

房地产行业深度报告

2024年房地产行业年度策略——探寻新发展模式下的行业破局之道

增持（维持）

2023年12月28日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

投资要点

■ **海外应对地产危机经验借鉴。**日本地产危机应对启示：大规模发行国债、减税等财政政策加大财政扩张，降息、利率补贴等货币政策刺激总需求；立法并成立专门机构加快处置不良资产，强化金融监管；调整土地税制政策，取消地价税和超短期持有税等。**美国次贷危机处置经验：**宽松货币政策为金融市场提供充足流动性、大规模财政刺激托底经济；政府信用介入，高效处置不良资产，恢复金融体系信心；改革住房金融体系，恢复住房金融市场。**基于美日经验，恢复核心条件是：迅速介入危机是关键；解决债务危机需要政府信用介入，有选择的救助市场主体，有助于稳定和恢复市场预期；化解债务危机，需要扩张而不是紧缩。**

■ **2023年房地产行业现状及困境。**宏观政策持续稳增长，下半年财政发力边际向好。2022年以来我国宏观经济政策在“稳增长”目标下，以货币政策为主导的维稳政策持续发力，但仍留有施策空间。财政政策维持积极基调，2023年财政发力始于下半年，边际向好。**金融机构涉房类融资缩量，房企端融资受限、持续缩量。“收入&资产价格”预期下行压制，居民部门中长期信贷修复不及预期。受限于市场化原则，行业不良资产处置进度缓慢。需求侧刺激政策收效甚微。**

■ **2024年房地产行业破局之道。**解决行业根源问题的举措：宏观政策持续刺激加码；解绑土地、商品房价格管制；保护现有市场主体，恢复信用，恢复融资；政府信用支持，加速推进保交楼。**城中村改造加速，对冲投资的短期下滑。**随着今年7月相关政策出台，我们预计未来城中村改造将拉动房地产投资7万亿元，最高年均1.4万亿元，有效对冲销售下行带来的房地产投资下滑影响。

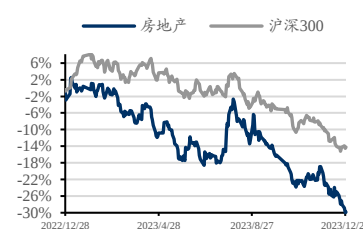
■ **行业核心指标预测。**2024年地产行业核心指标预计承压：2024年中性预测下1）商品房销售金额预计同比下降6.0%至11.0万亿元；2）土地购置费预计同比下降5.0%至3.7万亿元；3）房地产开发投资预计同比下降5.4%至10.0万亿元；4）新开工面积预计同比下降10.0%至8.6亿方；5）竣工面积预计同比下降3.0%至9.6亿方。

■ **新发展模式下，如何把握行业及企业的投资机会。**参考日本经验，房企在危机后需要降低杠杆、发展持有型物业租赁业务、开拓轻资产多元化业务。转型成功后，即使房价未明显上涨，公司盈利水平提升的同时，市场也会给予估值修复的机会。此外，随着“保障房+商品房”双轨制新发展模式的推进，两类房企将逐步脱颖而出：（1）商品房：土储聚焦核心城市、拥有高标准建设交付能力的房企；（2）保障房：入局代建业务的企业。

■ **投资建议。**短周期看，房地产需求端和供给端政策的持续放松有望推动2024年市场温和复苏；中周期看，城中村改造和保障房的逐步推进将成为拉动房地产开发投资的有力抓手；长周期看，参考海外经验，即使房价未明显上涨，率先完成轻资产多元化转型、具备综合开发能力的房企，随着盈利水平的提升市场也会给予其估值修复的机会。**推荐：**保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份，**建议关注：**中国海外发展、华润置地。另外，专注发展存量业务如租赁、物业管理、中介、代建的企业有望在未来持续受益。**推荐：**绿城管理控股、华润万象生活。**建议关注：**贝壳。

■ **风险提示：**行业下行压力超预期；政策放松不及预期；指标参考对研究结论或有较大偏差。

行业走势



相关研究

《新房成交同比转正，北京加强预售资金监管》

2023-12-26

《我国房地产是否已进入调整过度阶段？》

2023-12-22

内容目录

1. 海外应对地产危机经验借鉴	5
1.1. 日本二战后两次地产危机应对启示	5
1.2. 美国走出次贷危机的处置经验	8
1.3. 总结：恢复的核心条件和传导路径	10
2. 2023 年房地产行业现状及困境	12
2.1. 宏观政策持续稳增长，下半年财政加码边际向好	12
2.2. 金融机构涉房类融资缩量，房企端融资受限、持续缩表	13
2.3. “收入&资产价格”预期下行压制，居民部门中长期信贷修复不及预期	14
2.4. 受限于市场化原则，行业不良资产处置进度缓慢	15
2.5. 需求侧刺激政策收效甚微	16
3. 2024 年房地产行业破局之道	17
3.1. 解决行业根源问题的举措	17
3.1.1. 宏观政策持续加码	17
3.1.2. 解绑土地、商品房价格管制	18
3.1.3. 保护现有市场主体，恢复信用，恢复融资	19
3.1.4. 政府信用支持，加速推进保交楼	19
3.2. 城中村改造加速，对冲投资的短期下滑	21
3.2.1. 城中村建筑面积测算	21
3.2.2. 城中村改造拉动的销售和投资测算	23
4. 行业核心指标预测	24
4.1. 中性预测 2024 年商品房销售金额为 11.0 万亿元，同比下降 6.0%	25
4.2. 中性预测 2024 年土地购置费为 3.7 万亿元，同比下降 5.0%	28
4.3. 中性预测 2024 年房地产开发投资额为 10.0 万亿元，同比下降 5.4%	29
5. 新发展模式下，如何把握行业及企业的投资机会	33
5.1. 行业大变局中，日本房企如何转型	33
5.1.1. 行业下行期，房企由高杠杆高周转模式向低杠杆低周转的精细化运营模式转变	33
5.1.2. 以三井不动产为例，探究日本房企转型途径	35
5.1.3. 日本房企股价与房价和自身盈利水平关系探究	39
5.2. 双轨制模式下，哪些企业将会有机会	40
6. 投资建议	42
7. 风险提示	42

图表目录

图 1:	日本贴现率.....	6
图 2:	日本主要城市土地价值指数.....	6
图 3:	日本土地税制政策调整.....	7
图 4:	美国联邦基金目标利率.....	8
图 5:	3 轮 QE 将美联储资产负债表扩大.....	8
图 6:	美国不良贷款率.....	10
图 7:	次贷危机爆发后美国破产银行数量上升.....	10
图 8:	次贷危机后美国商业银行房地产贷款稳步恢复.....	11
图 9:	传导路径.....	12
图 10:	一万亿国债出台后 2023 年财政目标赤字率提升.....	13
图 11:	LPR 调降仍有施策空间.....	13
图 12:	房企累计到位资金同比 21 个月增速为负.....	13
图 13:	2023 年全年房企债券融资通路阻塞.....	14
图 14:	2022-2023 年房企银行端融资未见明显提振.....	14
图 15:	2023 年居民部门新增中长贷占比明显下降.....	15
图 16:	2023 居民部门中长期贷款回升乏力.....	15
图 17:	中国居民端杠杆率无大幅提升空间.....	15
图 18:	RMBS 条件早偿率指数仍处较高水平.....	15
图 19:	2023 年 1-10 月商品房销售仍未见明显起色.....	17
图 20:	三四线城市销售长期疲软，需求刺激效果有限.....	17
图 21:	2020 年各城市城中村人口及建筑面积测算.....	22
图 22:	2020 年各城市城中村自建户数及租赁户数占比.....	23
图 23:	2020 年各城市城中村建筑面积.....	23
图 24:	城中村改造带来的每年新建商品房建面占全国销售面积比例敏感性分析.....	23
图 25:	拆旧比为 20%、拆建比为 2 的情况下，城中村改造拉动的总投资测算.....	24
图 26:	拆旧比为 50%、拆建比为 2 的情况下，城中村改造拉动的总投资测算.....	24
图 27:	2024 年房地产行业核心指标预测.....	25
图 28:	不同能级城市 2014-2023 年月均住宅销售额.....	25
图 29:	不同能级城市 2014-2023 年月均住宅销售面积.....	25
图 30:	不同能级城市 2014-2023 年住宅销售单价.....	26
图 31:	一线城市近 2 年月度住宅销售面积.....	26
图 32:	一线城市近 2 年月度住宅销售单价.....	26
图 33:	二线城市近 2 年月度住宅销售面积.....	27
图 34:	二线城市近 2 年月度住宅销售单价.....	27
图 35:	三四线城市近 2 年月度住宅销售面积.....	27
图 36:	三四线城市近 2 年月度住宅销售单价.....	27
图 37:	2024 年商品房销售金额预测拆解.....	28
图 38:	近 2 年商品住宅销售金额占商品房销售金额的比例均值为 88.8%.....	28
图 39:	2024 年全国土地购置费预测.....	29
图 40:	房地产开发投资额拆解模型.....	29
图 41:	2024 年房地产开发投资完成额拆解预测（单位：亿元，万方，元/平）.....	30
图 42:	2024 年新开工、竣工、施工面积拆解预测（单位：万方）.....	31

图 43:	历年施工单价一览.....	32
图 44:	中性预测 2024 年房地产开发投资完成额为 10.0 万亿元, 同比下降 5.4%.....	33
图 45:	1991-1995 年日本不动产经常利润率保持负值.....	34
图 46:	日本三家龙头房企 ROE 总体保持稳定.....	34
图 47:	日本三家龙头房企归母净利率总体呈上升趋势.....	34
图 48:	日本三家龙头房企资产周转率总体呈下降趋势.....	35
图 49:	日本三家龙头房企权益乘数总体呈下降趋势.....	35
图 50:	日本三家龙头房企销管费率在上世纪 90 年代末期显著下降.....	35
图 51:	三井不动产发展历程回顾.....	36
图 52:	三井不动产成功转型后顺利度过 08 年次贷危机和 20 年新冠疫情.....	36
图 53:	三井不动产 1999-2006 年期间债务股本比迅速下降.....	37
图 54:	三井不动产 1999-2014 年期间资产负债率不断降低.....	37
图 55:	租赁业务助力三井不动产穿越 08 年次贷危机周期.....	38
图 56:	销售+租赁+管理的综合开发模式助力公司营收稳步增长.....	39
图 57:	1991-2022 年日本三家龙头房企的股价和归母净利润以及日本房价指数对比.....	40
图 58:	中国保障性住房体系变动情况.....	41
表 1:	日本不良资产管理机构及其运作模式.....	7
表 2:	为应对危机美国采取积极的财政政策.....	9
表 3:	我国涉房不良资产总货值庞大.....	16
表 4:	2021 年-2023 年我国中央政治局会议、中央经济工作会议的财政货币政策表述及当年政策落地情况.....	18
表 5:	为应对危机日本、美国采取政府信用积极背书.....	21
表 6:	三井不动产管理的 REITs 一览.....	38

1. 海外应对地产危机经验借鉴

房地产是我国经济的重要支柱产业，关乎 60 多个行业和几千万人的就业。近年来，楼市持续低迷，房企资金压力大，房地产销售和投资均持续下降，拖累经济和就业。虽然政策宽松持续叠加，但对市场的提振效果不及预期。2023 年 1-11 月，百强房企累计销售金额同比-15.5%。为防止行业继续失速下滑，引发系统性风险，我们可以从美日地产危机应对和行业恢复路径中汲取经验。

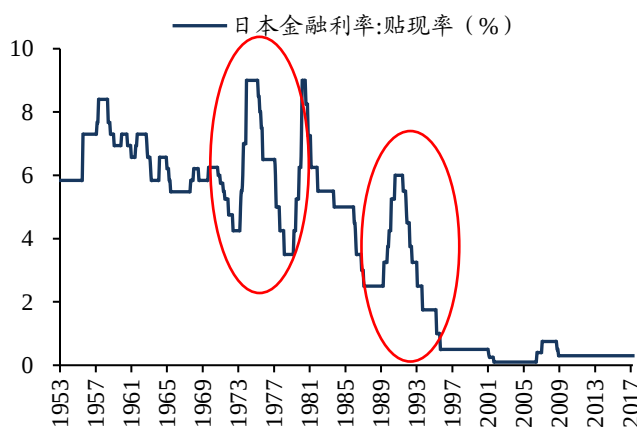
1.1. 日本二战后两次地产危机应对启示

背景:日本二战后经历两次地产危机：**第一次发生于 1970 年代。**1955-1968 年，日本处于快速工业化阶段，工业化和城镇化推高了土地价格；1973 年中东战争爆发引发第一次“石油危机”，全球经济衰退，日本央行为对抗通胀收紧货币，经济增速大幅回落，房地产市场转冷下滑。**第二次发生于 1990 年代。**当时房地产市场和股市繁荣刺激居民和企业参与投资和投机；1989 年起，日本政府为抑制房地产泡沫实施了包含连续加息、土地融资管制等在内的各项收紧举措，引发股市和房市暴跌。

尽管日本两次危机的触发因素迥异，持续时间和影响程度也不同，但政策应对都主要包含几个方面：通过大规模发行国债、减税等财政政策加大财政扩张，降息、利率补贴等货币政策刺激总需求；立法并成立专门机构加快处置不良资产，强化金融监管；调整土地税制政策，取消地价税和超短期持有税等。

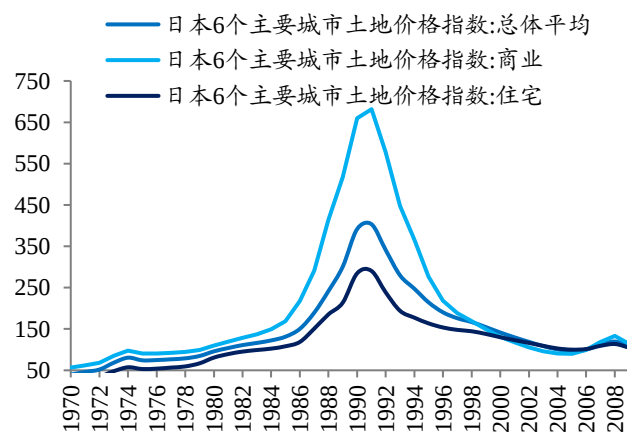
1) 货币政策：两次危机中，日本政府均将货币政策从紧缩转向宽松，运用降息、住宅贷款利率补贴等手段，刺激需求，促进信贷水平回升。1970 年代危机中，日本政府从两方面对货币政策做出调整：一是下调再贴现率，以刺激经济。1975 年 8 月起降息，长期贷款利率由 1974 年的高点 9.7% 逐步降至 1978 年的 7.1%。二是为符合条件的购房者提供一定比例的贷款利率补贴，降低贷款者贷款利息负担。1973 年日本政府推出住房贷款利率补贴制度，1975 年和 1976 年日本新增住房贷款同比新增分别为 29.9%、27.2%。1990 年代危机中，日本政府再次将货币政策从紧缩转向宽松，开启降息周期。1991 年 7 月起，日本央行 9 次下调贴现率，贴现率从 6% 降低到 1995 年 9 月的 0.5%；1991 年底，日本取消不动产行业融资总量控制，房地产行业信贷回暖，1991 年底到 1993 年 6 月，房地产信贷余额同比增长从 4.4% 升至 14.1%。

图1: 日本贴现率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 日本主要城市土地价值指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2) 财政政策: 两次危机中, 日本政府均采取积极的财政政策, 建设国债、特别国债大幅增长, 通过减税、扩大支出等刺激总需求, 大规模基建推动土地价格回暖。1970年代危机, 为应对经济受到的冲击, 日本政府实施了扩张性财政政策, 建设国债大幅增长, 1979年发行规模达1970年的38倍, 基建是重点投向, 1975-1977年日本建筑业投资同比持续回升, 1977年建筑投资同比增长13.5%。1990年代危机, 在泡沫破灭后的下行阶段, 日本政府再次通过财政扩张刺激总需求。1992-1995年日本政策多次采取“紧急经济对策”等方式扩张财政支出, 10年内增加了400万亿日元的公债, 筹资扩大公共事业投资, 加大社会保障支撑。此外, 制定并出台减税政策。

3) 不良资产处置: 日本对不良资产的处置滞后, 大藏省企图掩饰金融机构深陷不良资产困境的问题, 导致错失解决不良资产的最佳时间窗口。90年代资产泡沫破灭初期, 日本政府并未意识到问题的严重性, 企图通过财政扩张和货币宽松的举措来刺激经济以自然化解债务问题, 大藏省引导金融机构通过间接冲销的方式自我消化不良债权, 并鼓励大型银行兼并陷入危机的中小金融机构, 加剧了不良资产的风险扩散和传染, 最终导致大型银行接连破产。

此后, 日本政府转变了不良资产处置的思路, 加快并引导不良资产处置市场化, 主要有几个方面举措: 一是出台相关政策法规明确不良资产处置原则。1998年后, 日本政府提出“金融再生计划”, 3个核心法律文件《金融再生法》、《早期健全法》和《民事再生法》明确了处理破产机构的原则和方式。二是立法成立专门机构加快处置不良资产。1993年-1997年, 先后成立共同债权收购公司、住专债权管理公司、东京共同银行, 通过成立不良资产管理机构(AMC), 收购和处置银行和其他金融机构剥离出的不良债权。三是建设和完善存款保险制度。1996年、1997年两次修改《存款保险条例》, 允许存款保险机构以收购资产的方式向濒临破产的金融机构融资, 并委托整理回收机构完成操作。四是政府向重要金融机构注入资金救助, 政府托底接管破产的金融机构, 以控制风险扩散。日本国会于1998年1月批准60万亿日元处理银行不良资产; 1998年2月, 日本政府筹集13万亿日元成立公共基金, 为危机银行注入资金; 1998年3月, 日本政府向21

