

# 强于大市

# 2024年房地产形势展望

## 核心观点

- 2023年在“房地产市场供求关系发生重大变化”的背景下，行业政策环境已经接近2014年最宽松的时期，但受到当前居民收入与就业预期仍然较弱、部分购房需求在前期透支、居民对新房交付仍有担忧、房价下跌加重观望情绪等因素的影响，房地产市场仍在底部徘徊、延续脉冲式修复行情，行业也正处于转型期的调整中。
- 展望2024年，房地产销售与投资有望边际改善，但整体规模预计仍将持续在低位运行。当前行业销售仍处在底部修复、边际改善企稳的阶段，考虑到2024年需求端政策仍将维持宽松态势，以及近期一线城市的购房政策大力度放松，将对整体房地产市场信心的重塑和预期回升具有积极作用，我们预计2024年销售降幅较2023年有所收窄，全年全国商品房销售面积同比下降6%，销售金额同比下降8%。不过，与2021年及以前相比，销售绝对值仍是下了一个台阶的，未来将逐步回归真实住房需求的水平。在销售与融资的双重压力下，房企资金面实质改善尚需时日，房企拿地与开工意愿预计持续低迷。土地、新开工等先行指标底部震荡进而影响开发投资继续小幅下滑。不过，近期供需两端的政策支持力度明显加大，在政策有效的前提下，新开工与投资在2024年的降幅将较2023年有所收窄，我们预计2024年新开工面积同比增速-11%，房地产投资同比增速-5%。同时，随着保障性住房落地以及城中村改造的加速，预计将对2024年的总投资起到一定作用。若我们考虑其对投资的拉动，2024年房地产投资增速或有概率回正。2024年房地产投资对经济的拉动也较2023年有所改善，预计2024年房地产投资对经济的拉动有-0.40~+0.10个百分点。
- 2024年楼市复苏结构上一二线将明显强于三四线城市。一方面是因为城市基本面较好、且需求相对有韧性；另一方面，政策的边际效果有差异，高能级城市前期政策限制更严格，因此阶段性的放松相对更加显著。例如，此次12月14日的京沪政策由于时隔6年以上未调整过，所以我们认为效果相对更明显，预计这次的政策效果至少会延续至明年2月，3月是否有“小阳春”还需观察明年的经济修复情况。同时，一线及部分强二线城市调控政策尚有松动空间，一线城市中，局部或定向放松限购、调整交易税费减免年限等均是可选项，二三四线城市仍有全面解绑限制性购房政策并加码补贴和税收优惠的空间。我们认为，一线城市在政策利好下，市场信心和预期有望得到提升，2024年整体成交面积增速有望回正。强二线城市由于前期政策放松力度相对更大、且前期调整较多，成交或较2023年有所修复。不过部分弱二线城市或将面临低位盘整期，政策边际效应减弱，短期成交难见明显起色。三四线城市由于基本面较弱、且政策已经基本没有再强发力的空间，预计将持续筑底行情，销售单价同比增速持续负增长。我们认为，整体而言，高能级城市的利好政策持续释放将有一定积极效应，但政策见效依然需要过程，居民对收入和房价预期的扭转才能使宽松政策起到更好的叠加效用。
- 除了核心城市政策优化带来的需求端结构性机会以外，结构性的改善需求缺口也仍然存在。存量住房品质相对较差的省市，未来的潜在高品质改善性需求相对更强。改善空间最大的是北京、上海、广东三个省市，其次是海南、浙江和天津，以上城市人均住房间数较少，城镇人均住房建面较低，且人均住房建面小于20平的家庭户占比相对较高，2000年以前建造的住宅占比也较高，整个存量住宅的面积相对不足、房龄较老，未来或有更多潜在的改善性需求。
- 在楼市端表现持续低迷的影响下，2024年土地市场也持续低位运行。2023年土地成交量与成交总价降幅超过两成（2023年全国土地成交建面29.9亿平，同比下降25.5%，成交总价4.18万亿元，同比下降24.0%；其中住宅类用地成交建面8.2亿平，同比下降31.7%，成交总价3.14万亿元，同比下降24.7%），土拍整体热度也较低。近期虽然有部分城市在土地端有“取消土地拍卖中的地价限制”的利好推出，但我们认为，单靠这一个政策并不能够大幅刺激市场，土地投资意愿的修复仍更多需要参考市场销售情况和企业融资状况而定。但不少城市在这样的政策下，开始积极推出优质核心地块，这在一定程度上，能够提振市场热度，加大企业的拿地信心，当然也会进一步加剧土地市场冷热分化。例如我们看到在杭州，12月12日2023年第三批集中土拍平均溢价率达10.99%，其中拱墅区两宗地块分别拍出38.32%、26.8%的溢价率水平。在市场筑底企稳过程中，企业投资或更加聚焦，优质地块投资竞争度或将持续加码。
- 房企资金实质改善尚需时日，房企信用风险仍未解决也在很大程度上影响了购房者的购房意愿，加剧了市场低迷的态势。房地产行业与企业的风险问题也是当前行业信心修复的关键所在。目前来看，2024年行业的资金压力虽然仍然存在，但整体行业风险可控，市场无需过分担忧。
- 从我们对行业资金压力的测算来看，2024年上半年现金流压力略大，但全年压力不大。若延续当前的销售回款与融资状态，不考虑拿地支出，未来一年内，房地产行业日均资金流入将始终大于当月资金流出，整体行业并无明显的现金流压力，2024年全年将有2.04万亿元的资金净流入。但在考虑拿地的情况下，个别月份将出现资金流出大于流入的情况，2024年全年资金净流入1226亿元，其中上半年净流出173亿元，下半年净流入1399亿元。此外，根据我们的测算，2024年全国商品房销售额要超过5.72万亿元，行业资金流入才能覆盖刚性的资金流出。不过，若考虑拿地支出，那么销售需达到10.60万亿元以上，不过这个数还是略小于我们明年对商品房销售额的预测。因此，理论上，行业销售规模虽仍在下降，并未跌破压力红线，但也已经十分接近红线，紧迫性较强。
- 从行业信用风险角度来看，2024年虽然部分资金链紧张的房企仍有可能出现债务违约事件，但行业整体风险可控。在过去的房地产上行周期，地价、房价等资产价格对金融风险敞口的覆盖是比较完备的。但是自2021年下半年以来，房地产行业经过了超过两年的下行期，地价、房价均有明显的下行压力、开发商债务违约等事件频发，风险影响正在逐步显现。从债券到期压力来看，2024年1、3、4、6月也将是房地产行业国内外债券到期高峰，在当前市场情绪脆弱、房企信用下滑、基本面尚未改善的情形下，国内外债券到期高峰将加剧弱资质房企的资金压力，个别房企仍有可能出现债务违约事件。不过，债券市场规模较小，风险相对可控。从银行贷款来看，由于近两年行业出清的过程中房地产贷款主要投向央企国企房企，且投放主体多为国有银行（2023年上半年六大国有银行新增房地产贷款在18家主流银行中占比90%），自身的风控较为严格，房地产不良贷款率有所下降（2023年6月末，六大国有银行房地产不良贷款率均值为4.46%，较2022年末下降0.12个百分点），因此银行涉房的风险敞口也无需过分担忧。只有在发生资产价格大幅下降的情况下，才可能会导致银行不良贷款激增，从而引发系统性风险的可能性。因此，当前房价出现持续下跌（70城新房房价环比已持续下跌6个月），及时稳住惯性俯冲也是有必要的。
- 综上，我们认为，尽管当前行业基本面仍将面临较长的调整期，但需求端仍存在结构性机会，一方面来自于一线城市需求端政策大幅优化，另一方面，核心城市的改善性需求具备一定韧性。同时，在当前市场情绪脆弱、房企信用下滑、基本面尚未改善的情形下，虽然个别弱资质、资金紧张的房企仍有可能出现债务违约事件，但整体行业风险基本可控。展望2024年，房地产市场恢复仍依赖于购房者预期能否修复，供需两端政策仍有发力空间，信用修复与保障房建设、城中村改造两大工程或将共同推动房地产市场筑底修复。

## 风险提示：

- 房地产调控政策效果不及预期：各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。
- 房地产行业基本面超预期下行：行业销售短期仍存在波动，行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。
- 融资政策落地不及预期：行业融资宽松政策自2022年以来出台较多，但落地不佳，需观察实质效果，以及融资政策是否会收紧带来的影响。

## 相关研究报告

《房地产行业2024年度策略——行业寒冬尚在延续，房企能否行稳致远？》（2024/1/3）

《房地产行业2023年10月70个大中城市房价数据点评：70城房价环比降幅扩大，二线城市新房房价环比跌幅收窄》（2023/11/16）

《房地产行业2023年1-10月统计局数据点评：房价止跌带动销售额同比降幅持续收窄；投资与新开工持续承压》（2023/11/15）

《房地产行业2023年9月70个大中城市房价数据点评：70呈房价持续承压，但一线新房二手房价格环比均正增长》（2023/10/20）

《房地产行业2023年1-9月统计局数据点评：东部地区带动全国销售修复；地产投资持续承压》（2023/10/18）

《地产新模式探索系列之二：城中村改造篇——城中村改造加速推进，超7亿平规模为行业注入新动能》（2023/9/6）

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格  
房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371