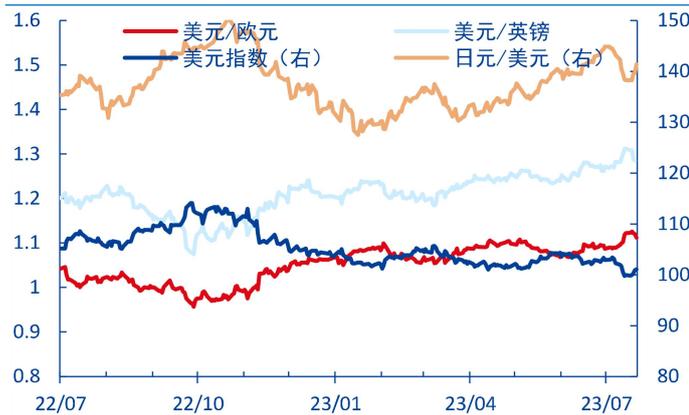
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 全球汇率: 美元指数回升至 100 以上



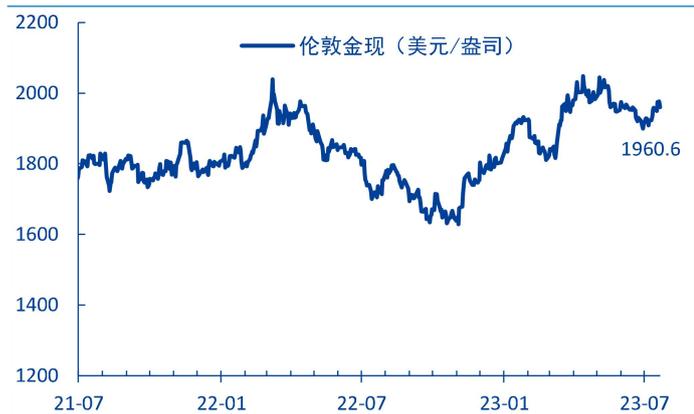
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 人民币本周小幅被动贬值



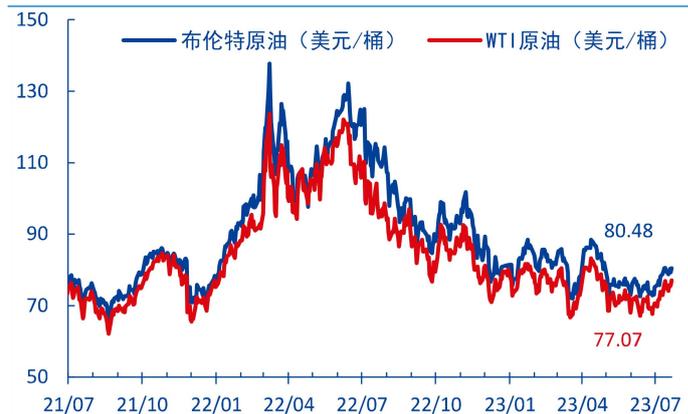
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 金价本周继续小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 本周原油价格波动上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 7月上旬无烟煤价格反弹, 山西优混继续上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 本周铜价有所下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn