

## 房地产

### 政策利好频出，供需有望修复

#### ► 房地产步入去库存时期，需求有待提振

自2022年起，商品住宅存量不断上涨，房价进入下行周期。截至2024年4月，商品房待售面积达7.46亿平方米，同比增长10.79%。4月当月新房和二手房价格分别同比下跌3.51%和6.79%，创下历史最大单月跌幅。在此背景下，去库存成为核心议题。政策随之调整，重点从“房住不炒”转向推动房地产高质量发展，消化存量和优化增量。2024年5月17日，中国人民银行、国家金融监督管理总局推出宽松的政策组合拳，通过降低首付比例、下调贷款利率、提供融资支持等多方面措施提振住房市场，缓解库存压力。

#### ► 供需关系不断变化，政策从严格管控到宽松扶持

2020年，面对全国土地和二手房价格上涨，政府出台调控措施，以稳定房价，延续了2016年以来的限制性措施，包括限购、限贷和限售。2020年下半年开始，政府进一步通过“三道红线”、房地产贷款集中度管理制度和土地供应“两集中”等政策，从供给端严格控制房企的负债和土地市场。随着市场环境变化，自2022年以来，房价压力显现，新房开工量减少，市场需求疲软。尽管政府在2022-2023年间频繁出台提振政策，包括降低贷款利率、调整限购政策、下调首付比例和提供金融支持等，但由于市场信心不足、经济增速放缓等因素，市场仍有压力。

#### ► 政策调控效果显著，基本面有望修复

自2020年以来，政府多次调整基准利率、降低贷款利率和放宽购房限制来调控市场。2020年2月，央行下调LPR利率，刺激经济增长，带动市场显著反弹。2021年下半年，随着政府加大对房地产市场的管控力度，房地产市场有所降温。政府在2022年和2023年通过降息、降低首付比例等政策稳定市场，板块估值得到修复。2024年4-5月，政策强调去库存，推出更大力度的宽松政策，供需两侧有望迎来修复。

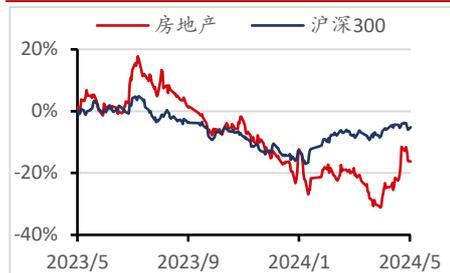
#### ► 投资建议：改善性产品房企有望率先修复

我们认为地产行业有望逐步筑底，板块估值或将跟随政策落地和基本面改善逐步修复。需求端，城镇化率仍然有较大提升空间，叠加宽松政策后改善性需求的释放，需求有望持续修复；供给端，政策继续坚持“因城施策”，强调消化存量房产，“以旧换新”政策逐步在各城市中展开，有望盘活房企资产。建议关注资金实力较强、土地储备优质充裕的国有企业，以及具备改善性产品塑造能力的房企。二手房市场有望在新一轮周期中持续增长，建议关注二手房交易龙头企业。

**风险提示：**(1) 政策调整滞后性风险；(2) 房地产市场下行风险；(3) 房企流动性风险加剧

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：杨灵修  
执业证书编号：S0590523010002  
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：姜好幸  
邮箱：hxjiang@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《房地产：开工竣工边际修复，销售投资持续筑底》2024.05.18
- 《房地产：政策持续发力，供需有望修复》2024.05.17

## 正文目录

1. 房地产步入去库存时期，需求有待提振	3
1.1 商品住宅存量上涨，住房价格持续下行	3
1.2 供需关系或已转变，房地产进入转型期	3
1.3 政策加大调整力度，促进市场复苏	4
2. 政策回顾：从严格管控到宽松扶持	5
2.1 土地与二手房市场过热，严格管控政策出台	6
2.2 供给侧持续优化，全面规范市场运作	7
2.3 市场供需下行，政策逐步宽松	9
2.4 政策积极调控，带动多轮市场修复	9
3. 投资建议：改善性产品房企有望率先修复	10
4. 风险提示	10

