

2024年06月14日

试论地产需求政策的有效性边界

宏观研究团队

——宏观深度报告

何宁（分析师）

陈策（分析师）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524020002

● 四因素框架：试论地产需求政策的有效性边界

1、地产政策加码后，市场关注后续回暖幅度和经济改善预期。首先我们探讨了传统地产框架为何从2022年以来因子失效，并引入边界条件：地产改善幅度=政策力度+流动性+房价预期，有效性边界为“居民偿债比率 $<11\%$ ”。

2、居民偿债比率=居民当年应还债务本息和/居民可支配收入，同时隐含了人口、利率、收入分配等变量。复盘海外国家金融风险/地产出清的时点，其共性为居民偿债比率收敛于11%-13%的水平，美国、日本、英国、西班牙、加拿大分别为11.6%、13.2%、12.7%、11.7%、13.3%。我国同样符合该规律，2024Q1改善至11.4%，仍未满足有效性边界的条件。

● 美日地产出清和资产负债表修复：三阶段范式与启示

市场通常关注美日地产出清的时间和幅度而遗漏了“居民资产负债表修复”的本质，我们尝试辨析美日的异同点，并从偿债比率三因子做进一步分析。

1、美国和日本在房地产泡沫出清的过程中表现出一定的相似性，均可分为3个阶段。阶段1：泡沫破裂，地产“量”先于“价”下行；阶段2：地产B浪反弹，量回升带动价格降幅放缓；阶段3：该阶段美日出现分化，美国“量”的回升具有延续性而日本没有，最终表现为美国量价均向上，日本量价均向下。

2、阶段3的美日分化，或源于居民资产负债表修复的因子贡献不同，美国先低利率后收入，日本仅受益于低利率。出清十年期间，美国居民偿债比率下降了4.6个百分点，收入改善贡献-3.0个百分点，债务先出清再扩张、贡献0.3个百分点，利率下行贡献-2.0个百分点，贡献率分别为66%、-7%、44%；日本居民偿债比率下降了4.9个百分点至8.3%，其中收入改善贡献-1.5个百分点，债务未能有效出清、贡献1.7个百分点，利率下行贡献-4.4个百分点，贡献率分别为35%、-40%、105%。

3、美国居民收入改善是“阶段3”量价齐升的核心因素。次贷危机后，美国居民可支配收入占GDP比重从2007年的72%提升至2012年的76%。从分项来看，贡献可总结为四条线索：加大财政支出和转移支付力度、推行减税法案、流动性宽松推动金融资产上涨、租房市场扩张提高居民租金收入。

4、启示在于，仅靠低利率、“等待式”杠杆出清是低效的，缺乏收入政策的协同配合，即使地产回暖可能仅是昙花一现的B浪反弹。相对而言，我国需加快出台居民收入政策以及实质性进展，从而推动居民资产负债表的修复。

● 政府收储：理论测算与地方效果评估

1、理论测算：收储面积7.2亿平、收储资金规模约8.3-9.5万亿元。2024年4月全国住宅可售面积（期房+现房）约21.3亿平、去化周期约27.2个月。相较于18个月的合意水平则需收储面积7.2亿平，考虑7折、8折收储则资金约8.3、9.5万亿元。

2、效果评估：地方推进收储或存在两大结构性问题。一、则回报率难以覆盖收储资金成本，2024年4月百城住宅租金收益率2.22%，实际租金回报率=2.22%除以7折收储=3.1%，仅略高于3.0%的资金成本；二、则保障房建设需求和库存去化结构不均衡，收储后需要用作配售型或配租型保障房，而保障房建设主要集中于人口净流入的大城市，但库存去化压力主要在于三四线乃至四五线。截至2024年5月，一、二、三四线城市的库销比分别为15.1、19.9、28.8个月。

3、地方收储测算：62个有数据城市中，需收储面积合计约1.1亿平，其中实际租金收益率覆盖资金利率的可收储面积合计0.5亿平、对应收储资金7800亿元，即央行3000亿再贷款（拉动5000亿商业银行贷款）的额度具有合理性。

4、收储与房价推演：62城库销比与70城二手房价增速亦高度吻合，相关性为-0.87，可用 $y=-0.8486*x+13.333$ 来描述。截至5月，62城市需收储面积1.1亿平、可收储面积0.5亿平，则对应62城库销比从23.4改善至17.6、21.0个月，70城二手房价同比从-6.8%收窄至-1.6%、-4.5%。

● 风险提示：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《美联储对降息时点的确定仍缺乏信心—6月FOMC会议点评》-2024.6.13

《猪肉价格或进入上行周期—宏观经济点评》-2024.6.12

《二手房成交延续高位，猪肉价格大幅回升—宏观周报》-2024.6.10

目 录

1、 四因素框架：试论地产需求政策的有效性边界.....	4
1.1、 2022 年以前，传统地产框架有效.....	4
1.2、 2022 年以来地产框架失效，或因不满足有效性边界.....	6
2、 美日地产出清和资产负债表修复：三阶段范式与启示.....	8
2.1、 从偿债比率的因子贡献理解美日差异.....	9
2.2、 次贷危机后美国居民收入改善的四条线索.....	10
3、 政府收储的理论测算与地方效果评估.....	12
3.1、 理论测算：收储面积 7.2 亿平、收储资金规模约 8.3-9.5 万亿元.....	12
3.2、 效果评估：地方推进收储或存在两大结构性问题.....	13
3.3、 收储与房价曲线推演.....	16
4、 结论：地产传统框架因子失效，未来核心或在于收入政策.....	18
5、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 2008、2015 年两轮强地产周期，需求政策放松力度较大.....	4
图 2： 2022 年以前，地产周期和居民流动性显著负相关.....	5
图 3： 定金与按揭比值亦可表征房价预期.....	5
图 4： 2007、2012、2021 年房价预期和外资流入共振，2016 年房价预期领先于外资流入.....	5
图 5： 地产上行周期及其宏观环境组合.....	6
图 6： 对地产上行周期拆解因子贡献.....	6
图 7： 海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点，普遍对应居民偿债比率在 11%-13%.....	7
图 8： 2022 年以来我国居民偿债比率仍未修复至临界水平（11%）以下.....	7
图 9： 美国地产“量”具有韧性，房价止跌回升.....	8
图 10： 日本地产“量”不具有延续性，房价未能止跌.....	8
图 11： 日本住房新开工与公寓成交量趋势相似，时间序列更长，可作为替代指标.....	8
图 12： 美国居民资产负债表的修复来自低利率+扩收入.....	9
图 13： 日本居民资产负债表的修复主要由低利率贡献.....	9
图 14： 美国居民资产负债表修复，更多源于扩收入.....	10
图 15： 美国居民收入改善主要来自于租金、股息、社保医保、减税.....	10
图 16： 美国金融资产价格上涨贡献股息收入.....	11
图 17： 美国住房自有率降、出租率升，租金收入增加.....	11
图 18： 房地产 5 大库存指标及钩稽关系.....	12
图 19： 广义库存和可售面积轧差收窄或与保交楼有关.....	13
图 20： 2021 年以来期房销售占比下滑.....	13
图 21： 实际租金收益率难以覆盖收储资金成本.....	14
图 22： 部分试点城市租金收益率偏低制约保障房推进.....	14
图 23： 保障房规划集中于人口净流入城市.....	14
图 24： 三四线商品住宅去库压力较大.....	14
图 25： 郑州、赣州等城市的收储空间较大.....	15
图 26： 库销比和住宅租金回报率较高的城市，可能加快推进收储.....	15
图 27： 东南沿海地区收储回报率或难覆盖资金成本.....	16
图 28： 十城商品住宅库销比领先于二手房价增速.....	16

