

## 宏观点评 20240429

# 地产收储的预期和现实

2024年04月29日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《再通胀：地方“春江水暖”的价格信号》

2024-04-28

《“再通胀”还是“再滞胀”？》

2024-04-27

■ **政府花钱几乎是地产出清过程中绕不开的话题。**近期，市场对于政府成立统一平台、在全国范围内进行地产收储的政策讨论不断升温。我们在之前的报告中也提及，在调控地产结构性供需失衡的过程中，要较为“无痛”地解决出清问题，**政府花真金白银、补足缺失的需求、降低库存是关键的一环。**政策的必要性无需多言，关键是何时、以什么方式、多大规模来采取措施。

1990s 日本地产泡沫破裂后，政府的公营住宅计划逐步减少新建，增加租借和买入民间住宅的体量；2008 年金融危机期间，面对地产崩盘，美国财政部通过直接出资近 2000 亿美元支持“两房”的措施，托底房贷市场、稳定住房需求。年初以来国内的“项目白名单”制度已经迈出第一步（降低库存），而地方的种种迹象已经表明政府收储将是“呼之欲出”的更进一步，我们认为在化债的背景下，**由中央政府注资成立全国性的统一平台是理想的模式，但是从出资的规模、可盈利性以及央地协调的角度，这一模式的现实门槛并不低。**

■ **住房“收储”，近期地方政策已“有迹可循”。**自 4 月初郑州打响住房以旧换新政策落实“第一枪”以来，多城地产商贷、限购宽松进入政策密集期，“收储”的线索与轮廓也逐渐“浮出水面”：一是收购的存量房可能用于保障房项目，达到政策组合联动效果；二是推进“以旧换新”离不开按揭利率、限购解绑解决堵点，后续可能会看到更多核心二线城市甚至一线城市加入宽松行列。值得注意的是，郑州“试点”后，副总理快速在当地开展调研，且一线城市中深圳也首个响应，可能意味着住房“以旧换新”已按下加速键，不排除节后推广在更多城市的可能。

■ **海外经验“启示录”：美国政府的“花钱”始于特殊的经济背景。**美国政府并没有专门的收购存量地产的机制。然而在特定背景下，政府或政府支持的机构通过抵押抵债、住房援助计划、城市更新项目或私有部门投资进行收购或处理存量地产，以应对房地产市场面临的挑战。

■ **尤其值得关注的是 2008 年，在美联储连续“暴力”加息后，美国房地产泡沫被刺破，美国两大房地产抵押贷款巨头房利美和房地美(以下简称两房)面临巨额亏损 700 余亿美元，最终不得不接受政府注资并被接管。**

**稳定房贷市场来稳定地产需求。**美国财政部通过购买两房公司的债务、注资等方式来帮助应对资产负债问题和保持流动性，其援助资金近 2000 亿美元。不过作为协议的一部分，**两房必须向财政部支付 10% 的利息。**金融危机后的 10 周年，两房共向财政部缴纳了 2797 亿美元，不仅已还清当初财政部的救援资金，还让财政部利润超 800 亿美元。

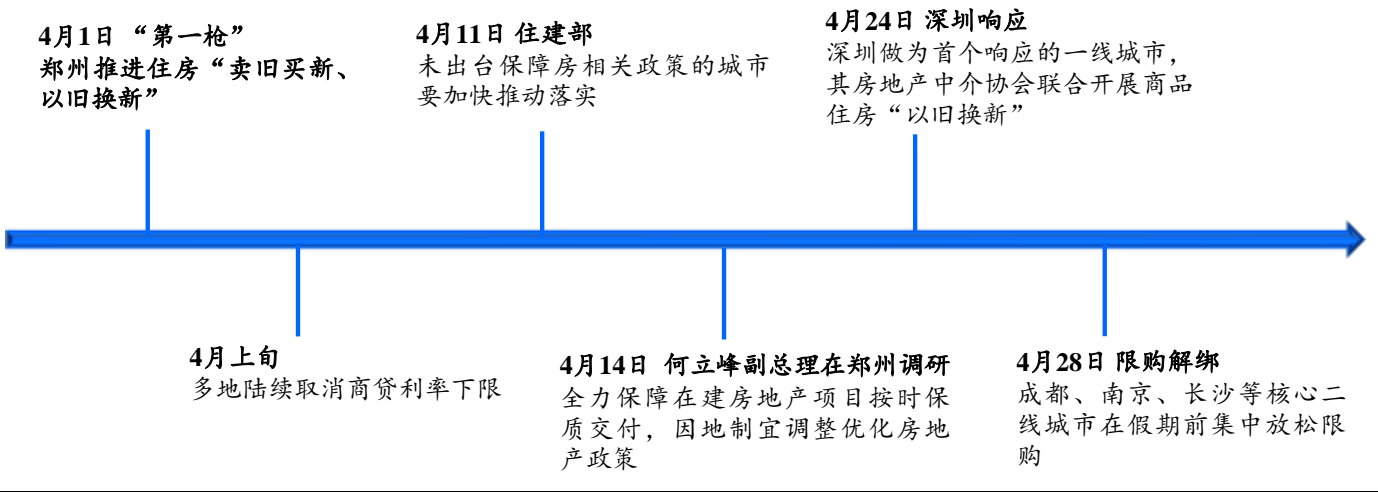
■ **日本则采用“公营住宅”的模式来收购存量住房。**“公营住宅”起源于上世纪 50 年代，是指国家通过与地方政府进行合作，筹集满足基本生活需求的住宅，并将其以降低的租金出租给中低收入所得者，用于解决住房供应不足的问题。本质上，日本的“公营住宅”模式与我国的保租房制度相类似。

■ **“公营住宅”制度有效解决了日本城市化发展过程中的住房短缺问题。**自 1951 年成立以来，随着经济的高速增长以及劳动力向都市圈的大量迁移，“公营住宅”建设规模急剧上升，到 1970 年代达到峰值，后续规模逐步退坡。

■ **“公营住宅”筹集方式从新建向租赁和购买的转变可为当前我国地产去库存提供借鉴。**“公营住宅”的建设最初以新建为主，但随着住宅库存的不断累积，以及日本泡沫破裂，房地产和经济受到巨大影响，新建住宅户数开始大幅减少。因此 1996 年后公营住宅法被大幅修改，引入了通过“租借和买入民间住宅”这一方式转租给低收入者，一定程度上有利于刺激经济和房地产去库存。

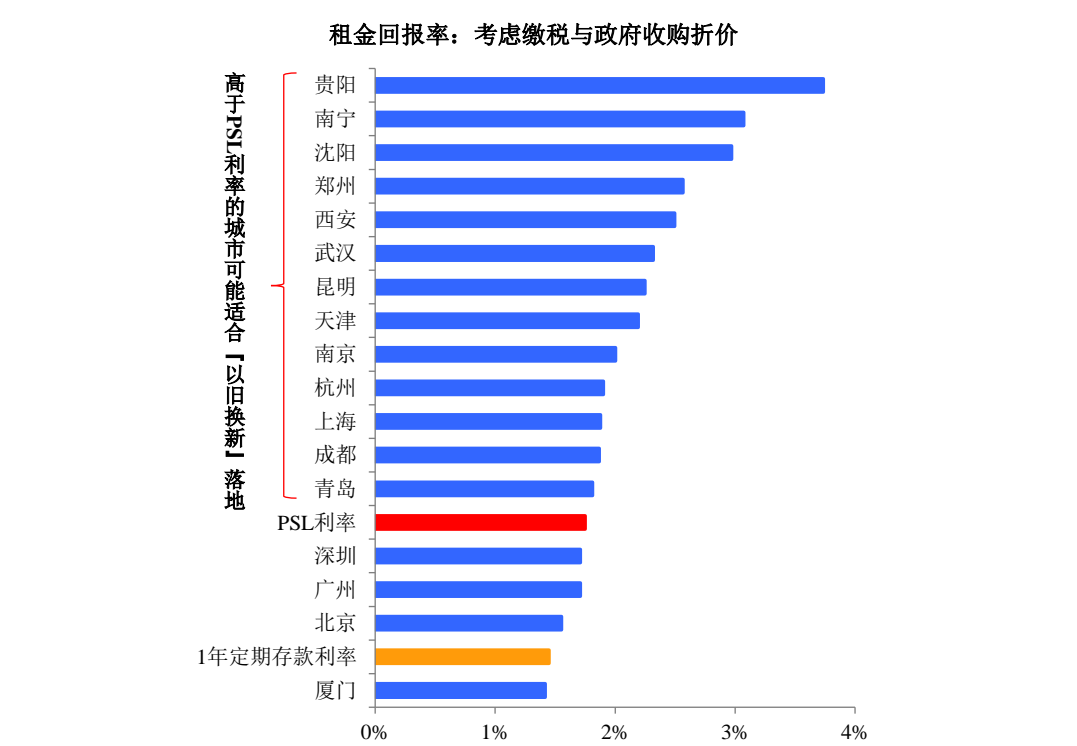
- 反观国内，政府收储面临的三大现实问题是钱从哪来，要多少钱以及是否可持续（可盈利）。
- 钱从哪来？中央财政可能是终极答案。以郑州模式为例，通过政府平台收购二手房、撬动新房的模式确实颇具新意，但是在地方化债的大背景下，从哪获得收购二手房的“启动资金”是急需解答的现实问题——从银行或者央行获得资金可能都意味着地方政府要被迫加杠杆；同时考虑到央地之间“因城”协调的复杂性，可能由中央政府成立统一的平台是比较快捷和现实的选项。不过需要注意的是，来自钱的压力可能有点大，我们预计此次收储的资金规模在 7 万亿元左右。
- 政府收储，可能并不适用所有城市。从政府角度来看，这项住房“投资”的最基准情景是收益大于成本：收益可以简单地用各城的租金回报率代表，而成本则在 PSL 利率水平附近。从 2023 年末数据可看出，考虑缴税以及政府从市场收购房屋的折价后，大部分一线城市、部分核心二线城市的租金回报率相较 PSL 利率并不具有吸引力，**而包括郑州、昆明、贵阳在内的非头部二线城市相较 PSL 利率“性价比”更高，可能会是接下来“以旧换新”可行域。**
- 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 4月地方政策落地反映出住房“以旧换新”的线索



数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图2: 各地租金回报率：哪些相较PSL利率更具“性价比”



注：2023 年末数据， 所得税率取 10%， 政府收购折价取 80%

数据来源：Wind， 东吴证券研究所

## 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>