



Research and  
Development Center

# 悟已往之不谏，知来者之可追

—房地产行业 2024 年度策略报告

2024 年 01 月 09 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

房地产行业

投资评级 看好

上次评级 看好

江宇辉 地产行业分析师

执业编号: S1500519100002

联系电话: +86 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

**房地产行业 2024 年度策略: 悟已往之不谏, 知来者之可追**

2024 年 01 月 09 日

**摘要:**

回顾过去的 2023, 市场在波折中见底。2023 年全国房地产销售热度仍处低位, 1-11 月商品房累计成交依然负增。全年销售在 3-4 月份达到高点, 随后热度开始回落, Q4 销售增速再创新低。土拍市场冷淡, 土地成交总价和土地成交规划建面仍处下行阶段。房地产投资开发仍然低迷, 保交楼背景下竣工面积同比正增。价格方面, 70 大中城二手住宅价格指数环比跌幅已接近历史低位。分化行情依然延续, 西部区域更具市场韧性。成都、昆明、西安、银川等典型西部城市二手住宅价格指数仍然保持上行, 峰值至今回撤幅度相对较小, 其中成都二手住宅价格指数峰值出现在 2023 年 7 月, 至今仅回撤 0.9%, 昆明、西安、银川二手住宅价格峰值至今分别回撤 2.6%、3.1% 和 6.5%, 相较于同能级城市房价表现更为坚挺。华北区域部分城市已经历充分调整, 成交量开始逐步修复。

**复盘 2015-2021 年楼市上行期。**在“房住不炒”和历史上最严格调控政策背景之下, 2015-21 年依然实现了占 1998 年至今商品房累计销售额 57% 的销售规模。我们认为上一轮楼市上行期的驱动因素有三点: 第一, 居民加杠杆。2021 年个人住房贷款余额增速达到历史高位, 同时居民部门收入杠杆率达到 61% 以上, 较 2015 年提升 22.50pct。第二, 棚改大规模推进, 部分起到提升换房率的效果。2016-2021 年全国二手房交易额年度平均超过 6 万亿, 二手房成交成为支撑新房购买力一个重要来源。第三, 地价的快速攀升。地价和房价上涨预期, 地价与房价双向正反馈, 推动政府和居民加杠杆以及居民不断扩展的置换链条。

**本轮周期特征的不同之处:** 第一, 重点城市人口流入放缓。我国房地产市场供求关系发生结构性变化, 总量从供不应求逐步转向供需平衡。部分重点城市人口转为小幅流出。2017-22 年一线城市年均人口流入较 2010-15 年显著放缓, 成都、西安、杭州等地成为人口流入的主要城市。第二, 购房的资产收益率在下行, 且资产收益率下行速度超过负债成本。尽管利率与信贷政策宽松, 降低了加杠杆的成本。但当前二手房在售量较大, 去化周期漫长, 资产收益率下降且较难变现。因此, 过去的主流需求可能会是加杠杆换房, 现在的需求则可能变为降杠杆换房。第三, 政策推动置换需求释放, 二手房挂牌量与价格有所承压。虽然本轮周期呈现与以往不同的特征, 但国内楼市周期所处位置仍然与 2014 年底-2015 年非常相似。2014 年 930 政策出台后, 新房与二手房热度同步回升, 但二手房增幅高于新房。2014 年 10 月, 一线与二线城市新房销售增速快速回升。2014 年 9 月, 全国商品房单月销售面积 1.21 亿平, 同比下跌 10.32%。2014 年 10 月新政出台之后, 单月销售面积小幅回落至 1.14 亿平, 同比增速跌幅收窄至 1.61%。

**构建房地产发展新模式, 加大保障性住房供应:** “14 号文”中提出加大保障性住房建设和供给、让商品住房回归商品属性, 满足改善性住房需求等。复盘新加坡保障房建设模式, 1960 年新加坡自治后成立建屋局, 以建设公共住宅、提高房屋自有率为目标。新加坡家庭房屋自有率从 1970s 的 29% 上升至 2000 年的 92%, 此后也保持高位。制度方面, 2006 年新加坡土地国有化占比达 87%, 降低了土地与组屋建造成本, 同时通过储备资金投资等方式, 为建屋局提供财政补贴, 以持续提供廉价组屋。组屋按需建造, 根据家庭收入 4-5 倍左右设置, 配合中央公积金制度支持, 居民购房月供负担较低。新加坡私人住宅售价较高, 更多针对改善性需求。组屋仅针对新加坡公民和永久居民, 非居民只能购买私宅; 同时组屋限售期限通常在 10 年以上, 因而套利空间较小。组屋转售价格增速的波动幅度也较私宅更小。

**展望 2024:** 我们认为当前房地产总量需求已接近历史低位, 销售面积已跌至 2007 年水平。按照 Q4 销售状况, 年化商品房销售面积已破 9 亿平方米。根据全球主要国家和地区数据, 人均新开工面积长期中枢通常维持在 1-1.4 平方米/人, 我们认为我国商品房市场需求中枢有望保持在 9-14 亿平左右。根据测算, 我们预计 2024 年全国商品房销售金额增长 3.4%, 房地产开发投资下降 9.5%。

**优质房企重点关注:** 1、开发房企建议关注华发股份、建发股份、招商蛇口、保利发展、滨江集团、越秀地产、金地集团等, 2、二手房经纪商我们建议关注贝壳、我爱我家。

**风险因素:** 1) 政策风险: 房地产调控政策收紧或放松不及预期。2) 市场风险: 房地产市场销售情况恢复程度不及预期, 行业资金压力缓解不及预期。

## 目录

1 市场回顾：销售“前高后低”，房地产投资开发持续低迷.....	6
1.1 2023 年房地产市场表现回顾 .....	6
1.1.1 房地产销售“前高后低”，Q1 小阳春后市场成交回落 .....	6
1.1.2 土拍市场冷淡，房地产投资开发依然低迷 .....	7
1.2 当前已处本轮周期底部，坚定拥抱行业周期新起点 .....	9
1.2.1 房价跌幅已接近历史低位，2024 年有望迎来新一轮周期起点 .....	9
1.2.2 宽松货币环境下，房价有望筑底企稳.....	10
1.3 市场延续分化态势，价格在分化中下行 .....	11
2 历史复盘：2014-15 年政策组合拳发力，楼市量价先后企稳.....	13
2.1 2015-21 年牛市如何产生：地价房价企稳，居民加杠杆 .....	13
2.2 本轮楼市的不同之处：供需结构转变、城市分化加大 .....	15
2.3 2014 年：楼市量价齐降，限购限贷政策先后放松 .....	18
2.3.1 政策主线：2014 年全国房价承压，政策转向全面宽松 .....	18
2.3.2 市场变化：“认贷不认房”后市场热度筑底，降息助推楼市与股市回暖.....	20
3 本轮政策：限购限贷政策全面放松，力度超过以往.....	23
3.1 定调转变：政治局定调转变，政策密集出台 .....	23
3.2 政策主线：限贷放松降低购房负担，限制性政策全面解除.....	24
3.2.1 优化住房套数认定标准，全面推行“认房不认贷” .....	24
3.2.2 调整优化差别化住房信贷政策，下调首付比例与贷款利率 .....	25
3.2.3 存量首套房贷款利率下调，降低还款压力 .....	28
4 未来发展：构建房地产发展新模式，关注“双轨制”落地情况.....	31
4.1 保障房、城中村改造和地产息息相关 .....	31
4.2 保障房的新加坡模式：大规模兴建组屋，自有率保持高位.....	32
4.2.1 演变历程：1960 年自治后大规模兴建组屋，10 年内结束住房危机.....	32
4.2.2 政策支持：土地国有化降低建造成本.....	33
4.2.3 组屋特征：预购模式匹配供求节奏，交易限制减少套利空间 .....	34
4.3 二元体系比较：新加坡保障房占比较高，国内仍有发力空间 .....	37
4.3.1 新加坡二元体系：组屋供应充裕、价格稳定，90s 年代后私宅规模提升 .....	37
4.3.2 深圳模式：由“香港模式”转向“新加坡模式” .....	38
5 展望 2024 年：销售量稳价增，投资或触底回升 .....	41
5.1 2024 年商品房销售展望 .....	41
5.2 2024 年商品房投资展望 .....	42
风险因素 .....	43

## 表目录

图表 1：2023 年全国房地产销售热度仍处低位.....	6
图表 2：2016 年以来商品房销售面积变动（万平方米） .....	6
图表 3：2016 年份以来商品房销售金额变动（亿元） .....	6
图表 4：2023 年 100 大中城住宅类用地成交总价持续下滑 .....	7
图表 5：百城土地成交规划建面 .....	7
图表 6：百城土地成交楼面均价 .....	7
图表 7：2023 年房地产新开工面积仍处低位 .....	8
图表 8：2023 年房地产竣工面积同比正增 .....	8
图表 9：2023 年房地产投资开发依然低迷 .....	8
图表 10：70 大中城二手住宅价格指数同环比变化（%） .....	9
图表 11：分城市能级二手房住宅价格指数同比变化（%） .....	9
图表 12：分城市能级二手房住宅价格指数环比变化（%） .....	10
图表 13：70 大中城房价与 M1 走势高度正相关 .....	10
图表 14：70 大中城二手住宅价格指数情况 .....	11
图表 15：典型城市新房成交面积情况.....	12
图表 16：57%的销售集中在 2015-21 年这一时期 .....	13
图表 17：2015 年居民收入杠杆率持续走高.....	14

图表 18: 2016 年个贷余额增速冲高回落	14
图表 19: 2017 年棚改货币化安置套数占比或超 25%	14
图表 20: 2017 年棚改货币化安置比例提高至 60%以上	14
图表 21: 换房链条导致新增需求被放大, 二手房成交规模放量	15
图表 22: 2015 年百城一线城市成交土地楼面价企稳	15
图表 23: 2015 年百城二线城市成交土地楼面价企稳	15
图表 24: 2023 年 12 月一线城市二手房价格指数同比转负	16
图表 25: 2013-18 年楼市投资需求旺盛	16
图表 26: 2017-22 年西部、华北和华中地区年均人口净流入量较大	16
图表 27: 2019 年房价增速跑输 LPR	16
图表 28: 1 年期理财产品收益稳定, 理财或替代购房投资	16
图表 29: GDP 增速放缓, 基准利率仍有下行空间	17
图表 30: 23 年 RMBS 条件早偿率和提前还款意愿较高	17
图表 31: 信贷条件放宽但房屋价值下降, 居民可能转而通过降杠杆换房	17
图表 32: 9 月新政后上海挂牌量小幅上升	17
图表 33: 7 月上海二手房价格指数转为同比负增	17
图表 34: 8 月末新政推动深圳二手房挂牌量继续上升	18
图表 35: 11 月深圳二手房价格指数同比跌幅扩大	18
图表 36: 新房房价环比增速仍处在 2020 年以来低位	18
图表 37: 二手房房价同比增速更加接近历史底部	18
图表 38: 2014 年不同能级城市房价全面承压	19
图表 39: 2014 年 7 月-10 月房价下跌城市数量占比提升	19
图表 40: 2014 年全国重点城市房价下行压力加大	19
图表 41: 2014-15 年地产复苏周期政策放松时间线	20
图表 42: 2014 年 10 月全国新房销售面积逐步筑底	20
图表 43: 一线城市新房销售面积跌幅收窄, 随后转增	20
图表 44: 重点二线城市新房销售面积增速转正	21
图表 45: 重点三线城市新房销售面积整体保持同比增长	21
图表 46: 2014 年 10 月 14 城二手房成交面积筑底回升	21
图表 47: 一线二手房成交面积跌幅收窄, 随后转为增长	21
图表 48: 重点二线城市二手房成交面积增速转正	21
图表 49: 重点三线城市二手房成交面积增速转正	21
图表 50: 2015 年北京二手房成交面积快速增长	22
图表 51: 2015 年广州新房销售面积修复, 二手房跟随冲高	22
图表 52: 2015 年深圳率先回暖, 成交面积增速大幅走高	22
图表 53: 2015 年成都楼市筑底回升, 二手房热度较高	22
图表 54: 2015 年 3 月后青岛成交面积增速转正	22
图表 55: 2015 年杭州新房与二手房销售面积增速走高	22
图表 56: 7 月末定调转变后, 各地推进新一轮政策落地	23
图表 57: 本轮政策力度超过往期	24
图表 58: 二套房认定标准政策的历史变化情况	25
图表 59: 当前全国重点城市差异化信贷与限购政策调整情况	25
图表 60: 首轮限贷放松后全国一二线城市房价及首套房贷款利率加点情况	26
图表 61: 2022 年后首套房与二套房贷款利率下行	27
图表 62: 2022 年以来首套房与二套房贷款利差扩大	27
图表 63: 首套房与二套房贷款最低首付比例变化历史	27
图表 64: 首套房与二套房贷款利率下限变化历史	27
图表 65: 差异化住房信贷政策的变化情况	27
图表 66: 全国新发公积金贷款中首套约占 80%	28
图表 67: 2022 年各省公积金贷款中首套占比 70-90%	28
图表 68: 当前房贷利率定价为 LPR+城市加点+个人加点	29
图表 69: 2018-2021 年房贷加点幅度较高	29
图表 70: 2019 年后一线城市 LPR 加点幅度较高	29
图表 71: 2019 年后部分二线城市相对 LPR 减点	29
图表 72: 过往存量房贷利率调整与本轮存量房贷利率调整对比	29
图表 73: 2023 年高层频繁提及保障房等“三大工程”	31
图表 74: 经济观察网报道“14 号文”的主要内容	32
图表 75: 1960s 前新加坡公共住房建造数量较少	33
图表 76: 1980s 年代新加坡居民房屋自有率大幅提升	33
图表 77: 新加坡国有土地占比持续提升	33
图表 78: 组屋销售收入低于总成本, 地价占成本比例较高	33
图表 79: 房地产和建筑业产值占 GDP 的 3-10%	34

图表 80: 新加坡房地产相关收入占比较低 .....	34
图表 81: 2015 年以来新加坡建屋局财年赤字趋势扩大 .....	34
图表 82: 住宅业务亏损占建屋局财政赤字比例较高 .....	34
图表 83: 按订单生产 (BTO) 组屋数量占比提升 .....	35
图表 84: 1960s 至今组屋申请量超过供应量 .....	35
图表 85: 新加坡组屋主要类型 .....	35
图表 86: 新加坡建屋局在管中等户型组屋占比提升 .....	36
图表 87: 2010 年至今 BTO 典型组屋售价范围 .....	36
图表 88: 2022 年新加坡家庭人均收入分布较为均匀 .....	36
图表 89: 新加坡居民住房支出占比在 20-30% .....	36
图表 90: 新加坡永久居民和非居民占比较小 .....	37
图表 91: 出售组屋的居住时间大多超过 10 年 .....	37
图表 92: 1990s 年代后, 组屋与私宅家庭户数均上升 .....	37
图表 93: 2022 年 4 房与 5 房组屋家庭户数占比最高 .....	37
图表 94: 1991 年至今组屋转售价格与私宅价格涨幅接近 .....	38
图表 95: 2000-23 年组屋转售价格指数波动小于私宅 .....	38
图表 96: 1970s 至今有地私人价格住宅指数涨幅更高 .....	38
图表 97: 核心区私人住宅价格指数涨幅较低 .....	38
图表 98: 2000 年至今深圳市多数年份常住人口快速增长 .....	39
图表 99: 深圳市可支配收入增速较高 .....	39
图表 100: 2010-2020 年深圳家庭住房自有率整体下降 .....	39
图表 101: 居住在公共住房中的家庭占比较低 .....	39
图表 102: 重点城市中深圳市住房自有率偏低 .....	39
图表 103: 一线城市中深圳住房自有率最低 .....	39
图表 104: 深圳十四五规划中保障房计划供应量逐年提升 .....	40
图表 105: 2016-22 年深圳历年保障房计划均超额完成 .....	40
图表 106: 深圳 2018 年后商品房与保障房计划供应比例 .....	40
图表 107: 2021 年深圳新房大户型商品房成交套数占比提升 .....	40
图表 108: 2021 年保障房供应增加伴随住宅均价下降 .....	40
图表 109: 商品房销售额测算 .....	41
图表 110: 房地产开发投资同比跌幅有望收窄 .....	42

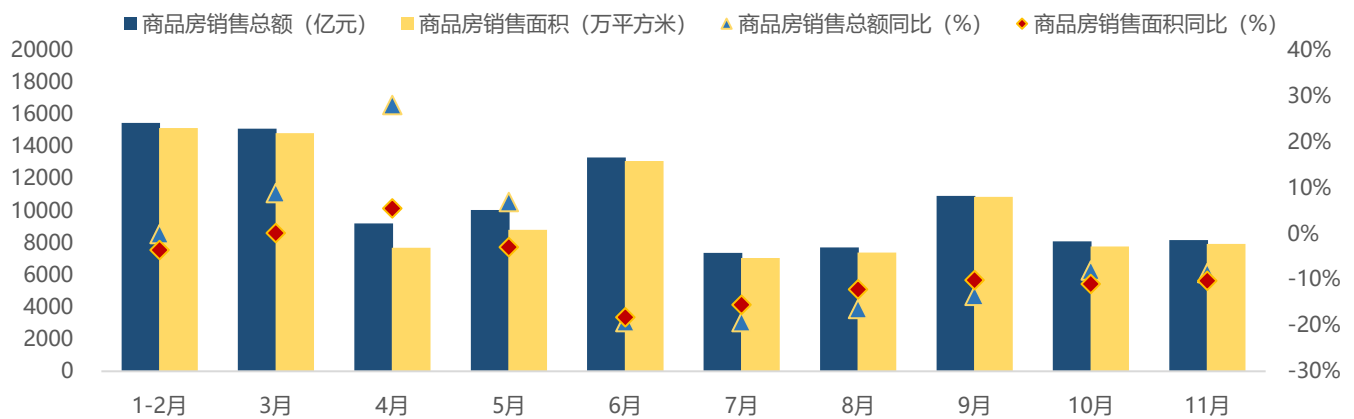
# 1 市场回顾：销售“前高后低”，房地产投资开发持续低迷

## 1.1 2023 年房地产市场表现回顾

### 1.1.1 房地产销售“前高后低”，Q1 小阳春后市场成交回落

2023 年全国房地产销售热度仍处低位，1-11 月商品房累计成交依然负增。2023 年 1-11 月全国商品房累计销售面积 100509 万平方米，累计同比下滑 8.0%；全国商品房累计销售总额 105318 亿元，同比下滑 5.2%。其中 11 月单月全国商品房销售面积同比下滑 10.3%，降幅较 10 月收窄 0.7pct，全国商品房销售总额同比下滑 8.6%，降幅较 10 月扩大 0.5pct。从全年销售表现来看，我们预计 2023 年商品房销售面积和销售总额或在 2022 年低基数基础上继续下滑，整体成交热度依然低迷。

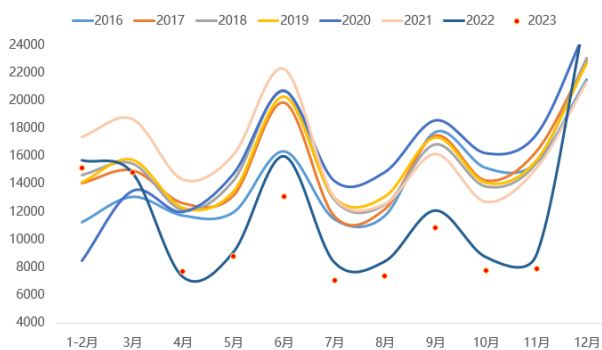
图表 1：2023 年全国房地产销售热度仍处低位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

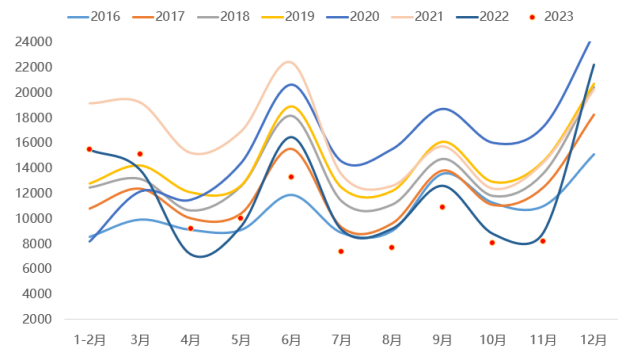
销售“前高后低”，Q1 全国商品房市场小阳春后成交热度回落。受益于疫情积压需求释放，2023 年 1-3 月全国房地产市场销售明显复苏，3 月商品房销售面积和销售金额均创年内新高，迎来销售小阳春。进入 4 月后，单月销售面积和销售金额环比虽然均有所回落，但同比仍分别增长 5.5% 和 28.0%。1-4 月全国商品房累计销售面积 37636 万平方米，累计同比下滑 0.4%，跌幅收窄，全国商品房累计销售额 39750 亿元，累计同比增加 8.8%。5 月单月全国商品房销售面积转为同比负增，全国商品房销售金额同比增幅收窄至 6.8%，市场热度开始出现下滑。6-8 月全国房地产市场成交热度进一步回落，商品房销售面积以双位数跌幅持续下行。8 月底地产新政后，9 月全国房地产市场出现短暂的销售脉冲，年底销售未见“翘尾”，全年销售表现呈现“前高后低”趋势。

图表 2：2016 年以来商品房销售面积变动（万平方米）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 3：2016 年份以来商品房销售金额变动（亿元）



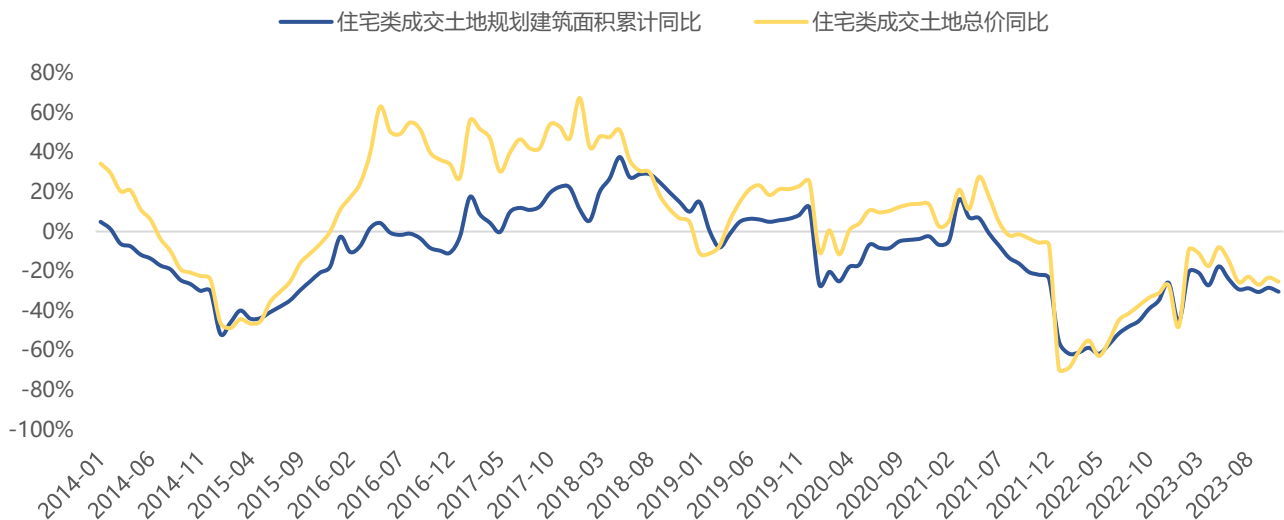
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2023年1-2月商品房销售面积为十年来第三高水平，6月开始成交表现连续走弱出现超跌。年初疫情积压需求集中释放，1-2月商品房销售迅速冲高，销售面积和销售金额均已超疫情前2019年同期水平，为十年来第三高，仅低于2021年和2022年同期成交表现。3月商品房销售面积出现下滑，回落至2017年同期水平，销售金额创十年来次新高，全国商品房成交保持高位。从4月开始，单月成交热度出现明显回落；下半年全房地产市场整体低迷，单月销售面积持续创2016年来新低。9月受益于新政，成交数据虽出现短暂上行，但仍处于历史相对低位，同比依然负增。全年销售表现前高后低，下半年房地产成交持续超跌。

### 1.1.2 土拍市场冷淡，房地产投资开发依然低迷

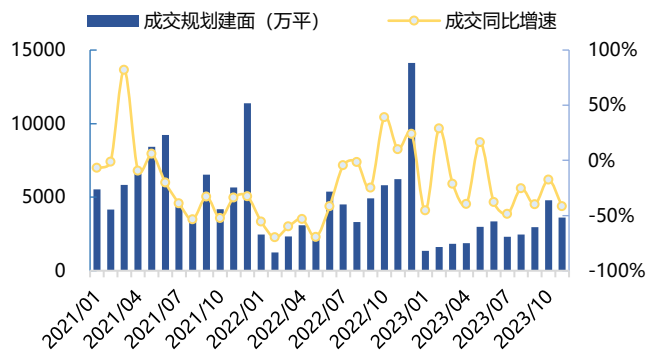
土拍市场冷淡，土地成交总价和土地成交规划建面仍处下行阶段。自2021年8月以来，土拍市场持续冷淡。2021年100大中城住宅类用地成交总价42603亿元，同比下滑6.7%，成交面积75629万平方米，同比下滑23.7%；2022年100大中城住宅类用地成交总价30992亿元，同比下滑27.3%，成交面积55987万平方米，同比下滑26.0%。2023年土地市场延续低迷态势，1-11月100大中城住宅类用地成交总价18912亿元，同比下滑25.3%，成交面积29130万平方米，同比下滑30.4%。

图表4：2023年100大中城住宅类用地成交总价持续下滑



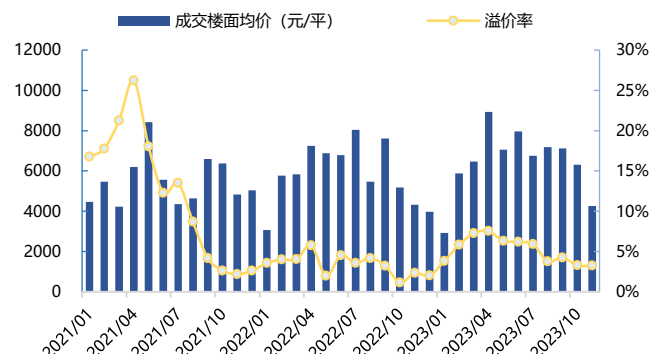
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表5：百城土地成交规划建面



资料来源：Wind，信达证券研发中心

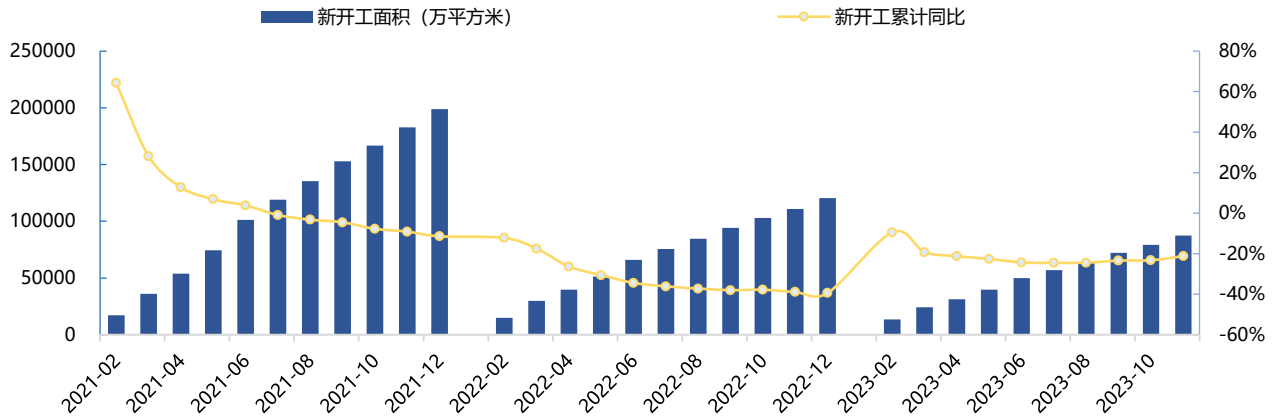
图表6：百城土地成交楼面均价



资料来源：Wind，信达证券研发中心

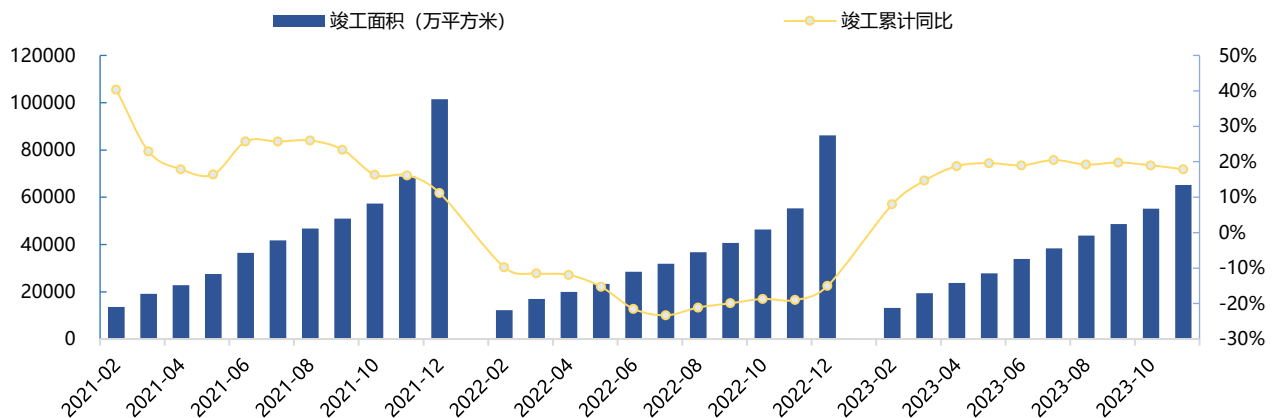
住宅土地成交仍处低位，预计全年 100 大中城土地成交面积下降 3 成。2023 年 10 月 100 大中城住宅土地成交规划建面 4797 万平方米，同比下滑 17.6%，11 月 100 大中城住宅土地成交 3264.5 万平方米，同比下滑 41.8%。1-11 月 100 大中城住宅土地累计成交 29130 万平方米，同比下滑 30.4%，全年住宅土地成交仍处低位。

图表 7：2023 年房地产新开工面积仍处低位



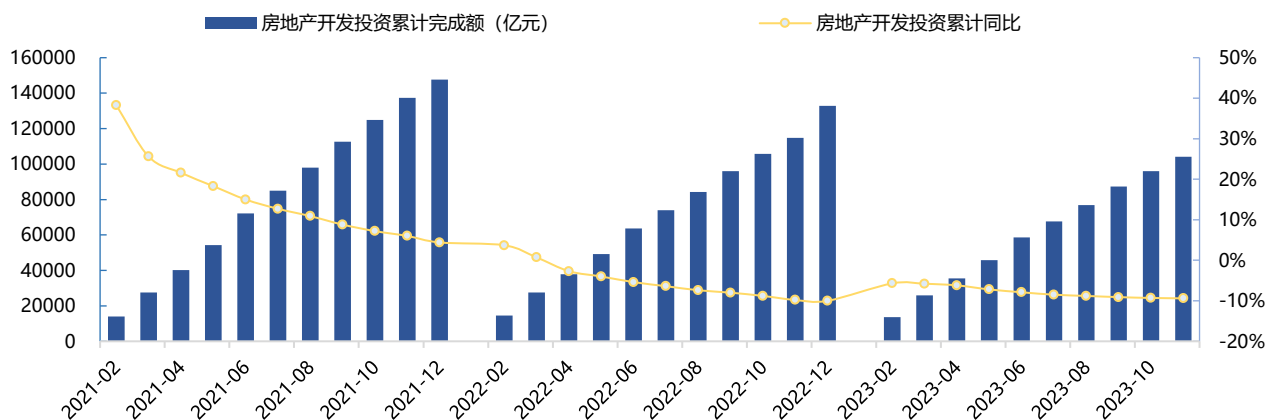
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 8：2023 年房地产竣工面积同比正增



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 9：2023 年房地产投资开发依然低迷



资料来源：Wind，信达证券研发中心



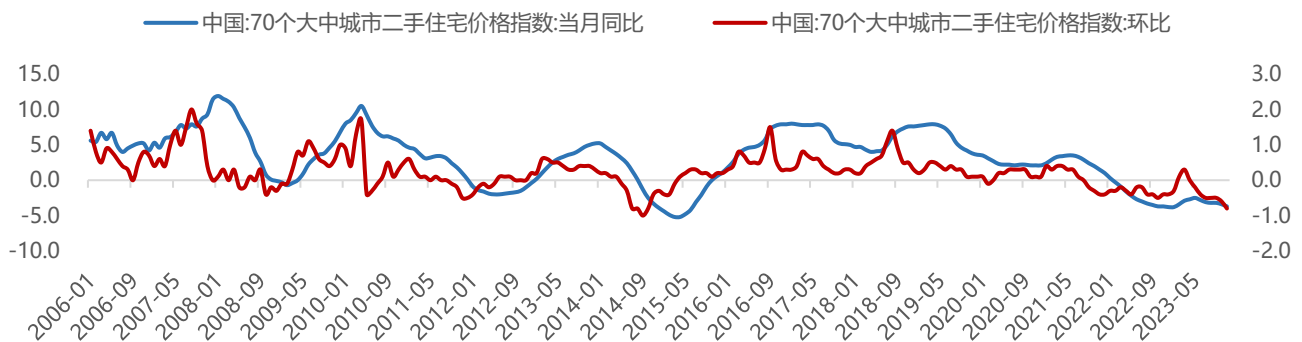
**房地产投资开发仍然低迷，保交楼背景下竣工面积同比正增。**受销售下行及土拍市场冷淡等因素影响，2023年全国房地产投资开发强度继续下滑。1-11月累计新开工面积87456万平方米，同比下降21.2%，累计开发投资完成额104045亿元，同比下降9.4%。随保交楼任务的有序推进，年初以来竣工端明显好转，1-11月累计竣工面积65237万平方米，累计同比正增17.9%。2023年12月中央经济工作会议定调接下来房地产行业的主要工作为防风险，强调要“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”，该背景下，我们认为2024年的行业竣工端数据有望继续实现正增。

## 1.2 当前已处本轮周期底部，坚定拥抱行业周期新起点

### 1.2.1 房价跌幅已接近历史低位，2024年有望迎来新一轮周期起点

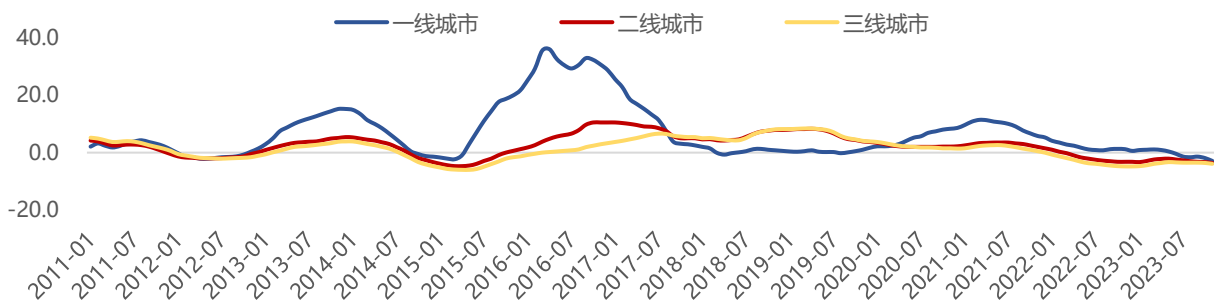
**70大中城二手住宅价格指数环比跌幅已接近历史低位，2024年房价有望逐步企稳止跌。**回溯房地产历史周期表现，当前所处周期位置与2014年行业周期底部所处位置高度相似，房价环比跌幅已接近历史低位。2014年5月70大中城二手住宅价格指数进入环比下行通道，跌幅逐渐扩大，9月70大中城二手住宅价格指数单月环比跌幅达到1.0%。楼市量价齐跌背景下，2014年房地产政策以放松为主，4月央行创设PSL支持基建与棚改，7月济南、成都、海口、长春等多城市全面取消限购，9月底多项政策组合拳重磅落地。从房价表现上来看，政策出台后，2014年10月70大中城二手住宅价格指数单月环比跌幅迅速收窄至0.8%。房价进入修复阶段，2015年4月，经历连续11个月的下跌后，70大中城二手住宅价格指数首次单月环比回正并开始逐步上行。本轮周期中，831房地产新政后，截至2023年11月70大中城二手住宅价格指数单月环比下跌0.8%，跌幅已接近历史低位，仅微高于2014年9月下跌幅度。我们认为：参考过往房地产周期表现，房价底部拐点已现，房价有望逐步企稳止跌并迎来新一轮周期起点。

图表 10: 70大中城二手住宅价格指数同环比变化(%)

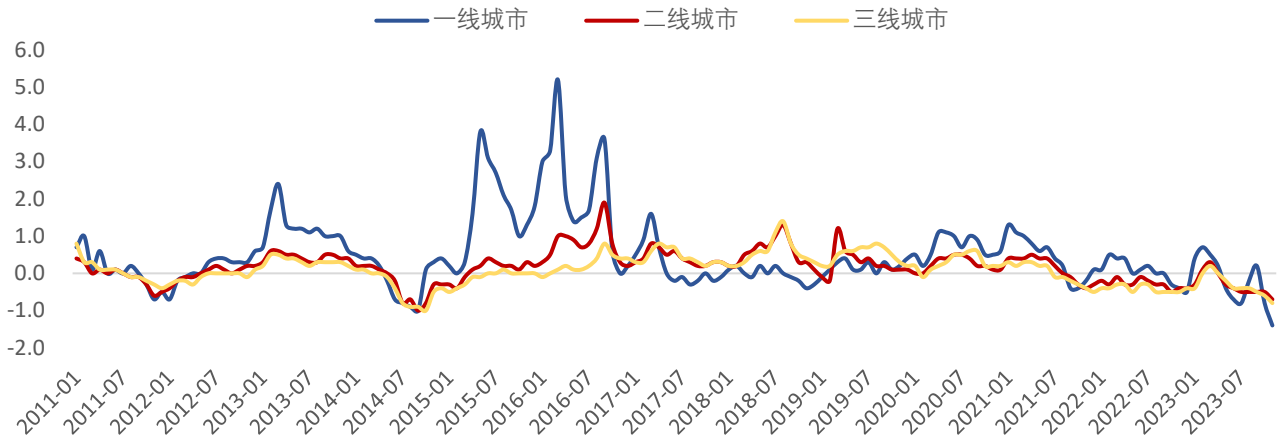


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 11: 分城市能级二手房住宅价格指数同比变化(%)



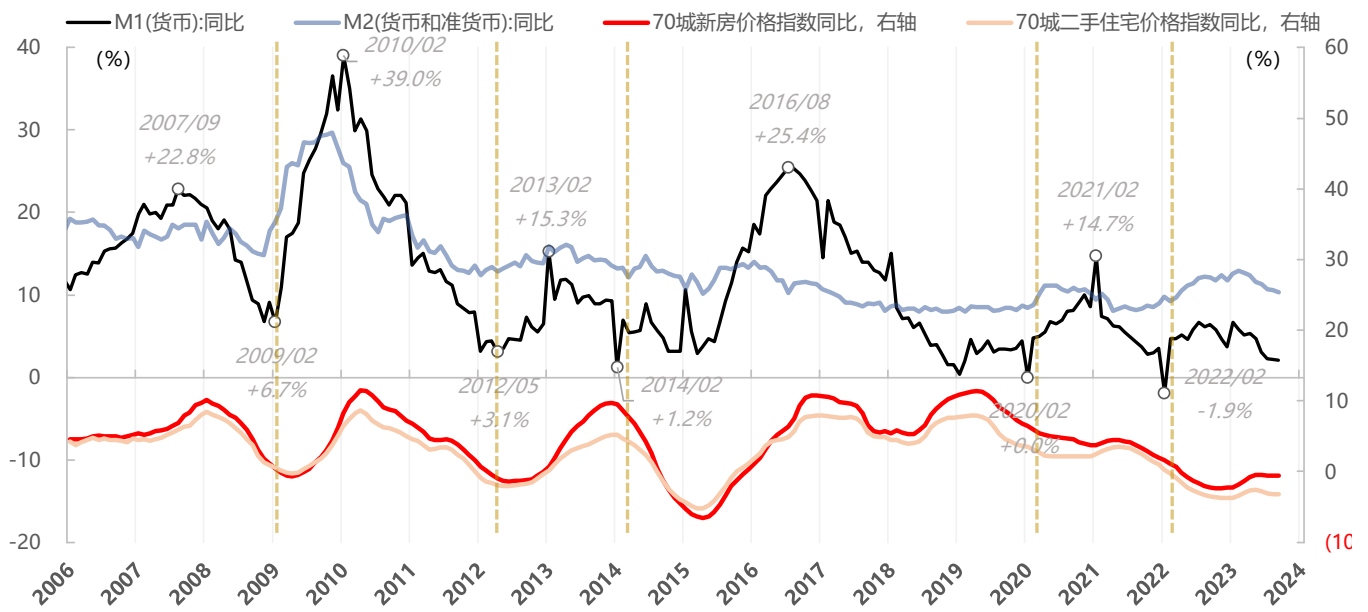
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 12: 分城市能级二手房住宅价格指数环比变化 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 1.2.2 宽松货币环境下，房价有望筑底企稳

从货币周期视角来看，70大中城房价与M1走势高度相关。2013年下半年开始货币周期收紧，M1同比增速放缓，2014年1月M1同比增幅降至1.2%，增幅创2006年以来新低，70大中城新房和二手住宅价格指数增幅也逐步放缓并出现下行。经济景气度持续承压背景下，2014年4月定向降准开始，11月起央行连续六次降息、五次降准，货币政策持续宽松，70大中城新房和二手住宅价格指数跌幅逐渐收窄。2015年11月二手房房价同比率先转正；新房价格表现稍有滞后，从2015年12月开始进入稳定上行通道。从当前所处经济环境和货币周期来看，截至2023年9月，全国GDP累计同比增速5.20%，2023年6月、9月央行分别启动降息和降准。从后续货币政策的方向上来看，近期中央经济工作会议提及要继续实施稳健的货币政策，保障流动性合理充裕，强调社会融资规模、货币供应量要同经济增长和价格水平预期目标相匹配。我们认为未来货币环境有望继续宽松，降准降息或继续推进，流动性宽裕背景下，参照历史周期，房价有望逐步企稳上行。

**图表 13: 70大中城房价与M1走势高度正相关**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

### 1.3 市场延续分化态势，价格在分化中下行

分化行情依然延续，西部区域更具市场韧性。2023年西部市场表现出了较强的价格韧性。疫情期间成都、昆明、西安、银川等典型西部城市二手住宅价格指数仍然保持上行，峰值至今回撤幅度相对较小，其中成都二手住宅价格指数峰值出现在2023年7月，至今仅回撤0.9%，昆明、西安、银川二手住宅价格峰值至今分别回撤2.6%、3.1%和6.5%，相较于同能级城市房价表现更为坚挺。整体来看，西部区域代表城市在过去两年的房地产下行周期中，城市销售均价更“扛跌”。我们认为一旦行业企稳，具备市场韧性的典型西部城市有望走出新一轮房地产周期的领涨行情。

图表 14: 70 大中城二手住宅价格指数情况

城市	二手房价格指数峰值	2023年11月二手房价格指数	最高至今回撤幅度	峰值出现时间	城市	二手房价格指数峰值	2023年11月二手房价格指数	最高至今回撤幅度	峰值出现时间
成都	149.2	147.8	-0.9%	2023-07	韶关	118.2	107.1	-9.4%	2019-09
长沙	143.7	141.7	-1.4%	2023-07	大理	136.9	123.8	-9.6%	2021-06
赣州	134.0	132.0	-1.5%	2022-07	武汉	146.6	132.5	-9.6%	2021-08
三亚	125.2	123.2	-1.6%	2021-11	秦皇岛	136.8	123.5	-9.7%	2020-12
北京	161.9	158.9	-1.9%	2023-05	兰州	134.3	120.9	-10.0%	2021-08
昆明	140.8	137.1	-2.6%	2023-06	济南	132.4	119.1	-10.1%	2019-04
西安	135.5	131.3	-3.1%	2021-10	南充	121.3	108.8	-10.3%	2019-10
杭州	160.7	155.3	-3.4%	2022-07	金华	131.6	118.0	-10.4%	2021-08
上海	157.0	151.8	-3.4%	2023-04	济宁	149.2	133.6	-10.5%	2021-07
无锡	168.1	162.2	-3.5%	2022-09	呼和浩特	133.2	118.8	-10.8%	2019-11
合肥	170.8	163.7	-4.1%	2021-08	襄阳	122.9	109.1	-11.3%	2019-11
西宁	137.6	130.4	-5.3%	2021-10	洛阳	137.0	121.3	-11.4%	2021-10
广州	161.5	152.9	-5.3%	2022-08	岳阳	115.5	102.3	-11.4%	2019-08
海口	127.9	120.8	-5.6%	2022-07	沈阳	142.7	126.0	-11.7%	2021-09
惠州	142.6	134.3	-5.8%	2021-07	天津	134.1	118.4	-11.7%	2019-06
南昌	130.3	122.6	-5.8%	2019-06	石家庄	127.6	112.5	-11.9%	2019-07
宁波	147.6	138.8	-5.9%	2021-08	常德	114.9	101.1	-12.1%	2019-04
重庆	133.2	125.3	-5.9%	2021-10	南宁	139.0	122.3	-12.1%	2021-03
蚌埠	136.4	127.6	-6.5%	2021-09	锦州	107.7	94.7	-12.1%	2020-01
银川	129.9	121.5	-6.5%	2021-08	唐山	144.9	127.4	-12.1%	2021-04
深圳	161.3	150.8	-6.5%	2021-04	丹东	125.8	110.5	-12.1%	2021-10
烟台	129.5	121.0	-6.6%	2021-09	湛江	116.0	101.8	-12.2%	2018-12
九江	136.0	126.8	-6.8%	2021-08	泉州	128.5	112.7	-12.3%	2021-09
福州	137.1	127.3	-7.2%	2021-08	青岛	134.0	117.5	-12.3%	2018-12
平顶山	128.0	118.8	-7.2%	2021-06	遵义	120.1	105.3	-12.3%	2019-04
厦门	147.4	136.3	-7.5%	2022-07	长春	127.9	111.1	-13.1%	2020-07
乌鲁木齐	130.9	120.5	-7.9%	2021-05	太原	129.7	112.0	-13.7%	2019-10
扬州	140.8	129.6	-8.0%	2021-08	贵阳	123.1	105.7	-14.1%	2019-06
泸州	118.9	109.2	-8.2%	2019-01	吉林	124.3	104.3	-16.0%	2020-04
桂林	117.2	107.4	-8.4%	2021-08	郑州	130.9	109.9	-16.0%	2017-07
南京	154.1	141.2	-8.4%	2021-10	北海	122.7	102.7	-16.3%	2019-09
包头	118.8	108.2	-8.9%	2021-07	宜昌	122.2	101.4	-17.0%	2019-04
徐州	146.1	133.1	-8.9%	2021-07	安庆	122.7	101.4	-17.3%	2018-12
大连	135.5	123.2	-9.1%	2021-11	哈尔滨	135.3	111.6	-17.5%	2020-05
温州	125.5	114.0	-9.2%	2021-09	牡丹江	110.6	78.0	-29.5%	2019-05

资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 二手房价格指数以 2016 年 1 月二手房价格为基数 100 并计算得出。

华北区域部分城市已经历充分调整，成交量开始逐步修复。在本轮行业周期中，华北区域部分城市较早进入调整阶段，截至 2023 年 11 月调增幅度已经较深，在 2023 年这类城市的房地产市场成交量已逐渐企稳。华北代表城市中，青岛的二手房价格指数早在 2018 年就已经进入下行周期，峰值至今已回撤 12.3%；济南、天津、石家庄、太原等城市的房价在 2019 年也开始进入调整阶段，峰值至今回撤幅度分别为 10.1%、11.7%、11.9%和 13.7%。从上述城市自身的房地产周期来看，由于其率先进入下行周期，市场已经历充分调整，因此目前成交量已经表现出了止跌企稳的趋势。2023 年 1-11 月，天津、石家庄等城市商品住宅月均销售面积已分别实现同比正增 29%、15%。我们认为华北区域部分城市在本轮周期中率先进入了调整阶段，成交量价已经经历了深度回调，故当前已处在城市自身房地产周期的底部位置。

**图表 15: 典型城市新房成交面积情况**

城市	月均成交面积 (万 m <sup>2</sup> )		同比 (%)	城市	月均成交面积 (万 m <sup>2</sup> )		同比 (%)
	2022年1-11月	2023年1-11月			2022年1-11月	2023年1-11月	
天津	63	82	29%	南昌	26	26	1%
遵义	13	15	18%	长沙	57	57	0%
西安	65	75	16%	襄阳	12	12	0%
贵阳	37	42	16%	徐州	82	80	-2%
石家庄	22	26	15%	北京	65	62	-5%
湛江	16	18	12%	北海	6	5	-9%
福州	43	47	11%	济南	83	73	-13%
扬州	11	12	9%	宁波	54	47	-14%
厦门	15	16	7%	哈尔滨	12	10	-15%
南宁	43	46	7%	青岛	108	91	-15%
兰州	26	28	7%	泸州	21	18	-16%
成都	128	137	7%	合肥	47	40	-16%
广州	65	69	7%	无锡	27	22	-19%
温州	52	55	6%	大连	21	16	-21%
重庆	53	55	5%	唐山	46	36	-22%
泉州	29	31	4%	南京	67	52	-23%
烟台	19	19	3%	平顶山	9	7	-24%
上海	117	121	3%	银川	24	18	-24%
长春	37	38	3%	海口	35	26	-26%
武汉	101	103	2%	沈阳	63	46	-27%
洛阳	14	14	2%	南充	20	15	-28%
深圳	29	30	1%	昆明	41	29	-30%

资料来源: 中指研究院, 信达证券研发中心

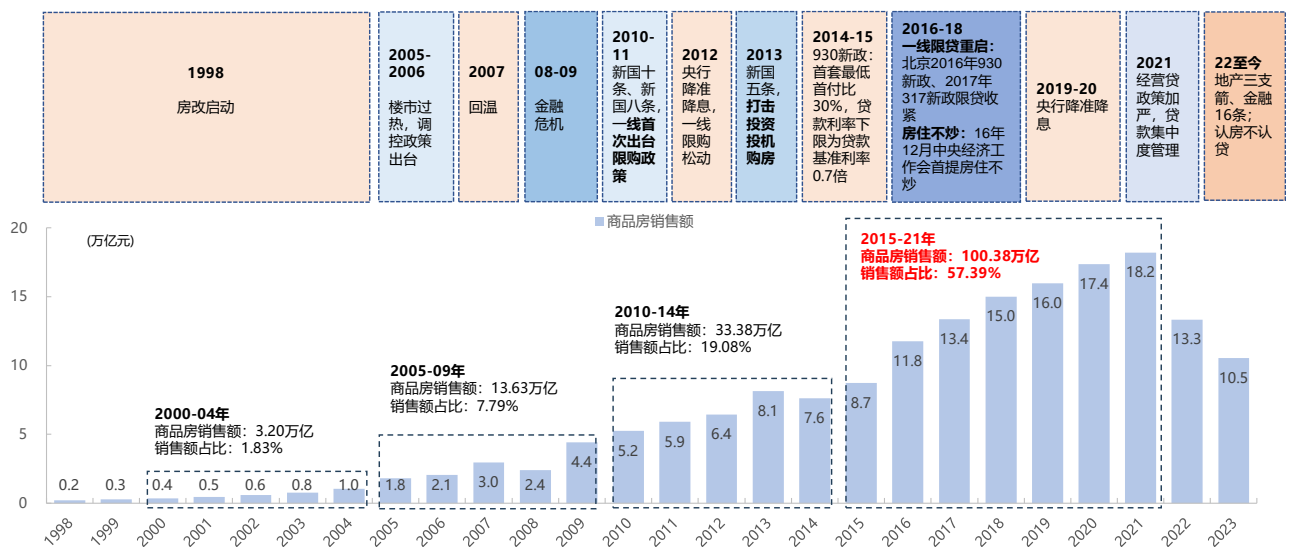
## 2 历史复盘：2014-15 年政策组合拳发力，楼市量价先后企稳

### 2.1 2015-21 年牛市如何产生：地价房价企稳，居民加杠杆

回顾 2015-21 年间的楼市上行期，全国商品房成交量价齐增，年度销售额与销售额占比均达到历史高位。进入 2021-23 年房地产深度调整期之前，全国楼市处在大周期上行阶段，销售额屡创新高。在 2010-14 年共 5 年期间，全国商品房销售额为 33.38 万亿，销售额占 1998 年至今总销售额比例为 19.08%。到了 2015-21 年，商品房销售额进一步上升至 100.38 万亿，销售额占比高达 57.39%，为 1998 年房改以来全国楼市销售的高峰时期。

而伴随销售规模高增的是不断加强的调控政策。2014-15 年全国楼市进入调整期，在楼市调控松绑背景下，房地产销售在 2015-16 年迎来复苏。2016 年 4 月全国商品房销售面积增速达到 44%，70 城新房价格同比增速均值也在 2016 年 12 月来到 10.8% 的高位。随着全国重点城市房价涨幅扩大，楼市逐步走向过热，引发地产政策全面转向。2016 年 9 月，北京恢复“认房又认贷”机制，并上调二套房首付比例。杭州、武汉和深圳等重点城市跟进调整。2016 年 12 月中央经济工作会议也首次确立“房住不炒”的地产政策基调。尽管定调转变叠加限购、限贷等政策密集出台，在高强度的调控下，楼市销售依然逐级提升，在 2021 年实现 18.2 万亿的历年最高销售额。

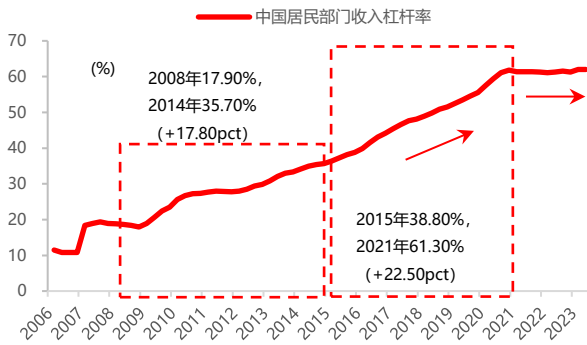
图表 16：57% 的销售集中在 2015-21 年这一时期



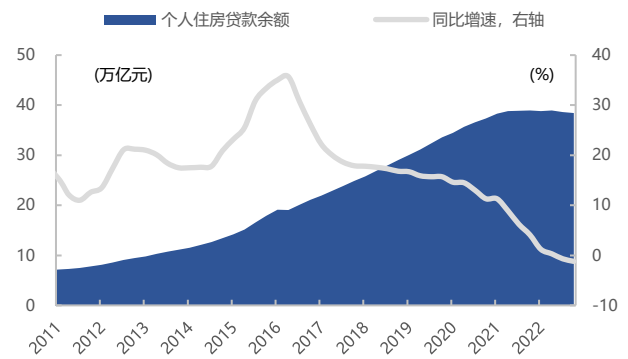
资料来源：iFinD，中国政府网、人民日报、人民网、南方日报、中国人民银行、北京市住建委、中国政府网、新华社、银行间交易商协会，信达证券研发中心

上一轮楼市销售屡破高点，我们认为主要受到三个方面驱动因素影响：居民加杠杆意愿较高、换房率持续提升，以及地价房价的联动上涨。

**第一，居民部门加杠杆意愿较高。**在 2014-15 年较为宽松的政策推动下，居民购房需求逐步释放。此后房价增速逐步企稳并保持上升，房产增值与信贷条件放宽的环境下，2015-21 年居民加杠杆意愿较强。居民部门收入杠杆率从 38.80% 提升至 2021 年的 61.30%。收入杠杆率由居民部门债务除以名义 GDP 得到，指标走高也意味着居民部门贷款增速超过其收入增速。从个人住房贷款增速来看，2017 年一季度个人住房贷款余额同比增长 35.70%，为近年以来较高水平。2022-23 年，个贷余额增长放缓，2023 年三季度同比下降 1.20%，与之相对应的是居民部门收入杠杆率也触顶回落。

**图表 17：2015 年居民收入杠杆率持续走高**


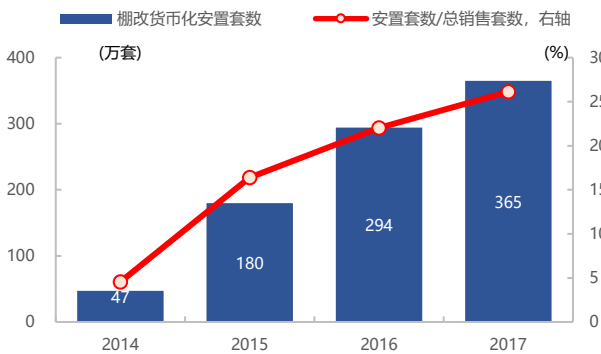
资料来源：iFinD，信达证券研发中心。注：居民部门收入杠杆率=居民部门债务/名义 GDP。

**图表 18：2016 年个贷余额增速冲高回落**


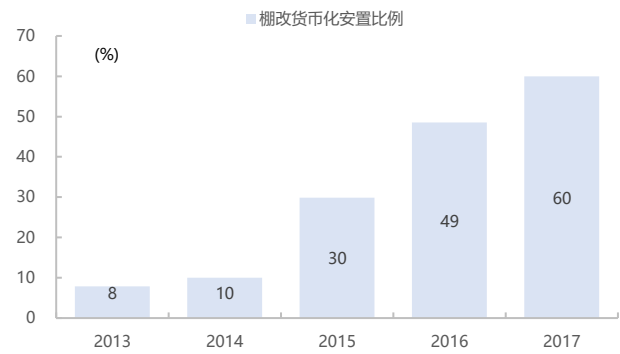
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**第二，换房率提升推动 2015-21 年楼市总量需求企稳。**2014 年 930 新政后，央行推动首套房认定标准由“认房又认贷”转向“认贷不认房”，在一二线城市，居民通过出售房屋、偿还贷款可重新获得首套房资格，因此换房意愿与换房率提升。与此同时，2015 年住建部与国开行推动棚改货币化安置比例提高至 50% 以上，棚改政策加快三四线城市商品房去化过程，获得补贴后居民也能够实现房屋的更新置换。

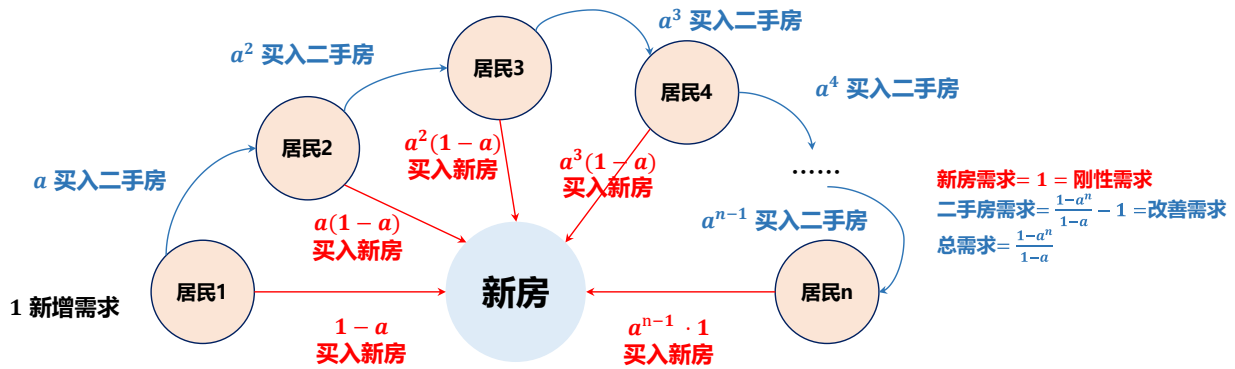
换房率提升有助于扩大楼市整体需求。我们以杨现领等换房模型为例分析。一个潜在购房者进入二手房市场，把业主的房产置换成资金，在缺少资产配置选择的情况下，业主大概率会进一步置换更好的二手或新房。如果置换二手，则会产生第二次置换链条，从而产生连环交易链，这个过程将传导并放大链条中不同环节的购房能力。根据贝壳招股书测算，2016-2021 年全国二手房交易额年度平均超过 6 万亿，二手房成交成为支撑新房购买力一个重要来源，而且此类购买力主要集中在一线和核心二线城市。

**图表 19：2017 年棚改货币化安置套数占比或超 25%**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心。注：假设 2017 年商品房套均建筑面积 100 平

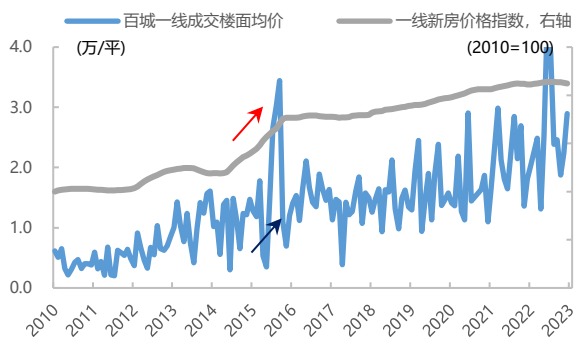
**图表 20：2017 年棚改货币化安置比例提高至 60% 以上**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

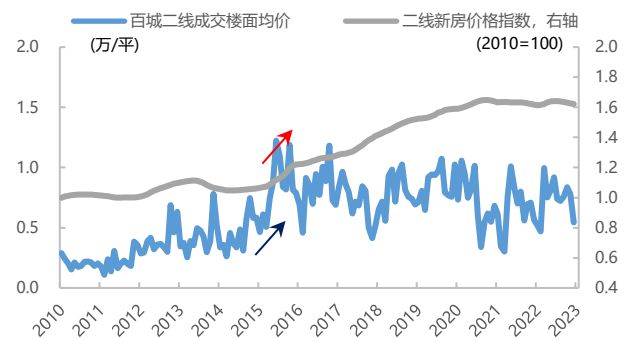
**图表 21：换房链条导致新增需求被放大，二手房成交规模放量**


资料来源：中国房地产报、贝壳研究院，信达证券研发中心

全国土地价格企稳，对稳定全国房价也起到重要作用。2014 年全国重点房价承压，重点城市通过减少土地供应，推出优质地块等方式，稳定土地市场。2014 年全国 300 城共推出土地 36260 宗，同比减少 20%；推出土地面积 135659 万平方米，同比减少 24%。随着地价筑底企稳，全国房价也逐步止跌。2016 年后随着楼市热度回暖，为避免地价和楼价持续上涨，各地土拍开始启动限房价、竞地价等要求，土地市场溢价率才有所回落。

**图表 22：2015 年百城一线城市成交土地楼面价企稳**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心。注：假设 2017 年商品房套均建筑面积 100 平

**图表 23：2015 年百城二线城市成交土地楼面价企稳**


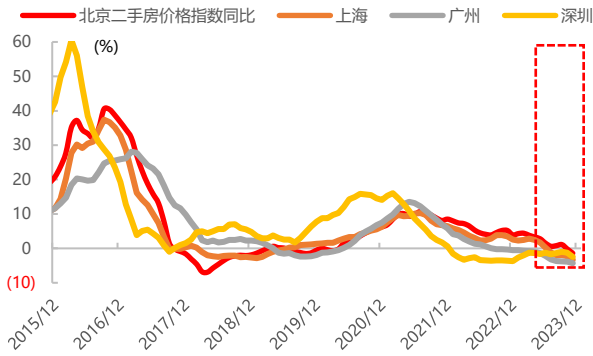
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 2.2 本轮楼市的不同之处：供需结构转变、城市分化加大

尽管到目前为止，上一轮楼市上行期起点的诸多条件再次出现，但是也有许多方面因素发生了较大变化。其中，我们认为三个因素的变化值得关注：供需结构转变、住房投资收益率下降、二手房供应放量。

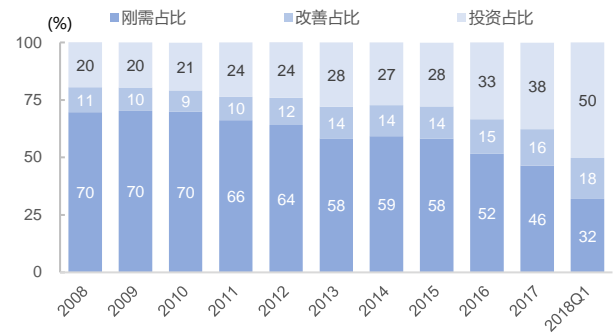
**第一，楼市供需结构转变，人口流入整体放缓，刚需逐步下降。**总体来看，我国房地产市场总量供求关系及供需结构发生较大变化，住房总量从供不应求逐步转向供需平衡。从需求角度来看，部分重点城市人口转为小幅流出。2017-22 年一线城市年均人口流入较 2010-15 年显著放缓，成都、西安、杭州等地成为人口流入的主要城市。重点城市人口流入放缓，也带动刚需占比下行。根据西南财经大学的调查统计，2013-2018 年期间，家庭购房需求中刚需占比从 58% 下降至 32%。从二手房价格同比走势来看，过去一线城市房价同步回调的时期并不多见。2020 年至今，一线城市房价增速回落，2023 年 10-11 月四个一线城市二手房价格指数同比负增，也出现一定回调压力。

图表 24: 2023 年 12 月一线城市二手房价格指数同比转负



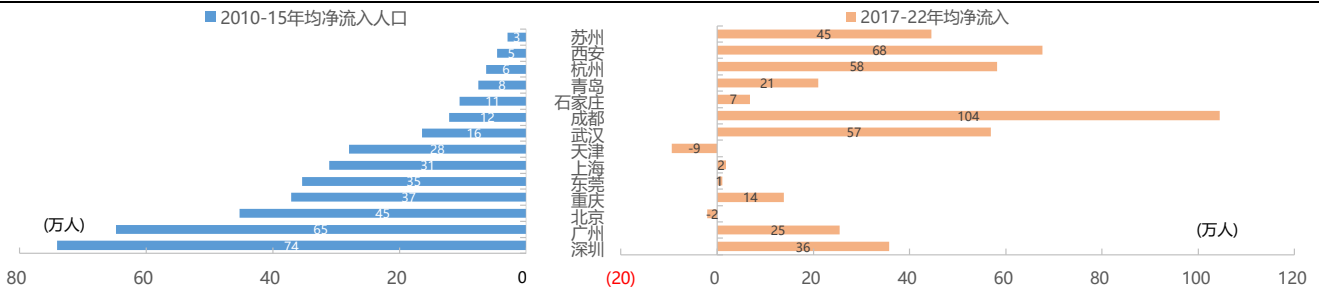
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 25: 2013-18 年楼市投资需求旺盛



资料来源: 中国新闻网, 信达证券研发中心

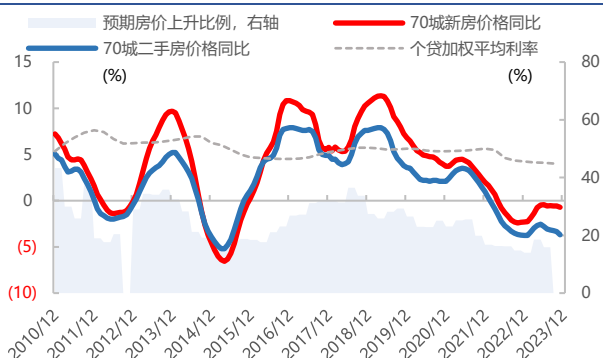
图表 26: 2017-22 年西部、华北和华中地区年均人口净流入量较大



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心。注: 根据各城市常住人口统计, 人口增长可能受区划调整等因素影响

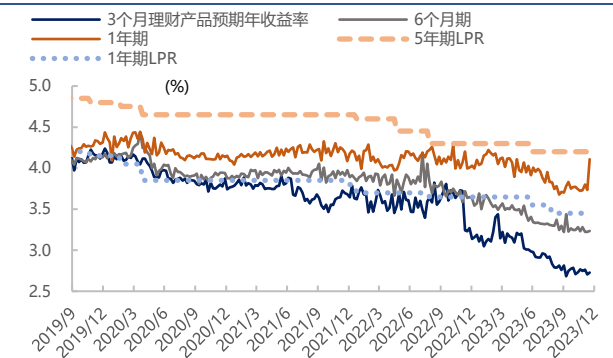
第二, 住房作为投资品的收益率下行, 且收益率降幅超过负债成本。居民换房的购买力来源于三项: 原有房屋的首付款、房屋价值变动收益 (或亏损) 和新增杠杆。本轮房价调整后, 居民手中的房产价值在下跌, 要想换更好的房子往往需要扩大杠杆。尽管利率与信贷政策宽松, 降低了加杠杆的成本, 但当前二手在售量较大, 去化周期漫长, 资产收益率下降且较难变现。因此, 过去的主流需求可能会是加杠杆换房, 现在的需求则可能变为降杠杆换房, 卖多套、买一套。本轮挂牌房源大多在 2017-2021 年之间的高点买入, 且房贷利率高, 不少业主亏损卖房。加杠杆成本的降低不及房屋价值的下降速度, 这可能是本轮利率与信贷政策钝化的核心原因。

图表 27: 2019 年房价增速跑输 LPR



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

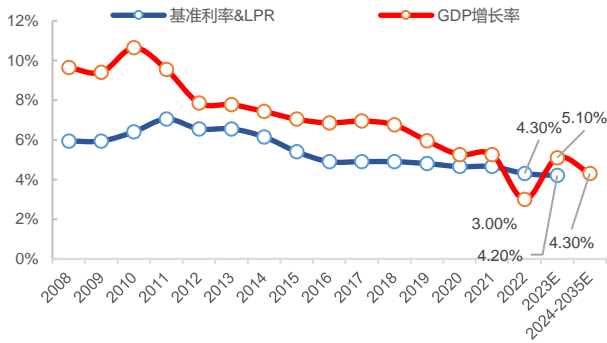
图表 28: 1 年期理财产品收益稳定, 理财或替代购房投资



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

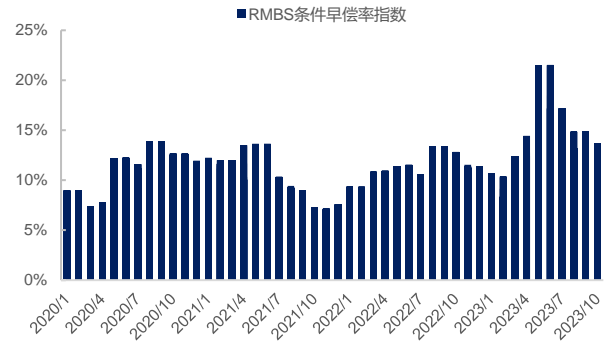


图表 29: GDP 增速放缓, 基准利率仍有下行空间



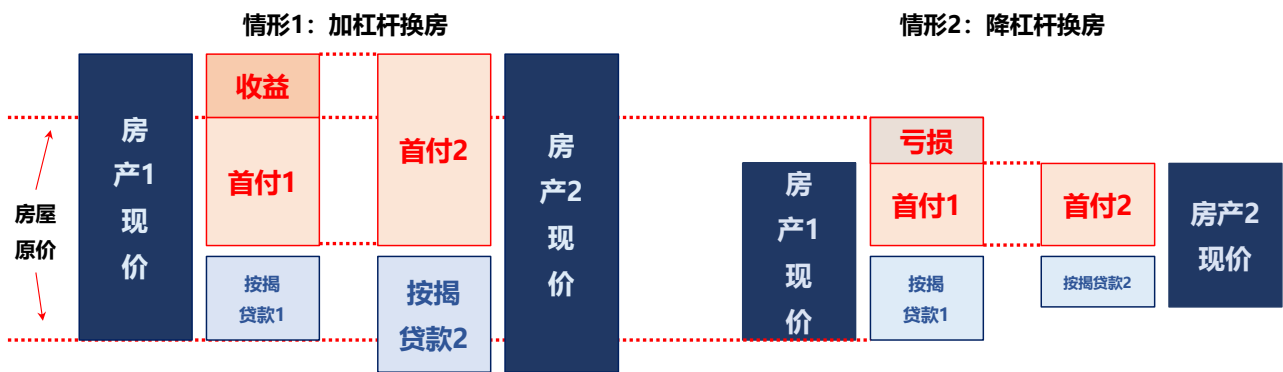
资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 根据万得一致预测的 2023E-2025E 国内 GDP 增速为 5.25%、4.43%、4.80%, IMF 预测为 5.01%、4.16%、4.12%