图 29: 62 城商品住宅库销比与二手房价增速同步.....	16
图 30: 十城商品房库销比好于 18 个月的合意水平.....	17
图 31: 2024 年 5 月, 62 城库销比为 23.4 个月.....	17
图 32: 收储收益率、库销比与二手房价关系.....	17

事件：2024年5月17日，央行印发《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》、《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，以及与金融监管总局联合印发《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》。

1、四因素框架：试论地产需求政策的有效性边界

5月17日中央需求端政策宽松力度较大，叠加5月27日、28日上海广州深圳陆续优化信贷政策，市场较为关注后续地产回暖幅度和经济改善预期。在给出答案之前，我们首先探讨了传统地产框架为何从2022年以来因子失效，并将其优化为四因素框架，公式描述如下：

地产改善幅度=政策力度+流动性+房价预期，有效性边界为“偿债比率<11%”。

1.1、2022年以前，传统地产框架有效

近20年来我国主要有5轮地产上行周期，分别是2007、2009、2012、2015-2016、2020-2021年，“需求政策、居民流动性、房价预期”的传统框架解释效果较好，但2021年以来明显出现失效。

(1)需求政策：围绕四类限制（限购限贷限价限售），中央层面主要有调整首付比例、调整住房认定标准、各类税费减免等，非常规操作包括货币化提供购买力以实现库存去化，如2015年棚改货币化、2024年收储等。

图1：2008、2015年两轮强地产周期，需求政策放松力度较大

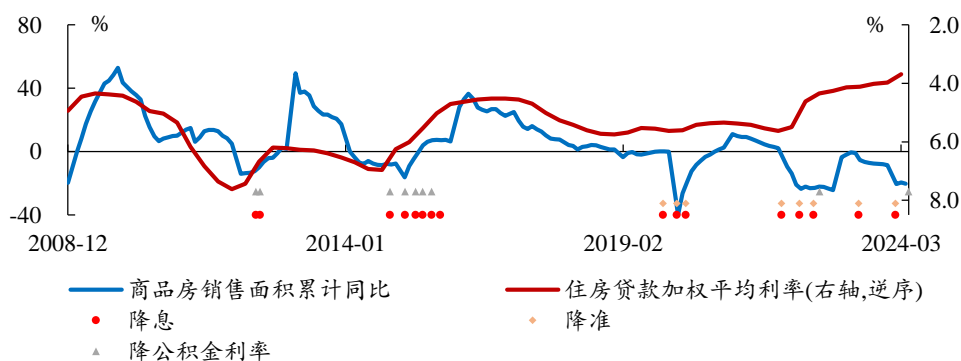


数据来源：央行、Wind、开源证券研究所

(2)流动性分为居民流动性和外资流动性。居民流动性以“加权平均房贷利率”表征，为政策利率、准备金率、房贷利率下限、动态调整机制等综合作用的结果。2022年以前居民流动性与地产周期与显著负相关，需要指出的是2020-2021年居民流动性表现上仅有小幅改善，但彼时大量贷款借由低利率的经营贷、消费贷违规流入楼市，实际金融条件偏松。与居民流动性相对的“外资流动性”，可粗略以人民

币汇率作为替代指标，2007、2012 年两轮地产周期与海外流动性宽松下的热钱涌入具有密切关联。一方面体现为外资增持商业地产、投资房地产项目等，另一方面会间接推动居民房价预期回暖，例如 2007、2012、2020-2021 年外资流入和房价预期形成了共振。

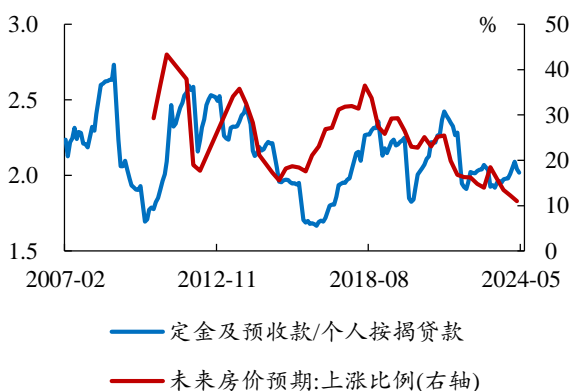
图2：2022 年以前，地产周期和居民流动性显著负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年商品房销售面积取两年复合增速

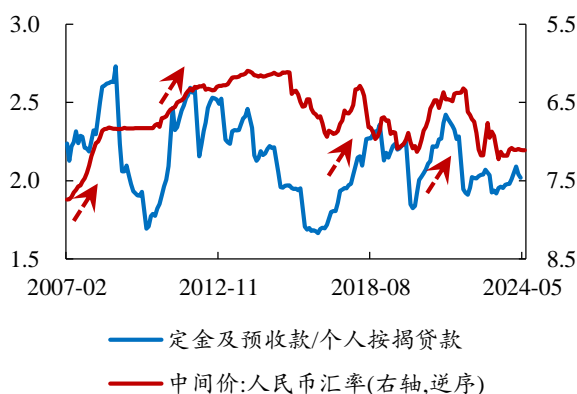
(3)房价预期：常用指标为央行的“未来房价预期：上涨占比”，我们认为“定金/按揭”指标同样表征房价预期且效果可能更好。按揭贷款体现金融资源支持力度，“定金/按揭”上行则表明居民增大了自有资金购房比例，可能表明居民对收入预期和房价预期较强。复盘来看，“定金/按揭指标”和央行“房价预期”均揭示了 2009、2012、2016 的三轮地产周期，但后者遗漏了 2021 年。需求政策、流动性难以解释的 2007 年、2012 年，外资流入和房价预期提供了较好的补充性注脚。

图3：定金与按揭比值亦可表征房价预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2007、2012、2021 年房价预期和外资流入共振，2016 年房价预期领先于外资流入



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

我们基于传统框架对地产周期做归因分析：2009、2012、2015、2020 四轮地产上行对应销售面积增速改善了 72.7、63.5、52.8、50.9 个百分点。其中居民流动性贡献最大，需求政策宽松次之，2007、2020 年两轮受益于外资流动性，2020 年疫后实

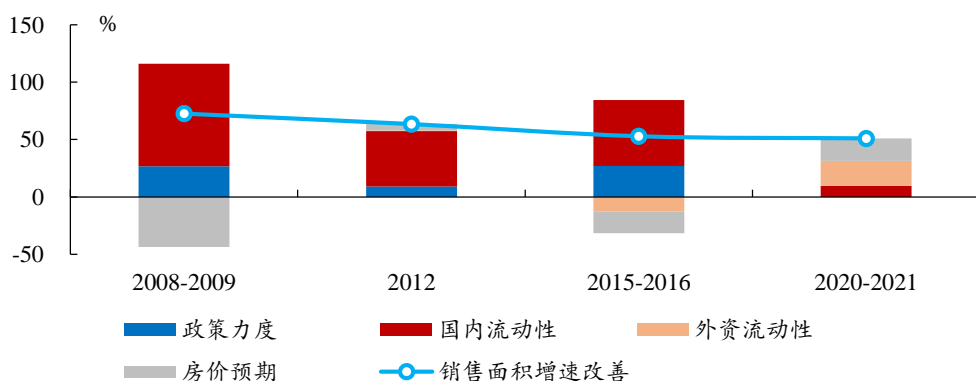
际金融条件放松、外资流入、房价预期改善三因素共振下，房地产达到历史高点。

图5：地产上行周期及其宏观环境组合

地产底部	地产顶部	需求政策	国内流动性	外资流动性	房价预期	偿债空间	地产回暖	销售面积增速变动pct	房价增速变动pct
2007-02	2007-10	×	×	√	√	√	√	+30.8	+4.7
2008-12	2009-11	√	√	√	×	√	√	+72.7	+7.0
2012-02	2013-02	×	√	√	√	√	√	+63.5	+1.7
2015-02	2016-04	√	√	×	×	√	√	+52.8	+10.1
2020-02	2021-02	×	√	√	√	√	√	+50.9	-1.8
2022年	至今	√	√	×	×	×	×		

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：对地产上行周期拆解因子贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2007 年仅外资流动性明显改善，考虑其特殊性故暂舍去

总结来看，地产上行主要有两类驱动，一是需求政策+居民流动性，二是外资流入+房价预期改善。对于 2022 年以来传统框架的失效，我们尝试在传统框架上引入一个边界条件：

地产改善幅度=政策力度+流动性+房价预期，有效性边界为“偿债比率<临界水平”，偿债比率=居民当年应还债务本息和/居民可支配收入。

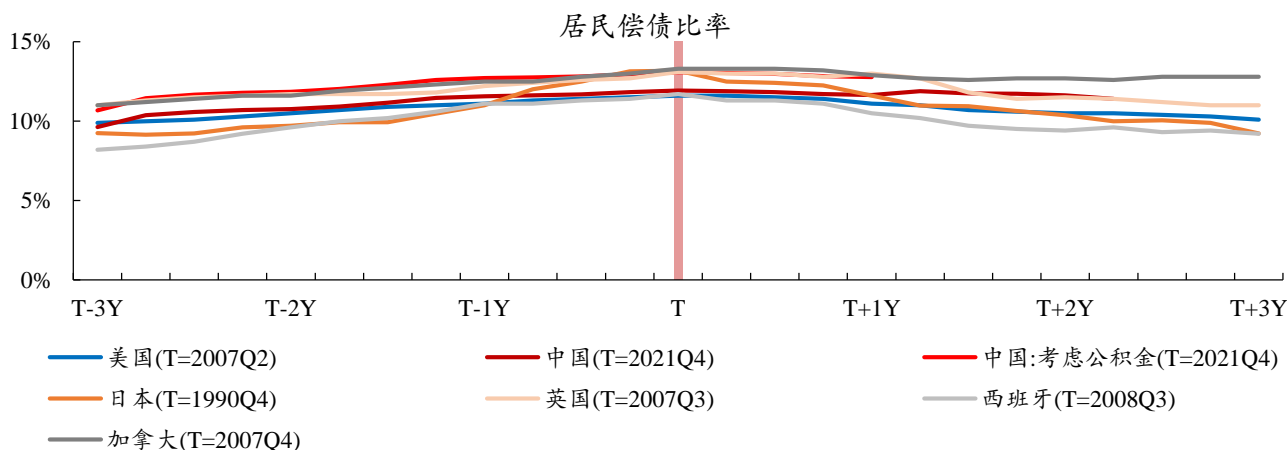
1.2、2022 年以来地产框架失效，或因不满足有效性边界

居民偿债比率作为一个高度集成的指标，同时隐含了人口、利率、收入分配等变量。借用当前的高股息思路，居民可支配收入意味着国家向居民部门支付劳动报酬、分红、转移支付，发达国家通常较高，且在经济下行阶段会选择“特殊分红”（如美欧日大规模财政补贴、新加坡全民分红）、减税等方式提高股东回报，从而稳定居民收入预期。常用的杠杆率指标其分母为 GDP，并未将收入分配纳入考量，因而对于特定经济部门（如居民）来说偿债比率是比杠杆率更好的边界指标。

居民偿债比率的边界水平是多少？我们对海外国家金融风险/地产出清的时点进行复盘，发现其共性为居民偿债比率收敛于 11%-13% 的水平，美国（2007Q2）、

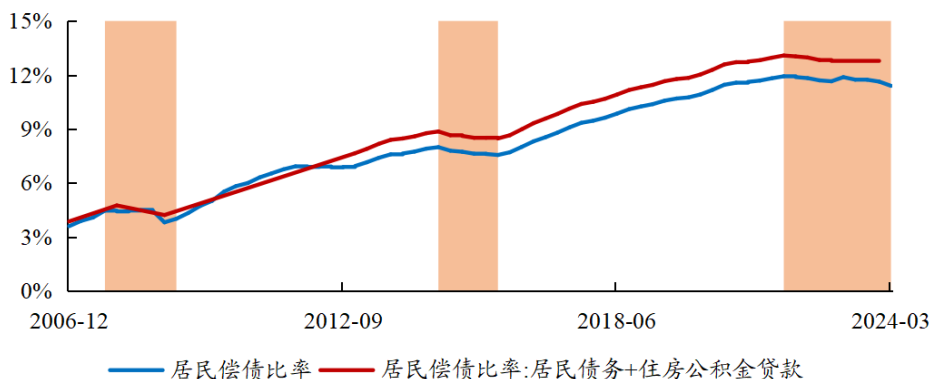
日本（1990Q4）、英国（2007Q3）、西班牙（2008Q3）、加拿大（2007Q4）分别为 11.6%、13.2%、12.7%、11.7%、13.3%。我国同样符合该规律，5 轮地产周期起点的居民偿债比率均低于 11%，2021Q3 居民偿债比率达到 11.9%、超过临界水平，中央适时调整地产政策、防范三大风险，2024Q1 该指标改善至 11.4%、仍未满足有效性边界的条件（11%）。

图7：海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点，普遍对应居民偿债比率在 11%-13%



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图8：2022 年以来我国居民偿债比率仍未修复至临界水平（11%）以下



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

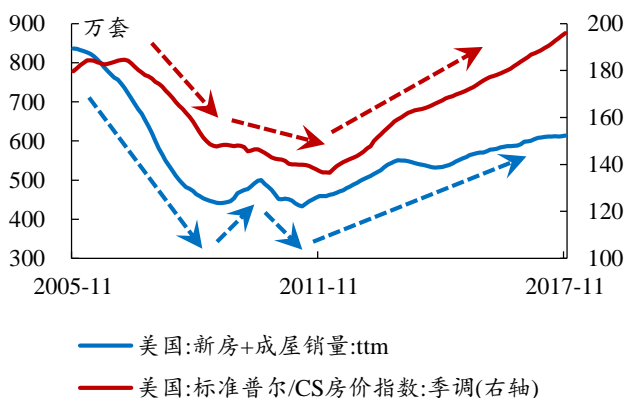
小结：下一轮地产周期的先决条件可能是偿债比率修复至 11%以下，我们从优化后的框架逐一审视地产政策组合拳。其中，降低首付比例效果或弱（变相增大偿债比率）；降低政策利率有效但需要大幅降低；收储有效，既优化供需结构又改善房价预期。此外，从偿债比率公式出发，居民资产负债表修复的核心在于收入政策，亦是当前组合拳中有待完善的一环。

2、美日地产出清和资产负债表修复：三阶段范式与启示

市场往往关注美日地产出清的时间和幅度而遗漏了“居民资产负债表修复”的本质，我们尝试辨析美日的异同点，并从偿债三因子角度进行分析。

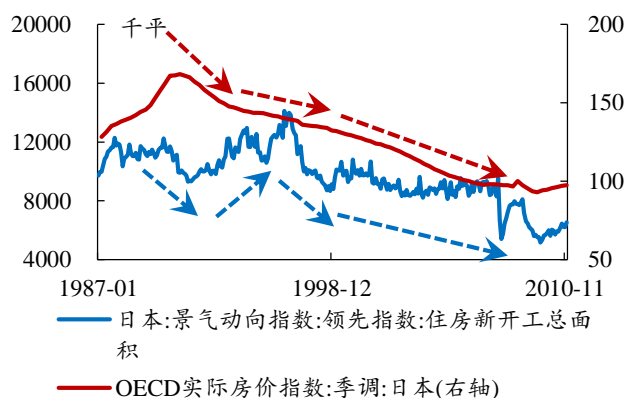
美国和日本在房地产泡沫出清的过程中表现出一定的相似性，两者均可以分为3个阶段。阶段1：泡沫破裂，地产“量”先于“价”下行；阶段2：地产B浪反弹，量回升带动价格降幅放缓；阶段3：美国和日本在该阶段出现分化，美国“量”的回升具有延续性而日本没有，最终表现为美国量价均向上，日本量价均向下。阶段3发生背离实则是需要重点探讨的问题，我们从偿债比率三因子角度作进一步解释。

图9：美国地产“量”具有韧性，房价止跌回升



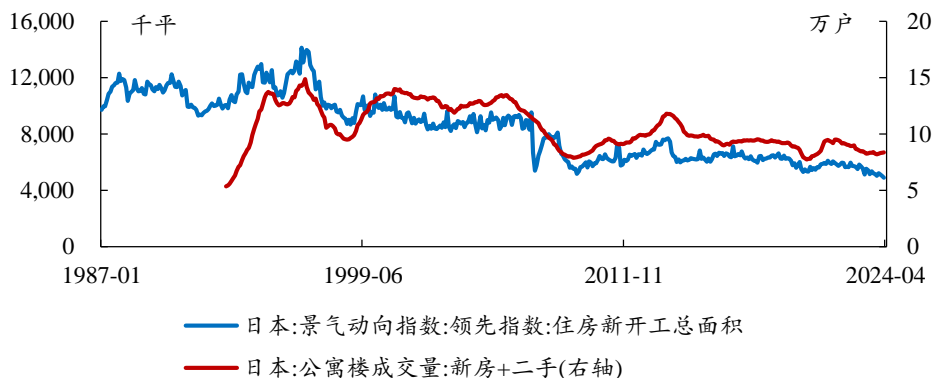
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：日本地产“量”不具有延续性，房价未能止跌



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：此处使用住房新开工面积作为日本地产“量”的替代指标

图11：日本住房新开工与公寓成交量趋势相似，时间序列更长，可作为替代指标



数据来源：Wind、开源证券研究所

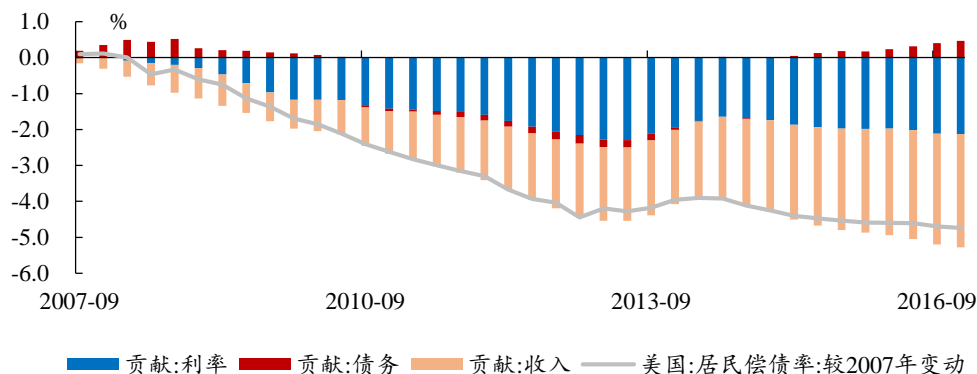
2.1、从偿债比率的因子贡献理解美日差异

我们进一步拆解美国和日本居民资产负债表的修复及因子贡献度。具体来看：

(1)美国：2007Q2-2016Q2 十年期间，美国居民偿债比率下降了 4.6 个百分点至 8.1%，前半程利率贡献大于收入、后半程收入贡献大于利率。“-4.6 个百分点”拆解来看，收入改善贡献了-3.0 个百分点，债务先出清再扩张、贡献了 0.3 个百分点，利率下行贡献了-2.0 个百分点，贡献率分别为 66%、-7%、44%（贡献值和贡献率符号相反）。需要指出的是债务因子于 2012Q4 见底后重回扩张进程，但居民收入仍能覆盖其扩张速度，因而 2013 年后居民偿债比率仍趋修复。

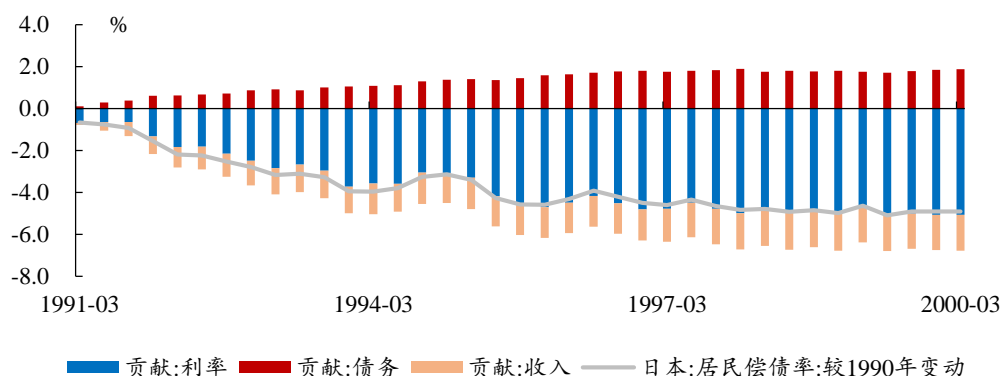
(2)日本：1990Q4-2000Q4 十年期间，日本居民偿债比率下降了 4.9 个百分点至 8.3%，其中收入改善贡献了-1.5 个百分点，债务未能有效出清、贡献了 1.7 个百分点，利率下行贡献了-4.4 个百分点，贡献率分别为 35%、-40%、105%，即日本居民资产负债表的修复水平与美国相近但因子贡献存在显著差异，日本主要受益于低利率，收入增速放缓导致债务不降反升。

图12：美国居民资产负债表的修复来自低利率+扩收入



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图13：日本居民资产负债表的修复主要由低利率贡献

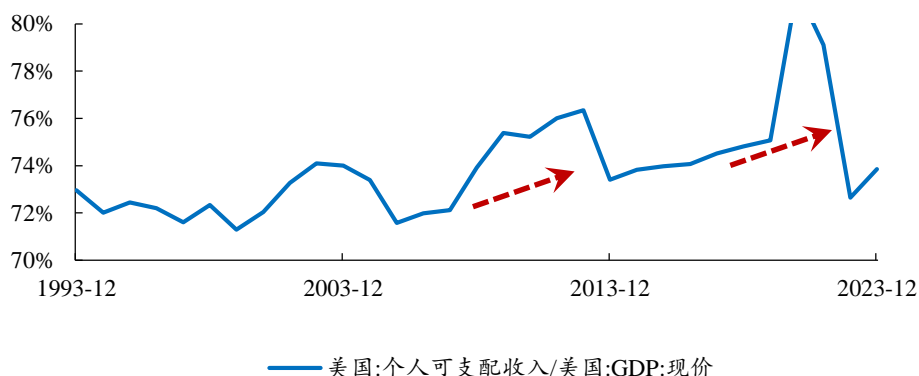


数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

2.2、次贷危机后美国居民收入改善的四条线索

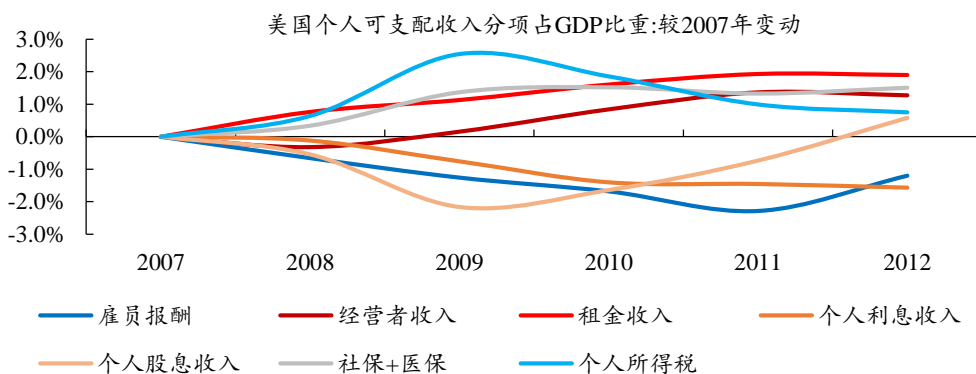
如前述，美日居民资产负债表修复的区别在于，美国收入贡献更高从而降低了偿债比率，因而我们详细探讨其居民收入改善由何贡献。次贷危机后，美国居民可支配收入占 GDP 比重从 2007 年的 72% 提升至 2012 年的 76%。从分项来看，贡献项主要来自于租金收入、转移支付、减税以及股息收入，2007-2012 年占 GDP 比重分别提高了 1.9、1.5、0.8、0.6 个百分点。可总结为四条线索：租房市场扩张提高居民租金收入、加大财政支出和转移支付力度、推行减税法案、流动性宽松推动金融资产价格上涨，第一条并非收入性政策，后三条对我国有一定参考意义。

图14：美国居民资产负债表修复，更多源于扩收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美国居民收入改善主要来自于租金、股息、社保医保、减税



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：个人所得税减免变相提高可支配收入

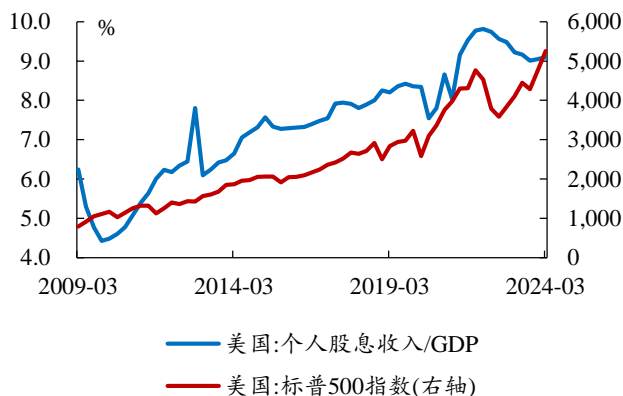
一则加大财政支出和转移支付力度。2009 年 2 月美国国会通过了奥巴马政府 7870 亿美元的《美国复苏和再投资法案》，旨在为美国创造或保留 350 万个工作岗位。其中 1551 亿美元用于医疗保健，1000 亿美元用于改善教育设施职业培训等，822 亿美元用于救济低收入、失业和退休人群，即民生类和转移支付合计达 3373 亿美元、占 2009 年美国 GDP 的 2.3%；2010 年 3 月奥巴马签署了《平价医疗法案》、以行政干预方式提高医疗保险的覆盖率，包括将年收入低于 1.38 倍贫困线标准的人口逐步纳入医疗补助的范围、为低收入群体购买保险提供补贴等。多项法案推进落地后，美国个人社保医保占 GDP 比重从 2007 年的 9.3% 提高至 2012 年的 10.8%。

二则减税法案变相提升居民可支配收入。《美国复苏和再投资法案》中 2880 亿美元用于减税、其中个人减税 2370 亿美元，1160 亿美元用于补贴年收入低于 7.5 万美元或是家庭年收入低于 15 万美元的美国人，700 亿为中产阶级减免“替代最低税”，其余包括儿童抵税、大学学费抵税、购房购车优惠、收入所得税抵税等；2010 年 12 月奥巴马签署了一项 8580 亿美元的税收法案，包括将布什时代的减税政策延长两年、失业救济金延长 13 个月、工资税削减 2 个百分点、遗产税恢复到较低水平，以及一系列其他税收减免。美国个人所得税占 GDP 比重明显下降，2007 年为 10.4%，2009-2011 年分别为 7.9%、8.6%、9.4%。

三则金融资产价格上涨。美联储货币政策起到了至关重要的作用，长期低利率+数轮量化宽松，叠加上市公司大量借债回购，以美股为代表的金融资产价格大幅提升，提振了居民收入预期和资产规模。

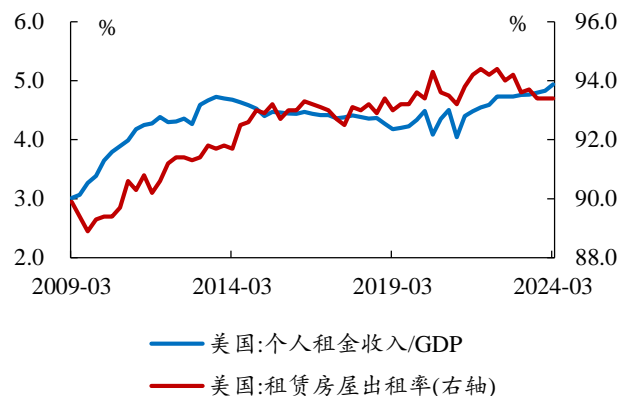
四则次贷危机伴随一系列停供断供和房产处置，美国住房自有率大幅下降、租房率上升，租房市场扩张增加了部分居民的租金收入。但这一条并非政策举措，对我国的借鉴意义可能有限。

图16: 美国金融资产价格上涨贡献股息收入



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 美国住房自有率降、出租率升, 租金收入增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

总结来看，仅靠低利率、“等待式”杠杆出清是低效的，缺乏收入政策的协同配合，即使地产回暖可能仅是昙花一现的 B 浪反弹。之于我国，十四五规划和二十大报告均指出“提高劳动报酬在初次分配中的比重”，《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》强调“中等收入群体显著扩大”，相对来说我国在提高居民收入方面的政策出台和实质性进展仍待推进，从而加快居民资产负债表的修复。

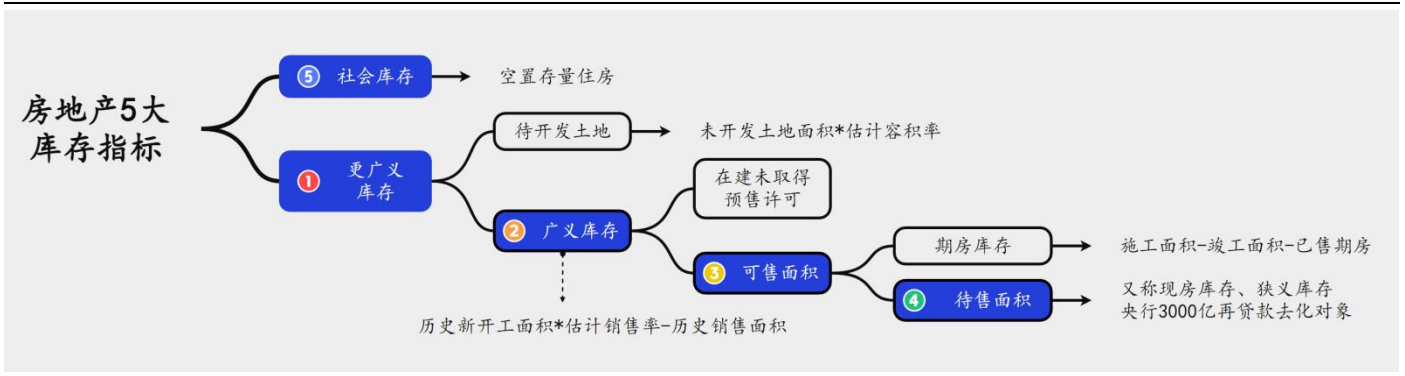
3、政府收储的理论测算与地方效果评估

3.1、理论测算：收储面积 7.2 亿平、收储资金规模约 8.3-9.5 万亿元

5月17日，央行设立3000亿元保障性住房再贷款、利率1.75%，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。央行按本金60%发放再贷款，可拉动商业银行贷款5000亿元。往后看，需要重点关注收储主体是否会从地方上升至中央、资金体量是否会扩容等。

(1)收储面积与房地产库存指标辨析：首先，郑州城发人士指出“商办性质的公寓在保障性住房认定方面存在一定障碍”¹，住宅更容易获得政策及专项资金的支持，3000亿再贷款的收储对象大概率指“商品住宅”而非“商品房”；其次，我国商品住宅的库存主要有5个指标，包括4个开发商库存和1个社会库存，开发商库存从小到大依次为待售面积、可售面积、广义库存、更广义库存，下图给出了相应钩稽关系。

图18：房地产5大库存指标及钩稽关系

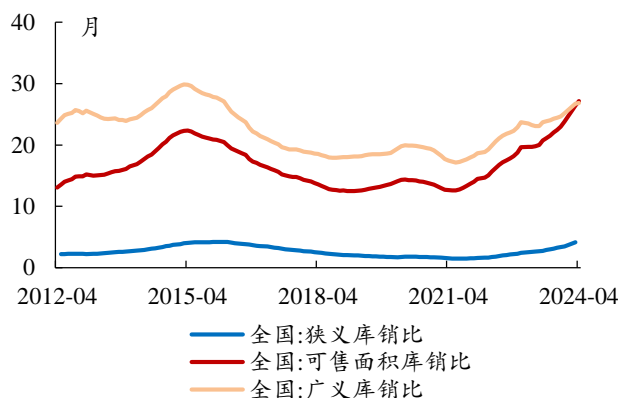


资料来源：开源证券研究所

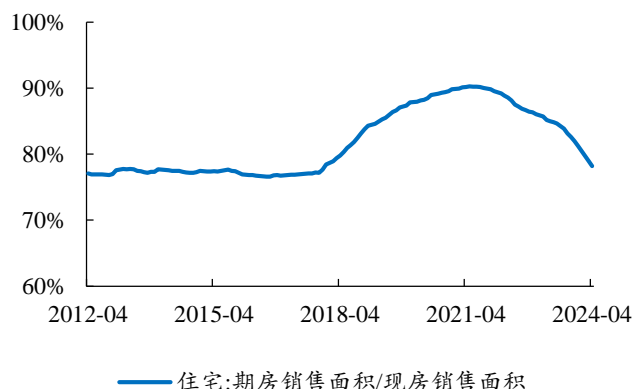
具体来看，“待售面积”为统计局给出的代表现房库存的指标，又称狭义库存，且为央行3000亿元再贷款的去化对象，但我国商品房市场以期房为主，该指标无法精准刻画房地产行业的库存过剩程度，以及未来一段时间期房竣工形成的库存压力。

因此，测算收储面积可采用“可售面积”或“广义库存”，两者均包含了期房库存，广义库存=可售面积+在建未预售面积，由于广义库存需要估计在售率、可能带来一定的测算误差。一个有趣的现象在于，2021年以来可售面积和广义库存销比的缺口明显收窄，或隐含了保交楼问题趋于显现，居民减购期房而倾向于二手房和现房。我们认为可售面积库存销比可能较有代表性。

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/zNqRjA3jzVzzVZpEaC7C0g>

图19：广义库存和可售面积轧差收窄或与保交楼有关


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2021年以来期房销售占比下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

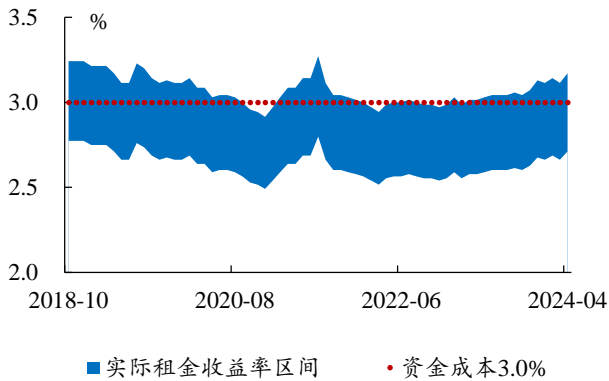
(2)我们测算政府收储达到合意水平对应收储面积 7.2 亿平、资金 8.3-9.5 万亿元。2024 年 4 月全国住宅可售面积（期房库存+现房库存）约 21.3 亿平、对应去化周期约 27.2 个月。根据自然资源部《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》，18 个月可能是商品住宅库存的合意水平，我们测算需要收储面积 7.2 亿平，按 5 月百城住宅均价 16396 元/平计并按 7 折、8 折收储，对应资金体量约 8.3、9.5 万亿元。

3.2、效果评估：地方推进收储或存在两大结构性问题

在较大的总量空间背后，地方推进收储存在两大结构性问题。

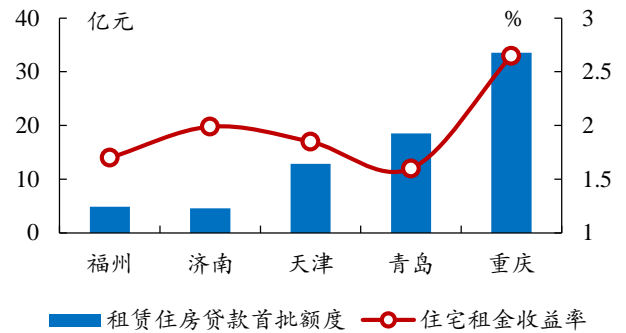
一则回报率难以覆盖收储资金成本，在房价调整的过程中租金收益率被动回升，百城住宅租金收益率自 2022 年以来进入上行通道，从 2022 年 3 月的 2.06% 小幅升至 2024 年 4 月的 2.22%。即使不考虑改造费用、运营成本、空置损耗等，2.22% 仅能覆盖 7 折收储的资金成本（实际租金收益率=2.22%除以 7 折收储=3.1%，略高于 3.0% 的资金成本），或可解释为何 2023 年 1 月央行设立 1000 亿元租赁住房贷款支持计划，推进 1 年有余但截至 2024Q1 仅使用了 20 亿元。

图21：实际租金收益率难以覆盖收储资金成本



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：区间上限为百城住宅租金收益率/7折收储，区间下限则乘以95%出租率乘以保障房9折租金/7折收储

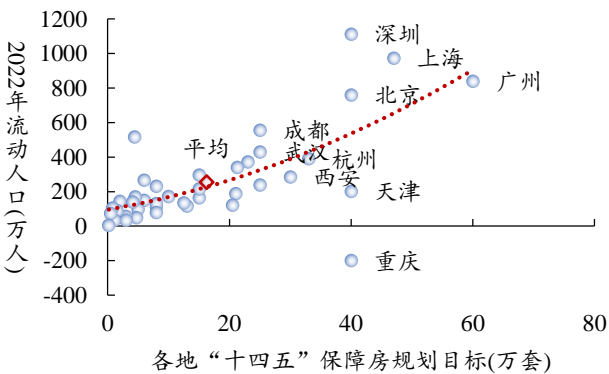
图22：部分试点城市租金收益率偏低制约保障房推进



数据来源：证券时报、Wind、开源证券研究所；注：重庆租赁住房贷款首批额度为推测值

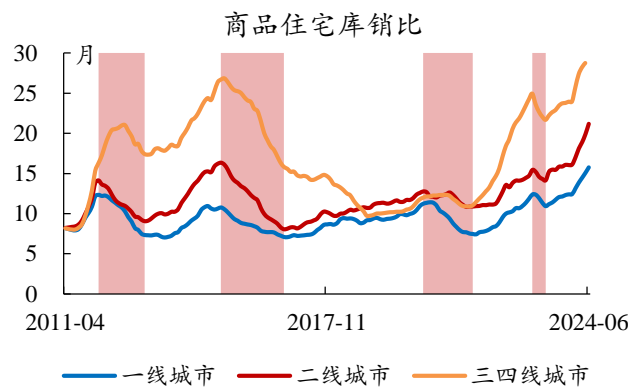
二则保障房建设需求和库存去化结构不均衡。收储后需要用作配售型或配租型保障房，而保障房建设主要集中于人口净流入的大城市，各城“十四五”保障房规划目标和其流动人口具有明显的正相关关系；但库存去化压力主要在于三四线乃至四五线。截至2024年5月，一线城市、二线城市、三四线城市的库销比分别为15.1、19.9、28.8个月。

图23：保障房规划集中于人口净流入城市



数据来源：各地住建局、Wind、开源证券研究所

图24：三四线商品住宅去库压力较大

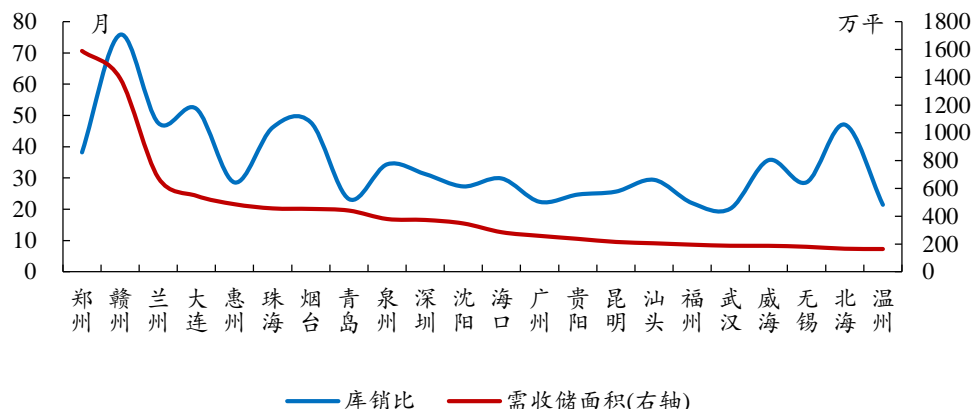


数据来源：中指、Wind、开源证券研究所

具体而言，我们首先测算了城市层面的商品住宅去化需求。62个有数据城市中45个城市的库销比超过18个月，超过18个月的需去库面积合计约1.1亿平。其中，郑州、赣州等城市收储空间较大。1.1亿平远小于全国层面的7.2亿平，一方面在于62个样本与全国统计范围差距较大，另一方面在于62个样本中一二线城市居多，作

为去库主力的三四线、四五线未能纳入统计。

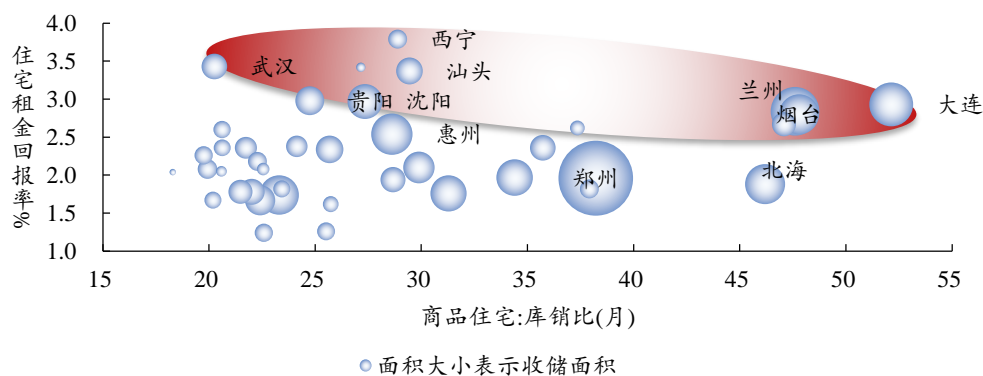
图25：郑州、赣州等城市的收储空间较大



数据来源：中指、开源证券研究所

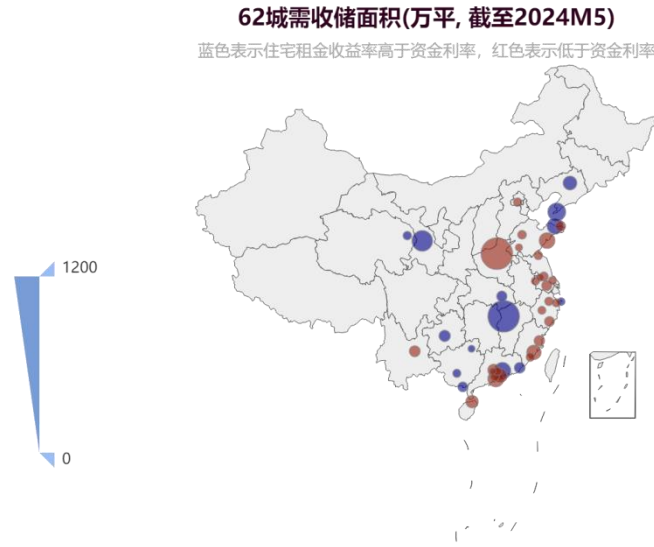
其次将库销比和收储回报率相结合，若两个指标均较高则该城市可能有较强动力推进收储。收储回报率=住宅租金回报率÷7折收储*95%出租率*90%（保障房租金不超过市场价90%），即3.0%的贷款利率需该城市租金回报率>2.46%。我们按“库销比>18、住宅租金回报率>2.46%”进行筛选，62个城市中有15个城市符合目标，合计待去库面积0.5亿平，主要为赣州、兰州、大连、惠州、烟台、沈阳、汕头、威海、武汉等城市。按2024年5月百城住宅价格16396元/平则对应收储资金7800亿元，换句话说，若我们考虑人口净流入情况，框定70城作为收储城市范围，则央行3000亿再贷款（拉动5000亿商业银行贷款）的额度具有合理性。

图26：库销比和住宅租金回报率较高的城市，可能加快推进收储



数据来源：中指、Wind、开源证券研究所

图27：东南沿海地区收储回报率或难覆盖资金成本



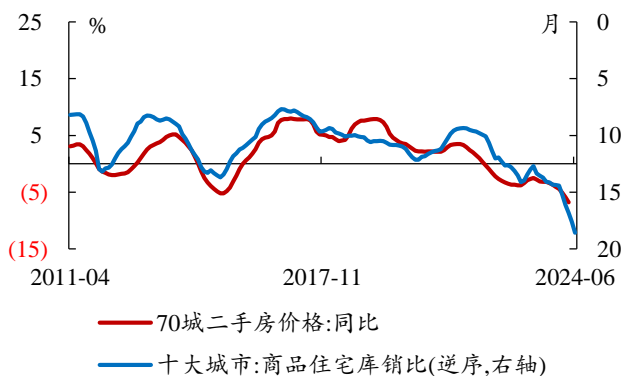
数据来源：中指、Wind、开源证券研究所

从收储的地域分布来看，东南沿海等地区房价较高，住宅租金收益率低于资金利率。由此，我们不难理解近期多地选择二手房收储、二手房以旧换新，根源在于新房较难覆盖资金成本。对于地方政策路径，我们推测租金回报率高的城市可能选择新房收储，租金回报率低的城市可能选择二手房收储（依赖当地财政和金融资源）。再进一步，或可推论房价还有多少调整空间。

3.3、收储与房价曲线推演

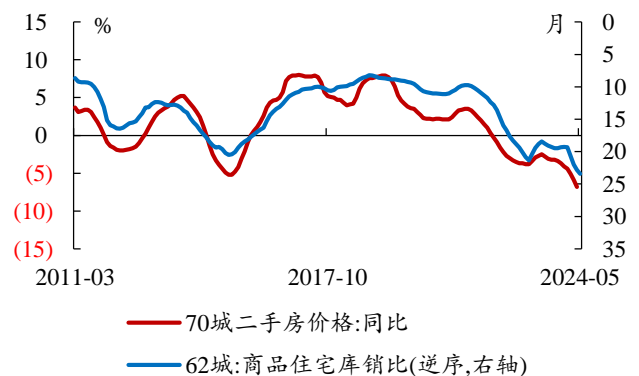
收储对供需结构的优化效应如何映射至房价？历史数据显示，十城商品住宅库销比领先于房价增速约1-2个月且显著负相关，与新房、二手房的相关性分别为-0.82、-0.88。

图28：十城商品住宅库销比领先于二手房价增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

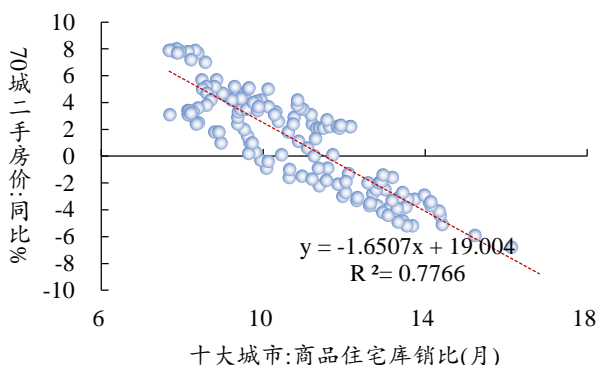
图29：62城商品住宅库销比与二手房价增速同步



数据来源：Wind、开源证券研究所

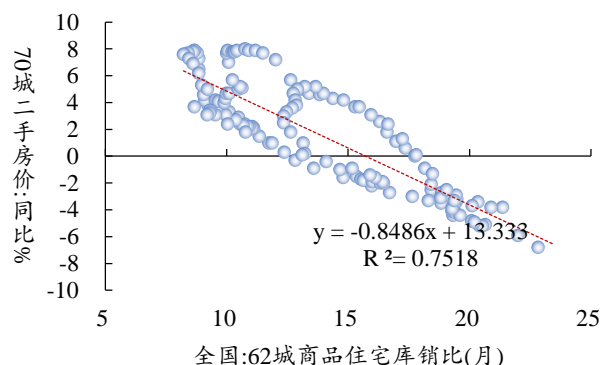
如前述，由于四五线城市的保障房需求有限，应将收储框定在人口净流入的 70 城范围，我们发现，数据可得 62 城库销比与 70 城二手房价增速亦高度吻合，相关性为-0.87，可用 $y = -0.8486x + 13.333$ 来描述，截至 2024 年 5 月 62 城市需收储面积 1.1 亿平、可收储面积 0.5 亿平，则对应库销比有望改善至 17.6、21.0 个月，70 城二手房价同比从 5 月的-6.8%收窄至-1.6%、-4.5%。不确定性在于政府收储部分是否会纳入商品房销售面积，若纳入则分子分母均变动，商品住宅库销比将会大幅改善。

图30：十城商品房库销比好于 18 个月的合意水平



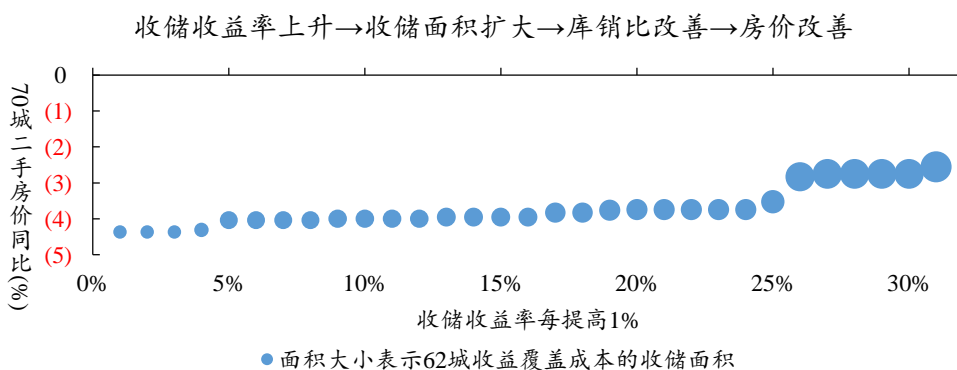
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2024 年 5 月，62 城库销比为 23.4 个月



数据来源：中指、Wind、开源证券研究所

图32：收储收益率、库销比与二手房价关系



数据来源：中指、Wind、开源证券研究所；注：以全国为例，收益率提高 1%，指从 2.22%提高至 2.24%。

如何收窄收储收益率与资金利率的轧差？主要包括新房价格下跌、央地提供财政补贴、利率下行等，我们认为放开新房限跌管制或是可行思路。当前“新房量跌价稳、二手房以价换量”的结构分化，除保交楼问题制约居民信心以外，地方政府

对新房价格或显性或隐性的限跌管制是重要因素，新房无法回归市场合理水平，二手房具有相对性价比，因而需求政策效果更多体现于二手房。但限跌具有保护购房者利益、支撑土地财政、平滑房地产市场波动等诸多考量，应缓步放松限制。

4、结论：地产传统框架因子失效，未来核心或在于收入政策

首先，我们探讨了传统地产框架为何从 2022 年以来因子失效，根源或在于偿债比率超过了有效性边界，下一轮地产周期的先决条件可能是该指标修复至 11% 以下，核心在于收入政策。

其次，美日地产出清均经历了 3 个阶段，“阶段 3”分化的本质在于居民资产负债表修复的因子贡献存在差异，美国从低利率再到收入改善，日本仅靠低利率。启示在于缺乏收入政策的协同配合，即使地产回暖可能仅是昙花一现的 B 浪反弹。

最后，在较大的总量收储空间背后，地方推进存在两大结构性问题，即回报率难以覆盖收储资金成本、保障房建设需求和库存去化不匹配，综合考量后地方收储面积约 0.5-1.1 亿平、收储资金 0.8-1.9 万亿元，70 城二手房价降幅收窄至 [-4.5%，-1.6%]。

5、风险提示

(1)国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

(2)美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn