

房地产行业深度报告

地产收储，该几多期许，效果当几何？

增持（维持）

2024年06月06日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

投资要点

■ 我国当前的库存情况究竟如何？目前全国库存处于历史相对高位，约为历史最高点的85%；新房销量不断下滑，去化周期迅速攀升，当前已创2010年来新高为27.2个月；一/二/三线城市库存分布处于历史最高位的90%/75%/96%，近1年来整体均保持稳定；一二三线城市去化周期均已达历史新高，三线城市去化周期上涨速度最快，形势最为严峻。

■ 2014年周期中“去库存”如何拉动地产量价复苏？2010年限购政策陆续出台后，行业基本面迅速下行，房地产库存迅速累积，2015年达到历史峰值；2014年政策放松以“去库存”为主导目标，聚焦限购限贷放松和棚改货币化。在一揽子政策的刺激下，购房需求迅速提振，房价随之上涨。本轮去库存可以分为两个阶段：阶段一（2014年9月-2016年3月）：月度供应面积>月度成交面积，80城库存面积未出现明显下降；阶段二（2016年3月-2017年6月）：月度供应面积<月度成交面积，80城库存水位迅速下降。2016年月度供应面积的下降主要是由于前期拿地投资减少的作用开始逐步显现

我们认为在2014年周期中，去化周期的下降是后续“量-价-供需”三者正向循环的启动点。通过分析我们得到了以下结论：（1）本轮周期中去化周期的下降更大程度上是因为销售面积的提升而非库存下降。（2）量在价先：房价下跌/上涨滞后于销售面积3个月/2个月。（3）本轮放松去化周期下降21%至16.9月后带动楼市进入“量-价-供需”的正向循环。

■ 本轮收储政策的实施路径和作用？本轮收储分为收新房的“保障性住房再贷款”政策和收二手房的“以旧换新”政策，收新房是地方国企向开发商收购已建成未出售的存量新房，而“以旧换新”是地方国企向居民收购存量住宅用作保障房，居民出售二手房后需要购买更高总价的新房。总体而言，收购新房政策的落地操作性和可复制性更强，而收购二手房对市场需求的提振作用更强。

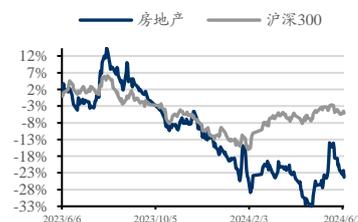
我们认为收储模式的作用主要有（1）为保障性租赁住房提供增量；（2）消化库存改善供需关系，稳定房价预期；（3）缓解被收储开发商流动性压力，助力保交楼。在落地过程中也可能遇到收益覆盖问题导致地方政府动力不足等问题。

■ 本轮收储政策需要多少资金方可起效？我们预计5000亿收储资金可以收购存量新房46.7-53.4万套，单套收购成本在100万元左右。而全国新房+二手房住宅库存套数约963万套。借鉴2014年周期的经验，我们假设去化周期下降21%或去化周期降至16.9个月左右，地产销售的量价情况会显著复苏，若要使去化周期下降21%或下降至16.9个月，所需的收购资金为2.04或3.67万亿元。若其中60%为央行的保障性住房再贷款，则需要再贷款1.22或2.20万亿元。基于此，我们期待后续央行追加再贷款资金支持，促进房地产市场的企稳复苏。

■ 投资建议：本轮收储政策着力于供给端，有望降低库存水位，改善供需关系，稳定房价预期；同时助力保障房和保交楼工作。结合需求端政策，有望带动地产销售基本面温和复苏。推荐：1）财务稳健、土储集中在核心城市的优质标的。推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华润置地、越秀地产、华发股份，建议关注：万科A；2）拥有充沛优质持有型物业资产、现金流有望边际改善的房企。推荐：新城控股、金地集团，建议关注：龙湖集团；3）物业公司：华润万象生活、保利物业、绿城服务、越秀服务；4）代建及中介公司：绿城管理控股、贝壳。

■ 风险提示：收储政策后续落地进度不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期

行业走势



相关研究

《新房成交环比增长，沪广深下调首付比例及房贷利率》

2024-06-04

《527 上海新政点评：全方位多角度松绑限购，超预期下调首付比例及房贷利率》

2024-05-28

内容目录

1. 我国当前的库存情况究竟如何？	4
1.1. 不同口径的房地产库存指标.....	4
1.2. 当前库存和去化周期的情况.....	4
2. 2014 年周期中“去库存”如何拉动地产量价复苏？	7
2.1. 2014 年去库存周期回顾.....	7
2.2. 去化周期下降是 2014 年周期“量-价-供需”三者正向循环的启动点	10
3. 本轮收储政策需要多少资金方可起效？	13
3.1. 收储模式介绍.....	13
3.2. 收储模式的作用与问题.....	17
3.3. 收储政策起效所需资金测算.....	20
4. 总结及投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	库存的三种统计口径之间的关系.....	4
图 2:	2010 年至今我国 80 大中城市的狭义口径库存和去化周期.....	5
图 3:	2010 年至今不同能级城市的狭义库存变化情况.....	6
图 4:	2010 年至今不同能级城市的去化周期变化情况.....	6
图 5:	2015 年 1 月 80 城商品住宅库存达到峰值.....	7
图 6:	2014 年周期央行连续六次降息.....	8
图 7:	2014 年周期房贷利率迅速下降.....	8
图 8:	2014 年周期商品房销售量价同比及关键政策节点.....	9
图 9:	2014 年放松周期时间轴.....	10
图 10:	房地产市场“量-价-供需”三者正向循环的逻辑链条示意图.....	10
图 11:	2014 年周期去库存的两个阶段.....	11
图 12:	2014 年周期中库存、去化周期、销售面积、房价的走势变化.....	12
图 13:	3000 亿保障性住房再贷款收储流程图.....	13
图 14:	部分城市收储类“以旧换新”政策一览.....	15
图 15:	郑州“以旧换新”示意图.....	16
图 16:	收购新房及二手房的优劣势对比.....	16
图 17:	全国保租房 2021-2023 年的完成进度.....	17
图 18:	部分重点城市的保租房完成情况.....	18
图 19:	部分重点城市 2024-2025 年保租房筹集目标.....	18
图 20:	2021 年至今 70 大中城市新房和二手房价指数同比.....	19
图 21:	2020 年至今房企信用债净融资额（季度）.....	19
图 22:	2018 年至今中国百城住宅租金收益率.....	20
图 23:	2024 年 3 月重点城市租售比一览.....	20
图 24:	2024 年 4 月商品住宅待售面积达 3.91 亿方.....	20
图 25:	2024 年 2 月-4 月不同能级城市挂牌量.....	21
图 26:	2024 年 4 月百城二手房挂牌量达 475 万套.....	21
图 27:	2024 年 5 月一二线城市二手房均价.....	22
图 28:	两种情况下收储政策起效所需资金测算.....	23
图 29:	去化周期变化比例的敏感性分析.....	23
表 1:	保障性住房再贷款和租赁住房贷款支持计划对比.....	14

1. 我国当前的库存情况究竟如何？

1.1. 不同口径的房地产库存指标

一般来说，商品房住宅的库存分为三种不同口径：商品房待售面积（小口径），商品住宅狭义库存量（中口径）以及商品住宅广义库存量（大口径）。

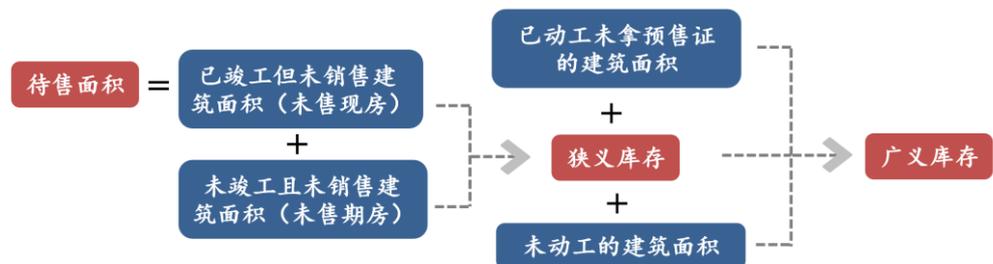
商品房待售面积：根据国家统计局，待售面积指报告期末已竣工的可供销售或出租的商品房屋建筑面积中，尚未销售或出租的商品房屋建筑面积，包括以前年度竣工和本期竣工的房屋面积，但不包括报告期已竣工的拆迁还建、统建代建、公共配套建筑、房地产公司自用及周转房等不可销售或出租的房屋面积。

狭义房地产库存：是指已批准可供销售的商品住宅建筑面积中，尚未销售的商品住宅面积，它与待售面积的区别在于，狭义库存包含了尚未竣工的期房。狭义库存是最常用的库存指标，本文中的“库存”若无特别说明，均指“狭义库存”。

广义房地产库存：在狭义库存的基础上，增加了未动工总建面积和已动工未拿销证面积。

我们可以用一张图来说明三者的联系：

图1：库存的三种统计口径之间的关系



数据来源：国家统计局，克而瑞，东吴证券研究所绘制

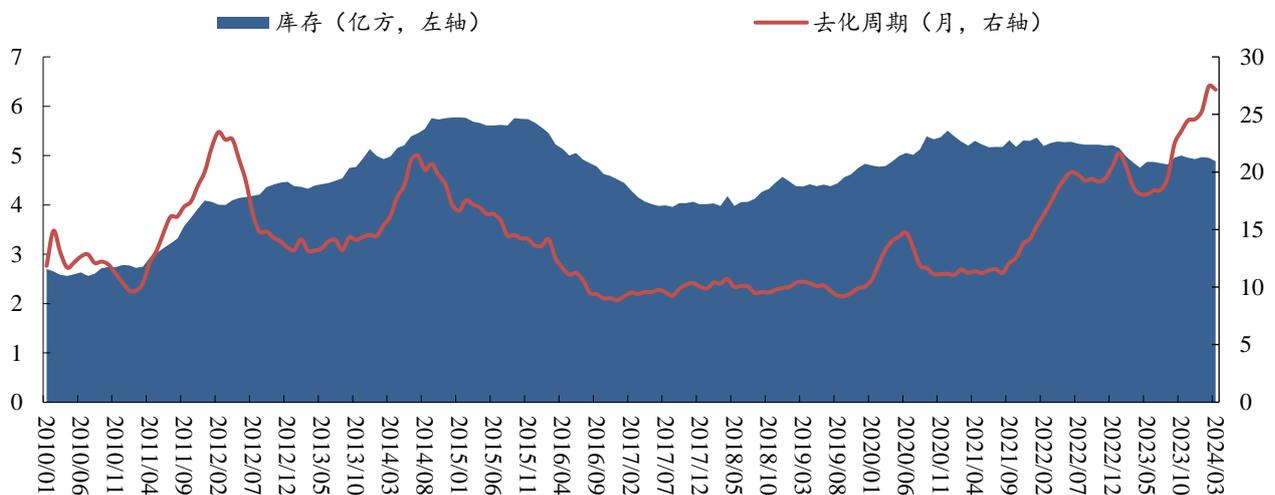
1.2. 当前库存和去化周期的情况

目前全国库存处于历史相对高位，约为历史最高点的85%。2010年后房地产政策收紧，基本面下行，地产库存不断累积。2015年1月达到历史高峰，80城商品住宅狭义库存为5.78亿方。之后政府开始强调去库存，2015年后政策逐渐发挥效力，70城库存面积持续下降，2017年8月80城商品住宅狭义库存降至3.96亿方。2018年8月，房地产市场降温，叠加2020年新冠疫情的影响，2021年9月狭义库存迎来5年内最高峰

5.31 亿方，为 2015 年高点的 92%。2022 年开始房地产进入放松周期，但截至 2024 年 3 月，我国 80 城商品住宅狭义库存仍位于高点为 4.88 亿方，约为 2015 年高点的 85%。

新房销量不断下滑，去化周期迅速攀升，当前已创 2010 年来新高为 27.2 个月。以近十年的数据来看，第一次去化周期高点在 2014 年 7 月份为 21.4 月。经历数轮政策放松后，在 2016 年 12 月份，商品住宅去化周期迎来低点为 8.9 月。2017-2019 三年间，商品房去化周期趋于稳定，一直在 10 个月左右浮动。直到 2020 年初新冠疫情的爆发，去化周期迅速上升至 2020 年 6 月的 14.7 月。2021 年末开始，随着地产景气度下行，民营开发商陆续暴雷，我国商品住宅销售面积和金额不断下滑，去化周期持续上升。2024 年 3 月去化周期已达历史最高点，约为 27.2 个月。

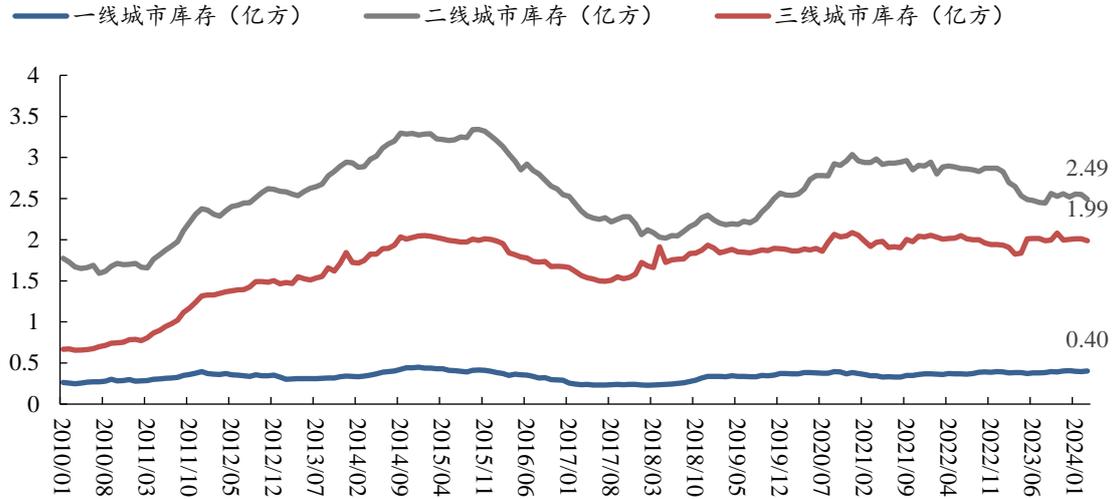
图2：2010 年至今我国 80 大中城市的狭义口径库存和去化周期



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

一/二/三线城市库存分布处于历史最高位的 90%/75%/96%，近 1 年来整体均保持稳定。一线城市的狭义库存高点在 2014 年 12 月为 0.45 亿方，2024 年 3 月为 0.40 亿方，约为历史高点的 90%。二线城市的库存高点在 2015 年 9 月为 3.34 亿方，2024 年 3 月为 2.49 亿方，约为历史高点的 75%。三线城市的库存高点在 2020 年 12 月为 2.09 亿方，2024 年 3 月为 2.00 亿方，约为历史高点的 96%。

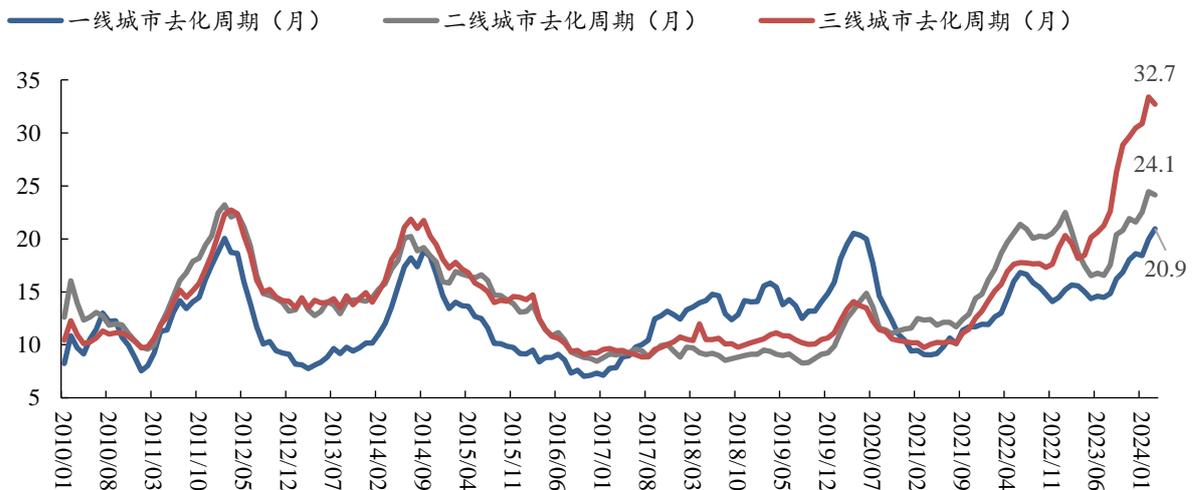
图3：2010年至今不同能级城市的狭义库存变化情况



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

一二三线城市去化周期均已达历史新高，三线城市去化周期上涨速度最快，形势最为严峻。截至2024年3月，一线城市的去化周期为20.9月，为历史高点（2020年4月，20.5月）的102%；二线城市的去化周期为24.1月，为历史高点（2012年2月，23.2月）的104%；三线城市去化周期为32.7月，为历史高点（2012年3月，22.7月）的144%。三线城市去化周期自2021年8月的10.1月迅速攀升，当前尚无放缓迹象，形势较为严峻。

图4：2010年至今不同能级城市的去化周期变化情况



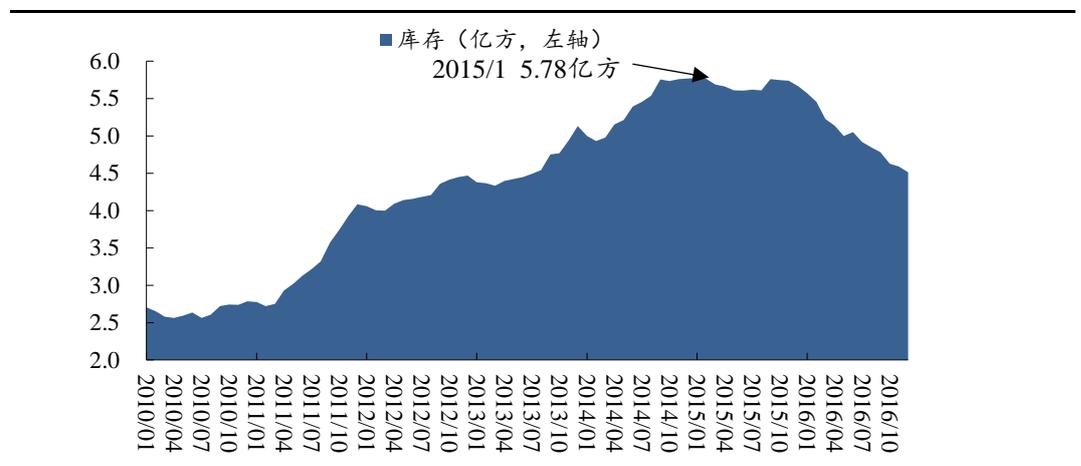
数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

2. 2014 年周期中“去库存”如何拉动地产量价复苏？

2.1. 2014 年去库存周期回顾

2010 年限购政策陆续出台，行业基本面迅速下行，房地产库存迅速累积，2015 年达到历史峰值。2010 年北京、上海、广州等地陆续出台限购政策。2011 年 7 月 12 日国务院常务会议要求房价上涨过快的二三线城市也采取必要的限购措施。限购政策有效减少了投资性购房需求，之后又通过上调购房环节税负、收紧房企融资等政策进一步调控房地产市场。此背景下，房地产库存迅速累积，80 城商品住宅库存在 2015 年 1 月达到峰值 5.78 亿方。

图5：2015 年 1 月 80 城商品住宅库存达到峰值

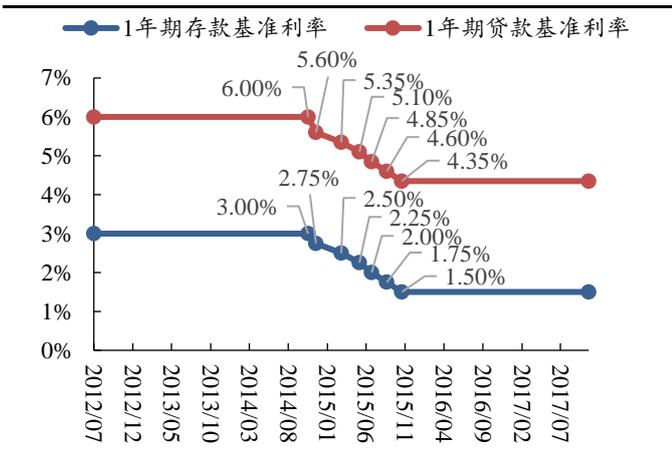


数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

2014 年周期的政策以“去库存”为主导目标，聚焦限购限贷放松和棚改货币化。

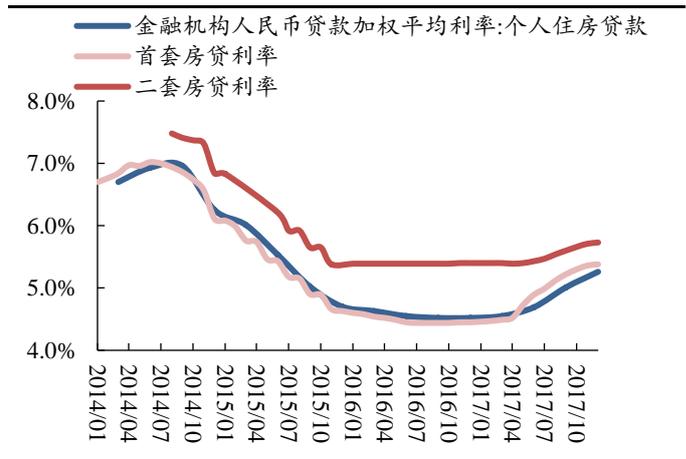
宏观调控政策方面：以降息降准为主，带动房贷利率大幅下降：2014 年 11 月-2015 年 10 月，央行共计五次降准，六次降息。四次降准共计下降 3 个百分点，而 1 年期贷款基准利率由 6.00% 迅速下降至 4.35%，1 年期存款基准利率由 3.00% 迅速下降至 1.50%。

图6：2014年周期央行连续六次降息



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：2014年周期房贷利率迅速下降



数据来源：wind，东吴证券研究所

房地产政策方面：主要有以下四点。

- (1) **放松限购政策：**2014年3月6日住建部副部长齐骥就“双向调控”做出权威解释：“所谓双向调控亦可称分类指导，即对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。而对于库存量比较大的城市，要控制供地结构、供应结构。”所谓高库存城市是指去化周期超过12-15个月的城市。随后各地开始放松限购。
- (2) **放松限贷政策：**2014年9月30日，央行、银监会《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》(930新政)提出“对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。”二套房的标准由“认房又认贷”变为“认贷不认房”。同时多次降低首付比例，在2016年2月，不限购城市商贷的首套房(含已结清贷款的第二套房)的最低首付比例降至20%；二套房最低首付比例降至最低30%。
- (3) **棚改货币化和PSL：**2015年6月30日国务院《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》提出：“积极推进棚改货币化安置”。在2014年创设PSL之后，国开行在2014年、2015年和2016年新增PSL分别为3831亿元、6981亿元、9714亿元，利率仅为2.75%。国开行的棚改资金占到整个棚改资金来源的65%。
- (4) **降低购房环节税负：**2016年2月17日，财政部、国税总局、住建部《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策通知》提出：“(1)对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税(此前为3%-4%减半征收)。(2)除四个一线城市外，对个人购买家庭第二套住房，

面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。（3）除一线城市外，房屋销售免征营业税的房屋持有年限从 5 年降低至 2 年。”

一揽子政策的刺激下，购房需求迅速提振，房价随之上涨。

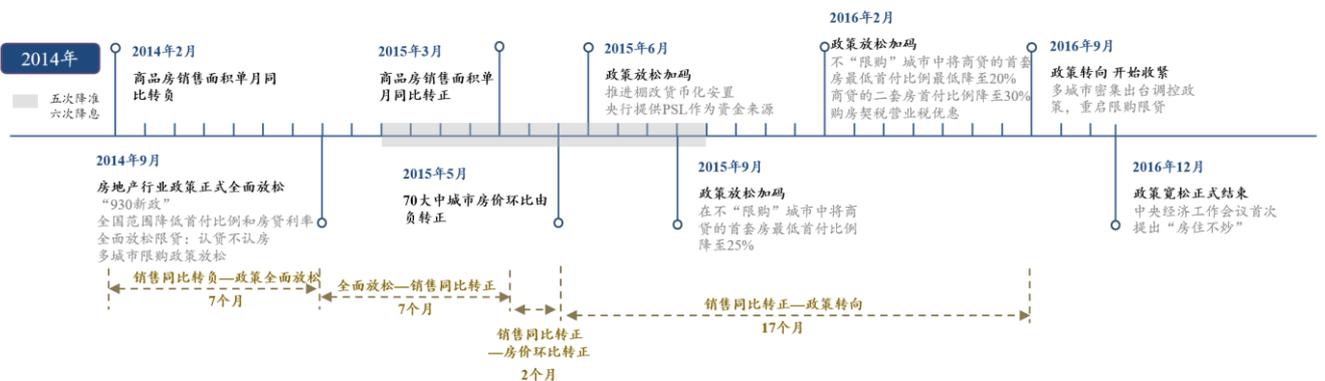
图8：2014 年周期商品房销售量价同比及关键政策节点



时间	序号	放松/收紧	政策概括
2014-04	1	放松	两次定向降准，部分城市限购开始放松，截至2014年末，大部分二三线城市限购均已放松。
2014-07	2	放松	国开行获 3 年期 1 万亿 PSL 支持棚户区改造。全国住房城乡建设工作座谈会提到“千方百计地消化库存”。
2014-09	3	放松	降低商贷的首套房贷款利率（0.7倍）和最低首付比例（30%）；限贷放松：二套房认定标准由“认房又认贷”变为“认贷不认房”；支持房地产开发商合理融资需求。
2014-10	4	放松	公积金贷款申请条件放宽；适当提高首套贷款额度。
2014-11	5	放松	2014年11月-2015年10月，央行五次降准六次降息。
2015-01	6	放松	公司债发行主体范围扩大。
2015-03	7	放松	公积金贷款的首套房首付比例降至20%；商贷的二套房首付比例降至40%；公积金贷款的二套房首付比例降至30%（需还清贷款）。
2015-06	8	放松	积极推进棚改货币化，央行为国开行提供PSL作为重要资金来源。
2015-09	9	放松	下调除保障性住房和普通商品住房以外的房地产开发项目的最低资本金比例至25%；不限购城市的商贷的首套房首付比例降至25%。
2015-12	10	放松	中央经济工作会议提出“化解房地产库存，取消过时的限制性措施”。
2016-02	11	放松	在不限购城市中商贷的首套房最低首付比例最低降至20%；商贷的二套房首付比例降至30%。购房交易环节契税营业税优惠。
2016-09	12	收紧	20多个一二线城市密集出台调控政策，重启限购限贷，上调首付比例。
2016-12	13	收紧	9月开始多地加强限购政策；12月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”。楼市宽松正式结束。

数据来源：wind，政府网站，东吴证券研究所

图9：2014年放松周期时间轴

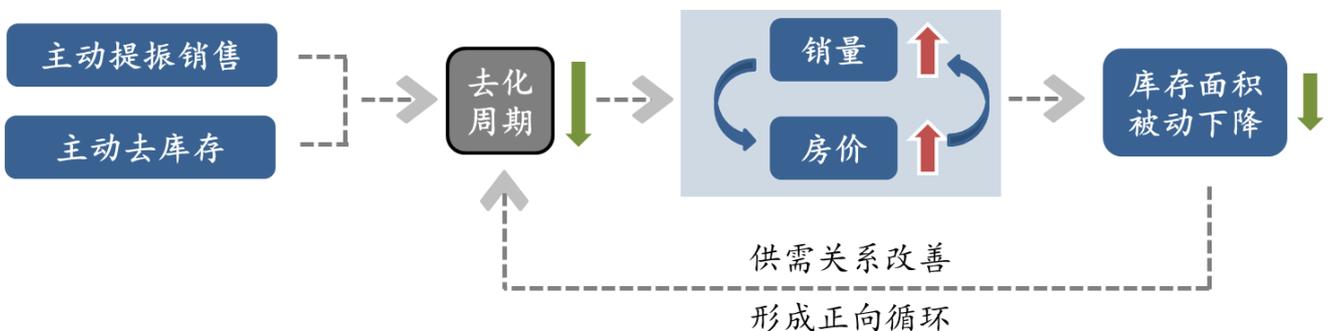


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 去化周期下降是2014年周期“量-价-供需”三者正向循环的启动点

我们认为在2014年周期中，政策对楼市销售基本面起效的逻辑链条如下，去化周期的下降是后续“量-价-供需”三者正向循环的启动点。

图10：房地产市场“量-价-供需”三者正向循环的逻辑链条示意图



数据来源：东吴证券研究所绘制

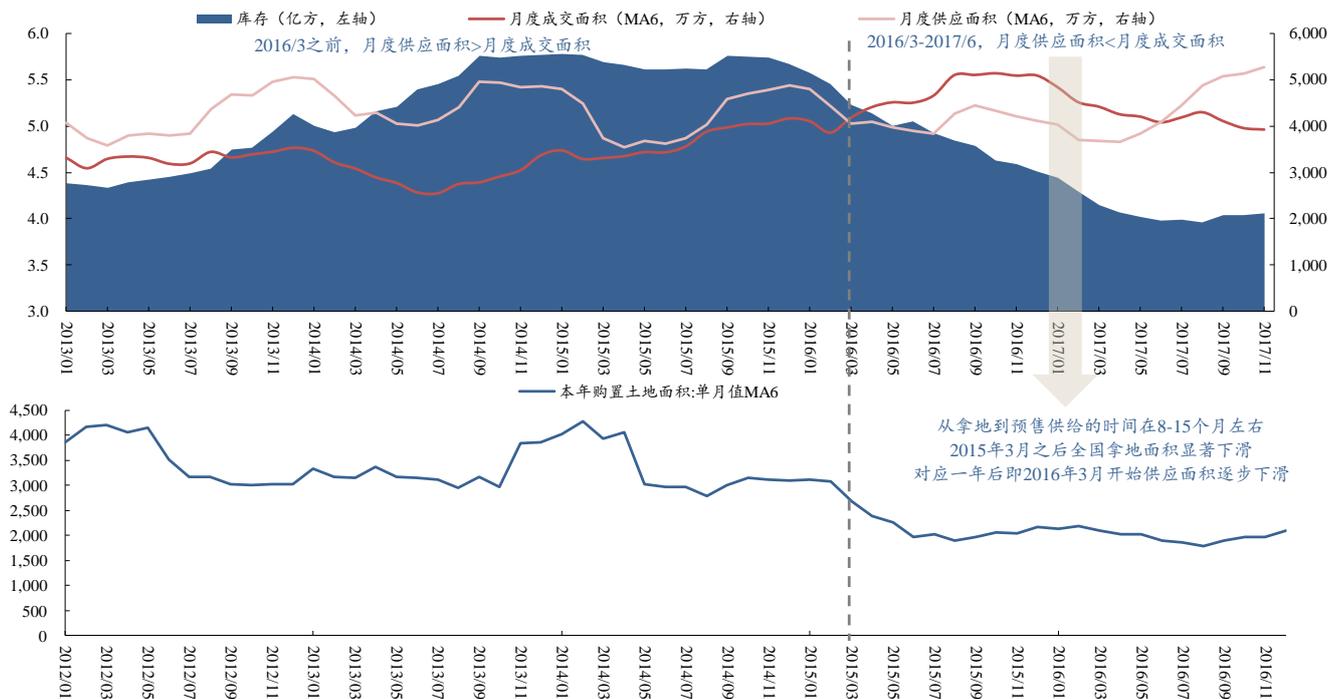
本轮去库存可以按照成交和供应的相对关系可以分为两个阶段：

阶段一（2014年9月-2016年3月）：月度供应面积>月度成交面积，80城库存面积未出现明显下降。

阶段二（2016年3月-2017年6月）：月度供应面积<月度成交面积，80城库存水位迅速下降。

2016 年月度供应面积的下降主要是由于前期拿地投资减少的作用开始逐步显现。通常情况下，房地产开发从拿地到预售的时间在 8-15 个月左右。观察全国的土地购置面积可以发现，在 2015 年 3 月之后，基于以销定产的投资策略，由于销售面积的长期下滑，全国拿地面积开始显著下降，并在 2015 年 6 月-2016 年 8 月期间保持在较低水平。这与供应面积开始减少的 2016 年 3 月正好相差 1 年左右。

图11: 2014 年周期去库存的两个阶段



数据来源: wind, 克而瑞, 国家统计局, 东吴证券研究所

通过分析 2014 年前后的新房库存、去化周期、销售面积、新房二手房价格指数等数据，我们得到了以下结论：

(1) 2014 年周期中去化周期的下降更大程度上是因为销售面积的提升而非库存下降。

第一阶段中（2014 年 9 月-2016 年 3 月），库存水位并未明显下降，但由于销售面积不断提升，去化周期显著下降。2015 年 1 月 80 城库存面积达到高点 57756 万方，2015 年 4 月 80 城库存面积为 56848 万方，较高点仅下降 1.6%，但楼市的量价均已进入到修复通道中，新房与二手房价格指数环比即将转正。

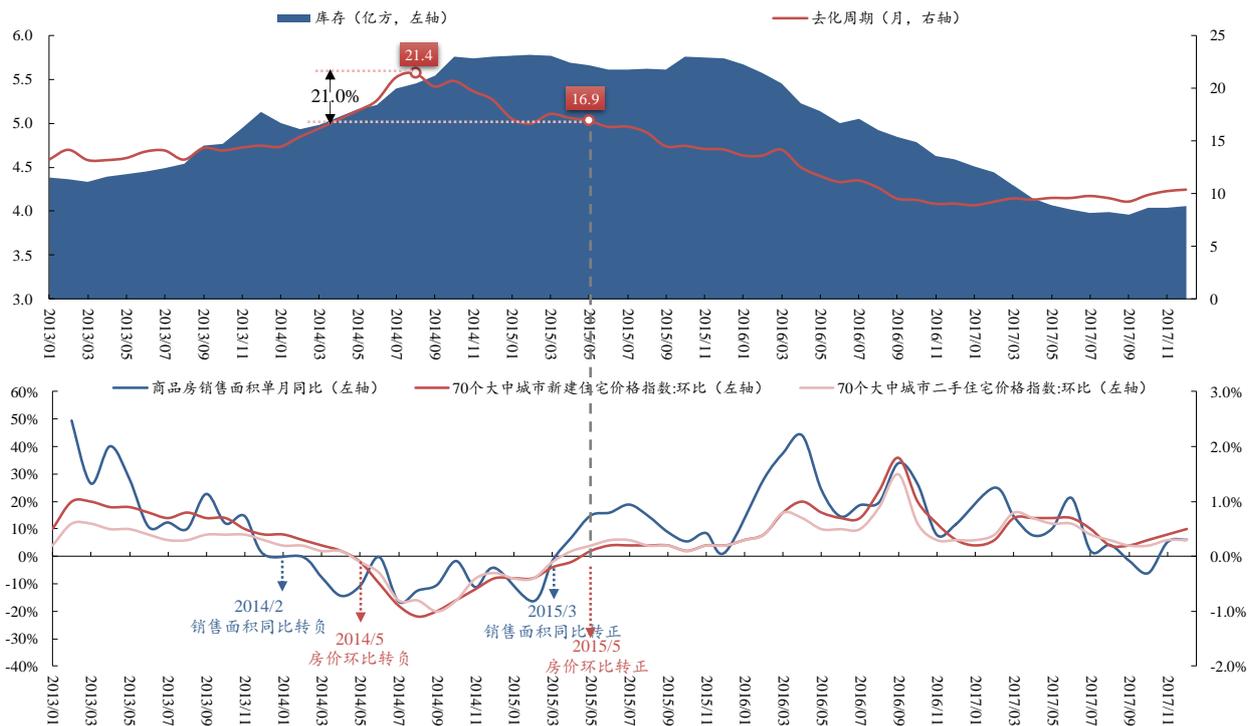
第二阶段中（2016 年 3 月-2017 年 6 月），销售面积仍然处于上升通道，但供给的下滑导致库存水位也开始明显下降，去化周期下降速度加快。此时新房与二手房价格指数环比已经转正近一年。

由此可见本轮周期地产复苏的初始逻辑并非是库存下降导致供不应求，相反是由于销量上升带动房价上涨，房屋的投资属性上升继续刺激销售增长形成循环，进而导致了库存下降。

(2) 量在价先：房价下跌/上涨滞后于销售面积3个月/2个月。2014年2月商品房销售面积同比由正转负，此时70个大中城市的新房和二手房价格指数环比仍为正，直至2014年5月才由正转负；2015年3月商品房销售面积同比由负转正。而新房和二手房价格指数环比在2015年5月均由负转正。

(3) 2014年周期的去化周期下降21%至16.9个月后带动楼市进入“量-价-供需”的正向循环。2014年周期中去化周期的高点出现在2014年8月为21.4个月，后来随着政策放松力度不断加大，基本面好转，在2015年5月新房二手房价格指数环比均由负转正时，去化周期已大幅下降21.0%至16.9个月。从而推动了后续楼市的正向循环，成功实现了“去库存”的目标。

图12：2014年周期中库存、去化周期、销售面积、房价的走势变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 本轮收储政策需要多少资金方可起效？

3.1. 收储模式介绍

收新房：3000 亿保障性住房再贷款收储政策介绍

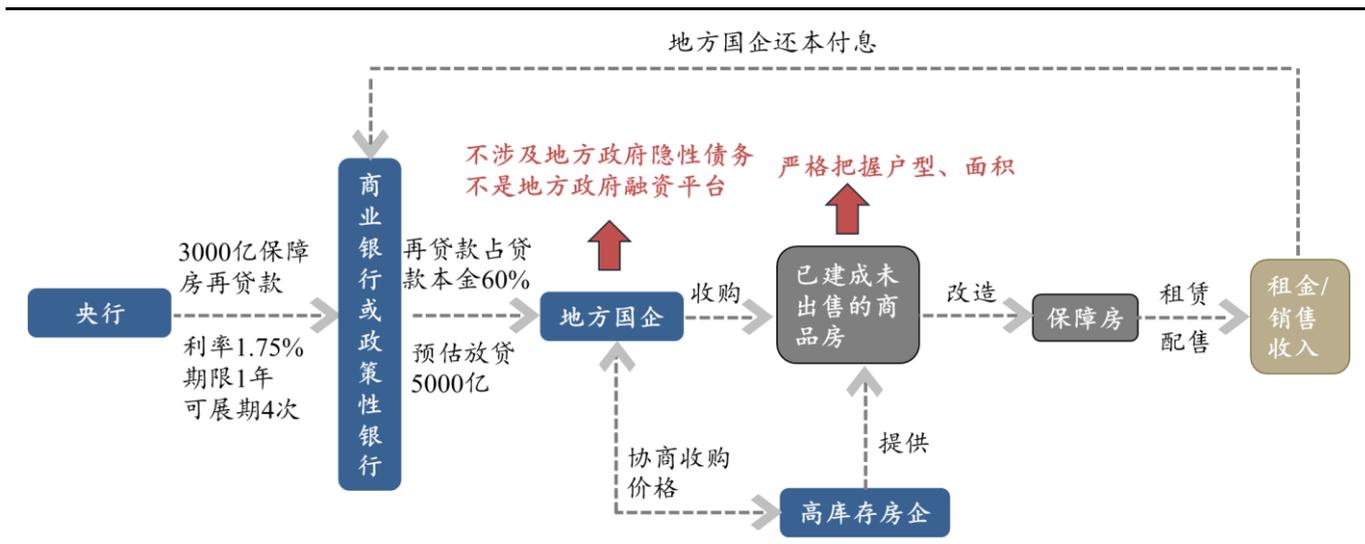
5月17日，国务院举行政策例行吹风会，住建部、自然资源部、央行、金融监管总局有关领导介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。本次一揽子新政涉及多个方面，是对4月30日政治局会议中房地产的最新定调：“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”的具体落实。

会议中提到：央行将设立3000亿元保障性住房再贷款（利率1.75%，期限1年，可展期4次），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，收购主体不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，预计将带动银行贷款5000亿元。

在此之前，2023年2月，央行就已设立租赁住房贷款支持计划，总额度1000亿元，在重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津共计8个城市试点。

收储的具体流程是：21家商业银行按照自主决策、风险自担的原则像有需求的地方国有企业发放贷款，央行将按照贷款本金的60%发放利率为1.75%的再贷款。地方国企获得贷款后，与高库存房企自主协商价格收购已建成未出售的商品房（即现房），用作配售型或配租型保障房。按照保障房用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握户型和面积标准（通常在70-90平左右）。后续配售和租赁的收入将变成地方国企向商业银行还本付息的来源。

图13：3000 亿保障性住房再贷款收储流程图



数据来源：国务院，东吴证券研究所绘制

表1: 保障性住房再贷款和租赁住房贷款支持计划对比

	租赁住房贷款支持计划(旧)	保障性住房再贷款(新)
总额度	1000 亿元	3000 亿元
发放对象	国开行、工行、中行等 7 个国有银行	国开行等 21 家全国性银行
覆盖范围	8 个二线试点城市	全国
资金支持	按贷款本金的 100% 予以资金支持	按照贷款本金的 60% 发放再贷款
利率	1.75%	1.75%
目标	支持地方国企收购存量房以用于租赁	支持收购已建成存量房用作配售保障房或保租房

数据来源: 国务院, 东吴证券研究所绘制

收二手房: “以旧换新” 政策介绍

今年以来, 多地推出“以旧换新”政策。主要分为“中介帮卖”和“国企收储”两种类型。本文重点介绍“国企收储”形式的“以旧换新”。以江苏多城和郑州市为代表, 政府下属国企平台收购存量住宅用作保租房, 居民出售二手房后需要购买更高总价的新房。该政策在减少库存的同时刺激置换需求。

2023 年末开始, 各地陆续推出“以旧换新”政策。2023 年 11 月 21 日, 苏州城发集团率先在太仓市启动“以旧换新”试点, 近千位房东参与报名申请置换; 2024 年 4 月 20 日, 郑州城市发展集团和郑州房地产协会在金水区和郑东新区启动“以旧换新”试点工作, 限额 500 套。5 月 10 日, 在市内八区全面开展, 全年计划完成 5000 套。4 月 27 日, 南京安居建设集团开展收购存量房试点活动, 首批限额 2000 套; 5 月 1 日, 南通市崇川建发集团启动收购存量房试点, 凡是崇川区域内可上市交易的商品住房均可参与置换。截至 6 月, 全国已有超 70 城表态支持住房“以旧换新”“收旧换新”。

图14: 部分城市收储类“以旧换新”政策一览

时间	城市	模式	承接主体	旧房要求	新房要求	旧房用途	政府补贴
2023/11/21	江苏省 苏州市太仓市	收储类	苏州城发集团	1、要求为太仓市市域范围之内建筑面积小于144平方米的存量普通商品住房； 2、一套存量商品房只能置换一套新建商品房（常态化开展“多换一”）； 3、产权信息中，没有抵押担保和长期租约； 4、具有完整的小区物业，物业费水电费结清； 5、安全结构稳定，没有违章搭建。	1、存量商品房置换总价不得高于所购新房总价的60%（常态化开展调整至80%）； 2、换购的新房为地方国企所开发项目（城发、城投）。	保障房	/
2024/4/2	江苏省 南通市海安市	收储类	政府下属资管公司	1、旧房位于海安城区核心区，东至通榆路、南至黄海大道、西至隆安路、北至新通扬河（属于主城区核心板块）； 2、只能以一换一，旧房总价高于新房的总价可以加购一套； 3、父母三代内房屋都可以置换给子女	1、置换总价不高于所购新建商品住房总价的50%； 2、换购新房城区范围内开发商均可参与。	人才公寓、外来务工人员租赁住房或公租房	/
2024/4/27	江苏省 南京市	收储类	南京安居建设集团	1、位于南京市主城六区范围内，不含自建住房、商业、办公、公寓等； 2、存量住房应成套、产权清晰，状态为可交易（不存在抵押、担保或查封等其他不可置换状态）； 3、可用一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房。	1、置换总价不高于所购新建商品住房总价的80%； 2、可置换的新建商品住房房源，通过“南京房产微政务”微信公众号，在“房帮宁”平台的“宁换新”模块中公示。	保障房、安置房	/
2024/5/1	江苏省 南通市崇川区	收储类	崇川建安集团	凡是崇川区域内可上市交易的商品住房均可。	1、置换总价不高于所购新建商品住房总价的80%； 2、第一批参与置换的新房是来自北城壹号在建的50套。	廉租房、人才公寓	/
2024/5/9	河南省 郑州市	收储类	郑州城发安居集团	1、旧房位于郑州主城区内；房龄15年以内； 2、只能以一套二手房置换一套新房； 3、无抵押贷款、正常物业费、房屋面积120平方米以内。	1、置换总价不高于所购新建商品住房总价的80%； 2、换购新房不限位置，可选择市场上约1/4的新房。	租赁型保障房	1、每平方米200元的一次性购置补贴； 2、在保障房运营期间前10年每年2%的贷款金额贴息。
2024/4/29	广东省 肇庆市	鼓励换新	政府指定机构	存量房屋持有人通过“旧转保”的形式交由政府统租，获得政府指定机构支付的15-20年租金，并将其全部用于购买商品住房。	全部租金收益用于新购肇庆市行政区域内范围内的新建商品住房。	公租房、公租房	全市公积金增值收益的50%以上用于支持筹集建设保障性租赁住房和公租房。
2024/5/22	江苏省 盐城市	23年11月为中介帮卖类；24年5月调整为类似于收储类的兜底模式	盐城市城市建设投资集团有限公司、悦达地产集团有限公司	1、位置为东至开放大道、南至盐渎路、西至盐马路、北至大庆路围合范围内（盐城核心老城区）； 2、面积条件：144平以下，建筑年限20年以内、产权独立特证满两年无抵押成套住宅（不含自建、不产权房）； 3、以一换一，以多换一均可，机动车位以一换一。	1、置换总价不高于所购新建商品住房总价的80%； 2、换购的新房为城投4个在售楼盘以及悦达开发在售楼盘。	保障房、安置房、人才房	用财政补贴做成融资性产品，鼓励市民买新房，政府给以固定回报的方式，拿回房屋一定年限的使用权，以达到卖新的效果。

