

## 宏观周报：房地产去库存的历史经验

### 投资要点：

当前房地产库存已经升至历史高位，促进房地产存量库存消化是当前房地产政策的重要内容之一。截至2024年4月，我国商品房待售面积为74553万平方米，升至历史高位；同比增长15.7%，至今仍维持在10%以上的双位数增长水平。4月30日，中央政治局会议提出，要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。

房地产库存的大幅攀升在2014年至2015年期间也曾出现过。2014年商品房待售面积先后突破5亿和6亿平方米，2015年底站上7亿平方米的高位，2016年初达到本轮库存的阶段高点7.4亿平方米。如果考虑到在建商品房，该时期房地产广义库存水平要更高。面对库存的快速累积，房地产政策进入新一轮放松周期。

库存去化的逻辑在于供给与需求之间的相对关系，因此在其他条件不变的情况下，实现库存去化要么约束供给，要么扩大需求。2014年至2016年这一轮房地产周期正是从需求侧发力实现存量商品房的库存去化。

**一是通过放松房地产调控政策，促进居民购房需求持续释放。**除去放松限购、降低首付比等政策外，从2014年底至2015年，央行累计6次调降中长期贷款基准利率，5年期以上贷款基准利率从6.55%降至4.90%，累计下降幅度高达165个基点；居民个人住房贷款加权平均利率从最高6.96%下降至最低4.52%。在降低首付、调降房贷利率等一系列政策放松叠加后续房价上涨的刺激下，居民购房需求明显释放，金融机构对个人住房的贷款持续攀升，居民部门的杠杆率也从2014年底的36%上升至2016年底的44.7%。

**二是通过棚改货币化安置加速房地产的库存去化。**2014年起，棚改安置逐步转向以货币化安置为主，棚改货币化安置的比例持续提升，棚改货币化安置是房地产去库存的主要动力之一。2014年至2017年全国棚改货币化安置的比例分别为10%、29.9%、48.5%和60.0%，分别对应47万套、180万套、294万套以及365万套。根据套均面积为85平方米的标准计算，2014年至2017年通过棚改货币化安置去库存的面积分别为0.4亿、1.5亿、2.5亿和3.1亿平方米，分别占当年商品房销售面积的3.4%、12.2%、16.4%和19.0%。

**风险提示：**宏观变化超预期；海外市场大幅波动；金融风险事件爆发等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号：S0210523060005  
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 《夯实资本市场高质量发展制度基础——新“国九条”学习解读》—2024.04.12
- 《二季度经济与市场展望：分母的逻辑》——2024.04.07
- 《PMI数据点评：制造业景气大幅回升》——2024.03.31

## 正文目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 1 专题聚焦：房地产去库存的历史经验..... | 3  |
| 2 资本市场一周表现回顾.....       | 7  |
| 3 本周重点关注事件一览.....       | 11 |
| 4 风险提示 .....            | 11 |