家银行注入总额约 1.8 万亿日元的资本。

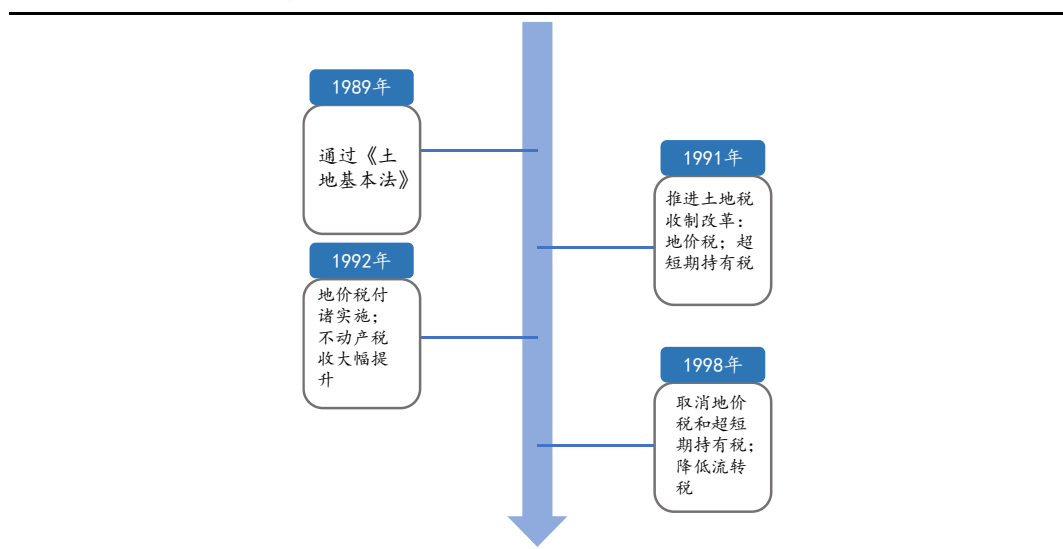
表1：日本不良资产管理机构及其运作模式

机构名称	出资方	运作模式
住宅金融债权管理公司	日本银行	受让“住专”的 6.1 万亿日元资产；日本银行及其他金融机构以低息贷款方式提供流动资金。
共同债权收购公司	162 家民间金融机构	评估收购各金融机构的不动产抵押不良债权；出售担保物；损失由各债券银行承担。
东京共同银行	日本银行民间金融机构	承接两家出现问题的信用合作社，负责转接存款兑付、资产回收等业务。
整理回收银行	存款保险机构 东京共同银行改组	接管已破产的金融机构，收回处理不良债权；接受存款保险机构委托，以优先股及次级债券方式向资本充足率低的银行注资。

数据来源：日本政府官网，东吴证券研究所

4) 调整土地税制政策：在上述政策举措无法有效解决问题后，日本政府才意识到调整土地税制政策的必要性，直至 1998 年日本政府才全面放松地产政策，但由于地价的取消滞后，此时已无法阻止地价的持续下跌，政策效果较差。1989 年日本通过了《土地基本法》，强调“土地的公共性”；1991 年日本开始推进土地税收制改革，核心内容包含按照 0.3% 的税率对持有环节的土地征收地价税、交易环节增收 2 年以内的超短期持有税 10%，达到抑制土地需求和交易，遏制土地价格上涨目的；1992 年起日本地价税付诸实施，房地产土地税负急剧增加，不动产税大幅提升，土地所有者纷纷抛售土地，进一步加速地价下跌和房地产泡沫破碎。直到泡沫破碎后的 6 年，1998 年日本土地政策开始全面转向，包含取消地价税和超短期持有追加税、调高交易环节个人所得税征收点等。但此时地产泡沫破灭造成的影响已积重难返，滞后的土地放松措施未能阻止地价的持续下跌，直到 2004 年日本地价才逐步走出下行通道。

图3：日本土地税制政策调整



数据来源：日本政府官网，东吴证券研究所

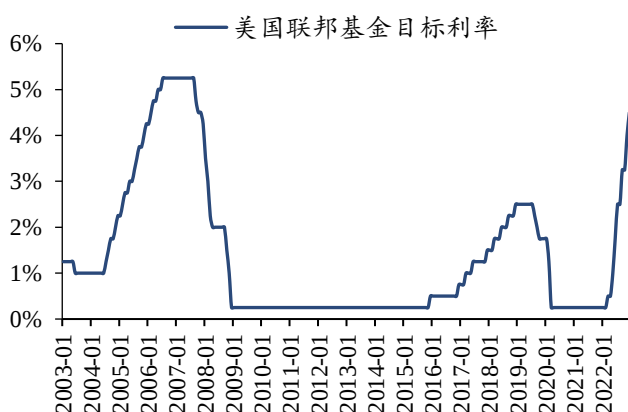
1.2. 美国走出次贷危机的处置经验

背景：美国房地产市场在 21 世纪初经历了高速增长，全美房价指数在 1997-2006 年上涨 85%，居民杠杆率也不断升高。过度宽松的利率环境和资产证券化等金融工具的滥用催生房价泡沫，随着美联储加息，美国房价于 2006 年开始崩溃，2008 年全美房价平均下跌 25%，房价下跌带来次贷违约率上升，金融机构资产大幅缩水，引发次贷危机。

相比日本，美国救助政策出台迅速有力，成效也更显著，仅用 2 年时间便走出危机。美国政府的救助思路是稳定金融体系和救助实体经济，举措主要包含几个方面：通过宽松货币政策为金融市场提供充足流动性、大规模的财政刺激托底经济；政府信用介入，高效处置不良资产，恢复金融体系信心；改革住房金融体系，恢复住房金融市场。

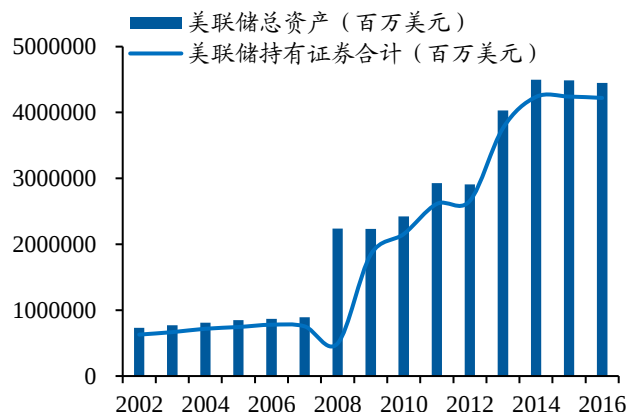
1) 货币政策：美国政府迅速作出反应，通过降低利率、创新设立融资工具和实行量化宽松等手段，稳定市场信心，为经济复苏提供支撑。第一，危机爆发后，美联储迅速对利率进行调整，利率在 2007 年底被降至 4.3%，并于 2008 年底将利率降至零利率下限，但利率下调并未及时向金融市场注入流动性，传统的货币政策工具并未有效传导到实体经济。第二，美联储创新设立定期拍卖工具（TAF）、定期证券借贷工具（TSLF）、一级交易商信用工具（PDCF）等融资工具，为信贷市场提供流动性支持。第三，推出量化宽松（QE）计划，通过大规模资产购买压低长期国债和抵押贷款利率，稳定市场信心，为经济复苏提供支撑。2009 年 3 月美国正式启动 QE，通过购买 MBS、美国国债、GSE 债券，支持抵押贷款市场、为金融机构提供救助。截至 2014 年 10 月，3 轮量化宽松将美联储资产负债表扩大至 4.5 万亿美元（为 2007 年前的 5 倍）。

图4：美国联邦基金目标利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：3轮QE将美联储资产负债表扩大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 财政政策：经济衰退开始，美国政府就制定出台积极的财政政策来应对危机，包含对中低收入家庭和企业减税、财政刺激政策扩大支出、为产权人和“两房”托底。2007 年 12 月，联邦政府推出《抵押贷款债务豁免法案》，旨在为抵押贷款借款家庭再融资提供支持；2008 年 2 月，《经济刺激法案》通过为中低收入家庭和企业减税，释放 1680 亿美元的支持；2008 年 7 月，美国国会批准《住房与经济复苏法案》，拨款 3000 亿美元

成立专款专用基金，为 40 万个面临失去房产的次级贷款家庭提供担保；2008 年 10 月，《紧急稳定经济法案》获得通过，针对金融机构不良资产开展 7000 亿美元的救助计划，向处于困境中的金融机构购买房贷支持债券及其他债券；2009 年 2 月，新任奥巴马政府推出总额近 8000 亿美元的《美国复苏与再投资法》，除了减税和家庭救济，主要增加了实体经济各领域的政府开支，通过大规模刺激促进托底经济。财政刺激几乎全部由联邦政府承担，联邦政府的赤字率从 2007 年的 1.1% 上升至 2009 年的近 10%。

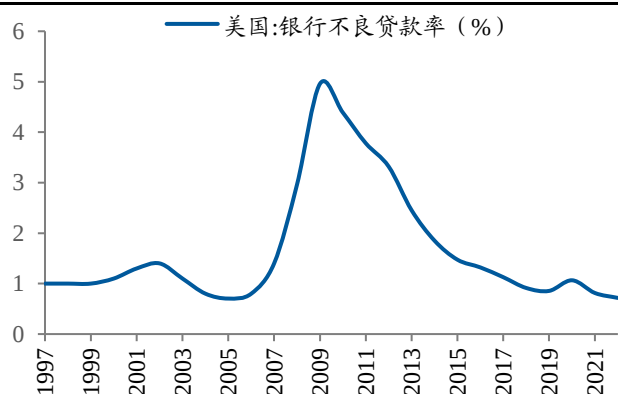
表2：为应对危机美国采取积极的财政政策

时间	法案	具体举措
2007 年 12 月	《抵押贷款债务豁免法案》	为抵押贷款借款家庭再融资提供税收豁免，以鼓励借款家庭和贷款机构对浮动利率进行重新协商。
2008 年 2 月	《经济刺激法案》	以减税的形式向中低收入家庭和企业提供了 1680 亿美元。
2008 年 7 月	《住房与经济复苏法案》	提供数十亿美元为面临失去房产的次贷借款人提供再融资保险； 成立对“两房”新的监管机构，允许财政部对“两房”进行救助。
2008 年 10 月	《紧急稳定经济法案》	授予财政部 7000 亿美元额度用于购买金融机构不良资产，特别是 MBS。
2009 年 2 月	《美国复苏与再投资法》	7872 亿美元刺激计划，包括 5006 亿的扩大支出计划和 2866 亿的减税计划。

数据来源：美国政府官网，东吴证券研究所

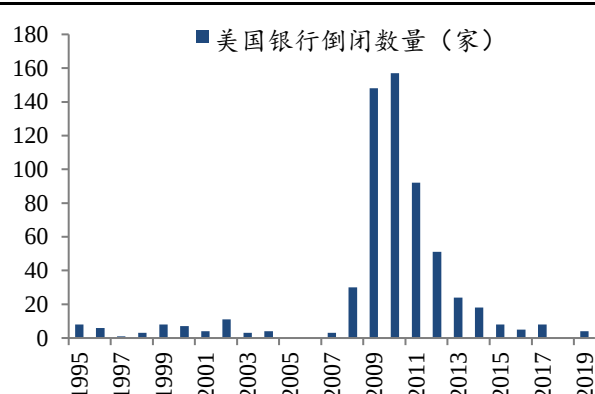
3) 不良资产处置：次贷危机爆发后，美国破产银行数量从 2007 年的 3 家增加至 2008 年的 25 家，银行不良资产率和企业债违约率均大幅上升。**为扭转危机，美国于 2008 年 10 月通过了《紧急稳定经济法案》，核心内容是“问题资产救助计划”（TARP），授予财政部 7000 亿美元购买和担保金融机构问题资产，稳定金融系统，为经济复苏提供信贷支持。**此后，奥巴马政府将 TARP 调整为一揽子救助计划，包括银行支持计划、信贷市场计划、住房市场计划等计划，实施“先救助、再处置”，救助计划较好地维护银行体系稳定，截至 2015 年，美国财政部收回包括金融机构还款和其他渠道总计 2750 亿美元，净回报 299 亿美元。此外，美国政府还实行了公私合作投资计划（PPIP），美国财政部与私人投资公司按 1: 1 出资比例成立基金，购买商业银行的不良贷款，并由联邦存款保险公司为资金短缺的私人投资者提供融资担保，提升不良资产和债券的流动性，双方通过共担风险、共享收益机制促使问题证券市场恢复市场运作。

图6: 美国不良贷款率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 次贷危机爆发后美国破产银行数量上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4) 住房金融体系改革: 第一, 国家信用介入, 稳定市场预期。美国公司于 2007 年 9 月接管“两房”, 并于 2008 年 7 月成立联邦住房金融局 (FHFA), 将“两房”纳入监管范围。随后, 美国财政部向其注资 2000 亿美元, “两房”通过抵押担保获得政府的信用支持, 可以继续再住房抵押二级市场上发行 MBS、认贷贷款, 向市场注入流动性。**第二, 针对基础资产借款人实施救助计划, 维护金融市场的流动性和稳定性。**2008 年, 签署《房屋所有人希望法》和《防止取消抵押赎回权法》, 计划帮助部分濒临破产的购房者和出现偿付困难的家庭免遭失去房产的厄运。2009 年 2 月, 奥巴马政府推出“住房可支付”计划, 通过允许借款人再融资、降低利率和延长贷款期限等方式, 缓解借款人偿债压力、提高其还贷能力。2008-2010 年期间, “两房”为超过 43 万借款人提供了再融资服务, 并通过修改借贷条件等方式为 160 万户家庭避免了取消抵押赎回权。**第三, 加强住房金融监管、规范抵押贷款业务。**美国政府制定系列法律法规和政策性文件, 重构金融监管体制, 加大对信用评级机构和私募基金等机构的监管, 规范银行证券化行为, 设立消费者金融保护局。2014 年 8 月, 美国证券交易委员会通过采用 Reg AB 修正案, 进一步明确了资产证券化信息披露的明细要求, 增强了交易透明度。

1.3. 总结: 恢复的核心条件和传导路径

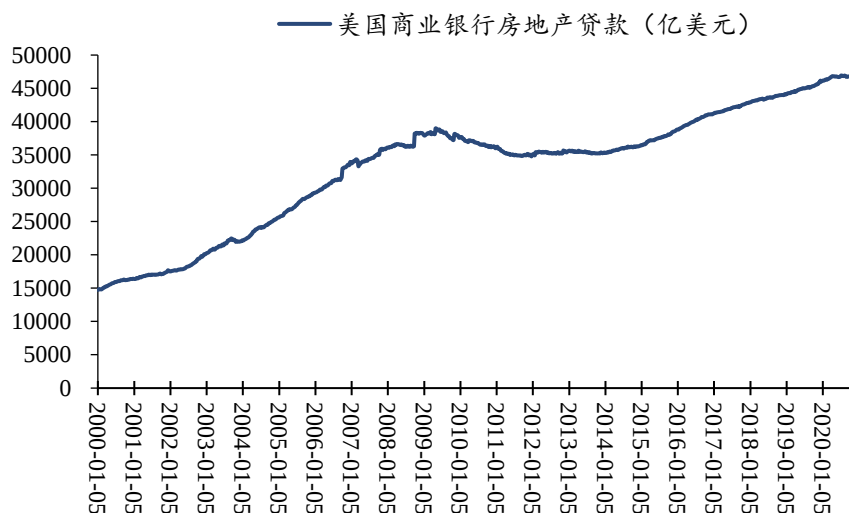
复盘美、日地产危机的爆发、应对及恢复, 我们总结出走出危机的核心条件是:

1) 迅速介入危机是关键, 切忌政策出台节奏迟缓。政策的传导具有时滞性, 在救助举措实施到位的基础上, 市场的恢复通常需要较长时间, 反之, 救助措施的拖延也会带来市场恢复的滞后。日本在 90 年代危机中, 没有及时调整土地税制政策, 错过了最佳处理时间, 导致危机期间紧缩的税收政策加速地价下跌。

2) 解决债务危机需要政府信用的介入, 有选择的救助市场主体, 有助于稳定和恢复市场预期。日本在不良资产的处置中, 政府托底并接管破产的金融机构, 并向重要的金融机构注入资金, 有效控制了风险扩散并稳定了市场信心。美国在 08 年次贷危机中, 通过政府信用介入的方式, 成立专门机构对不良资产进行集中剥离处置, 促使市场快速恢复了运作。

3) 化解债务危机，需要扩张而不是紧缩。次贷危机爆发后，美国政府首先通过降息、大规模购买国债等方式，为资本市场提供了充足的流动性，并运用减税、扩大支出计划等手段稳定了居民资产负债表，这为美国最终走出危机提供了有力支撑。

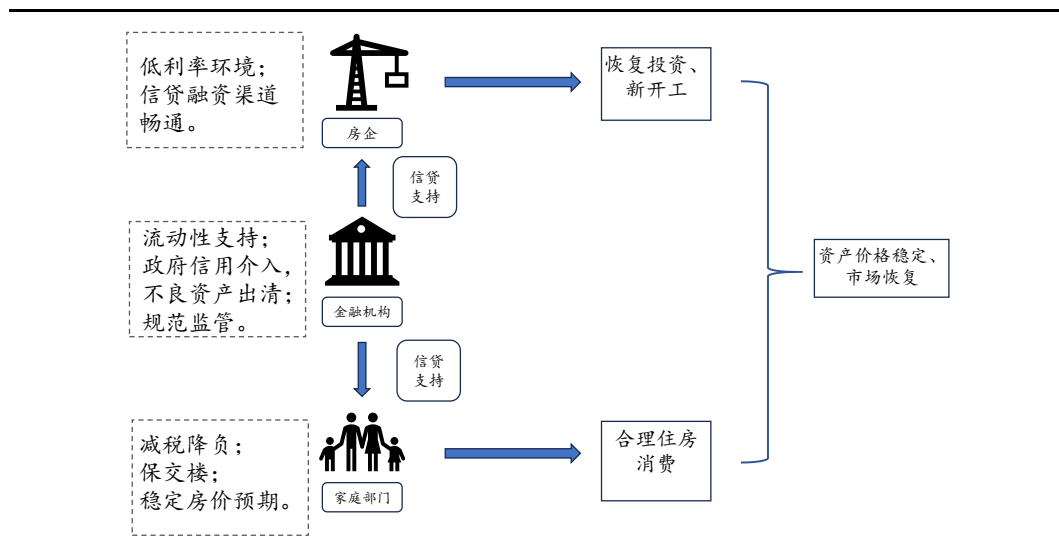
图8：次贷危机后美国商业银行房地产贷款稳步恢复



数据来源：Wind，东吴证券研究所

由于政策传导的时滞性，即使政策应对及时有力，也需要经过从金融机构到房企，再到家庭部门逐步传导并最终恢复：首先，货币政策通过降息、创新设立融资工具以及量化宽松等手段，创造低利率的环境，向金融市场注入流动性，以确保信贷融资渠道畅通。财政政策要稳定居民部门的资产负债表，通过扩大支出刺激并托底经济，推动公共土地价格回暖。其次，政府加快处置不良资产，成立专门机构，收购和处置金融机构的不良资产，政府信用兜底，向重要金融机构注入流动性，配合不良资产包袱出清。同时，快速精准地制定和调整土地税收制度，改革住房金融体系，加强住房金融监管、规范抵押贷款业务，国家信用介入，做好保交楼，稳定和恢复市场对房价的预期及信心。最后，房企获得信贷支持逐步恢复投资和开工；家庭部门获得信贷支持，住房消费需求提升，资产价格进一步稳定，市场得到恢复。

图9：传导路径



数据来源：东吴证券研究所整理

2. 2023 年房地产行业现状及困境

2.1. 宏观政策持续稳增长，下半年财政加码边际向好

扩内需稳经济，货币、财政政策频频施展，修复路长但边际向好。

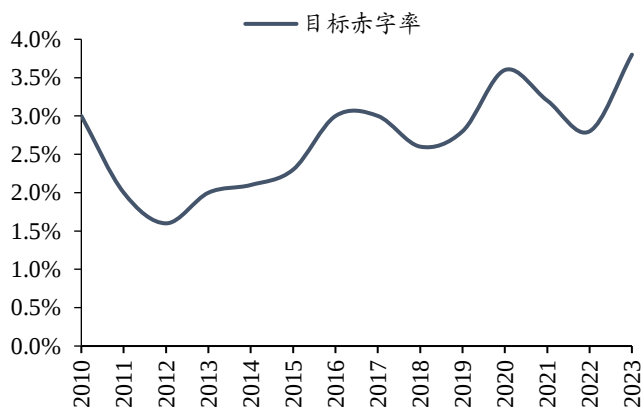
2022 年以来我国宏观经济政策在“稳增长”目标下，以货币政策为主导的维稳政策持续发力，但仍有施策空间。2021 年 9 月以来 1 年期、5 年期 LPR 分别调降 4 次，1 年期 LPR 仅累计下调 40 个基点，5 年期 LPR 仅累计下调 45 个基点。对比美国 2008 年金融危机、日本 90 年代危机期间，其基准利率分别下调了 500bp、550bp。2022 年-2023 年 11 月，四次降准，但准备金率仅累计下降 1pct，远低于我国 2008 年、2015 年的 2pct、2.5pct。我们认为，2024 年由于受到汇率因素制约，我国货币政策大幅调降可能性较小，但 2023 年较“收敛”的调降幅度仍给未来货币政策留有了施策空间。

2022 年财政政策维持积极基调，2023 年财政发力始于下半年。2022 年增值税留抵退税等政策落地，广义财政接续推动基建投资，助力稳经济大盘。2023 年上半年在收入端下滑的掣肘下财政支出力度减弱，直至 2023 年 7 月，政治局会议强调“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足”，为此强调“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”。2023 年下半年财政政策明显发力，出台增发 1 万亿国债、开启特殊再融资债券置换地方隐形债务等政策。

2023 年四季度以来，宏观经济整体保持扩张修复、边际向好，但复苏动能仍需巩固。受部分制造业行业进入传统淡季，以及市场需求依旧不足等因素影响，11 月制造业采购经理指数小幅回落，货币投放并未达到理想的刺激效果，稳增长政策仍需加大执行力度。2023 年 11 月，我国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产

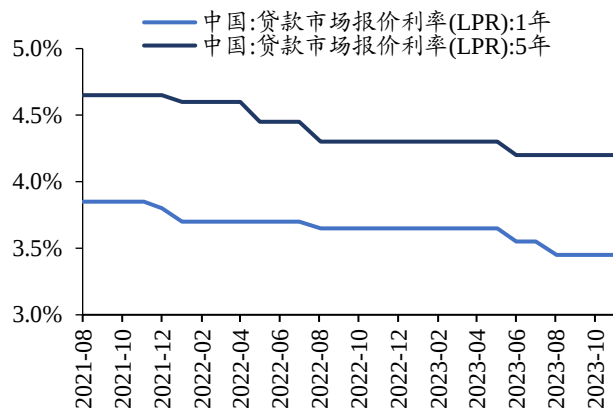
出指数分别为 49.4%、50.2%和 50.4%，比上月下降 0.1、0.4 和 0.3 个百分点。另外，2023 年 11 月 M1-M2 剪刀差持续压缩，达年内最低水平的-9%。以往每轮经济复苏的初期也基本伴随着 M1-M2 倒挂较深的情况，货币宽松往往先行一步为实体经济动力回升提供支持，但也说明我国宽信用向实体经济传导还需进一步加力。

图10：一万亿国债出台后 2023 年财政目标赤字率提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：LPR 调降仍有施策空间

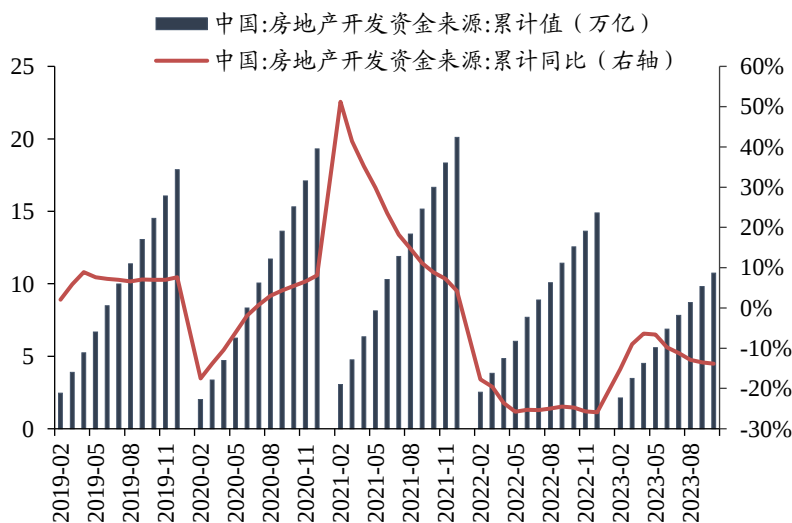


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 金融机构涉房类融资缩量，房企端融资受限、持续缩量

融资端稳地产政策持续加码，但实际到位效果受限，企业持续缩量。虽然 2022 年 11 月以来交易商协会、银保监会、证监会相继发出“第二支箭”、“金融 16 条”、“第三支箭”等房企流动性支持政策。2023 年下半年，融资端稳地产政策频频加码，“金融 16 条”延期、中央金融工作会议提出一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求等。但整体看，房企实际融资到位效果有限，企业持续缩量。从房企有息负债规模看，2023 年央企国企公司有息负债规模开始回落，混合所有制、民营房企有息负债规模则从 2020 年开始即呈现趋势性回落，资金压力加剧。

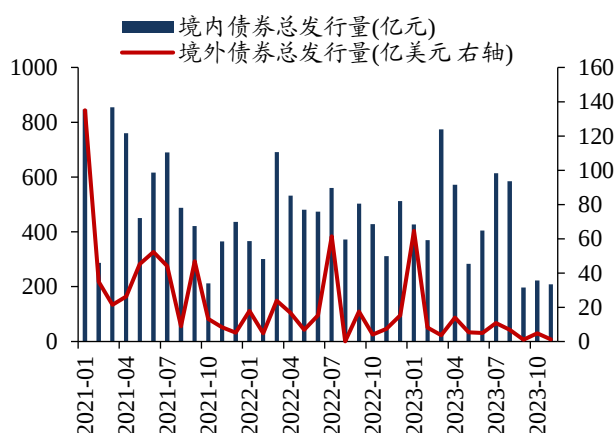
图12：房企累计到位资金同比 21 个月增速为负



数据来源：Wind，东吴证券研究所

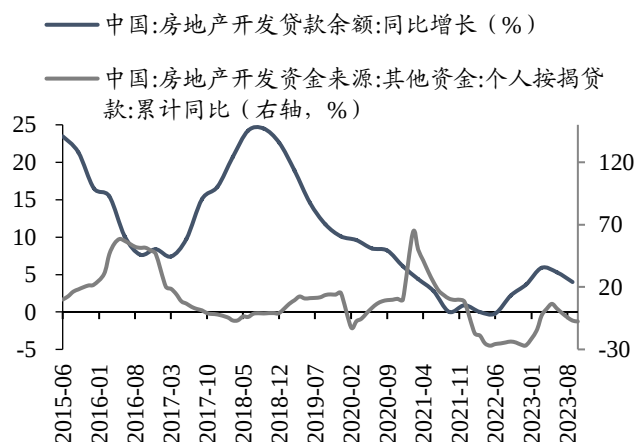
金融机构信贷收缩过快，2023 年房企融资并未出现明显改善。从房企到位资金累计值看，2022 年 2 月以来房企累计到位资金同比持续 21 个月为负。2023 年 1-10 月房企累计到位资金 10.7 万亿，同比下降 13.8%，降幅较 1-9 月扩大 0.3 个百分点。1) 境内银行贷款方面，2023 年金融机构对房企信贷规模持续收缩，2023 年初开始房企境内贷款累计规模同比持续降幅在 9% 以上，2023 年 1-10 月房企累计到位资金中境内贷款 1.3 万亿，同比下降 11%；开发贷余额同比自 2022 年 12 月触底反弹后，于 2023 年 6 月再度回落；个人按揭贷款累计同比同样于 2023 年 7 月转负且降幅持续扩大。2) 债券、信托等房企自筹资金方面，信托公司的涉房类存量项目纷纷暴雷，涉房业务几乎停滞。2023 年 1-10 月房企累计境内债、境外债融资规模分别约 4448 亿元、124 亿美元，分别同比下降 5.5%、26.4%。

图13：2023 年全年房企债券融资通路阻塞



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2022-2023 年房企银行端融资未见明显提振

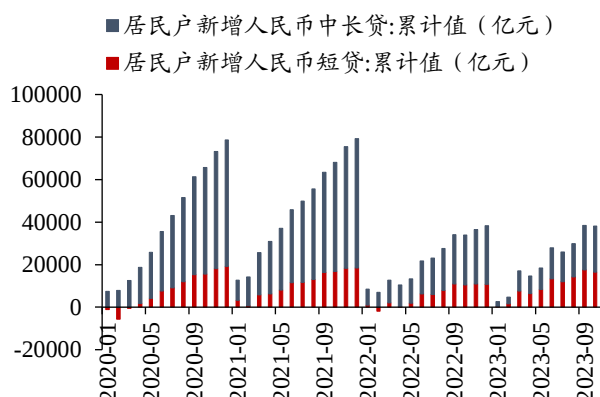


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. “收入&资产价格”预期下行压制，居民部门中长期信贷修复不及预期

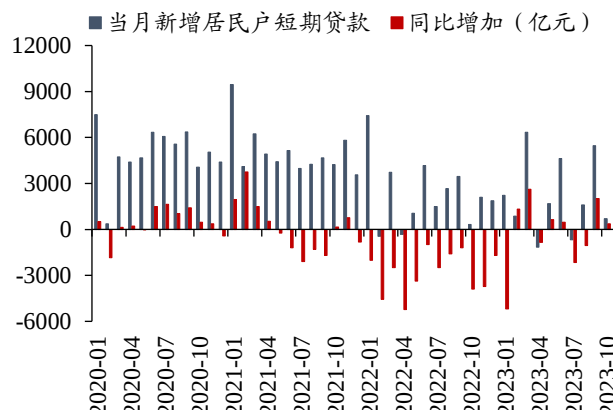
居民部门中长期信贷意愿回升乏力，楼市需求端压力仍在。1) 新增贷款方面，2023 年 1-10 月居民部门新增人民币贷款 3.8 万亿元，同比增加 12.5%，但其中居民部门新增中长期贷款意愿疲弱，自 2022 年起仅仅呈现同比少增状态，2023 年 1-10 月居民部门中长期贷款累计新增 2.2 万亿元，同比减少 7.8%，占总新增人民币贷款的 56.9%，同比减少了 12.5pct。2) 存量贷款方面，提前还款意愿未随存量房贷利率下降而下行，RMBS 条件早偿率指数仍维持在 0.134，较高点 0.215 回落但仍处历史较高水平。存量维度居民中长期贷款并未呈现明显修复态势。3) 居民端杠杆率无大幅提升空间，2012-2020 年间我国居民端杠杆率由 28.2% 快速提升至 60%，2020-2022 年缓增至 63.8% 的新高，而日本早在 1988 年居民端杠杆率到达 60% 水平后维持在 60%-70% 水平震荡。

图15: 2023年居民部门新增中长贷占比明显下降



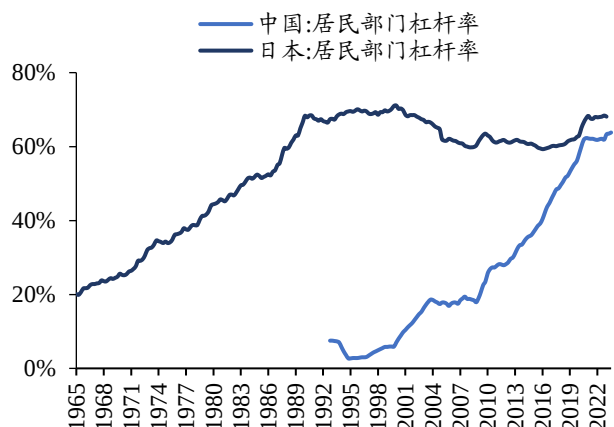
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023居民部门中长期贷款回升乏力



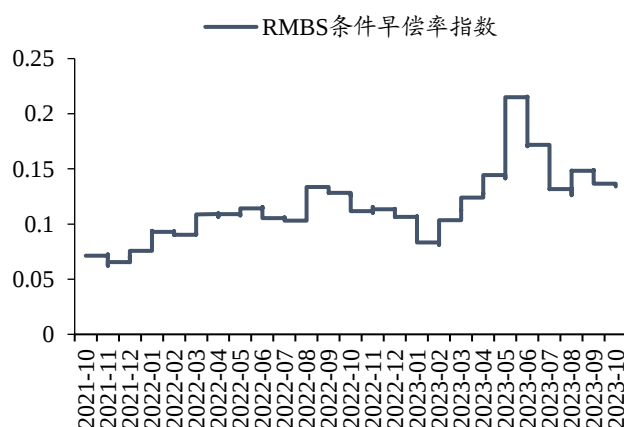
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 中国居民端杠杆率无大幅提升空间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: RMBS 条件早偿率指数仍处较高水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.4. 受限于市场化原则，行业不良资产处置进度缓慢

目前市场上亟待施以援手与纾困的项目较多，但出于“市场化处置”原则，AMC等不良资产机构在项目仍有盘活可能性以及利润空间的情况下才会介入操作。不良资产管理或投资机构在选择具体项目时，优先选择已进入破产程序且破产管理人已基本锁定破产企业对外负债总额（含或有负债）的项目。同时，为加快项目推进进度，项目后续建设可能涉及的土地、消防规划、施工许可证变更、预售、税收优惠等一系列手续，会优先考虑地方政府重点关注和支持的项目。而具有“前期追加资金投入多”、“大龄烂尾”等属性的项目被救助的可能性很低。分具体项目类型看，对住宅类项目需满足“抵押物足值”、“还款来源明确”、“去化有保障”等条件。对商业地产，主要关注北京、上海等商业活跃的一线城市的商业类资产。工厂等资产则重点考虑长三角、大湾区等区域。

依循市场化原则推进的房地产项目纾困、不良资产处置进度注定缓慢，根据多家

AMC 披露的信息，目前纾困进度不及预期。2022 年 11 月“金融 16 条”落地以来，各大 AMC 支持房企纾困、化解风险开始推进但全国房企不良资产处理并未呈现“多点开花、满园春色”理想成绩。根据多家 AMC 披露 2023 年上半年纾困地产成绩单，估计总共推动不足 15 万套商品房交付，与暴雷房企未交付规模相比杯水车薪。如中国华融资产旗下的华融融德实施共益债投资的华晨地产“保交楼”项目解决 2044 套房产交付；华融湖北分公司保障过 1000 套商品房按期交付；中国东方资产截至 2023 年 6 月末，累计开展房地产风险化解项目 47 个，推动保障 3.7 万套商品房按期交付；中国信达则在 2022 年全年、2023 年上半年分别保障 1.0 万套、3.5 万套商品房按期交付。根据《中国金融市场不良资产市场调查报告 2022》以及华融等 AMC 房地产不良资产占比，我们估计 2023 年涉房类不良资产货值约 15435 亿元。根据某典型暴雷房企发布的 2023 年上半年报显示，截至 2023 年 6 月 30 日公司合约负债总额为 6040 亿元，即所有未交付的期房总价值 6040 亿元，且 2021-2022 年交付了 30.1 万套房、降低合约负债 2533 亿元，估算每套房的平均价值约 84 万元。综上可以计算得到单这家房企还未交付的期房数量约 72 万套。

表3：我国涉房不良资产总货值庞大

时间（年份）	2022	2023E	2024E	2022 年数据根据《中国金融市场不良资产市场调查报告 2022》披露所得，后续年份假设年均涨 5%
不良资产总规模（亿元）	58800	61740	64827	
房地产不良资产占比	25%	25%	25%	根据信达、华融等 AMC 中房地产不良资产占比保守估计
保守估计涉房类不良资产总货值（亿元）	14700	15435	16207	测算值

数据来源：《中国金融市场不良资产市场调查报告 2022》，东吴证券研究所

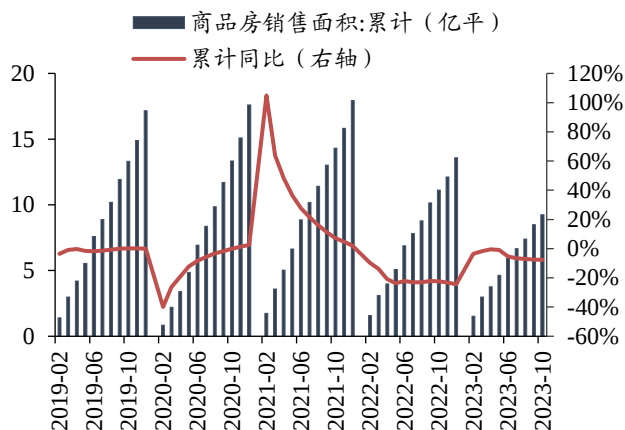
2.5. 需求侧刺激政策收效甚微

政策宽松信号明确、刺激需求类政策层出不穷，但边际效果甚微。2023 年 7 月，中央政治局会议提出我国房地产市场供求关系发生重大变化，为房地产宽松政策再次奠定基调。2023 年三季度开始一系列放松政策快速落地，全国 133 个地方出条约 200 余次房地产放松政策，大部分为需求侧刺激类政策。2023 年 8 月以来，迎来核心城市“限购”、“限售”放松热潮。但仅仅在 9 月初一线城市落地“认房不认贷”后，商品房销售迎来短暂回升，核心二线城市落地“认房不认贷”后的整体回暖幅度十分有限，三四线城市则是收效甚微。2023 年 9、10、11 月，全国商品房单月销售面积 10.9、7.8、7.9 亿平，较 7 月、8 月销售规模有所提升但同比仍分别下降 19.8%、20.3%、21.3%。

需求侧刺激政策收效不及预期的原因：第一，本轮周期早已进入政策放松阶段，长时间“挤牙膏”式放松不断降低居民端对市场预期，政策边际效果递减，短期购房需求严重受压；第二，2023 年房企新融资投放放缓、出险房企也未获得全面稳妥处置，政策

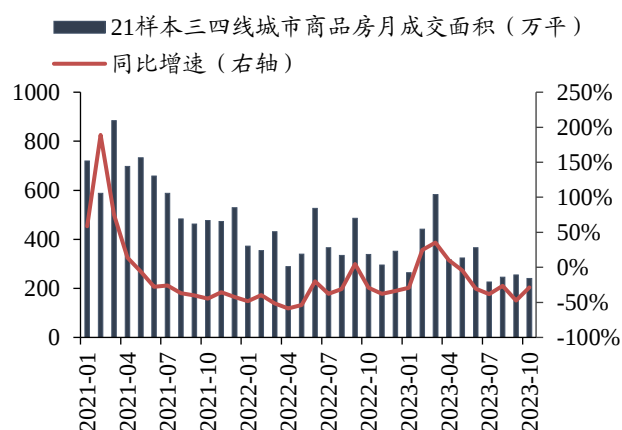
传导时间周期被拉长，未与居民端信心形成“正反馈循环”。第三，我国经济动能、企业盈利和居民收入预期均在经济结构转型的过程中承受了阶段性压力。受制于长期城镇化增速趋缓、短期居民收入预期整体下行等因素，住房消费潜力下降。

图19：2023年1-10月商品房销售仍未见明显起色



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：三四线城市销售长期疲软，需求刺激效果有限



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 2024年房地产行业破局之道

3.1. 解决行业根源问题的举措

3.1.1. 宏观政策持续加码

近两年，我国财政、货币政策发力至今尚未彻底扭转当前经济疲弱态势，展望2024年，我们认为宏观经济政策、房地产相关经济政策会持续加码。一方面，从经济总量看，根据2023年中央经济工作会议表述，积极的财政政策要求“适度加力、提质增效”，“加强政策工具创新和协调配合”、“强化国家重大战略任务财力保障”。中央财政在特殊再融资债券、特别国债、三大工程资金支持等广义财政方面有望扩张；稳健的货币政策方面要求“灵活适度、精准有效”，“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，预计2024年利率水平仍有下降空间。

另一方面，从房地产行业看，正如2023年11月金融街论坛年会上，央行行长潘功胜表示“将引导金融机构保持房地产信贷、债券等重点融资渠道稳定，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。为保障性住房等‘三大工程’建设提供中长期低成本资金支持。”无论是“保交楼、保主体”还是“三大工程”建设均属于财政政策通过乘数效应推动，货币政策通过信贷放量、利率下调配合的协同任务。

表4：2021年-2023年我国中央政治局会议、中央经济工作会议的财政货币政策表述及当年政策落地情况

会议	时间	具体宏观经济政策表述	当年落地
中央政治局会议	2021年4月30日	要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。	2021年，全国一般公共预算支出246322亿元，同比增长0.3%。财政支出控制在人大批准的预算以内。2021年7月、12月央行两次全面降准均分别下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。2021年12月，1年期LPR下调一次，下调5个基点至3.8%，5年期LPR为4.65%维持不变。
中央经济工作会议	2021年12月8日	要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度。实施新的减税降费政策，适度超前开展基础设施投资。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。	
中央政治局会议	2022年7月28日	宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。	2022年全国一般公共预算支出260609亿元，比上年增长6.1%，保持了必要支出强度。2022年4月和12月分别实施了两次降准，两次均降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。2022年1年期LPR下调两次，累计下调15个基点至3.65%、5年期LPR下调三次，累计下调35个基点至4.30%。
中央经济工作会议	2022年12月15日	明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。	
中央政治局会议	2023年7月24日	要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用。	2023年1-11月累计，全国一般公共预算支出238462亿元，同比增长4.9%。2022年3月和9月分别实施了两次全面降准，两次均降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。
中央经济工作会议	2023年12月11日	明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。	2022年1年期LPR下调两次，累计下调20个基点至3.45%、5年期LPR下调一次，下调10个基点至4.20%。

数据来源：中华人民共和国中央人民政府网，东吴证券研究所

3.1.2. 解绑土地、商品房价格管制

解绑土地、商品房价格管制，有助于扭转市场对资产价格的预期、保房企利润并帮助房企处理存量库存，恢复房企资金周转。我们认为，楼市需求释放承压的核心在于三点。一是我国经济动能、企业盈利和居民收入预期均在经济结构转型的过程中承受了阶段性压力，居民收入预期整体下行，住房消费潜力难以释放；二是住房同时具有消费品与投资品两种属性，且其资产价值也较高，当前房价预期仍在“下行—驻底”区间，在

“买涨不买跌”的心理下居民对持有不动产产生了犹豫，压抑了需求释放；三是出险房企烂尾项目的存在也拉低了购房者对房企的信心，影响住房消费恢复合理区间。我们认为，解绑价格管制是应对上述困境的一剂“良药”：土地重回价高者得，有助于提升热点城市核心区域土拍热度，提升购房者房价预期与购房信心，帮助房企处理存量库存并恢复资金周转；新房售价限制取消，有助于稳房价和保房企利润，减少因利润空间小而拿地意愿薄等情况。

土地价格、商品房销售价格限价是两三年前房地产过热期出台的，当前房地产市场供求关系已明显变化，各城市大批量解绑价格管制是 2024 年大趋势。2023 年部分城市的价格限制性政策已经开始退出。2023 年 9 月自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件，内容包含建议取消土地拍卖中的地价限制、建议取消远郊区容积率 1.0 限制等。截至 12 月 8 日，北京、上海仍未实质性松绑土地、新房价格上限，但深圳、广州已经打响了一线城市取消土地、新房限价的前两枪。深圳取消了最新出让地块的商品住房销售价格限制、广州则并未设置地块最高成交限价，“价高者得”。10 月以来杭州、南京、成都、合肥、济南、厦门等城同样在最新批次的土地出让文件中删去“地价上限”或“房价上限”等内容。

3.1.3. 保护现有市场主体，恢复信用，恢复融资

2023 年金融机构涉房类融资缩量，房企端融资受限、开发商群体大量持续缩表。行业预在未来走向正轨必须恢复扩表态势，首先应该由金融机构开始扩表。2023 年 11 月，市场上流传出商业银行将增加涉房类信贷投放的消息，即“三个不低于”：各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。侧重缓解房企的资金压力、风险防控，落实加大对不同所有制房企的融资支持力度的政策方向是正确的，也是对 2023 年 10 月 31 日中央金融工作会议明确的“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”定调的落地。符合条件的合理融资需求应该得到金融机构的信用合理支持，这对非央国有房企供给侧信用风险恢复、防止风险外溢有重要作用。

快速恢复各类房企融资及资金周转，恢复信用、保房企主体是重要的破局之道。我们认为，后续政策方向将不仅仅重视“保交楼”，而是为“保主体”部署更多的具体工作。保主体对于本轮地产破局的重要意义在于：第一，保主体是保交楼的重要前提，房企就是房地产行业的市场主体。“保主体”就是保护房企正常的融资需求，从而实现行业的正常运转；第二，恢复主体信用是销售恢复的重要前提，整体提升不同所有制房企的增信融资规模，助力房企维护公开债务信用，将加快民众恢复对行业的信任，助力供给端走出困境；第三，房地产业关联着土地市场以及很多上下游行业，其良性循环对地方财政恢复、经济健康发展具有重要意义。

3.1.4. 政府信用支持，加速推进保交楼

当前“保交楼”推进仍遵循着市场化原则，政府角色是流程中的“调停者”、“协调

人”，作用力量有限。我国目前主流房企项目的纾困措施以各地政府牵头下，通过金融机构及 AMC 成立纾困基金，针对困难房企和项目进行帮扶。但纾困基金在具体适用时也是有针对性地救助能产生收益的项目（也即项目本身能实现资金的“自平衡”），并非普遍适用。

参考日本、美国经验，政府信用背书来解决市场机制下的信心难以修复和民企信用缺失问题、推动“保交楼”、恢复“金融—房地产”系统运作。该方法也是西方各国在经济危机、金融危机等极端情况之下的历史经验。为应对 2008 年金融危机冲击，美国政府信用积极介入，与财政部、美联储联手推出大规模金融救援和财政刺激计划。联邦政府结合量化宽松政策，采用注资、降息、退税、国有化金融机构、创新流动性工具等一系列具体措施，扩大信贷规模，恢复市场信心。日本 1990 年代初地产泡沫破灭后，危机逐渐演变成“资产负债表衰退”，处置不良资产成为日本政府政策重点。日本政府向重要金融机构注入资金救助，政府托底接管破产的金融机构，以控制风险扩散。1998 年全年日本政府累计向银行注资 70 余万亿以化解危机、处理不良资产。

处理房地产企业不良资产已成为房地产行业走出下行阶段的迫切需求。眼下，“保交楼”已经不再能单靠市场原则，依靠“无形的手”去推动。相反，需要更多的顶层设计与政府的信用支持。在这一进程中，中国可以借鉴美国和日本的经验，采取以下措施：

1) 政府可以设立专门机构或基金，如同美国的公私合作投资计划（PPIP），政府财政与私人投资公司按合理出资比例成立基金，用于处理不良资产，减轻房企负担。2) 财政托底并推动问题房企的破产重组，引入国有投资平台作为重整投资人，国有企业、政府单位让渡清偿比例，并有选择的救助市场重要主体，以稳定和恢复市场预期。如日本在不良资产的处置中，政府托底并接管破产的金融机构，并向重要的金融机构注入资金，有效控制了风险扩散并稳定了市场信心。3) 制定出台积极的财政政策，以扩张而非紧缩的方式化解债务危机。如以财政刺激政策扩大支出、对中低收入家庭减税，为资本市场提供了充足的流动性，配合降息降准为资本市场提供充足的流动性，与金融机构配合恢复居民端、企业端资产负债表。

表5：为应对危机日本、美国采取政府信用积极背书

国家	时间	法案	具体举措
日本	1998 年 1 月	-	日本国会于 1998 年 1 月批准 60 万亿日元用于处理银行不良资产的问题。其中 25 万亿日元用于向银行注资，以提高其自有资本比率
	1998 年 2 月	-	日本政府筹集 13 万亿日元成立公共基金，为危机银行注入资金
	1998 年 3 月	-	日本政府向 21 家银行注入总额约 1.8 万亿日元的资本。
美国	2008 年 7 月	《住房与经济复苏法案》	联邦政府提供数十亿美元为面临失去房产的次贷借款人提供再融资保险；成立对“两房”新的监管机构，允许财政部对“两房”进行救助。
	2008 年 10 月	《紧急稳定经济法案》	联邦政府授予财政部 7000 亿美元额度用于购买金融机构不良资产，特别是 MBS。
	2009 年 2 月	《美国复苏与再投资法》	联邦政府提出 7872 亿美元刺激计划，包括 5006 亿的扩大支出计划和 2866 亿的减税计划。

数据来源：美国政府官网，东吴证券研究所

3.2. 城中村改造加速，对冲投资的短期下滑

随着 2023 年 7 月相关政策出台，我们预计未来城中村改造将拉动房地产投资 7 万亿元，最高年均 1.4 万亿元，有效对冲销售下行带来的房地产投资下滑影响。随着我国城镇化水平的快速提升，城市空间迅速扩张，中心城区开发强度饱和、部分建筑老化，城市空间割裂问题开始显现，城市更新概念应运而生。我国城市更新于 20 世纪 90 年代开始萌芽，在 2007 年开始启动老旧小区改造，之前重点主要聚焦棚户区和危旧房，改造进程缓慢，2019 年以来，随着棚改收官，老旧小区改造、城中村改造等城市更新项目成为惠民生的重要手段，重要性逐渐提升。2023 年 7 月 28 日，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议召开，为城中村改造按下加速键。根据我们测算，未来城中村改造将拉动房地产投资 7 万亿元，若能在 5-7 年内完成，年均拉动投资金额 1-1.4 万亿元，将有效对冲销售下行带来的房地产投资下滑影响。

3.2.1. 城中村建筑面积测算

城中村中主要分为两类人口：居住在自建房中的当地居民以及租赁的外地居民。根据 2020 年人口普查分县资料，我们可以获得各城市家庭户中租赁、自建、购买、继承或赠与等住房来源的户数占比。

根据国家统计局数据，2020 年我国用于居住的全国居民人均消费支出为 5215 元/年，占 2020 年全国居民人均可支配收入的 16.2%，而 2020 年中国农民工月平均收入为 4072 元，按 16.2%的比例，则农民工用于居住的月消费支出为 660 元。根据 2020 年人口普查年

鉴，我们可以获得各省份按月租房费用分的家庭户户数占比（未披露各城市户数占比，用省份数据代替）。

根据以上数据，我们假设（1）各城市家庭户结构与人口结构相同；（2）所有自建住房均位于城中村中；（3）月租房费用<500元的租赁住房位于城中村中。则：

各城市城中村人口=城区常住人口*（该城市自建家庭户占比+该城市租赁家庭户占比*该城市所在省份月租房费用<500元的家庭户占比）

考虑到城中村居住环境较差，人均承租能力较弱，因此我们假设（4）城中村的人均住房面积为该城市人均住房面积的 50%。则：

各城市城中村建筑面积=该城市城中村人口*该城市人均住房面积*50%

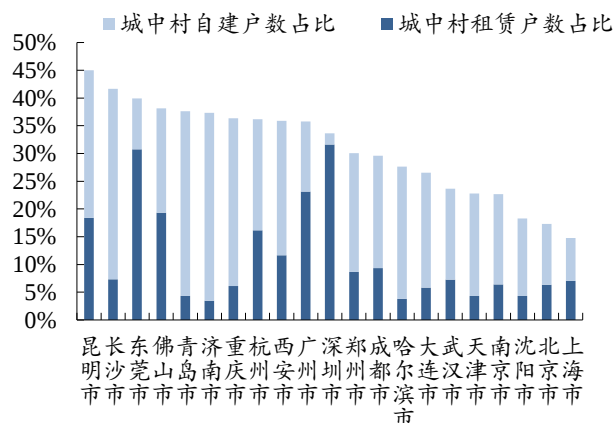
经过以上计算和假设，我们计算出 2020 年 21 个超大特大城市城中村人口共计 6225 万人，而城中村建筑面积共计 11.2 亿方。城中村人口最高的三个城市分别为重庆市（594 万人）、深圳市（586 万人）、广州市（532 万人），城中村建筑面积最大的三个城市分别为重庆市（1.2 亿方）、成都市（0.82 亿方）、广州市（0.80 亿方）。具体测算情况如下图所示。

图21：2020 年各城市城中村人口及建筑面积测算

	城市	城区人口（万人）	家庭户数（户）	租赁户数比例	月租房费用500元以下占比	城中村租赁户数占比	城中村自建户数占比	城中村户数占比	城中村人口（万人）	人均住房建筑面积（平）	城中村人均住房面积（平）	城中村建筑面积（万方）
特大城市	上海市	1,987	901,732	39%	18%	7%	8%	15%	294	32.3	16.1	4,742
	北京市	1,775	772,865	35%	18%	6%	11%	17%	307	34.9	17.4	5,351
	深圳市	1,744	616,351	77%	41%	32%	2%	34%	586	21.5	10.8	6,301
	重庆市	1,634	904,302	14%	44%	6%	30%	36%	594	40.4	20.2	12,010
	广州市	1,488	662,251	56%	41%	23%	13%	36%	532	30.2	15.1	8,022
	成都市	1,334	696,268	22%	42%	9%	20%	30%	395	41.7	20.8	8,224
超大城市	天津市	1,093	448,523	16%	28%	4%	18%	23%	249	35.5	17.7	4,411
	武汉市	995	391,707	19%	39%	7%	16%	24%	235	39.7	19.8	4,667
	东莞市	956	389,633	75%	41%	31%	9%	40%	382	27.8	13.9	5,308
	西安市	928	384,123	23%	50%	12%	24%	36%	333	45.1	22.5	7,502
	杭州市	874	418,325	40%	40%	16%	20%	36%	316	44.5	22.3	7,033
	佛山市	854	298,337	47%	41%	19%	19%	38%	326	36.3	18.1	5,905
	南京市	791	296,337	19%	33%	6%	16%	23%	180	39.7	19.8	3,559
	沈阳市	707	355,445	10%	42%	4%	14%	18%	129	36.1	18.1	2,337
	青岛市	601	354,889	15%	28%	4%	33%	38%	226	34.9	17.5	3,947
	济南市	588	309,541	12%	28%	3%	34%	37%	219	41.4	20.7	4,542
	长沙市	555	297,191	16%	46%	7%	34%	42%	231	43.2	21.6	4,985
	哈尔滨市	550	367,859	9%	44%	4%	24%	28%	152	35.2	17.6	2,674
	郑州市	534	342,578	20%	43%	9%	21%	30%	161	42.1	21.1	3,382
	昆明市	534	272,189	31%	60%	18%	27%	45%	240	42.0	21.0	5,038
	大连市	521	274,946	14%	42%	6%	21%	27%	138	34.2	17.1	2,366
总计		21,043							6,225			112,306

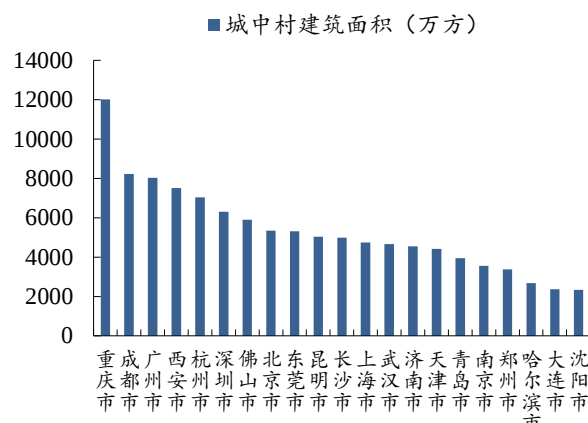
数据来源：国家统计局，2020 年人口普查分县资料，东吴证券研究所

图22: 2020 年各城市城中村自建户数及租赁户数占比



数据来源：国家统计局，2020 年人口普查分县资料，东吴证券研究所

图23: 2020 年各城市城中村建筑面积



数据来源：国家统计局，2020 年人口普查分县资料，东吴证券研究所

3.2.2. 城中村改造拉动的销售和测算

根据上文提到的 63 号文，目前规定拆旧比不高于 20%，新建比不高于 2。我们假设新建比固定为 2 倍，如果改造周期为 7 年，拆旧比为 20%，21 个城市城中村改造带来的每年新建商品房建筑面积为 6417 万方，按 2022 年我国全年商品房销售面积 13.6 亿方计算，占全国商品房销售面积的 4.7%。需要注意的是，如果城中村改造以房屋或房票安置为主，对商品房销售面积的拉动要低于上述测算水平。

若拆旧比限制松动，同时缩短改造周期，对新房销售的拉动将大幅提升。若拆旧比提升至 50%，而改造周期缩短至 5 年，21 个城市城中村改造带来的每年新建商品房建筑面积占全国商品房销售面积的比例为 16.5%。

图24: 城中村改造带来的每年新建商品房建面占全国销售面积比例敏感性分析

		改造周期（年）					
		10	9	8	7	6	5
拆旧比	20%	3.3%	3.7%	4.1%	4.7%	5.5%	6.6%
	25%	4.1%	4.6%	5.2%	5.9%	6.9%	8.3%
	30%	5.0%	5.5%	6.2%	7.1%	8.3%	9.9%
	35%	5.8%	6.4%	7.2%	8.3%	9.6%	11.6%
	40%	6.6%	7.3%	8.3%	9.4%	11.0%	13.2%
	45%	7.4%	8.3%	9.3%	10.6%	12.4%	14.9%
	50%	8.3%	9.2%	10.3%	11.8%	13.8%	16.5%

数据来源：国家统计局，2020 年人口普查分县资料，东吴证券研究所

投资方面：在拆旧比为 20%，新建比为 2 的情况下，21 城的城中村改造拉动的总投资为 4.8 万亿元。假设改造周期为 7 年，平均每年拉动投资 6899 亿元。需要注意的是，以上测算未考虑货币化安置成本，实际拉动的投资额理论上应大于计算值。

考虑到 63 号文中对拆旧比的规定，我们分为两块进行计算城中村改造拉动的投资：

- （1）拆除重建方面：假设拆旧比为 20%，21 城的城中村拆除面积为 22461 万方；假设拆建比为 2，对应的新建面积为 44922 万方；假设拆除平整单价和新建的建安单价分别为 1500 元/平和 4000 元/平，则拆除总成本为 3369 亿元，新建的建安总成本为 17969 亿元。
- （2）改造整治方面：根据上述假设，改造面积占比为 80%，对应的改造建面为 89845 万方，假设改造整治的单价为 3000 元/平，则改造总成本为 26953 亿元。

图25：拆旧比为 20%、拆建比为 2 的情况下，城中村改造拉动的总投资测算

A：面积（万方）		B：单价（元/平）		C=A*B：成本（亿元）	
拆除建面（占比20%）	22,461	拆除平整单价	1,500	拆除成本	3,369
改造面积（占比80%）	89,845	改造整治单价	3,000	改造成本	26,953
新建面积（拆建比为2）	44,922	建安单价	4,000	建安成本	17,969
21城的城中村总建面	112,306			总成本	48,292

数据来源：国家统计局，2020 年人口普查分县资料，东吴证券研究所

若拆旧比能够提升，将显著提高本轮城中村改造拉动的投资金额。在拆旧比为 50%，拆建比为 2 的情况下，21 城的城中村改造拉动的总投资为 7.0 万亿元，相较于拆旧比 20% 对应的 4.8 万亿元提升 45.3%。

图26：拆旧比为 50%、拆建比为 2 的情况下，城中村改造拉动的总投资测算

A：面积（万方）		B：单价（元/平）		C=A*B：成本（亿元）	
拆除建面（占比50%）	56,153	拆除平整单价	1,500	拆除成本	8,423
改造面积（占比50%）	56,153	改造整治单价	3,000	改造成本	16,846
新建面积（拆建比为2）	112,306	建安单价	4,000	建安成本	44,922
21城的城中村总建面	112,306			总成本	70,191

数据来源：国家统计局，2020 年人口普查分县资料，东吴证券研究所

4. 行业核心指标预测

我们对 2024 年房地产行业核心指标预测如下表所示：

图27：2024 年房地产行业核心指标预测

2024年预测指标汇总	乐观	中性	悲观
商品房销售金额（万亿元）	11.9	11.0	10.4
同比	1.4%	-6.0%	-11.7%
土地购置费（万亿元）	3.9	3.7	3.5
同比	0.0%	-5.0%	-10.0%
房地产开发投资额（万亿元）	10.4	10.0	9.5
同比	-1.5%	-5.4%	-8.6%
新开工面积（亿方）	8.9	8.6	8.3
同比	-7.0%	-10.0%	-13.0%
竣工面积（亿方）	9.9	9.6	9.3
同比	0.0%	-3.0%	-6.0%
施工面积（亿方）	77.3	76.2	75.0
同比	-7.2%	-8.5%	-9.8%

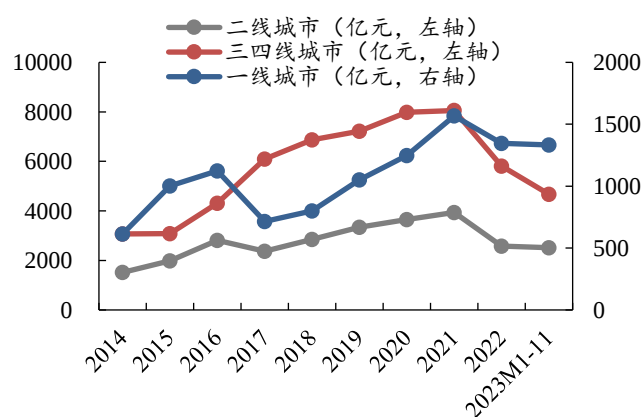
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.1. 中性预测 2024 年商品房销售金额为 11.0 万亿元，同比下降 6.0%

考虑到近年来房地产市场呈现分化加剧的特征，一线、二线和三四线城市的人口结构、收入水平及房价等指标均存在显著差异，我们对不同能级城市 2024 年的商品房销售情况分开进行预测，最后求和得到全国商品房销售预测。公式如下：全国商品房销售金额=（一线住宅销售面积*一线住宅销售价格+二线住宅销售面积*二线住宅销售价格+三四线住宅销售面积*三四线住宅销售价格）/商品住宅占商品房销售金额比例。

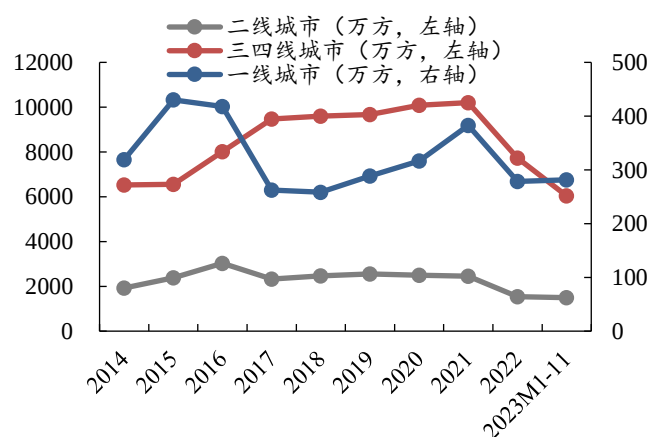
根据中指数据库，我们可以获得 4 座一线城市和 33 座二线城市的销售数据。三四线城市数据我们使用统计局口径的全国商品住宅销售数据减去上述 37 座一二线城市的数据得到。各能级城市过去 10 年的销售数据如下图所示。

图28：不同能级城市 2014-2023 年月均住宅销售额



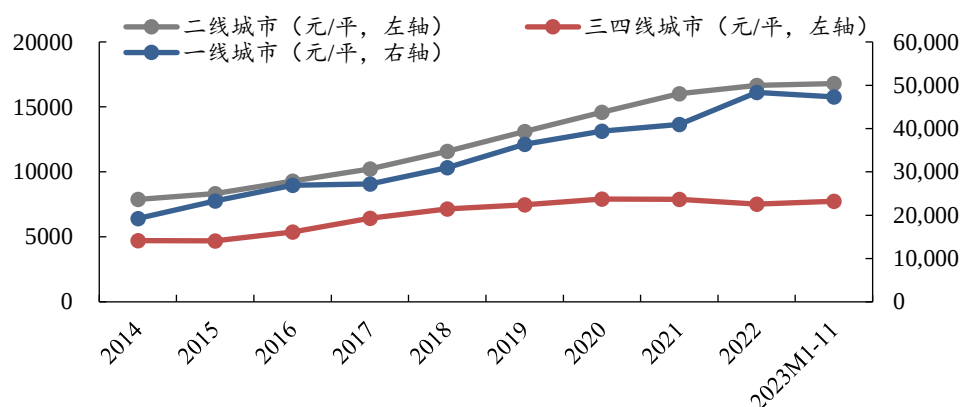
数据来源：中指，Wind，东吴证券研究所

图29：不同能级城市 2014-2023 年月均住宅销售面积



数据来源：中指，Wind，东吴证券研究所

图30: 不同能级城市 2014-2023 年住宅销售单价

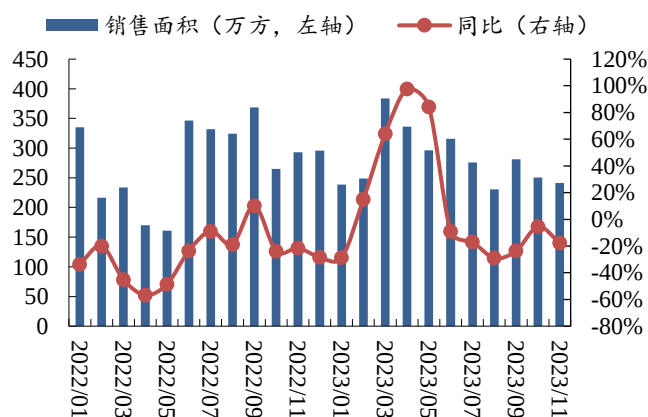


数据来源: 中指, Wind, 东吴证券研究所

(1) 一线城市销售预测

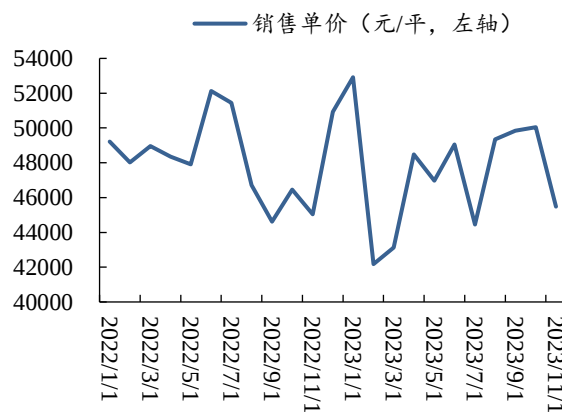
一线城市 2023 年仅 3 月和 4 月由于疫情调控放开, 积压的购房释放带来销售面积的环比提升, 其余月份商品住宅销售面积整体保持平稳。考虑到今年四季度 4 个一线城市陆续下调了首付比例和房贷利率, 并调整了普通住宅认定标准, 有望带动刚需和改善购房需求复苏。且一线城市限购政策仍有放松空间, 2024 年销售有望温和复苏。我们对 2024 年一线城市住宅销售面积同比的乐观、中性、悲观预测增速分别为 6.0%、3.0%、0.0%; 对 2024 年一线城市住宅销售单价乐观、中性、悲观预测增速分别为 3.0%、1.0%、-1.0%。

图31: 一线城市近 2 年月度住宅销售面积



数据来源: 中指, 东吴证券研究所

图32: 一线城市近 2 年月度住宅销售单价



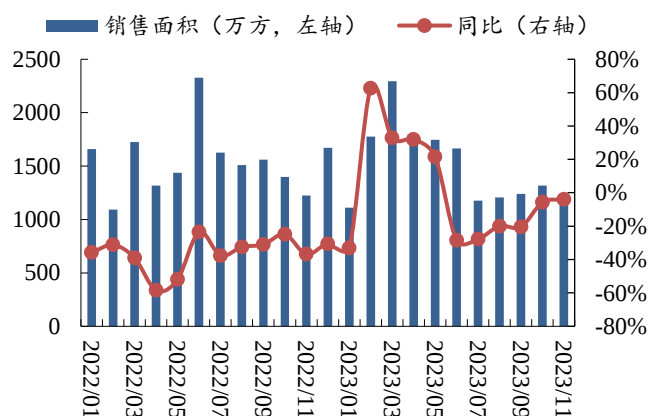
数据来源: 中指, 东吴证券研究所

(2) 二线城市销售预测

二线城市 2023 年销售面积自下半年开始相较于上半年大幅下降, 但近期有企稳趋势。销售单价方面整体保持平稳。考虑到二线城市房地产“四限”政策基本已全面放开, 2024 年销售数据受政策催化影响影响, 更多与宏观经济和居民收入预期相关联。少量核心二线城市如合肥、成都、重庆等有望受益于一线城市的人口回流, 带来部分新增的刚性购房需

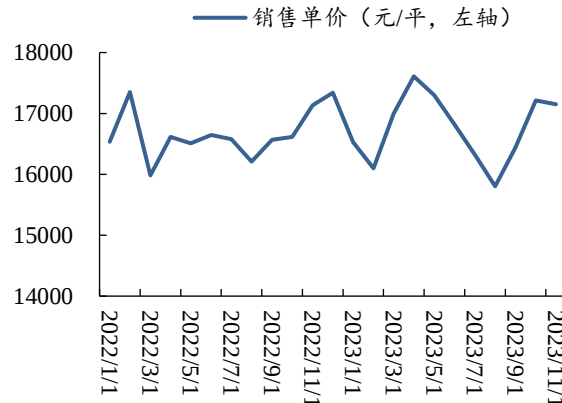
求对冲市场下行影响。综合考虑，我们对 2024 年二线城市住宅销售面积同比的乐观、中性、悲观预测增速分别为 2.0%、-4.0%、-8.0%；对 2024 年二线城市住宅销售单价乐观、中性、悲观预测增速分别为 2.0%、0.0%、-2.0%。

图33：二线城市近 2 年月度住宅销售面积



数据来源：中指，东吴证券研究所

图34：二线城市近 2 年月度住宅销售单价

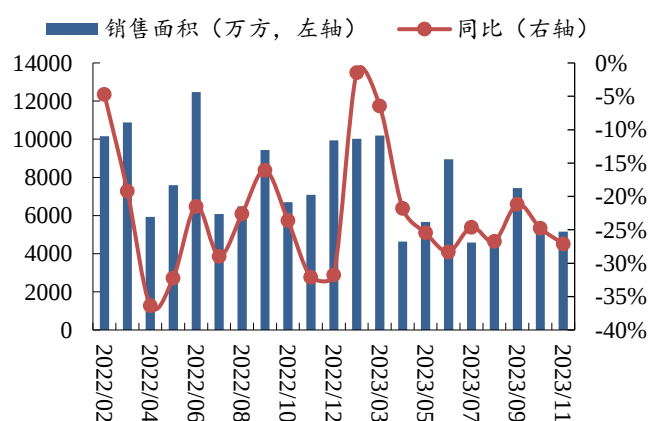


数据来源：中指，东吴证券研究所

（3）三四线城市销售预测

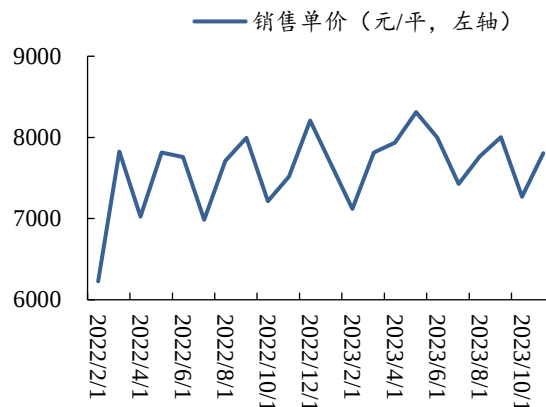
三四线城市 2023 年销售面积在 3-4 月疫情积压的购房需求释放后迅速回落，5-11 月同比降幅维持在 20%-25% 附近。销售单价在 7000-8000 元/平之间波动。考虑到三四线城市的人口结构、人均收入水平等基本面向均低于一二线城市，预计 2024 年三四线城市将维持“以价换量”的销售形势。综合考虑，我们对 2024 年三四线城市住宅销售面积同比的乐观、中性、悲观预测增速分别为 -2.0%、-8.0%、-12.0%；对 2024 年三四线城市住宅销售单价乐观、中性、悲观预测增速分别为 0.0%、-2.0%、-4.0%。

图35：三四线城市近 2 年月度住宅销售面积



数据来源：中指，Wind，东吴证券研究所

图36：三四线城市近 2 年月度住宅销售单价



数据来源：中指，Wind，东吴证券研究所

预计全国商品房销售金额乐观、中型、悲观预期下增速分别为 1.4%、-6.0%、-11.7%，对应的绝对值分别为 11.9 万亿元、11.0 万亿元、10.4 万亿元。通过对各能级城市销售面积和价格的预测，我们最终测算得到 2024 年全国商品住宅销售金额的乐观、中性、悲观预

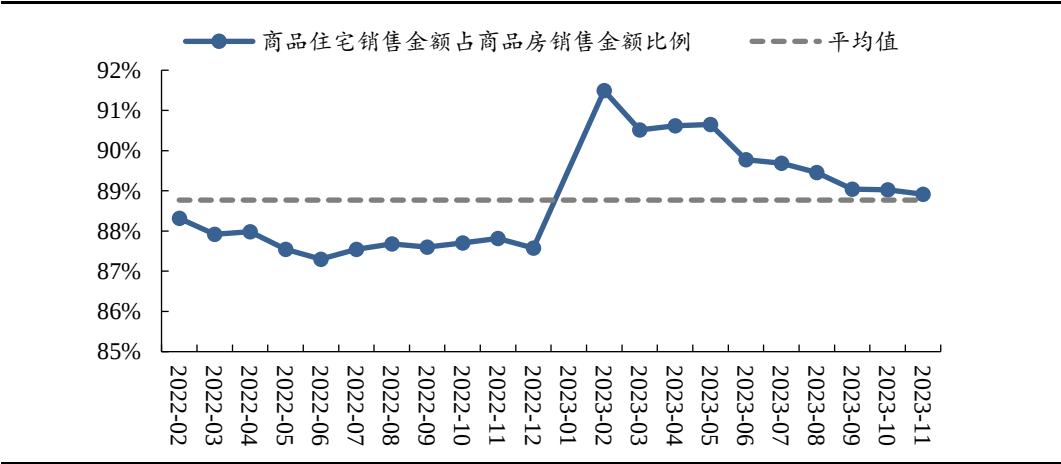
测增速分别为 1.4%、-6.0%、-11.7%，全国商品住宅销售金额分别为 10.6 万亿元、9.8 万亿元、9.2 万亿元。近年来商品住宅销售金额占商品房销售金额的比值均值为 88.8%，我们假设 2024 年该比值保持不变，则 2023 年全国商品房销售金额的乐观、中性、悲观预测分别为 11.9 万亿元、11.0 万亿元、10.4 万亿元。

图37：2024 年商品房销售金额预测拆解

商品住宅面积同比	一线城市	二线城市	三四线城市	全国
2024年乐观	6.0%	2.0%	-2.0%	-0.9%
2024年中性	3.0%	-4.0%	-8.0%	-6.8%
2024年悲观	0.0%	-8.0%	-12.0%	-10.8%
商品住宅价格同比	一线城市	二线城市	三四线城市	全国
2024年乐观	3.0%	2.0%	0.0%	2.4%
2024年中性	1.0%	0.0%	-2.0%	0.9%
2024年悲观	-1.0%	-2.0%	-4.0%	-1.0%
商品住宅金额同比	一线城市	二线城市	三四线城市	全国
2024年乐观	9.2%	4.0%	-2.0%	1.4%
2024年中性	4.0%	-4.0%	-9.8%	-6.0%
2024年悲观	-1.0%	-9.8%	-15.5%	-11.7%
		全国商品住宅销售金额 (万亿元)		全国商品房销售金额 (万亿元)
2024年乐观			10.6	11.9
2024年中性			9.8	11.0
2024年悲观			9.2	10.4

数据来源：中指，Wind，东吴证券研究所

图38：近 2 年商品住宅销售金额占商品房销售金额的比例均值为 88.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

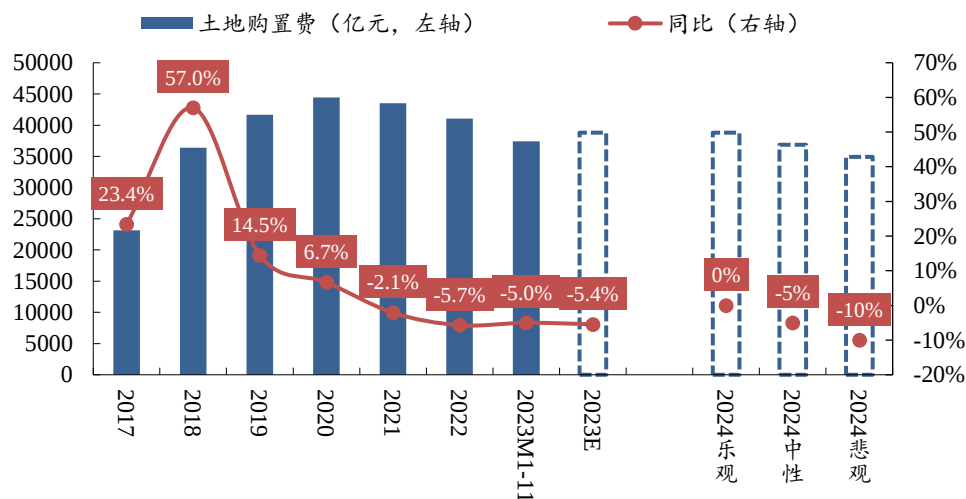
4.2. 中性预测 2024 年土地购置费为 3.7 万亿元，同比下降 5.0%

2023 年全国土地购置费延续下滑趋势，1-11 月累计金额为 3.74 万亿元，累计同比-5.0%，假设 12 月单月土地购置费同比降幅也为 5.0%，测算得到 2023 年全年土地购置费为 3.88 万亿元，同比-5.4%。考虑到当前大多数开发商的投资策略均为“以销定产”且集中在高能级核心城市拿地，乐观情况下，明年全国销售保持平稳或小幅复苏，土地购置费

有望止跌企稳。但悲观情况下，若销售市场修复力度偏弱，叠加大部分民企开发商现金流承压，土地市场成交额有可能在今年的基础上进一步下滑。

综合考虑，我们对 2024 年土地购置费的乐观、中性、悲观预测增速分别为 0.0%、-5.0%、-10.0%，金额分别为 3.9 万亿元、3.7 万亿元、3.5 万亿元。

图39：2024 年全国土地购置费预测



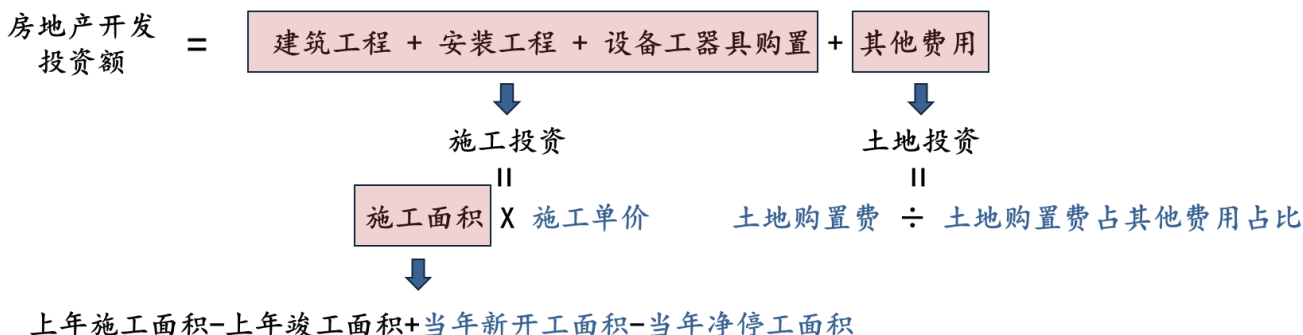
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 中性预测 2024 年房地产开发投资额为 10.0 万亿元，同比下降 5.4%

房地产开发投资包括四部分：建筑工程、安装工程、设备工器具购置和其他费用。其中其他费用主要为土地购置费。我们将建筑工程、安装工程、设备工器具购置求和，列为施工投资，将其他费用列为土地投资。 $\text{施工投资} = \text{施工面积} \times \text{施工单价}$ ， $\text{土地投资} = \text{土地购置费} / \text{土地购置费占比}$ ， $\text{今年施工面积} = \text{上年施工面积} - \text{上年竣工面积} + \text{今年新开工面积} - \text{今年净停工面积}$ 。通过分别预测新开工面积、净停工面积、施工单价、土地购置费、土地购置费占比 5 个指标来预测 2024 年的房地产开发投资额。

图40：房地产开发投资额拆解模型

注：蓝色为需要预测的指标



数据来源：东吴证券研究所绘制

图41： 2024 年房地产开发投资完成额拆解预测（单位：亿元，万方，元/平）

年份	A:房地开 发投资完成 额(a+b+c+d)	a:建筑工 程	b:安装工 程	c:设备工 器具购置	d:其他费 用	B:施工投资 (B=a+b+c)	e:房屋施 工面积	f:施工单 价 (f=B/e)	C:土地投资 (C=d)	g:土地购 置费	h:土地 购置费 占比 (h=g/C)	房地产 开发投 资额同 比增速
2002	7,736	4,803	347	139	2,447	5,289	92,757	570	2,447	1,459	60%	
2003	10,106	6,286	438	144	3,238	6,868	116,907	587	3,238	2,046	63%	30.6%
2004	13,158	8,255	571	193	4,140	9,018	140,451	642	4,140	2,574	62%	30.2%
2005	15,909	10,160	712	225	4,662	11,097	166,053	668	4,662	2,904	62%	20.9%
2006	19,423	12,480	864	267	5,771	13,611	194,786	699	5,771	3,318	57%	22.1%
2007	25,289	16,126	1,065	341	7,748	17,532	236,318	742	7,748	4,873	63%	30.2%
2008	31,203	19,948	1,392	423	8,817	21,763	283,266	768	8,817	5,996	68%	23.4%
2009	36,242	25,839	2,005	454	9,948	28,299	320,368	883	9,948	6,024	61%	16.1%
2010	48,259	30,566	2,519	554	14,628	33,639	405,356	830	14,628	10,000	68%	33.2%
2011	61,797	41,153	3,341	819	16,427	45,313	506,775	894	16,427	11,413	69%	28.1%
2012	71,804	47,067	4,969	1,019	18,748	53,056	573,418	925	18,748	12,100	65%	16.2%
2013	86,013	57,764	6,155	1,250	20,844	65,169	665,572	979	20,844	13,502	65%	19.8%
2014	95,036	63,115	7,446	1,307	23,168	71,868	726,482	989	23,168	17,459	75%	10.5%
2015	95,979	63,173	8,022	1,212	23,572	72,407	735,693	984	23,572	17,675	75%	1.0%
2016	102,581	66,793	9,509	1,462	24,817	77,764	758,975	1,025	24,817	18,779	76%	6.9%
2017	109,799	68,891	9,687	1,551	29,670	80,128	781,484	1,025	29,670	23,169	78%	7.0%
2018	120,264	67,319	8,673	1,525	42,747	77,517	822,300	943	42,747	36,387	85%	9.5%
2019	132,194	75,248	6,714	1,713	48,518	83,676	893,821	936	48,518	41,675	86%	9.9%
2020	141,443	81,905	5,850	1,443	52,245	89,198	926,759	962	52,245	44,452	85%	7.0%
2021	147,602	88,910	5,336	1,331	52,025	95,577	975,387	980	52,025	43,505	84%	4.4%
2022	132,895	79,311	4,610	1,182	47,792	85,103	904,999	940	47,792	41,030	86%	-10.0%
2023M1-11	104,045	57,089	3,583	903	42,470	61,575	831,345	741	42,470	37,393	88%	-9.4%
2023E	105,764					61,676	832,337	741	44,088	38,797	88%	-10.0%
2024E乐观	104,205					60,118	772,670	778	44,088	38,797	88%	-1.5%
2024E中性	100,014					58,131	761,643	763	41,883	36,857	88%	-5.4%
2024E悲观	95,275					55,596	750,616	741	39,679	34,918	88%	-8.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：黄色虚线边框单元格为预测值

图42：2024 年新开工、竣工、施工面积拆解预测（单位：万方）

年份	a:上一年 施工面积	b:上一年 竣工面积	c:今年新开 工面积	A:今年施工 面积（未考 虑停工） (A=a-b+c)	B:今年施 工面积实 际值	d:今年净 停工面积 (d=A-B)	今年竣工 面积	新开工 面积同 比增速	净停工 面积同 比增速	竣工面 积同比 增速	施工面 积同比 增速
2002	77,213	27,303	42,260	92,170	92,757	-587	32,523				
2003	92,757	32,523	54,319	114,553	116,907	-2,354	39,510	28.5%	301.2%	21.5%	26.0%
2004	116,907	39,510	60,414	137,812	140,451	-2,640	42,465	11.2%	12.1%	7.5%	20.1%
2005	140,451	42,465	68,064	166,051	166,053	-2	53,417	12.7%	-99.9%	25.8%	18.2%
2006	166,053	53,417	79,253	191,889	194,786	-2,897	55,831	16.4%	—	4.5%	17.3%
2007	194,786	55,831	95,402	234,357	236,318	-1,961	60,607	20.4%	-32.3%	8.6%	21.3%
2008	236,318	60,607	102,553	278,265	283,266	-5,001	66,545	7.5%	155.0%	9.8%	19.9%
2009	283,266	66,545	116,422	333,143	320,368	12,775	72,677	13.5%	-355.4%	9.2%	13.1%
2010	320,368	72,677	163,647	411,338	405,356	5,981	78,744	40.6%	-53.2%	8.3%	26.5%
2011	405,356	78,744	191,237	517,849	506,775	11,074	92,620	16.9%	85.1%	17.6%	25.0%
2012	506,775	92,620	177,334	591,489	573,418	18,072	99,425	-7.3%	63.2%	7.3%	13.2%
2013	573,418	99,425	201,208	675,200	665,572	9,629	101,435	13.5%	-46.7%	2.0%	16.1%
2014	665,572	101,435	179,592	743,729	726,482	17,247	107,459	-10.7%	79.1%	5.9%	9.2%
2015	726,482	107,459	154,454	773,477	735,693	37,784	100,039	-14.0%	119.1%	-6.9%	1.3%
2016	735,693	100,039	166,928	802,582	758,975	43,608	106,128	8.1%	15.4%	6.1%	3.2%
2017	758,975	106,128	178,654	831,501	781,484	50,017	101,486	7.0%	14.7%	-4.4%	3.0%
2018	781,484	101,486	209,342	889,339	822,300	67,039	93,550	17.2%	34.0%	-7.8%	5.2%
2019	822,300	93,550	227,154	955,904	893,821	62,083	95,942	8.5%	-7.4%	2.6%	8.7%
2020	893,821	95,942	224,433	1,022,312	926,759	95,553	91,218	-1.2%	53.9%	-4.9%	3.7%
2021	926,759	91,218	198,895	1,034,436	975,387	59,049	101,412	-11.4%	-38.2%	11.2%	5.2%
2022	975,387	101,412	120,587	994,562	904,999	89,562	86,222	-39.4%	51.7%	-15.0%	-7.2%
2023M1-11	904,999	86,222	87,456	906,233	831,345	74,888	65,237	-21.2%		17.9%	-7.2%
2023M12E			7,800			6,808	34,000				
2023E	904,999	86,222	95,256	914,033	832,337	81,696	99,237	-21.0%	-8.8%	15.1%	-8.0%
2024E 乐观	832,337	99,237	88,588	821,688	772,670	49,017	99,237	-7.0%	-40.0%	0.0%	-7.2%
2024E 中性	832,337	99,237	85,730	818,830	761,643	57,187	96,260	-10.0%	-30.0%	-3.0%	-8.5%
2024E 悲观	832,337	99,237	82,872	815,972	750,616	65,357	93,283	-13.0%	-20.0%	-6.0%	-9.8%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：黄色虚线边框单元格为预测值，其中蓝色字体为关键假设

（1）中性预测 2024 年新开工面积为 8.6 亿方，同比下降 10.0%

2023 年 1-11 月份，全国累计新开工面积为 8.7 亿方，同比减少 21.2%。下半年销售市场转冷叠加近 2 年土地投资的持续低迷，导致新开工面积始终维持较大降幅。我们预计 12 月新开工面积在 7800 万方左右，2023 年的新开工面积预计为 9.5 亿方。考虑到土地市场尚未明显复苏，同时部分民企开发商现金流压力较大，新开工意愿较低。我们对 2024 年新开工面积的乐观、中性、悲观预测增速分别为-7.0%、-10.0%、-13.0%，绝对值分别为 8.9 亿方、8.6 亿方、8.3 亿方。

（2）中性预测 2024 年竣工面积为 9.6 亿方，同比下降 3.0%

2023 年 1-11 月份，全国累计竣工面积为 6.5 亿方，同比增加 17.9%。我们预计 12 月新开工面积在 34000 万方左右，2023 年的竣工面积预计为 9.9 亿方。去年以来，中央不断强调“保交楼，稳民生”，多方主体共同努力下保交楼工作已初显成效。由于大部分因疫情延后工期的项目均集中在 2023 年交付，2024 年已无此增量部分，我们对 2024 年竣工面积

的乐观、中性、悲观预测增速分别为 0.0%、-3.0%、-6.0%，绝对值分别为 9.9 亿方、9.6 亿方、9.3 亿方。

（3）中性预测 2024 年净停工面积为 5.7 亿方，同比下降 30.0%

近年来净停工面积逐步提升，由 2013 年的 9629 万方逐步提升至 2020 年的 9.6 亿方，2021 年虽稍有回落，但 2022 重新增长至 9.0 亿方。2023 年 1-11 月份，全国累计净停工面积为 7.5 亿方。我们预计 12 月净停工面积与 1-11 月均值相等，则 2023 年的净停工面积为 8.2 亿方。考虑到保交楼和支持房企融资政策的不断推出，我们对 2024 年净停工面积的乐观、中性、悲观预测增速分别为 -40.0%、-30.0%、-20.0%，绝对值分别为 4.9 亿方、5.7 亿方、6.5 亿方。

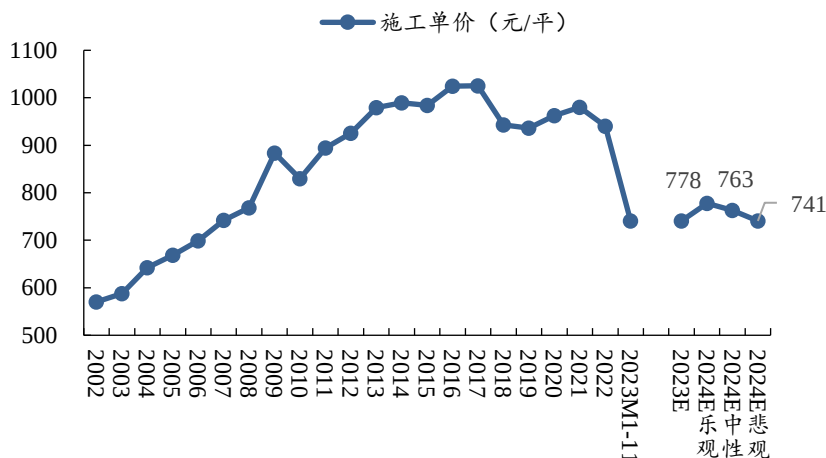
（4）中性预测 2024 年施工面积为 76.2 亿方，同比下降 8.5%

根据上述预测的净停工面积、新开工面积和竣工面积，我们计算得到 2024 年施工面积的乐观、中性、悲观预测增速分别为 -7.2%、-8.5%、-9.8%，绝对值分别为 77.3 亿方、76.2 亿方、75.1 亿方。

（5）中性预测 2024 年施工单价为 763 元/平

我国施工单价在 2002-2013 年期间快速上升，由 570 元/平提升至 979 元/平，之后稳定在 1000 元/平附近，2023 年 1-11 月断崖式下降至 741 元/平，我们对 2024 年施工单价的乐观、中性、悲观预测分别为 778 元/平、763 元/平、741 元/平。

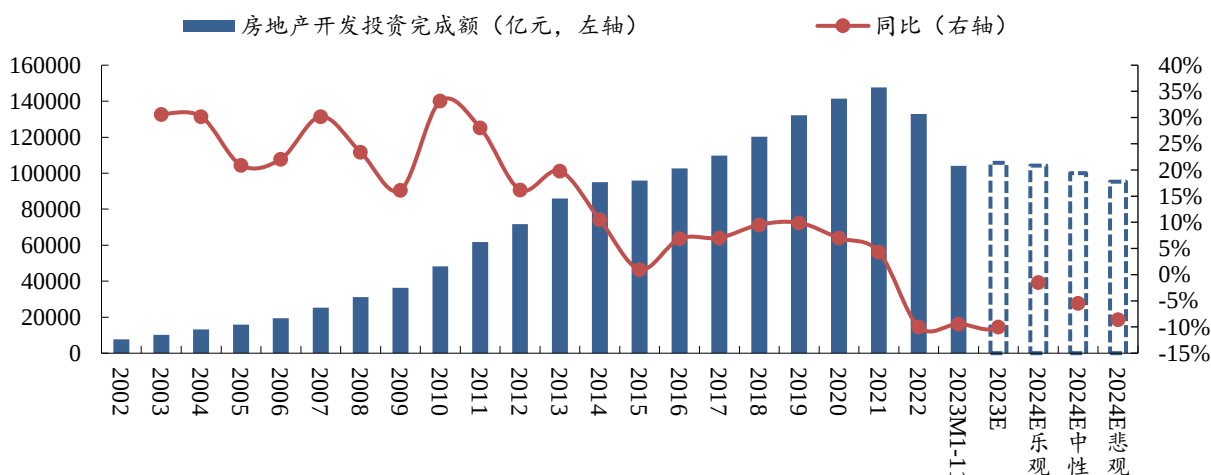
图43：历年施工单价一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

综合上述预测，我们计算得到 2024 年房地产开发投资完成额的乐观、中性、悲观预测增速分别为 -1.5%、-5.4%、-8.6%，绝对值分别为 10.4 万亿元、10.0 万亿元、9.5 万亿元。

图44：中性预测 2024 年房地产开发投资完成额为 10.0 万亿元，同比下降 5.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 新发展模式下，如何把握行业及企业的投资机会

5.1. 行业大变局中，日本房企如何转型

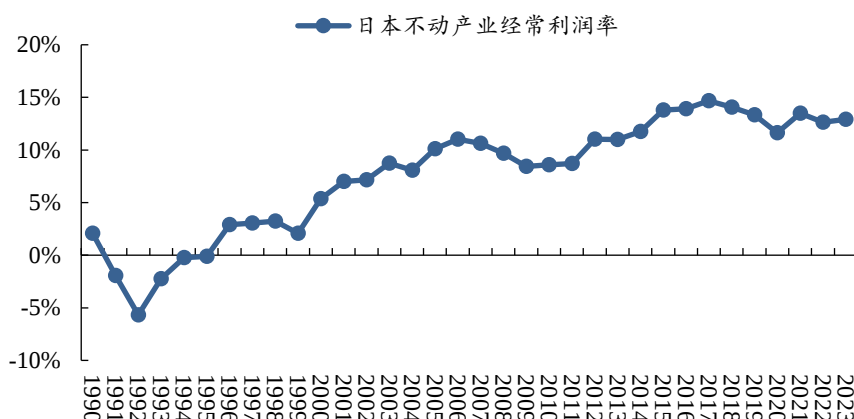
日本在 20 世纪 90 年代地产泡沫被刺破后，经济衰退房价大幅下跌，大量的房企进入连年亏损状态濒临破产，我们希望通过研究日本房企转型途径，探究新发展模式下的企业投资机会。研究发现：行业下行期，日本房企普遍由高杠杆高周转模式向低杠杆低周转的精细化运营模式转变，降低杠杆修复资产负债表以及具备一定持有型物业租赁业务和综合开发能力是日本房企转型的关键。以三井不动产为例，其通过（1）变卖资产降低杠杆，修复资产负债表；（2）大力发展租赁业务，平稳利润穿越周期；（3）金融路径创新，开拓基金管理服务；（4）发展代建、中介、物管等轻资产多元化业务 成功转型，业绩重回增长轨道。

股价方面：日本龙头房企经历泡沫危机，成功转型新发展模式后，其股价的上涨主要由盈利改善驱动，盈利改善后估值会配合有修复提升，进一步提升股价实现戴维斯双击；但股价的上涨与房价没有明显关联。

5.1.1. 行业下行期，房企由高杠杆高周转模式向低杠杆低周转的精细化运营模式转变

日本在 20 世纪 90 年代地产泡沫被刺破后，经济衰退房价大幅下跌，房地产行业进入下行周期。大量的房企由于销售物业的量价双杀进入连年亏损状态，而高企的负债率带来了巨大的现金流压力，日本最大的三家财阀系开发商（三井不动产、住友不动产、三菱地所）也未能幸免。

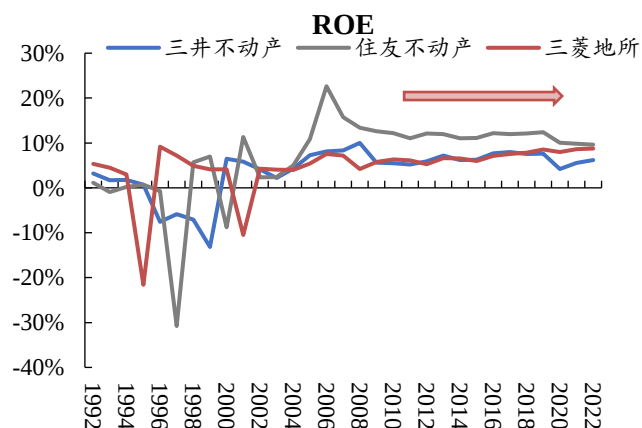
图45: 1991-1995 年日本不动产经常利润率保持负值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

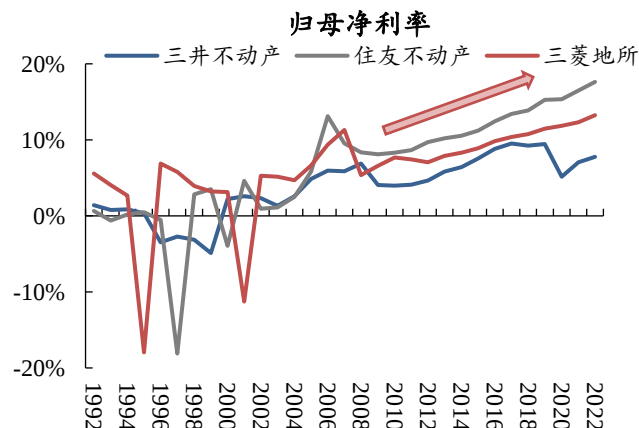
在行业景气度迅速下行的背景下,日本房企通过降低负债、加大发展持有型物业运营管理、培养多元化轻资产业务等措施不断调高盈利能力,从高杠杆高周转的传统模式向低杠杆低周转的精细化运营模式转变。通过杜邦分析,我们发现,转型之后日本三家龙头房企的权益乘数和资产周转率在 2000 年以来呈下降趋势,但由于销售业务的利润率修复和高利润率的轻资产业务占比提升,房企的归母净利率呈上升趋势,对冲了前两者的影响,从而带来 ROE 的稳定。同时三家公司的销管费率在 1992 年以来也有显著下降。

图46: 日本三家龙头房企 ROE 总体保持稳定



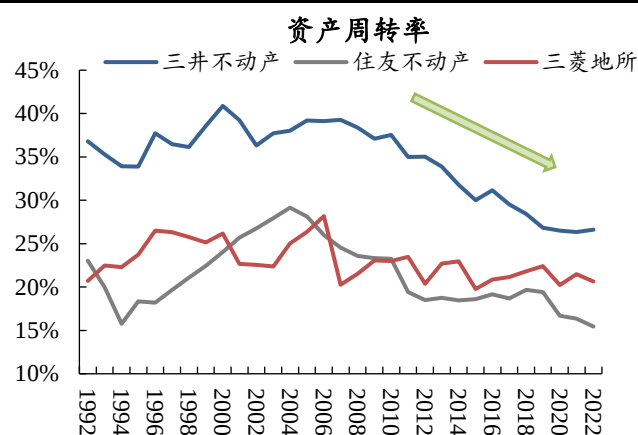
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图47: 日本三家龙头房企归母净利率总体呈上升趋势



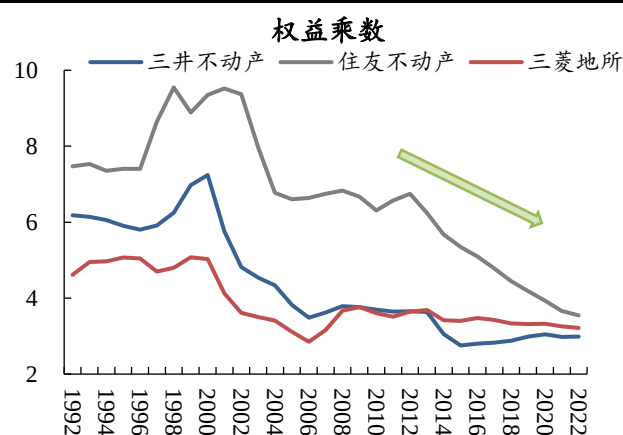
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图48：日本三家龙头房企资产周转率总体呈下降趋势



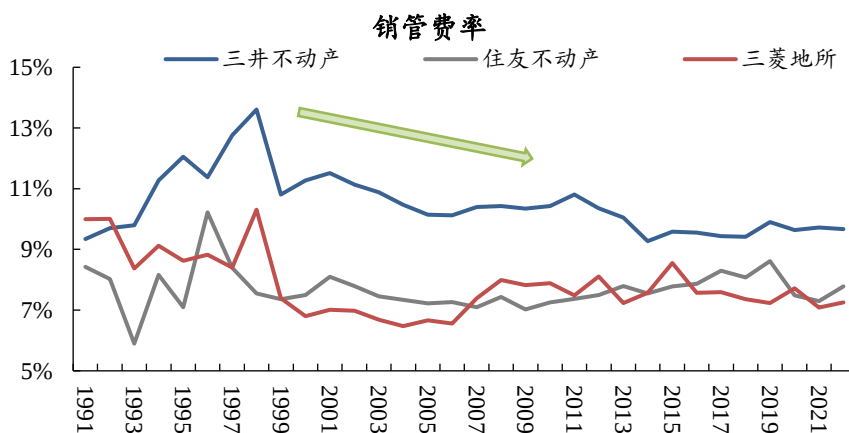
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图49：日本三家龙头房企权益乘数总体呈下降趋势



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图50：日本三家龙头房企销管费率在上世纪90年代末期显著下降



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

5.1.2. 以三井不动产为例，探究日本房企转型途径

三井不动产常年稳居日本房地产业榜首，公司以写字楼租赁起家，经历了“大力发展销售——试水各类持有型资产——企业转型：销售+租赁+管理”三个阶段，在日本房地产泡沫被刺破后，通过一系列措施成功转型穿越周期，修复资产负债表重回增长轨道。健康的负债状况和轻重结合的多元化业务使其在2008年次贷危机和2020年新冠疫情期间，净利润未出现大幅下滑反而迅速回升。

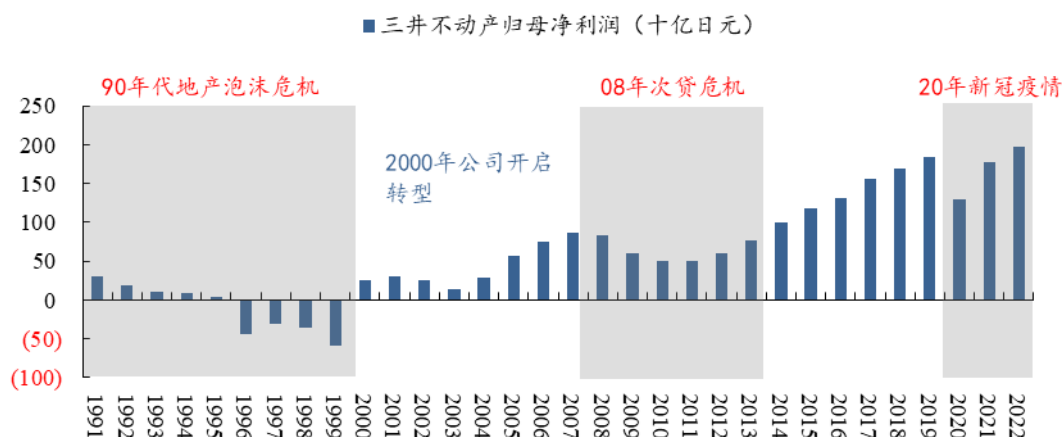
探究其转型途径，我们总结了以下四点：（1）变卖资产降低杠杆，修复资产负债表；（2）大力发展租赁业务，稳定利润穿越周期；（3）金融路径创新，开拓基金管理业务；（4）发展代建、中介、物管等轻资产多元化业务。

图51: 三井不动产发展历程回顾

时间	发展历程	重点事件
1941-1960	租赁起家	1941年, 公司成立 1949年, 公司上市, 主营业务为写字楼租赁
1960-1980	大力发展销售	1960年, 开拓住宅建设开发业务 1968年, 开拓中高层公寓开发业务 1969年, 开拓独院住宅开发业务
1980-2000	试水各类持有型资产	1981年, 公司第一个购物中心“啦啦宝都东京湾”开业 1983年, 合资建造的东京迪士尼乐园开业 1995年, 日本第一家奥特莱斯购物城“鹤见”开业 1998年, “横滨海湾游艇码头”开业
2000-至今	企业转型 销售+租赁+管理	2000年, 出售合资子公司Oriental Land股权 2001年, 和三菱地所联合发行2个REITs基金 2002年, 完成债务重组 2003年, 提出业务模式转型, 降低杠杆率 2003年, 将子公司Mitsui Fudosan Real Estate Sales重新定位于二手房市场中介和咨询业务 2007年, 制定Challenge Plan十年发展计划, 聚焦销售、租赁、管理三项核心业务联动

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图52: 三井不动产成功转型后顺利度过 08 年次贷危机和 20 年新冠疫情

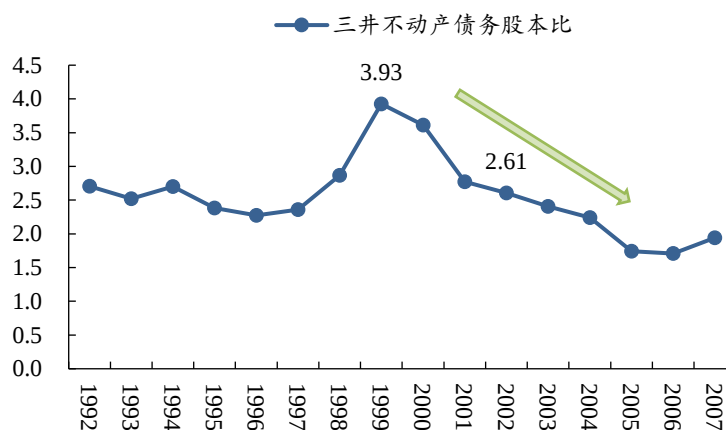


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

1) 变卖资产降低杠杆, 修复资产负债表

2000-2002 年变卖资产债务重组: 泡沫危机后, 三井不动产 2000 年 5 月提出 3 年新发展计划: 降低有息负债、扩大轻资产、培育新业务来提高盈利能力, 在降低负债方面, 公司提出了明确目标: 到 2002 年有息负债低于 1.45 万亿日元, 债务股本比率低于 3.2。为了完成目标, 公司进行了一系列动作, 包括对部分资产计提减值、剥离子公司、变卖资产等。这其中就包括了 2000 年 304 亿日元出售了合资子公司 Oriental Land 股权 (与京城地铁合资成立, 拥有东京迪士尼乐园经营权), 每股售价仅为 IPO 价格的约 60%。2002 年, 公司完成债务重组, 债务股本比显著下降至 2.61。

图53: 三井不动产 1999-2006 年期间债务股本比迅速下降



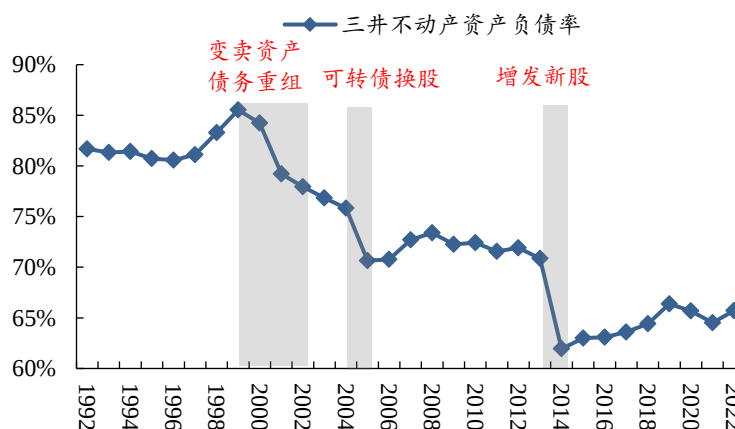
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2005 年可转债转换成股票: 2003 年, 公司在“Challenge 2008”计划中提出: 到 2008 年继续降低有息负债至 9900 亿元, 债务股本比降至 1.2。2005 年公司将可转债换成股票。资产负债表中的长期借款科目从 2004 年末的 10395 亿日元降至 9676 亿日元, 而所有者权益由 7077 亿日元增至 8768 亿日元。增厚权益的同时降低了有息负债。

2014 年增发新股: 2014 年公司通过股权融资进行资本扩张, 所有者权益由 2013 年的 13254 亿日元大幅增长至 19321 亿日元。

通过以上三种方式, 公司资产负债率迅速降低, 2014 年仅为 61.9%, 较 1999 年的高点 85.5% 大幅下降 23.6pct。

图54: 三井不动产 1999-2014 年期间资产负债率不断降低



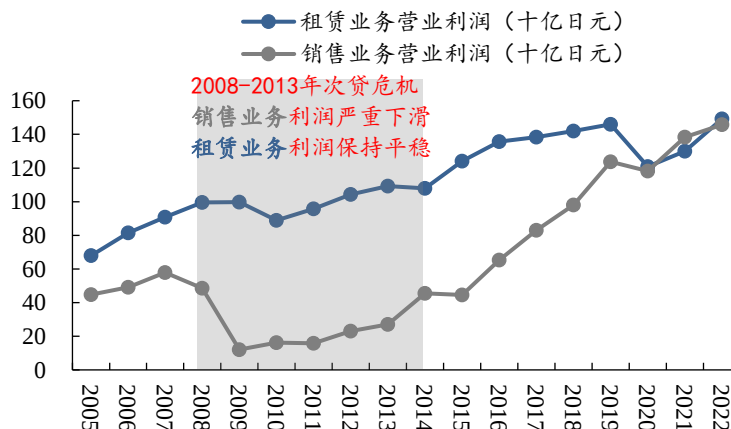
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2) 加强发展租赁业务, 平稳利润助力穿越周期

公司以租赁起家, 又在 1980-2000 年期间试水了包括购物中心、游乐园、奥特莱斯、游艇码头在内的多种持有型物业, 积累了丰富的运营管理经验。公司聚焦租金收入稳定的核心地段项目, 通过翻新或新建加强租赁业务的发展。2008 年美国次贷危机导致全球经济

衰退，三井不动产的销售业务经营利润断崖式下降，从 2007 年 578 亿日元跌至 2009 年的 121 亿日元，2 年跌幅达 79.1%；但租赁业务的利润始终保持平稳，仅在 2010 年同比下降 10.9%，2011 年再次恢复正增长，助力公司穿越周期。

图55：租赁业务助力三井不动产穿越 08 年次贷危机周期



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

3) 金融路径创新，开拓基金管理业务

日本地产泡沫危机后，房企融资陷入困难，REITs 应运而生。2001 年 9 月，三井不动产和三菱地所作为发起人的日本第一支写字楼 REITs 上市。随后又在 2006 年和 2016 年分别推出了出租公寓 REITs 和物流地产 REITs，并在 2007 年收购了一支零售物业 REITs。截至 2022 年，公司一共管理了 4 支 J-REITs 基金和 2 支私募基金，在管资产规模超 4.3 万亿日元。

REITs 的设立帮助公司实现了“投融管退”的流程闭环，解决了融资困难的问题。一方面，由于可以向 REITs 出售物业，公司的销售业务逐步复苏；另一方面，公司还可以获取可观的基金管理费，若继续负责底层资产的运营管理，还可以从中获取物业管理费。

表6：三井不动产管理的 REITs 一览

上市时间	REITs 名称	底层资产
2001 年	Nippon Building Fund	写字楼
2004 年（2007 年被三井收购）	Frontier Real Estate Investment Corporation	零售物业
2006 年	Nippon Accommodations Fund	出租公寓
2016 年	Mitsui Fudosan Logistics Park	物流地产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

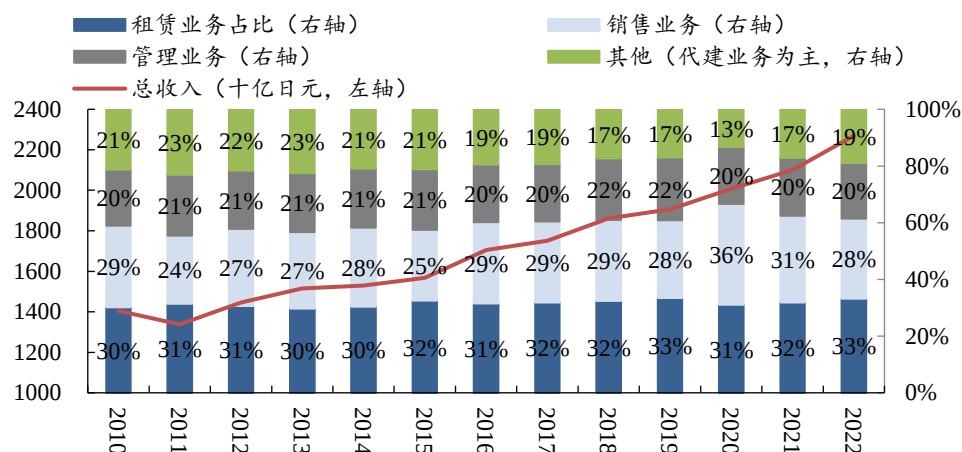
4) 发展代建、中介、物管等轻资产多元化业务

代建方面：公司代建业务包括独栋住宅建设、住宅物业翻新、商业物业翻新等，尽管代建业务利润率较低，但是风险同样较低，在行业下行周期中可以维持公司团队的正常运转，同时还可以进行业务联动，一方面贡献建材销售收入，另一方面为存量市场的中介和物管业务积累客户资源。

中介方面：公司在 2003 年重新将子公司 Mitsui Fudosan Real Estate Sales 定位在存量房地产市场，提升经纪业务和咨询业务收入。目前已成长为东京二手房交易量第一名的中介公司。

积极拓展轻资产业务，使得三井不动产轻重结合，三大业务均衡发展，根据公司 2022 年年报，未来发展方向将为“销售利润：租赁利润：管理利润=4:4:2”。三大业务的协同发展使得三井不动产近年来的营收稳步增长，2010-2022 年营收 CAGR 达 4.1%。

图56：销售+租赁+管理的综合开发模式助力公司营收稳步增长



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

5.1.3. 日本房企股价与房价和自身盈利水平关系探究

日本房企泡沫危机后的股价上涨主要由自身盈利水平提高驱动，和房价没有明显联系。我们观察到日本三家龙头房企在泡沫危机后有三轮普涨行情，分别为（1）2004-2007 年；（2）2012-2014 年；（3）2022 年前后。

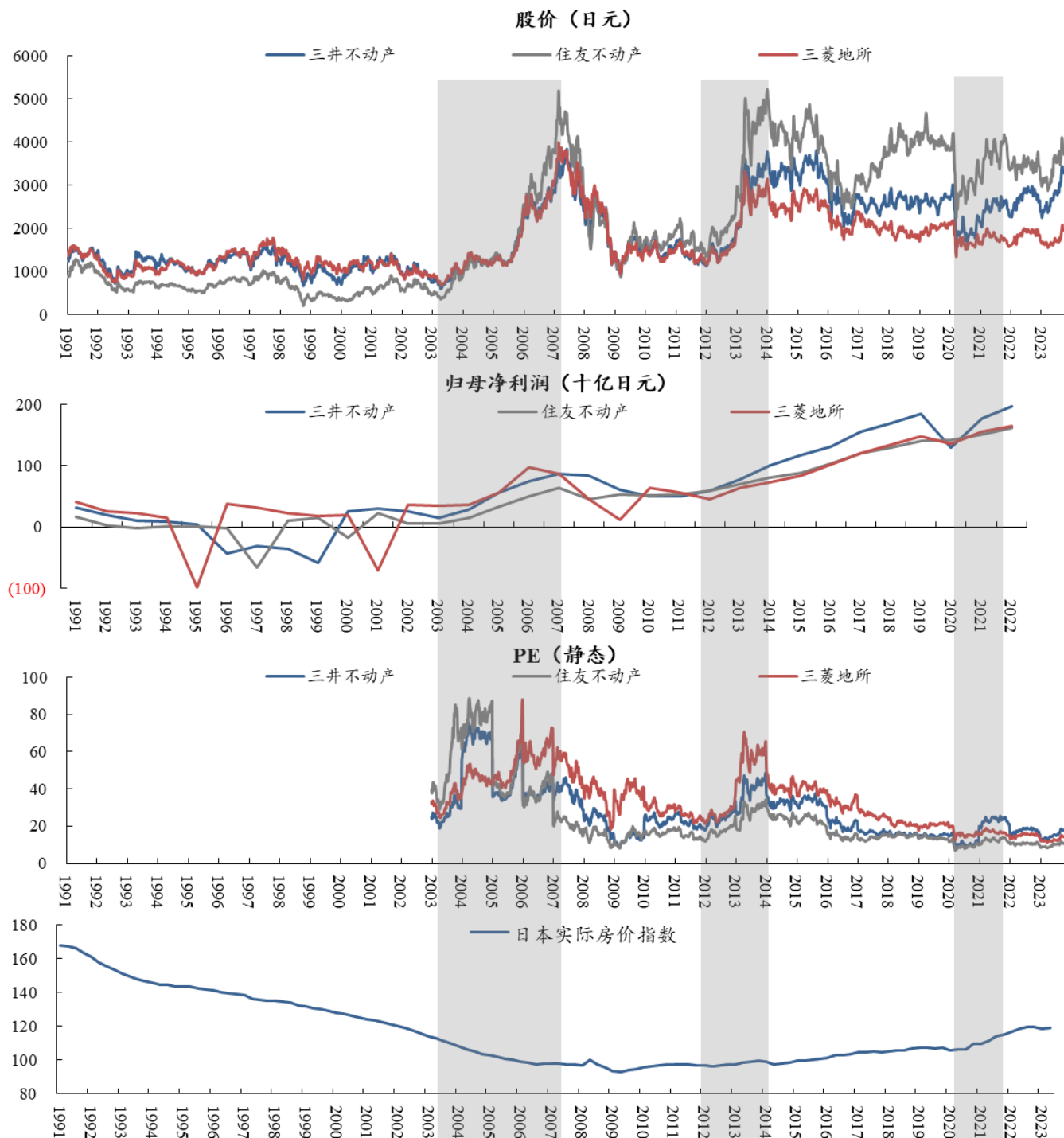
（1）2004-2007 年，此阶段日本房价仍在下行通道中。但三家房企通过长时间的转型阵痛期，归母净利润开始重回增长轨道，带来了 EPS 和 PE 的戴维斯双击，股价大幅上涨。

（2）2012-2014 年，此阶段日本房价整体保持平稳。三家房企在次贷危机期间归母净利润停止增长甚至开始下跌，2012 年重回增长轨道，带动股价上涨。

（3）2022 年前后，此阶段日本房价略微增长。新冠疫情带来的影响被逐步消化，三家房企的归母净利润短暂下滑后重新增长，带动股价上涨。

综上，日本三家龙头房企在转型新发展模式后，股价上涨主要由盈利改善驱动，盈利改善后估值会配合有修复提升，进一步提升股价实现戴维斯双击。

图57：1991-2022年日本三家龙头房企的股价和归母净利润以及日本房价指数对比



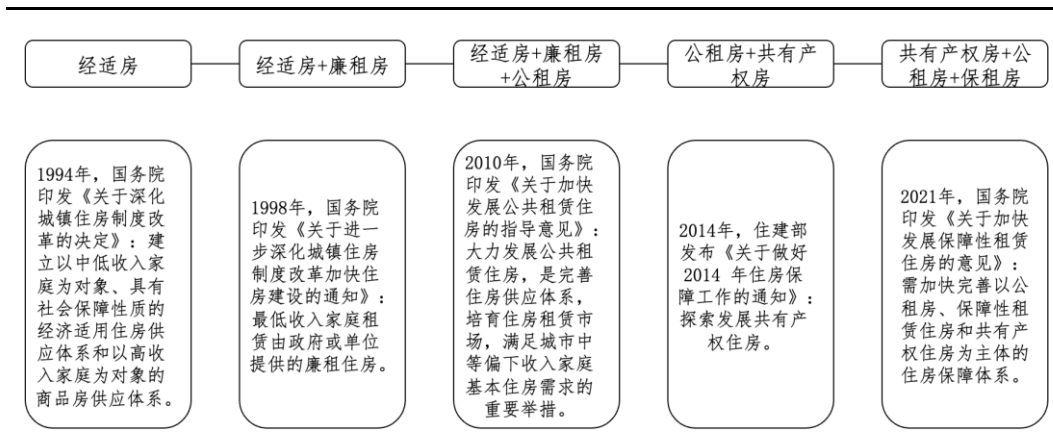
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

5.2. 双轨制模式下，哪些企业将会有机会

中国保障性住房体系经历二十多年发展，从“以经适房为主”过渡到“以公租房、共有产权房和保障性租赁住房为主”的多层次体系，“十四五”期间，保障性租赁住房成为

建设重点。

图58：中国保障性住房体系变动情况



数据来源：政府官网，东吴证券研究所

未来商品住房将主要面向中高收入人群，价格主要由供需等市场化的因素决定，其目标客户购买力相对更强，除了需要满足基本的居住需求外，更在意住房地段、品质、配套等附加属性。因此，商品房开发将更加聚焦中高端住宅，在配套、户型、地段、容积率、外立面等各方面保证高品质，真正高品质的产品将获得更高溢价。

保障性住房则主要面向中低收入家庭以及人口净流入城市中的新市民、青年人，其目标人群支付能力一般或不足，价格由政府确定、一般低于同品质同地段商品房，主要由政府主导或支持建设投资，同时引入社会力量参与，通过增量建设和存量盘活等方式，构建以保障性租赁住房、公租房、共有产权住房为主的保障性住房体系，用以保障住房困难家庭，提供可长期租购的低成本住房，满足这类群体基本居住需求。

未来，随着双轨制的推进将直接利好两类房企：

一类是土地储备主要位于人口净流入地区的核心地段，具备在核心城市、核心地段拿地的资金实力，拥有较低的融资成本并且拥有高标准建设交付能力的房企，这类企业经营稳健、资金雄厚、开发能力强、融资难度和成本较低，注重品质，在商品房市场的优势将更加凸显。

另一类是入局代建业务的企业，主要包括将代建作为轻资产业务补充的房企和将代建作为独立业务进行发展的轻资产企业。在保障性住房的建设需求增加以及房地产下行周期的特殊背景下，政府代建、商业代建和资本代建业务的渗透率均不断提升。房地产代建开发的金融化、专业化是大势所趋。代建业务对企业的产品口碑、信用资质、服务意识和标准化知识体系等方面均有较高要求，行业龙头公司先发优势明显，预计未来能获取更高市占率。

6. 投资建议

短周期看：房地产需求端和供给端政策的持续放松有望推动 2024 年市场温和复苏；中周期看：城中村改造和保障房的逐步推进将成为拉动房地产开发投资的有力抓手，推动我国房地产行业向双轨制的新发展模式转型；长周期看：参考海外经验，即使房价未明显上涨，率先完成轻资产多元化转型、具备综合开发能力的房企，随着盈利水平的提升市场也会给予其估值修复的机会。我们认为资源禀赋、经营稳健、财务优势突出、口碑好产品力强的房企有望穿越周期，未来受益于政策放松和市场过度调整后的温和复苏。**推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份，建议关注：中国海外发展、华润置地。**另外，专注发展存量业务如租赁、物业管理、中介、代建的企业有望在未来持续受益。**推荐：绿城管理控股、华润万象生活。建议关注：贝壳。**

7. 风险提示

- 1) **行业下行压力超预期**：若供给端政策优化不足，房企信用环境将持续恶化，造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；
- 2) **政策放松不及预期**：宏观政策和房地产调控政策放松不及预期、收紧超预期；
- 3) **指标参考对研究结论或有较大偏差**：不同指标得到的研究结论不同，由于指标数量有限，研究结论存在较大偏差的风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>