

# 宏观报告

证券研究报告

2024年05月12日

## 收储存量房是否可行？

如果由政府通过城投收购存量住房，理论上可以降低库存水平，缓解房地产市场下行压力，并可以更改用途为保障性住房，实现三大工程的部分目标。

但根据我们测算，政策通过收储压缩住房去化周期至平稳状态，大约需要约 7 万亿元的资金（在空置二手房中仅有 25% 为有效供给的乐观假设下）。这些资金大概率只能通过继续举债获得，即收储会直接提升地方政府或城投平台的资产负债率，同时可能还会降低地方政府或城投平台的资金周转率、导致地方政府或城投平台的资产收益率进一步下降。

所以，我们认为地产收储是一件低胜率、高赔率事件。此类事件一旦发生，右侧的空间可能较大，因此更适合在右侧进行交易，而不是提前在左侧博弈。我们认为，对拐点的判断可能至少需要先看到中央政府释放将直接参与地产收储的明确信号。

**风险提示：**测算涉及主观假设，或存在偏差；地产调控政策存在超预期的可能性；居民对房价的预期或改变二手房库存水平，可能导致测算结果出现偏差。

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

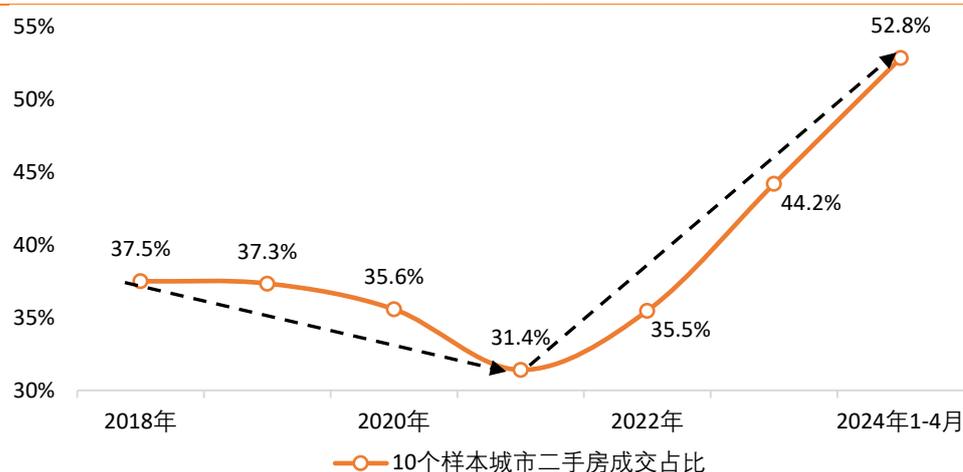
### 相关报告

- 《宏观报告：依然是强调配合——一季度货政报告解读》2024-05-11
- 《宏观报告：宏观-全球电动汽车产业正在倒退吗？》2024-05-09
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年5月第1周》2024-05-09

自从 4 月 30 日中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产”以后，市场对通过“政府收储存量房产以缓解市场压力”赋予了一定程度的期待。

当前房地产市场的压力是长期供求关系的转变，核心矛盾是估值偏贵、预期偏弱、库存偏高（详见报告《趋势延续——2024 年房地产市场展望》，2024.1.13）。在长期预期发生变化的情况下，二手房成为了房屋交易市场的主要增量供给。2023 年以来，二手房成交占比持续提升，10 个样本城市（北京、深圳、南京、杭州、成都、南宁、青岛、苏州、扬州、佛山）的二手房成交占比已经从 2021 年的低点快速提升了 20 个百分点。今年 1-4 月，已经有超过一半的房屋交易是二手房。

图 1: 10 个样本城市二手房成交占比持续提升 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

根据第七次人口普查数据，2020 年末我国存量住房面积约为 295 亿平方米，再加上 2021、2022 年 8.6、10.0 亿平方米的商品住宅竣工面积，截至 2022 年末我国存量住房面积约为 313 亿平方米。同时，假设 2022 年我国住房空置率约为 15%（根据住建部原副部长仇保兴在 2022 中国城市高质量发展智库论坛的讲话<sup>1</sup>），我们估计截止 2022 年底时的空置二手房面积约有 47 亿平方米。

考虑到近年来在二手房成交占比快速提升的过程中，新增需求可能也在消化空置的存量住房。假设二手房成交占比额外提升的部分均来自于对空置二手房的消化，截至 2024 年

<sup>1</sup> <http://m.fangchan.com/news/7/2022-07-01/6948483504766521629.html>

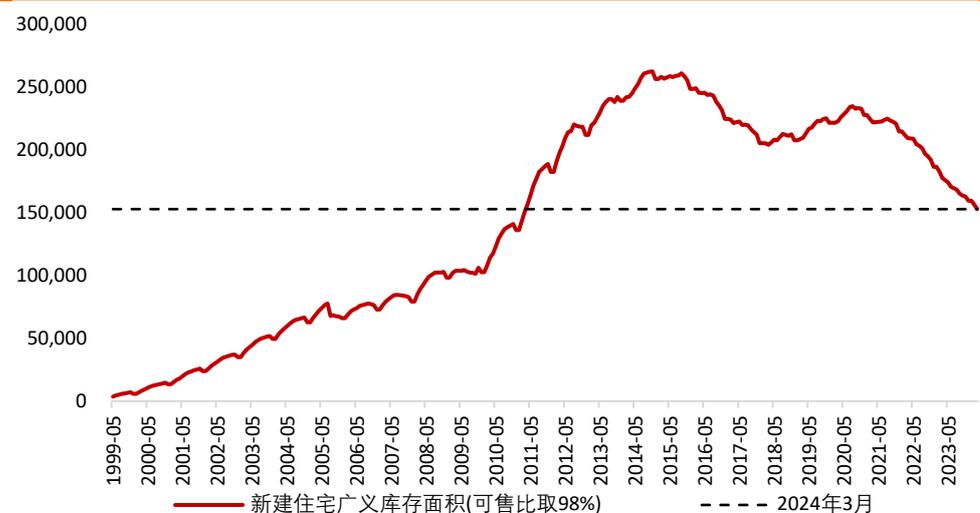
3 月的空置二手房面积约有 44 亿平方米。

如果由政府通过城投收购存量住房，理论上可以降低库存水平，缓解房地产市场的下行压力，并可以更改用途为保障性住房，实现三大工程的部分目标。

但是，政策要通过收储来发挥稳定市场的作用，需要大幅去库存，压降住宅去化周期至 18 个月以内。根据自然资源部 4 月 29 日发布的《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》要求，商品住宅去化周期超过 36 个月的城市需要暂停新增商品住宅供应，18（不含）-36 个月之间的需要“盘活多少、供应多少”。由此可以认为，18 个月的去化周期大致是住房供需基本平衡的状态。

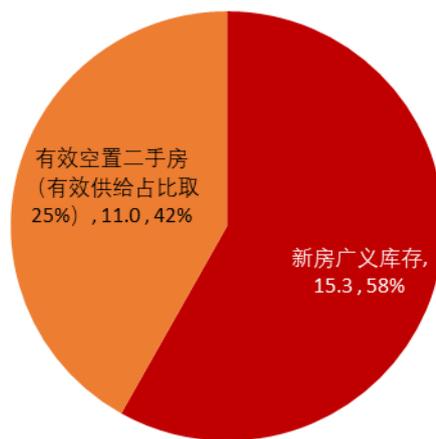
而目前的房地产库存，即使不考虑房企手中的待开发土地面积，只考虑新房广义库存（即房企已开工、未销售的住宅）和空置二手房，也有 26.3 亿平方米，对应的去化周期约为 25.4 个月。其中，截至 2024 年 3 月，新房广义库存约为 15.3 亿平方米（假设可售比为 98%）；有效空置二手房的面积约为 11 亿平方米（在空置二手房中仅有 25% 为有效供给的乐观假设下）。

图 2：截至 2024 年 3 月，新房广义库存约为 15.3 亿平方米（单位：万平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：截至 2024 年 3 月，若空置住房中有效供给占 25%，广义住房库存的构成（单位：亿平方米）



■ 新房广义库存 ■ 有效空置二手房 (有效供给占比取25%)

资料来源: Wind, 天风证券研究所

如果要把住房去化周期压降到 18 个月以内,则需要净压缩 7.4 个月的去化周期,对应需要消化 7.7 亿平方米库存,约占广义住房库存(在空置二手房中仅有 25%为有效供给的乐观假设下)的 29%。

2024 年一季度,全国新建商品住宅销售面积约为 1.89 亿平方米,销售额约为 1.85 万亿元,对应均价约为 9779 元/平方米。根据中指研究院数据,2024 年 3 月百城二手房均价大约为百城新房均价的 92.5%,假设全国二手房均价与新房均价的比例关系与百城持平,则 2024 年一季度全国二手房均价约为 9046 元/平方米。据此测算,政策通过收储将住房去化周期压缩至 18 个月以内,大约需要约 7 万亿元的资金(在空置二手房中仅有 25%为有效供给的乐观假设下)。这些资金大概率只能通过继续举债获得,即收储会直接提升地方政府或城投平台的资产负债率。

表 1: 不同有效空置二手房供给占比假设下的去化周期及待收储规模测算

假设: 空置二手房中有效供给占比 (%)	100%	75%	50%	25%
广义住房库存面积 (2024 年 3 月) (亿平方米)	56.7	46.3	36.0	26.3
2024 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	12.5	12.5	12.5	12.5
2025 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	12.1	12.1	12.1	12.1
2026 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	11.7	11.7	11.7	11.7
2027 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	11.3	11.3	11.3	11.3
2028 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	10.9	10.9	10.9	10.9
2029 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	10.6	10.6	10.6	10.6
2030 年潜在住房需求 (含二手) (亿平方米)	10.5	10.5	10.5	10.5

去化周期（月）	56.1	45.4	35.0	25.4
去化周期压缩至 18 个月需要消化的库存（亿平方米）	38.5	28.0	17.5	7.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

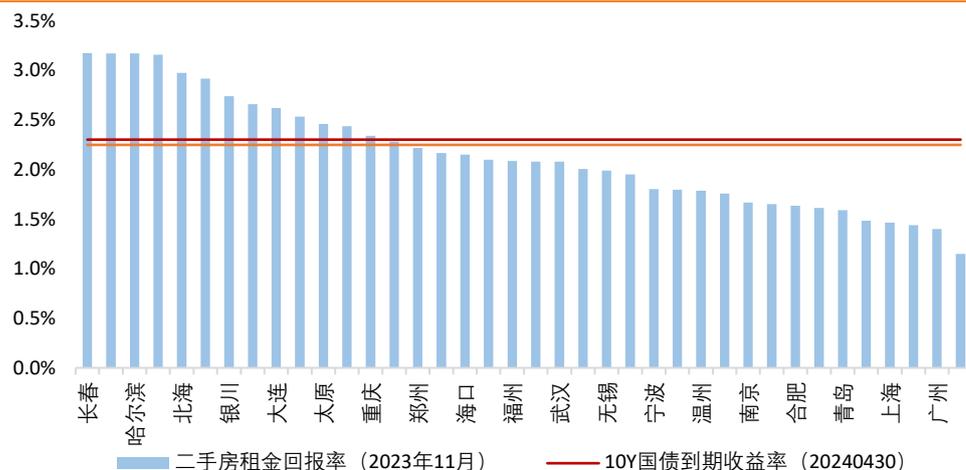
今年中央财政赤字安排 3.34 万亿元，地方财政赤字安排 7200 亿元，超长期特别国债 1 万亿元，地方政府新增专项债 3.9 万亿元，广义的财政赤字规模为 8.96 万亿元。**也就是说，政府收储所需资金相当于政府一年举债规模的 78%，约等于 PSL 余额峰值（3.6 万亿）的 1.9 倍。**

**需要注意的是，政府收储如果要起到缓解地产压力的作用，就要消灭冗余库存，这就意味着，政府不仅需要将多余的住房进行回收，而且不能在短期内向市场释放，因为无论是哪一种类型的保障性住房，都是另一种形式的住房供给，无法起到收敛供需缺口的作用。因此，政府收储可以有效缓解地产压力的前提之一是政府必须承受收储资金阶段性沉淀的压力。即收储可能降低地方政府或城投平台的资金周转率。**

**另外，即便不考虑收储资金沉淀的压力，政府可能还面临着运营亏损的压力。**

如果以稳定房价、缓解地产压力为目的，政府需要以市价或者高于市价的标准进行收储，当前的二手房租金回报率大致就是政府收储作为保障性住房的预期回报。如果以当前 2.25% 的 PSL 利率或者 2.3% 的 10 年期国债收益率作为政府的融资成本，截至 2023 年 11 月，38 个样本城市中，仅有 14 个城市的二手房租金回报率高于政府融资成本，其中最高的长春、长沙、哈尔滨，也仅比政府融资成本高约 90 个 bp。再考虑到运营、维护等成本以后，政府在大多数城市中收购存量住房用于保障性住房可能会亏损。**即收储可能导致地方政府或城投平台的资产收益率进一步下降。**

图 4：大多数城市二手房租金回报率低于 PSL 及 10 年期国债到期收益率（单位：%）



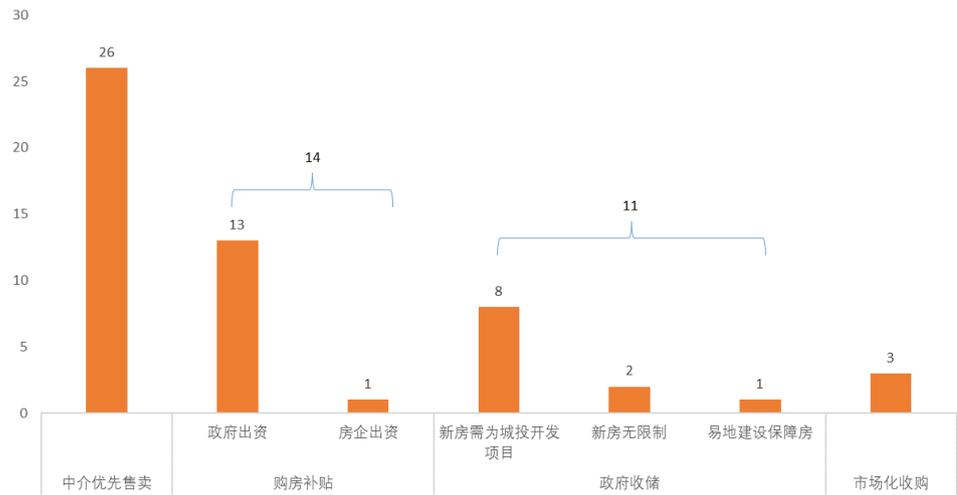
资料来源：Wind，天风证券研究所

在土地财政降温、化债持续推进的情况下，地方政府缺少大规模举债、出资的空间，目前也没有看到中央政府要参与地产收储的迹象。客观来讲，尽管政府对存量住房进行收储确实有望从根源上缓解地产的下行压力，但是从地产调控思路的转变到取得实质性效果之间，仍然有较长的路要走，至少需要中央政府大规模举债并承担可能出现的损失。

**所以，我们认为地产收储是一件低胜率、高赔率事件。**此类事件一旦发生，右侧的空间可能较大，因此更适合在右侧进行交易，而不是提前在左侧博弈。我们认为，对拐点的判断可能至少需要先看到中央政府释放将直接参与地产收储的明确信号。

根据我们的不完全统计，截至 2024 年 5 月 10 日，全国约有 54 个城市推出了住房“以旧换新”的政策。其中，只有 11 个为地方政府（或地方城投）收储的模式，并且有 8 个城市的“换新”房源限于当地城投开发的项目，相当于变相降价帮助城投房企去库存，仅有河南省郑州市和江苏省海安市未对新房房源设限。从各地披露的方案来看，郑州是目前披露收储规模最大的城市，计划在 2024 年收购 5000 套旧房，但也仅相当于郑州 2023 年新房成交套数的 3.3%，对于房地产市场的边际影响较小。

图 5：截至 2024 年 5 月 10 日，各地住房“以旧换新”政策具体类型（单位：个）



资料来源：各地政府网站或官方公众号等，天风证券研究所

注：数据为截至 2024 年 5 月 10 日的不完全统计

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com