



宏观研究

【粤开宏观】新一轮房地产去库存：背景、政策、难点与展望

2024年05月20日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】超长期特别国债：中国现状、国际比较与意义》2024-05-19

《【粤开宏观】如何理解4月宏观数据的分化与“预期差”》2024-05-17

《【粤开宏观】城投公司转型的可能方向与风险—城投转型系列之三》2024-05-14

《【粤开宏观】城投老总的困惑：城投观察与调研实录》2024-05-09

《【粤开宏观】城投公司转型的实质与前提》2024-05-06

摘要

5月17日，四部委出台房地产重磅新政：一是降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率；二是央行提供3000亿元再贷款，支持地方政府收购部分存量商品房用作保障性住房；三是融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷，满足在建项目合理融资需求；四是支持地方政府以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，帮助企业解困；五是摸清底数、分类处置、司法支持、建立长效机制，打好保交房攻坚战。

新政是对430政治局会议“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”重要指示的贯彻落实，标志着新一轮房地产去库存的开启。

为防范化解地方政府债务风险，新政以金融支持为主，在地方政府收购存量商品房和闲置土地时，均特别强调不能增加地方政府隐性债务。

一、本轮房地产去库存面临更大压力

- 1) 商品住宅去化周期更长，2024年一季度长达23个月；
- 2) 房地产销售、投资降幅更大，1-4月商品房销售面积和销售额同比分别下降20.2%和28.3%，房地产投资同比下降9.8%；
- 3) 房价低迷时间更长，截至2024年4月已连续25个月负增长；
- 4) 房企债务和期房烂尾风险冲击居民购房信心，现房销售显著好于期房；
- 5) 房地产供需关系发生重大变化，新房销售峰值已过。

二、近期房地产支持政策的逻辑梳理：保供给、促需求、稳房价

近期中央和地方推出的一系列举措，都是为了实现保供给、促需求和稳房价的目标。其中，拉动需求、稳定房价并扭转房价下行预期是关键；保供给在某种意义上也是促需求，因为只有烂尾楼的风险解除了，居民才敢解除对购买新房期房的忧虑。

其一，政策的第一个着力点是扩大购房需求，这是房地产去库存的关键，既包括促进居民需求，也包括政府、国企部门直接出手。1) 降低居民购房门槛和成本，刺激居民的新增需求；2) 政府向房企收购待售商品房，用作保障性住房，是对常规新增需求的重要补充；3) 各地推出多种住房“以旧换新”政策，加快旧房流转，激活居民置换需求；4) 政府对城中村改造、棚户区改造等实行货币化安置，也会产生置换需求。

其二，政策的第二个着力点是供给端做好“保交房”工作，打消居民疑虑，提振购房信心。例如打好商品住房项目保交房攻坚战、进一步发挥城市房地



产融资协调机制作用、妥善处置盘活存量土地等。

三、“政府收储”去库存的效果会如何？有哪些难点？

1) 方式上，预计政府收储将以存量新房为主，二手房规模较小；收购的商品房将以小户型为主；不宜大规模铺开，将集中于高库存且保障性住房缺口较大的城市和区域。

2) 存在三个政策难点：一是**成本收益不匹配导致项目推进有一定难度**，部分城市的租金回报率偏低，租金可能无法覆盖利息支出及运营维护成本；二是**保障性住房需求与商品房库存之间的错位**，保障性住房缺口较大的是一二线城市，而商品房去库存紧迫性较高的是三四线城市；三是**地方财政面临较大压力**，虽然当前政策要求地方政府量力而行，不增加隐性债务，但无论是维持项目收支平衡，还是三四线城市去库存，大概率还是需要地方财政提供支持。

3) 5000 亿元的收储规模大幅低于市场预估规模，但具有合理性：一是政策启动初期，5000 亿元的收储规模相对充裕；二是若政府收储顺利快速推进，政策额度可以追加；三是政府收储具有带动效应，供需失衡改善的效果或不止 5000 亿元。

4) 预计效果：一是加快存量商品房去库存，改善房地产市场供需失衡问题；二是加快保障性住房供给，更好满足工薪收入群体的住房需求；三是助力保交楼和“白名单”机制，加快房企回笼资金。然而，受制于前面提到的三个政策难点，本轮政府收储去库存的效果大概率不如上一轮棚改货币化那样显著，但相应地，也不太会引发房地产过热和房价大涨的副作用。

四、未来还要继续采取哪些措施进一步支持房地产市场稳定？

1) 限购方面，一线城市有必要进一步放松，例如放开郊区限购、全市范围内增加购房指标等；

2) 房贷方面，各地在“因城施策”的基础上，及时调整首付比例和房贷利率，提振居民购房意愿和信心，避免挤牙膏式政策引发居民观望情绪；

3) 政府收储方面，加大中央财政对地方的支持力度，缓解地方财政压力，推进收储工作顺利进行；

4) 供给方面，出让优质地块、取消不合理的规划限制、将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。

风险提示：房地产市场低迷超预期、稳地产政策超预期



目 录

一、本轮房地产去库存面临更大压力.....	4
二、近期房地产支持政策的逻辑梳理：保供给、促需求、稳房价.....	6
三、“政府收储”去库存的效果会如何？有哪些难点？.....	7
（一）收储方式.....	7
（二）存在三个政策难点.....	8
（三）5000 亿元的收储规模是否足够？.....	9
（四）预计效果.....	10
四、未来还要继续采取哪些措施进一步支持房地产市场稳定？.....	10

图表目录

图表 1： 房地产库存去化周期创新高.....	4
图表 2： 商品房销售持续低迷.....	4
图表 3： 本轮房价同比负增长持续时间更长.....	5
图表 4： 2022 年以来，现房销售显著好于期房.....	5
图表 5： 商品住宅销售面积见顶回落.....	6
图表 6： 扩大购房需求的政策逻辑.....	7
图表 7： 一二线城市租金回报率较低.....	9



一、本轮房地产去库存面临更大压力

第一，商品住宅去化周期更长。受房地产市场持续低迷影响，全国商品住宅去化周期持续攀升，2024年一季度达23个月，超过了上一轮2015年高点21个月。

图表1：房地产库存去化周期创新高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，房地产销售、投资降幅更大。1-4月商品房销售面积和销售额同比分别下降20.2%和28.3%，房地产投资同比下降9.8%。房地产销售低迷加剧房企资金紧张和债务压力，1-4月TOP100房企销售总额同比下降47.9%。

图表2：商品房销售持续低迷

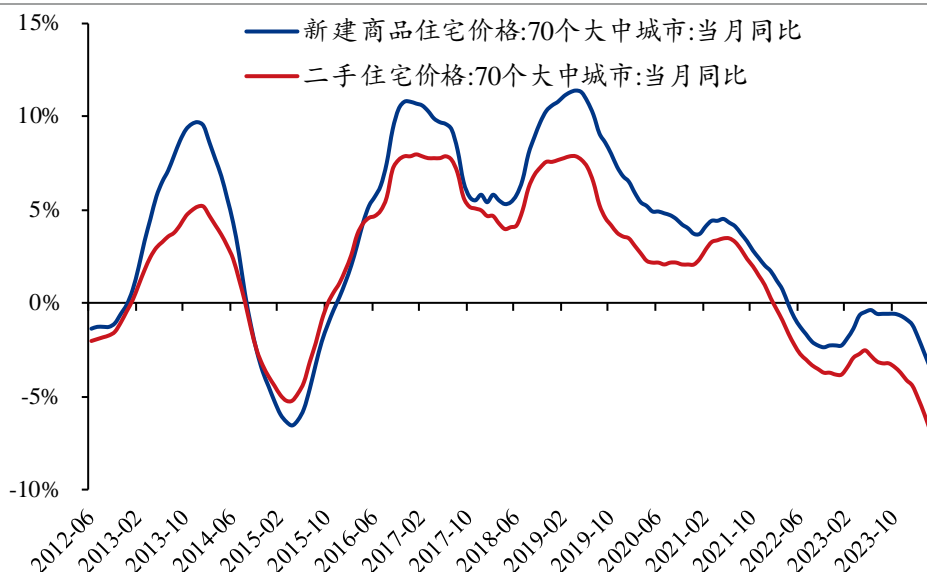


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第三，房价低迷时间更长。上一轮去库存周期中新房房价同比连续 15 个月负增长，而截至 2024 年 4 月，当前已连续 25 个月负增长。房价下行会削弱居民购房意愿和信心，形成“房价下行-居民观望-需求收缩-房价进一步下行”的恶性循环。

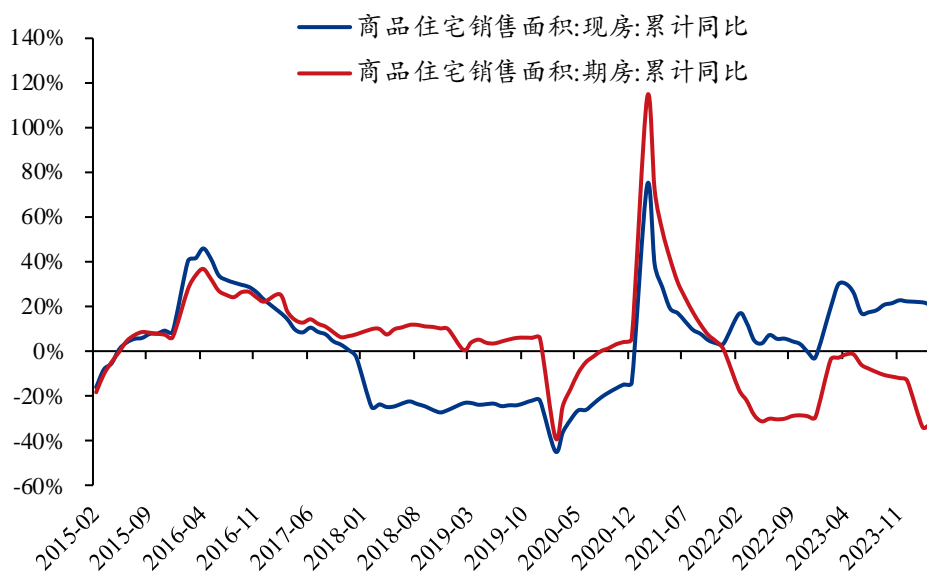
图表3：本轮房价同比负增长持续时间更长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第四，房企债务和期房烂尾风险冲击居民购房信心。上一轮房地产去库存后，大量房企过度加杠杆、无序扩张，引发系列风险事件，严重损伤购房者合法权益，冲击市场信心。期房销售大幅下滑，现房销售显著增长。

图表4：2022 年以来，现房销售显著好于期房



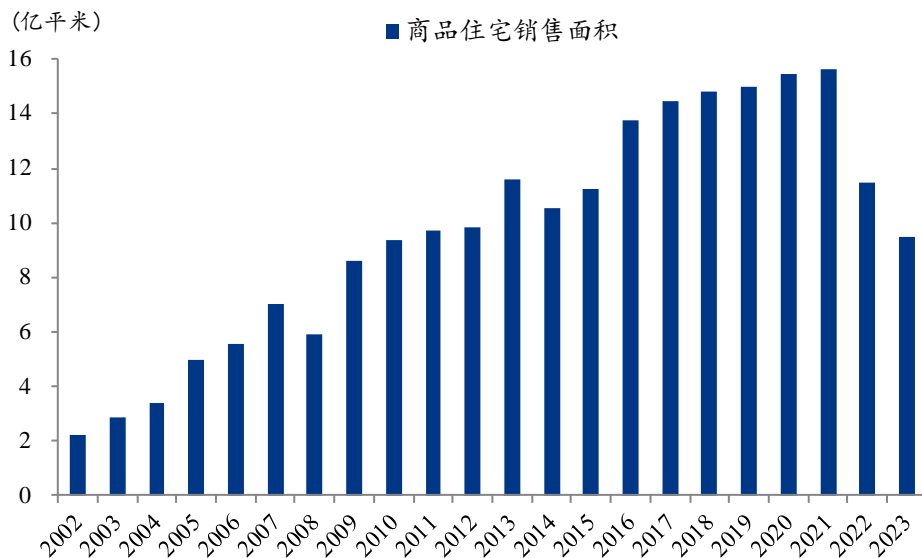
资料来源：Wind、粤开证券研究院

第五，房地产供需关系发生重大变化。2023 年 724 政治局会议明确提出：“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。2015 年我国城镇化率为 57.3%，2023 年升至 66.2%，



2022年全国人口开始下滑，房地产市场已进入新房见顶后的回落阶段。

图表5：商品住宅销售面积见顶回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、近期房地产支持政策的逻辑梳理：保供给、促需求、稳房价

扩大购房需求是房地产去库存的关键。根据是否涉及旧房卖出，购房需求可分为新增需求和置换需求；同时根据购房链条发起方的不同，新增需求和置换需求各自又都可进一步细分为居民主导和政府主导。因此，房地产需求端政策重点围绕这四类需求进行部署和开展。

其一，居民出于居住或投资目的而购置的首套、二套、三套等住房，是新增需求的主要来源。政策的重点是降低居民购房门槛和成本，包括放松限购、降低首付比例和房贷利率、提供购房补贴等。截至目前，除北京、上海、广州、深圳、天津、海南省以外，各地已全面放开限购；5月17日，有关部门宣布，将首套和二套房最低首付比例分别下调至15%和25%，取消全国层面首套和二套房房贷利率下限，下调公积金贷款利率0.25个百分点。

其二，政府向房企收购待售商品房，用作保障性住房，是对常规新增需求的重要补充。政府承担着刺激购房需求和增加保障性住房供给的双重责任，干脆打通供需两端，由政府来消化部分存量商品房，并将之转化为保障性住房。5月17日，国务院副总理何立峰提出：“商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。”央行将设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。

其三，居民刚性购房需求偏弱背景下，“以旧换新”的改善性置换需求受到重视。置换链条中，“认房不认贷”“换新补贴”等政策降低了新房购买端的门槛和成本，但难点和堵点在于旧房能否顺利卖出上。为加快旧房流转，激活置换需求，各地推出了多种住房“以旧换新”政策。一是中介帮卖代售，居民、中介、房企三方合作，出售旧房和锁



定新房房源同步推进，中介优先代售旧房，若未顺利售出，房企同意无条件退房；二是**市场化旧房换购**，先由房企收购居民的二手房，再由居民购买房企的新房；三是**政府回购收储**，国资平台收购居民的二手房，用作保障性住房或重新出售，同时要求居民选购指定范围内的新房。

其四，若对城中村改造、棚户区改造等实行货币化安置，也会产生置换需求，只是将“以旧换新”中当期的二手房供给变为了未来的新房供给。货币化安置中，居民旧房拆迁后，一是政府提供拆迁款或房票，由居民自主购买新房；二是政府向房企集中收购待售商品房，用于拆迁安置。

图表6：扩大购房需求的政策逻辑

购房需求	需求来源	政策措施	
新增需求	居民（首套、二套、三套等）	放松限购、降低首付比例和房贷利率、提供购房补贴等	
	政府（保障性住房）	政府向房企收购待售商品房，用作保障性住房	
置换需求	以旧换新（居民卖出旧房，购买新房）	新房购买端	“认房不认贷”“换新补贴”等
		旧房卖出端	1) 中介帮卖代售 ，居民、中介、房企三方合作，出售旧房和锁定新房房源同步推进，中介优先代售旧房，若未顺利售出，房企同意无条件退房
			2) 市场化旧房换购 ，先由房企收购居民的二手房，再由居民购买房企的新房
货币化安置（城中村改造、棚户区改造等）	1) 政府提供拆迁款或房票，由居民自主购买新房 2) 政府向房企集中收购待售商品房，用于拆迁安置		

资料来源：粤开证券研究院整理

除了需求端发力以外，供给端也要做好“保交房”工作，打消居民疑虑，提振购房信心。5月17日，有关部门宣布：**第一**，打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险。按照市场化、法治化原则，分类处置在建已售未交付的商品住房项目，推动项目建设交付，切实保障购房人合法权益。**第二**，进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。**第三**，妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。

三、“政府收储”去库存的效果会如何？有哪些难点？

（一）收储方式

目前政府收储主要分为两类：

一是收购存量新房，受中央政策支持。按照“政府主导、市场化运作”的思路，由



人民银行提供低成本再贷款资金，激励 21 家全国性银行机构按照市场化原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作保障性住房。

二是收购二手房，地方自主出台。地方政府为畅通“卖旧买新”置换链条，由国资平台收购部分二手房，用作保障性住房或重新出售。资金来源包括地方财政、城投平台自筹资金等。

预计政府收储将以存量新房为主，二手房规模较小。资金来源上，新房收储有央行的保障性住房再贷款支持，而二手房收储更依赖地方财政；**前期收储和后续管理上**，新房方便集中收购和统一管理，二手房则需分散处置，更加复杂；**问责风险上**，新房收储可依据规范流程开展，二手房收储的自主操作空间较大，容易产生利益输送问题。

由于政府收储是用作保障性住房，而保障性住房是满足工薪收入群体刚性住房需求，因此收购的商品房将以小户型为主；且不宜大规模铺开，应集中于高库存且保障性住房缺口较大的城市和区域。

（二）存在三个政策难点

第一，成本收益不匹配导致项目推进有一定难度。政策要求新房收储按照市场化原则运作，而市场化运作的前提是成本收益至少要大致匹配。

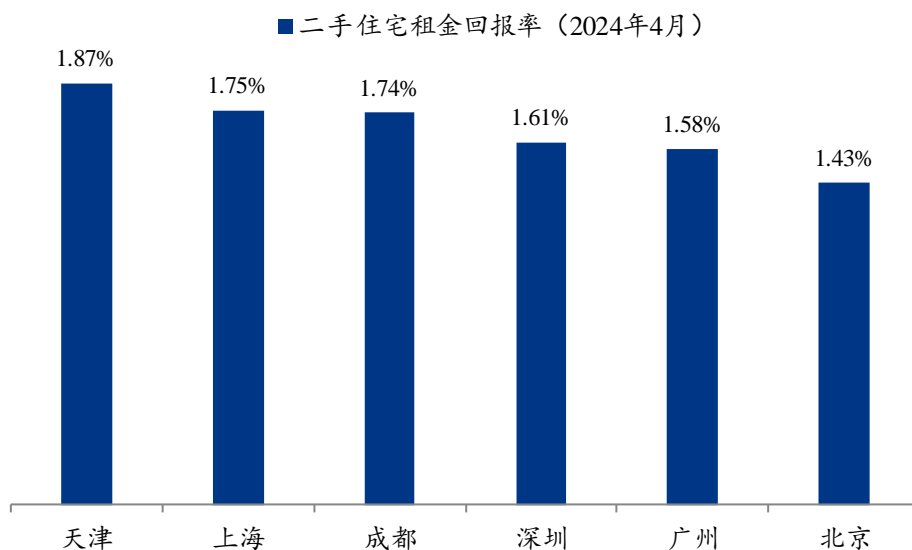
配售型保障性住房的原则是“保本微利”。如果政府向房企收购新房，再以可负担的价格配售给受保障群体，便要求收购价相较市场价有较大折扣，否则要么政府亏本，要么价格偏高以致缺乏吸引力。

配租型保障性住房则要比租金回报率和资金成本。保障性住房再贷款的政策利率是 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次，人民银行按照贷款本金的 60% 发放再贷款，因此收购主体的贷款利率要更高。然而 2024 年 4 月，上海、深圳、广州、北京的二手房租金回报率分别仅为 1.75%、1.61%、1.58%、1.43%，租金无法覆盖利息支出及运营维护成本。

2023 年 2 月，央行创设租赁住房贷款支持计划，在重庆市、济南市、郑州市、长春市、成都市、福州市、青岛市、天津市等 8 个城市开展试点，**支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给**。但截至 2024 年 3 月，1000 亿元的额度仅使用了 20 亿元，反映出政府收储在落地中面临较大难度。



图表7：一二线城市租金回报率较低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，保障性住房需求与商品房库存之间错位。保障性住房缺口较大的是一二线城市，而商品房去库存紧迫性较高的是三四线城市。

第三，地方财政面临较大压力。虽然当前政策要求地方政府量力而行，不增加隐性债务，但无论是维持项目收支平衡，还是三四线城市去库存，大概率还是需要地方财政提供支持。

（三）5000 亿元的收储规模是否足够？

3000 亿元的保障性住房再贷款，按照贷款本金的 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。然而市场普遍认为消化存量商品房的收储规模要达万亿元以上，例如克而瑞研究中心估算所需资金可能超过 5 万亿。

首先，政策启动初期，5000 亿元的收储规模相对充裕。如前所述，政府收储不会像之前的棚改货币化那样大规模铺开，而是集中于高库存且保障性住房缺口较大的城市和区域；同时，市场化运作的政府收储面临一些难点，推进可能相对缓慢。

其次，若政府收储顺利快速推进，政策额度可以追加。例如 2023 年央行新增 5000 亿元 PSL（抵押补充贷款）额度，支持保障性住房等“三大工程”建设。

最后，政府收储具有带动效应，供需失衡改善的效果或不止 5000 亿元。预期会自我实现，仅仅因为市场预期将有大力度稳地产政策出台，4 月 25 日至 5 月 17 日，A 股房地产指数便反弹了 26.7%。如果政府收储稳步推进，消化部分存量商品房的同时，能够有效提振市场信心和预期，甚至可能不需要用完所有额度。



（四）预计效果

一方面，政府收储将带来积极作用：一是加快存量商品房去库存，改善房地产市场供需失衡问题；二是加快保障性住房供给，更好满足工薪收入群体的住房需求；三是助力保交楼和“白名单”机制，加快房企回笼资金。

另一方面，受制于前面提到的三个政策难点，本轮政府收储去库存的效果大概率不如上一轮棚改货币化那样显著，但相应地，也不太会引发房地产过热和房价大涨的副作用。

四、未来还要继续采取哪些措施进一步支持房地产市场稳定？

第一，限购方面，一线城市有必要进一步放松，例如放开郊区限购、全市范围内增加购房指标等；

第二，房贷方面，各地在“因城施策”的基础上，及时调整首付比例和房贷利率，提振居民购房意愿和信心，避免挤牙膏式政策引发居民观望情绪；

第三，政府收储方面，加大中央财政对地方的支持力度，缓解地方财政压力，推进收储工作进行顺利；

第四，供给方面，出让优质地块、取消不合理的规划限制、将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com