## 图表目录

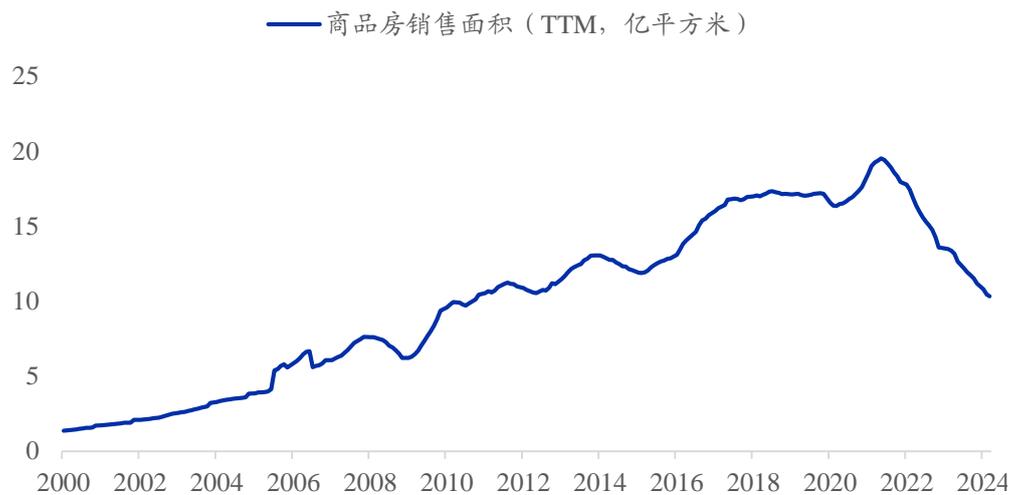
|  |    |
|--|----|
| 图表 1：2000 年以来过去十二个月商品房销售面积走势 .....           | 3  |
| 图表 2：2000 年以来商品房待售面积及同比增速走势 .....            | 4  |
| 图表 3：2014 年及 2015 年商品房销售、待售及施工情况（亿平方米） ..... | 4  |
| 图表 4：2014 年至 2016 年房地产贷款利率明显下行（%） .....      | 5  |
| 图表 5：住房贷款余额持续攀升 .....                        | 5  |
| 图表 6：居民部门杠杆率出现明显增加 .....                     | 6  |
| 图表 7：2014 年至 2017 年棚改货币化情况 .....             | 6  |
| 图表 8：主要大类资产市场表现 .....                        | 7  |
| 图表 9：A 股市场主要宽基指数表现 .....                     | 7  |
| 图表 10：全球主要股市涨跌幅情况 .....                      | 8  |
| 图表 11：中信一级行业指数市场表现 .....                     | 9  |
| 图表 12：行情表现领先的十个细分行业 .....                    | 9  |
| 图表 13：行情表现落后的十个细分行业 .....                    | 10 |
| 图表 14：风格指数市场表现情况（%） .....                    | 10 |

## 1 专题聚焦：房地产去库存的历史经验

当前房地产库存已经升至历史高位。近两年，随着房地产市场的持续调整，房地产销售不断走弱，2022年以来，商品房销售面积累计同比增速持续负增长，当前销售面积（过去十二个月）的绝对值已经降至2010年前后的水平。与之对应的是，商品房库存出现了明显上升，待售面积同比增速持续提升，到2023年底达到19%。截至2024年4月，我国商品房待售面积为74553万平方米，升至历史高位；同比增长15.7%，至今仍维持在10%以上的双位数增长水平。

促进房地产存量库存消化是当前房地产政策的重要内容之一。4月30日，中央政治局会议提出，要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。5月17日，何立峰在出席全国切实做好保交房工作视频会议时提出，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；在随后的政策例行吹风会上，央行表示拟设立3000亿元保障性住房再贷款，以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。

图表 1：2000 年以来过去十二个月商品房销售面积走势

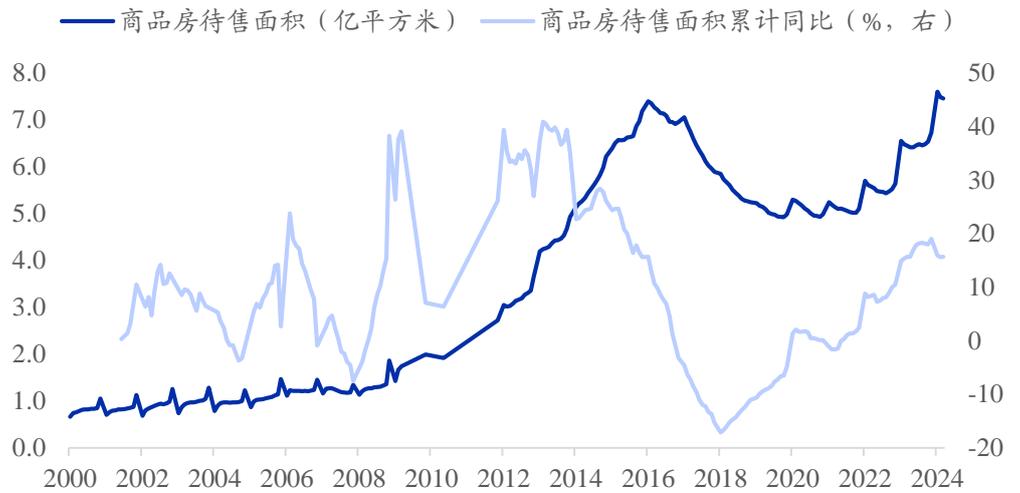


来源：iFind、华福证券研究所

房地产库存的大幅攀升在2014年至2015年期间也曾出现过。从2012年开始，商品房待售面积同比增速出现了明显提升，一直到2013年底持续维持在30%以上的高速增长，期间最高甚至超过了40%。2014年后增速虽然放缓，但仍在较长一段时间内维持在20%以上增速。从绝对值来看，2011年底商品房待售面积为27194万平方米，2012年初上升至3亿平方米以上，2013年初攀升至4亿平方米，到2014年先后突破5亿和6亿平方米，2015年底站上7亿平方米的高位，2016年初达到本轮库存的阶段高点7.4亿平方米。

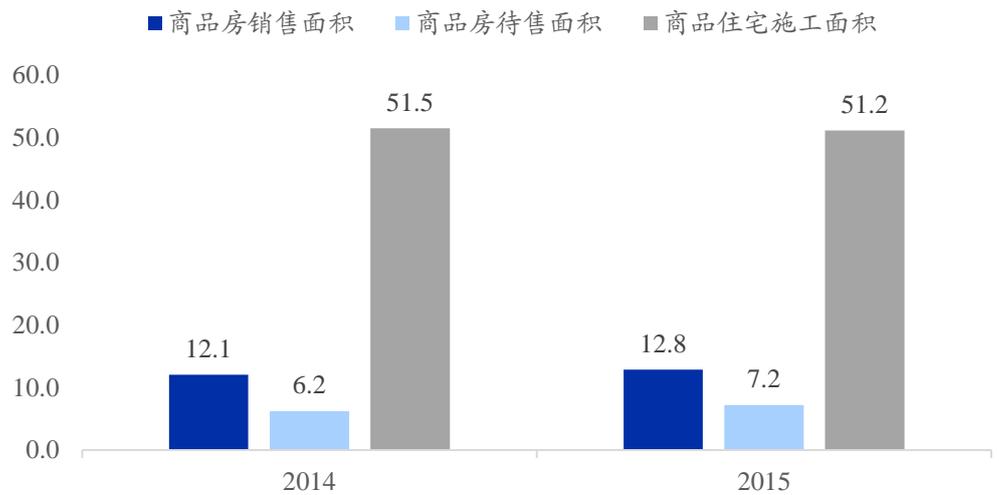
如果考虑到在建商品房，该时期房地产广义库存水平要更高。根据统计局数据，2015年，我国商品房销售面积12.8亿平方米，待售面积7.2亿平方米，但商品住宅施工面积高达51.2亿平方米，仅施工面积和待售面积之和就接近60亿平方米。

图表 2: 2000 年以来商品房待售面积及同比增速走势



来源: iFind、华福证券研究所

图表 3: 2014 年及 2015 年商品房销售、待售及施工情况 (亿平方米)



来源: iFind、华福证券研究所

面对库存的快速累积，房地产政策进入新一轮放松周期。在 2015 年底的中央经济工作会议上，化解房地产库存成为次年重要工作内容之一。会议提出，要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场。

库存去化的逻辑在于供给与需求之间的相对关系，当供给大于需求时，库存会不断累积，反之在供给小于需求时，库存会持续下降。因此在其他条件不变的情况下，实现库存去化要么约束供给，要么扩大需求。2014 年至 2016 年这一轮房地产周期正是从需求侧发力实现存量商品房的库存去化。

一是通过放松房地产调控政策，促进居民购房需求持续释放。除去放松限购、降低首付比等政策外，从2014年底至2015年，央行累计6次调降中长期贷款基准利率，5年期以上贷款基准利率从6.55%降至4.90%，累计下降幅度高达165个基点；本轮降息周期中，居民个人住房贷款加权平均利率从最高6.96%下降至最低4.52%。

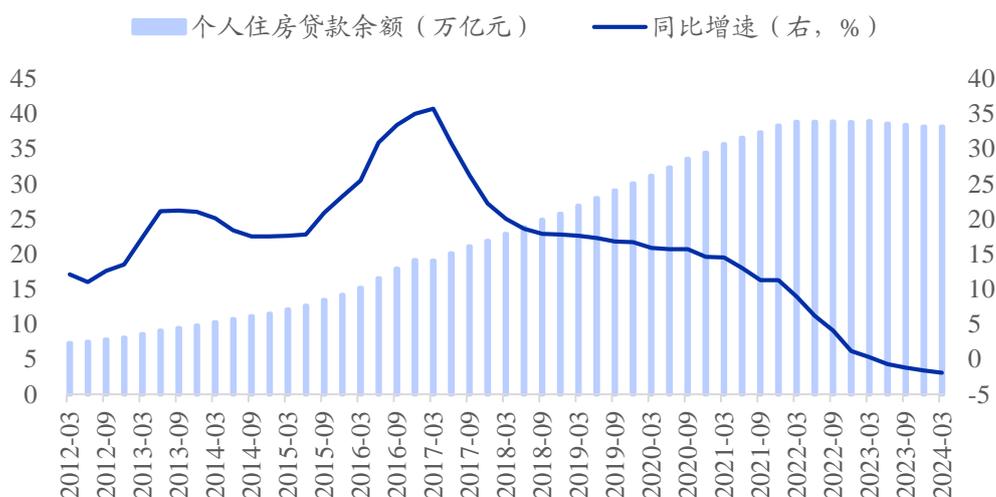
图表4：2014年至2016年房地产贷款利率明显下行（%）



来源：iFind、华福证券研究所

在降低首付、调降房贷利率等一系列政策放松叠加后续房价上涨的刺激下，居民购房需求明显释放，金融机构对个人住房的贷款持续攀升。2014年底，个人住房贷款余额为11.52万亿元，到2015年底快速攀升至14.18万亿元，同比增长23.2%；2016年还在加速上升，到年底达到了19.14万亿元，同比增长了35%。居民部门的杠杆率也从2014年底的36%上升至2016年底的44.7%。

图表5：住房贷款余额持续攀升



来源：iFind、华福证券研究所

图表 6: 居民部门杠杆率出现明显增加

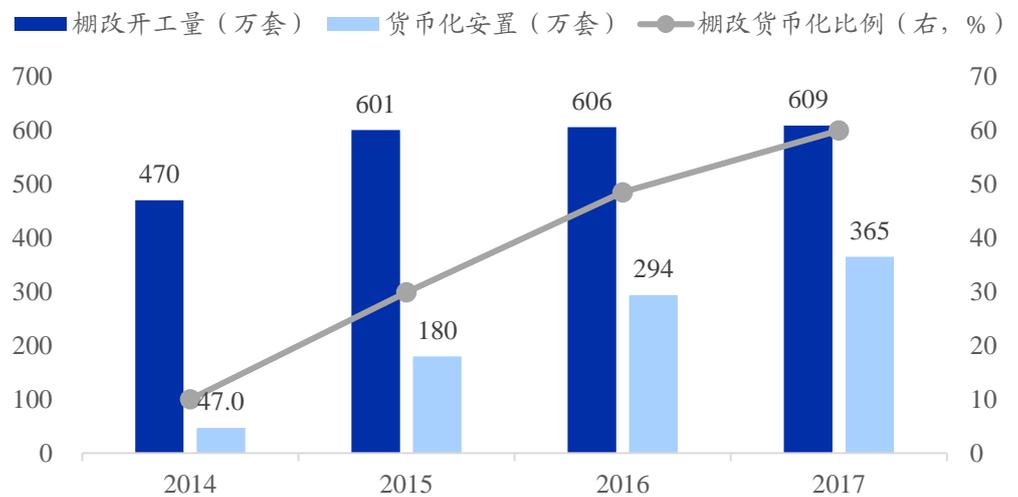


来源: iFind、华福证券研究所

二是通过棚改货币化安置加速房地产的库存去化。棚户区改造是重大民生项目，安置方式主要包括新建住房安置与货币化安置两种方式，区别在于新建住房安置能够直接对房地产投资起到拉动作用，而货币化安置则对房地产库存去化有明显的促进作用。2014年起，棚改安置逐步转向以货币化安置为主，棚改货币化安置的比例持续提升，2014年至2017年全国棚改货币化安置的比例分别为10%、29.9%、48.5%和60.0%。

棚改货币化安置是房地产去库存的主要动力之一。2014年至2017年我国棚改货币化安置分别为47万套、180万套、294万套以及365万套；根据住建部，2016年棚改货币化安置达到了48.5%，大约去库存2.5亿平方米，对应套均面积约为85平方米。以此为标准计算，2014年至2017年通过棚改货币化安置去库存的面积分别为0.4亿、1.5亿、2.5亿和3.1亿平方米，分别占当年商品房销售面积的3.4%、12.2%、16.4%和19.0%。

图表 7: 2014年至2017年棚改货币化情况

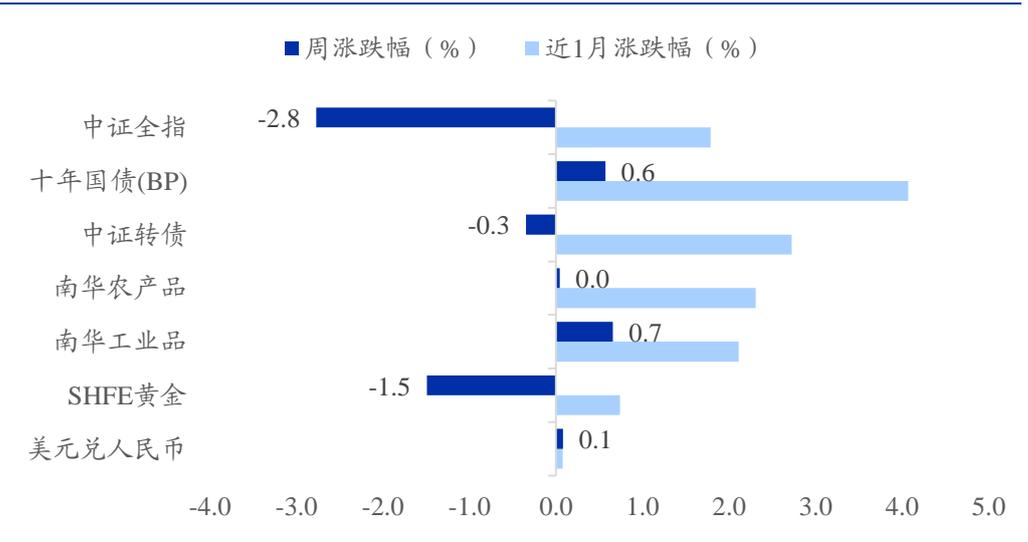


来源: iFind、华福证券研究所

## 2 资本市场一周表现回顾

上周股票市场调整，国债利率小幅上升，工业品价格上涨，农产品价格走平，黄金价格下跌，人民币兑美元汇率环比小幅上升。具体来看，股票市场中，中证全指跌2.8%。债券市场中，十年期国债收益率小幅上升0.6个bp，中证可转债小幅下降0.3%。商品市场中南华农产品指数基本走平，南华工业品指数单周涨0.7%。黄金价格下跌1.5%，人民币兑美元汇率环比小幅上升0.1%。

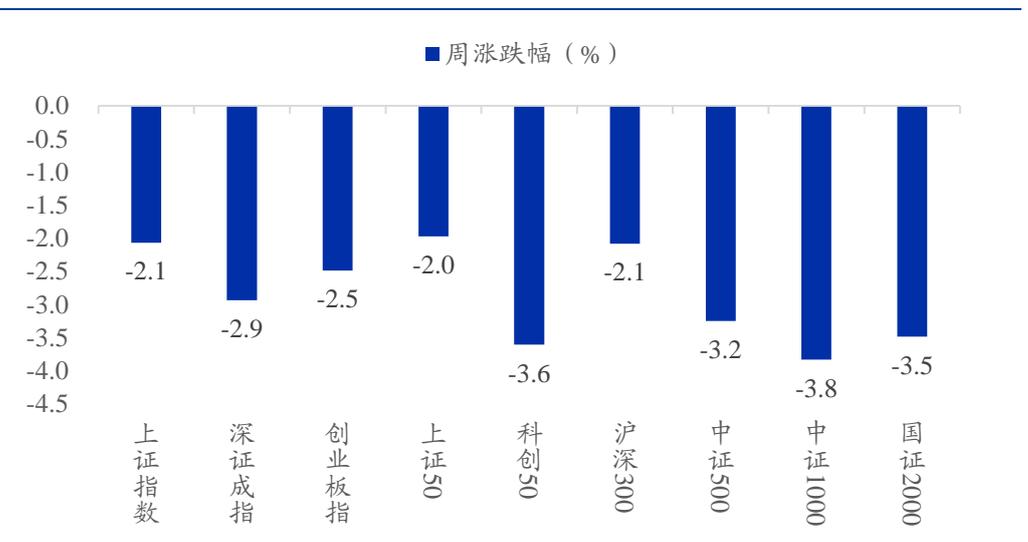
图表 8：主要大类资产市场表现



来源：iFind、华福证券研究所

从主要宽基指数来看，上周 A 股市场主要宽基指数全线调整。具体来看，上周上证综指、深证成指、创业板指等指数单周跌幅分别为 2.1%、2.9%和 2.5%。上证 50、科创 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 和国证 2000 等规模指数单周分别下跌 2.0%、3.6%、2.1%、3.2%、3.8%和 3.5%，同样集体收跌。

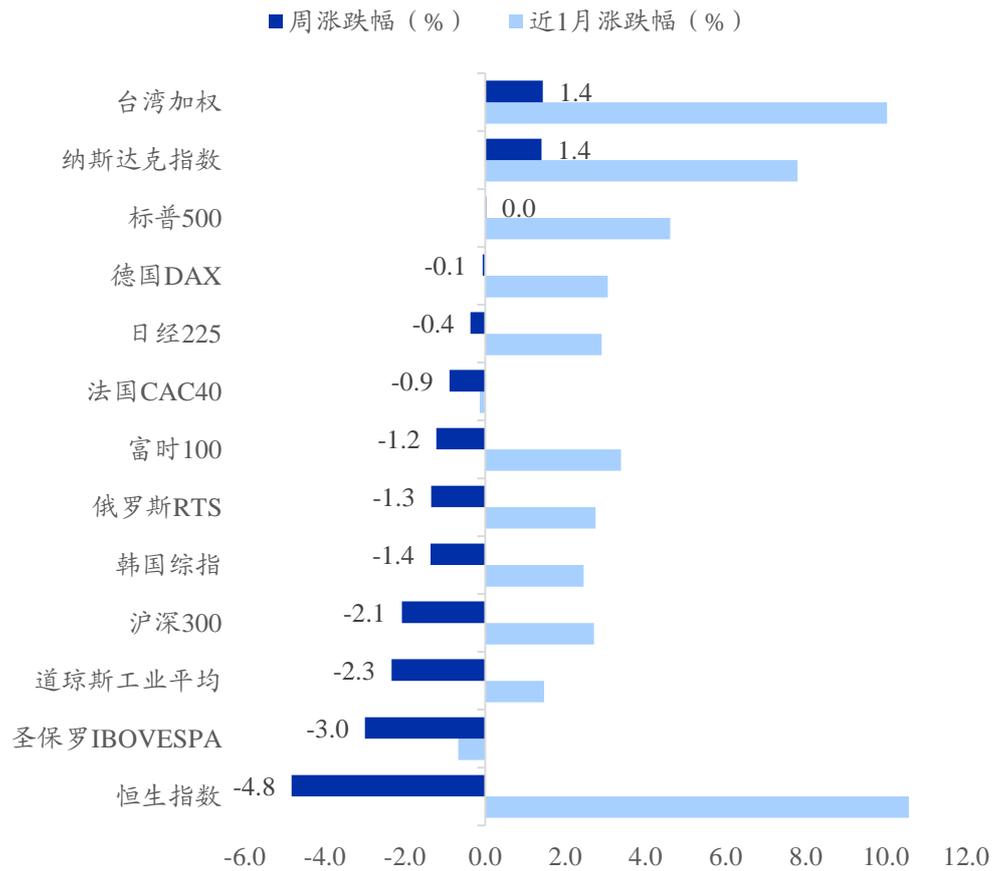
图表 9：A 股市场主要宽基指数表现



来源：iFind、华福证券研究所

从全球权益市场来看，上周全球主要股票市场多数收跌。具体来看，发达市场中美股标普500指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数走势不一，单周分别为上涨0.0%、下跌2.3%和上涨1.4%。欧洲市场中法国CAC40指数、德国DAX指数双双下行，单周跌幅分别为0.9%和0.1%，英国富时100指数单周跌1.2%。日经225指数及韩国综合指数单周分别下跌0.4%和1.4%，恒生指数上周跌4.8%。新兴市场中圣保罗IBOVESPA指数单周跌3.0%，台湾加权指数单周上涨1.4%。

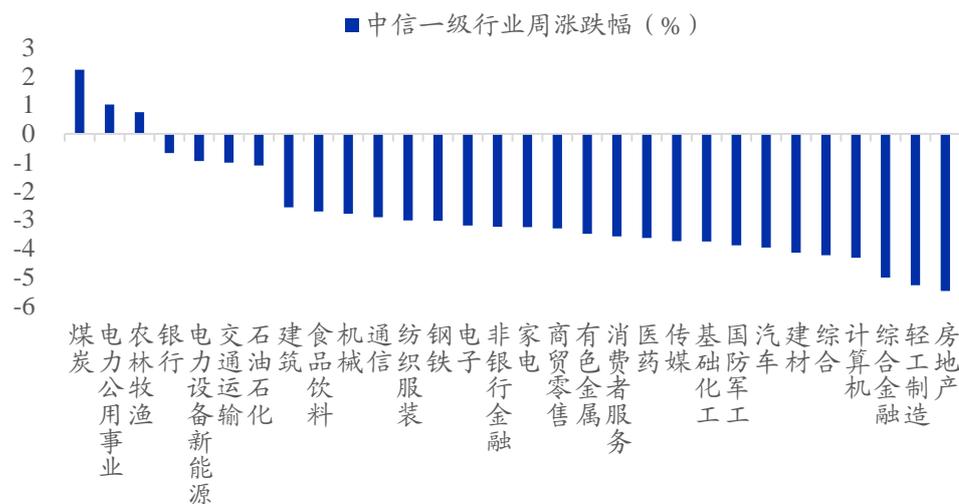
**图表 10：全球主要股市涨跌幅情况**



来源：iFind、华福证券研究所

上周中信各一级行业多数收跌。具体来看，上周仅煤炭、电力公用事业和农林牧渔行业上涨，涨幅分别为2.2%、1.0%和0.8%。房地产、轻工制造和综合金融跌幅靠前，单周分别下跌5.5%、5.3%和5.0%。