数据来源：各地方政府网站，东吴证券研究所

以郑州为例，政策执行的细节条件如下：

一、收购房屋条件包括：（1）已取得房产证/不动产权证的普通商品住房，房龄不超过20年；（2）坐落区域为市内八区，优先收购三环内房屋；（3）房屋建筑面积不超过120平米；（4）不存在查封限制情况，不存在抵押、担保、按揭或设立居住权等情况；（5）具有正常物业管理服务。

二、新建商品住房条件包括：（1）已取得《商品房预售许可证》或《商品房现售备案证》等；（2）房屋位于郑州市建成区范围内；（3）换购的新建商品住房总价不低于二手房收购总价。

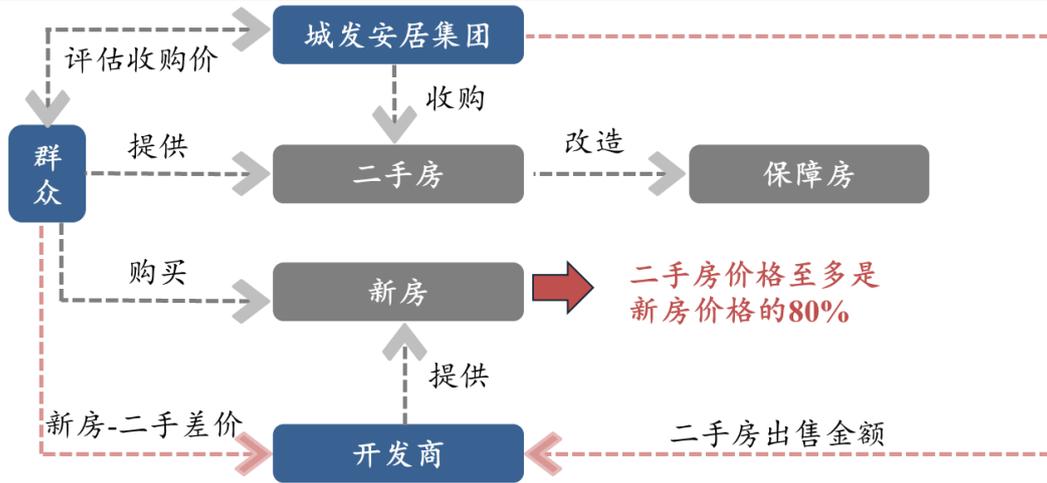
需要注意的是，在房源范围上，各地政策有所差异：江苏模式基本只能选购操盘“以旧换新”的城投平台开发的项目；郑州模式中除城发安居公司外，其余市场化开发商的新房项目也可以报名进入房源库。

三、收购价格方面：城发安居公司随机抽取评估机构，按照市场化原则，客观、公正地对拟收购的二手住房进行交易价格评估，出具二手住房价格评估结果(换房群众不

承担评估费用)。

四、资金支付方面：城发安居公司将二手房过户相关税费直接支付至换房群众，剩余房款由城发安居公司直接支付至换房群众购买的新建商品住房的开发企业。以此确保群众出售二手房所得资金全部用于购置新房。

图15：郑州“以旧换新”示意图



数据来源：郑州市住宅与房地产业协会，东吴证券研究所

对比收储新房和二手房的优劣势，总体而言，收购新房政策的落地操作性和可复制性更强，而收购二手房对市场需求的提振作用更强。

图16：收购新房及二手房的优劣势对比

	收购存量新房	收购二手房
优势	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 可实现整栋/整单元的批量收购 ✓ 收购折价空间大，后续投资回报率较高 ✓ 利于给新房市场锚定底价 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 稳定创造新的置换购房需求 ✓ 利于给二手房市场锚定底价
劣势	<ul style="list-style-type: none"> • 没有直接创造购房需求； • 收购价格较低可能导致短期房价预期下降 	<ul style="list-style-type: none"> • 一事一议导致效率较低 • 房源分布零散，后续管理成本较高 • 收购折价空间小，后续投资回报率较低

数据来源：东吴证券研究所绘制

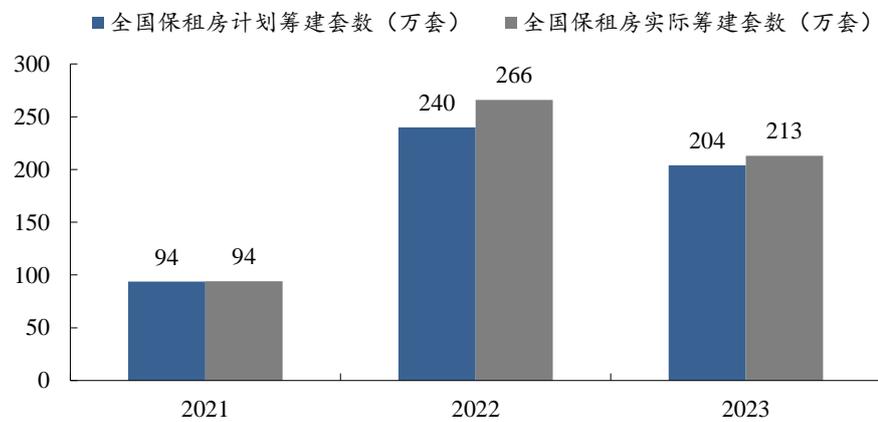
3.2. 收储模式的作用与问题

我们认为收储模式的作用主要有（1）为保障性租赁住房提供增量；（2）消化库存改善供需关系，稳定房价预期；（3）缓解被收储开发商流动性压力，助力保交楼。在落地过程中也可能遇到收益覆盖问题导致地方政府动力不足等问题。

作用一：为保障性租赁住房提供增量

“十四五”期间，全国计划筹集建设保障性租赁住房 870 万套间，截至 2023 年底，我国已完成 573 万套保租房的建设，离目标还剩 297 万套尚未完成。由于近年来地产市场的下行，地方财政收入下降，新建保租房的模式受到一定阻力。收储存量房转化为保租房可以加快保租房的筹集进度，填补 2024-2025 年的保租房缺口。

图 17：全国保租房 2021-2023 年的完成进度



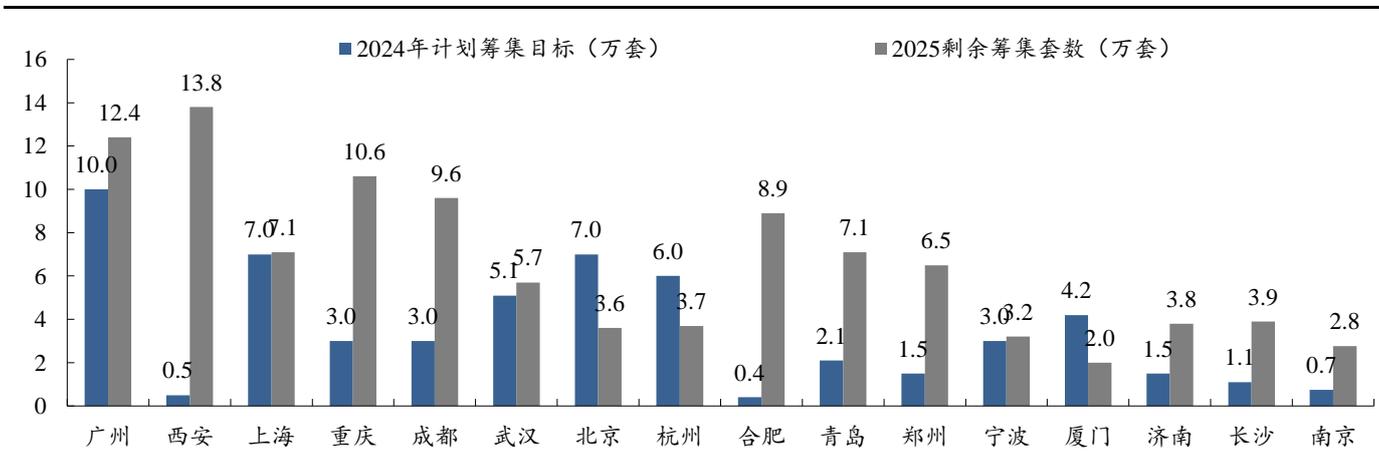
数据来源：住建部，东吴证券研究所

图18: 部分重点城市的保租房完成情况

城市	城市级别	“十四五”筹集目标 (万套)	“十四五”累计完成(万套, 截至2023年末)	“十四五”目标完成率 (截至2023年末)	2024年筹集目标(万套)	2025剩余筹集套数 (万套)
北京	一线城市	40.0	29.4	73.5%	7.0	3.6
广州	一线城市	60.0	37.6	62.7%	10.0	12.4
上海	一线城市	47.0	32.9	70.0%	7.0	7.1
成都	二线城市	30.0	17.4	58.0%	3.0	9.6
杭州	二线城市	33.0	23.3	70.6%	6.0	3.7
合肥	二线城市	15.0	5.7	38.0%	0.4	8.9
济南	二线城市	20.5	15.2	74.1%	1.5	3.8
南京	二线城市	15.0	11.5	76.7%	0.7	2.8
宁波	二线城市	21.3	15.1	70.9%	3.0	3.2
青岛	二线城市	21.0	11.8	56.2%	2.1	7.1
厦门	二线城市	21.0	14.8	70.5%	4.2	2.0
武汉	二线城市	25.0	14.2	56.8%	5.1	5.7
西安	二线城市	30.0	15.7	52.3%	0.5	13.8
长沙	二线城市	15.0	10.0	66.7%	1.1	3.9
郑州	二线城市	20.0	12.0	60.0%	1.5	6.5
重庆	二线城市	40.0	26.4	66.0%	3.0	10.6

数据来源: 各城市住建局, 东吴证券研究所

图19: 部分重点城市 2024-2025 年保租房筹集目标



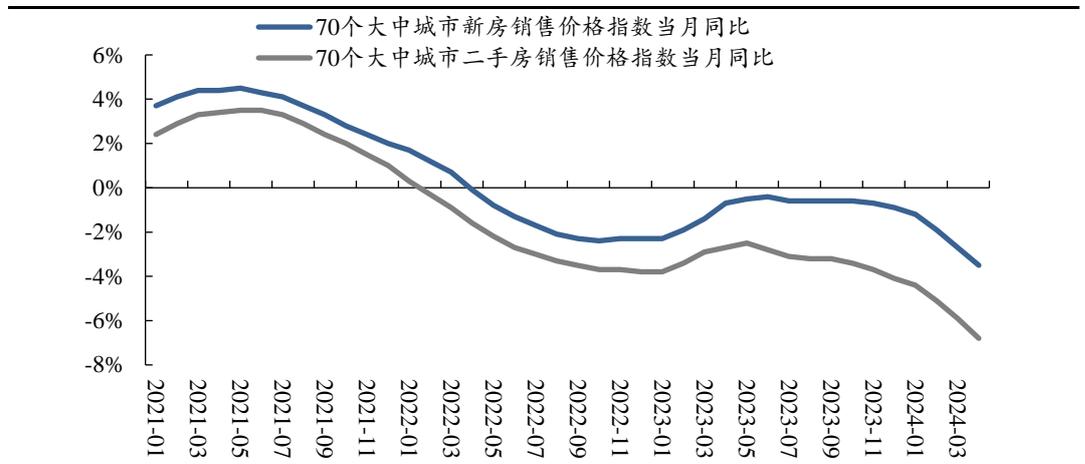
数据来源: 各城市住建局, 东吴证券研究所

作用二: 消化库存刺激需求, 稳定房价预期

2022年初以来, 房价不断下降。房价预期的改变很大程度上制约了购房需求: 投资需求显著减少, 刚性需求观望情绪严重。根据目前部分城市试点情况, 收储价格为备案价的7折左右。考虑到部分新房项目尾盘销售的价格也在备案价8折左右甚至更低, 我们认为收储价格一定程度上能够成为周边区域的价格底限, 构成一定的价格锚定作用,

稳定民众的房价预期。

图20：2021年至今70大中城市新房和二手房价指数同比

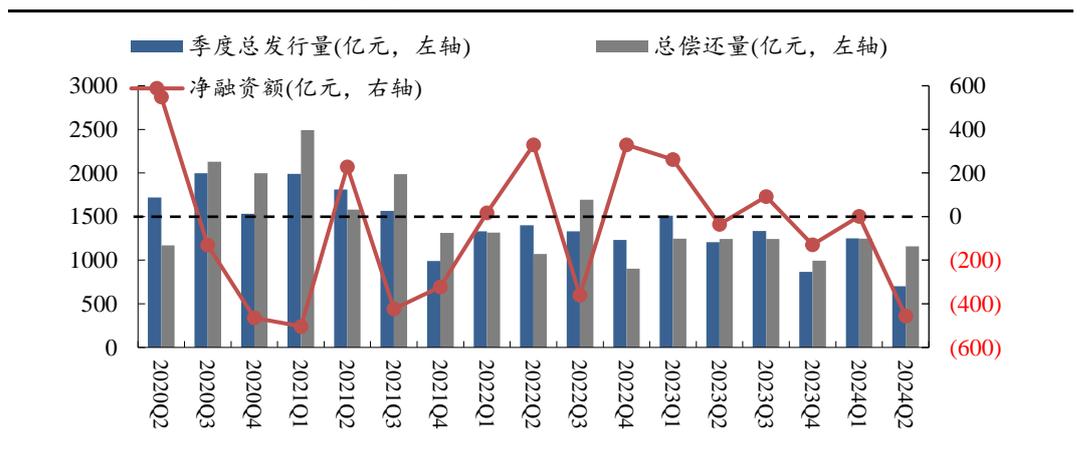


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

作用三：缓解被收储开发商流动性压力，助力保交楼

随着近年来地产景气度下行以及部分民企开发商暴雷影响，部分开发商已经逐步丧失信用融资的能力，经营性现金流也受制于销售下滑，收储政策可以缓解被收储房企的现金流压力，从而助力保交楼进程推进。

图21：2020年至今房企信用债净融资额（季度）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

问题：收益覆盖问题导致地方政府动力不足

截至2024年4月，中国百城住宅租金收益率（即租售比）为2.2%，部分城市如广

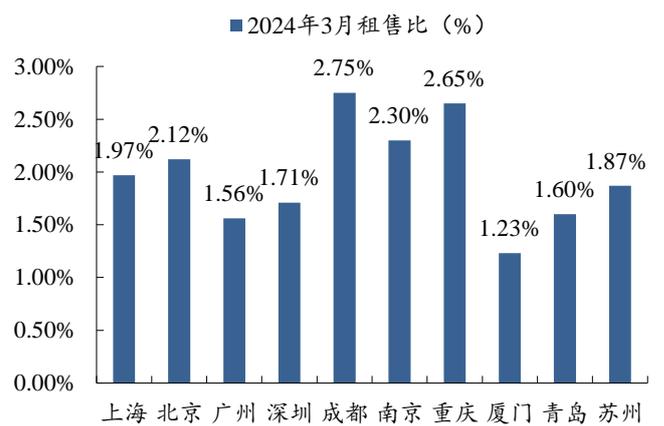
州、深圳、上海、厦门、苏州、青岛等租金收益率在 2% 以下。假设收储价格为市场价 8 折，则租金收益率为 $2.3\%/0.8=2.9\%$ 。央行的保障性住房再贷款年利率为 1.75%，预计商业银行放贷给国有企业的利率在 3% 左右，即使每年的运营成本仅为收储总价的 0.5% 左右，国有企业的总成本仍将达到 3.5%，高于租金收益率 2.9%。在租金收益无法付息的情况下，地方政府大范围收储的动力可能不足。

图22: 2018 年至今中国百城住宅租金收益率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图23: 2024 年 3 月重点城市租售比一览

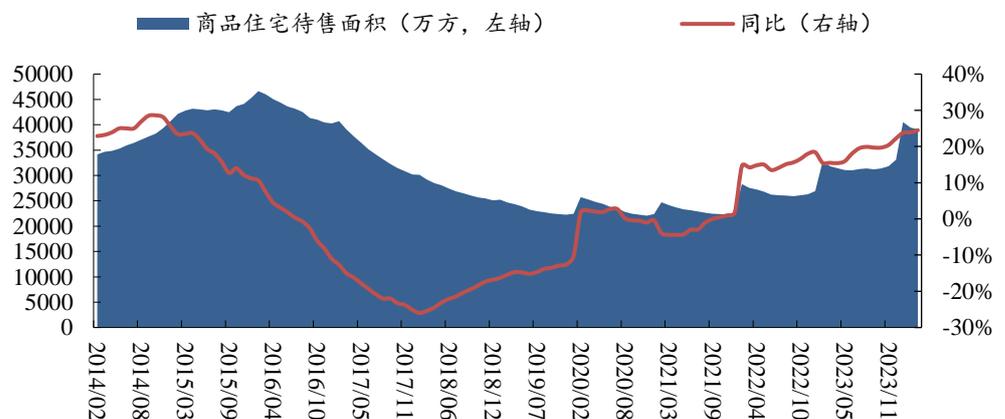


数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.3. 收储政策起效所需资金测算

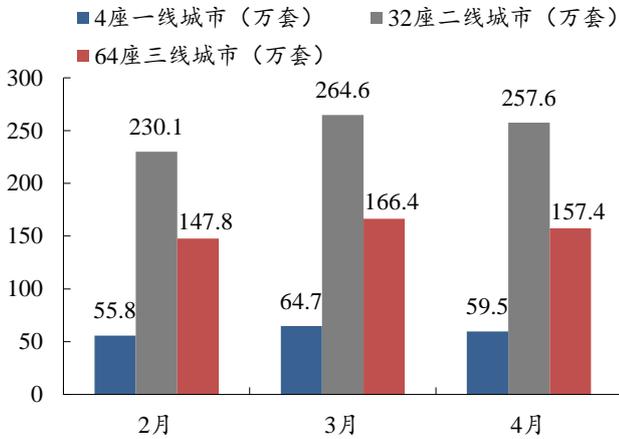
全国新房+二手房住宅库存套数约 963 万套。根据统计局数据，2024 年 4 月全国住宅待售面积 3.91 亿方；根据克而瑞数据，2024 年 3 月 80 城狭义库存 4.88 亿方。按照 100 平/套简单测算，80 城的新房库存在 488 万套左右。根据安居客数据，2024 年 4 月全国 100 城二手房挂牌量在 475 万套左右。两者相加为 963 万套。

图24: 2024 年 4 月商品住宅待售面积达 3.91 亿方



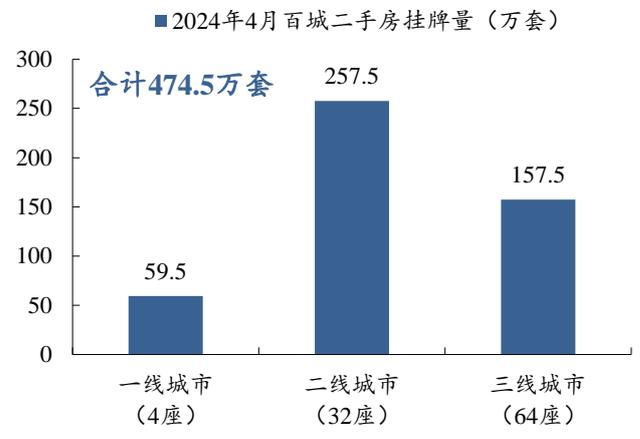
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图25: 2024年2月-4月不同能级城市挂牌量



数据来源：安居客研究院，东吴证券研究所

图26: 2024年4月百城二手房挂牌量达475万套



数据来源：安居客研究院，东吴证券研究所

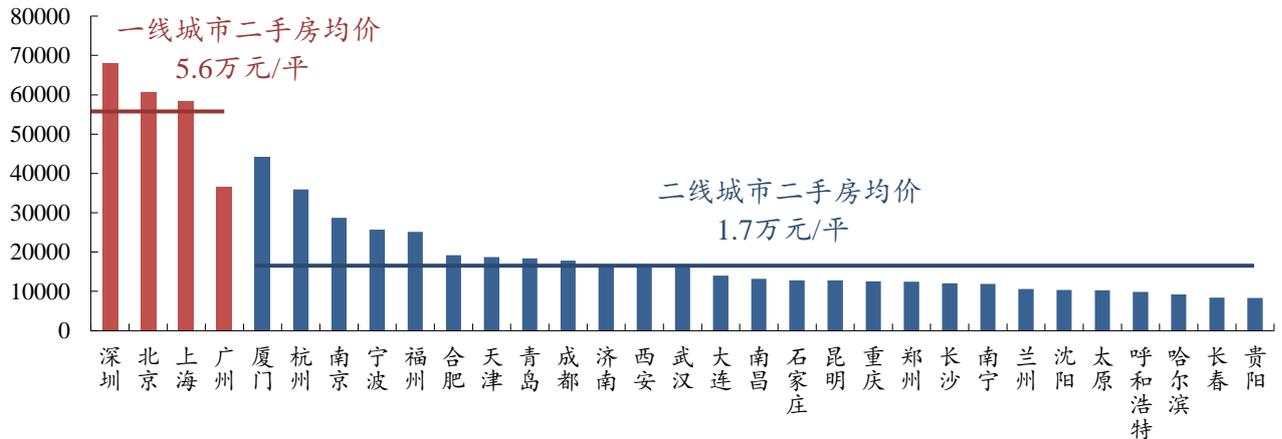
预计5000亿收储资金可以收购存量新房50万套左右。核心假设如下：

(1) **收购面积**：政策要求按照保障房用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握户型和面积标准。根据市场经验，通常在70-90平左右，我们取平均值80平；

(2) **收购价格**：由于三四线城市存量小户型房源有限，多为100平方米以上的大三房，且由于市场景气度较差，收购后配售或租赁难度大；而一线城市的去化周期相对较低，库存压力相对较小；因此我们判断本次收储新房政策主要在高库存的二线城市进行。根据诸葛找房数据研究中心，2024年5月二线城市的二手房均价为16735元/平。收购价格通常为市场价的7-8折，因为我们假设收购单价在11715-13388元/平。

根据以上假设，单套存量房的收购总价在93.7-107.1万元，5000亿收储资金可以收储46.7-53.4万套存量新房。

图27: 2024年5月一二线城市二手房均价



数据来源: 诸葛找房数据研究中心, 东吴证券研究所

本轮周期政策和 2014 年周期的着力点有所不同: 2014 年周期主要是通过提振需求带动去化周期下降; 本轮周期中, 地产销售未出现明显复苏, 收储政策更倾向于通过减少存量供给来带动去化周期下降。

但无论何种方式, 我们均认为去化周期降至一定水平或下降一定幅度才能带动后续“量-价-供需”三者的正向循环。若借鉴 2014 年周期的经验, 去化周期下降 21% 或者去化周期降至 16.9 个月左右, 地产销售的量价情况才会显著复苏。

我们按照两种情况分别测算, 收储政策起效所需资金分别为 2.04/3.67 万亿元。

(1) 若去化周期下降 21.0% 政策即可起效。 则在当前库存和销售都保持不变的静态测算下, 总库存需要下降 21.0%。按照新房和二手房总库存 963 万套计算, 需要收购的套数为 203 万套, 以 93.7-107.1 万元/套的平均值 100.7 万元/套计算, 共需要资金 2.04 万亿元, 若其中 60% 为央行的保障性住房再贷款, 则需要再贷款 1.22 万亿元。

(2) 若去化周期需要下降至 16.9 个月附近政策方可起效。 则在当前库存和销售都保持不变的静态测算下, 总库存需要下降 37.9%。需要收购的套数为 365 万套, 以平均值 100.7 万元/套计算, 共需要资金 3.67 万亿元, 若其中 60% 为央行的保障性住房再贷款, 则需要再贷款 2.20 万亿元。

图28：两种情况下收储政策起效所需资金测算

指标	2014年周期	当前周期	
		去化周期降幅一致	去化周期水平一致
去化周期高点（月）	21.4	27.2	27.2
量价均恢复正增长时的去化周期（月）	16.9	21.5	16.9
去化周期下降幅度	-21.0%	-21.0%	-37.9%
静态测算下需要的库存降幅		-21.0%	-37.9%
当前新房和二手房的总库存（万套）		963	
需要收购的套数（万套）		202.5	364.7
预计单套收购金额（万元/套）		100.7	
预计需要的收购资金总价（万亿元）		2.04	3.67

数据来源：国家统计局，安居客研究员，诸葛找房数据研究中心，东吴证券研究所

需要注意，以上测算均为静态测算，即假设市场从现在开始不再有新的库存供给，月度销售水平也保持不变。

实际情况中：（1）开发商会不断推出新的楼盘项目，二手房挂牌量也有可能持续增加，库存水位可能持续上升，因此实际所需资金将会大于上述测算资金；（2）月度销售水平的变化也会对去化周期产生巨大影响，若月度销售水平提升，去化周期下降一定比例所需要的去库存比例会相应减少，反之亦然。以去化周期下降目标21%为例，在销售水平提升12%的情况下，库存仅需下降11%即可达成目标；在销售水平提升8%的情况下，库存仅需下降16%即可达成目标；但如果销售水平保持不变，库存需要下降21%方可达成目标。

图29：去化周期变化比例的敏感性分析

去化周期变化比例		库存变化比例				
		-11%	-16%	-21%	-26.00%	-31.00%
销售变化比例	-4%	-7%	-13%	-18%	-23%	-28%
	0%	-11%	-16%	-21%	-26%	-31%
	4%	-14%	-19%	-24%	-29%	-34%
	8%	-18%	-22%	-27%	-31%	-36%
	12%	-21%	-25%	-29%	-34%	-38%

数据来源：东吴证券研究所绘制

4. 总结及投资建议

我国库存目前处于历史相对高位，约为历史最高点的 85%；新房销量不断下滑，去化周期迅速攀升，当前已创 2010 年来新高为 27.2 个月。借鉴 2014 年周期的历史经验，我们发现无论是主动提振需求还是主动减少供给，最终去化周期下降至一定水平才是后续“量-价-供需”三者正向循环的启动点（2014 年周期去化周期从高点 21.4 个月下降 21%至 16.9 个月）。本轮收储政策着力于供给端，有望降低库存水位，改善供需关系，稳定房价预期；同时助力保障房和保交楼工作。我们预计 5000 亿收储资金可以收购存量新房 50 万套左右，单套收购成本在 100 万元左右。而全国新房+二手房住宅库存套数约 963 万套。在当前库存和销售都保持不变的静态测算下，若要使去化周期下降 21%或下降至 16.9 个月，所需的收购资金为 2.04 或 3.67 万亿元。若其中 60%为央行的保障性住房再贷款，则需要再贷款 1.22 或 2.20 万亿元。基于此，我们期待后续央行追加再贷款资金支持，与需求端政策形成合力，促进房地产市场的企稳复苏。

推荐：1) 财务稳健、土储集中在核心城市的优质标的。推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华润置地、越秀地产、华发股份，建议关注：万科 A；2) 拥有充沛优质持有型物业资产、现金流有望边际改善的房企。推荐：新城控股、金地集团，建议关注：龙湖集团；3) 物业公司：华润万象生活、保利物业、绿城服务、越秀服务；4) 代建及中介公司：绿城管理控股、贝壳。

5. 风险提示

- (1) 收储政策后续落地进度不及预期：若各商业银行和各地方政府参与动力不足，可能导致政策效果不及预期；
- (2) 行业下行持续，销售不及预期：若销售持续恶化，收储减少供给对去化周期下降和基本面复苏的积极影响可能不及预期；
- (3) 行业信用风险持续蔓延,流动性恶化超预期：若信用风险加剧，部分开发商流动性恶化超预期，可能导致收储政策推进阻力加大。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>