## 图表目录

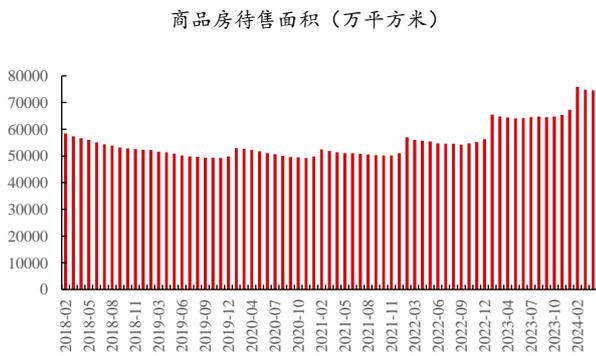
图表 1: 商品住宅存量面积近年涨幅较大	3
图表 2: 我国住房价格近年持续下跌	3
图表 3: “房住不炒”近期未成为中央会议地产相关表态提及要点	3
图表 4: 2024 年 5 月 17 日房地产政策密集出台	4
图表 5: 首付和住房贷款利率降至历史低位	4
图表 6: “白名单”项目持续推进	5
图表 7: 商品房销售面积于 2022 年开始下跌	5
图表 8: 商品房销售金额于 2022 年开始下跌	5
图表 9: 开发投资额于 2023 年跌至不如 2018 年水平	6
图表 10: 新开工面积于 2021 年开始下跌	6
图表 11: 2020 年拿地水平同比大幅上升 (亿元)	6
图表 12: 2020 年核心城市房价同比仍保持上涨	6
图表 13: 2017 与 2018 年为限制政策出台高峰时期	7
图表 14: 2020H1 上市房企红档占比超 20%	7
图表 15: 2020H1 较多银行房地产贷款占比超 30%	8
图表 16: 2021 年首批集中供地溢价仍然较多	8
图表 17: 2022 年部分批次集中供地底价成交超 90%	8
图表 18: 2022 年以来房价长期处于下跌状态	9
图表 19: 价格承压下新房开工面积不断下降	9
图表 20: 2022-2023 年提振政策不断出台	9
图表 21: 2020 年至今房地产指数走势	10

# 1. 房地产步入去库存时期，需求有待提振

## 1.1 商品住宅存量上涨，住房价格持续下行

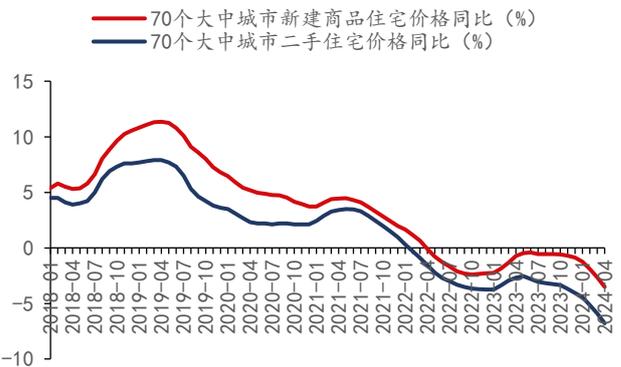
我国商品住宅存量上涨，价格进入下行周期。自 2022 年起，中国商品住宅市场库存不断上涨，截至 2024 年 4 月，商品房待售面积达 7.46 亿平方米，较 2023 年末增长 10.79%。库存增加对房价形成显著下行压力，市场进入价格调整周期。2024 年 4 月，新房和二手房价格指数同比分别下跌 3.51%和 6.79%，创历史最大单月跌幅。

图表1：商品住宅存量面积近年涨幅较大



资料来源：iFind，国家统计局，国联证券研究所

图表2：我国住房价格近年持续下跌

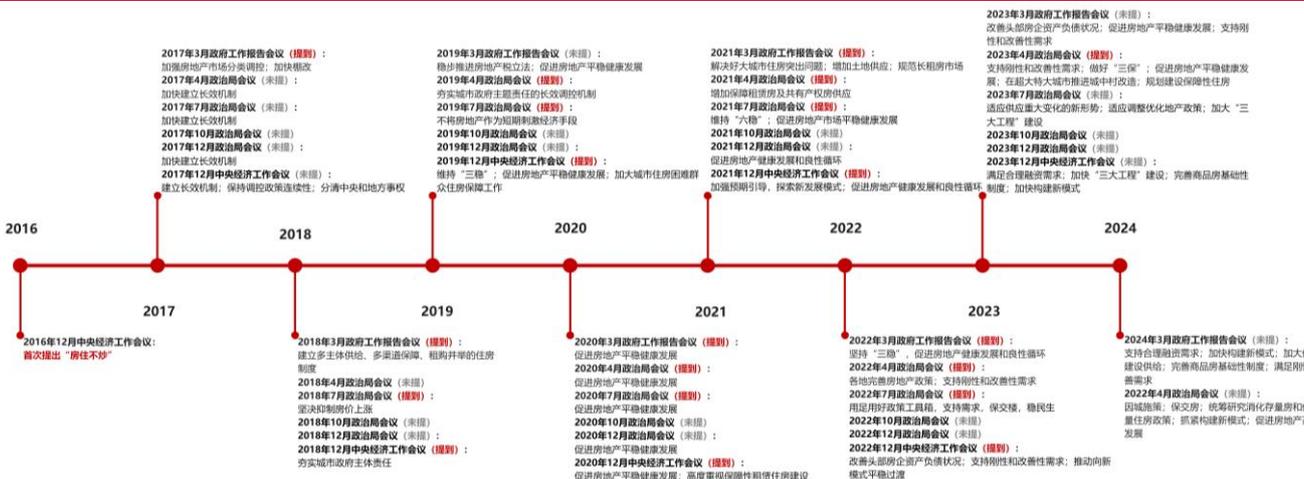


资料来源：iFind，国家统计局，国联证券研究所

## 1.2 供需关系或已转变，房地产进入转型期

“房住不炒”不再是中央会议的重点。自 2023 年 7 月起，“房住不炒”逐渐淡出中央会议议程，标志着中国房地产政策进入新阶段。随着市场和经济形势的变化，政府调整了政策重点，转向灵活适应的措施，以实现房地产市场长期稳定和高质量发展。2024 年 4 月的政治局会议明确提出要统筹研究消化存量房和优化增量住房政策，解决市场库存过剩和需求不足的问题，促进房地产市场的质量提升和结构优化。

图表3：“房住不炒”近期未成为中央会议地产相关表态提及要点



资料来源：中国政府网，国联证券研究所

### 1.3 政策加大调整力度，促进市场复苏

政策密集出台形成组合拳，调整供需关系，提振住房销售与供给。2024年5月17日，在国务院政策例行吹风会上，发布了多项金融政策，包括降低购房门槛、提供融资支持、盘活存量住房等措施，我国首付和住房贷款利率降至历史低位。重点关注会议提出城市政府坚持“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。

图表4：2024年5月17日房地产政策密集出台

工作重心	政策	详细介绍
保交房	打好商品住房项目保交房攻坚战。	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。
	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。
	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。
	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。
消化存量房和优化增量住房	降低全国层面个人住房贷款最低首付比例	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例，调整为不低于15%；二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
	下调个人住房公积金贷款利率	下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%；5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率，分别调整为不低于2.775%和3.325%。
	取消首套二套房贷利率政策下限	首套房和二套房利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。
	设立3,000亿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商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款5,000亿元。

资料来源：中国政府网，国联证券研究所

图表5：首付和住房贷款利率降至历史低位

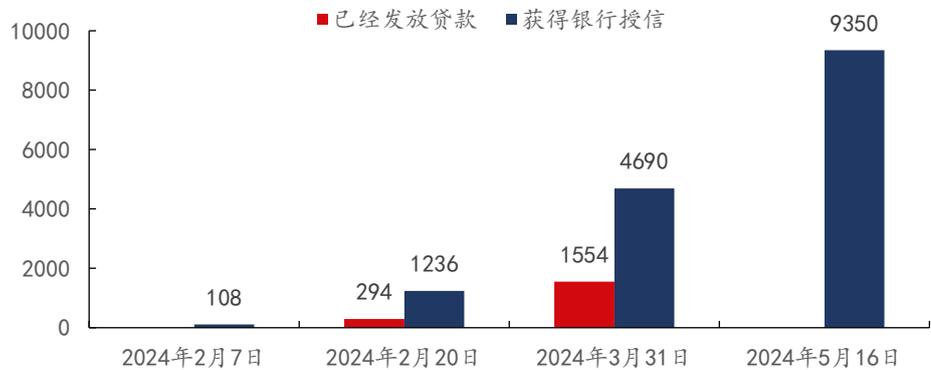


资料来源：中国人民银行，国联证券研究所

供给端，持续化解风险，发挥房地产融资协调机制作用，满足在建项目合理融资需求。自2024年1月住房和城乡建设部与金融监管总局发布《关于建立城市房地产

融资协调机制的通知》以来，截至5月16日，商业银行已审批通过“白名单”项目贷款 9350 亿元。白名单的落地为资金困难的房企提供流动性支持，帮助完成在建项目和处理库存土地，防范大规模房企暴雷和金融风险，保护消费者权益。

图表6：“白名单”项目持续推进

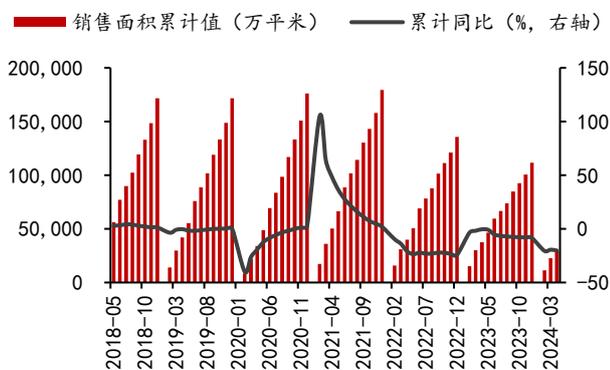


资料来源：中国新闻网，证券时报，21 财经，上海证券报，国联证券研究所  
注：2024 年 5 月 16 日已发放贷款金额未公布

## 2. 政策回顾：从严格管控到宽松扶持

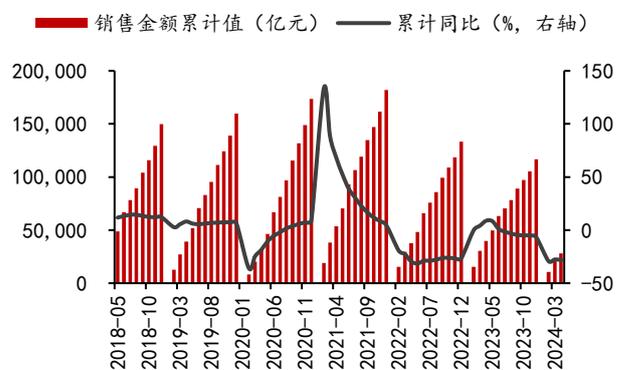
2022 年前房地产市场活跃，2022-2024 年急转直下。在 2020 年，政府针对全国土地和二手房价格上涨的情况，延续了自 2016 年以来的限制性政策，主要强调限购、限贷和限售。2020 年下半年开始，政府进一步推出“三道红线”、房地产贷款集中度管理制度以及土地供应“两集中”等政策，从供给端严格控制房企负债和土地市场。不断管控下，自 2022 年起，商品房销售面积和销售金额开始下跌，开发投资额于 2023 年跌至不如 2018 年水平，新开工面积于 2021 年开始下跌。尽管政府在 2022-2023 年间频繁出台提振政策，包括降低贷款利率、调整限购政策、下调首付比例以及提供金融支持等，但由于市场信心不足和经济增速放缓等因素，政策效果未能达到预期。

图表7：商品房销售面积于 2022 年开始下跌



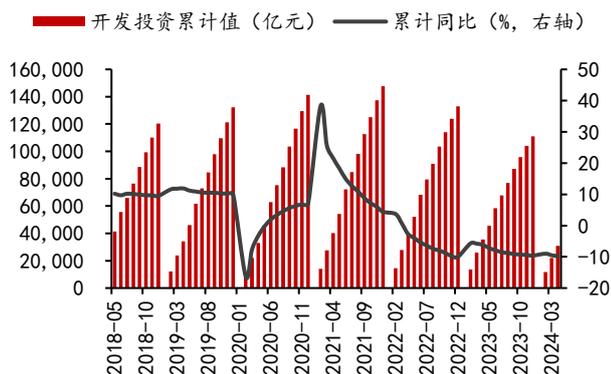
资料来源：iFind，国家统计局，国联证券研究所

图表8：商品房销售金额于 2022 年开始下跌



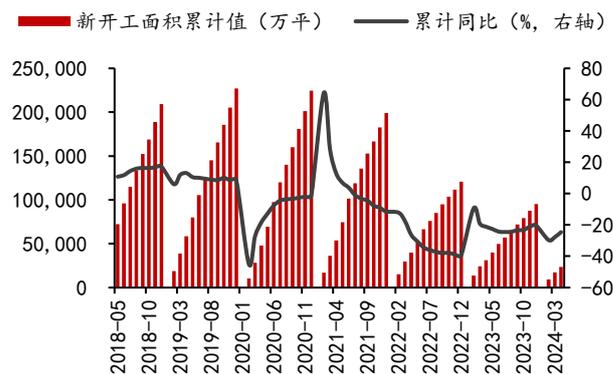
资料来源：iFind，国家统计局，国联证券研究所

图表9：开发投资额于2023年跌至不如2018年水平



资料来源：iFind，国家统计局，国联证券研究所

图表10：新开工面积于2021年开始下跌

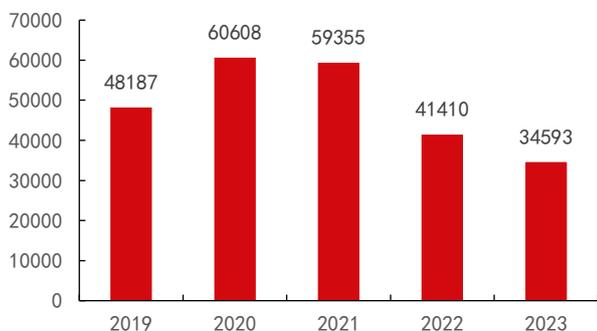


资料来源：iFind，国家统计局，国联证券研究所

## 2.1 土地与二手房市场过热，严格管控政策出台

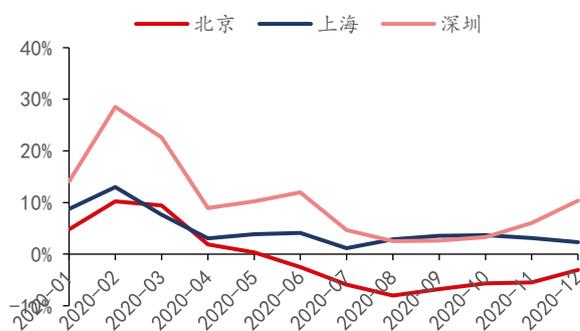
2020年全国土地价格和二手房价格均有所增长。2020年全国住宅土地成交款增长25.78%，价格上涨15%，建筑规模增长9%；二手房交易规模达7.3万亿，同比增长8.1%，成交量420万套，略降1.3%，均价1.8万元/平方米，上涨7%。北上深价格总体同比2019年呈现上涨，除开北京因为较严格的住房调控政策同比略有下跌，上海和深圳房价仍然较高上涨，尤其是2020年2月，深圳房价同比增长29%。

图表11：2020年拿地水平同比大幅上升（亿元）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表12：2020年核心城市房价同比仍保持上涨



资料来源：iFind，国家统计局，国联证券研究所

2016-2020年限制政策不断出台，以抑制市场过热、稳定房价、防止泡沫。政策在2017和2018年尤为频繁且力度较大，2019年后调控政策频率有所降低，但整体基调继续坚持“房住不炒”的定位。2020年的调控更加注重精准化，针对热点城市，制定细化措施。住建部于2020年7月24日和8月26日召开了房地产工作座谈会，参会城市包括北上深等14个房价较快上涨城市。截至2020年12月，除北京、上海、广州、长沙外，其余10个城市均已出台了调控收紧政策。

图表13: 2017 与 2018 年为限制政策出台高峰时期



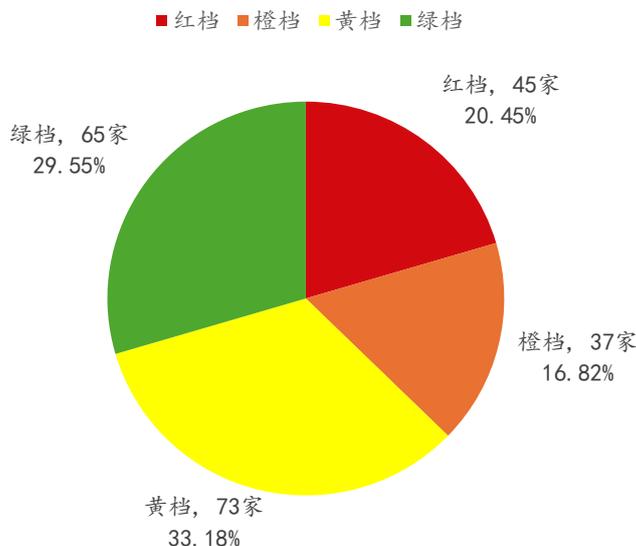
资料来源: 21 财经, 国联证券研究所

## 2.2 供给侧持续优化, 全面规范市场运作

为了控制房价, 政府主要从供给端入手进行管控, 同时限制居民住房贷款。2020 年下半年来, 三道红线、房地产贷款集中度管理制度和土地供应“两集中”三项政策陆续推出, 从调控房地产市场、降低金融风险、稳定房价和土地市场等方面入手, 全面规范房地产市场的运作。

央行出台“三条红线”, 控制房地产有息负债规模。2020 年 8 月份, 央行出台了“345”规则, 具体规则设置了“三道红线”: 一是剔除预收款后的资产负债率不得超过 70%; 二是净负债率不得超过 100%; 三是现金短债比不得低于 1 倍。根据企业触及“三道红线”的情况, 将试点房企分为“红-橙-黄-绿”四个档次, 若企业超出红线, 其有息负债规模不得增加, 处于橙、黄、绿档的企业有息负债规模年增速分别限制在 5%、10%、15%。

图表14: 2020H1 上市房企红档占比超 20%



资料来源: 时代数据, Wind, 国联证券研究所

房地产贷款集中管理制度, 间接使得信贷资源向优质房企集中。2020 年 12 月

末，央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分五档设定房地产贷款以及个人住房贷款占比上限。银行业机构分为中资大型、中资中型、中资小型和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行五档，房地产贷款占比上限分别为40%、27.5%、22.5%、17.5%和12.5%，个人住房贷款占比上限分别为32.5%、20%、17.5%、12.5%和7.5%。房地产贷款集中度管理旨在降低房企债务风险，但长期来看造成信贷资源向优质企业集中，加大企业分化和行业集中度提升。

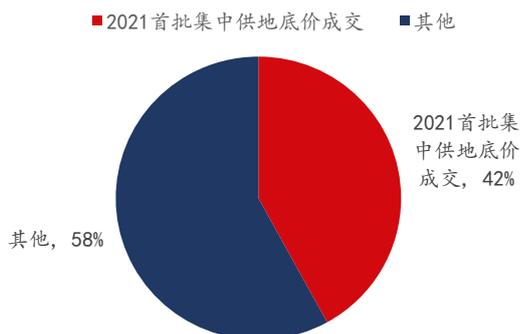
图表15：2020H1 较多银行房地产贷款占比超30%

分档	银行	个人住房贷款占比 (%)	房地产贷款占比 (%)	调整期限 (年)	超标额度贷款余额比重 (%)
第一档 (中资大型银行)	建设银行	34.36	39.03	2	1.86
	邮储银行	33.64	35.15	2	1.14
第二档 (中资中型银行)	招商银行	24.74	33.24	4	5.74
	兴业银行	25.73	33.73	4	6.23
	浦发银行	19.31	27.93	2	0.43
	平安银行	18.21	29.34	2	1.84
第三档 (中资小型银行和非 县域农合机构)	杭州银行	14.39	24.93	4	2.43
	成都银行	26.02	35.80	4	13.30
	郑州银行	18.43	32.88	4	10.38
	青岛银行	19.86	31.57	4	9.07
	青农商行	11.93	30.02	4	7.52
	厦门银行	18.79	26.89	4	4.39

资料来源：联合资信，Wind，国联证券研究所

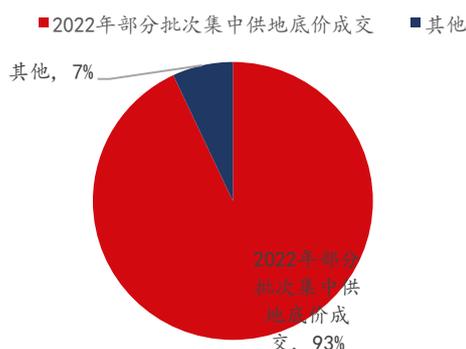
22城住宅用地“两集中”，土地集中度上升，溢价率得到控制。2021年2月26日，自然资源部要求22个试点城市实施住宅用地“两集中”政策，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次，同时要求试点城市单列租赁住房用地占比一般不低于10%。“两集中”政策实施以前，常态化供地每月推出土地数量较为均衡，土地出让集中度较低。2021年实施“两集中”政策之后，土地出让集中度明显提升，价格得到抑制。

图表16：2021年首批集中供地溢价仍然较多



资料来源：中国金融信息网，中指研究院，国联证券研究所

图表17：2022年部分批次集中供地底价成交超90%

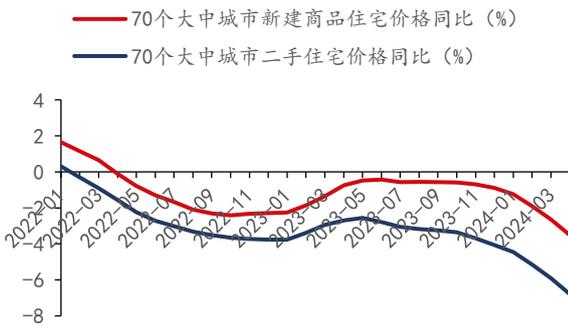


资料来源：中国金融信息网，中指研究院，国联证券研究所

### 2.3 市场供需下行，政策逐步宽松

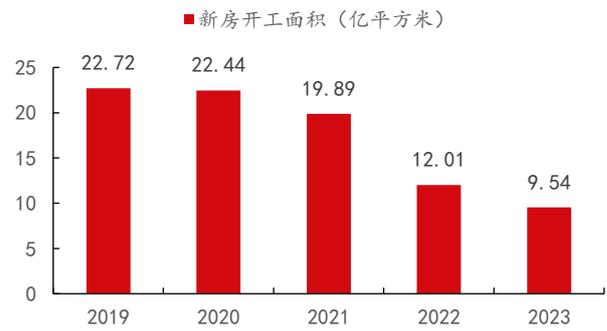
自2022年以来，中国的房地产市场经历了持续的价格下跌和新房开工量的减少。政策端，政府为了防范房地产市场过热，出台了限购限贷、提高首付比例等政策，抑制了投机需求，房价逐渐回落。需求端，经济增速、城市化进程放缓，人口老龄化问题逐步显现，购房需求减弱。此外，大型房地产企业的债务问题引发了市场信心下降，部分项目停工或推迟，购房者和投资者对未来房价预期变得保守，观望情绪浓厚。

图表18：2022年以来房价长期处于下跌状态



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表19：价格承压下新房开工面积不断下降



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

2022-2023年调控提振政策频出，但市场供需持续承压。政府陆续推出“稳房价、保民生”政策，但市场需求仍然疲软，房价仍有压力。政府采取了多种措施，包括降低贷款利率、调整限购政策、下调首付比例和提供金融支持等，但基本面仍在筑底，主要原因包括市场信心不足、购房需求疲软、房地产企业债务压力大及经济增速放缓等多方面因素。

图表20：2022-2023年提振政策不断出台



资料来源：中国政府网，中国人民银行，国联证券研究所

### 2.4 政策积极调控，带动多轮市场修复

政策调控对房地产市场和股市的波动具有显著影响，基本面有望修复。自2020年以来，政府通过多次调整基准利率、降低贷款利率、放宽购房限制等措施来调控市场。例如，2020年2月央行下调LPR利率，刺激经济增长，带动市场出现显著反弹。

2021年下半年起，随着政府加大对房地产市场的管控力度，房地产指数持续下滑。2022年和2023年，政府通过降息、降低首付比例等政策刺激市场，板块估值得到修复。2024年4-5月政策总基调变化，且宽松力度较大，或有望带来长期利好。

图表21：2020年至今房地产指数走势



### 3. 投资建议：改善性产品房企有望率先修复

我们认为地产行业有望逐步筑底，板块估值或将跟随政策落地和基本面改善逐步修复。需求端，城镇化率仍然有较大提升空间，叠加宽松政策后改善性需求的释放，需求有望持续修复；供给端，政策继续坚持“因城施策”，强调消化存量房产，“以旧换新”政策逐步在各城市中展开，有望盘活房企资产。建议关注资金实力较强、土地储备优质充裕的国有企业，以及具备改善性产品塑造能力的房企。二手房市场有望在新一轮周期中持续增长，建议关注二手房交易龙头企业。

### 4. 风险提示

1. 政策调整滞后性风险。政府制定了精准的调控措施，由于执行和市场响应存在时滞，实际效果可能落后于预期，影响政策的落地效果。
2. 房地产市场下行风险。若市场信心持续低迷并伴随经济增速放缓，房地产市场的交易观望情绪浓厚，成交量和价格的回升速度或低于预期。
3. 房企流动性风险加剧。目前房地产需求低迷，商品房库存较高，行业出清或将加速，部分房企流动性风险可能加剧。

### 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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