



## 宏观专题

# 对近期地产政策的评述与思考

### 证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

### 研究助理

戴琨

资格编号: S0120123070006

邮箱: daikun@tebon.com.cn

### 相关研究

1. 《关于我国房地产市场的一些思考》，2024.03.22

### 投资要点:

- **如何评估近期地产政策的力度和预期效果?** 结合前期多地陆续放开限购等, 近期地产增量政策可以主要划分为提振购房需求与收储去库存两大类, 对此我们分别进行梳理, 并讨论其效果和预期影响:
  - **提振购房需求类政策:** 开年以来, 提振购房需求类政策从两个方向入手, 其一是多地陆续放开限购; 其二是央行实施的降低首付比、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率等政策, 集中发生在5月17日。
  - **公积金贷款利率下调对居民利息支出影响:** 2024年居民利息支出有望降低87亿, 2025年起居民年利息支出有望降低超200亿;
  - **调整首付款比例对居民当期支出影响:** 2024年居民当期购房首付支出有望降低近3000亿元;
  - **取消个人住房贷款利率下限影响:** 大中城市大多已放开首套房贷利率下限, 边际影响预计将体现在尚未放开下限的一线城市和部分二线城市;
  - **新设3000亿保障性住房再贷款影响:** 类似2023年租赁住房贷款支持计划的扩大版, 实际效果仍需地方政府着力推动贷款落地; 结合租赁住房贷款支持计划和保障性住房再贷款额度来看, 预计满额撬动实际贷款额度约6000亿。6000亿贷款在中性情形下预计能够收购合计4891万平方米商品房, 对应全国住宅商品房需收储库存量的约5%。
- **资本市场对近期地产政策如何反应?** 总体上看, 权益市场对近期地产政策预期的演绎最为显著和充分, 债券市场反应却较为平淡:
  - **债券市场映射: 地产债修复行情仍有空间。** 近期地产政策调整密集公布, 利率债反应都呈现出政策公布前紧张、政策公布后走强的态势; 与此相对, 在政策预期渐强的基础上, 地产债指数则持续上行。2023年尾以来, 新一轮地产政策预期发酵, 地产债指数再次迎来一轮新的修复行情。本次政策提出政府回购尚未开发的土地帮助资金困难的房企纾困, 房企偿债能力有望提升, 本轮地产政策储备仍可期待, 后续或仍将释放增量政策利好, 地产债修复行情或仍有空间。
  - **权益市场映射: 房地产板块底部脉冲, 后续需关注基本面线索。** 在地产政策改善及其引致的宏观复苏预期的刺激下, 这轮地产行情仍有继续演绎的可能, 大金融与地产链相关行业或也将继续受扩散, 作为潜在“收储”主体的地方国企也可能出现机会。然而, 2022年以来, 权益市场已然发生过至少4轮较大的地产板块脉冲, 但最终均未走出真正的反转行情, 考虑到板块底部反弹或蕴含着较强的筹码博弈因素, 本轮行情在时间或者空间上的持续性在根本上仍需更强的基本面线索支撑, 如后续政策细节的充实、政策工具的丰富以及地产基本面数据的反应等, 这是我们需要重点观测与跟踪的要点。
- **对“收储→去库存”模式的一个理论探讨:**
  - **1) 收储需要多少资金? 最终出资人是谁?** 2023年以来, 各地区的地产政策围绕“以旧换新”展开, 需要注意的是“以旧换新”与“收储”并不存在完全的包含与被包含关系。通过梳理2023年以来全国各地区的地产以旧换新政策, 我们发现, 当前我国地产市场的“以旧换新”主要有三种类型: 一是中介优先售房; 二是旧房收购; 三是换房补贴。我们认为合意收储资金应该包含两种“收购”, 一是地方国

有企业在收购已建成未出售的商品房时所需要的资金，二是指开发商或国资平台收购旧房所需要的资金，即“以旧换新”中旧房收购所需资金，我们分别进行计算：

- **针对地方国有企业在收购已建成未出售的商品房时所需要的资金：**计算得出 30 城地方国有企业在收购已建成未出售的商品房时所需要的资金约为 0.78-1.03 万亿元，按照 GDP 比重推演全国新房收储资金约为 1.81-2.38 万亿元。
  - **针对开发商或国资平台收购旧房所需要的资金：**计算得出全国收储中的二手房金额约为 1.56-2.34 万亿元。
  - 因此综合来看，全国收储金额约为 3.37-4.72 万亿元，若部分地区去化周期过高可能会存在高额溢价“收储”现象，全国收储资金或有可能提升。
  - 在资金来源或出资方式上，地产收储需要资金方形成合力，隐债化解背景下的地方政府或在一定程度上受到掣肘，这可能需中央政府进行适度加杠杆对收储予以加持。未来一是需要关注 PSL 新增情况；二是关注财政/准财政工具，国开行等其他部门也可对此进行相应支持。
- **2) 如何保证盈亏平衡？原有的“地价→房价→租金”的盈亏循环模式可能在收储模式下逐步转变为“租金→房价→地价”。**整个模式从政府出让土地的投资行为转变为租金决定居民购房的消费行为模式，租金收益率和贷款利率的相对高低关系成为决定居民行为的关键。
  - **风险提示：**测算中部分假设存在主观性，假如测算中的收购折扣等假设不及预期或超预期，测算结果可能随之变化；新房收储金额测算过程中选择的 30 城样本有限，以 30 城 GDP 占全国的比例来推算全国新房收储金额可能存在偏差；地产销售走弱幅度超预期、部分房企流动性风险发酵、地产收储政策不及预期或超预期。

## 内容目录

1. 如何评估近期地产政策的力度和预期效果? .....	4
2. 资本市场对近期地产政策如何反应? .....	7
2.1. 大类资产表现: 权益市场的演绎最为显著 .....	7
2.2. 债券市场映射: 地产债修复行情仍有空间 .....	8
2.3. 权益市场映射: 房地产板块底部脉冲, 后续需关注基本面线索 .....	9
3. 对“收储→去库存”模式的一个理论探讨 .....	12
3.1. 收储需要多少资金? 最终出资人是谁? .....	12
3.2. 如何保证盈亏平衡? .....	14
4. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 公积金贷款利率调整影响测算 .....	4
图 2: 04/24-05/17 部分大类资产表现 .....	7
图 3: 近期利率债短端表现明显优于长端, 收益率曲线陡峭化 .....	8
图 4: 今年伴随着市场对政策的预期渐强, 地产债指数持续上行 .....	8
图 5: 2022 年以来, 除本轮反弹外, 房地产板块共经历过 4 轮较为明显的脉冲式超额行情 .....	10
图 6: 2022 年以来的 5 轮地产超额行情及地产链条相关行业表现 (行业指数区间涨跌幅, %) .....	10
图 7: 2022 年以来的 5 轮地产超额行情及地产链条相关行业表现 (归一化指数) .....	11
图 8: 本轮行情的持续性在根本上仍需更强的基本面线索支撑 .....	12
表 1: 调整首付比对当期支出影响 .....	5
表 2: 房贷利率下限政策情况 .....	5
表 3: 保障性住房再贷款收购商品房效果测算 .....	6
表 4: 全国各地“以旧换新”统计: .....	15
表 5: 全国地方国有企业在收购已建成未出售的商品房时所需要的资金约为: 1.81-2.38 万亿元 .....	16
表 6: 全国开发商或国资平台收购旧房所需要的资金约为: 1.56-2.34 万亿元 .....	16

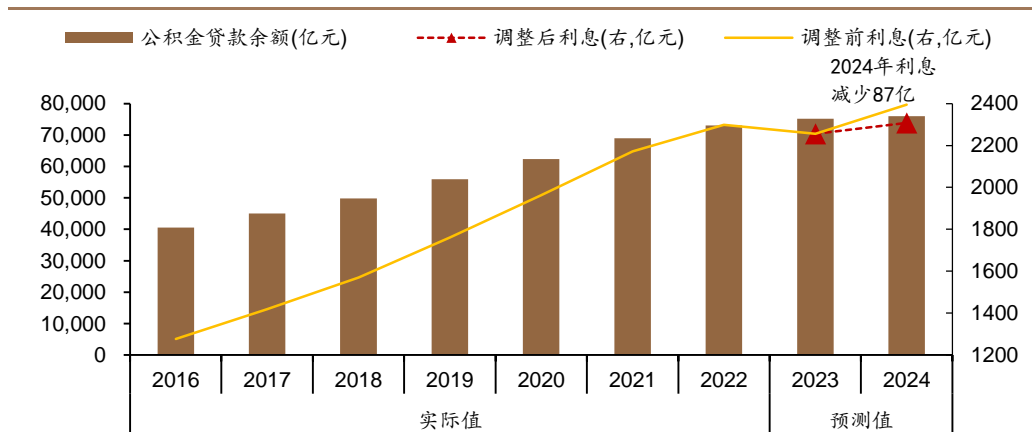
## 1. 如何评估近期地产政策的力度和预期效果？

5月17日，央行“多箭齐发”，宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例和设立3000亿元保障性住房再贷款四项地产新政，被视为地产调控政策的重要变化，结合前期多地陆续放开限购等，近期地产增量政策可以主要划分为提振购房需求与收储去库存两大类，对此我们分别进行梳理，并讨论其效果和预期影响：

**提振购房需求类政策：**开年以来，提振购房需求类政策从两个方向入手，其一是多地陆续放开限购，例如北京、上海、广州、深圳、天津、海口“小步快跑”式松绑限购；杭州、成都、长沙、苏州、西安全面取消限购，目前仅剩四大一线城市北上广深以及天津部分区域、珠海横琴和海南省保留了限购措施。限购的放开解除了居民购房的行政约束，有助于鼓励有购房需求、有购房能力的居民买得到房；其二是央行实施的降低首付比、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率等政策，集中发生在5月17日，这部分政策降低了居民购房的负担，有助于降低居民购房门槛，支持有购房需求但实际购房能力受限的居民更容易获得优质住宅。

**公积金贷款利率下调对居民利息支出影响：**2024年居民利息支出有望降低87亿，2025年起居民年利息支出有望降低200亿。以公积金贷款发放占住宅销售额比例和公积金贷款年偿还比例均沿用最新的2022年数据、2024年住宅销售金额采用截止4月滚动12个月、5年以上和5年以下公积金贷款占比为80%和20%的方式测算，结合存量公积金贷款利率调整日在每年的1月1日，我们推算出本次公积金贷款利率下调对2024年居民公积金贷款利息支出的影响约为-87亿，2025年起这一影响或超每年200亿，这部分利息支出的压降或能够有效降低居民利息支出负担，带来更大的居民消费潜力。

图 1：公积金贷款利率调整影响测算



资料来源：Wind，德邦研究所测算  
注：2023、2024年数据为推算值

**调整首付款比例对居民当期支出影响：2024 年居民当期购房首付支出有望降低近 3000 亿元。**以最低首付比例测算，本次降低首套房和二套房最低首付比各 5 个百分点，若全年住宅销售金额同比降幅在 20%，则所需居民首付款支出将减少近 3000 亿元，能够一定程度上降低居民购房负担，并对住宅销售有一定提振效果，有助于实现对住宅销售市场的托底。

表 1：调整首付比对当期支出影响

最低首付比	首套	二套
2024. 5. 17	15%	25%
2023. 8. 31	20%	30%
最低首付比整体降幅	5%	
全年住宅额销售同比降幅假设	-20%	
2024 全年住宅销售额预计(亿)	82, 392	
后 8 个月住宅销售额预计(亿)	57, 939	
后 8 个月首付款降低量(亿)	2, 897	

资料来源：Wind，人民银行，德邦研究所测算

**取消个人住房贷款利率下限影响：大中城市大多已放开首套房贷利率下限。**根据人民银行 2022 年 5 月 15 日、2023 年 8 月 31 日和 2024 年 5 月 17 日的公告，取消下限前，全国层面首套房贷利率下限为 LPR-20bp，二套房贷利率下限为 LPR+20bp，人民银行在 2023 年 1 月建立了首套住房贷款利率政策动态调整机制，规定新建商品住房销售价格同环比连续三个月下降的城市可自行决定阶段性调整或取消首套房贷利率下限，从实际来看，据中指研究院数据，截止 5 月已有约 60 城阶段性取消首套房贷利率下限，因此本次人民银行取消全国层面房贷利率下限影响或主要体现在鼓励尚未放开城市放开下限，且二套房贷利率下限也已放开，或更加利好改善性需求。

表 2：房贷利率下限政策情况

房贷利率下限政策城市划分				
房贷利率下限	首套房 LPR-20bp，二套房 LPR+20bp			
取消下限条件	同环比均连续 3 个月下降			
最新评估时间	2024 年 3 月			
评估时间范围	2023 年 12 月-2024 年 2 月			
70 大中城市中符合条件的	39 其中一线	广深	其中二线	南京、青岛等 11 城
70 大中城市中不符合条件的	31 其中一线	北上	其中二线	天津、石家庄等 20 城
实际已放开下限城市	约 60			

资料来源：Wind，人民银行，中国经济网，中指研究院，德邦研究所

**新设 3000 亿保障性住房再贷款影响：类似 2023 年租赁住房贷款支持计划的扩大版，实际效果仍需地方政府着力推动贷款落地。**人民银行副行长在 5 月 17 日的国务院政策吹风会上表示，新设的 3000 亿保障性住房再贷款将用来支持向城市政府选定的地方国有企业发放贷款收购已建成未出售的商品房，用作配售型或配租型保障性住房。在落地方式上较为细化，明确要求城市政府选定地方国有企业作为收购主体，该国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，也就意味着本次设立的保障性住房再贷款实际落地预计将通过地方国企而非城投作为执行通道，这背后或有配合化债大背景、避免增加隐债和

促进收购商品房建设保障房的过程更加市场化的考虑。人民银行按照贷款本金的 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元，这部分增量资金若全面落地将有效加快收购商品房建设保障房的进度，但实际贷款落地仍然是难点，人民银行结构性货币政策工具情况表显示，2023 年设立的试点性的租赁住房支持计划与本次设立的保障性住房再贷款在运作方式上基本一致，租赁住房支持计划额度 1000 亿，截止 2024 年 3 月底贷款余额 20 亿，据证券时报统计，截止今年 1 月总发放贷款大概在 40 亿左右，尽管有再贷款的支持，实际贷款落地仍然较慢，考虑到本次设立的保障性住房再贷款将通过地方国企而非城投展开业务，且再贷款覆盖比例从租赁住房支持计划的 100% 改为 60%，地方政府或需拿出更大力度支持推动实际贷款和收购商品房业务落地，以确保已出台政策见效。

结合租赁住房贷款支持计划和保障性住房再贷款额度来看，预计满额撬动实际贷款额度约 6000 亿，基于 4 月百城新建商品住房价格 16355 元/平米，我们假设收购价格设定为市场价 75 折、商品房库存中 50% 流动性较差需要收储（详细设定见“3.对‘收储→去库存’模式的一个理论探讨”），6000 亿贷款预计能够收购全国商品房（住宅）合计 4891 万平米商品房，对应全国商品房（住宅）需收储库存量的约 5%（全国商品房住宅库存采取广义库存方式计算，即历史数据新开工面积-销售面积累计值，库存去化周期采取去化周期=广义库存÷过去 12 个月月均销售面积计算，合理库存设定为去化周期降至 10 个月，详细设定见“3.对‘收储→去库存’模式的一个理论探讨”）。

表 3：保障性住房再贷款收购商品房效果测算

保障性住房再贷款效果		
百城新建住宅均价	元/平米	16,355
保障性住房再贷款	亿元	3,000
再贷款比例	%	60
租赁住房贷款支持计划	亿元	1,000
再贷款比例	%	100
撬动贷款	亿元	6,000
满额收购面积(平均 75 折)	万平米	4,891
全国商品房(住宅)需收储库存	万平米	99685.79
对应收储占比	%	4.91

资料来源：中指，克而瑞，人民银行，德邦研究所测算

## 2. 资本市场对近期地产政策如何反应？

### 2.1. 大类资产表现：权益市场的演绎最为显著

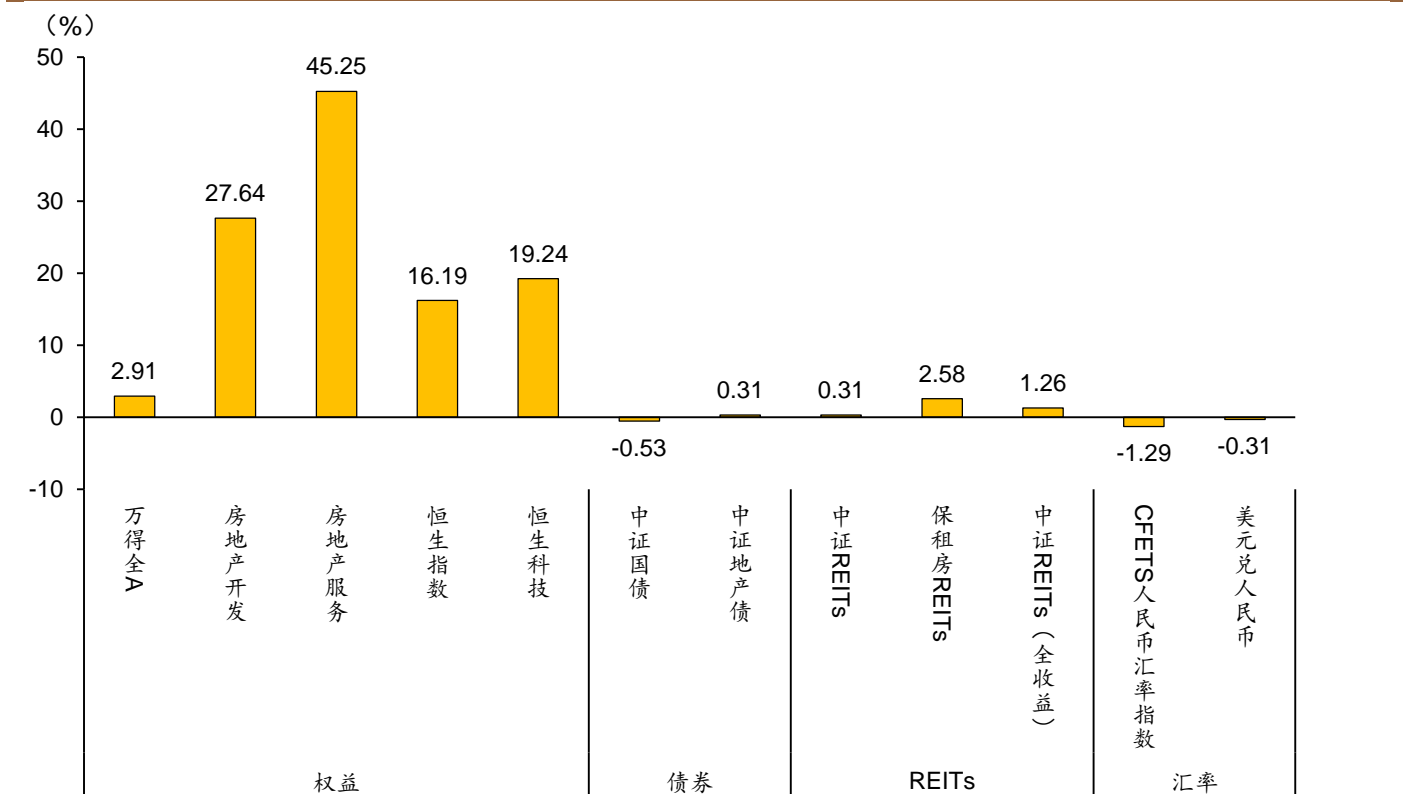
随着地产“白名单”持续扩容加速改善地产供给端，517 地产政策“三箭齐发”进一步提升政策斜率，房地产市场新机制正在酝酿与生成。伴随着全国多个城市地产政策松绑加速等相关政策发力，我们认为，房地产供求关系模式正在逐步发生边际改善，但距离政策最终落实落细或仍需一定时间。

从近期大类资产表现上看，在本轮政策落地前市场预期已有所发酵，4 月最后一周地产板块开始异动，以 04/24 至今（截至 05/17，下同）的时间窗口观察大类资产表现可以发现：

一方面，权益市场的反应明确，04/24 以来万得全 A 上涨 5.91%，但房地产开发和服务板块分别上涨 27.64%、45.25%，超额收益显著；另一方面，债券市场的反应则较为平淡，国债受到央行对长债收益率关注等其他扰动，收益率明显调整，中证国债指数下跌 0.53%，地产债则延续今年以来的修复行情，中证房地产债指数上涨 0.31%；其余方面，REITs 市场对本轮地产政策也有一定反馈，5 只保租房 REITs 的平均区间涨跌幅（2.58%）明显好于 REITs 整体（0.31%）；人民币汇率指数整体有所下行，但即期人民币兑美元小幅走强。

总体上看，权益市场对近期地产政策预期的演绎最为显著和充分，债券市场反应却较为平淡。

图 2：04/24-05/17 部分大类资产表现



资料来源：Wind，德邦研究所；2024/04/24-2024/05/17 区间涨跌幅。



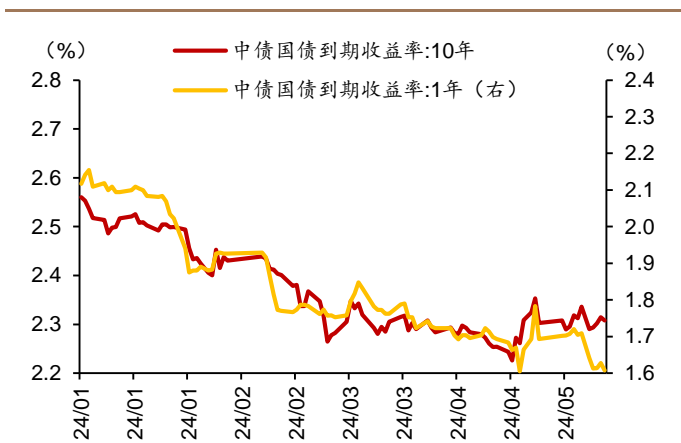
## 2.2. 债券市场映射：地产债修复行情仍有空间

近期地产政策调整密集公布，利率债反应都呈现出政策公布前紧张、政策公布后走强的态势；与此相对，在政策预期渐强的基础上，地产债指数则持续上行。

在靴子落地前，债市交易盘已经积累起了不低的做多意愿，且债牛的核心逻辑并没有发生改变，安全资产稀缺导致利率债配置需求持续增加。短线逻辑上，利率自律机制和央行整顿存款市场高息揽储乱象，部分受影响的高息通知存款、协议存款集中退出，这些资金预计将部分回流债市，且存款实质性降息后预计也有存款转向理财的冲动；长线逻辑上，经济结构转型升级阶段，企业投资新主线设备升级改造利好长远，但短期内或难以带来直接的效益改善，居民购房意愿淡化，实体信贷可能持续偏低。利率债供给节奏只能阶段性影响市场，而增量配置资金可能是持续性的，长期来看增量资金预计将压低各类利率债的收益率，在前期调整后，长端收益率上行较多，目前地产政策与特别国债发行计划靴子均已落地，后续宽货币仍可期待，交易盘主导下，曲线或再次平坦化。

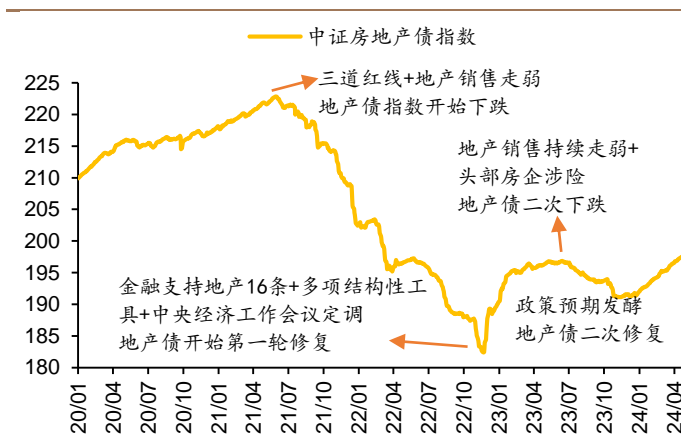
自 2021 年下半年起，地产销售增速下行叠加 2020 年三道红线后房企融资端面临限制，部分房企出现资金流困难、债务违约等情况，地产债风险明显上升，地产债指数大幅下行。2022 年 10 月、12 月和 2023 年 1 月，人民银行先后推出民营企业债券融资支持工具（第二期）、保交楼贷款支持计划和房企纾困专项再贷款三项支持房企的结构性货币政策工具，2022 年 11 月人民银行推出金融支持地产十六条，2022 年 12 月中央经济工作会议提出“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，这一轮政策的密集出台成为 2023 年上半年地产债修复行情的触发点。但随着下半年地产销售端的持续偏弱、碧桂园、万科等头部房企涉险舆情发酵，市场信心再次受挫，地产债指数也重回下跌。2023 年尾以来，新一轮地产政策预期发酵，地产债指数再次迎来一轮新的修复行情。本次政策提出政府回购尚未开发的土地帮助资金困难的房企纾困，房企偿债能力有望提升，本轮地产政策储备仍可期待，后续或仍将释放增量政策利好，地产债修复行情或仍有空间。

图 3：近期利率债短端表现明显优于长端，收益率曲线陡峭化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：今年伴随着市场对政策的预期渐强，地产债指数持续上行



资料来源：Wind，德邦研究所

### 2.3. 权益市场映射：房地产板块底部脉冲，后续需关注基本面线索

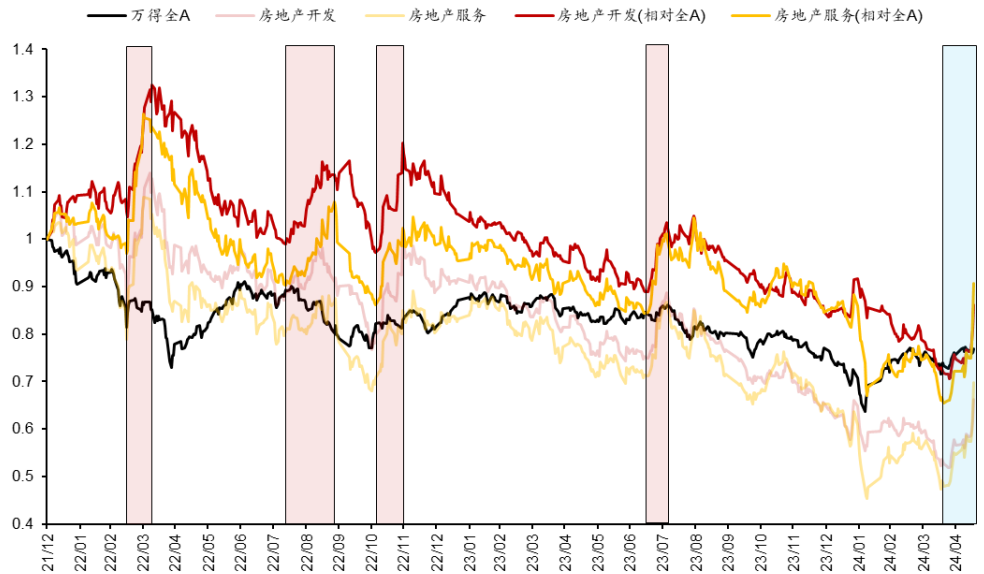
近期权益市场对地产市场的这一边际变化进行了较为乐观的定价，自政策宽松预期发酵以来，房地产板块及部分地产链相关行业出现了明显的超额收益，04/24 至今（截至 05/17），申万房地产开发板块和房地产服务板块分别上涨 27.64% 和 45.25%，显著强于万得全 A 的 5.9%，这一阶段的反弹主要为预期调整下的风险偏好修复。展望后市，在地产政策改善及其引致的宏观复苏预期的刺激下，本轮地产行情仍有继续演绎的可能，大金融与地产链相关行业或也将继续受扩散，作为潜在“收储”主体的地方国企也可能出现机会。然而，2022 年以来，权益市场已然发生过至少 4 轮较大的地产板块脉冲，但最终均未走出真正的反转行情，考虑到板块底部反弹或蕴含着较强的筹码博弈因素，本轮行情在时间或者空间上的持续性在根本上仍需更强的基本面线索支撑，如后续政策细节的充实、政策工具的丰富以及地产基本面数据的反应等，这是我们需要重点观测与跟踪的要点。

2021 年下半年以来，房地产市场步入了深度调整阶段，进入 2022 年，地产市场持续低迷，房企资金压力进一步加大，出险房企增加、烂尾风险上升，市场调控频率也随之攀升，地产政策呈现出一种“渐进式宽松”态势。2022 年 3 月，以郑州为代表的省会城市率先开始松绑“认房又认贷”政策，2022 年 4 月底的中央政治局会议强调，要“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”，各地楼市政策随后进入调整高峰期。7 月，在“断供”风波的蔓延下，“保交楼”首次写入政治局会议文件，7 月底的中央政治局会议提出，要“稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。2022 年下半年，多部门出台措施推进“保交楼、稳民生”工作，8 月，住建部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。进入 11 月后，从民营企业债券融资支持工具扩容，到“金融 16 条”（《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》）发布，再到证监会调整优化 5 项措施支持房企股权融资，房地产行业融资政策“三箭齐发”（即信贷、债券、股权）。其中，中国人民银行、国家金融监督管理总局于 2023 年 7 月又决定将“金融 16 条”部分政策延至 2024 年底，引导金融机构继续对房地产企业存量融资展期，加大保交楼金融支持。

基于上述背景，回顾 2022 年以来的权益市场，若以万得全 A 作为基准，除了近期的快速反弹外，房地产板块共经历过 4 轮较为明显的脉冲式超额行情，可以发现，这几轮行情的启动均伴随着市场政策预期的发酵以及地产政策的重要边际变化。结构上，具体观察地产链条中的房地产、开工端、竣工端、地产后周期以及大金融板块，可以发现，这几轮地产的超额行情往往伴随着向整个地产链多环节的扩散，4 轮平均而言，房地产板块自身表现最强，其次是大金融与竣工端，再次是开工端与后周期。本轮行情至今（04/24-05/17），部分行业也受到了明显扩散，当然，地产后周期的家电行业在出海、高股息、业绩等因素的加持下表现出众，工业金属也在有色涨价逻辑支撑下走强，这些并不能简单归因于地产行情的扩散，

但本轮地产行情在短期若能持续，相关地产链行业应仍有演绎机会，高切低下可以适当关注历史表现较好且当前涨幅相对不明显的板块，此外亦可重点关注部分可能成为潜在“收储”主体的地方国企。

图 5：2022 年以来，除本轮反弹外，房地产板块共经历过 4 轮较为明显的脉冲式超额行情



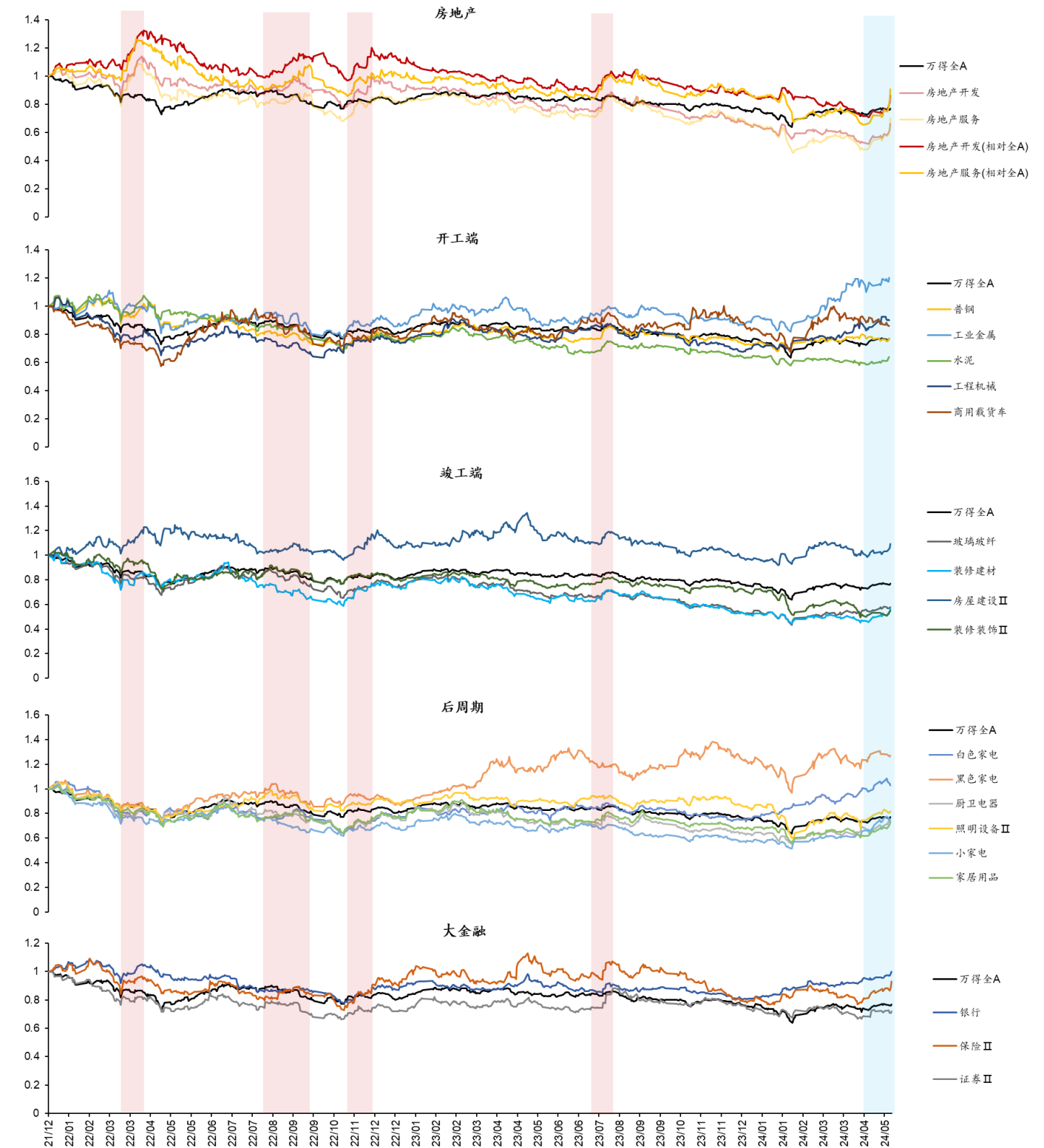
资料来源：Wind，德邦研究所；以 2021/12/31 为起点进行归一化，截至 2024/05/17。

图 6：2022 年以来的 5 轮地产超额行情及地产链条相关行业表现（行业指数区间涨跌幅，%）

起	2022/3/16	2022/8/11	2022/11/4	2023/7/18	2024/4/24	前4轮均值	
止	2022/4/6	2022/9/26	2022/11/29	2023/8/29	2024/5/17		
万得全A	6.36	-8.63	3.59	-3.38	5.91	-0.51	
房地产	房地产开发	32.53	4.61	27.95	13.90	27.64	19.75
	房地产服务	37.46	8.90	22.60	19.28	45.25	22.06
开工端	普钢	14.63	-7.73	12.16	5.44	-0.16	6.12
	工业金属	11.48	-11.45	9.86	0.04	9.33	2.48
	水泥	16.23	-10.03	13.20	6.53	9.64	6.48
	工程机械	5.95	-11.73	5.65	-9.41	8.91	-2.38
	商用载货车	4.48	-15.36	-2.18	-4.43	-2.75	-4.37
竣工端	玻璃玻纤	7.49	-13.45	11.62	1.80	6.40	1.86
	装修建材	20.19	-11.58	22.12	9.09	22.70	9.96
	房屋建设	18.89	1.59	19.47	1.38	11.21	10.33
	装修装饰	12.28	-0.60	5.85	1.66	8.06	4.80
后周期	白色家电	8.10	2.79	14.19	-2.54	4.46	5.63
	黑色家电	8.40	-10.37	-0.53	-6.73	4.11	-2.31
	厨卫电器	15.47	-8.27	12.18	2.90	12.40	5.57
	照明设备	6.83	-10.33	3.56	-6.74	8.95	-1.67
	小家电	7.25	-12.02	4.45	-9.79	10.77	-2.53
	家居用品	10.44	-1.18	14.70	4.09	18.15	7.01
大金融	银行	14.71	0.65	13.63	1.48	5.61	7.62
	保险	14.98	5.89	21.39	1.55	14.23	10.95
	证券	7.33	-6.62	8.74	12.56	5.37	5.50

资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：2022 年以来的 5 轮地产超额行情及地产链条相关行业表现（归一化指数）



资料来源：Wind，德邦研究所；以 2021/12/31 为起点进行归一化，截至 2024/05/17。

图 8：本轮行情的持续性在根本上仍需更强的基本面线索支撑

地产基本面指标		2020年以来走势	24/04	24/03	24/02	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02
销售	商品房销售面积		-20.2	-19.4	-20.5	-8.5	-8.0	-7.8	-7.5	-7.1	-6.5	-5.3	-0.9	-0.4	-1.8	-3.6
	商品房销售额		-28.3	-27.6	-29.3	-6.5	-5.2	-4.9	-4.6	-3.2	-1.5	1.1	8.4	8.8	4.1	-0.1
投资	房地产开发投资完成额		-9.8	-9.5	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7
开工	房屋新开工面积		-24.6	-27.8	-29.7	-20.4	-21.2	-23.2	-23.4	-24.4	-24.5	-24.3	-22.6	-21.2	-19.2	-9.4
施工	房屋施工面积		-10.8	-11.1	-11.0	-7.2	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	-6.8	-6.6	-6.2	-5.6	-5.2	-4.4
竣工	房屋竣工面积		-20.4	-20.7	-20.2	17.0	17.9	19.0	19.8	19.2	20.5	19.0	19.6	18.8	14.7	8.0
土地	百城成交土地总价		-14.2	0.4	6.7	-17.8	-23.6	-21.6	-24.9	-21.0	-22.9	-12.0	-6.0	-14.4	-9.0	-4.3
	百城成交土地占地面积		-8.8	-2.5	-1.8	-18.9	-21.3	-18.2	-19.9	-16.6	-12.2	-2.8	2.4	-3.3	2.4	1.1
资金	房地产开发资金来源		-24.9	-26.0	-24.1	-13.6	-13.4	-13.8	-13.5	-12.9	-11.2	-9.8	-6.6	-6.4	-9.0	-15.2
房价	70城新房价格指数		-3.5	-2.7	-1.9	-0.9	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7	-1.4	-1.9
	一线城市		-2.5	-1.5	-1.0	-0.1	0.3	0.4	0.7	0.6	1.0	1.3	1.7	2.0	1.7	1.7
	二线城市		-2.9	-2.0	-1.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.5	0.5	0.2	-0.2	-0.7
	三线城市		-4.2	-3.4	-2.7	-1.8	-1.6	-1.5	-1.4	-1.4	-1.5	-1.4	-1.6	-1.9	-2.7	-3.3
	70城二手房价格指数		-6.8	-5.9	-5.1	-4.1	-3.7	-3.4	-3.2	-3.2	-3.1	-2.8	-2.5	-2.7	-2.9	-3.4
	一线城市		-8.5	-7.3	-6.3	-3.5	-2.9	-1.9	-1.4	-1.6	-1.4	-0.4	0.4	0.9	1.1	1.0
	二线城市		-6.8	-5.9	-5.1	-4.0	-3.6	-3.3	-3.2	-3.0	-2.7	-2.4	-2.1	-2.2	-2.4	-2.9
	三线城市		-6.6	-5.7	-5.1	-4.2	-3.9	-3.6	-3.5	-3.5	-3.5	-3.4	-3.3	-3.6	-3.9	-4.4

资料来源：Wind，德邦研究所；房价指数数据为当月同比，其余为累计同比，单位均为%。

### 3. 对“收储→去库存”模式的一个理论探讨

当前的宏观环境下，仅仅刺激地产消费的政策较难起到明显效果，尤其是在渐进式利率下降、渐进式放开限购的背景下，地产的关键问题正逐步从刺激相关消费转移到了去库存。目前市场期待通过收储实现有效去库存，该模式下市场有两个核心关切：一是总资金需求是多少、最终出资人是谁？二是盈亏平衡问题如何解决？由于当前的政策仍有诸多细节尚未公布，因此我们在下文对“收储→去库存”模式进行了理论探讨，希望为市场提供一个可供参考的分析视角。

#### 3.1. 收储需要多少资金？最终出资人是谁？

2023 年以来，各地区的地产政策围绕“以旧换新”展开，需要注意的是“以旧换新”与“收储”并不存在完全的包含与被包含关系。

通过梳理 2023 年以来全国各地区的地产“以旧换新”政策，我们发现，当前我国地产市场的“以旧换新”主要有三种类型：一是中介优先售房，由房企联合经纪机构对旧房优先推售，若一定期限内旧房售出则按流程购买新房，否则退还中介费用，相比于传统的二手房交易，中介优先售房极大程度提升了“以旧换新”的效率；二是旧房收购，是指有房屋置换需求的购房者，确定购买的新楼盘项目并认购房源，专业评估公司对“卖旧”的房屋进行估价，在买卖双方就价格达成一致后，国企平台或开发商直接收购旧房，第二种“以旧换新”的方式是 2024 年以来的主流；三是换房补贴，即地方政府对出售自有住房并购买新建商品住房的个人或家庭给予一定的购房补贴，例如一次性补贴或契税补贴。

我们认为合意收储资金应该包含两种“收购”，一是地方国有企业在收购已建

成未出售的商品房时所需要的资金，二是指开发商或国资平台收购旧房所需要的资金，即“以旧换新”中旧房收购所需资金，我们分别进行了计算：

针对前者，即在计算地方国有企业在收购已建成未出售的商品房时所需要的资金时，我们从新房的去化周期出发。关于已建成未出售的商品房，5月17日，在国务院政策例行吹风会中住建部副部长董建国对此进行了强调：“推动消化存量商品住房。城市政府坚持‘以需定购’，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。”同日，中国人民银行副行长陶玲强调“所收购的商品房严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房。”关于去化周期，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》，其中对住宅去化周期进行了强调：“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”。因此，我们从<sup>1</sup>30城已建成但未出售的新房面积出发，以18和36个月为界限统计住宅面积以及去化周期，划分为去化周期小于18个月的5<sup>2</sup>城，去化周期在18-36个月的16<sup>3</sup>城以及去化周期大于36个月的9<sup>4</sup>城。以疫情前的去化周期作为参考，根据上海易居研究院数据，2016年至疫情前地产去化周期围绕10个月上下波动，因此假定10个月的去化周期是较为合理的，根据克而瑞公布数据统计，截止2024年4月，去化周期小于18个月的5城，去化周期在18-36个月的16城以及去化周期大于36个月的9城去化周期分别平均为15.36、28.86和42.96个月，根据去化周期的计算公式，即去化周期（库销比）=库存面积/销售面积，可以计算得出销售面积，考虑到地方国有企业在收购过程中主要是针对流动性较低的已建成未出售的商品房，我们假设在待售面积中约有五成是流动性较低亟需地方企业收购的，关于房价，中指研究院的百城新房均价为每平方米16355元<sup>5</sup>，我们对三种去化周期赋以不同的收购折扣，关于折扣，假设在不同情境下收储的折扣存在差异，例如在情形一下，小于18个月、18-36个月和大于36个月的城市收购折扣分别为七折、六五折和六折；在情形二下，小于18个月、18-36个月和大于36个月的城市收购折扣分别为八折、七五折和七折；在情形三下，小于18个月、18-36个月和大于36个月的城市收购折扣分别为九折、八五折和八折。从而计算得出30城地方国有企业在收购已建成未出售的商品房时所需要的资金约为0.78-1.03万亿元。考虑到经济体量越高，地方政府组织地方国有企业收购住房的能力越高，即收储资金的规模可能会随之提高，该30城2023年GDP总规模占全国GDP的43%，因此我们按照GDP比重推演全国新房收储资金约为1.81-2.38万亿元，若部分地区去化周期过高可能会存在高额溢价“收储”现象，全国新房收储资金或有可能继续提升。

针对后者，考虑到房地产供求关系的变化，二手房有效供给或将成为房地产市场政策博弈的核心变量。受疫情影响，居民住房购买力变化，因此住宅空置率在疫情后小幅上升。从政策出发，二手房收储资金渐进式发力的可能性较高，即先使得二手房的空置率回归疫情前的水平。故我们用2020至2023年的商品住宅销售面积乘以全国平均空置率与合意空置率之差的计算结果来表征二手房的待售面积，全国平均空置率参考住房和城乡建设部原副部长仇保兴在“2022中国城市高

1 克而瑞统计的全国重点30城包含：合肥、西安、上海、杭州、成都、济南、重庆、天津、宁波、长沙、广州、苏州、郑州、昆明、无锡、青岛、长春、佛山、南京、嘉兴、徐州、深圳、厦门、常州、福州、武汉、南宁、东莞、北京、珠海

2 5城为：合肥、西安、上海、杭州、成都

3 16城为：济南、重庆、天津、宁波、长沙、广州、苏州、郑州、昆明、无锡、青岛、长春、佛山、南京、嘉兴、徐州

4 9城为：深圳、厦门、常州、福州、武汉、南宁、东莞、北京、珠海

5 2024年4月，据中指研究院统计，百城新房成交价为每平方米16355元

质量发展智库论坛”上的讲话“我国住房空置率已经达到 15%”。合意空置率参考国际情况，商品房空置率在 5%-10%是合理区，10%-20%是空置危险区，空置率 20%以上就是严重积压区，因此我们将合意空置率假定为 10%，结合中指研究院统计的百城二手房均价为每平方米 14975 元<sup>6</sup>，对三种去化周期赋以不同的收购折扣，考虑到之前地产政策频繁出台下，从成交热度来看，部分城市二手房的成交恢复在一定程度上好于一手房，我们认为这一轮政策组合拳更多倾向于新房，考虑到后续为了继续提高二手房的流动性，在二手房不同情境下收储的折扣假设中，我们假设二手房的收购打折力度强于一手房，例如在情形一、二和三下，二手房收购折扣分别为四折、五折和六折，从而计算得出全国“收储”中的二手房金额约为 1.56-2.34 万亿元。因此综合来看，全国收储金额约为 3.37-4.72 万亿元。

在资金来源及方式上，地产收储需资金方形成合力，隐债化解背景下的地方政府或在一定程度上受到掣肘，这可能需中央政府进行适度加杠杆对收储予以加持。展望未来，一是需要关注 PSL 新增情况，上一轮棚改的年新增近万亿，后续若仍有资金需求，新增 PSL 可能成为资金来源之一；二是关注财政/准财政工具，国开行等其他部门也可进行相应支持，如 2015-2016 年，根据去库存任务要求，国开行在住建部指导下对接国家房地产调控政策，做好货币化安置与去库存衔接。

### 3.2. 如何保证盈亏平衡？

原有的“地价→房价→租金”的盈亏循环模式可能在收储模式下逐步转变为“租金→房价→地价”。从郑州在 2024 年 3 月 28 日发布的文件来看，其中强调“通过国有保障房运营公司收购一部分区域位置、教育等产业配套优越的二手住房，丰富保障性租赁住房供应”。可以看出，二手房收储可能会打破原有的土地价格决定房价，房价决定租金价格的模式，转变为租金价格决定房价，房价再反向决定土地价格，即政府根据租金制定房价，居民或会调整购买新房的行为，影响房企拿地。整个模式从政府出让土地的投资行为转变为租金决定居民购房的消费行为模式，租金收益率和贷款利率的相对高低关系成为决定居民行为的关键，当前国内地产租金收益率在 2%左右，仍低于贷款利率，倘若租金收益率与贷款利率之差高于政府贴息率，居民购房意愿短期较难出现大幅提升，倘若租金收益率与贷款利率之差低于政府贴息率，居民购房意愿或出现大幅提升，收储折扣或可以随之降低。此外，由于收储中存在折扣问题以及为了缓解存量压力政府延迟释放二手住宅至市场的问题，完成收储路径下的盈亏平衡或存在一定压力。

<sup>6</sup> 2024 年 4 月，据中指研究院统计，百城二手房成交价为每平方米 14975 元

表 4：全国各地“以旧换新”统计：

地区	日期	地产“以旧换新”三大类型		
		中介优先售房	旧房收购	换房补贴
徐州	2023 年 7 月		√	
徐州	2023 年 7 月			√
温州	2023 年 7 月			√
武汉江夏区	2023 年 8 月			√
淄博	2023 年 9 月	√		
南京	2023 年 9 月	√		
泰安	2023 年 9 月	√		
济南	2023 年 9 月		√	
扬州	2023 年 9 月		√	
南京	2023 年 9 月			√
南通	2023 年 9 月			√
济宁	2023 年 10 月	√		
宁波	2023 年 10 月	√		
海宁	2023 年 10 月		√	
连云港	2023 年 10 月		√	
漳州华安县	2023 年 10 月			√
丽水	2023 年 11 月	√		
盐城	2023 年 11 月	√		
绍兴越城区	2023 年 11 月	√		
玉林	2023 年 11 月	√		
太仓	2023 年 11 月		√	
盐城	2023 年 11 月		√	
丽水	2023 年 11 月			√
盐城	2023 年 11 月			√
武汉	2023 年 12 月	√		
遂宁	2023 年 12 月	√		
苏州相城区	2023 年 12 月		√	
苏州	2023 年 12 月			√
沈阳	2023 年 12 月			√
东台	2023 年 12 月			√
太仓	2024 年 1 月		√	
徐州	2024 年 1 月			√
常熟	2024 年 1 月			√
扬州	2024 年 2 月	√		
启东	2024 年 2 月		√	
扬州	2024 年 2 月		√	
扬州	2024 年 2 月			√
杭州临平区	2024 年 3 月	√		
重庆	2024 年 3 月	√		
南昌市南昌县	2024 年 4 月	√		
郑州	2024 年 4 月		√	

资料来源：中指研究院，德邦研究所



**表 5：全国地方国有企业在收购已建成未出售的商品房时所需要的资金约为：1.81-2.38 万亿元**

科目	单位	按去化周期分类		
		小于 18 个月	18-36 个月	大于 36 个月
库存面积 (a)	万平方米	4396	12335	7126
合意的去化周期 (b)	月	10		
当前的去化周期 (c)	月	15.36	28.86	42.96
需要去化的库存面积 (d) = (a) / (c) * [(c) - (b)]	万平方米	1534.02	8060.36	5467.08
新房均价 (e)	万元/平方米	1.64		
收储金额 (f) = (d) * (e) * 50%	亿元	1254.45	6591.36	4470.70
<b>情形一</b>				
收储新房折扣	%	70%	65%	60%
30 城收储资金估计	亿元	7844.92		
全国收储资金估计	亿元	18091.48		
<b>情形二</b>				
收储新房折扣	%	80%	75%	70%
30 城收储资金估计	亿元	9076.57		
全国收储资金估计	亿元	20931.85		
<b>情形三</b>				
收储新房折扣	%	90%	85%	80%
30 城收储资金估计	亿元	10308.22		
全国收储资金估计	亿元	23772.21		

资料来源：Wind，中指研究院、克而瑞、贝壳等，德邦研究所测算

**表 6：全国开发商或国资平台收购旧房所需要的资金约为：1.56-2.34 万亿元**

科目	单位	2020-2023 年
销售面积 (g)	万平方米	520838
空置率 (h)	%	15.0
合意空置率 (i)	%	10.0
需要去化的库存面积 (j) = (g) * [(h) - (i)]	万平方米	26041.88
二手房均价 (k)	万元/平方米	1.50
收储金额 (l) = (j) * (k)	亿元	38997.72
<b>情形一</b>		
收储二手房折扣	%	40%
全国收储资金估计	亿元	15599.09
<b>情形二</b>		
收储二手房折扣	%	50%
全国收储资金估计	亿元	19498.86
<b>情形三</b>		
收储二手房折扣	%	60%
全国收储资金估计	亿元	23398.63

资料来源：Wind，中指研究院、克而瑞、贝壳等，德邦研究所测算

## 4. 风险提示

- (1) 测算中部分假设存在主观性，假如测算中的收购折扣等假设不及预期或超预期，测算结果可能随之变化；
- (2) 新房收储金额测算过程中选择的 30 城样本有限，以 30 城 GDP 占全国的比例来推算全国新房收储金额可能存在偏差；
- (3) 地产销售走弱幅度超预期、部分房企流动性风险发酵、地产收储政策不及预期或超预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

戴琨，德邦证券宏观研究助理，上海财经大学经济学学士、金融硕士。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。