

宏观报告

证券研究报告

2024年05月23日

该以怎样的出发点理解地产收储?

供给端的“地产收储”政策，我们认为主要的出发点是“保障房建设”。

一方面，根据何立峰副总理在全国切实做好保交房工作视频会议上的讲话，“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”，即收储的根本目的是用作保障性住房，要求是根据筹建保障性住房的需要来确定收储规模。

另一方面，本次地产收储政策中，央行明确要求收购后需迅速配售或配租，我们认为也是站在保障性住房经营的角度，减少空置期，提高保障性住房的运营效率。

风险提示：测算涉及主观假设，结果可能存在偏差；地产调控政策还将受到房价、销售等因素的动态影响，存在超预期的可能性。

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

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年5月第4周》2024-05-21
- 2 《宏观报告：宏观报告-全球央行各自的“围城”》2024-05-21
- 3 《宏观报告：宏观报告-二季度的主要变化》2024-05-18

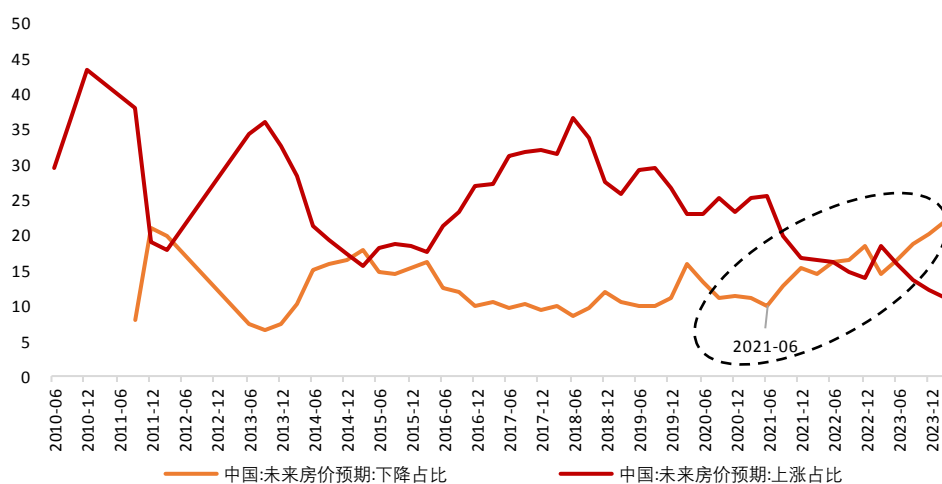
当前，房地产的核心矛盾是估值偏贵、预期偏弱、库存偏高（详见报告《趋势延续——2024 年房地产市场展望》，2024.1.13），外在的表现就是供求关系转变、价格下跌。要通过政策调控来缓解地产的压力，本质上就是要改变目前供过于求的现状，让住房的供给和需求重新收敛至均衡的状态，要么增加需求，要么减少供给。

5 月 17 日出台的一揽子房地产支撑政策主要分成两类：一类是降低全国层面个人住房贷款最低首付比例、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限、下调住房公积金贷款利率的需求端政策；另一类是推出 3000 亿元保障性住房再贷款用于支持地方收购已建成未出售商品房的供给端政策。

第一个政策是降首付比例。在本次政策出台之前，除北上广深等 8 个城市外，其他城市均已选择执行 20%、30% 的全线底线首套、二套房首付比例¹；本次进一步下调 5 个百分点的首付比例，将首套、二套房最大杠杆比例由此前的 5 倍、3.3 倍提升到了 6.7 倍、4 倍。

尽管杠杆空间比此前更大，但最终是否选择加杠杆，取决于居民部门对于房价的预期。根据央行的《城镇储户问卷调查报告》，2021 年 7 月开始，居民部门预期房价下跌的占比持续走高，由 2021 年 6 月的 10% 提升至了 2024 年 3 月的 22%，房价预期可能在 2021 年就出现了反转。我们认为，在预期上行阶段，首付比例对购房行为的约束类似于拉绳子，居民部门加杠杆意愿较强，首付比例对购房需求有实质性约束，边际放松可以使更多的购房需求得到释放；而在预期下行阶段，居民部门对杠杆的使用原本就较为谨慎，首付比例下调的效果可能还取决于居民预期的变化。

图 1：2021 年 7 月开始，居民部门预期房价下跌的占比持续走高（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：历次首套房最低首付比例调整情况

时间	首套房最低首付比例
1998-05-09	30%
1999-02-23	20%
2006-06-01	90 平以下 20%、90 平及以上 30%
2008-10-27	首付比例最低 20%
2010-09-29	30%

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5356698/index.html>

2015-09-30	不限购城市 25%
2016-02-01	不限购城市 20%
2023-08-31	20%
2024-05-17	15%

资料来源：中国政府网，中国人民银行网站，天风证券研究所

第二个政策是取消房贷利率下限。央行早在 2023 年 1 月允许房价连续三个月环比下跌的城市，自主决定首套房贷利率下限²，截至今年 3 月末，全国 343 个城市（地级及以上）中，已经有 75 个下调了首套房贷利率下限，64 个取消了下限，本次在全国层面取消房贷利率下限的边际改变可能需要进一步观察。

需求端政策，无论是首付比例的下调、房贷利率下限的取消、公积金贷款利率的下降，还是限购政策的放松，能够起到的作用主要都是让受到限制的住房需求被更好地释放。但真实住房需求的决定性因素是人口、城镇化、人均住房面积、自然折旧等因素，其变化是一个缓慢的过程。

而供给端的“地产收储”政策，我们认为主要的出发点是“保障房建设”。

一方面，根据何立峰副总理在全国切实做好保交房工作视频会议上的讲话，“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”，即收储的根本目的是用作保障性住房，要求是根据筹建保障性住房的需要来确定收储规模。

如果“政府收储存量房”的出发点是“保障房建设”，那么收储的资金压力可能并不大。按照“十四五”期间全国计划筹建保障性住房近 900 万套、年均约 180 万套、单套面积不超过 70 平方米来计算，如果全部通过收储来筹集房源，每年大约需要 1.3 万亿元（2024 年 1-4 月新建住宅销售均价约为 9978 元/平方米）。

如果以目前新房均价 7 折收购，完成“十四五”期间保障性住房筹建计划所需的资金将下降至每年 8800 亿元左右，租金收益率将由当前的 2.2% 提升至 3.1%，高于当前 10 年期地方债收益率 2.5%，也略高于央行在《关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知》中规定的租赁住房购房贷款利率上限 3%。

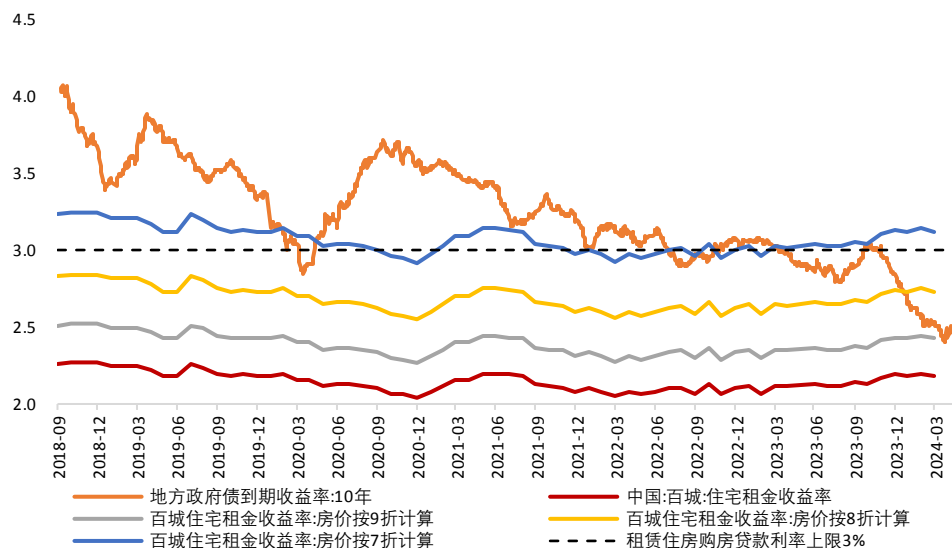
表 2：按“十四五”期间保障房筹建计划收购存量住房所需资金测算

	指标	单位	规模
保障房筹建计划	“十四五”期间保障房筹建套数	万套	900
	“十四五”期间年均保障房筹建套数	万套	180
	保障性住房单套最大面积	平方米	70
	“十四五”期间年均保障房筹建面积	万平方米	12,600
住宅均价	2024 年 1-4 月新建住宅均价	元/平方米	9,978
现价收购	“十四五”期间年均保障房筹建价值（按新建住宅均价）	亿元	12,572
7 折收购	“十四五”期间年均保障房筹建价值（按新建住宅均价）	亿元	8,801

资料来源：中国政府网，Wind，中指研究院，天风证券研究所

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4755755/index.html>

图 2：若房价打 7 折，百城住宅租金收益率将略高于 3% 的租赁住房购房贷款利率上限（单位：%）



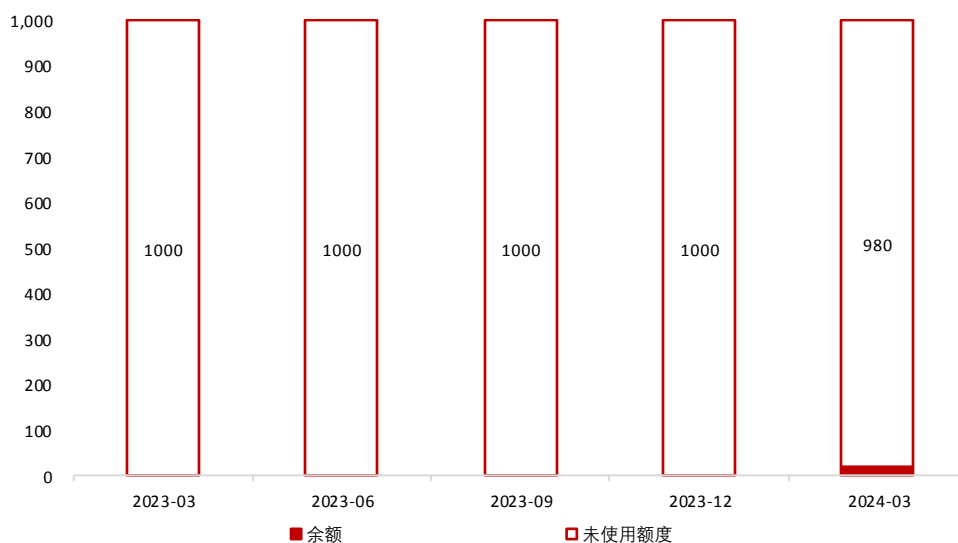
资料来源：Wind，中国人民银行网站，天风证券研究所

另一方面，本次地产收储政策中，央行明确要求收购后需迅速配售或配租，我们认为也是站在保障性住房经营的角度，减少空置期，提高保障性住房的运营效率。

地产收储的推进有助于缓解一部分房企的现金流压力，但在“迅速配售或配租”的要求之下，对住房的供需缺口的影响可能仍有待观察。

不过，央行也强调了在地产收储作保障房的过程中，地方政府、工薪群众、房企、银行自愿参与。在自愿参与的前提下，推进的节奏可能存在不确定性。2023年2月，央行创设了租赁住房贷款支持计划，但截至2024年3月末，1000亿元总额度仅使用了20亿元，推进速度相对较慢。本次政策中，央行决定将租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款，即额度由此前的1000亿元提升到了当前的3000亿元，实际新增为2000亿元。

图 3：截至 2024 年 3 月末，1000 亿元租赁住房贷款支持计划仅使用 20 亿元（单位：亿元）



资料来源：中国人民银行网站，天风证券研究所

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com