图表 30: 23 年 RMBS 条件早偿率和提前还款意愿较高



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

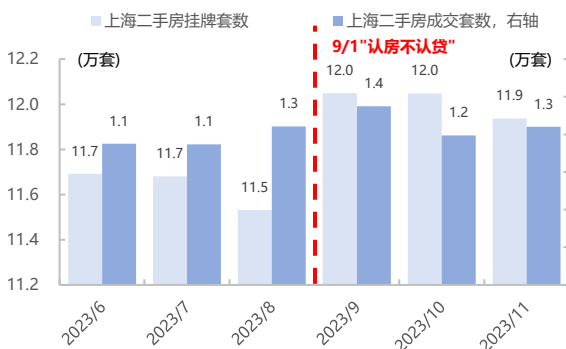
图表 31: 信贷条件放宽但房屋价值下降, 居民可能转而通过降杠杆换房



资料来源: 信达证券研发中心整理

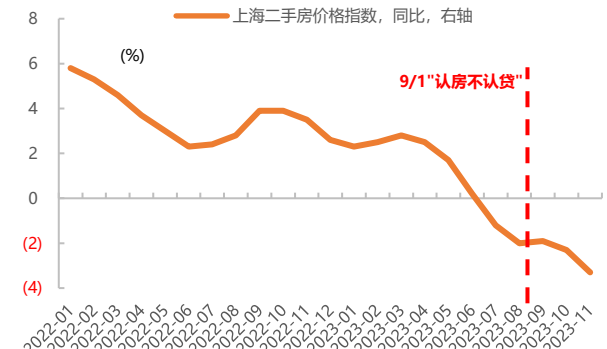
第三, 政策推动置换需求释放, 二手房挂牌量与价格有所承压。政策方面, 2023 年 8 月末各地推动“认房不认贷”落地, 叠加换房退税政策延续, 深圳、北京、上海先后调整普宅标准等, 政策推动居民换房成本下降, 持续释放置换需求。以上海和深圳为代表的重点城市二手房挂牌量上升, 上海二手房挂牌量由 8 月末的 11.5 万套上升至 9 月的 12.0 万套。深圳在售二手房房源量从 8 月末的 5.29 万套上升至 9 月末的 5.71 万套。从供应结构来看, 由于 2015-21 年商品房销售额占比较高, 随着房价上涨预期减弱、叠加部分城市限售放松或限售期满, 2015 年后销售的次新房成为二手房潜在供应来源, 助推楼市挂牌量上升。二手房供应放量也导致二手房价格有所承压。

图表 32: 9 月新政后上海挂牌量小幅上升

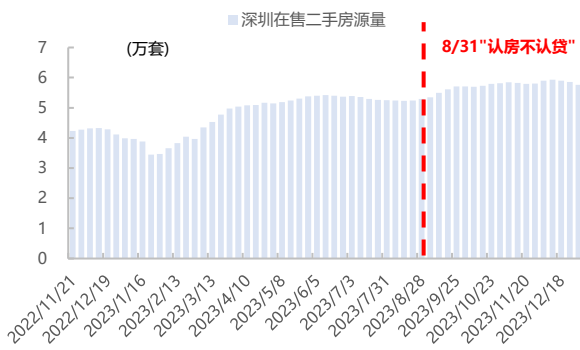


资料来源: 兔博士《上海 1 月二手房报告》, 信达证券研发中心

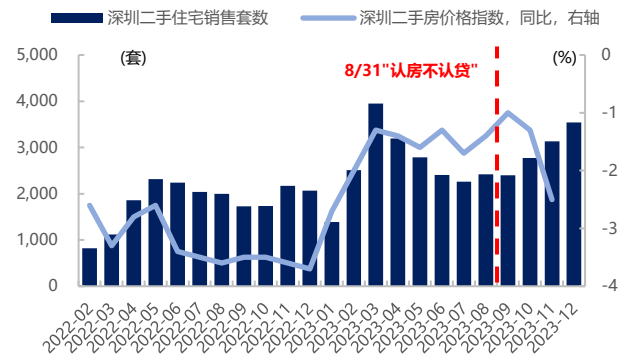
图表 33: 7 月上海二手房价格指数转为同比负增



资料来源: iFinD, 国家统计局, 信达证券研发中心

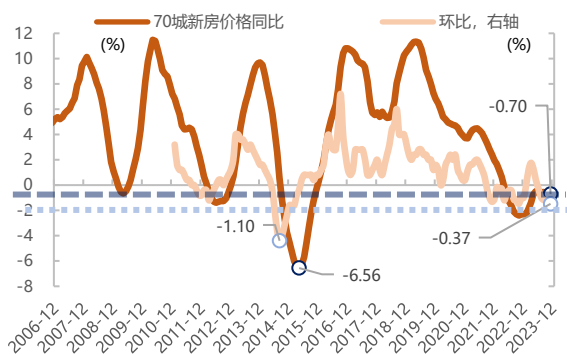
**图表 34：8 月末新政推动深圳二手房挂牌量继续上升**


资料来源：深圳市房地产中介协会，信达证券研发中心

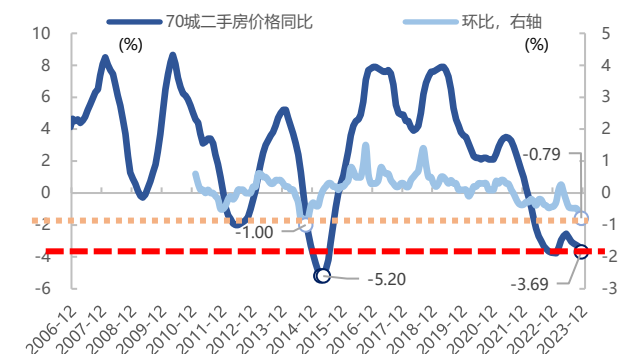
**图表 35：11 月深圳二手房价格指数同比跌幅扩大**


资料来源：iFinD、国家统计局，信达证券研发中心

二手房价格持续调整，托底政策有助于打破房价与经济、收入预期的负向反馈。二手房价格下降倒逼新房价格调整，新房价格下降可能引发开发商土地储备价值重估，导致房企资产负债表受损，并进一步引发土地市场收缩。在此背景下，地方债务风险加大，经济增长和居民收入预期也可能受到影响。从房价增速来看，11 月 70 城新房价格同比/环比均值分别变动-0.70%/-0.37%，仍然处在 2020 年以来较低位置。二手房价格同比/环比均值分别变动-3.69%/-0.79%，已接近 2014 年-5.20%/-1.00%的历史低位。12 月全国楼市托底政策持续发力，一线城市普宅标准放松、二套房首付比例及利率大幅下调等，我们认为着力于降低居民负担并提振购房意愿，房价增速有望筑底修复。

**图表 36：新房房价环比增速仍处在 2020 年以来低位**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

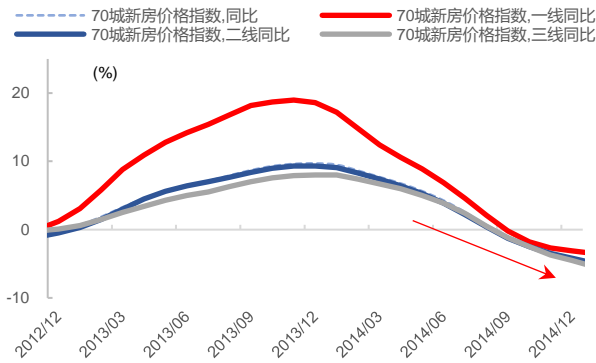
**图表 37：二手房房价同比增速更加接近历史底部**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

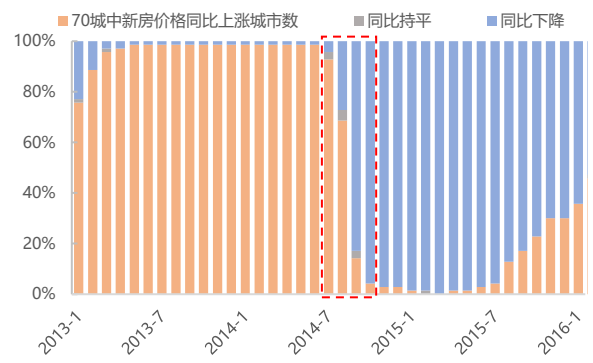
## 2.3 2014 年：楼市量价齐降，限购限贷政策先后放松

### 2.3.1 政策主线：2014 年全国房价承压，政策转向全面宽松

2014 年销售回落叠加库存高企，不同能级城市房价承压。2010-2013 年期间，除 2012 年外，房地产行业拿地和新开工面积整体保持较快增长。2012-2013 年全国地产政策持续收紧，销售回落后库存压力显著增加。2013 年末，70 城房价同比增速均保持增长。而到了 2014 年 12 月，全国楼市热度降至冰点，除郑州、厦门外，全国 70 城新房价格同比增速全部负增。其中，杭州 (-10.3%)、沈阳 (-7.8%)、长沙 (-6.9%)、青岛 (-6.5%)、大连 (-6.4%) 房价下行压力较大。

**图表 38: 2014 年不同能级城市房价全面承压**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图表 39: 2014 年 7 月-10 月房价下跌城市数量占比提升**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图表 40: 2014 年全国重点城市房价下行压力加大**

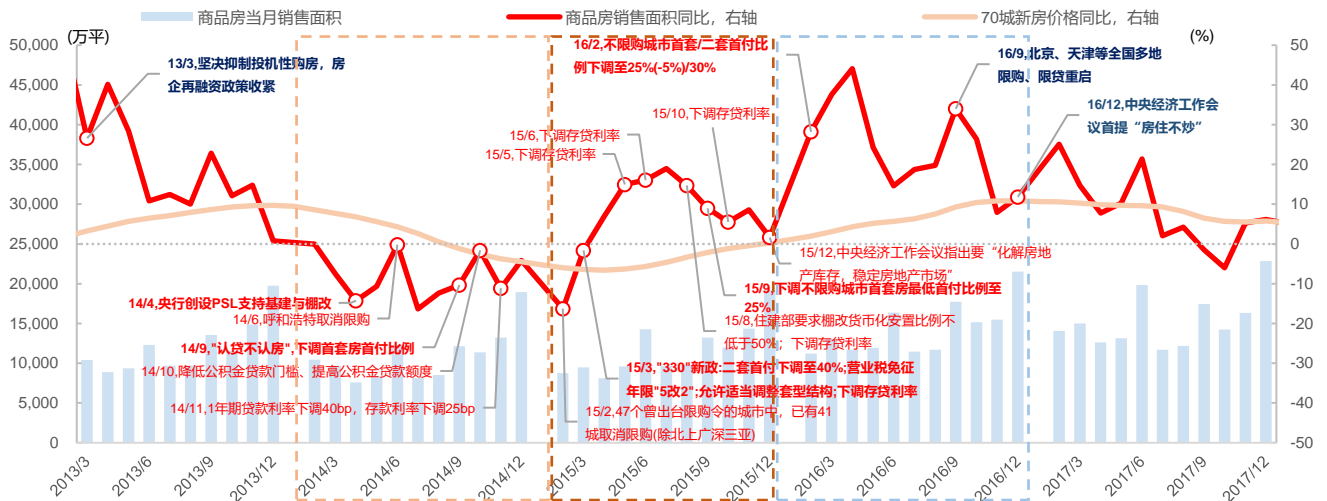
能级	城市	新房价格指数, 环比 (%)						新房价格指数, 同比 (%)					
		14/7	14/8	14/9	14/10	14/11	14/12	14/7	14/8	14/9	14/10	14/11	14/12
一线	北京	-1.3	-1.2	-0.9	-1.3	-0.3	-0.2	4.9	2.6	0.4	-1.7	-2.6	-3.4
一线	上海	-1.4	-1.3	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	4.8	1.7	-0.9	-2.4	-3.5	-4.4
一线	广州	-1.3	-1.3	-1.4	-1.2	-0.4	-0.2	5.3	2.1	-0.6	-2.7	-3.8	-4.8
一线	深圳	-0.6	-1.1	-0.9	-0.4	0.0	1.2	5.1	2.6	0.3	-1.0	-2.0	-1.3
二线	成都	-1.1	-1.2	-1.1	-1.2	-0.6	-0.2	2.2	0.1	-1.5	-3.1	-4.2	-4.7
二线	合肥	-0.8	-0.7	-1.2	-0.2	0.0	-0.1	4.4	3.0	1.2	0.5	-0.7	-1.9
二线	杭州	-2.5	-2.1	-1.2	-0.5	-0.4	-0.3	-2.5	-5.6	-7.9	-9.1	-9.9	-10.3
二线	厦门	0.2	0.2	0.0	-0.5	-0.4	-0.5	7.2	6.4	4.9	3.8	3.0	2.1
二线	武汉	-1.8	-1.7	-0.9	-0.5	-0.3	0.0	2.4	-0.3	-1.6	-3.0	-3.8	-4.2
二线	南京	-1.1	-1.3	-0.9	-0.5	0.0	-0.2	4.5	2.2	0.2	-1.2	-1.9	-2.7
二线	郑州	0.0	-0.5	-0.9	0.0	-0.2	0.0	3.2	1.9	0.7	0.6	0.4	0.2
二线	兰州	-0.6	-0.3	-0.5	-0.6	-0.3	-0.2	1.3	-0.2	-1.0	-1.9	-2.7	-3.0
二线	福州	-1.5	-1.2	-1.8	-1.0	-0.5	-0.2	3.0	1.2	-1.6	-3.0	-4.7	-5.4
二线	长沙	-1.5	-1.6	-1.1	-1.3	-0.9	-0.7	2.3	-0.3	-2.0	-4.2	-5.7	-6.9
二线	青岛	-1.2	-1.1	-1.4	-1.5	-1.0	-0.9	2.7	0.3	-1.6	-3.6	-5.1	-6.5
二线	哈尔滨	-0.8	-0.9	-1.0	-1.3	-0.4	-0.4	3.2	1.5	0.0	-2.1	-3.4	-4.4
二线	重庆	-0.9	-1.3	-1.8	-0.8	-0.5	-0.3	2.5	0.3	-2.4	-3.6	-4.9	-5.3
二线	长春	-0.7	-0.8	-1.3	-0.7	-0.6	-0.5	3.2	1.3	-0.7	-1.8	-3.0	-3.8
二线	南昌	-1.0	-1.4	-1.2	-1.2	-0.4	-0.3	2.0	0.0	-2.1	-3.9	-4.6	-5.4
二线	昆明	-1.0	-1.2	-1.1	-0.6	-0.7	-0.7	2.7	0.6	-1.0	-2.0	-3.3	-4.5
二线	大连	-1.3	-1.6	-1.0	-1.3	-1.4	-1.0	2.3	0.3	-1.2	-3.0	-4.7	-6.4
二线	南宁	-1.3	-1.2	-1.4	-0.5	-0.3	-0.6	2.4	0.4	-1.5	-2.9	-3.4	-4.4
二线	石家庄	-0.8	-1.2	-1.1	-0.7	-0.2	-0.1	3.7	1.5	-0.4	-2.2	-2.9	-3.3
二线	天津	-0.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.4	-0.2	2.3	0.7	-0.8	-1.8	-2.6	-3.4
二线	太原	-1.6	-1.1	-1.1	-0.5	-0.4	-0.5	3.5	1.4	-1.0	-2.5	-3.1	-3.9
二线	呼和浩特	-1.0	-1.7	-1.2	-0.9	-1.0	-0.9	4.2	1.8	0.0	-2.1	-3.8	-5.3
二线	沈阳	-1.7	-1.7	-1.2	-1.3	-1.2	-0.9	0.8	-1.6	-3.8	-5.4	-6.8	-7.8
二线	宁波	-1.4	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	0.0	-1.4	-2.8	-3.7	-4.7	-5.6
二线	济南	-1.2	-1.3	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	2.3	0.0	-1.3	-2.2	-3.2	-4.0
二线	海口	-0.8	-0.5	-1.0	-0.9	-0.3	-0.7	0.3	-0.2	-1.3	-2.9	-3.8	-4.7
二线	贵阳	-0.5	-1.5	-0.6	-0.9	-0.5	-0.4	3.5	2.0	0.5	-1.4	-2.2	-3.0
二线	西安	-0.7	-1.4	-1.0	-0.7	-0.8	-0.5	4.0	1.5	-0.2	-1.5	-2.7	-3.8
二线	西宁	0.0	-1.3	-1.1	-1.0	-0.4	-0.3	5.4	2.9	1.5	-0.3	-1.3	-2.1
二线	银川	-0.9	-1.6	-0.5	-0.5	-1.0	-0.2	4.7	1.6	0.4	-0.7	-2.4	-3.3
二线	乌鲁木齐	-0.6	-1.4	-0.7	-0.6	-0.7	-0.5	4.2	1.7	-0.2	-1.5	-2.7	-4.1

资料来源: iFinD, 国家统计局, 信达证券研发中心

虽然本轮周期呈现与以往不同的特征,但从周期视角来看,我们认为当前楼市所处位置仍与 2014 年底-2015 年有诸多相似之处,2022 年以来的较多政策主线也沿着类似此时期

的路径展开。2014年12月70城新房价格指数同比下跌4.5%，随着全国销售走弱、房价承压，限购、限贷等政策先后放松。2014年6月呼和浩特全面取消限购，7月济南、成都、海口、长春等全国多地跟进。2014年9月央行放松二套房认定标准，同时下调首套房首付比例和贷款利率。2014年11月开启新一轮降息。在托底政策的推动下，房地产市场逐步走出低谷。

**图表 41：2014-15 年地产复苏周期政策放松时间线**

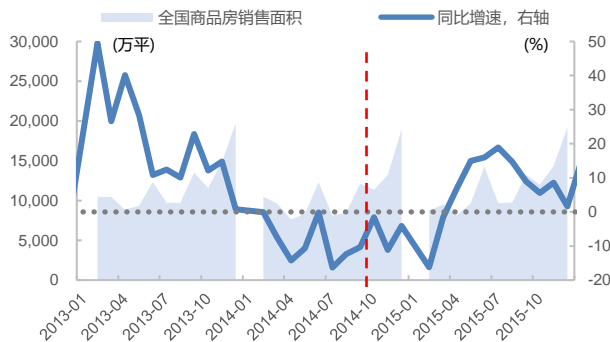


资料来源：iFinD、国家统计局，中国政府网、中国人民银行、国家税务总局、北京市人民政府、北京市住建委、天津市人民政府、安顺市人民政府、新华网、新华社、人民网-人民日报、人民网-环球时报，信达证券研发中心

### 2.3.2 市场变化：“认贷不认房”后市场热度筑底，降息助推楼市与股市回暖

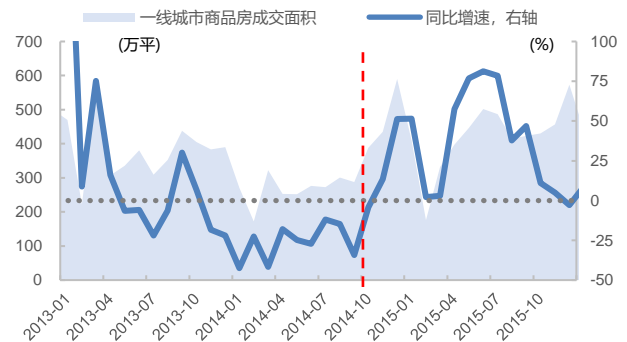
2014年10月，一线与二线城市新房销售增速快速回升。从房地产市场表现来看，2014年9月，全国商品房单月销售面积1.21亿平，同比下跌10.32%。2014年10月新政出台之后，单月销售面积小幅回落至1.14亿平，同比增速跌幅收窄至1.61%。此后全国销售面积增速筑底。2015年330新政下调二套房贷款首付比例至40%。2015年4月后销售增速转为同比增长，结束了长达14个月的销售负增趋势。至2015年7月同比增速扩大至19%。分能级看，2014年9月一线城市新房单月成交面积同比增速-34.29%，10月跌幅大幅收窄至-4.22%，随后在2015年上半年保持增长，实现快速回暖；二线城市同比增速由负转正至0.78%，随后在11月增速上行至5.83%，也实现筑底回升；三线城市2014年10月同比增速也由上个月的19.14%回落至4.26%，2015年3月后保持同比增长。

**图表 42：2014 年 10 月全国新房销售面积逐步筑底**

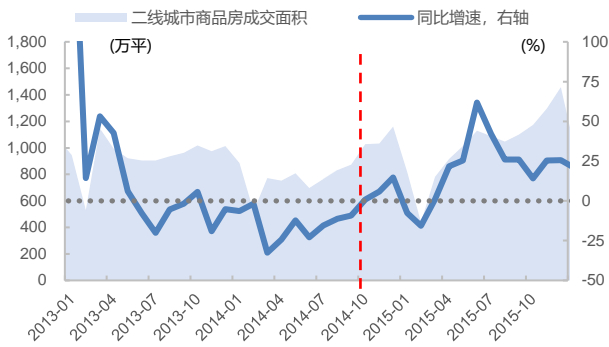


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

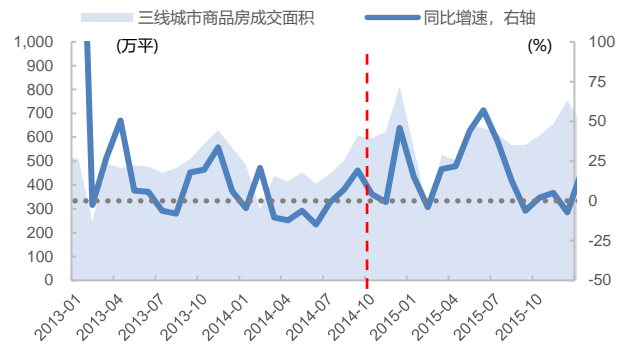
**图表 43：一线城市新房销售面积跌幅收窄，随后转增**



资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：一线城市包括北京、上海、广州、深圳

**图表 44: 重点二线城市新房销售面积增速转正**


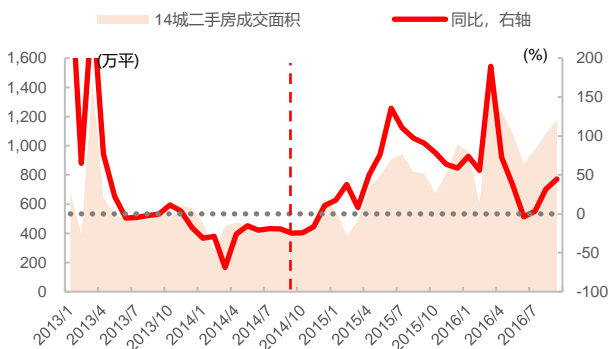
资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 二线城市包括成都、大连、福州、杭州、南京、青岛、苏州、武汉、厦门

**图表 45: 重点三线城市新房销售面积整体保持同比增长**


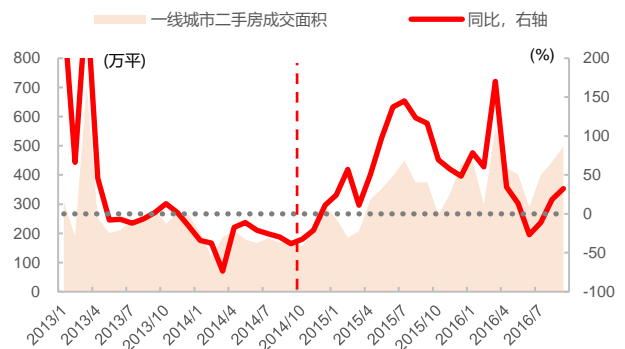
资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 三线城市包括东莞、佛山、惠州、江阴、南宁、韶关、无锡、扬州

**二手房市场成交面积增速回升, 提升幅度超过新房。**2014年10月为新政出台之后的首月, 14城单月二手房成交面积377万平, 环比小幅回落, 同比下跌24%, 但11月跌幅收窄至16%, 12月同比增长11%, 新政2个月后同比增速实现由负转正。2015年6月同比增速达到136%, 上升幅度较新房更高。

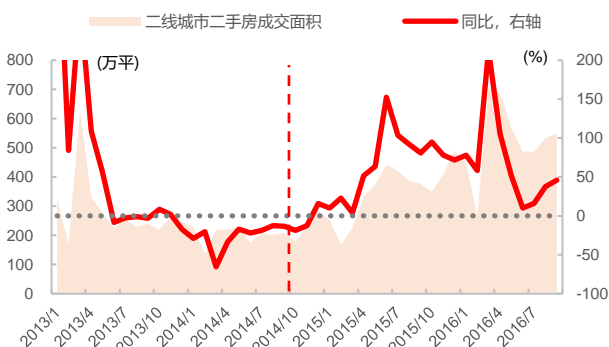
**一线城市成交面积增速快速回升, 二线三线短暂回落后也实现增长。**分能级看, 一线城市(不包括上海)2014年10月二手房成交面积同比下跌33%, 11月跌幅收窄至21%, 12月转为增长11%。2015年6月同比增速扩大至137%。二线城市10月成交面积增速跌幅扩大至19%, 随后也实现企稳, 12月同比增长16%。三线城市2014年10月同比增速由正转负, 下跌7%, 11月跌幅扩大至14%, 但于2015年1月恢复增长。

**图表 46: 2014年10月14城二手房成交面积筑底回升**


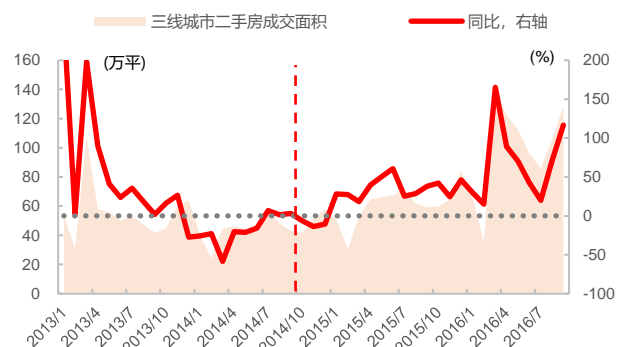
资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 统计城市包括14城, 见图表47-49注释

**图表 47: 一线二手房成交面积跌幅收窄, 随后转为增长**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 一线城市包括北京、广州、深圳

**图表 48: 重点二线城市二手房成交面积增速转正**


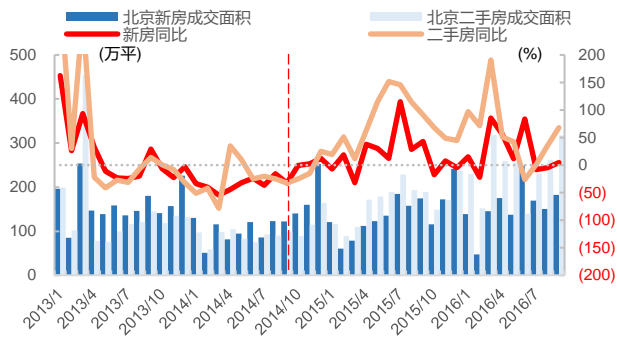
资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 二线城市包括成都、大连、杭州、南京、青岛、苏州、厦门

**图表 49: 重点三线城市二手房成交面积增速转正**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 三线城市包括南宁、无锡、扬州、金华

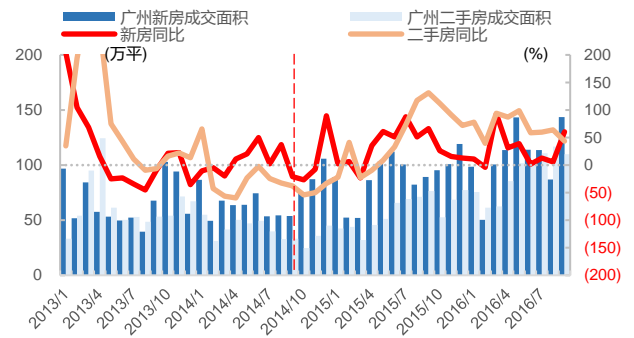
从重点城市来看，一线城市全面恢复，深圳成交面积增速领跑。2015年深圳楼市热度领跑，新房二手房增速均大幅冲高。2015年6月新房成交面积同比增速达到246%，二手房成交面积同比232%。北京二手房成交面积快速增长，增速超过新房。2015年6月北京二手房成交面积增速升至152%的高点，新房成交面积同比增速也在7月达到115%的峰值。广州新房率先修复，2014年12月新房同比增速由负转正，增速扩大至90%，2015年7月同比增速保持在88%；二手房随后冲高，2015年9月同比增速达到131%。

图表 50: 2015 年北京二手房成交面积快速增长



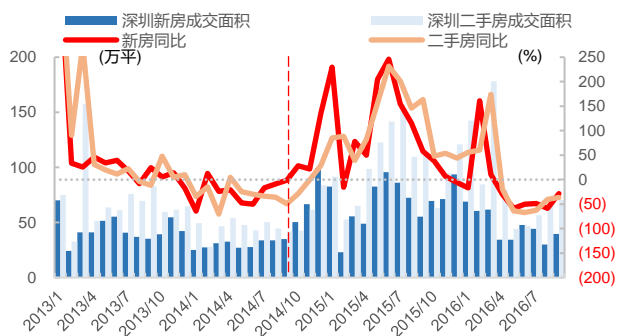
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 51: 2015 年广州新房销售面积修复, 二手房跟随冲高



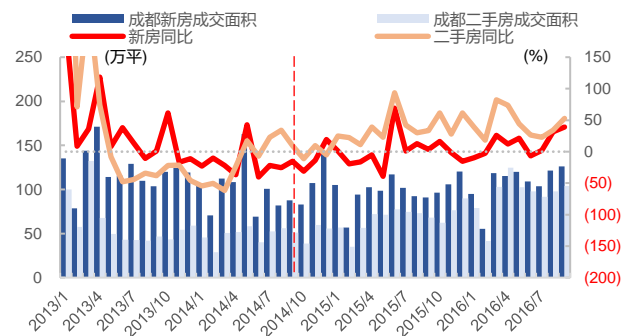
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 52: 2015 年深圳率先回暖, 成交面积增速大幅走高



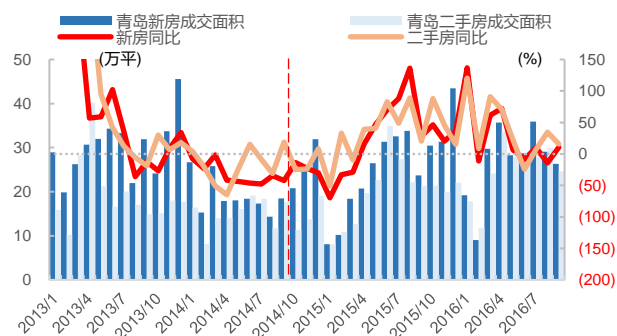
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 53: 2015 年成都楼市筑底回升, 二手房热度较高



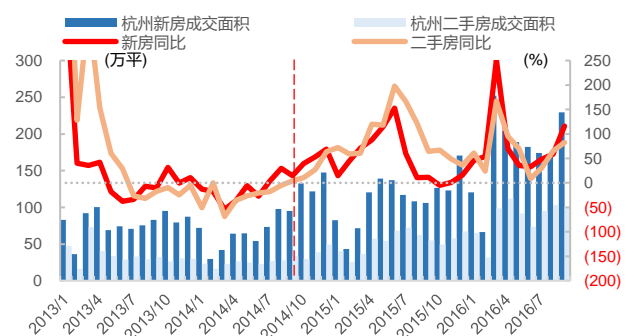
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 54: 2015 年 3 月后青岛成交面积增速转正



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 55: 2015 年杭州新房与二手房销售面积增速走高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3 本轮政策：限购限贷政策全面放松，力度超过以往

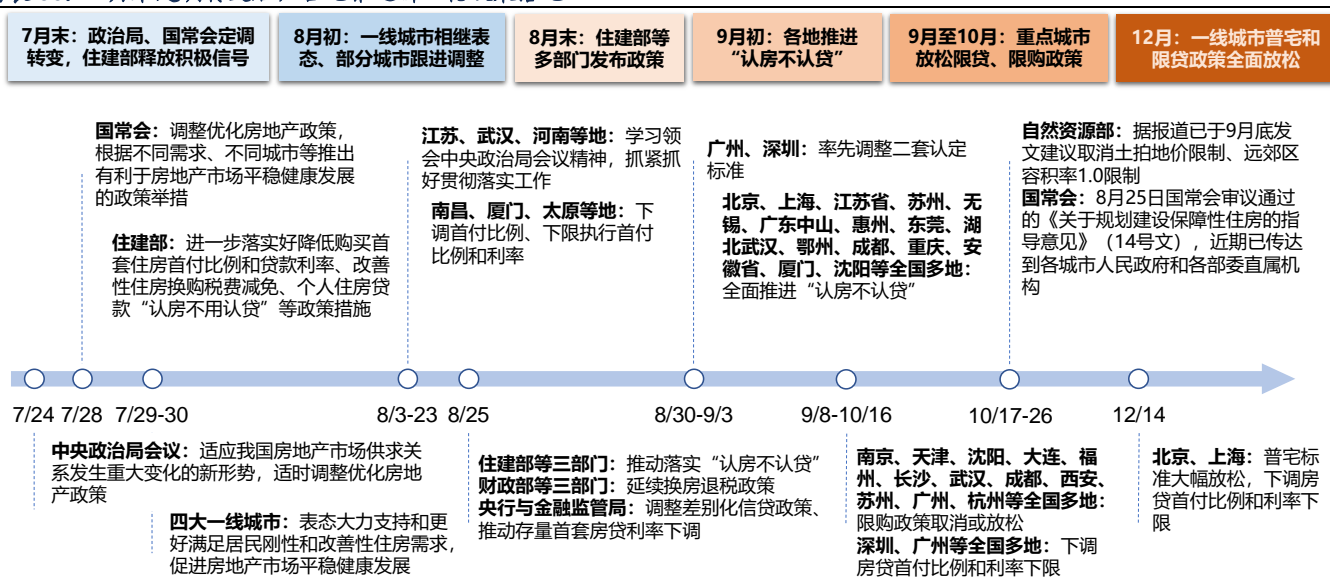
#### 3.1 定调转变：政治局定调转变，政策密集出台

7月24日政治局会议为房地产市场确定新的基调。7月24日召开的中央政治局会议提出，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。自2016年定调地产行业“房住不炒”以来，首次拿掉“房住不炒”帽子，为下半年房地产市场政策方向确定了新的基调及方向。7月末住建部召开企业座谈会，延续政治局会议定调要求，提出要进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。

8月末至10月初，三部门推动全国各地落实首套房贷款“认房不用认贷”，重点城市限购限贷政策全面放松。8月25日据新华社报道，住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。此后广州、深圳等全国多地率先调整二套认定标准。9月初开始，南京、天津等地开始放松或取消限购政策，全国重点城市楼市限制性政策全面放松。

10-12月，四大一线城市先后放宽限购限贷、普宅认定标准等。9月8-20日，广州放松限购政策，限购区域对外地户籍家庭社保年限要求由5年缩短为2年，非限购区域范围在原先的增城、从化区2区的基础上，增加黄埔、番禺、花都3区和白云区4镇，首套/二套房最低首付比例分别下调至30%/40%，贷款利率下限分别降至LPR-10bp/+30bp。11月23日深圳调整普宅标准，取消总价不低于750万元的限制，同时下调二套房首付比例至40%。12月14日，北京和上海宣布放松普宅标准，上海取消总价和均价限制，北京取消总价限制、均价线大幅提升，预计有70%的房屋可认定为普宅。同时京沪两地根据中心区和外围区分类设定首付比例和利率下限。一线城市限贷政策与普宅标准放松，政策托底力度加大，我们认为对楼市具有较强的信号意义。与2008年和2014年两轮地产调整周期相比，2022年以来限制性政策不断松绑，我们认为本轮楼市政策环境已接近历史最宽松水平。

图表 56：7月末定调转变后，各地推进新一轮政策落地



资料来源：各地政府网站，财政部、央行、住建部，新华网、人民网-人民日报，安居北京、南昌发布、南京发布、大连发布、淮安发布、证券时报、经济观察网、新华社、中国建设报、央视网、广州日报、上海住房城乡建设管理、武汉住保房管、太原新闻网、新华日报、无锡发布、成都发布、四川日报、西安日报、苏州日报，信达证券研发中心

**图表 57：本轮政策力度超过过往周期**

政策大类	政策	2008-2009	2014-2015	2021-2023	本次政策空间
利率政策	基准利率	降准 4 次，降息 5 次（贷款基准利率从 7.83% 降至 5.94%，降幅 189bp）	降息 6 次，降准 6 次（贷款基准利率从 6.55% 降至 4.90%，降幅 165bp）	降息 5 次，降准 5 次（5 年期 LPR 从 4.65% 降至 4.20%，降幅 45bp）	下调次数与下调幅度不及过往
	利率折扣	首套房七折基准利率	首套房七折基准利率	2023 年 830 新政，首套/二套房按揭利率下限调整至 LPR-20bp/LPR+20bp，2023/9 后一线城市下调利率下限	接近历史最宽松水平
信贷政策	首付比例	最低首付比例调整为 20%	2015 年 930 非限购城市首套/二套房首付 25%(-5%)/30%	2023 年 830 新政，下调全国首套/二套房最低首付比例至 20%/30%，2023/9 后一线城市全面下调首付比例	接近历史最宽松水平
限购限贷	首套房认定	改善类住房适用首套优惠	2014 年 930 “认贷不认房”	2023 年 825 新政，“认房不认贷”	接近历史最宽松水平
	贷款额度		提高贷款额度，月还款额与月收入比上限控制在 50%-60%	部分城市放宽符合条件人群的公积金贷款额度	接近历史最宽松水平
	普通住宅认定	2008 年 11 月北京放松普宅认定标准	2014 年 10 月北京、上海、广州放松普宅认定标准	2023/11/23 深圳、12/14 北京和上海放松普宅认定标准	接近历史最宽松水平
税收政策	交易税	降低交易环节税负	2016 年 217 新政，营业税免征期限 5 年下调至 2 年，下调非一线城市房地产交易环节契税	2022 年 930 新政，换购住房个人所得税退税	部分城市有下调空间
房企融资	股权融资	支持房企融资	定增通道开启	2022 年 11 月“第三支箭”，恢复上市房企与涉房上市公司再融资	接近历史最宽松水平
	债权融资	鼓励优质企业发行企业债、开展 REITs 试点	公司债融资、中票融资放开；支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具；鼓励银行业发行住房贷款支持证券、专项金融债券等筹集资金用于发放房贷。	2022 年 11 月“第二支箭”延期并扩容，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资	接近历史最宽松水平
	信托	暂时取消信托资金向实体经济发放贷款的额度限制，允许信托公司以投资附加回购承诺方式对房地产开发项目进行间接融资		2023 年 REITs 拓展至消费基础设施类商业地产	商业地产公募 REITs 首次落地
	资本金比例 预售资金	降低保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例		预售资金加强监管	
住房保障	棚改/保障性住房	“四万亿”投资计划中，4000 亿元用于加快建设保障性安居工程	提高棚改货币化安置比例至 50% 以上	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造，推进保障房建设	执行层面有超预期空间

资料来源：中国人民银行、住建部、财政部、证监会、银行间交易商协会、发改委、中国政府网、新华社，信达证券研发中心

## 3.2 政策主线：限贷放松降低购房负担，限制性政策全面解除

### 3.2.1 优化住房套数认定标准，全面推行“认房不认贷”

根据 8 月 25 日住建部、中国人民银行、金融监管总局联合印发的《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，开始在全国范围内推行“认房不认贷”新政。

回顾过往历史，全国范围内的二套房标准放松政策，也曾出现在 2008 年 12 月和 2014 年 9 月：（1）2008 年 12 月国务院发布[2008]131 号文，支持改善型住房消费：对首套人均住房面积低于当地均值，再申请贷款购买第二套房、用于改善居住条件的居民，比照执行首套房优惠政策。（2）2014 年 9 月 30 日，央行与银监会发布通知，二套房认定标准放松



为“认贷不认房”：对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。本轮也是自2014年“930”新政后，全国范围内的新一轮二套房认定标准政策放松。

图表 58：二套房认定标准政策的历史变化情况

项目	2008年“改善居住条件”	2010年“认房又认贷”	2014年“认贷不认房”	2016年“认房又认贷”	2023年“认房不认贷”
发布时间	2008/12/21	2010/6/4	2014/9/30	2016/9/30	2023/8/25
政策范围	全国	全国	全国	因城施策	一城一策
适用首套房政策的基本群体	购房人家庭名下在本市无房，且无商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录				
适用首套房政策的特定群体	已贷款购买1套住房，但人均住房面积低于当地平均水平的居民	无	拥有1套住房，并已结清相应购房贷款的家庭	无	家庭成员在当地名下无成套住房，不论是否已利用贷款购买过住房
认房标准	放松 (有1套住房，只要人均面积低，仍适用首套贷款政策)	保留 (要求购房地无住房)	放松 (有1套住房，只要贷款还清，仍可适用首套贷款政策)	保留 (要求购房地无住房)	保留 (要求购房地无住房)
认贷标准	无	保留 (要求全国范围内无贷款记录)	放松 (贷款还清，等同无记录)	保留 (要求全国范围内无贷款记录)	取消 (不查询贷款情况)
异地购房			还清贷款前不适用首套房政策		可在多地适用首套房政策
房屋置换			卖出唯一的现有房屋后(房贷即还清)，恢复首套房资格		卖出唯一的现有房屋后，恢复首套房资格

资料来源：中国政府网、住房和城乡建设部、中国人民银行、北京市人民政府，信达证券研发中心

### 3.2.2 调整优化差异化住房信贷政策，下调首付比例与贷款利率

8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布《关于调整优化差异化住房信贷政策的通知》，其中指出“**首套房最低首付比例统一为20%，二套房最低首付比例为30%**”，二套房利率下限迎来近4年来首次下调，首套房与二套房理论利差收窄。

图表 59：当前全国重点城市差异化信贷与限购政策调整情况

日期	地区	差异化信贷政策	限购政策范围	首套房		二套房	
				最低首付比例	利率下限	最低首付比例	利率下限
8/17	南昌	降低首付比例		20%		30%	
8/17	厦门	降低二套房首付比例、贷款利率				40%	LPR+40bp
8/25	嘉兴		全域解除(不再限制购房套数)				
9/4	天津		仅限于市内六区(和平区、河西区、南开区、河东区、河北区、红桥区)				
9/4	沈阳	降低首付比例、贷款利率	全域解除(取消二环内限购政策)	20%		30%	
9/4-9/11	青岛	执行全国最低首付比例	全域解除(将市南区、市北区移出限购区域)	20%	LPR-20bp	30%	LPR+20bp
9/8	南京		全域解除(取消玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区四区限购政策)				
9/8	大连	执行全国最低首付比例、二套房贷款利率	全域解除(取消中山区、西岗区、沙河口区限购政策)	20%		30%	LPR+20bp
9/9	兰州	降低首付比例	全域解除(取消主城四区限购政策)	20%		30%	

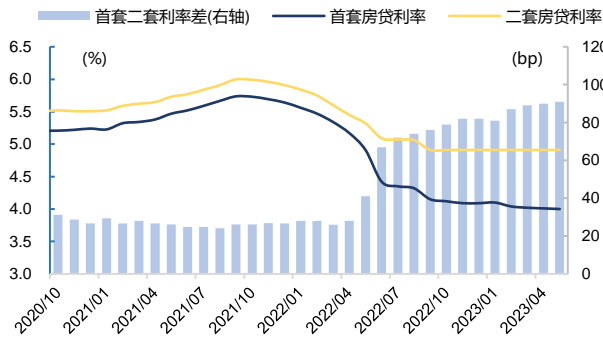
9/11	苏州	落实降低首付比例、贷款利率	取消 120 平及以上住房限购						
9/11	济南		全域解除（取消二环以内的历下区、市中区区域购房限制）						
9/11	广州	降低首付比例、贷款利率		30%	LPR-10bp	40%	LPR+30bp		
9/12	福州		全域解除（取消五城区限购政策）						
9/12	郑州	降低首付比例、贷款利率	全域解除（取消二环内限购政策）	20%		30%			
9/15	合肥	落实调整优化差异化住房信贷政策，降低存量首套住房贷款利率	全域解除（市区购房不再审核购房资格）						

资料来源：南昌发布、证券时报、嘉兴市住建局、天津市发改委、沈阳市房产局、央行青岛分行、青岛市住建局、南京发布、大连发布、兰州发布、苏州市人民政府、济南市住建局、新华网、福州市人民政府、郑州市住房保障局、合肥发布、广州日报、福州日报、信达证券研发中心

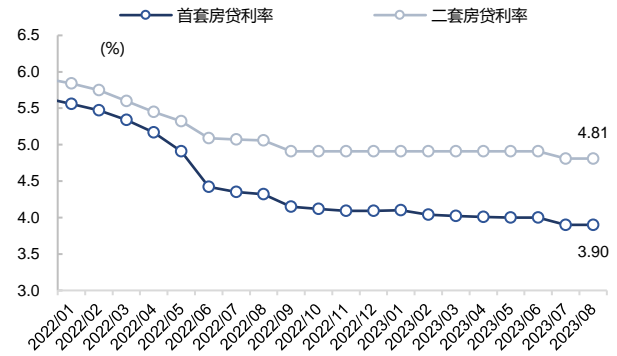
图表 60：首轮限贷放松后全国一二线城市房价及首套房贷款利率加点情况

序号	城市能级	城市	首套房利率下限 (%)	首套房利率加点 (bp)	新建商品住宅价格指数，当月同比(%)				新建商品住宅价格指数，当月环比(%)			
					23-05	23-06	23-07	23-08	23-05	23-06	23-07	23-08
1	一线	北京	4.75	55	4.3	3.5	3.5	2.8	0.2	0.1	0.4	-0.2
2	一线	上海	4.55	35	4.9	4.8	4.5	4.1	0.3	0.4	0.2	0.1
3	一线	广州	4.20	0	-0.4	-0.8	-1.3	-1.4	0.1	-0.1	-0.2	-0.3
4	一线	深圳	4.50	30	-1.8	-2.4	-2.8	-3.0	-0.2	-0.3	-0.6	-0.6
5	二线	天津	3.80	-40	-0.3	0.2	0.5	0.6	0.2	0.3	-0.2	-0.4
6	二线	石家庄	3.70	-50	-0.6	-0.5	-0.4	-0.7	0.5	-0.1	-0.2	-0.7
7	二线	太原	3.70	-50	-1.4	-1.6	-1.2	-0.5	0.7	-0.2	0.1	0.2
8	二线	呼和浩特	4.00	-20	-1.3	-0.6	-0.9	-0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.1
9	二线	沈阳	3.70	-50	-3.0	-3.4	-3.6	-2.7	0.3	-0.3	-0.6	0.1
10	二线	大连	3.70	-50	-4.7	-4.2	-4.8	-4.2	-0.3	0.2	-0.7	0.3
11	二线	长春	3.70	-50	-4.5	-3.3	-3.7	-4.7	-0.2	0.5	-0.7	-0.8
12	二线	哈尔滨	3.70	-50	-2.9	-2.0	-2.2	-2.3	0.3	0.3	-0.4	-0.6
13	二线	南京	4.00	-20	1.5	0.9	0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.4
14	二线	杭州	4.00	-20	5.1	4.5	3.7	3.3	0.2	0.4	0.0	0.1
15	二线	宁波	4.00	-20	3.8	4.1	3.8	3.4	0.4	0.3	-0.4	-0.2
16	二线	合肥	4.00	-20	4.4	3.8	2.8	2.3	0.2	-0.1	-0.3	-0.2
17	二线	福州	3.70	-50	-0.4	-0.9	-1.6	-1.4	0.1	-0.2	-0.4	-0.3
18	二线	厦门	3.70	-50	-1.7	-2.4	-2.5	-2.3	-0.2	-0.3	-0.5	-0.3
19	二线	南昌	4.00	-20	2.2	2.9	1.8	1.2	0.4	0.1	-0.3	-0.5
20	二线	济南	4.00	-20	3.8	3.7	3.5	3.1	0.7	0.2	0.1	-0.1
21	二线	青岛	4.00	-20	2.3	1.9	2.0	1.5	0.3	0.1	-0.1	-0.2
22	二线	郑州	3.70	-50	0.1	0.0	-0.9	-1.0	-0.2	-0.3	-0.7	-0.5
23	二线	武汉	取消	取消	-0.8	-0.4	-0.3	0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.5
24	二线	长沙	4.00	-20	3.8	3.6	3.5	3.5	0.4	0.2	0.1	0.3
25	二线	南宁	3.60	-60	-1.8	-2.2	-2.0	-1.9	0.4	-0.3	-0.7	-0.5
26	二线	海口	4.00	-20	1.7	2.3	2.1	2.3	0.4	0.4	0.2	0.4
27	二线	成都	4.00	-20	8.3	7.2	6.4	6.4	0.5	0.2	0.2	0.3
28	二线	贵阳	3.80	-40	-1.5	-1.5	-1.7	-1.7	0.4	-0.2	-0.5	-0.1
29	二线	昆明	3.85	-35	-0.9	-1.1	-0.8	-1.0	-0.4	-0.5	-0.1	-0.6
30	二线	重庆	4.00	-20	1.3	0.6	0.5	1.8	-0.1	-0.2	0.3	0.1
31	二线	西安	4.00	-20	1.7	1.7	1.6	1.9	0.4	0.3	0.5	0.4
32	二线	兰州	3.90	-30	-2.0	-1.2	-0.6	-0.1	0.5	0.2	0.1	-0.5
33	二线	西宁	4.00	-20	0.5	0.2	-0.3	-1.0	0.2	0.1	-0.4	-1.1
34	二线	银川	4.00	-20	2.5	2.8	1.8	1.7	0.2	0.4	-0.4	0.3
35	二线	乌鲁木齐	4.00	-20	0.5	0.3	0.3	0.6	0.3	-0.4	-0.2	0.1

资料来源：Wind，国家统计局，中国人民银行各分行，信达证券研发中心。注：截至 2023/9/30

**图表 61: 2022 年后首套房与二套房贷款利率下行**


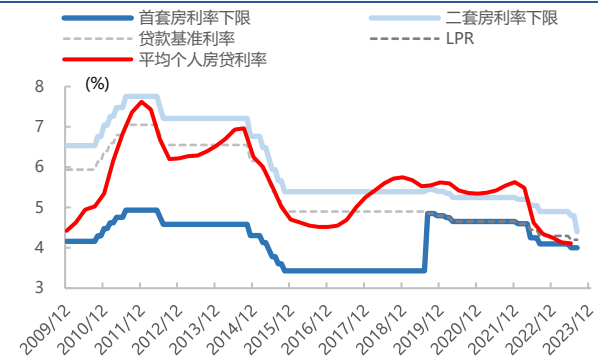
资料来源: 贝壳研究院, 信达证券研发中心

**图表 62: 2022 年以来首套房与二套房贷款利率扩大**


资料来源: 贝壳研究院, 信达证券研发中心

**图表 63: 首套房与二套房贷款最低首付比例变化历史**


资料来源: Wind, 中国人民银行, 信达证券研发中心

**图表 64: 首套房与二套房贷款利率下限变化历史**


资料来源: Wind, 中国人民银行, 信达证券研发中心

**图表 65: 差异化住房信贷政策的变化情况**

日期	主要内容	首套房		二套房		发布机构	文件
		最低首付比例	利率下限	最低首付比例	利率下限		
2007/9/27	明确二套房最低首付比例	20%		40%	LRx1.1	央行、银监会	《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》(银发[2007]359号)
2008/10/22	下调个贷利率下限、下调最低首付比例	20%	LRx0.7			中国人民银行	《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度有关问题的通知》(银发[2008]302号)
2010/1/10	上调二套最低首付比例			40%		国务院	“国十一条”《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010/4/30	上调大户型首套房最低首付比例、上调二套最低首付比例	30%(90平以上)		50%	LRx1.1	国务院	“新国十条”《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2010/9/29	上调首套房最低首付比例	30%		50%	LRx1.1	央行、银监会	《关于完善差异化住房信贷政策有关问题的通知》(银发[2010]275号)
2011/1/27	上调二套最低首付比例			60%	LRx1.1	国务院办公厅	“新国八条”《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014/9/30		30%	LRx0.7			央行等	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2015/3/30	下调二套房最低首付比例、下调公积金贷款最低首付比例			40%(有房且贷未清)		央行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》
2015/9/24	下调不限购城市首套房最低首付比例	25%(不限购城市)				央行、住建部、银监会	《关于进一步完善差异化住房信贷政策有关问题的通知》(银发[2015]305号)

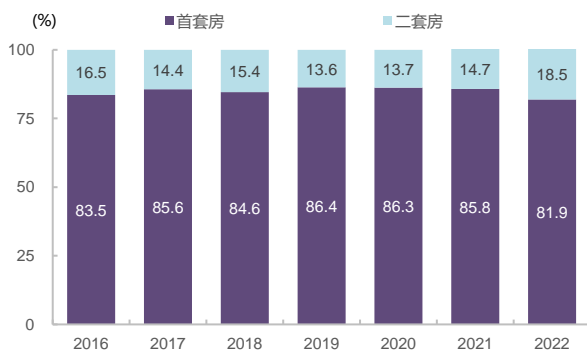
2016/2/2	下调不限购城市最低首付比例	25% (-5%, 不限购城市)	30%(不限购城市)	央行、住建部、银监会	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》
2019/8/25	贷款市场报价利率 (LPR)机制改革		LPR	LPR +60bp	中国人民银行公告〔2019〕第16号
2022/5/15	下调首套利率政策下限		LPR -20bp	央行、银保监会	《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》(银发〔2022〕115号)
2022/9/29	允许阶段性调整首套房贷款利率下限		可阶段性维持、下调或取消	央行、银保监会	《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》
2022/12/30	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制		可阶段性维持、下调或取消	央行、银保监会	《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》
2023/8/25	统一最低首付比例、下调二套利率政策下限	20%	30%	LPR +20bp 中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》

资料来源：中国人民银行、中国政府网，信达证券研发中心

### 3.2.3 存量首套房贷款利率下调，降低还款压力

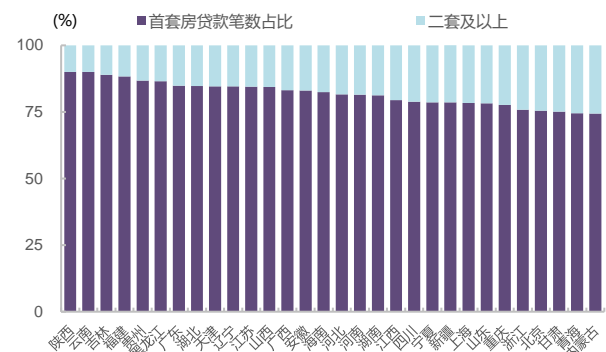
8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。自9月25日起，包括四大行在内的多家银行开始批量下调存量首套房贷利率。10月13日，央行货币政策司司长邹澜在新闻发布会上介绍，降低存量首套房贷利率工作已基本接近尾声。存量首套房贷利率调整后的加权平均利率为4.27%，平均降幅0.73个百分点。较多的个人房贷重定价日为每年1月1日，2024年1月1日后，存量浮动利率个人房贷利率的LPR部分开始下调，有望进一步降低居民月供还款负担。

图表 66: 全国新发公积金贷款中首套约占 80%

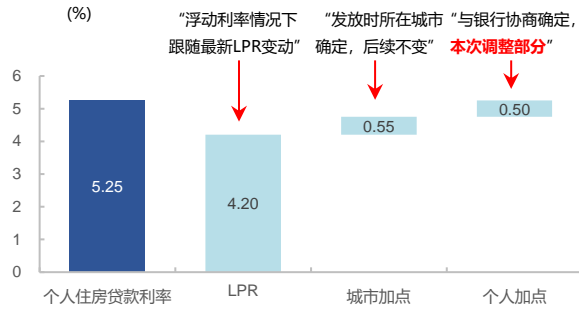


资料来源：住建部《全国住房公积金年度报告》(2016-2022年)、中国政府网、财政部，信达证券研发中心

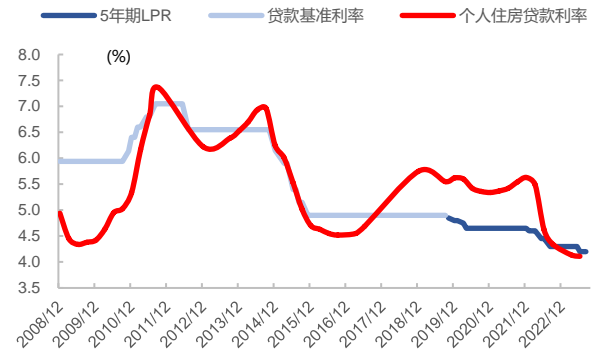
图表 67: 2022 年各省公积金贷款中首套占比 70-90%



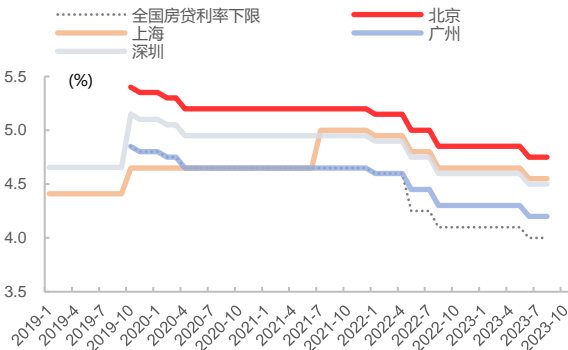
资料来源：各地住建部门《住房公积金年度报告》(2022年)，住建部、中国建设报，信达证券研发中心

**图表 68：当前房贷利率定价为 LPR+城市加点+个人加点**


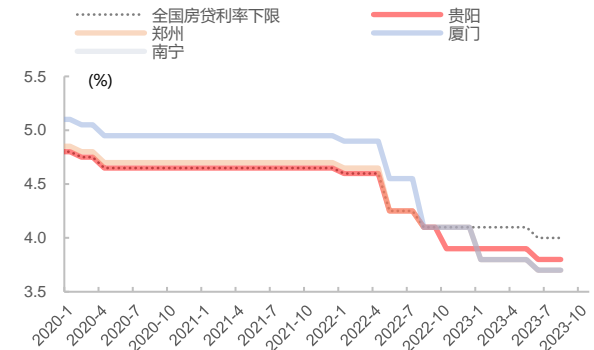
资料来源：Wind，信达证券研发中心。注：（1）LPR 部分为 5 年及以上期 LPR，由全国银行间同业拆借中心每月 20 日发布，（2）城市加点由房贷发放时所在城市确定，例如北京市 2019/10-2023/11 首套房贷加点为 55bp，（3）个人加点与银行协商确定，这里的 50bp 仅作参考

**图表 69：2018-2021 年房贷加点幅度较高**


资料来源：iFinD，中国人民银行，信达证券研发中心

**图表 70：2019 年后一线城市 LPR 加点幅度较高**


资料来源：Wind，中国人民银行，信达证券研发中心

**图表 71：2019 年后部分二线城市相对 LPR 减点**


资料来源：Wind，中国人民银行，信达证券研发中心

本次调整中，借款人可申请新发贷款置换存量贷款，同时亦可申请协商变更原合同约定的利率水平。央行在政策解读中也提到，鼓励银行以发布公告、批量办理等方式，为借款人提供更为便利的服务。从六大行细则来看，发放时符合首套房标准的房贷主要采取自动调整方式，特殊情况（如认定标准变化）下也可由借款人申请。

**图表 72：过往存量房贷利率调整与本轮存量房贷利率调整对比**

日期	内容	执行条件	内容	发布机构
2009/2/4	存量房贷利率 7 折优惠	2008/10/27 前发放， <b>执行基准利率 0.85 倍</b> 的个人住房贷款，借款人 <b>无不良记录</b>	中国工商银行 4 日宣布，本月 10 日对符合条件的存量个人住房贷款利率下浮比例进行统一调整。 <b>去年 10 月 27 日前发放的执行基准利率 0.85 倍</b> 的个人住房贷款， <b>无不良记录借款人</b> 可自本月 10 日起享受 0.7 倍优惠利率。细则规定借款人在近 2 年内没有连续 2 期（含）以上违约记录，在工行其他贷款无不良记录。	中国工商银行
2019/12/28	定价基准转换	存量浮动利率贷款	自 2020 年 3 月 1 日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。	中国人民银行
2023/8/31	存量房贷置换或协商变更	（1）2023/8/31 前已发放，或已签订合同但未发放的 <b>首套房贷款</b> （2）借款人 <b>实际住房情况符合所在城市首套住</b>	一、存量首套住房商业性个人住房贷款，是指 <b>2023 年 8 月 31 日前金融机构已发放的和已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款</b> ，或 <b>借款人实际住房情况符合所在城市首套住房标准的其他存量住房商业性个人住房贷款</b> 。 二、自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构 <b>新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款</b> 。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于 <b>原贷款发放时所在城市首套住房</b>	央行、国家金融监督管理总局

---

房标准的其他存量房贷 **商业性个人住房贷款利率政策下限**。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。

三、自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人亦可向承贷金融机构提出申请，协商变更合同约定的利率水平，变更后的贷款合同利率水平应符合本通知第二条的规定。

---

资料来源：中国政府网、中国人民银行、新华社、湖南省人民政府，信达证券研发中心

## 4 未来发展：构建房地产发展新模式，关注“双轨制”落地情况

### 4.1 保障房、城中村改造和地产息息相关

**保障房建设和城中村改造政策加速落地，助力构建房地产行业新发展模式。**2023年4月中央政治局会议提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造”，7月24日中央政治局会议首次提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。

**保障房与城中村改造政策与房地产行业密切相关。**保障房可替代一部分刚需类商品房供应。同时房企可能因参与土地出让而为政府配建部分保障房，或是通过代建等方式参与保障房建设，加快现金回款。在保障性住房供应不足的环境下，城中村也充当了保障房功能，为居民提供初步的居住环境。但城中村住房环境相对较差，加快推进城中村改造，有助于改善居民居住环境，释放住房消费需求。全国重点城市核心区位宅地供应稀缺，房企参与城改，可通过一二级联动获得地块开发权，因此城改也成为近年来房企拿地的重要渠道之一。

图表 73：2023 年高层频繁提及保障房等“三大工程”

日期	方向	事件	机构
2023/4/28	城中村改造	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造	中央政治局会议
2023/7/21	城中村改造	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》	国务院常务会议
2023/7/24	“三大工程”	加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产	中央政治局会议
2023/7/28	城中村改造	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在北京召开	电视电话会议
2023/9/4	保障房建设	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议在京召开	电视电话会议
2023/10/31	“三大工程”	加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式	中央金融工作会议
2023/11/17	“三大工程”	要积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式	金融机构座谈会
2023/11/8	“三大工程”	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，完善住房租赁金融政策体系，推动构建房地产发展新模式	2023 金融街论坛年会
2023/11/24	广东省进一步提振和扩大消费的若干措施	扩大保障性住房供给。推动重点城市规划建设保障性住房，加快筹建保障性租赁住房，2023 年新增筹建保障性租赁住房不少于 22 万套（间）。支持企事业单位利用自有空闲土地建设保障性租赁住房。鼓励机关事业单位、国有企业等单位将符合安全要求的现有物业改造为保障性租赁住房。简化利用存量土地和房屋改建保障性租赁住房调整规划的手续。支持广州、深圳结合城中村改造规模化建设保障性租赁住房。	广东省人民政府

资料来源：人民网、中国政府网、中国人民银行、广东省人民政府、新华网、新华社，信达证券研发中心

**保障房政策节奏加快，关注后续落地细则。**10月26日，据经济观察网报道《关于规划建设保障性住房的指导意见》（简称“14号文”）已传达到各级政府和机构。10月31日召开的中央金融工作会议也提到，要加快保障性住房等“三大工程”建设，系列报道引发市场对新一轮“房改”的讨论。11月24日广东省人民政府发布《进一步提振和扩大消费的若干措施》，支持广州、深圳结合城中村改造规模化建设保租房。相关政策落地节奏有望加快。

根据经济观察网报道，“14号文”重点提出了保障性住房建设和筹集、保障对象和标准、配售和管理、支持政策等方面的基本原则。我们认为关注重点在于：第一，明确提出“加大保障性住房建设和供给”、“让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求”，保障房重要性凸显，住房“双轨制”呼之欲出。第二，土地供给方面，主要以划拨方式供应土地，同时利用未建土地和限制非住宅用地等。与新加坡土地供给方式接近。第三，提出常住人口300万以上大城市率先探索实践，库存量大的城市可适当改建或收购存量商品房用作保障房等。

**图表 74: 经济观察网报道“14 号文”的主要内容**

分项	要点
基本原则	工薪收入群体可负担、项目资金可平衡、发展可持续
目标	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 一是加大保障性住房建设和供给，让工薪收入群体<b>逐步实现居者有其屋</b></li> <li>- 二是推动建立房地产业转型发展新模式，让<b>商品住房回归商品属性</b>，满足改善性住房需求</li> </ul>
运作方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 由各地政府按划拨方式供地和负责建设配套设施</li> <li>- 在此基础上采取市场化方式运作，按保本微利原则配售</li> </ul>
土地供给	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 以<b>划拨方式供应土地</b>，仅支付相应的土地成本</li> <li>- <b>充分利用</b>依法收回的已批未建土地、房地产企业破产处置商品住房和土地、闲置住房等建设筹集保障房</li> <li>- <b>有条件支持利用</b>闲置低效工业、商业、办公等非住宅用地建设保障性住房，变更土地用途，不补缴土地价款，原划拨的土地继续保留划拨方式</li> </ul>
资金来源	凡是因之新增地方政府隐性债务的，一律不得实施
保障对象	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体</li> <li>- 以及城市需要的引进人才等群体</li> <li>- 支持城区<b>常住人口 300 万以上的大城市率先探索实践</b>，具备条件的城市要加快推进，暂不具备条件的要做好政策和项目储备</li> </ul>
推进城市	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 对商品住房库存大的城市，可按市场化、法治化原则，适当改建或收购存量商品房用作保障房，积极盘活利用闲置土地和房屋，避免重复建设造成浪费</li> <li>- 以家庭为单位，保障对象<b>只能购买一套保障房</b></li> </ul>
交易限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>实施严格的封闭管理</b></li> <li>- 工薪收入群体购买的保障房<b>不得长期闲置</b></li> </ul>
其他支持	加强在建设资金、住房公积金、开发贷和个人住房贷款、税费等方面对保障房的政策支持

资料来源：经济观察网，信达证券研发中心

## 4.2 保障房的新加坡模式：大规模兴建组屋，自有率保持高位

作为人口密度较高的国际化都市，新加坡以较少的土地供应，实现了极高的房屋自有率。深圳在 2018 年明确提出要向新加坡学习，更好解决新市民住房问题。在国内保障房政策加速推进的当下，新加坡保障房模式的运作方式和实践经验，仍然非常值得我们借鉴。

### 4.2.1 演变历程：1960 年自治后大规模兴建组屋，10 年内结束住房危机

**1959-60 年自治和 1965 年建国之前，新加坡面临较为严重的住房短缺问题。**1927 年成立的新加坡改良信托局（Singapore Improvement Trust, SIT），最初致力于为政府开发与更新项目建设住房。1932 年，改良信托局开始参与公共住房建设。在 1947 至 1959 年的 12 年期间，改良信托局已建造 2.09 万套公共住宅，截至 1960 年建造数量达到约 2.4 万套。但当时新加坡人口达到 160 万，公共住宅数量仍然不足，住房短缺状况更加严重。1959 年新加坡成为自治邦，1960 年改良信托局改组，城市规划职能移交新加坡规划部，并受总理监督；公共住房职能则转移给新设立的建屋局（Housing and Development Board, HDB）。

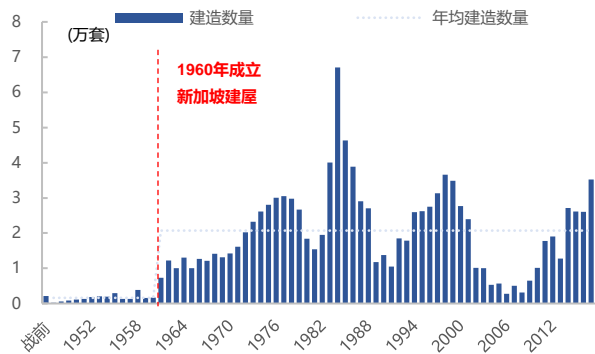
**1960 年新加坡自治后成立建屋局，以建设公共住宅、提高房屋自有率为目标。**新加坡建屋局成立于 1960 年 2 月 1 日，当时面临着二战后住房严重短缺的困境。只有 9% 的新加坡人住在政府提供的组屋中，许多居民住在贫民窟和棚户区内，这类住房人满为患且卫生状况堪忧。在 1964 年立国之初，新加坡政府就提出“居者有其屋”计划（Home Ownership Scheme, HOS），计划目标在于提高住房自有率，使得低收入居民也能购买政府提供的组屋。建屋局的首要目标就是建造廉价的公共房屋，让新加坡公民能拥有自己的安居之所。新加坡建屋局建造的房屋称为“组屋”（HDB Flats），通常分组建造，有 99 年地契等约束，政府同时建设周边配套设施等，满足居民的基本居住需求。

截至 1962 年的不到 3 年时间内，建屋局已建造 2.1 万套组屋，接近 SIT 在设立的 33 年时间内建造的房屋总量（2.4 万套）。2 年后累计建造房屋数量已达到 5.4 万套。10 年时间内，建屋局已为新加坡居民建造了足够的住房，成功结束住房危机。至 1980 年 3 月，HDB



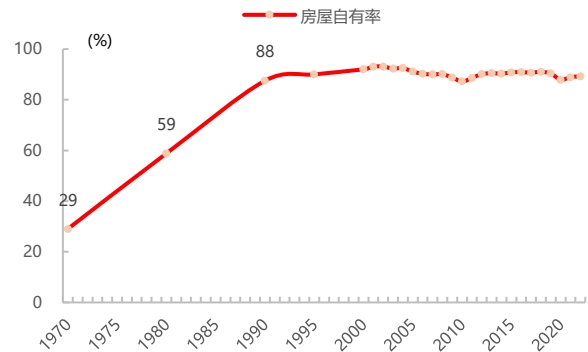
管理约 3.34 万套组屋(包括早先 SIT 建造部分),新加坡 240 万居民有 67%住在组屋之中。新加坡家庭房屋自有率从 1970s 的 29% 上升至 2000 年的 92%, 此后也保持高位。

图表 75: 1960s 前新加坡公共住房建造数量较少



资料来源:新加坡国家档案馆(NAS)、新加坡国家图书馆(NLB)、新加坡建屋局(HDB)、新加坡数据平台,信达证券研发中心

图表 76: 1980s 年代新加坡居民房屋自有率大幅提升



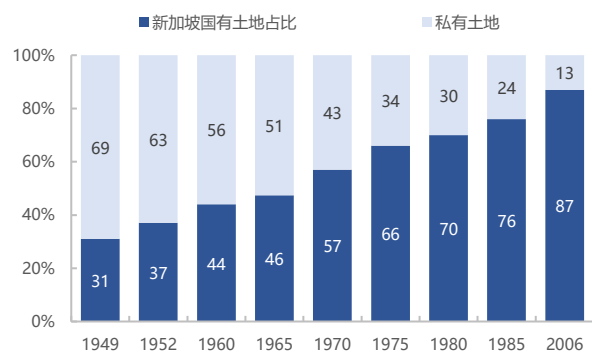
资料来源:新加坡统计局(DOS), Phang and Kim (2013), 信达证券研发中心

#### 4.2.2 政策支持: 土地国有化降低建造成本

土地制度方面, 1970s 年代后国有化占比加速提升, 降低组屋建造成本。1973 年《土地征用法》修订强化了新加坡政府的土地收购权, 同时授权建屋发展局强制征地的权利, 允许其以远低于私人购地的价格获取土地。此后新加坡土地国有化占比持续上升, 1960 年土地国有化占比 44.0%, 到 2006 年占比已升至 87.0%。2007 年修订的《土地征用法》规定政府必须以市场价值对所征用的土地做出赔偿。实际赔偿金额要远低于市场价(约为市场价的 20%), 但政府按评估价补偿后提供对被征地者优先购买组屋的权利。新加坡大部分土地则以招标方式出售。土地国有化背景下, 组屋名义租期为 99 年, 到期政府收回房屋。大部分新加坡组屋(包括共管执行公寓)的租期均为 99 年, 养老型公寓(Studio Apartment)租期为 30 年。不过新加坡组屋始建于 1960 年, 因此目前大部分组屋租期尚未到期。

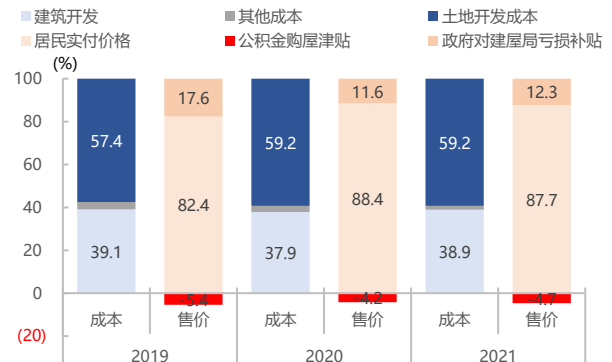
房地产相关税收和产值占比较低, 新加坡政府对土地财政的依赖度。根据蔡真和池浩琿《新加坡中央公积金制度何以成功》的介绍, 新加坡土地出让收益纳入国家储备金, 土地收益和政府预算脱钩, 有助于避免政府高价卖地, 降低政府对土地财政依赖。1997-2021 年, 新加坡房地产相关税收(资产税+印花税)占比在 9-18% 之间。1975-2023 年, 房地产与建筑业产值占名义 GDP 比例在 3-10% 左右。

图表 77: 新加坡国有土地占比持续提升

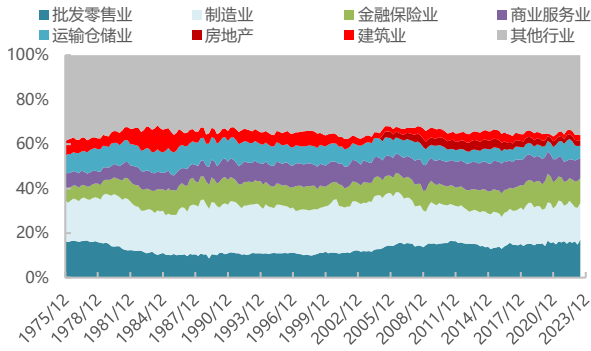


资料来源:刘云华《新加坡土地综合利用效率探讨》(2011 年), 信达证券研发中心

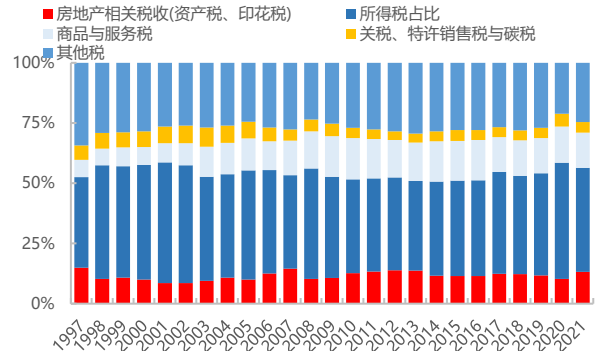
图表 78: 组屋销售收入低于总成本, 地价占成本比例较高



资料来源:新加坡 Straits Times 海峡时报, 信达证券研发中心。注: 将各成本分项或售价分项除以组屋总开发成本, 得到图中占比

**图表 79: 房地产和建筑业产值占 GDP 的 3-10%**


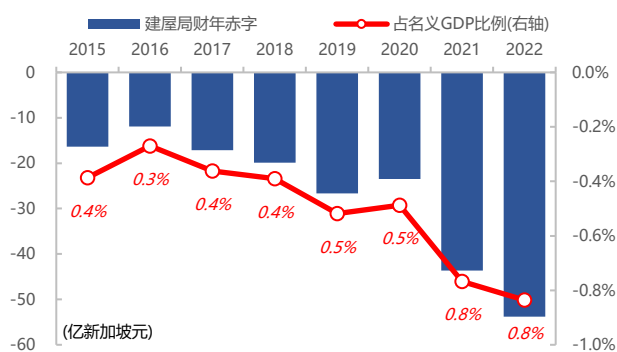
资料来源: 新加坡统计局 (DOS), 信达证券研发中心

**图表 80: 新加坡房地产相关收入占比较低**


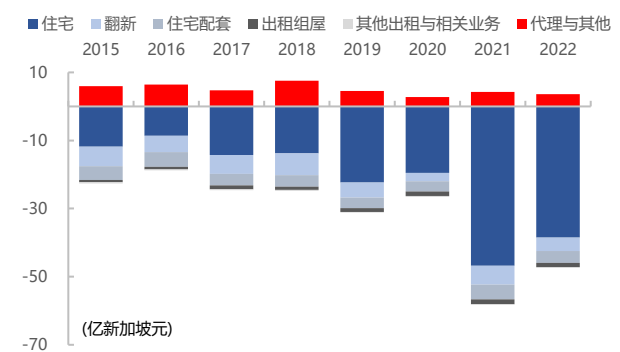
资料来源: 新加坡统计局 (DOS), 信达证券研发中心

**组屋销售收入低于其成本, 新加坡政府每年需对建屋局进行大额财政补贴。**由于组屋价格较成本价更低, 建屋发展局每年都有大额财政赤字, 需要政府拿出资金进行填补。2022 财年建屋发展局赤字高达 53.80 亿新加坡元, 占 GDP 规模的 0.8%。

**新加坡国家储备净投资回报贡献 (NIRC) 为重要财政补贴来源。**新加坡卖地收入不能直接用于政府开支, 卖地收入形成的储备金主要通过 GIC、淡马锡公司等机构在海外投资。投资收益中政府可以使用的部分为 NIRC, 占比约一半。截至 2019 年, 此项收入已成为新加坡政府财政收入的最大单项来源, 占比高于个人所得税和消费税。新加坡政府认为直接使用卖地收入的潜在问题在于: 一是可能导致政府在规划土地出售计划时, 主要基于财政需要而非发展目的, 因此可能导致地价和房价上涨。二是过度依赖卖地收入, 会导致政府预算受房地产市场影响, 产生顺周期波动。三是土地属于稀缺资源, 政府卖出土地、获得收入并支出后, 未来能持续产生收益的资产数量也同时减少。因此, 间接支出方式更具备可持续性。

**图表 81: 2015 年以来新加坡建屋局财年赤字趋势扩大**


资料来源: 新加坡建屋局 (HDB), 信达证券研发中心

**图表 82: 住宅业务亏损占建屋局财政赤字比例较高**


资料来源: 新加坡建屋局 (HDB), 信达证券研发中心。注: 代理与其他业务为财政贡献收益

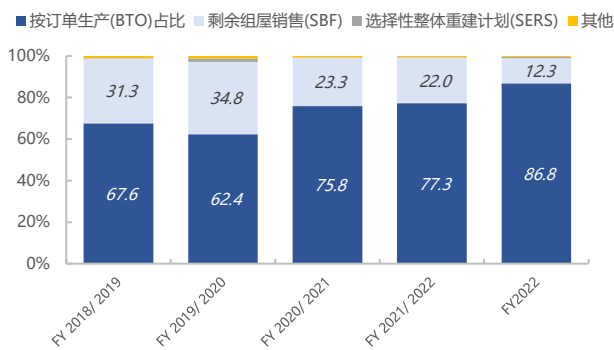
### 4.2.3 组屋特征: 预购模式匹配供求节奏, 交易限制减少套利空间

**建造出售方式丰富, 满足不同层面购房者需求。**根据新加坡建屋局, 现有 3 种组屋销售模式: 按订单生产 (BTO)、剩余组屋出售 (SBF)、公寓公开预订。未售出的 BTO 组屋单位将首先提供给 SBF 组屋销售。如果仍未被选中, 这些组屋将被常年开放订购。剩余组屋计划汇集未售出的组屋单位, 包括过去的预购组屋 (BTO)、选择性整体重建计划 (SERS) 项目的剩余单位, 以及回购的组屋单位。剩余组屋销售活动每年进行两次, 通常在 5 月和 11

月，与预购组屋一起推出。

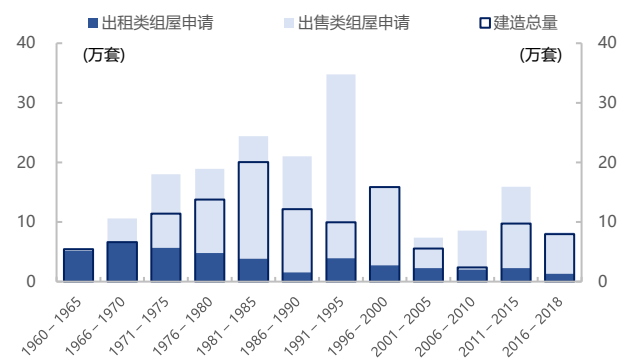
2002 年前组屋主要采用登记排队制销售（Registration for Flats System, RSF）。RSF 模式下先建设组屋后登记销售，存在供给与需求不匹配等缺陷，例如 1997 年亚洲金融危机导致大量组屋滞销。2001 年 4 月建屋局引入“按订单生产”（Build-To-Order, BTO）模式，2002 年开始实施这一新销售方式。建屋局每 3 个月推出一批组屋项目购买申请，居民能够提前了解组屋的位置和竣工情况等信息，当组屋项目申请超过 70% 时便开始新建，从申请到入住的平均等待时间在 3.5 年左右。受 2020 年以来疫情停工影响，等待时间有所延长。

图表 83: 按订单生产 (BTO) 组屋数量占比提升



资料来源: 新加坡建屋局 (HDB), 信达证券研发中心

图表 84: 1960s 至今组屋申请量超过供应量



资料来源: 新加坡建屋局 (HDB), 信达证券研发中心

房屋类型丰富，建屋局在管 3-5 房等中等户型组屋数量占比持续提升。新加坡的组屋制度较为多元化，给了其居民更多的选择机会。供出售的组屋主要分二房式灵活组屋（2-Room Flexi Flat）、三房式、四房式、五房式、三代同堂组屋（3-Generation Flat, 3Gen）和公寓式组屋（Executive Flat）等。公寓式组屋在新加坡被称为“夹心层住房”，是介于组屋和私宅之间的一种混合式住宅，面向因超出收入顶限而没有资格购买组屋，但仍认为私人公寓太贵的中等收入新加坡人。

定价方面，不采用加成定价方式，而是综合参考当前售价与家庭收入。BTO 组屋定价过程中，HDB 通过分析附近可比的二手组屋价格确定市场价，随后在这一评估市场价基础上设置市场折扣，以确保买家能够承担新组屋的价格。当二手房市场价格上升时，市场折扣也相应增加，保证 BTO 价格稳定。根据新加坡建屋局数据，预购组屋（BTO）的价格收入比一般为 4-5 倍，低于伦敦、洛杉矶、悉尼（9-13 倍）和香港（18 倍）等全球主要城市。首次购房者还能获得最高 8 万新元的补贴。一般情况下，年轻人工作几年时间，靠积蓄就能买得起一套房。2022 年有 80% 组屋新房业主只需使用不到 25% 的收入支付月供。

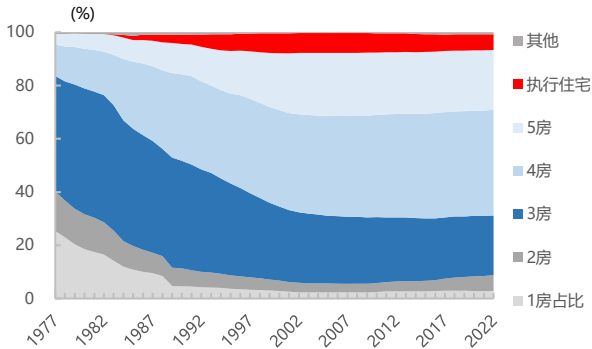
图表 85: 新加坡组屋主要类型

HDB 组屋类型	购买渠道	组屋特性	描述
社区护理公寓	只来自 HDB	1 卧室、1 浴室、起居室/餐厅/厨房	社区护理公寓整合了适用于老人的提供护理服务的住房，可根据护理需求与社交活动变化
两房	只来自公开市场	1 卧室、1 浴室、起居室/餐厅、厨房、防空壕	低收入家庭、老人和单身人士的可负担房屋选项；老人可以选择短租，以进一步降低组屋价格
灵活型两房	来自 HDB 或公开市场		
短租灵活型两房	只来自 HDB		
三房	来自 HDB 或公开市场	2 卧室（其中之一有附属卧室）、公用浴室、起居室/餐厅、厨房/设施、防空壕	居住空间紧凑

<b>四房</b>	来自 HDB 或 公开市场	3 卧室（其中之一有附属卧室）、浴室、公用浴室、起居室/餐厅、厨房、后院、防空壕	适合年轻夫妇或父母
<b>五房</b>	来自 HDB 或 公开市场	3 卧室（其中之一有附属卧室）、公用浴室、起居室/餐厅、厨房、后院、防空壕、书房	适合有 5 个及以上成员的大家庭
<b>3 代</b>	来自 HDB 或 公开市场	4 卧室（其中之二为主卧）、公用浴室、起居室/餐厅、厨房、后院、防空壕	符合条件的多代家庭
<b>执行公寓</b>	只来自公开 市场	1 卧室（有附属卧室）、2 卧室、公用浴室、起居室/餐厅、厨房	拥有额外空间，易于转换为起居室或电视角。有些执行组屋还有阳台空间

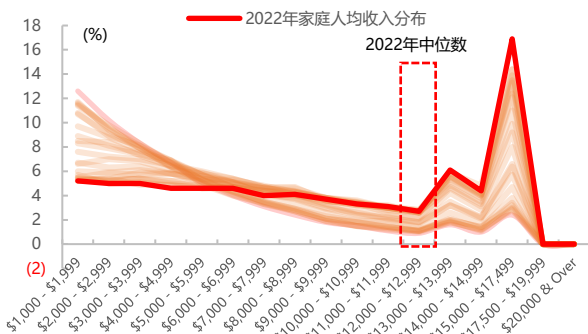
资料来源：新加坡建屋局（HDB），信达证券研发中心。注：来自 HDB 和公开市场意味着

**图表 86：新加坡建屋局在管中等户型组屋占比提升**



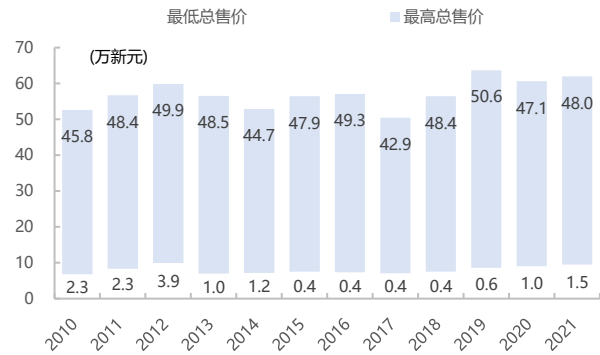
资料来源：新加坡统计局（DOS），信达证券研发中心

**图表 88：2022 年新加坡家庭人均收入分布较为均匀**



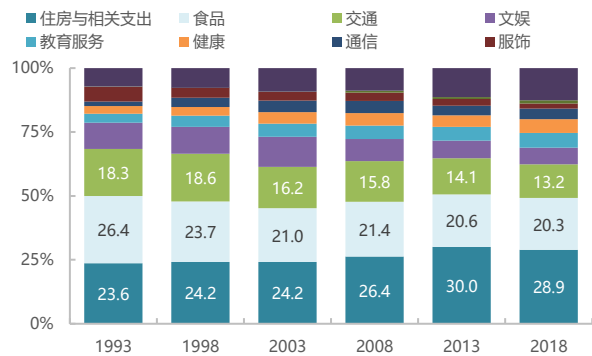
资料来源：新加坡统计局（DOS），信达证券研发中心

**图表 87：2010 年至今 BTO 典型组屋售价范围**



资料来源：新加坡数据平台，信达证券研发中心

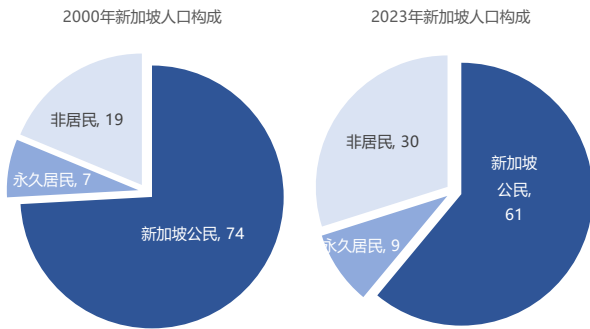
**图表 89：新加坡居民住房支出占比在 20-30%**



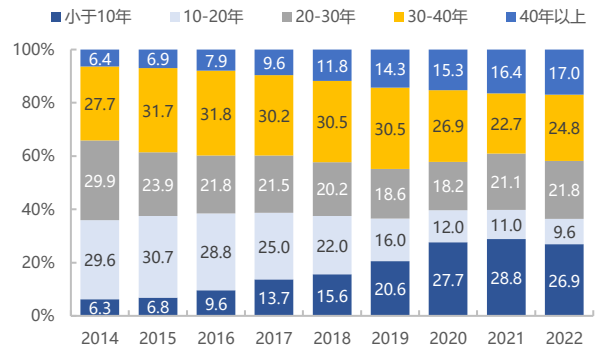
资料来源：新加坡统计局（DOS），信达证券研发中心

**组屋交易面临较多限制。购买方面**，组屋新房仅面向新加坡公民，海外居民不能购买。组屋转售也仅面向新加坡公民和永久居民。同时买家必须是至少由 2 人组成的家庭单位。特定类型组屋还需满足个人月收入上限要求。同时家庭只能拥有一套组屋，购买其他房产时需腾退原组屋。

**出售方面**，组屋在出租、出售和经营等方面存在限制。例如购买组屋后屋主必须居住满 5 年后，才能进行整套出租或者转售。期间屋主仅仅可以出租空余房间，但屋主本人必须在此居住。从交易数据来看，多数组屋在居住 10 年后才出售。根据蔡真和池浩琿《新加坡中央公积金制度何以成功》，因为私人住宅价格和转售组屋市场的价格较新组屋更贵，进入新组屋市场的人在退出时会非常慎重。

**图表 90: 新加坡永久居民和非居民占比较小**


资料来源: 新加坡统计局 (DOS), 信达证券研发中心

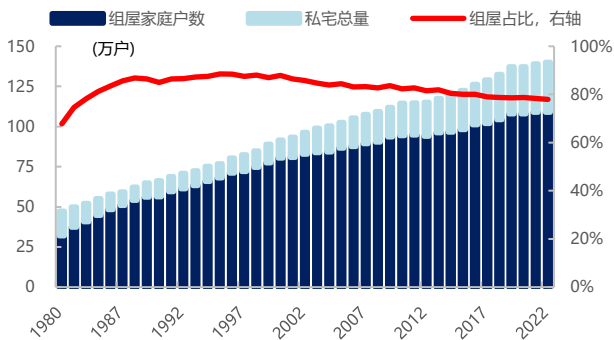
**图表 91: 出售组屋的居住时间大多超过 10 年**


资料来源: OrangeTee, 信达证券研发中心

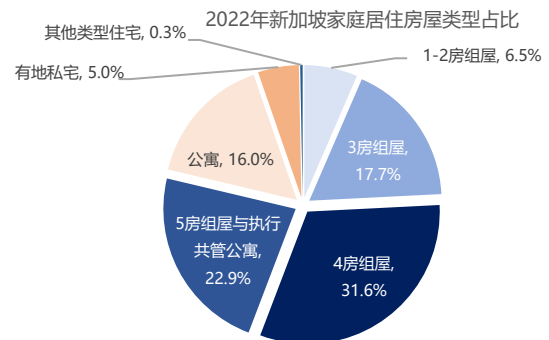
### 4.3 二元体系比较: 新加坡保障房占比较高, 国内仍有发力空间

#### 4.3.1 新加坡二元体系: 组屋供应充裕、价格稳定, 90s 年代后私宅规模提升

从新加坡房地产市场存量规模来看, 居住在组屋中的新加坡家庭占比较高, 1990s 年代接近 90%, 2022 年占比仍保持在接近 80%。1965 年约有 43 万公民居住在组屋中, 占新加坡总人口的 23%。1990s-2000s 年代, 新加坡保障房与商品房市场呈现“此消彼长”的特征, 居住在组屋中的家庭户数增加, 而私宅家庭户数下降。2000 年居住在组屋中的家庭户数占比 88.0%, 2020 年占比下降至 78.7%, 但依然为绝对主体。截至 2022 年, 居住在 4 房组屋、5 房及执行共管公寓、3 房组屋中的家庭户数占比分别为 31%、23%、17%。新加坡私人住宅主要包括无地私宅 (公寓) 和有地私宅 (别墅)。2022 年分别有 16%、5% 的家庭居住在公寓和有地私宅中。

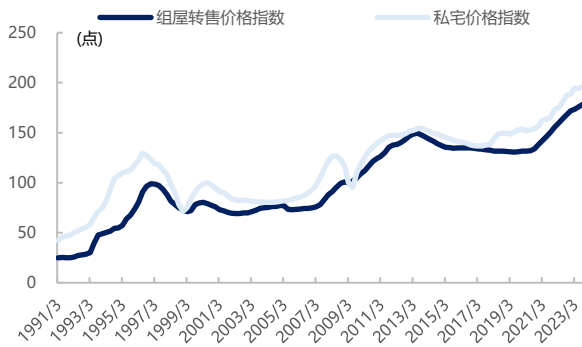
**图表 92: 1990s 年代后, 组屋与私宅家庭户数均上升**


资料来源: 新加坡统计局 (DOS), 信达证券研发中心

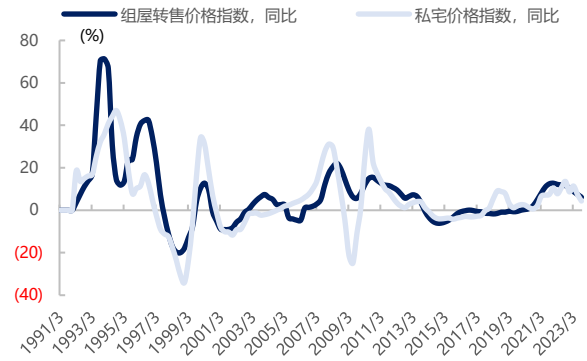
**图表 93: 2022 年 4 房与 5 房组屋家庭户数占比最高**


资料来源: 新加坡统计局 (DOS)、新加坡建屋局 (HDB), 信达证券研发中心

2000 年以来, 新加坡组屋转售价累计增幅超过私人住宅, 组屋转售价格增速波动幅度较私宅更小。1993-2022 年, 组屋转售价与私宅价格指数均呈现上涨趋势。1993Q4 组屋转售价格指数为 49.0, 2022Q4 上升至 171.9, 29 年期间累计增长率 2.51 倍, 年化涨幅 4.4%。同一时期, 私宅价格指数从 75.1 上升至 188.6, 累计增长率 1.51 倍, 年化涨幅 3.2%。1991-96 年组屋价格的持续上涨, 主要受组屋限购放松、1995 年引入执行共管公寓 (EC, 介于组屋与私宅之间的住宅) 等因素影响。2000-2022 年, 组屋转售与私宅价格指数年化涨幅分别为 3.8% 和 3.2%, 组屋转售价涨幅仍然小幅高于私宅。从波动率来看, 2000-2022 年组屋转售/私宅价格增速标准差分别为 7.2%、10.5%, 组屋转售价波动幅度更小。

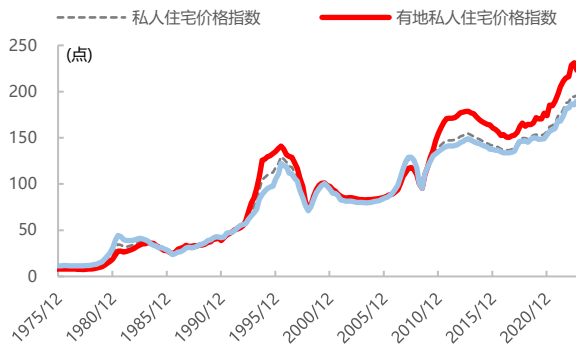
**图表 94: 1991 年至今组屋转售价格与私宅价格涨幅接近**


资料来源: 新加坡建屋局 (HDB)、新加坡市建局 (URA), 信达证券研发中心

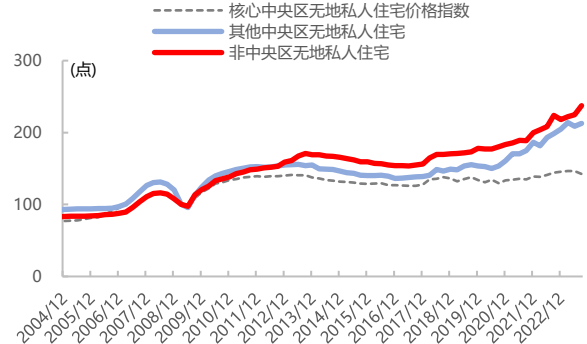
**图表 95: 2000-23 年组屋转售价格指数波动小于私宅**


资料来源: 新加坡建屋局 (HDB)、新加坡市建局 (URA), 信达证券研发中心

**2004 年至今有地私宅与中央区以外私宅价格增幅较高。**1993Q3-2023Q3, 新加坡私人住宅价格指数从 71.10 上升至 196.0, 累计增长 1.76 倍, 年化涨幅 9%。新加坡私宅按区位分为三类, 即核心中央区 (CCR)、其他中央区 (RCR), 以及中央区以外 (OCR), 可分别作为高档、中档和大众化私宅的代表。从新加坡统计局的数据来看, 非中央区房价较低、成交活跃, 2004 年至今, 其他中央区和非中央区的无地私宅价格涨幅较高。

**图表 96: 1970s 至今有地私人住宅价格指数涨幅更高**


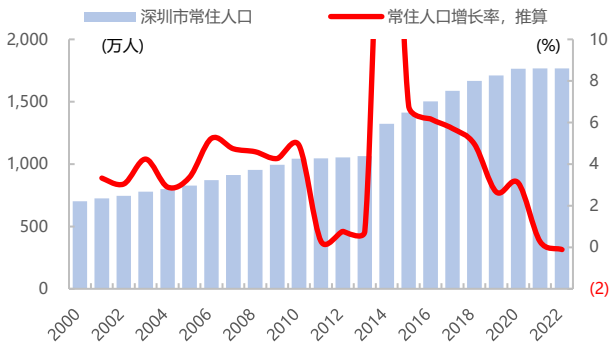
资料来源: 新加坡市建局 (URA), 信达证券研发中心

**图表 97: 核心区私人住宅价格指数涨幅较低**


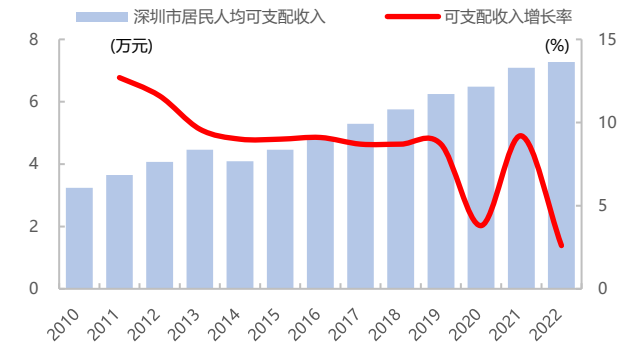
资料来源: 新加坡市建局 (URA), 信达证券研发中心

### 4.3.2 深圳模式: 由“香港模式”转向“新加坡模式”

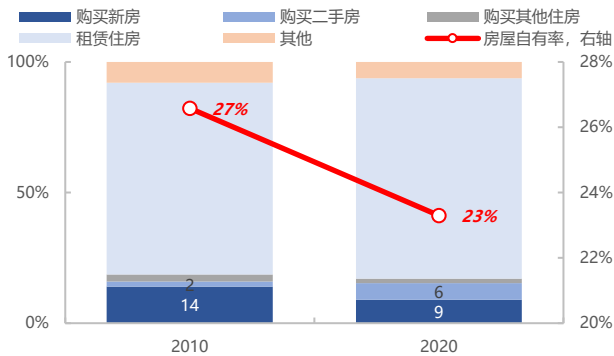
**2015 年后深圳房地产市场供需关系趋于紧张。**一方面, 深圳常住人口规模持续扩大, 外来人口占比较高。2001-2022 年, 深圳年均流入人口达到 48 万人。人均可支配收入增速多年保持在 8% 以上, 人口与人均收入增长推动住房需求高涨。另一方面, 深圳建成区面积和住宅供应较少, 供需关系紧张。2015-16 年, 深圳房价连续 2 年大幅上涨, 房价收入比与租售比等指标走高, 住房自有率陷入低位, 城中村数量众多、职住不平衡、企业用工成本上升等问题日益突出。

**图表 98：2000 年至今深圳市多数年份常住人口快速增长**


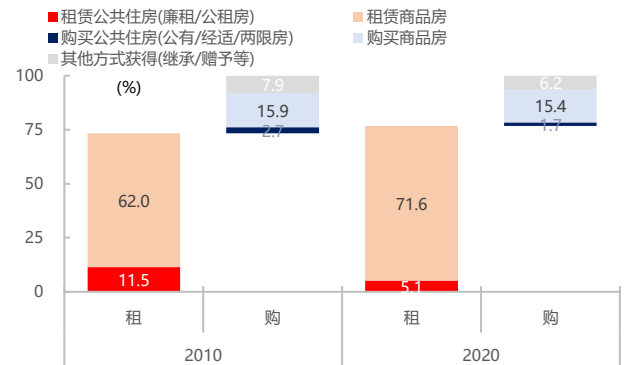
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图表 99：深圳市可支配收入增速较高**


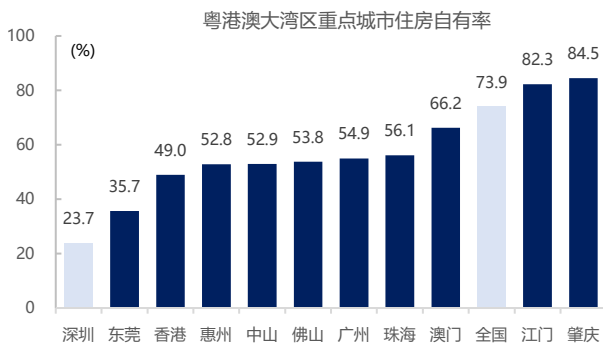
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图表 100：2010-2020 年深圳家庭住房自有率整体下降**


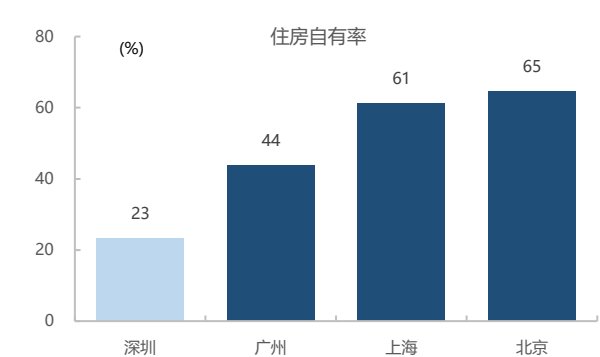
资料来源：深圳市统计局，信达证券研发中心。注：将购买新房、二手房、其他住房，以及非租赁类房屋来源作为自有住房。

**图表 101：居住在公共住房中的家庭占比较低**


资料来源：深圳市统计局，信达证券研发中心

**图表 102：重点城市中深圳市住房自有率偏低**


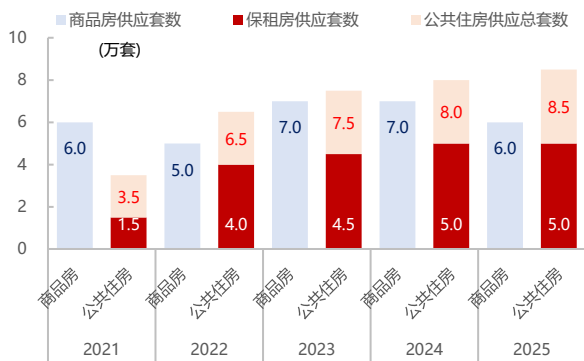
资料来源：贝壳深圳站，信达证券研发中心

**图表 103：一线城市中深圳住房自有率最低**


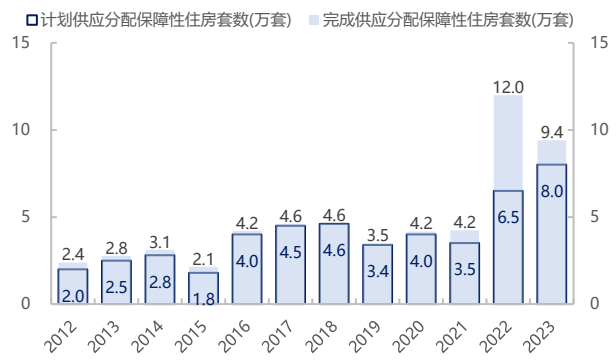
资料来源：北京市统计局、上海市统计局、广州市统计局、深圳市统计局，信达证券研发中心。注：截至 2020 年七普数据

2016 年，深圳市委会同市住建局赴北京、上海等地学习考察后，着手组建了深圳市人才安居集团，集团性质为国有独资有限责任公司，明确将之对标新加坡建屋发展局。同时根据人才安居集团的性质、定位和职责，由市国资委设立一套有别于一般国有企业的绩效考核体系，确保其公益性。

**2022 年后深圳保障房供应套数超过商品房，政府供应占比有望提升。**2018 年，深圳提出商品房/人才住房/安居房/公共租赁住房供应总量占比 40%/20%/20%/20% 的目标，其中明确保障性住房占比总计达到 60%。2020 年 8 月深圳住建局局长张学凡也提出，深圳将向新加坡学习，“将来深圳市 60% 市民住在政府提供的租赁或出售的住房中”。根据深圳市住房发展十四五规划，2022-25 年深圳市保障房计划供应量均超过商品房，2025 年商品房/公共住房供应套数占比接近 40%/60%。根据 2020 年“七普”数据，租赁政府提供住房的家庭占比仅 7%，购买政府出售住房的家庭占比也仅有 10%，未来两指标有望稳步提升。

**图表 104: 深圳十四五规划中保障房计划供应量逐年提升**


资料来源: 深圳市人民政府、深圳市住建局、深圳市发改委, 信达证券研发中心

**图表 105: 2016-22 年深圳历年保障房计划均超额完成**


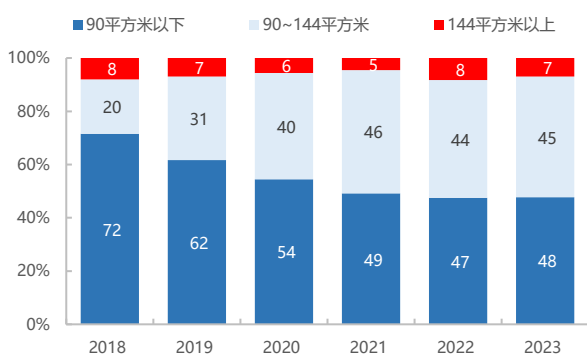
资料来源: 深圳市住建局, 深圳发布、深圳特区报, 信达证券研发中心

保障房供应放量短期内或对房价构成一定压力, 但长期来看房价有望保持稳定。2021 年深圳市保障房供应增加的区域, 当年二手商品住宅均价倾向于下降。政策方面, 此前深圳市保障房并未严格实行封闭流转, 共有产权房等类型的保障房可在居住 5-10 年后出售。9 月召开的规划建设保障性住房工作部署电视电话会议和近期住建部接受新华社采访内容, 均提到未来保障房要实施严格封闭管理, 不得上市交易。我们认为, 保障房限售政策趋严, “双轨制” 市场保持相对独立, 有助于缓解保障房供应对商品房价格的影响。同时, 保障房在中长期替代部分刚需类商品房, 未来商品房整体供应可能减量, 市场价格有望保持稳定。

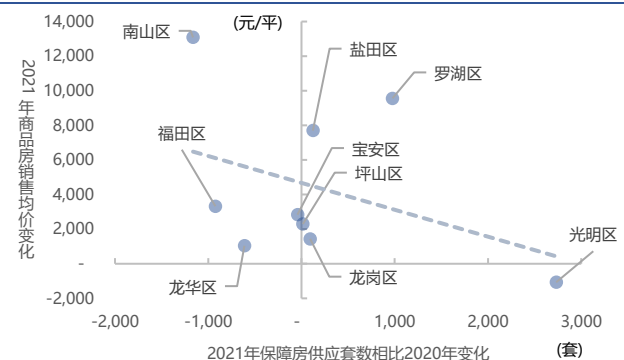
**图表 106: 深圳 2018 年后商品房与保障房计划供应比例**

住房类型	供应比例	供应形式	供应对象	面积标准	价格
市场商品住房	40%左右	可租可售	符合条件的各类居民	中小户型为主	继续实施宏观调控
政策性支持住房	人才住房	20%	符合条件的各类人才	建筑面积小于 90 平方米为主	租售价格为市价 60%左右
	安居型商品房	20%	符合收入财产限额标准等条件的户籍居民	建筑面积小于 70 平方米为主	租售价格为市价 50%左右
公共租赁住房	20%	只租不售	符合条件的户籍中低收入居民、为社会提供基本公共服务的相关行业人员、先进制造业职工等群体	建筑面积 30-60 平方米为主	租金为市场租金 30%左右; 特困人员、低保及低保边缘家庭租金为公共租赁住房租金 10%

资料来源: 深圳市人民政府, 信达证券研发中心

**图表 107: 2021 年深圳新房大户型商品房成交套数占比提升**


资料来源: 深圳市政府数据开放平台, 信达证券研发中心

**图表 108: 2021 年保障房供应增加伴随住宅均价下降**


资料来源: 深圳市住建局, 信达证券研发中心。注: 房价与保障房供应可能存在相互影响, 这里仅表示相关关系



## 5 展望 2024 年：销售量稳价增，投资或触底回升

### 5.1 2024 年商品房销售展望

2023 年销售增速方面，参考 2023 年四季度中 10-11 月数据情况，假设 12 月单月同比持续和此前持平，我们预计 2023 年全年商品房销售面积全年下降约 8.3%。2024 年销售增速方面，我们认为，在 2023 年下半年托底政策的发力刺激下，2024 年年初房地产市场规模依然能够保持增长。但随着政策效果钝化，销售可能逐步趋弱。下半年考虑到全球经济衰退的潜在影响，国内出口和制造业投资压力或加大，地产销售恢复速度可能放缓。因此，我们预计 2024 年全年销售或将呈现“前高后低”特征。

具体增速方面，我们考虑两种测算思路。第一，根据房地产新开工面积长期中枢 = 总城镇人口 × 稳态人均新开工面积。根据海外经验，城镇化率增速放缓后，人均新开工面积有望稳定在 1-1.4 平方米/人。未来总人口不发生较大变动的情况下，预计我国城镇化率达到 70% 后，城镇人口高增时期或接近尾声，在此常态情况下，我国城镇人口规模有望保持在约 10 亿人水平，因此年新开工与销售面积有望保持在 10-14 亿平。

第二，根据新增市场需求 = 刚性需求 + 改善需求 + 更新需求。刚需方面，我们假设 2024 年后新增城镇人口保持在 2022 年水平不变（646 万/年），城镇人均建筑面积保持在 2020 年“七普”数据城市家庭人均居住面积（36.52 平/人），则年新增刚需 2.36 亿平。改善方面，假设城镇人口下限在 10 亿人左右，同时假设人均住房建面每年增长面积接近 2019-2021 年年均水平，保持在 0.58 平/人，则年新增改善需求 5.80 亿平。则每年合计的刚性与改善需求约 8.16 亿平。更新方面，我们根据六普和七普数据中不同房龄住房面积变化情况分组测算拆除率，假设未来不同房龄住房拆除率保持在这一水平，预计 2020-30 年每年拆迁更新需求 1.30 亿平。假设拆迁实物化安置/货币化安置占比均为 50%（2016 年棚改货币化安置水平），则商品房市场需求中枢有望保持在 8.81 亿平以上。

我们预计未来我国商品房销售中枢有望保持在 9-14 亿平左右规模。预计 2024 年商品房销售面积 11.43 亿平，同比增长 1.9%；销售金额 12.15 万亿元，同比提升 3.4%。

图表 109：商品房销售额测算

	累计销售面积 (万平)	同比增速	当季销售面积 (万平)	当季同比增速
2023-03	29945.74	-1.8%	29945.74	-1.8%
2023-06	59514.72	-5.3%	29568.98	-8.6%
2023-09	84805.71	-7.5%	25290.99	-12.3%
2023-12	112153.38	-8.3%	27347.67	-10.5%
2024-03	30394.93	1.5%	30394.93	1.5%
2024-06	60850.98	2.2%	30456.05	3.0%
2024-09	86521.33	2.0%	25670.35	1.5%
2024-12	114279.22	1.9%	27757.89	1.5%

	销售面积占比 (%)	销售面积 (万平)	销售均价涨幅 (%)	2022 年均价 (元/平)	2023 年均价 (元/平)	销售金额 (亿元)	销售金额占比
一线城市	7%	7850.74	1.38%	35212.99	35700.34	28027.40	23.8%
二线城市	28%	31402.95	-1.00%	13693.94	13557.00	42572.98	36.2%
三四线城市	65%	72899.70	-2.00%	6567.50	6436.15	46919.36	39.9%
				<b>销售金额测算结果</b>	总计	117519.59	
					同比增速	-6.2%	

	销售面积占比 (%)	销售面积 (万平)	销售均价涨幅 (%)	2023 年均价 (元/平)	2024 年均价 (元/平)	销售金额 (亿元)	销售金额占比
一线城市	7%	7999.55	3.00%	35700.34	36771.35	29415.41	25.0%
二线城市	30%	34283.77	0.00%	13557.00	13557.00	46478.51	39.5%
三四线城市	63%	71995.91	-1.50%	6436.15	6339.61	45642.60	38.8%
				<b>销售金额测算结果</b>	总计	121536.52	
					同比增速	3.4%	

资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

## 5.2 2024 年商品房投资展望

预计 2024 年房地产开发投资同比下降 9.5%。房地产开发投资分为施工投资和土地投资，其中施工投资 = 施工面积 × 单位面积施工投资，2024 年施工面积 = 2024 年新开工面积 + 2024 年承接上年施工面积 - 2024 年净停工面积。新开工方面，2023 年 1-11 月全国新开工面积累计同比下降 21.2%。由于 2022-23 年开发商频繁出险，大量房企信用受损，能够进行新开工投资的主体减少。对于有持续开发能力的主体，2023 年拿地面积继续下降，可能限制 2024 年的新开工规模。2023 年 1-11 月 100 大中城住宅类用地成交面积 29130 万平方米，同比下滑 30.4%。我们预计 2024 年新开工可能仍然下行，假设 2024 年新开工面积同比下降 15.0%。2022-23 年房企资金端压力有所上升，净停工面积占施工面积比例在 9-10% 左右，我们假设 2024 年净停工面积占施工面积的比例为 12%，可推算 2024 年施工面积同比下降 11.4%。假设 2024 年施工单位投资强度同比持平，则整体施工投资下降 11.4%。土地投资方面，2021-23 年土地购置费同比增速持续负增，我们假设 2024 年土地投资增速下降 5.0%。根据以上测算加总，预计 2024 年房地产开发投资同比下降 9.5%。

图表 110: 房地产开发投资同比跌幅有望收窄

年份	新开工面积 (万平)	同比增速 (%)	施工面积 (万平)	同比增速 (%)	单位施工面 积投资同比 增速(%)	施工投资 (亿元)	同比增速 (%)	土地购置费 (亿元)	同比增速 (%)	房地产开发 投资(亿 元)	同比增速 (%)
2009	116422		283266		15.0%	30218		6024		36242	
2010	163647	40.6%	405356	43.1%	-6.1%	38260	26.6%	10000	66.0%	48259	33.2%
2011	191237	16.9%	506775	25.0%	7.7%	50384	31.7%	11413	14.1%	61797	28.1%
2012	177334	-7.3%	573418	13.2%	3.5%	59704	18.5%	12100	6.0%	71804	16.2%
2013	201208	13.5%	665572	16.1%	5.8%	72512	21.5%	13502	11.6%	86013	19.8%
2014	179592	-10.7%	726482	9.2%	1.0%	77577	7.0%	17459	29.3%	95036	10.5%
2015	154454	-14.0%	735693	1.3%	-0.5%	78303	0.9%	17675	1.2%	95979	1.0%
2016	166928	8.1%	758975	3.2%	4.1%	83802	7.0%	18779	6.2%	102581	6.9%
2017	178654	7.0%	781484	3.0%	0.1%	86629	3.4%	23169	23.4%	109799	7.0%
2018	209537	17.3%	822300	5.2%	-8.1%	83877	-3.2%	36387	57.0%	120264	9.5%
2019	227154	8.4%	893821	8.7%	-0.7%	90519	7.9%	41675	14.5%	132194	9.9%
2020	224433	-1.2%	926759	3.7%	2.8%	96991	7.2%	44452	6.7%	141443	7.0%
2021	198895	-11.4%	975387	5.2%	1.8%	104097	7.3%	43505	-2.1%	147602	4.4%
2022	120587	-39.4%	904999	-7.2%	-4.0%	91865	-11.8%	41030	-5.7%	132895	-10.0%
2023E	96470	-20.0%	835842	-7.6%	-2.0%	83148	-9.5%	36927	-10.0%	120081	-9.6%
2024E	81999	-15.0%	740386	-11.4%	0.0%	73653	-11.4%	35081	-5.0%	108681	-9.5%

资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

风险因素：1) 政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。

2) 市场风险：房地产市场销售情况恢复程度不及预期，行业资金压力缓解不及预期。

## 研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。