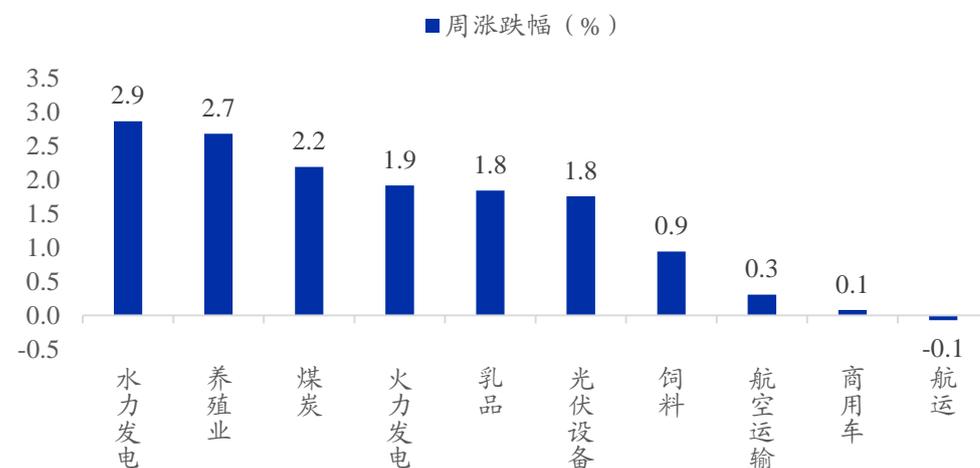
图表 11：中信一级行业指数市场表现



来源：iFind、华福证券研究所

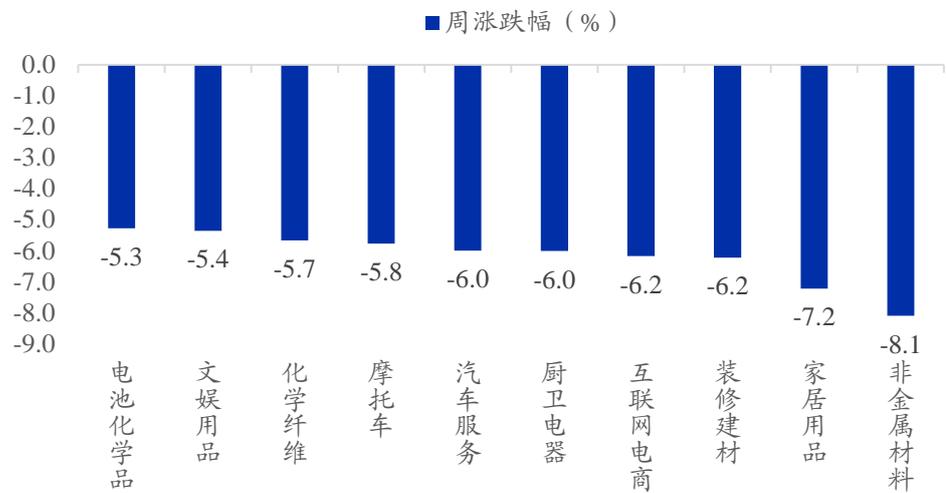
从我们筛选的细分行业来看,上周行情表现领先的前 5 名细分行业及周涨跌幅分别是水力发电 (+2.9%)、养殖业 (+2.7%)、煤炭 (+2.2%)、火力发电 (+1.9%)、乳品 (+1.8%)。上周行情表现落后的后 5 名细分行业及周涨跌幅分别是非金属材料 (-8.1%)、家居用品 (-7.2%)、装修建材 (-6.2%)、互联网电商 (-6.2%)、厨卫电器 (-6.0%)。

图表 12：行情表现领先的十个细分行业



来源：iFind、华福证券研究所

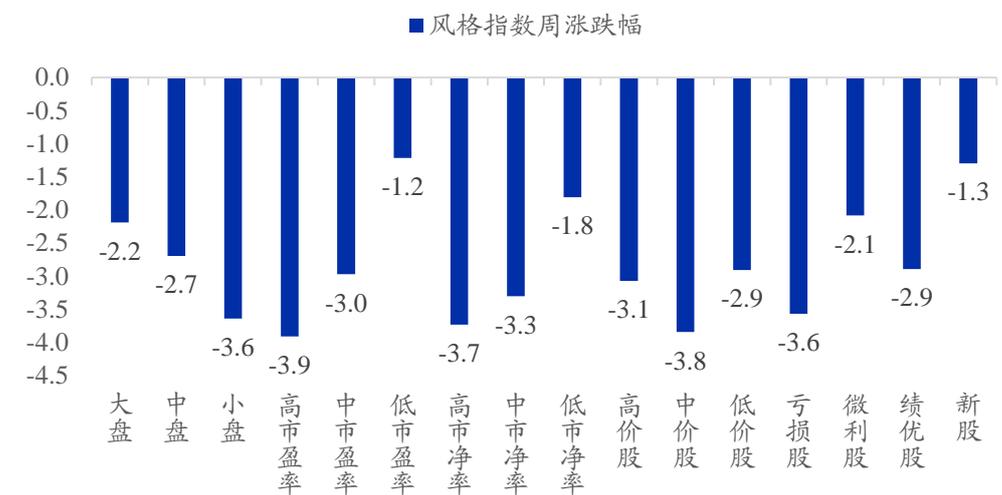
图表 13: 行情表现落后的十个细分行业



来源: iFind、华福证券研究所

上周各风格指数全线下跌。规模来看,上周大盘指数跌 2.2%,跌幅好于中盘和小盘;估值来看,上周低市盈率和低市净率指数分别下跌 1.2%和 1.8%,跌幅分别在高、中、低市盈率或市净率指数中最小;价格方面,上周低价股跌 2.9%,要好于高价股与中价股;基本面方面,微利股跌 2.1%,跌幅好于亏损股和绩优股。上周新股风格指数跌 1.3%。

图表 14: 风格指数市场表现情况 (%)



来源: iFind、华福证券研究所



### 3 本周重点关注事件一览

国内方面，5月27日周一预计将公布4月份工业经济效益报告；5月31日周五预计将公布5月份制造业 PMI、非制造业 PMI 以及综合 PMI。

国外方面，5月29日周三预计将公布美国 M2 货币供应量；5月30日周四预计将公布欧元区失业率、美国核心 PCE 物价指数同比；5月31日周五预计将公布欧元区 CPI 数据。

### 4 风险提示

宏观变化超预期；海外市场大幅波动；金融风险事件爆发等。

### 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn