

强于大市

住房“以旧换新”政策研究

住房“以旧换新”——一个被低估的方向

核心观点

- “以旧换新”购房政策，即购房者可先锁定新房，再由中介进行旧房销售，或者由房企、地方国有平台公司、第三方直接收购二手旧房，部分城市同时还提供换房补贴。“以旧换新”是属于贯通一二手房市场、买与卖市场的政策创新，对一二手房联动、新房项目积极去库存、房企和中介公司业务量增加等都有积极的作用。我们认为“以旧换新”政策实施的背景主要有二：1) 去库存。当前广义库存去化周期已处于15年10月的水平，15年“去库存”的主要手段为货币化棚改。而从目前政策来看，“以旧换新”是类似的，可将居民持有的房产再投入市场，激发置换需求的政策。2) 目前热点城市新房二手房都出现了疲弱甚至相互竞争，循环降价的现象，导致地循环链条中断。目前市场上存在卖一买一、卖旧买新、卖小买大的改善型和住房升级需求。据我们的不完全统计，截至7月26日，全国已有超80个城市表态支持住房“以旧换新”。
- 在政策的实施过程中，各地根据自身情况，探索出了多种模式，主流模式有以下几种：1) 帮卖模式：最为市场化的交易模式，中介和开发商合作，锁定新房房源、优先推售旧房。房企、中介、购房者三方签订新房认购和二手房优先卖协议，如果在约定周期内（一般1-3个月）二手房成功售出，则新房认购协议生效，反之则协议失效，购房者无需承担违约责任。代表城市有北京、上海、深圳、广州等。帮卖模式或将更利好B端的中介和房企。对于中介来说，可以增加客源，同时能在现在众多的挂牌房源中快速甄别真实卖房客源。对于房企而言，相当于获得了1-3个月期限的无息资金。不过该模式的弊端在于：交易周期长；政府未能介入；中介自身的利益诉求仍在，因此对购房者来说，和普通的置换差异不大，甚至更不划算（换新房源有限）。2) 收购模式：由政府指定的地方国资平台或开发商直接收购业主二手房（旧房），业主再将售房款项用于购买指定新房项目，补缴差价。收购的旧房一般作为保障房、人才房。代表城市有郑州、南京、珠海等，以江苏城市居多。该模式交易效率最高，旧房要求和换购的新房限制相对较多。此外，收购模式偏向重资产，对收购主体的实力有一定的要求。目前以城投主体为主，部分鼓励开发企业直接收购旧房，利用旗下新房进行以旧换新。3) “旧转保”模式：由广东肇庆首创。即国资统租存量房源用于保障性住房运营，并不买断旧房所有权，而是一次性支付5-10年的租金，对房源要求较高。4) 补贴模式：在一定时间内出售旧房并购买新房，可以获得相应财政补贴（以税费补贴和购房款补贴为主），补贴比例通常不会超过新房总价的3%。
- 当前参与“以旧换新”活动的新房房源以国企项目占主导，但越来越多品牌房企加入其中。主流房企中万科是“以旧换新”参与度最广的房企，其次保利发展、中海地产、招商蛇口、中国铁建的参与度也相对较高，均为央企，地方国企参与活动的城市相对聚焦在深耕地区。对于房企，参与主要动力在于推动新房项目库存去化、加速回款，从而缓解自身的库存压力。但同时，也考验房企的运营能力。“以旧换新”能否取得预期效果，开发商起到了至关重要的作用，主要体现在：1) 提供的新房产品，从地段、户型、交通、环境、配套到质量，能否满足购房者的需求？2) “以旧换新”活动能否给购房者带来实实在在的优惠？在一些能级较高的城市，参与“以旧换新”的房企，只拿出了偏远地段或者滞销尾盘参与，新房无法满足居民的期望，居民参与意愿就不强，换房意愿会使得卖旧房动力不足。由于牵涉面广、需破解的综合性难点多，所以需要地方政府发挥好力量，起到牵头作用，统筹协调全市、各区的待售资源，扩大执行“选新”覆盖范围，更多纳入改善居住品质的“好房子”，尤其是鼓励市中心、优质地段的房源也要参与进来，以好房子驱动“以旧换新”。为了鼓励开发商拿出核心区的优质项目，地方政府可以适当向这些开发商做一些政策倾斜，例如在拿地、税收上给予一定的政策优惠等；可以将住房置换资金以“房票”形式发放兑换，推动实现跨区域或者全市范围内流通置换；此外，政府也需要甄选开发商品牌和信用资质，做好入选新房项目自身财务、品质等尽调工作，消除逾期交房、购房资金退还难保障等风险。
- 政策效果：1) 对于购房者而言，“以旧换新”有效缩短置换周期、流畅交易衔接问题；降低违约损失；有效降低置换成本。2) 对于市场而言，理论上政策有助于城市加快商品房流通性，先带动二手房成交（去化二手房库存），再带动新房成交，起到帮助新房库存去化的效果。但从实际的城市数据来看，效果暂不显著。二手房成交：我们发现，在2024年4-5月多数城市参与到“以旧换新”活动后，6月执行换房的25个样本城市的二手房成交面积环比增速转正，为6%，小幅高于我们跟踪的34个城市二手房成交面积环比增速（5%），政策效果不明显。新房成交：2024年6月49个“以旧换新”城市的新房成交面积环比增长18%，增速低于81城新房成交面积环比增速（25%），政策未对新房成交起到效果。新房去化：36个执行“以旧换新”政策的样本城市新房（不包括保障房）库存去化周期整体仍然呈现上升态势，截至2024年6月平均去化周期仍然高达30.2个月。如果我们对比不同模式的效果，从数据上看，帮卖和收购模式对于二手房成交修复都起到了一定作用，帮卖模式效果>收购模式，而补贴模式基本没有起到效果。从目前看，“以旧换新”模式下的成交规模有限，可带动一定的市场活跃度，但能否真正达到提振市场的效果，还需等待市场的检验。
- 我们认为“以旧换新”是当前市场上一个被低估的方向。根据我们的测算，23年全国新房成交套数中，约有17%来自于二手房置换客（172万套）。全国年均换房套数为332万套（既可能换新房、也可能换二手房），占全国二手房成交套数的比重为56%。全国范围内，换房客中52%会选择置换新房，48%选择购买二手房。我们预计，未来可能通过“以旧换新”实现置换的潜在体量在3.41亿平，占商品住宅销售面积的比重为36%。全国范围内收购“卖旧买新”的置换客手中的二手房所需资金体量预计为4.18万亿元，即“卖旧买新”的置换客手中二手房的价值体量。“以旧换新”政策可能实现的潜在的新房销售额空间预计为5.50万亿元，占全国商品住宅销售额（2023年为10.3万亿元）的比重为53%。

投资建议

- “去库存”已经成为当前房地产行业的主基调之一。当前新房库存去化周期高企的同时，二手房挂牌量也在激增，一定程度上对新房产生替代效应。因此本轮去库存，与2014年相比，最大变化是要提振置换需求，激发居民将二手房主动拿出来改善，变相的通过二手房去库存来实现新房去化。目前来看，消化二手房库存的相关政策或被市场低估，而“以旧换新”政策作为居民二手房去库存的重要政策抓手，各城市正在积极参与、稳步推进。虽然目前多数城市仍处于试点期，试点规模普遍较小、旧房房源及新房项目均受到严格的条件限制，随着未来各地政策逐步推进，以及政府对政策的通盘考虑，规模有望进一步扩大。
- 现阶段我们建议关注三条主线：1) 拿地销售基本面仍然较好、新房房源众多且“以旧换新”参与度较高的央企：招商蛇口、华润置地、保利发展。2) 聚焦深耕地区“以旧换新”活动、在当期具有较高的认可度和信任度的地方国企和区域性品牌房企：绿城中国、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。3) 受益于“以旧换新”二手房成交的房地产经纪公司：我爱我家、贝壳。

风险提示

- “以旧换新”政策落地及推进进程不及预期；二手房房价波动风险，进而影响旧房的评估价格；保障性住房的租售前景存在不确定性；收购旧房的资金不足。

相关研究报告

- 《房地产行业2023年1-6月统计局数据点评：单月销售降幅达近两成；投资降幅小幅改善》(2023/7/18)
- 《房地产行业2023年6月70个大中城市房价数据点评：70城新房房价时隔5个月环比转跌；一二线城市新房房价环比持平》(2023/7/16)
- 《2023H1土地成交情况点评：2023H1土地成交总价同比下滑21%，京、杭、沪位列前三；预计下半年会有结构性回暖》(2023/7/6)
- 《居民购房意愿、房价看涨预期均回落；房企贷款需求收缩——央行2023年二季度问卷调查点评》(2023/7/1)
- 《走出停滞期，诞生新格局——房地产行业2023年中期策略》(2023/6/13)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 通过以旧换新以期带动一二手房良性循环，同时促进新房去库存.....	5
2 “以旧换新”的 N 种模式是如何运作的？	9
2.1 帮卖模式：最为市场化的交易模式，中介和开发商合作，锁定新房房源、优先推售旧房....	9
2.2 收购模式：交易效率最高，旧房要求和换购的新房限制相对较多	15
2.3 “旧转保”模式，即肇庆模式：国资统租存量房源用于保障性住房运营	30
2.4 补贴模式：效果最弱，补贴比例通常不会超过新房总价的 3%	32
3 “以旧换新”以国企项目为主导，未来核心区新房项目也可能更多纳入活 动中	34
4 “以旧换新”政策效果如何？	38
4.1 对于购房者而言，“以旧换新”减轻了置换压力	38
4.2 从数据层面看，“以旧换新”对于成交量提升、库存去化的效果暂不显著，帮卖模式的城 市效果相对好于收购模式.....	39
4.3 当前政策实际效果并不乐观，未来政策仍有优化空间	41
5 “以旧换新”——一个被低估的方向	42
5.1 二手房房价或成为收购价的锚定价，稳住二手房房价是政策实施的关键.....	42
5.2 未来可能通过“以旧换新”政策实现置换的潜在体量为 3.4 亿平；能够实现的潜在新房销 售额空间将达到 5.5 万亿元.....	43
6 投资建议.....	49
7 风险提示.....	50

图表目录

图表 1. 截至 2024 年 6 月末，我国商品住宅广义库存面积（累计新开工面积-累计销售面积）约 19.5 亿平，去化周期高达 29.1 个月.....	5
图表 2. 2024 年上半年 110 平以上各面积段产品成交占比合计 56.3%.....	6
图表 3. 2024 年 6 月末，42 城二手房挂牌套数达 564.8 万套，同比增长 14%.....	6
图表 4. 2023、2024 年 1-5 月重点 14 城 90 平米以下二手房交易占比分别约 54%、53%.....	6
图表 5. 据我们的不完全统计，截至 2024 年 7 月 26 日，全国已有超 80 个城市表态支持住房“以旧换新”.....	7
续图表 5. 据我们的不完全统计，截至 2024 年 7 月 26 日，全国已有超 80 个城市表态支持住房“以旧换新”.....	8
图表 6. “以旧换新”帮卖模式.....	9
图表 7. 各城市帮卖模式配套支持政策梳理.....	10
图表 8. 部分城市在帮卖模式的基础上，引进了创新性的“兜底”措施，确保旧房一定会被售出.....	11
图表 9. 漳州、常州在帮卖模式的基础上，引进了创新性的“兜底”措施.....	11
图表 10. 各城市帮卖模式下支付房企购房意向金和新房锁定期限的梳理.....	12
图表 11. 截至 6 月 3 日，招商、象屿、金地、中国能建、中国铁建、中建东孚、上海纺织、金融街、新华、外高桥、隽冈、中交城投、中国金茂等 13 家企业 21 个项目和 10 家房地产经纪机构参加活动.....	14
图表 12. 深圳房地产“换馨家”活动实施流程.....	15
图表 13. “以旧换新”收购模式实施流程.....	16
图表 14. 收购模式的换新规则和定价机制.....	16
续图表 14. 收购模式的换新规则和定价机制.....	17
图表 15. 据我们的不完全统计，全国范围内通过地方国企平台收购旧房完成以旧换新的住房数量不足两万套.....	18
图表 16. 收购模式对旧房要求较高.....	19
图表 17. “以旧换新”收购模式之一：郑州模式.....	20
图表 18. “以旧换新”收购模式之二：南京模式.....	21
图表 19. 目前各城市的实施主体以城投主体为主，部分涉及开发商.....	22
图表 20. 郑州住房“以旧换新”实施分为收购模式和帮卖模式两类.....	24
图表 21. 郑州城发集团收购房屋条件.....	25
图表 22. 截止 2024 年 5 月 27 日“以旧换新”新楼盘共 85 个，主要来自金水区，中原区、二七区、郑东新区、经济技术开发区、管城区等.....	26
图表 23. 南京房地产“以旧换新”国企收购模式.....	27
图表 24. 南京第二批“以旧换新”项目情况及存量房收购范围.....	28
图表 25. 江宁区房企联盟存量住房“以旧换新”活动情况汇总.....	29
图表 26. 华发珠海“以旧换新”补贴.....	30
图表 27. 肇庆“旧转保”模式.....	31

图表 28. 肇庆“旧转保”模式实施流程.....	31
图表 29. “以旧换新”补贴模式梳理.....	33
图表 30. 主流房企中，央企“以旧换新”普遍参与度较高，地方国企参与“以旧换新”相对聚焦在深耕地区，品牌房企万科参与城市范围也较广.....	34
图表 31. 各城市“以旧换新”活动参与房企不完全统计.....	35
续图表 31. 各城市“以旧换新”活动参与房企不完全统计.....	36
图表 32. 相比传统置换模式，“以旧换新”模式下交易时间减少了一半以上.....	38
图表 33. “以旧换新”活动能有效降低置换成本.....	39
图表 34. 2024 年 6 月执行政策的 25 个样本城市的二手房成交面积环比增速为 6%，小幅高于我们跟踪的 34 个城市二手房成交面积环比增速（5%）.....	39
图表 35. 2024 年 6 月执行“以旧换新”政策的 25 个样本城市的二手房成交面积环比增速达 6%.....	39
图表 36. 2024 年 6 月执行“以旧换新”政策的 49 个样本城市的新房成交面积环比增速达 18%，低于我们跟踪的 81 个城市新房成交面积环比增速（25%）.....	40
图表 37. 2024 年 6 月执行“以旧换新”政策的 49 个样本城市的新房成交面积环比增速达 18%.....	40
图表 38. 36 个执行“以旧换新”政策的样本城市新房（不包括保障房）库存去化周期整体上升，6 月平均去化周期高达 30.2 个月.....	40
图表 39. 政策出台后的 T+2 个月 19 个样本城市二手房成交套数环比增速均值为 14%，帮卖模式的城市环比增速均值 21%，收购模式 8%，纯补贴模式为-8% ..	41
图表 40. 二手房房价或成为收购价的锚定价.....	42
图表 41. 旧房定价采取多家评估公司联合评估，周边市场的二手房房价或成为锚定价.....	43
图表 42. 太仓、江阴、无锡、南京等地还明确了置换总价上限不得超过拟购新房合同总价的一定比例，多为 60%-80%.....	43
图表 43. 一线城市新房成交中 53% 的由二手房置换新房而来，二线城市平均为 21%.....	44
续图表 43. 一线城市新房成交中 53% 的由二手房置换新房而来，二线城市平均为 21%.....	44
图表 44. 一线城市换房客户中，卖旧买新比例仅 33%，二线城市约 46%；三四线城市约 58%.....	44
图表 45. 根据我们的测算，全国范围内新房成交中 17% 来自于二手房置换客.....	44
图表 46. 根据我们的测算，住房“以旧换新”潜在市场规模或达 3.4 亿平.....	45
图表 47. 根据我们的测算，收购居民二手房所需资金为 4.2 万亿元.....	46
图表 48. 根据我们的测算，“以旧换新”可能实现的新房销售额空间预计为 5.5 万亿元.....	47
图表 49. 住房“以旧换新”相关测算.....	48

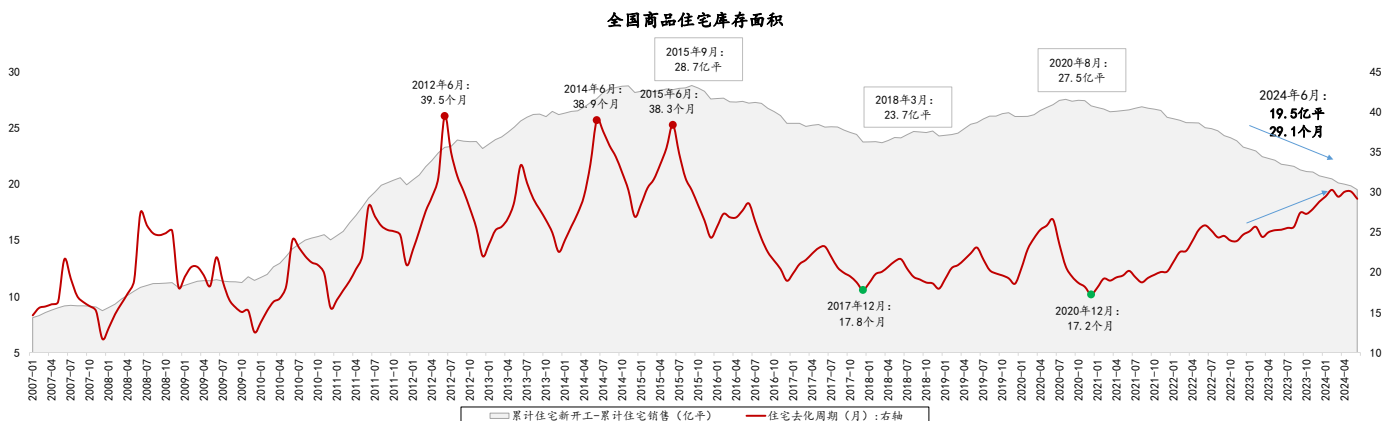
1 通过以旧换新以期带动一二手房良性循环，同时促进新房去库存

“以旧换新”对一二手房联动、新房项目去库存、居民住房条件改善、房企现金回流、和中介公司业务量增加等都有着积极的作用。“以旧换新”购房政策，即购房者可先锁定新房，再由中介进行旧房销售，或者由房企、地方国有平台公司、第三方直接收购二手旧房，旧房售出后购房者按约定购买新房的一项政策。部分城市同时还提供换房补贴。在过去的地产宽松周期中，政府更多是通过优化或解除限制性调控，试图通过放松购房资质、降低置业成本以及提供更多优惠等方式来鼓励购房者入市，但是在这一轮的周期中，现行的这些需求端政策没有改变市场继续调整下行的情形。地方政府开始选择一种更为直接的、可以畅通一二手交易链条的政策，为置换客户提供“以旧换新”的服务。2023年以来，二手房挂牌房源难消化的问题也逐渐凸显。根据中指院，2024年6月末，42城二手房挂牌套数达564.8万套，较2022年3月大幅增长了76.5%，挂牌价24038元/平。各地积极出台各类政策，包括带押过户、解除限售、商贷转公积金、房屋置换免个税、赋予高年龄房源的贷款资格、增加贷款期限等。但是，“以旧换新”是一种更为特殊的模式，是属于直接贯通一二手房、以及买卖市场的双向政策创新，更加符合当前中央对于“支持改善性住房需求”、“顺应人民群众对优质住房的新期待”等政策导向。

我们认为“以旧换新”政策实施的背景主要有二：1) 当前商品住宅库存高企，新房销售持续负增长。2) 二手房挂牌量增加，而成交价持续走低，成交周期拉长，致使置换需求被限制。打通一二手房的交易链条，释放改善性住房需求，是“以旧换新”背后的逻辑。上一轮“去库存”的主要手段是在于货币化棚改，即通过货币补偿的形式拆掉居民原有的住房，鼓励居民购置新房。而从目前的政策来看，“以旧换新”是与之类似的，将居民持有的房产再投入市场，获得一笔购新房的启动资金，并定向要求购置新房。核心的区别是，当时的房价处于上升通道中，居民获得补偿后大多愿意新购住宅，以期享受房价上涨带来的收益，而这一次的时间点处于房价下跌预期中，因此实施难度可能相对更高。不过，对于真实的改善需求是精准支持的。

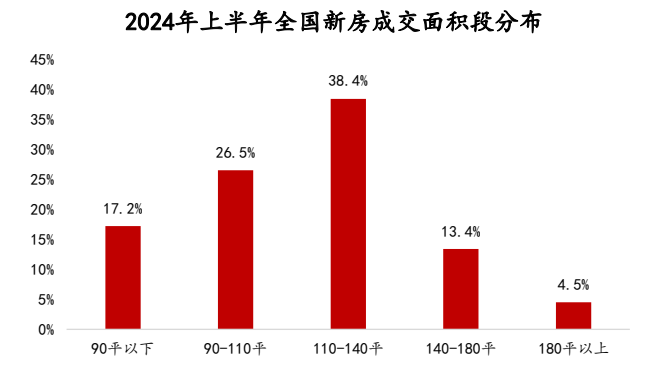
截至2024年6月末，我国商品住宅广义库存面积（累计新开工面积-累计销售面积）约19.5亿平，去化周期高达29.1个月，去化周期为2015年10月的水平。热点城市新房和二手房都出现了疲弱甚至相互竞争，循环降价的现象，导致房地产循环链条中断。但市场上仍存在卖一买一、卖旧买新、卖小买大的改善型和住房升级需求。刚需转向二手房，未来还可能向配售型保障房转移，新房市场主要面向改善型需求。而置换链路的起始就是二手刚需，只有低总价旧房卖掉换房才能够真正滚动起来。新房交易不景气与换房需求不活跃有关，当前的新房市场以改善为主（2024年上半年110平以上各面积段产品成交占比合计56.3%），需要将手上的房子卖出去；而二手房交易以刚需为主，2023、2024年1-5月重点14城90平米以下二手房交易占比分别约54%、53%，2024年1-5月上海300万元以下的二手房源交易占比达40%；不过，即便二手房交易占主导，但交易量赶不上二手房挂牌量，导致二手房挂牌量不断创新高。“以旧换新”政策理论上是可以解决当下市场面临的一二手房传导不畅问题的优选政策。

图表 1. 截至 2024 年 6 月末，我国商品住宅广义库存面积（累计新开工面积-累计销售面积）约 19.5 亿平，去化周期高达 29.1 个月



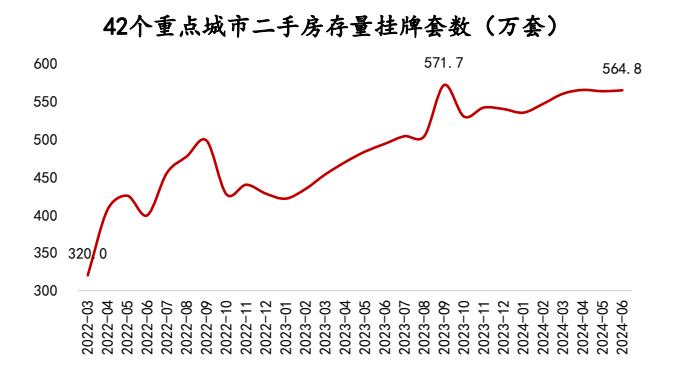
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 2. 2024 年上半年 110 平以上各面积段产品成交占比合计 56.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

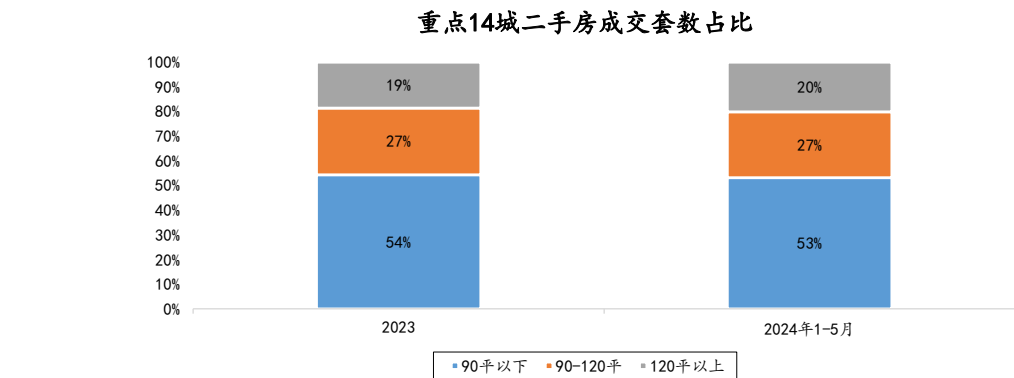
图表 3. 2024 年 6 月末，42 城二手房挂牌套数达 564.8 万套，同比增长 14%



资料来源：中指院，中银证券

备注：二手房挂牌样本城市（合计 42 个）：一线城市（4 个）：北京、上海、深圳、广州；二线城市（24 个）：杭州、成都、天津、西安、重庆、长沙、武汉、厦门、南京、石家庄、太原、沈阳、大连、哈尔滨、郑州、苏州、宁波、福州、合肥、南昌、济南、青岛、南宁、贵阳；三四线城市（14 个）：无锡、温州、东莞、佛山、珠海、保定、廊坊、徐州、常州、烟台、六安、盐城、宜昌、宝鸡

图表 4. 2023、2024 年 1-5 月重点 14 城 90 平米以下二手房交易占比分别约 54%、53%



资料来源：中指院，中银证券

备注：重点城市为北京、上海、深圳、广州、杭州、成都、厦门、武汉、长沙、青岛、重庆、南京、合肥、天津。

在“以旧换新”政策的实施过程中，各地根据自身情况，探索出了多种模式，各具特色，满足了不同群体的需求，亦有部分城市采用了多种模式相结合。据我们的不完全统计，截至 2024 年 7 月 26 日，全国已有超 80 个城市表态支持住房“以旧换新”。主流模式有以下几种：

- 帮卖模式**：房企、中介、购房者三方签订新房认购和二手房优先卖协议，如果在约定周期内（一般 1-3 个月）二手房成功售出，则新房认购协议生效，反之则协议失效，购房者无需承担违约责任。
- 收购模式**：地方国资平台或开发商直接收购旧房，售房款项用于购买指定新房项目，收购的旧房则可用于保障性住房、人才房等。
- “旧转保”模式**：由广东肇庆首创。即国资统租存量房源用于保障性住房运营，并不买断旧房所有权，而是一次性支付 5-10 年的租金，对房源要求较高，比如肇庆规定房源面积以 40-70 平为主，不超过 90 平，优先考虑楼龄较短的房屋。
- 补贴模式**：在一定时间内出售旧房并购买新房，可以获得相应财政补贴（通常以税费补贴和购房款补贴为主）。

图表 5. 据我们的不完全统计，截至 2024 年 7 月 26 日，全国已有超 80 个城市表态支持住房“以旧换新”

时间	城市	帮卖模式	收购模式	旧转保模式	补贴模式
2022 年 9 月首发、2024 年 6 月 24 日	青岛	✓	✓		✓
2023 年 7 月 1 日、2024 年 5 月 29 日	徐州	✓			✓
2023 年 8 月 5 日	武汉江夏区				✓
2023 年 8 月 19 日	营口				✓
2023 年 9 月 6 日	淄博	✓			
2023 年 9 月 7 日、2024 年 4 月 27 日、2024 年 6 月 6 日、2024 年 7 月 12 日	南京	✓	✓		✓
2023 年 9 月 14 日、2024 年 5 月 22 日	南通	✓			✓
2023 年 9 月 19 日、2024 年 2 月 20 日	扬州	✓	✓		✓
2023 年 9 月 20 日	泰安	✓			
2023 年 9 月 21 日、2024 年 3 月 23 日	日照	✓			✓
2023 年 9 月 22 日	济南	✓	✓		✓
2023 年 9 月 28 日、2023 年 11 月 24 日、2024 年 1 月 15 日	太仓		✓		✓
2023 年 10 月 1 日	济宁	✓			
2023 年 10 月 13 日、2024 年 6 月 13 日	海宁		✓		✓
2023 年 10 月 17 日、2024 年 5 月 9 日、2024 年 5 月 17 日	连云港	✓	✓		✓
2023 年 10 月 23 日	宁波	✓			
2023 年 10 月 31 日	丽水				✓
2023 年 11 月 9 日	兰州榆中县	✓			✓
2023 年 11 月 13 日、2024 年 4 月 29 日	盐城		✓		✓
2023 年 11 月 23 日	绍兴越城区	✓			
2023 年 11 月 24 日	玉林	✓			
2023 年 11 月 24 日	阜阳	✓			
2023 年 12 月 1 日、2024 年 3 月 14 日	常熟				✓
2023 年 12 月 7 日	温州				✓
2023 年 12 月 8 日、2024 年 4 月 8 日	张家港	✓	✓		✓
2023 年 12 月 10 日、2024 年 5 月 21 日	常州	✓			✓
2023 年 12 月 11 日	苏州相城区		✓		
2024 年 1 月 2 日	宜昌	✓			✓
2024 年 1 月 2 日	东台		✓		✓
2024 年 1 月 10 日	亳州	✓			
2024 年 1 月 14 日	鄂州	✓			
2024 年 1 月 19 日、2024 年 7 月 5 日	襄阳	✓			✓
2024 年 1 月 24 日、2024 年 3 月 7 日、2024 年 5 月 20 日	重庆	✓			✓
2024 年 1 月 29 日	辽宁省				✓
2024 年 2 月 7 日、2024 年 4 月 6 日	黄石		✓		✓
2024 年 2 月 18 日、2024 年 5 月 8 日	荆门	✓	✓		
2024 年 2 月 19 日	启东		✓		
2024 年 2 月 28 日	沈阳				✓
2024 年 2 月 28 日	乐山	✓			
2024 年 3 月 5 日、2024 年 4 月 30 日	江阴		✓		✓
2024 年 3 月 10 日、2024 年 4 月 30 日	宣城		✓		
2024 年 3 月 11 日、2024 年 5 月 23 日	蚌埠				✓
2024 年 3 月 15 日	苏州				✓
2024 年 3 月 19 日、2024 年 7 月 3 日	遂宁	✓	✓		✓
2024 年 3 月 22 日	杭州临平区	✓			
2024 年 3 月 29 日	哈尔滨				✓
2024 年 4 月 2 日	海安		✓		
2024 年 4 月 2 日、2024 年 5 月 11 日	无锡梁溪区		✓		
2024 年 4 月 3 日、2024 年 5 月 30 日	南昌市南昌县	✓			✓
2024 年 4 月 11 日	泰安		✓		✓
2024 年 4 月 14 日	福州		✓		
2024 年 4 月 15 日	郑州	✓	✓		✓
2024 年 4 月 18 日、2024 年 5 月 3 日	长沙	✓			✓
2024 年 4 月 23 日	深圳	✓			
2024 年 4 月 27 日、2024 年 5 月 23 日、2024 年 7 月 1 日	江门	✓	✓		✓
2024 年 4 月 29 日	靖江	✓	✓		
2024 年 4 月 29 日	大连	✓			✓
2024 年 4 月 30 日	惠州	✓			✓
2024 年 4 月 30 日	拉萨	✓			
2024 年 4 月 30 日、2024 年 5 月 31 日	梧州	✓			✓
2024 年 4 月 30 日	肇庆			✓	
2024 年 4 月 30 日	中山	✓			✓
2024 年 5 月 1 日	新余	✓			
2024 年 5 月 3 日、2024 年 5 月 27 日	上海	✓			✓
2024 年 5 月 6 日、2024 年 5 月 24 日	珠海	✓	✓		✓
2024 年 5 月 6 日	武汉	✓			✓
2024 年 5 月 8 日	漳州	✓			
2024 年 5 月 13 日	佛山	✓	✓		✓
2024 年 5 月 18 日	成都	✓			✓

资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，贝壳，中房网，华尔街见闻快讯，楼盘网，乐居网，凤凰网，北京房地产业协会，深圳市房地产中介协会，江苏省房地产估价与经纪协会，江西省房地产协会，湖北发布，江西发布，靖江发布，徐州发布，西藏发布，衢州发布，上海本地宝，武汉本地宝，启东本地宝，哈尔滨本地宝，襄阳本地宝，青岛楼市情报，营口 951 交通之声，太仓日报，住在杭州网，连云港房地产网，鲁网，中国宁波网，张家港房产网，中安在线，扬州新房网，宣城城建集团官方公众号，无锡乐居网，福州晚报，华发股份官网，梁溪城发集团官方公众号，荆州日报，常州楼盘网，陕西都市快报，襄阳日报，太房热线，乐山新闻网，中国会计视野，人社通网，金羊网，蚌埠先锋网，江门广播电视台，磁县融媒体中心，中银证券

续图表 5. 据我们的不完全统计，截至 2024 年 7 月 26 日，全国已有超 80 个城市表态支持住房“以旧换新”

时间	城市	帮卖模式	收购模式	旧转保模式	补贴模式
2024 年 5 月 20 日	南平	✓			✓
2024 年 5 月 21 日	荆州		✓		
2024 年 5 月 22 日	湖北	✓	✓		✓
2024 年 5 月 22 日、2024 年 5 月 28 日、2024 年 6 月 18 日	广州	✓			
2024 年 5 月 22 日	青岛胶州		✓		✓
2024 年 5 月 22 日	武汉硚口	✓	✓		
2024 年 5 月 27 日、2024 年 6 月 12 日	桂林	✓	✓		
2024 年 5 月 31 日	武汉武昌				✓
2024 年 5 月 31 日	江西南昌县	✓			✓
2024 年 5 月 31 日	衢州		✓		
2024 年 6 月 1 日	武汉经开	✓			
2024 年 6 月 3 日、2024 年 6 月 13 日	西安	✓			
2024 年 6 月 5 日	淮安	✓			✓
2024 年 6 月 6 日	连云港灌南县	✓			
2024 年 6 月 7 日	石家庄				✓
2024 年 6 月 7 日	合肥庐阳县		✓		✓
2024 年 6 月 11 日	咸宁	✓			✓
2024 年 6 月 13 日	邯郸	✓			✓
2024 年 6 月 14 日	嘉兴		✓		
2024 年 6 月 17 日	承德	✓			
2024 年 6 月 17 日	资阳	✓			✓
2024 年 6 月 18 日	南宁	✓			✓
2024 年 6 月 22 日	兰州	✓			✓
2024 年 6 月 24 日	德宏	✓	✓		✓
2024 年 6 月 24 日	儋州		✓		
2024 年 6 月 27 日、2024 年 7 月 19 日	北京	✓			
2024 年 7 月 3 日	旌德	✓	✓		✓
2024 年 7 月 10 日	滁州	✓	✓		✓
2024 年 7 月 10 日	瓮安县	✓	✓		✓
2024 年 7 月 18 日	贵阳	✓	✓		✓

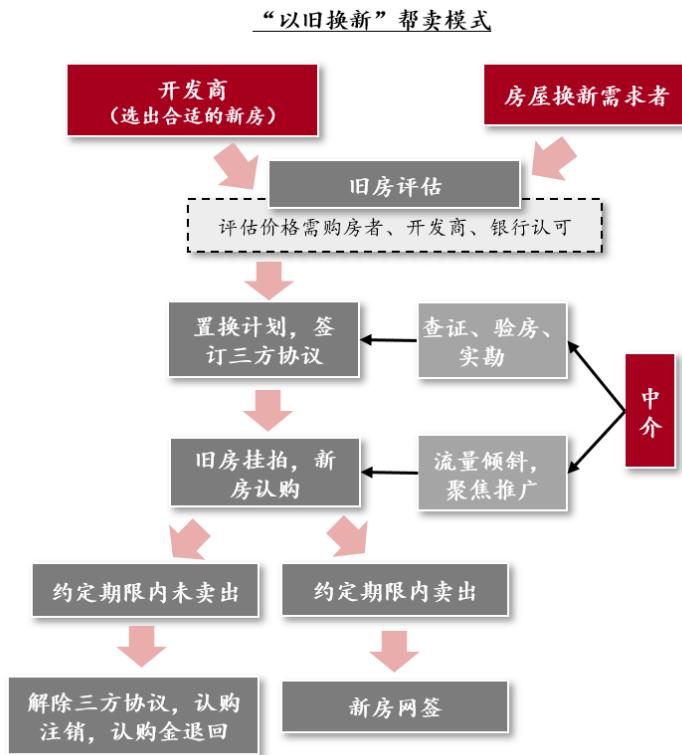
资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，贝壳，中房网，华尔街见闻快讯，楼盘网，乐居网，凤凰网，北京房地产业协会，深圳市房地产中介协会，江苏省房地产估价与经纪协会，江西省房地产协会，湖北发布，江西发布，靖江发布，徐州发布，西藏发布，衢州发布，上海本地宝，武汉本地宝，启东本地宝，哈尔滨本地宝，襄阳本地宝，青岛楼市情报，营口 951 交通之声，太仓日报，住在杭州网，连云港房地产网，鲁网，中国宁波网，张家港房产网，中安在线，扬州房产网，宣城城建集团官方公众号，无锡乐居网，福州晚报，华发股份官网，梁溪城发集团官方公众号，荆州日报，常州楼盘网，陕西都市快报，襄阳日报，太房热线，乐山新闻网，中国会计视野，人社通网，金羊网，蚌埠先锋网，江门广播电视台，磁县融媒体中心，中银证券

2 “以旧换新”的 N 种模式是如何运作的？

2.1 帮卖模式：最为市场化的交易模式，中介和开发商合作，锁定新房房源、优先推售旧房

帮卖模式，中介和开发商合作，锁定新房房源、优先推售旧房。购房者先与房企达成购买意向，向房企缴纳一笔意向金，再由房企联合中介，采用线上流量倾斜、线下聚焦推广等方式优先销售旧房，若一定期限（一般 1-3 个月，最长不超过 6 个月）内旧房顺利售出，即可按照流程推进新房购买手续，否则房企将无条件退还购房者意向金，换房人无需承担违约责任。目前帮卖模式是使用范围最广大的一种模式，**代表城市有北京、上海、深圳、广州、青岛、南京、济南、宁波、兰州、重庆、杭州、南昌、郑州、长沙、大连、武汉、成都、西安、拉萨、徐州、淄博、南通、扬州、泰安、日照、济宁、连云港、绍兴、玉林、阜阳、张家港、常州、宜昌、亳州、鄂州、荆门、乐山、遂宁、靖江、惠州、梧州、中山、珠海、漳州、佛山、南平等。城市能级相对更高，因为模式更市场化。**

图表 6. “以旧换新”帮卖模式



资料来源：中银证券

帮卖模式结合配套支持措施，给 C 端换房带来置换优惠。

1) 中介费用：宜昌提出旧房销售期间服务费用可由房企代支付，费用不超旧房销售总价款的 1.5%；南昌中介返还旧房销售佣金的 50%；乐山提出中介对参与“以旧换新”政策的购房者和房企给予中介服务费优惠；上海在原本中介费的收费标准下，对参与“以旧换新”活动的业主给予折扣，折扣力度最终确定在 7-8 折；北京购房人换房交易并提供专属佣金优惠，不同房企优惠力度不同；珠海、绍兴、兰州等部分区域则免去买旧房的中介佣金。

2) 贷款：长沙明确“以旧换新”购买新房的，可按认房不认贷政策，享受首套房首付比和按揭利率优惠；玉林、兰州、南昌、南平、西安等地则给予优惠房贷利率。

3) 物业费：湖北咸宁旧房售出后，15 日内签订合同并支付购房款，可享受 6 个月物业费补贴；30 天内享受 3 个月物业费补贴。

图表 7. 各城市帮卖模式配套支持政策梳理

配套支持	城市	帮卖模式相结合的配套措施
中介费用	广东珠海	免费委托华发合作中介机构为其销售其位于珠海的二手房源，0 佣金
	浙江绍兴越城区	可免缴纳中介经纪服务费，改由房地产开发公司支付
	甘肃兰州榆中县	意向客户不需要向中介机构缴纳中介服务费
	湖北宜昌	旧房销售的居间服务费用可由房地产开发企业代为支付，费用不超过旧房销售总价款的 1.5%
	重庆万科	选定万科在售新房并签订“放心买”协议和缴纳定金的，可享受“好赞”佣金 1%+2 万元/套置业优惠补贴
	四川乐山	购房者和开发企业给予中介服务费优惠
	江西南昌市南昌县	房地产经纪机构返还二手房销售佣金的 50%
	广东珠海	旧房售出，2% 的佣金补贴
	陕西西安	给予不低于 85 折的中介费，如需租赁周转，则免中介费
	广西桂林	中介费用减免优惠方案
	四川成都	房企补贴旧房中介佣金(仅补贴一套旧的中介佣金，最高补贴该旧房成交总价的 1.75%且旧总价不超过 250 万)
	上海	在原本中介费的收费标准下，对参与“以旧换新”活动的业主给予折扣，折扣力度最终确定在 7—8 折
	甘肃兰州榆中县	甘肃榆中农村合作银行推出了“换新购”贷款产品，凡在“房源超市”选购房屋的，均可享受贷款最低利率
	广西桂林	报销购房者二手房中介佣金(抵减新房款)，旧房佣金最高为成交价 1.5%
	广东江门	直接补贴中介费 2 万元
	江西新余	旧房销售佣金 5 折优惠
	广东广州星河	1.5% 的中介佣金补贴+0.5% 的开通贝壳“好赞好房”补贴(仅补贴 1 套，成交总价上限 400 万元)
	贷款资格	湖北咸宁
北京		购房人换房交易并提供专属佣金优惠，不同房企优惠力度不同
甘肃兰州		中介费用给予市场 8 折以上的优惠
广西玉林		参加商品房“以旧换新”活动，购置的新房可享受更为优惠的银行贷款利率(如售出的旧房为首套房，待旧房售出后，购置的新房则定为首套房，可享受首套房的银行贷款利率)。
江西南昌市南昌县		银行给予新旧房贷款利率优惠政策
福建南平		给予首套房认定，新购住房的个人住房商业贷款可按首套住房认定
物业费	陕西西安	给予客户当前市场最优的利率政策，在二手房按揭贷款方面，抵押登记费、担保费、评估费均由银行承担
	湖南长沙	明确“以旧换新”购买新房的，可按认房不认贷政策，享受首套房首付比和按揭利率优惠
其他费用	湖北咸宁	旧房售出后，15 日内签订合同并支付购房款，可享受 6 个月物业费补贴; 30 天内享受 3 个月物业费补贴
	四川成都	旧房在贝壳 APP 挂牌后，开通“好赞好房”的功能的费用由房企星河补贴

资料来源：各地政府官网，中房网，同花顺财经，澎湃新闻，新浪网，网易新闻，凤凰网，央视网，经济观察报，江西省房地产业协会，江西发布，陕西都市快报，绍兴网，乐山新闻网，江门广播电视台，中银证券

部分城市在帮卖模式的基础上，引进了创新性的“兜底”措施，以“政府主导、市场运作”原则实施住房“以旧换新”。

1) 福建漳州：5 月 8 日，住建局等三部门联合印发《漳州市区家庭住房“以旧换新”实施方案》，通过搭建“以旧换新”平台，由运营主体购买在规定时限内未能成功出售的符合条件的存量“旧房”。申请“以旧换新”的旧房需位于九龙大道以西、北江滨路以北、金峰路以东、北环城路以南的区域范围内，产权面积不得大于 70 平且权属清晰，在 2009 年 12 月 31 日前完成竣工验收备案并已办理房屋所有权证、土地使用证等不动产权证，房屋结构属于砖混结构或框架结构，住房评估单价不高于 9000 元/平。旧房价格采取评估“一编一审”方式确定，即由运营主体征集的评估机构评估，由另一家评估机构进行审核确定。由漳州安居智家住房开发有限公司、漳州城投资产管理运营有限公司(分别为福建漳龙集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司的下属公司，统称“运营主体”)联合搭建“以旧换新”平台，由平台合作的中介机构提供“优先卖”等服务并可锁定意向房源。预购买协议签订之日起 60 日内，如果“旧房”未能顺利售出，则由运营主体按评估价格 90% 购买，作为保租房进行运营管理。市民可将售卖旧房后得到的资金用于购置新房。“以旧换新”起止时间为 6 月 1 日至 12 月 31 日，期间若运营主体累计购满 1000 套存量住房，则提前终止。

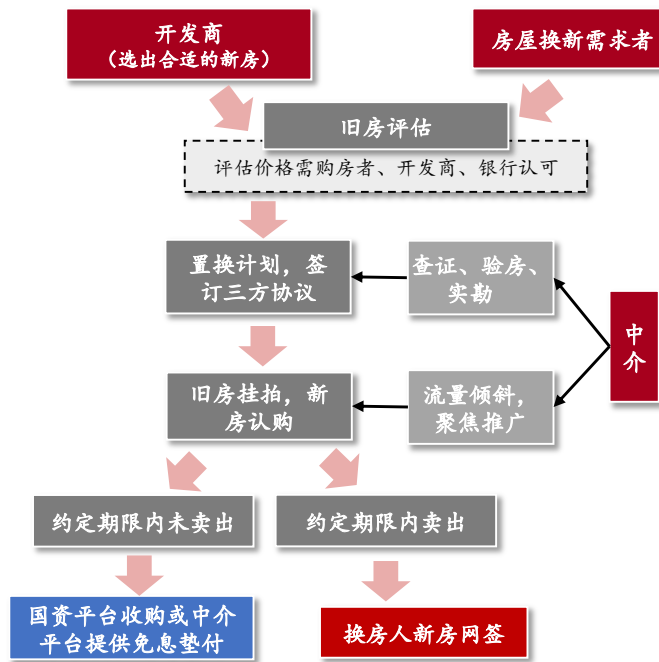
漳州模式的亮点有二：

a) 购房价格透明，进入“以旧换新”平台房源库的，每套都设置最高价，价格不得高于房屋预(现)售备案价，且最高控制价不会高于该项目住宅近 6 个月的成交均价，同时鼓励入驻平台的房企给予购房人额外优惠。

b) 资金安全有保障，存量住房不论是 60 天内完成自主交易，还是 60 天后由运营主体购买，其交易资金均按规定实行监管，并按相关协议约定支付新建商品住房购房款；存量住房若 60 天未售出，则由运营主体“兜底”，确保存量住房有购买主体。

2) 江苏常州：中介平台提供房屋全款免息垫付服务。常州中介小牛看房（在常州拥有 1000 多家门店、3800 多个经纪人）联合常州众多开发商及项目，创新性推出“中介机构+开发商”一站式闭环模式。有换房需求的客户，将旧房挂牌至小牛看房平台，小牛看房平台评估确认旧房出售保底价，客户通过小牛看房平台经纪人带看“以旧换新”合作的楼盘并交纳定金（享受开发商以旧换新购房优惠），开发商给予 60 天的付款周期。客户与小牛看房签订房屋“以旧换新委托协议”，若 60 天内小牛看房不能销售成功，则按协议进行房屋全款免息垫付，直到出售。旧房未售出的情况下，小牛看房平台先进行免息垫付并办理相关抵押及公证手续，客户利用到手资金支付新房房款，完成新房购买流程，原旧房继续推广销售，最终旧房售出后，办理旧房出售手续，客户归还垫付款。这个模式既保留了客户作为出售方对挂牌出售价的定价权，又预留了足够的时间完成旧房出售工作，也不耽搁客户购买新房的进程，保证了整个以旧换新流程顺利进行。

图表 8. 部分城市在帮卖模式的基础上，引进了创新性的“兜底”措施，确保旧房一定会被售出



资料来源：漳州市住建部，小牛看房，中银证券

图表 9. 漳州、常州在帮卖模式的基础上，引进了创新性的“兜底”措施

城市	帮卖模式下的兜底措施
福建漳州	预购买协议签订之日起 60 日内，若旧房未能顺利售出，则由运营主体按评估价格 90% 购买，作为保租房进行运营管理。
江苏常州	若旧房未能售出，中介提供房屋全款免息垫付服务，直至出售

资料来源：漳州市住建部，小牛看房，中银证券

我们认为，在没有“兜底”措施的情况下，帮卖模式或将更利好 B 端的中介和房企。1) 对于中介来说，帮卖模式可以增加客源，同时能在现在众多的挂牌房源中快速甄别真实卖房的客源。2) 对于房企而言，换房人与开发商签订协议后，需要缴纳一笔购房意向金于开发商账户中。购房意向金通常在 2-20 万之间，且新房锁定期限通常为 1-3 个月，最长不超过 6 个月，房企相当于是获得了一笔无息资金。个别城市的“兜底”措施若能被推广，对于 C 端购房者来说，既保留了客户作为出售方对挂牌出售价的定价权，可以先在市场上优先推售，又有中介平台或国资平台兜底确保旧房一定会卖出，解决了帮卖模式旧房难卖的痛点，推进整个“以旧换新”的流程顺利进行。

图表 10. 各城市帮卖模式下支付房企购房意向金和新房锁定期限的梳理

城市	新房购房意向金	新房锁定期限
北京	-	3个月
上海	5-20万不等的意向金	2个月
广东深圳	几万到几十万不等	不少于3个月
广东广州	-	不少于3个月
四川成都	-	3个月
湖南长沙	-	3个月
重庆	-	2-3个月
江苏南京	-	1-3个月
浙江宁波	-	1-3个月
山东济南万科北宸之光	-	2个月
山东济南万科城	-	1个月
湖北武汉汉阳	-	3个月
陕西西安	-	不少于3个月
福建南平	5万元/套	2个月
山东淄博	缴纳3万-5万元的意向订金	1-3个月
浙江绍兴越城区	总价300万以内的房子，意向金2万元；300万（含）以上的房子，意向金5万元	3个月
甘肃兰州榆中县	-	6个月
河北承德	-	3-6个月
江苏徐州	-	3个月
湖北荆门	-	3个月
安徽阜阳	-	3个月
山东日照	新房房屋价值100万以内缴纳意向金2万元，新房100万以上缴纳意向金5万元	3个月
湖北咸宁	保证金5万元	3个月
扬州万科	-	1-3个月
浙江杭州临平	-	1-3个月
江西新余	意向金2-5万元/套	2个月
广西桂林	意向金统一为2万元/套	2个月
江苏常州	-	2个月

资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，中房网，楼盘网，乐居网，凤凰网，新浪网，楼盘网，北京房地产业协会，深圳市房地产中介协会，江苏省房地产估价与经纪协会，江西省房地产协会，湖北发布，江西发布，徐州发布，上海本地宝，武汉本地宝，常州楼盘网，太房热线，中国宁波网，陕西都市快报，绍兴网，中银证券

不过该模式的弊端在于：1) 交易周期长。二手房交易周期普遍较长+市场不好，而新房锁房期一般只有90天，中介帮卖并未实质性提升二手房流通性，“卖旧”仍是难题。2) 政府未能介入。帮卖模式推行通常由行业协会发起，政府未能直接介入。开发商、购房者、中介机构三股市场力量主导参与，缺少行政力量牵线搭桥，在信息平台搭建、交易成本等方面并不具备优势，且在政策实际落地成效方面可能会有所折扣。3) 中介自身的利益诉求仍在，因此对购房者来说，和普通的置换差异不大，甚至更不划算（换新房源有限）。

从政策效果来看，由于帮卖模式较为市场化，其效果很大程度上取决于市场运行情况以及其他政策的推出情况。例如，北京6月末提出支持住房“以旧换新”，主要采取帮卖模式，7月19日正式启动，首批参加的新建商品房项目共31个，涉及房源9000余套、房地产经纪机构11家。受市场端率先恢复影响，统计局公布的北京二手房价2024年6月止跌转涨，叠加6月末，北京发布一揽子楼市政策，包括下调首付比例最低至20%、下调贷款利率最低至3.5%、多子女家庭购二套将认定为首套房贷等。受此影响，北京二手房市场出现回温，截至7月26日，北京二手房7月日均成交量为499套，较6月同期相比增长10%。

此外，帮卖模式的效果还取决于：1) 房企是否给予购房者实打实的优惠；2) 拿出来的新房房源是否优质。2023年9月，南京推行帮卖模式“换新购”，参加的企业虽不少，但加入的房源一般是项目尾货，或者非热点区域项目等去化不好的房源，市场的积极性不高，效果不明显。同时期的南通“以旧换新”取得了较好的效果，主要是由于开发商提供的换新购的新房房源是一栋楼，新房房源较好，使得最终的去化效果也较好；2024年4月，“以旧换新”首批房票集中发放，首批15名置换业主领到了房票。宁波在2023年10月中旬启动“换新购”活动后，2023年10月16日至22日，宁波六区二手房成交1230套，环比上升15%，创今年下半年以来单周成交量新高；10月23日至29日成交1445套，环比上升17%。新房方面，10月16日至22日，市六区新房备案288套，环比上升20%。主要因为宁波参与的开发商和楼盘相对较多，涉及到全市已有13家开发企业的34个楼盘、23家房地产经纪机构参与活动，可选范围较广。

下面我们选取了两个典型的帮卖模式的城市，上海和深圳，做详细分析。

2.1.1 帮卖典型模式之上海：参与项目有21个，但主要分布在外环外

2024年5月3日，上海市房地产行业协会、上海市房地产经纪行业协会联合倡议发起商品住房“以旧换新”活动。本次“以旧换新”活动，主要针对计划出售二手住房并购买新房的购房居民。购房居民先与房地产开发企业达成购买新房的意向，再由房地产经纪机构优先推动其旧房交易，旧房成功出售后按约定完成新房交易。参加“以旧换新”活动的房地产开发企业承诺，在一定期限内，旧房未成功出售的，购房居民可以无条件“退房退款”；房地产经纪机构承诺，对购房居民的旧房“全城推、优先卖”。活动期间，上海市房地产行业协会倡议房地产开发企业加大优惠力度，为“以旧换新”居民提供相应的优惠；上海市房地产经纪行业协会倡议房地产经纪机构，为“以旧换新”居民提供专属优惠服务。同时，为给购房居民提供更多选择和保障，“以旧换新”活动由相关平台（乐居好房）为各方主体提供专业服务，包括为达成购买新房意向的居民提供资金临时托管等便民服务，为开发企业和经纪机构提供大数据服务等。

截至6月3日，招商、象屿、金地、中国能建、中国铁建、中建东孚、上海纺织、金融街、新华、外高桥、隽冈、中交城投、中国金茂等13家企业21个项目和10家房地产经纪机构参与活动，涉及的开发商以央国企为主。房源主要分布在嘉定、松江、青浦、奉贤、临港、金山、普陀等区域，除了普陀区的个别项目外，其余主要针对的是外环外库存压力较大的区域。首批的9个项目拿出来参与活动的房源数量合计超过600套。21个项目中，既有70-90平的刚需户型，也有满足改善型置业需求的160平大平层和叠加别墅；房源备案均价差异较大，最低的金山项目仅需2.49万/平，最高的普陀项目则达到8.33万/平。

具体的定金和锁定期各楼盘略有不同，定金大约是1-20万不等左右，支付于开发商账户中，锁定期在2-3个月左右。在一定期限内，旧房顺利卖出去，新房定金就可以转为首付款。若旧房在锁定期内未售出，换房人可无条件解除协议，无需承担违约责任，无条件“退房退款”，最快当天就可退款，最晚30天。

“以旧换新”落地后，上海二手房成交量有明显反应。自2024年5月开启“以旧换新”以来，5月上海单日二手房最高成交量984套，日均成交量859套，与4月日均603套相比有42.5%的增长；从中介机构也能看到市场端的变化，根据上海链家提供的统计数据，截至5月22日，活动开展20天内，通过链家带看“以旧换新”指定的新房项目，产生了96套新房交易，同时新增10套二手房房源挂牌，带看量也有所增加。

此外，对于上海远郊楼盘的去化也起到了一定帮助效果。5月23日，象屿江湾悦府项目（楼盘位于奉贤新城金汇板块）营销总监表示，自参与“以旧换新”活动以来，售楼处来访量增加30%，活动开展20天已有8套新房通过“以旧换新”渠道签约了定房合同，有1套已经成功售出。

图表 11. 截至 6 月 3 日，招商、象屿、金地、中国能建、中国铁建、中建东孚、上海纺织、金融街、新华、外高桥、隽冈、中交城投、中国金茂等 13 家企业 21 个项目和 10 家房地产经纪机构参加活动

序号	项目名称	区域	开发企业	户型面积	销售均价 (元/平)	冻结资金	冻结周期	帮卖中介	参与活动的房源数量 (套)
1	普陀金茂府	普陀区	中国金茂	107-203 平	83340	5 万	60 天	中原	-
2	象屿交控·中环云悦府	普陀区	象屿集团	87-154 平	79033	20 万	60 天	链家、尚盟	50+
3	森兰海天名筑	浦东新区	上海外高桥	90-136 平	54000	1 万	90 天	中原	-
4	森兰航荟名庭	浦东新区	上海外高桥	90-136 平	48361	1 万	90 天	链家、我爱我家、中原、太平洋、博贤等	-
5	招商象屿星耀翠湾	浦东新区	招商蛇口、象屿集团	72-115 平	48000	20 万	60 天	链家、我爱我家、中原、太平洋	100+
6	未来港·元启	浦东新区	上海云理经济	71-99 平	28800	5 万	90 天	-	-
7	上海嘉芯荟	嘉定区	上海隽冈置业	102 平	400 万/套起	10 万	60 天	-	-
8	象屿同进虹桥嘉悦府	嘉定区	象屿集团	88-145 平	56410	20 万	60 天	链家、我爱我家、中原、太平洋	-
9	金地嘉萃汇	嘉定区	金地集团	89-160 平	46921	20 万	60 天	链家	30+
10	星尚·观澜世嘉	嘉定区	上海纺织	103-129 平	45200	20 万	90 天	首选链家	-
11	象屿路劲都漕云境	嘉定区	象屿集团	104 平	44785	10 万	60 天	链家、中原、我爱我家	50+
12	中交凤启虹桥	青浦区	中交城投	74-127 平	46500	5 万	60 天	链家、我爱我家	-
13	招商云澜湾	松江区	招商蛇口	96-126 平	48689	小高层 20 万，叠加 40 万	90 天	链家、我爱我家、中原、太平洋、博贤等	160+
14	中交·松香源著	松江区	中交城投	75-88 平洋房、117-124 平叠墅	36600	5 万	60 天	链家	-
15	中国铁建·熙语	奉贤区	中国铁建	81-121 平	42850	10 万	90 天	-	-
16	中建海樾境府	奉贤区	中建东孚	89-132 平	42000	10 万	180 天	-	-
17	象屿江湾悦府	奉贤区	象屿集团	76-143 平	36301	10 万	60 天	链家、尚盟	30+
18	金融街美兰金悦府	宝山区	金融街	89-102 平	39830	-	-	链家、好屋、我爱我家等	-
19	国印东方	金山区	中国能建	115-200 平	30441	5 万	90 天	-	50+
20	新华御著	金山区	新华集团	95 平	24853	洋房 5 万、叠墅 15 万	90 天	-	-
21	新华星耀东方	金山区	新华集团	73-197 平	售价待定	高层 5 万、洋房 10 万、叠墅 20 万	90 天	-	-

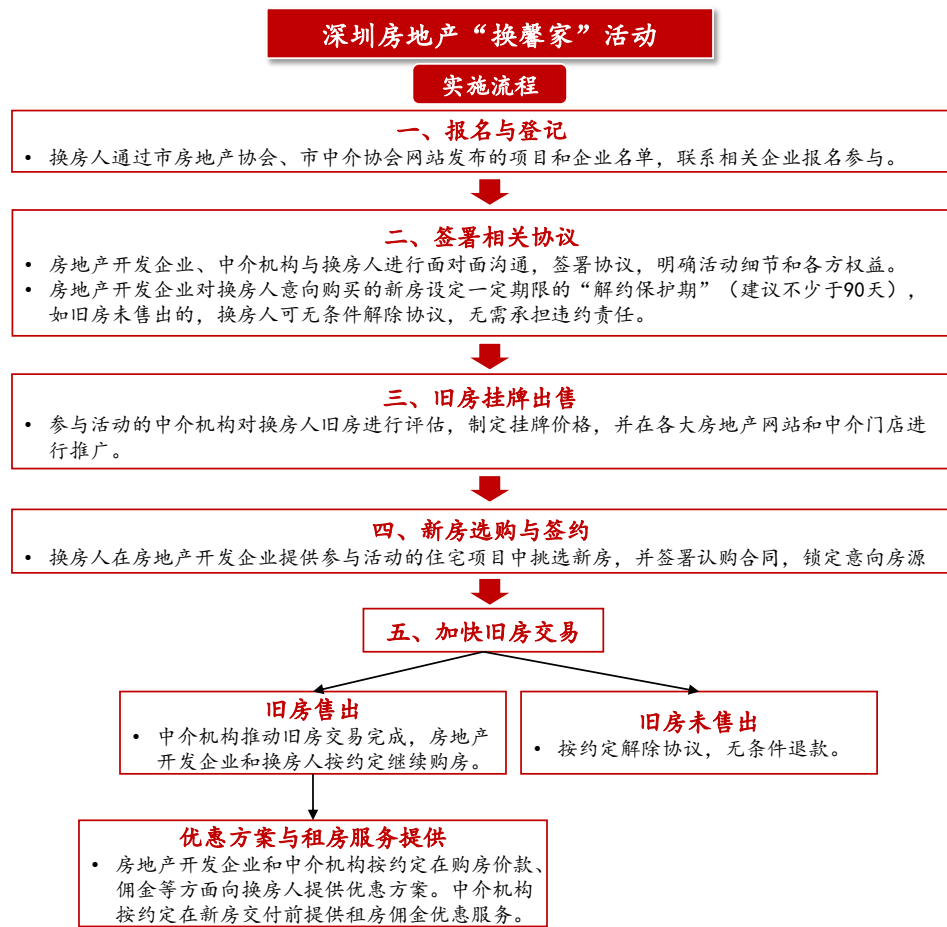
资料来源：各地政府官网，乐居换新购，中银证券

2.1.2 帮卖典型模式之深圳：“换馨家”扩围至 55 个新房项目，全市超 80% 的中介均参与

深圳住房“以旧换新”就是通过鼓励房地产开发企业、中介机构与换房人签署协议，开展“卖旧+买新”的换房联动。2024 年 4 月 23 日，深圳市房地产业协会同深圳市房地产中介协会联合发布《开展我市商品住房“换馨家”活动》的通知，官宣开展为期一年（自 5 月 1 日正式开启）的“换馨家”活动，面向深圳市区域内所有计划出售二手商品住房（旧房）并购买新建商品住房（新房）的购房居民（换房人），首批共有 13 个新房楼盘、21 家房地产中介机构参与。具体步骤：1）通过鼓励房地产开发企业、中介机构与计划出售二手商品住房（旧房）并购买新建商品住房（新房）的换房人签署协议，开展“卖旧+买新”的换房联动。2）房地产开发企业对换房人意向购买的新房设定一定期限的“解约保护期”（建议不少于 90 天），中介机构优先推动换房人旧房交易，缩短交易周期。三是在协议约定期限内，旧房售出的，开发企业和换房人按约定继续完成新房交易手续；旧房未售出的，开发企业和换房人按约定解除协议并无条件退款，换房人无需承担违约责任。

值得一提的是，在深圳正式官宣房产“以旧换新”之前一周，乐有家已联合深圳绿景白石洲项目率先试点开展活动。据乐有家方面的数据，4 月 20 日-4 月 21 日活动首次集中主推后的第一个周末，绿景白石洲的上客量与成交转化率均提升，周末两天上客 288 批，“以旧换新”类别成交 7 套，成交金额破亿元。乐有家方面还针对意向参与“以旧换新”的换房客户进行了一份问卷调研，超 500 名客户参与。结果显示，客户参加“以旧换新”的两大主要原因为借此快速销售旧房，和需要改善居住条件。根据乐有家，深圳首宗“以旧换新”成功案例就诞生于绿景白石洲项目，一名置换婚房的客户，于 4 月下旬参与乐有家“以旧换新”活动，意向换购绿景白石洲 110 平方米 3 房，随后通过乐有家成功卖出了其位于南山的 54 平方米小户型。截至 5 月 19 日，乐有家与绿景白石洲合作的“以旧换新”类别签约 20 单，成交金额约 3 亿。

图表 12. 深圳房地产“换馨家”活动实施流程



资料来源：深圳市房地产业协会、深圳市房地产中介协会，中银证券

据深房中协数据，截至5月17日，参与“换馨家”活动的开发项目由首批13个，已增加至55个；参与“换馨家”活动的房地产经纪品牌增至33个，相当于全市超80%的房地产经纪机构（1200余家中介）均参与到“换馨家”以旧换新活动中。具体来看，参与到“换馨家”的项目覆盖了深圳8+1区（福田区、盐田区、南山区、宝安区、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、汕特区），福田有三个项目，南山8个项目，宝安有9个项目。其中在售均价最低的项目为位于深汕的书香雅苑，均价低至约1.19万/平起。

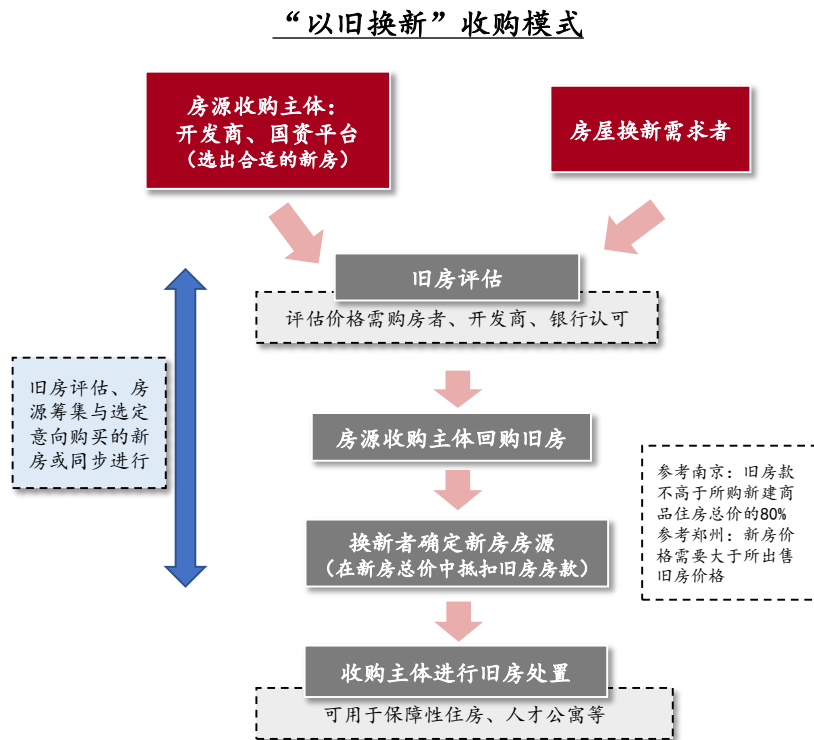
咨询量近9000人次，35套房源已签订。据深房中协，通过对参加“换馨家”活动的房地产中介机构调研统计，截至5月17日，消费者共咨询8945人次，涉及25个项目，占参加活动总项目45%；其中转化成带看1501人次，涉及21个项目，占总项目38%；最终，成功通过活动签订新房订金协议（成交）35套（其中已有一套完成了“旧房”的出售）。

2.2 收购模式：交易效率最高，旧房要求和换购的新房限制相对较多

收购模式是指由政府指定的地方国资平台或开发商直接收购业主二手房（旧房），业主再将售房款项用于购买指定新房项目，补缴差价。地方国资平台或开发商收购的旧房一般将作为保障房、人才房等。代表城市有郑州、南京、福州、青岛、济南、武汉、苏州、连云港、珠海、太仓、启东、扬州、宣城、江阴、海安、盐城、张家港、东台、黄石、启东、荆门、无锡、泰安、靖江、佛山、荆州、衢州等。尤其是江苏的城市居多，且最早于2023年9月28日由江苏省太仓市率先试行。由于该类以地方国资平台为收购主体的“以旧换新”模式最早在江苏省试点先行和普及推广，所以该模式也称作“江苏模式”。

从实施流程来看，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，售房款用于购买指定新房项目。

图表 13. “以旧换新”收购模式实施流程



资料来源：中银证券

不同城市的价格评估方式有所差异，采取多家评估公司联合评估。例如南京以评估价为依据，随机抽取3家评估机构，取排序中间的评估值作为最终收购价格。安徽宣城是从5家评估公司中选取3家进行评估，再取3家公司评估价格平均值的88%来收房。江苏海安则是以二手房的纳税指导价为基础上下浮动。福建漳州按评估价格的90%收购。青岛绿地国科健康科技小镇的“以旧换新”先由专业的第三方评估机构根据二手房房源情况进行评估；再按照最近3个月同小区同户型的平均成交价作为标准进行收购。

换新过程中要求售房款低于新房购房款一定比例，差价部分由业主补齐（保障企业可以收到部分现金回笼）。太仓、江阴、无锡、南京、青岛、连云港、盐城、黄石、启东、江阴、珠海、荆州、武汉等地还明确了置换总价上限不得超过拟购新房合同总价的一定比例，多为60%-80%，部分地区允许多套旧房置换一套新房。购房者“以旧换新”仍需支付置换差价，从目前试点的要求来看，补差价可能为新房总价的20%-40%。湖北荆门较为特殊，规定了“卖旧房所得房款用于购买新建商品住房的比例不得低于90%”，也就是说旧房售出款的10%可以留为自用资金，不必抵扣新房房价。

实践中，收购模式也需进一步完善操作流程，以保障政策实施效果，比如：二手房回收通常需要对价值进行评估，如果评估价太低则可能打击业主的置换积极性；二手房回收前通常需要解除抵押，这就要求业主准备一笔资金先还清贷款等，未来政策可在支持带押过户、给予优惠补贴等方面进行完善。

图表 14. 收购模式的换新规则和定价机制

城市	实施主体	换新规则	评估定价与交易	置换总价
河南郑州	郑州城发集团	-	各评估机构自愿参与报名，筛选，形成评估机构名单库。城发安居公司随机抽取3家评估机构，取其评估价中间值。城发安居公司与换房群众参照评估价格进行收购洽谈，洽谈成功则签订《二手房收购意向协议》，城发安居公司向金融机构申请收购贷款。洽谈不成功或超过5个工作日的考虑期(自洽谈之日起)的，或金融机构授信不成功的，则收(换)购工作流程终止。完成物业交接、房屋过户后，城发安居公司支付二手房全部购房款，其中：二手房过户相关税费直接支付至换房群众，剩余房款支付至换房群众购买的新建商品住房开发企业	-

资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，贝壳，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，中房网，湖北发布，衢州发布，武汉本地宝，启东本地宝，青岛楼市情报，江苏省房地产估价与经纪协会，太仓日报，连云港房地产网，张家港房产网，宣城城建集团官方公众号，无锡乐居网，华发股份官网，梁溪城发集团官方公众号，荆州日报，无锡乐居网，住在杭州网，中银证券

续图表 14. 收购模式的换新规则和定价机制

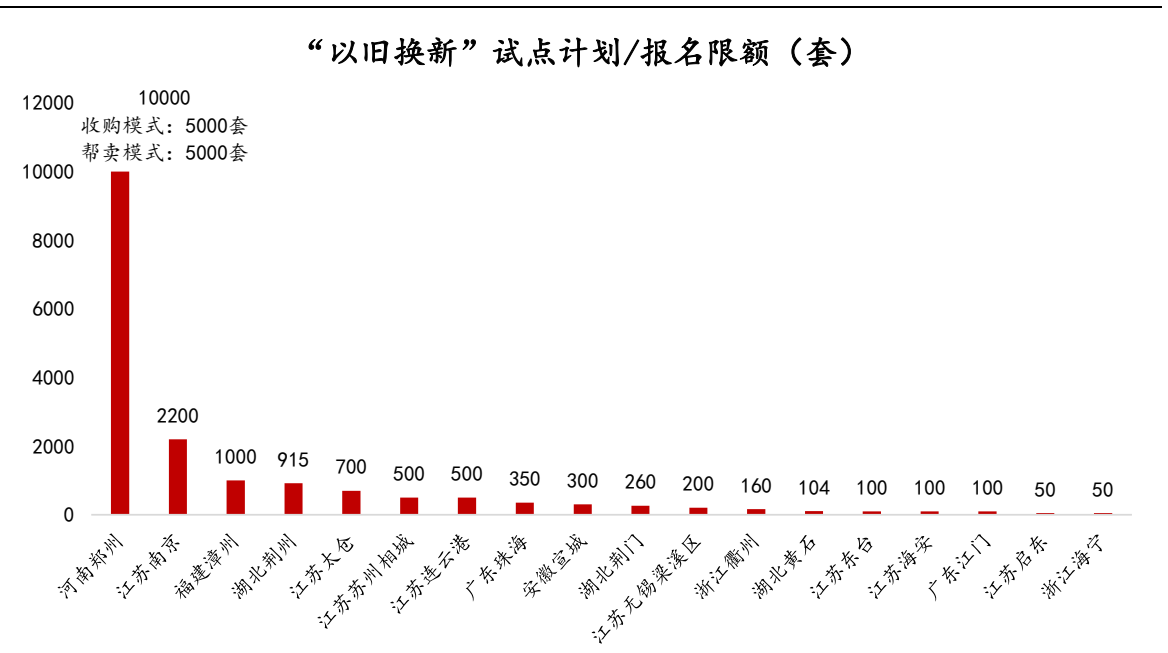
城市	实施主体	换新规则	评估定价与交易	置换总价
山东青岛城阳区	绿地集团 国科学院大学	-	第三方评估机构根据二手房房源情况进行评估。 接近3个月成交价优先进行收购 ，而过户将解决贷款等方面的政策分类限制	-
江苏无锡梁溪区	梁溪城发集团	一套存量二手商品住房置换一套新房（一对一），置换须缴意向金10000元	-	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 60%
江苏南京	首批：南京安局集团	一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房	抽3家评估机构，取排序中间价作为最终的评估收购价。 “旧房”房款全额由市房地产市场交易中心监管，在换购人签订新房买卖合同后（期房），才将“旧房”房款转入新房开发公司	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 80%
	第二批：江宁江宁区房地产企业联盟；建邺区存量房“以旧换新”	可用一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房	存量住房收购价格，根据换购时间节点、同地段、同类型存量住房成交均价，双方议价商定	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 50%-80%
山东青岛胶州	-	-	旧房价值的全部或一部分作为新房的首付款，首付款和新房总价差额由购房者通过自筹、按揭贷款或住房公积金贷款等方式支付。旧房价值多于首付款部分，由房地产开发企业在旧房过户时或不迟于新房交房时返还给购房者。	存量房置换总价不高于新购房源总价 70%
江苏太仓	太仓城发集团	一套或多套存量商品房置换一套新建商品房	在5家有专业资质的机构中 随机抽取3家，分别对旧房进行估价，取平均值得出最终收购价。 支持存量商品房价款分批次支付给存量商品房产权人，用于支付新房首付款及归还存量商品房银行贷款（若有）。存量商品房剩余价款在新建商品房贷款放款后予以支付给存量商品房产权人	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 80%
江苏连云港	连云港城建集团	一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房	第三方机构评估	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 80%
江苏盐城	盐城城投 悦达地产	盐城城投：一套或多套自持商品房置换一套新建商品房	悦达地产：由评估小组（置换中心、新房项目）进行二手房评估形成评估价格，价格达成一致后，三方（置换中心、新房项目、客户）签订《房屋置换》协议。房款通过二手房抵押借款方式给客户，仅用于缴纳新房首付。二手房最终销售价格若高于收购价格，溢价部分50%返还给客户。	盐城城投：存量房收购价格不超过所购新建商品房的 80% 悦达地产：存量房收购价格不超过所购新建商品房的 50%
江苏苏州相城区	相城城投集团	购买相城区公布范围内一套，同时相城城投集团收购其本人名下的一套商品房	-	存量商品房总价不高于所购在售商品房总价
湖北黄石	黄石城发集团	一套旧住宅商品房可置换一套或多套新住宅商品房（不可多套置换一套）	第三方机构评估	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 83%
湖北荆门	-	-	市住房保障中心等对房屋进行审核查勘、价格评估、协商收购。旧有住房产权人通过“卖旧买新”商品住房房源库选定拟购买新建商品住房，缴意向金锁定房源，与开发企业、市住房保障中心签订三方协议。最后办理旧房产权过户、新房网签付款及交付办证。	卖旧房所得房款用于购买新建商品住房的比例不得低于90%
江苏南通启东	启东城投	一对一置换，须缴意向金30000元，如30日内未达成“以旧换新”协议的，退还意向金	①由城投集团成立评估小组和监督小组，对报名缴纳意向金的客户进行首轮评估后确定下一轮专业机构评估，如存在房屋结构安全问题的，一票否决；②由鑫城城镇公司招标部门按照招投标流程在3家以上有评估资质的机构中随机抽取3家进行评估，根据评估结果由评估小组确定最终评估价（商品房毛坯价，硬装软装一律不计）。其中除梧桐苑叠墅以现行销售价格参与“以旧换新”外，其它房源均以 88折参与“以旧换新”	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 60%
江苏江阴	江阴城发集团	一套或多套旧房可置换一套商品住宅	使用“房票”购买，剩余房款由市民自行补足	“房票”金额不得高于拟购新房总价的 60%
安徽宣城	宣城城建集团	一套或多套旧房置换一套或多套新房及车位 产权车位或车库与旧房在同一小区内的，可用车位或车库置换同等数量的新房车位	找3家评估公司对旧房估价，然后取价格中间值 ，打折后作为最终可用金额。支持收购款分批次支付给旧房原产权人，首批用于支付新房首付款，剩余旧房款需等新房贷放款成功后，支付给旧房原产权人。 如旧房原产权人有承租旧房需求的，享有以同等条件优先承租的权利。	旧房收购价不高于新房及车位销售价格
江苏海安	-	一套（或多套）回收商品房只能置换一套新商品房，如果回收商品房总价大于所购商品房总价的可加购一套	旧房和新房价格，由交易双方共同协商确认。双方商定置换的回收商品房价格签订《存量房买卖意向合同》后，由江苏银行开具等额“以旧换新”房票，房票代替首付款流水，银行按照正常程序办理按揭贷款和公积金贷款。旧房名下的车棚、车库、车位等等参与置换	旧房议价是以市面上二手房的纳税指导价为基础，在这个基础上进行上下浮动
广东珠海	华发集团	-	-	存量房收购价格 不低于所购新建商品房的30%，不高于80%
广东佛山	佛山建发	-	第三方机构上门对旧房权威评估	-
湖北荆州	荆州城发集团	一套旧房可置换一套或多套新房（多套旧房不可置换一套新房）	-	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 80%
湖北武汉硚口	硚口安居	一套存量商品房只能置换一套新建商品房	第三方评估机构对业主的旧房按市场价进行评估	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 70%
浙江海宁	海宁城投	一套存量住房换购一套新房	根据3份评估结果，取排序中间的评估值作为最终评估价格	存量房收购价格不超过所购新建商品房的 60%

资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，贝壳，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，中房网，湖北发布，衢州发布，武汉本地宝，启东本地宝，青岛楼市情报，江苏省房地产估价与经纪协会，太仓日报，连云港房地产网，张家港房产网，宣城城建集团官方公众号，无锡乐居网，华发股份官网，梁溪城发集团官方公众号，荆州日报，无锡乐居网，住在杭州网，中银证券

收购模式在“收旧”环节的效率更高，不过也普遍存在：

1) 试点规模小。综合目前已公布政策的的城市来看，据我们的不完全统计，全国范围内试点及计划套数约为 1.7 万套。其中体量最大的是郑州，2024 年计划完成收购模式 5000 套。郑州市提出 2024 年完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”1 万套，其中：1) 通过郑州城市发展集团有限公司收购二手住房，促成居民以旧换新，全年计划完成 5000 套；2) 通过市场自行交易实现以旧换新，全年计划完成 5000 套。据郑州市房管局数据，2023 年郑州市二手房销售 10.2 万套，今年计划完成以旧换新 1 万套，占 2023 年二手房销售的 9.8%。南京国企收购存量房“以旧换新”的政策，拟收购数量 2200 套（首批收购限额 2000 套、建邺区试点收购限额 200 套）。其他城市多在百套级别。如漳州（1000 套），荆州（915 套），太仓（700 套），苏州、连云港（500 套），珠海（350 套），宣城（300 套），无锡（200 套），衢州（160 套），黄石（104 套），东台、海安、江门（100 套），启东、海宁（50 套）均是通过国资平台收购旧房完成以旧换新。

图表 15. 据我们的不完全统计，全国范围内通过地方国企平台收购旧房完成以旧换新的住房数量不足两万套



资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，中房网，江苏省房地产估价与经纪协会，湖北发布，衢州发布，启东本地宝，张家港房产网，宣城城建集团官方公众号，无锡乐居网，华发股份官网，梁溪城发集团官方公众号，荆州日报，江门广播电视台，中银证券

备注：数据截至 2024 年 7 月 29 日。

2) 旧房要求高。一般会将旧房位置限定在主城区，同时对房龄、套型等有一定限制（以满足后续作为保障性住房的条件）。南京、胶州、连云港、盐城、宣城、荆州等地要求在主城区内。郑州、胶州、盐城、启东、荆州等地对房龄的要求是 20 年以内，珠海等地对房龄的要求是 15 年以内；荆门要求房屋剩余使用年限不少于 10 年。郑州、荆州、武汉等地要求旧房住房建筑面积不超过 120 平，太仓、盐城、荆门、宣城等地要求建筑面积不超过 144 平。整体而言，符合这些条件的旧房在二手房市场上的流通性相对较好，因此若想要解决“卖旧难”的问题，未来旧房条件限制上或将进一步放松，区位或应扩大到全市范围内、房龄与面积段也适当放宽。

图表 16. 收购模式对旧房要求较高

城市	旧房限制要求	新房来源	收购用途
河南郑州	范围： 房屋坐落区域为市内八区，优先收购三环内房屋，三环外房屋需满足职住平衡、配套齐全等作为保障房使用条件 类型：1. 房龄不超过 20 年；2. 建面不超过 120 平(含)等	截至 2024 年 5 月 27 日“以旧换新”新楼盘共 85 个，主要来自金水区、中原区、二七区、郑东新区、经济技术开发区、管城区等	旧房通过改造郑州市保障性租赁住房
山东青岛城阳区	-	“绿地国科小镇”城阳东部的白云山板块，占地 1900 亩，在售为兰亭郡（小镇中的核心区）	-
江苏无锡梁溪区	范围： 梁溪区范围内拥有自有商品住房	首批次“以旧换新”商品房项目：熙悦春秋（部分住宅）、玖礼樾樾（全部住宅）、锦尚天华（全部住宅）、望山樾（全部住宅）、云上诗悦（全部住宅）	-
江苏南京（首批）	地区： 南京市主城区六区（玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区、栖霞区、雨花台区） 类型：备案已满 3 年，房龄不可超过 50 年等	换新选择范围主要为安居集团旗下的 14 家楼盘（位于河西中、河西南、大校场、燕子矶区）	优化存量住房，旧房由安居旗下企业进行运营，预计以租赁为主
山东青岛胶州市	地区： 胶州市主城区范围内 类型：2004 年 1 月 1 日以后建成的住宅等	胶州市内已取得预售许可的部分期房或现房，由各房地产开发企业提供，规划用途为住宅（不包括商业用房、办公用房及车位、车库等）	-
江苏太仓	建面 144 平以下	换新选择范围：鼎盛华庭、晨曦雅苑、洞庭分秀、桃园新著、忆江南康养社区、松韵雅庭、熙华合源云庭、江南禾风云庭、海和澜庭	旧房由国资企业回收运营，将作为保障房和人才公寓房源
江苏连云港	地区： 主城区（东至环云台山大道，西至蕨河，南至东风路、胸风路连线，北至大浦河、盐坨站连线）范围内。 类型：房龄不超过 20 年。	换新选择范围：市城建控股集团四个在售楼盘（苍梧锦苑、城樾大境、金海福邸、金凤雅苑）	国企平台限期收购“卖旧”的房屋作为保障性住房或人才房使用
江苏盐城	盐城城投： 地区： 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 类型：建面 144 平以下、房屋建筑年限 20 年以内（竣工备案日期在 2004 年 1 月 1 日之后） 悦达地产： 地区： 盐城市区（专指亭湖区、盐都区、经济开发区、城南新区）、东台、大丰、射阳内江苏悦达集团有限公司旗下所属全资、控股、操盘公司开发的。 可上市交易的住宅和类住宅性质的商品房，参与“以旧换新”活动对象需是江苏悦达集团旗下所属全资、控股、操盘公司开发项目的老业主，新旧房源业主姓名需保持一致。	盐城城投：换新选择范围：城投仁恒·星岸家园、城投仁恒·河滨花园、城投凤凰汇·天辰府、城投中庚·香江枫景 悦达地产：可置换新房的楼盘为：盐城市区悦珑湾、悦珑湾·铂府、玲珑湾、悦达&交投·玖玺台、科创园、宸溪公馆、天山水岸、十里香溪、悦达 889 锦邻、东台市悦棠湾、悦悦府，大丰区香溪水岸、丰悦荟·璟望，射阳县海玥府	收购或租赁存量房用于保障性租赁住房 and 人才公寓
江苏苏州相城区	地区： 苏州市相城区内 类型：建面 144 平以下	换新选择范围：水韵花都、和颂雅苑、鹤云雅苑	-
湖北黄石	地区： 覆盖黄石 4 个城区	可以置换新房有 6 处，分别为城发保利时代、湖山新城、城发花园印象、城发·香山枫景、城发悦馨嘉园、城发东方兰庭	-
湖北荆门	地区： 主城区三级区域以内 类型：房屋剩余使用年限原则上不少于 10 年；原则上以 50-120 m² 为主，最高不高于 144 m² 等	位于主城区和五个组团。开发项目已取得商品房预售许可证，且主体工程已验收合格，在一年内能交付办证；或者开发项目已取得现房销售备案证	收购优质二手房源转为公租房
江苏南通启东	地区： 主城区（东至丁港路、西至华石路、南至沿江公路、北至中央大道） 类型：房屋建筑年限 20 年以内（以 2004 年 1 月 1 日之后竣工备案日期为准）等	换新选择范围：城投集团下属子公司启东市鑫城城镇建设开发有限公司开发新建的光明苑、蔷薇苑、风华苑、梧桐苑、阅峯名苑共 50 套住房	用于保障性住房
江苏江阴	范围： 市澄江街道和高新区（限滨江社区、锦隆社区和双牌社区）	市民凭“房票”购买国资公司指定的新房（东翎雅苑）	将收购的旧房用作人才公寓或保障性租赁住房
安徽宣城	范围： 主城区水阳江大道围合区域及周边部分区域 类型：建面 144 平以下等	换新选择范围：楼盘包括世纪阳江、彩金湖畔、望湖城、山水闲庭、幕溪和府、观江樾、江南里、望未来、天下名筑	-
江苏海安	范围： 海安城区东至通榆路、南至黄海大道、西至隆安路、北至新通扬河	首批新房来源来自金石博雅园、山河宸院、金麟甲第、中杰凤凰城、海德花园、海德二期、院语江南、丽水湾、奥体首府等 9 个项目	用于人才公寓、外来务工人员租赁住房或纳入保障性租赁住房
广东珠海	范围： 珠海市区内 类型：珠海市房龄在 15 年内的优质住宅	华发此次推出的“以旧换新季”主体——琴澳新城	-
广东佛山	范围： 佛山市区内	建投恒福壹号、城发悦城峯境、城发灯湖悦园、城发裕华里、建投绿地璀璨天城、中建壹品佛山建投·蓉湖、花漫公园等 7 个项目	用于保障性住房、租赁住房、人才住房等
湖北荆州	范围： 沙市区域为：东至鼓湖路，西至武德路，南至荆江大道，北至西干渠路；荆州区域为：东至武德路，西至人民北路延伸线，南至太湖港北路，北至复兴大道；东至武德路，西至郢都路，南至曲江路，北至凤凰路 类型：面积 50-120 平、房龄在 2 年以上 20 年以内的无抵押的商品房	3 楼盘 915 套试点房源可供置换，分别为城发新时代、城发·杏林苑、城发·寅寅苑	-
湖北武汉硚口	范围： 硚口区 类型：面积 120 平以内	该区的江山如画捌期、华润翡翠城三期、汉江湾壹号及凯德淮海壹号等项目均参与活动之中，共筹集 108 套新建商品住房	旧房做为保障性住房

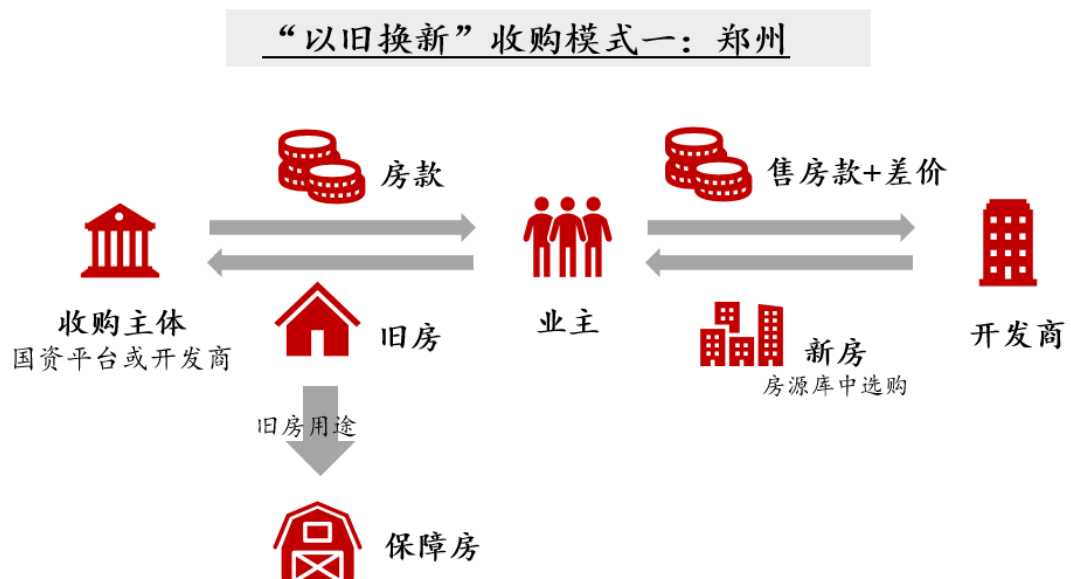
资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，中房网，湖北发布，衢州发布，武汉本地宝，启东本地宝，青岛楼市情报，太仓日报，连云港房地产网，张家港房产网，宣城城建集团官方公众号，无锡乐居网，华发股份官网，梁溪城发集团官方公众号，荆州日报，江苏省房地产估价与经纪协会，中银证券

3) 换新受限制。“换新”环节中，各地政策存在一些差异，一般只能购买指定房企的指定项目，可选择范围窄。a) 国企限定换房人仅可购买企业旗下指定的新房项目（实现定向去库存），目前大部分城市采取这种方式。典型城市有南京，目前可置换的新建商品住房房源，为收购旧房的主体南京安居集团旗下 14 个项目，约 7800 套。整体来看，限定换房人购买的楼盘范围会对政策效果产生一定影响，如果楼盘较少且位置偏远，那么政策效果可能会打折扣。但从南京模式来看，由于南京安居旗下在售项目较多，房源充足，且不少项目位于南京主城区，使得换房人可选范围较大。b) 给予换房人更大选择范围，纳入房源库的房企新房项目均可购买。目前郑州的“收旧换新”模式对“换新”范围约束较小。

此外，在“换新”操作上也存在不同，郑州模式下，国资平台将旧房收购，售房款给到业主，业主再拿房款去房源库中选购新房。而南京、苏州、珠海等城市中，购房者和收购国企或开发商签订以旧换新协议，由国企或开发商直接回购旧房，旧房房款可抵扣新房总价，没有涉及卖房和买房环节，通过旧房+差额房款的方式直接置换。例如苏州相城区“以旧换新”模式下，没有卖房和买房的环节，直接一套旧房换一套新房，选购的新房总价超过旧房即可。旧房由苏州相城城投集团直接回购，旧房款用于抵新房款。再例如珠海，“以旧换新”的实践是由华发牵头发起的，华发力推直接收购存量二手房以促成新房交易，仅需完成客户报名、选购新房、旧房评估、收购认购、手续办结这五大便利步骤操作，就可简单高效完成置换。以旧房换新房，旧房房款可以直接当钱用。这种方式效率较高，但旧房要求高，例如珠海华发“以旧换新”活动仅针对华发老业主开展。

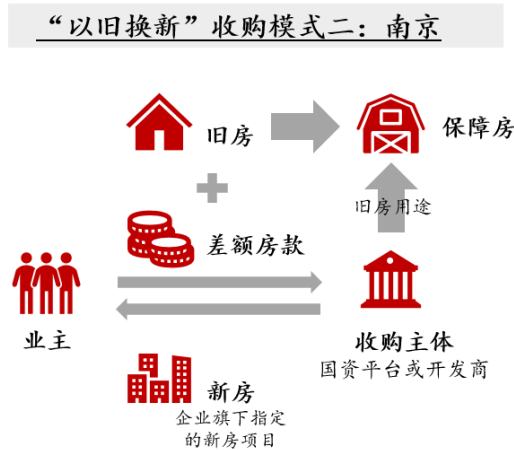
个别城市，例如福州较为特殊，仅针对拆迁安置房用户，受众群体相对更加有限，且需要定向购买国企新房楼盘，拆迁户商定置换的回收安置房价格并签约，定向购买国企一手楼盘新房。“福房通”平台推出的面向拆迁户的“以旧换新”活动，要满足两个基本条件：1) 拆迁户手上要持有拆迁安置房；2) 卖出旧房源需在平台上定向购买国企一手楼盘新房。“福房通”平台整合了福州市区近 30 个国企一手商品房楼盘，可用于拆迁户换购。近年来福州拆迁数量较大，特别是 2024 年福州加速推进城中村改造，全年计划安排征迁项目 159 个，完成征迁攻坚 1.4 万户、313.4 万平。截至 2024 年 4 月中旬，福州的拆迁户已超 30 万户，多数家庭都有着“换新”意愿，但卖房难、卖房周期长，阻碍了其潜在的改善置换的需求释放。“福房通”平台推进拆迁安置房对接新房，直接打通了房产流通链，提升了市场活跃度。

图表 17. “以旧换新”收购模式之一：郑州模式



资料来源：各地政府官网，中银证券

图表 18. “以旧换新”收购模式之二：南京模式



资料来源：南京安居建设集团，中银证券

这种模式偏向重资产，对收购主体的实力有一定的要求。目前各城市的实施主体以城投主体为主，郑州城发、南京安居、太仓城建、启东城投、梁溪城发、连云港城建、盐城城投、相城城投、黄石城发、宣城城建、荆州城发、硃口安居等。当前参与“以旧换新”的城投主体基本具备以下共同点：1) 市本级平台或区县级核心平台且实控人均为地方政府国资委办公室或国资委。2) 核心业务均聚焦于土地开发及相关领域，涉足房地产销售，并深度参与当地保租房与安置房的规划建设，为该地区主要负责提供保障性住房的主体。3) 均拥有相对良好的现金流状况，且银行授信余额充足。城投平台作为收购主体不仅因地方上的配套资金支持而在资金来源方面更具优势，还可以扩大保障性住房的供给数量和范围。此外，由于新旧房均由国资平台开发回收，一方面可降低时间成本、减少交易成本，另一方面由国资平台兜底或有助于提升后期新房交付保障度，增强购房者参与置换的信心。城投主体对存量房的收购资金来源主要为央行引导商业银行提供的银行贷款、支持“三大工程”项目的PSL和投向补充保租房的地方专项债，同时由城投主体自有资金和后续租金收益作为补充。

除了国企收购外，部分城市还鼓励开发企业直接收购业主旧房，利用旗下新房进行以旧换新。比如，南通海安在城区核心区内组织实施商品房“以旧换新”政策；开发商可根据开发进度和可售房源情况，分批次推出“以旧换新”房源清单，面向全市自主发布房源信息；旧房和新房价格由业主和开发商共同协商确认。再如华发集团在珠海推动“以旧换新”（详见2.3.3）。对于房企来说，旧房收购模式可以使新房项目得以快速去化，但该模式较为考验开发商的资金筹集以及资产处置能力。

图表 19. 目前各城市的实施主体以城投主体为主，部分涉及开发商

城市	实施主体	企业类型	计划数量
河南郑州	郑州城建集团	城投主体	2024 年郑州城建计划完成 5000 套
山东青岛城阳区	绿地集团	开发商-混合所有制房企	-
	中国科学院大学	事业单位	
江苏无锡梁溪区	梁溪城发集团	城投主体	试点 200 套
江苏南京	南京安局集团	城投主体	第二批次 2780 套
	奥体建设	城投主体	
	南部新城集团	城投主体	
	南京公用集团	城投主体	
	浦口国资	城投主体	
	交通集团	城投主体	
	栖霞建设	开发商-地方国企	
江苏太仓	太仓城发集团	城投主体	首批试点 200 套，第二批次 500 套
江苏连云港	连云港城建集团	城投主体	试点 500 套
江苏盐城	盐城城投	城投主体	盐城城投试点 50 套
	悦达地产	开发商-地方国企	悦达地产-
江苏苏州相城区	相城城投集团	城投主体	试点 500 套
湖北黄石	黄石城发集团	城投主体	试点 104 套
江苏南通启东	启东城投	城投主体	试点 50 套
江苏江阴	江阴城发集团	城投主体	无限额
安徽宣城	宣城城建集团	城投主体	第一批次 100 套，第二批次 200 套
广东珠海	华发集团	开发商-地方国企	试点 350 套
广东佛山	佛山建发	开发商-地方国企	-
湖北荆州	荆州城发集团	城投主体	-
湖北武汉硚口	硚口安居	城投主体	无限额

资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，贝壳，中房网，太仓日报，江苏省房地产估价与经纪协会，湖北发布，启东本地宝，青岛楼市情报，宣城城建集团官方公众号，华发股份官网，梁溪城发集团官方公众号，荆州日报，中银证券

还有地方政府将这种“以旧换新”政策方案与城中村改造、房票等政策结合。据澎湃新闻，四川南充市鼓励属地人民政府在推进城市危旧房改造、城中村改造、城镇老旧小区改造的过程中，采取“以旧换新”“购房券救助”和“现金救助”等模式，在充分尊重群众意愿基础上拆除危旧房，通过发放“房票”等方式实施安置，也可购买存量商品住房作为安置房源，满足群众多样化需求。该模式的特点在于，无需经过业主的置换，也免去了房屋再建的过程，可以更快投入使用、降低库存。

收购模式影响深远。1) 对于市场来说，有助于促进房产成交、加速新房市场去库存。2) 对于政府来说，加快政府保障性住房筹集节奏，可助力保障性住房供应目标的完成，提升政府资金的使用效率，收购的二手房经过适配改造后，能够迅速转变为满足不同群体需求的保障性住房，从而在不增加新建住房负担的前提下高效扩大住房保障覆盖面。3) 对于换房人来说，交易周期变短，交易效率更高，同时能保障旧房一定能去化，给刚性置换客确定性。

收购模式的反响相对积极，项目来访认购有所好转，但收购规模整体不大。1) 无锡：根据克而瑞，4月20日启动“以旧换新”评估工作，截至4月底，首批次已成交25套，成交金额近1亿元，试点项目表现好于自然成交。2) 青岛：2023年9月8日推出至2023年年末，绿地国科健康科技小镇卖出60多套，成交金额1个亿，由开发商绿地控股发起，根源上解决二手房难卖问题。3) 扬州：2023年9月至2024年2月，扬州市区200余套二手房被房企直接收购，试点房企包括扬州万科、扬州中广置业、华建、新能源、恒通、中信泰富、中海、卓杰地产、远大不动产、和润房产。据“扬州发布”的数据，5个月内，一家积极参与试点的房企，承接的二手房收购总额约2亿元，带动新房成交额近5亿元。4) 太仓：2023年10月至2024年3月12日，活动报名累计超过800组，其中已成交93套，86套交过意向金，正在进行验房、评估等。太仓参与置换的报名人数和置换成交量一直稳步上升。但由于设置了诸多条件，可推广的范围或相对有限。截至2024年4月底，江苏太仓商品房“以旧换新”已累计成交新房235套，新房销售额约8.02亿元；置换存量房271套，收购金额约4.24亿元。

下文我们选取了试点规模较大的典型城市郑州、南京，以及在原收购模式上有所创新的珠海模式进行详细分析。

2.2.1 郑州模式：收购体量较大，进度缓慢

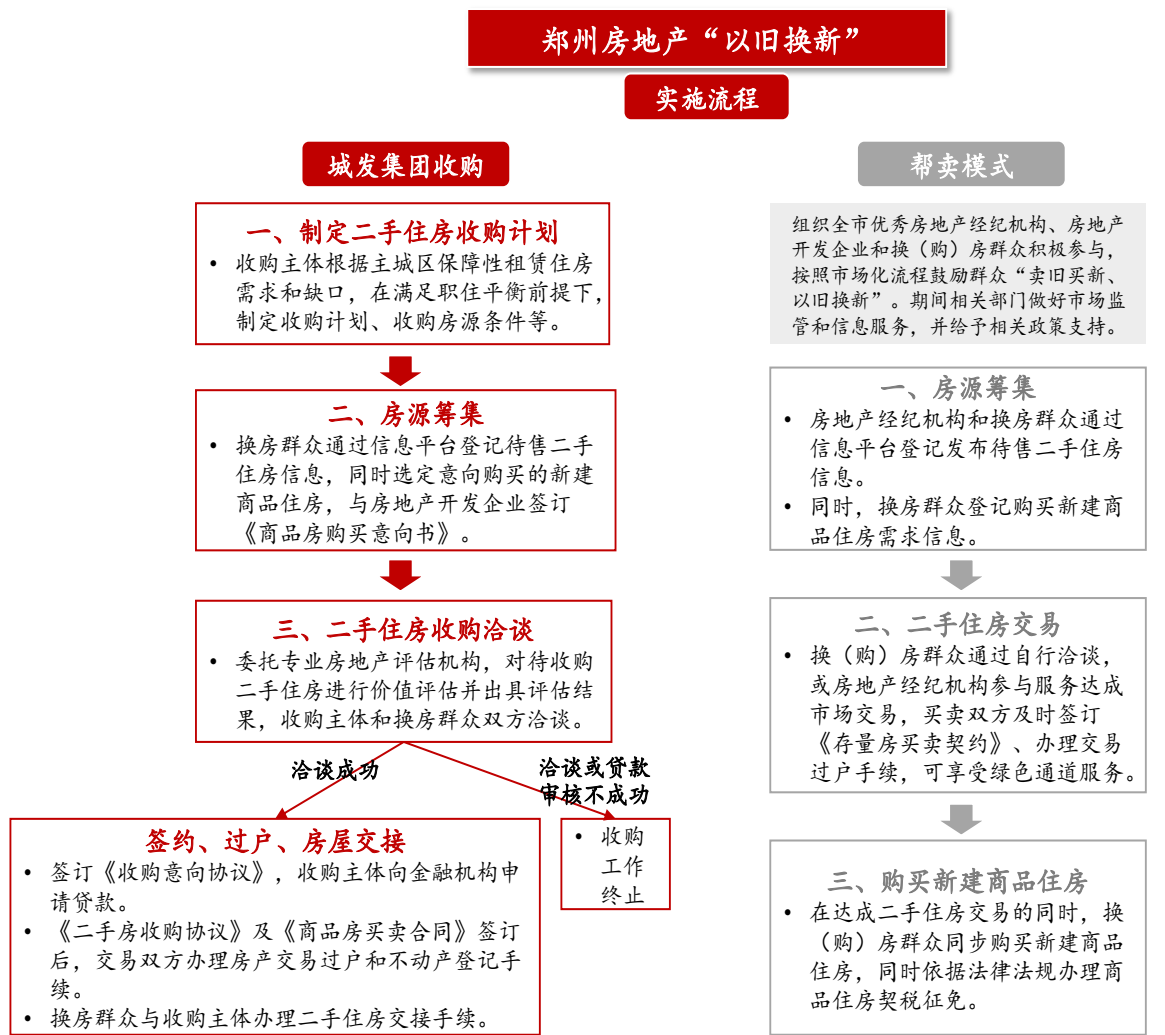
郑州全面铺开二手房“以旧换新”，计划推动1万套住房“以旧换新”。2024年4月1日，郑州市房管局等六部门联合印发《郑州市促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作方案(试行)》，推出住房“卖旧买新、以旧换新”政策。5月10日，该举措试点工作结束，郑州市住宅与房地产业协会发布《关于全面开展郑州市二手住房“卖旧买新以旧换新”工作的公告》，即日起取消郑东新区、金水区试点区域和试点期限，在郑州市内郑东新区、高新区、经开区、中原区、二七区、金水区、管城区、惠济区等市内八区全面开展二手住房“卖旧买新、以旧换新”工作。此次郑州优化扩大政策范围，成为全国首个将二手房“以旧换新”从试点到全面铺开城市。郑州市计划2024年完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”10000套，占2023年二手房成交的十分之一。同时，通过开发建设全市房源信息共享和发布综合服务平台，筹集、发布市场待售的二手住房房源和用于换购人选购的新建商品住房房源，为各方提供全流程综合信息服务。

综合运用国企收购模式、市场化交易模式两大模式，同时对通过两种方式换购新建商品住房的，郑州市现行的契税补贴30%政策延续到2024年12月31日(税收补贴)。郑州市4月20日在“以旧换新”工作方案中披露，2024年两种方式(市场化+城投收旧)各计划完成5000套，共1万套，其中试点期间内(4月20日至6月30日)城投“收旧换新”方式要完成500套。

一、帮卖模式：通过市场化交易实现“卖旧买新、以旧换新”，2024年全年计划完成5000套。主要实施流程为：1) 房源筹集，房地产经纪机构和换购人通过信息平台登记发布待售二手住房信息，同时换购人登记购买新建商品住房需求信息。2) 二手住房交易，换购人自行洽谈，或房地产经纪机构参与服务达成市场交易，买卖双方及时签订《存量房买卖合同》、办理交易过户手续，可享受二手住房“卖旧买新、以旧换新”交易过户绿色通道服务。3) 购买新建商品住房，在达成二手住房交易的同时，换购人同步购买新建商品住房，同时依据法律法规办理商品住房契税征免。

二、收购模式：郑州城市发展集团有限公司(政府指定作为收购主体，简称“城发集团”)收购二手住房，促成换购人通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房，2024年全年计划在主城区全面实施完成5000套。城发集团收购二手住房促进“卖旧买新、以旧换新”主要步骤：1) 房源筹集，换购人通过信息平台登记待售二手住房信息，同时选定意向购买的新建商品住房，与房地产开发企业签订《商品房购买意向书》。2) 二手住房收购洽谈，委托专业房地产评估机构，对待收购二手住房进行价值评估并出具评估结果，收购主体和换购人双方洽谈，签订《收购意向协议》，收购主体向金融机构申请贷款，如洽谈不成功或贷款审核不通过，则收(换)购工作流程终止。3) 签约、过户，《二手房收购协议》及《商品房买卖合同》签订后，交易双方办理房产交易过户和不动产登记手续；金融机构发放贷款，房款转入房地产开发企业监管账户。4) 二手住房房屋交接，换购人与收购主体办理二手住房交接手续。在过程中，换房人群登记二手房形成二手房源库、开发企业发布商品房形成商品住房房源库，然后换房群体通过协商与洽谈分别与城发安居签定《二手房收购协议》，与开发商签定《商品房买卖合同》，最终城发安居向开发企业支付房款。在二手房交易完成后，“卖旧换新”活动并不能撤销，如换房人想调换新房，产生的违约金按开发企业和换房人约定承担。仅支持“以小换大”，新房交易价格必须高于二手房交易价格。

图表 20. 郑州住房“以旧换新”实施分为收购模式和帮卖模式两类



资料来源：郑州市住房保障和房地产管理局，发展研究中心，中银证券

城发集团自 2022 年以来致力于郑州市收储开发商存量房。截至 2024 年 5 月 22 日，城发安居在郑州市区范围内累计收购了 10.6 万间房源，总建筑面积 428 万平，共计支付交易金额 338 亿元，平均收购成本 7897 元/平。这些房源大部分为商办公寓，有少部分为住宅项目。

郑州住房“以旧换新”同样由城发集团负责实施，2024 年计划实施 5000 套。我们认为，收购的资金来源或有以下三个方面：1) 银行贷款：政策明确提及，签订收购协议后城发安居公司向金融机构申请收购贷款。2) 城发安居的自有资金。参考此前城发安居用于收储开发商存量房的资金来源中，自有资金占比在 20% 左右，靠郑州城发自筹。3) 政府的收购补贴和贴息。虽然在政策中没有明确提及，但参考此前城发安居用于收储开发商存量房的资金来源中，郑州市政府对收储存量房按照 200 元/平进行补贴，按照目前城发安居已经收购 428 万平方米，应得的收购补贴为 8.56 亿元；郑州市政府对收购存量房融资按年化利率 2% 进行贴息，从第二年开始，连续贴息十年。

郑州帮卖模式和收购模式相结合，目前“以旧换新”取得了一定成效。但两类模式合计签约 1965 套，仅完成全年计划的 20% 左右，从计划完成情况来看，进展并不快。郑州是全国首个从试点到全面铺开的省会城市，自 4 月 20 日启动试点，到 5 月 10 日提前结束试点期限在全市各区全面推开，全市 2024 年计划完成 10000 套，其中收购模式完成 5000 套，帮卖模式完成 5000 套。根据郑州市住宅与房地产协会，“以旧换新”活动实施以来，5 月郑州市区商品房销售备案环比上涨 105.2%，同比上涨 17.3%；进入 6 月以来，售楼部到访量等增加约 30% 左右，二手房带看量增加约 40% 左右，以旧换新群众咨询量增加约 50% 左右。截至 6 月末，主城区累计 237.8 万人次访问专网交易服务平台，注册个人用户 3.7 万个，居民发布二手房信息 1.11 万条，城发集团接到群众咨询电话 9000 组，现场接待群众咨询 1100 余组。1) 收购模式下，已签订收购协议 733 套。根据郑州市住宅与房地产协会，截至 6 月 30 日，作为收购主体的城发集团目前已征集二手房源报名登记近 1 万套，经筛选符合条件的房源 7425 套，其中 2999 套已完成现场勘验及价格评估，换房群众已累计完成商品住房认购及网签 733 套。2) 帮卖模式下，截至 6 月末，市场化以旧换新群众已累计认购及网签商品住房 1232 套。在政策支持下，市场端成效初显，截至 6 月末，市场化以旧换新已累计认购及网签商品住房 1232 套加上城发安居卖旧买新 733 套，共计完成 1965 套。

我们认为，目前郑州“以旧换新”进度不快的原因有以下三点：

- 一、旧房评估定价是否公允。郑州的收购模式中，如何为二手房评估及定价成为各方关注的焦点。目前郑州采用的是随机抽取 3 家评估公司对房源进行评估，再去掉最高和最低值，选取评估价中间值的方式（估价主要参考小区近期的成交价）。按照评估方式的定价普遍低于市场价，业主可能无法认可。
- 二、旧房的条件也较为严格，主要是由于实施主体仍然希望收购资产的收益率要能覆盖借来的资金成本。二手房收购条件中，对二手房的范围也做出了相关限制，例如竣工备案时间不超过 20 年；房屋的坐落区域要为市内八区，并优先收购三环内房屋，三环外房屋需满足职住平衡、配套齐全等作为保障性租赁住房使用条件。符合上述要求的二手房本身就有一定的市场，但那些地段不佳、房龄较长的二手房难被选中作为“以旧换新”的二手房源库。

图表 21. 郑州城发集团收购房屋条件

限制条件	4月1日-5月9日，试点期间	5月10日起，全市
房龄	房屋性质为普通商品住房，已取得房产证或不动产权证，且自房屋竣工备案之日起至今不超过 20 年	二手房性质为普通商品住房，已取得房产证或不动产权证，且自房屋竣工备案之日起至今不超过 15 年
区位	房屋坐落区域为市内八区，优先收购三环内房屋，三环外房屋需满足职住平衡、配套齐全等作为保障性租赁住房使用条件	二手住房坐落区域为金水区和郑东新区，且位于三环以内
面积	房屋建筑面积不超过 120 平（含）	
其他	房屋不存在查封限制状况； 房屋若存在抵押、担保、按揭或设立居住权等情形，换房群众应承诺在签订《二手房收购协议》前予以解除； 房屋若存在租赁关系，换房群众应承诺在签订《二手房收购协议》前予以解除。原承租人如需继续承租该房屋的，应与德润安居公司重新协商租赁事宜； 房屋所在小区有正常物业管理服务。	

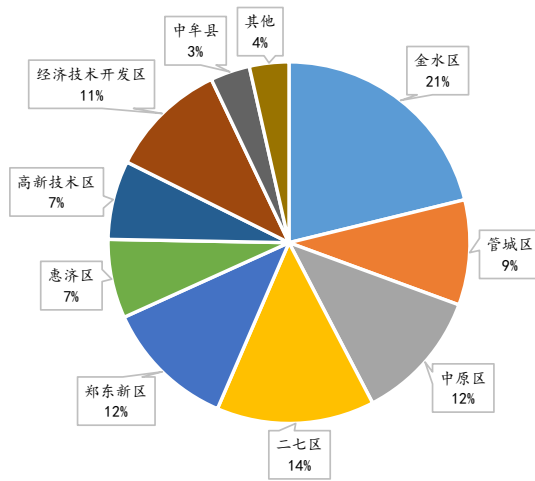
资料来源：郑州市住房保障和房地产管理局，克而瑞，中银证券

三、新房房源以期房为主，换房可对于换新或存在一定顾虑。从新房房源来看，据郑州房产交易平台显示，截止 2024 年 5 月 27 日“以旧换新”新楼盘共 85 个，主要来自金水区、中原区、二七区、郑东新区、经济技术开发区、管城区等。根据官网的销售状态显示，期房在售项目为 63 个，数量占到了 74%；其余 22 个为待售或现房在售。

从房源来看，大多为现房产品，还有不少出险房企项目，部分在售现房也可能是被挑选剩下的尾盘，换房人或对新房选择上有一定顾虑。上述楼盘中，可以发现部分楼盘曾是此前的烂尾楼楼盘，如新房房源中的，金水区翠园云鼎苑就曾作为保交楼项目之一，原先由名门地产负责开发，此后多次停工，延期交房，直到 2023 年才开始重新交付。此外还有绿城沐春歌，原名为翰林华庭，是较早的烂尾项目，2023 年绿城作为代建方介入。此外，出险房企，如融信、世茂、华侨城、远洋等也均有出现。在新房房源中，包括央国企，地方国企如中豫置业、商都控股、河南水投、郑州公共住宅建设投资等，央企包括华润、中铁、中海、招商蛇口等。此外还有民企龙湖及混合所有制房企万科，但房源数量并不多。

图表 22. 截止 2024 年 5 月 27 日“以旧换新”新楼盘共 85 个，主要来自金水区、中原区、二七区、郑东新区、经济技术开发区、管城区等

郑州“以旧换新”新房房源分布情况



资料来源：克而瑞，中银证券

2.2.2 南京模式：国企收购模式，可置换部分收购主体旗下新房房源

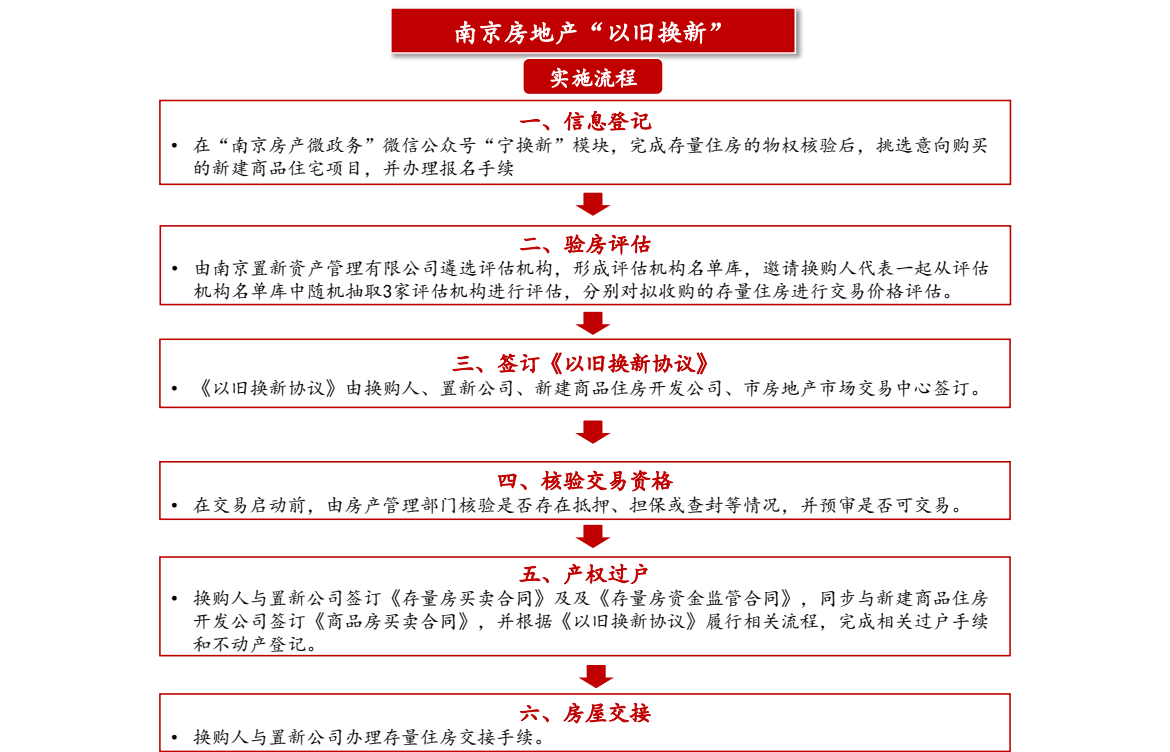
由国企收购存量住房，开展房地产“以旧换新”。2024 年 4 月 27 日，南京安居建设集团发布《关于开展存量住房“以旧换新”试点活动的公告》，首批试点限额 2000 套。试点期间（2024 年 12 月 31 日前），换购人可用一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房，置换总价不高于所购新建商品住房总价的 80%，存量住房收购价格以评估价为依据。收购主体为南京置新资产管理有限公司（南京安居建设集团旗下全资子公司）。对存量住房的要求是位于南京市主城六区（玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区、栖霞区、雨花台区）范围内，不含自建住房、商业、办公、公寓等；存量住房应成套、产权清晰，状态为可交易（不存在抵押、担保或查封等其他不可置换状态）。

首批可置换的新建商品住房房源，为安居集团旗下 14 个项目，约 7800 套。整体来看，限定换房人购买的范围会对政策效果产生一定影响，这也是过去不少城市政策效果不明显的重要原因，但从南京模式来看，由于南京安居旗下在售项目较多，房源充足，且不少项目位于南京主城区，使得换房人可选范围较大，市场反馈较为积极。截至 6 月 27 日，南京安居集团 14 个楼盘累计来访约 3000 组，缴纳新房意向认筹金的换房人约 690 组；累计完成 600 多套房源的评估工作，已有 208 套存量住房签署了四方协议。

南京模式的主要实施流程：1) **信息登记：**通过“南京房产微政务”微信公众号“房帮宁”平台“宁换新”模块，完成存量住房的物权核验后，挑选意向购买的新建商品住宅项目，并办理报名手续。2) **验房评估：**由南京置新资产管理有限公司遴选信用好、业务强的评估机构，形成评估机构名单库，邀请换购人代表一起从评估机构名单库中随机抽取 3 家评估机构进行评估，分别对拟收购的存量住房进行交易价格评估（换购人不承担评估费用），取排序中间的评估值作为最终收购价格。3) 换购人、置新公司、新建商品住房开发公司、市房地产市场交易中心签订《以旧换新协议》。4) 在交易启动前，由房产管理部门核验是否存在抵押、担保或查封等情况，并预审是否可交易。5) 产权过户，换购人与置新公司签订《存量房买卖合同》及《存量房资金监管合同》，同步与新建商品住房开发公司签订《商品房买卖合同》，并根据《以旧换新协议》履行相关流程，完成相关过户手续和不动产登记。6) 房屋交接，换购人与置新公司办理存量住房交接手续，包括但不限于物业费、水电煤气等能耗费用的结清。

对于涉及到的交易房款采取资金监管也较为严格。换购人、南京置新资产管理有限公司、新建商品住房开发公司、南京市房地产市场交易中心四方签订《以旧换新协议》后，将存量住房房款全额转入市房地产市场交易中心存量住房监管账户，如果换购人选购的新建商品住房为现房，待存量住房转移登记和新建商品住房买卖合同签订完成后，存量房交易资金监管机构将存量住房监管资金转入新购商品住房的预售资金监管账户。如果换购人选购的新建商品住房为现房，则在完成存量住房转移登记，并在办理新建商品住房首次转移登记前，存量房交易资金监管机构将存量住房监管资金转入新建商品住房开发公司。

图表 23. 南京房地产“以旧换新”国企收购模式



资料来源：南京安居建设集团发布《关于开展存量住房“以旧换新”试点活动的公告》，发展研究中心，中银证券

第一批效果较优之余，南京还扩大了“以旧换新”房源范围，第二批项目正在推进，“以旧换新”基本铺开到南京全市。与第一批“以旧换新”不一样的是，第二批收购回收范围更广、户型种类更丰富、选择面更宽。2024年6月6日，南京第二批“以旧换新”房源名单发布，奥体建设等8家国有平台共推出21个楼盘2780套房源，旧房收购的范围扩大到了江宁、江北新区、高淳等区域。仁恒、金茂、金基、奥体、栖霞建设等品牌入局。金茂项目为：南部新城的秦淮金茂府；仁恒项目包括：江北新区的城市星皓、城市星瀚；金基项目包括：江北新区的山川江樾、城东的璟樾府、南部新城的璞悦隽园；奥体建设项目包括：江心洲的江尚紫薇、河西中的紫薇园、河西青奥滨江的青奥村、南部新城的云尚紫薇；栖霞建设项目包括：城中的翰锦院、江心洲的栖悦湾、城北的星叶愉憬尚府、燕子矶新城的燕尚玥府、仙林的半山玥府、板桥的星叶欢乐城、栖霞山的枫情玥府；还包括一些其他品牌的项目：禧樾府（南站）、汝悦铭著（江宁）、文苑居（六合）、睦水香邻花园（高淳）。大部分企业收购旧房范围仍是主城六区，其中栖霞建设旗下楼盘收旧条件最严格，必须要求是栖霞建设开发或者栖霞建设物业服务的主城六区商品房或是仙林（栖霞区）的商品房，且房龄在2004年之后（含2004年），房屋面积小于144平。各家参与的房源数量不一，最少的青奥村只有3套，最多的江尚紫薇则有243套。

此外，江宁组织了房企联盟，另有中天、联发、越秀等9家社会化房企积极响应，推出10个项目共1000套“以旧换新”房源，由江宁区单独发布，江宁区“以旧换新”活动仅30天，各家房企对所收购的旧房所在范围有不同要求，主要面向主城区和江宁区旧房，旧房置换比例为50%、70%、80%不等。江宁区还配套推出“出售区内旧房，再换新，可获得价值1万元的餐饮消费抵用券或江宁文旅消费券”的补贴政策。

值得注意的是，第二批“以旧换新”评估旧房不再完全免费。第一轮以旧换新的流程是看新房-交订金-上门评估旧房-价格满意换新房，不满意退订金，评估不收费，但是第二轮中，若完成“以旧换新”产权过户，则不收取换购人评估费用；验房评估后退出，换购人需承担一定的评估费用。

此外，南京针对“以旧换新”后，旧房原有“学区”能否保留的问题也做出了相应的解释，“以旧换新”置换成功的换购人子女自《存量住房买卖合同》签订生效之日起3年内，保留置换前对应义务教育入学权益。

市场对第二批“以旧换新”活动反映比较热烈。根据克而瑞，6月南京新房成交面积41万平，环比大幅增长39%，同比仅下降8%；二手房成交面积85万平，环比增长9%，同比增长18%。6月7日-6月20日江宁区房企联盟推出的1000套房源已经有315套房源完成了意向登记。位于研创园的仁恒城市星皓，以旧换新首日，认购房源总额就超过了1.5亿。拿出152套参与此次活动的秦淮金茂府，不到一周的时间内大部分房源已被锁定“以旧换新”，对外接受报名的只剩下几十套。

图表 24. 南京第二批“以旧换新”项目情况及存量房收购范围

参与房企	项目名称	项目品牌	区域	建面(平)	参考价格	可选房源	存量房收购范围和条件
浦口国资	城市星瀚	仁恒	浦口城南中心	89/105/128	230-350万	126套	存量住房位于南京市浦口区、江北新区直管区(顶山街道、泰山街道、盘城街道、沿江街道、大厂街道、葛塘街道、长芦街道)和主城六区范
新居集团	城市星皓		江核研创园	108/138	320-420万	111套	存量住房位于南京市江北新区直管区、浦口区江浦街道、主城六区
交通集团	禧樾府	南京交通置业	南站	105/135	396-540万	130套	存量房位于南京市主城六区范围内(玄武区、秦淮区、建邺区鼓楼区、栖霞区、雨花台区)
	山川江樾	金基	江核长江隧道口	143/171/195/199/253	511-1085万	40套	
	璟樾府		城东	143/172/196	650-900万	50套	
南京公用集团	璞悦隽园	北盛置业	大校场	116/171	560万	30套	存量房位于南京市主城六区范围内
	汝悦铭居		江宁滨江	99/119	170-230万	197套	
	文苑居	江苏建信建设集团	六合大厂	86/104	116-169万	8套	
南部新城集团	秦淮金茂府	金茂	大校场	143/195/240	750-1400万	152套	存量房位于南京市主城六区范围内
	云尚紫薇 江尚紫薇	奥体建设	大校场	140/172/182/223	650-1200万	111套	
奥体建设	青奥村		河西青奥滨江	195/306	650-1400万	3套	存量房位于南京市主城六区范围内
	紫薇园		河西中	175	1070-1180万	11套	
栖霞建设	枫情玥府	栖霞建设	栖霞山	80-113	220-340万	30套	存量住房需为:栖霞建设开发建设的商品房小区存量住房、南京栖霞建设物业服务股份有限公司服务的小区存量住房、仙林片区的存量住房。存量住房建筑年代应在2004年之后(含2004年),房屋面积小于144平方米。
	翰锦院		城中朝天宫	399-496	2100-2600万	10套	
	燕尚玥府		燕子矶新城	89/120/126	314-476万	30套	
	栖悦湾		江心洲	119/138/158	550-820万	50套	
	愉樾尚府		城北迈皋桥	109-248	379-758万	20套	
	半山玥府		仙林湖	100-375	470-1209万	100套	
	星叶欢乐城		板桥	89-128	209-344万	30套	
高淳建发集团	睦水香邻	南京睦和置业	高淳	100-240	70-300万	100套	存量住房位于南京市高淳区(北至芜太路、南至湖滨大道、东至石固河路、西至太安路、天河路、雷溪路)范围

资料来源:南京市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室,中银证券

图表 25. 江宁区房企联盟存量住房“以旧换新”活动情况汇总

序号	开发企业	项目公司	收旧			换新			备注	
			存量房收购范围	存量住房收购限额(套)	旧房置换比例	新建商品房项目	可选房源(套)	可选房源总面积(m ²)		可选户型
1	中天美好	南京铭筑房地产开发有限公司	南京市江宁区	70	50%	云来府	70	8050	112、115、143 m ² , 三室两厅两卫/四室两厅两卫	准现房(主体已封顶, 2025年6月前交付)
2	绿洲地产	南京芳草置业有限公司	南京市江宁区禄口街道及周边街道	36	50%	云湖悦府	36	3143.47	83-118 m ² , 三室一卫/三室两卫	现房
3		南京家苑置业有限公司	南京市江宁区禄口街道及周边街道	154	50%	云湖十里院	154	13800	84-92 m ² , 三室一卫/三室两卫/四室两卫	准现房(主体已封顶, 2025年5月30日前交付)
4	北盛置业	南京北盛置业有限公司	南京市江宁区、雨花区、建邺区、鼓楼区、秦淮区	198	50%	汝悦铭苑	198	21032.8	89-120 m ² , 三房两厅一卫、四房两厅两卫	现房
5	弘保守地产	南京弘保守房地产开发有限公司	南京市(不含溧水区、高淳区、六合区)	125	50%	云辰原麓苑	125	11261.1	85-106 m ² , 三室两厅一卫/三室两厅两卫	73套准现房(2024年6月30日前交付);52套期房(主体已封顶, 2025年3月30日交付)
6	渝杰地产	南京渝杰房地产开发有限公司	南京市(不含溧水区、高淳区)	77	70%	林湖雅舍	77	7564.01	82-118 m ² , 三室两厅一卫, 三室两厅两卫	准现房29套(2024年6月30日交付);期房48套(主体已封顶, 合同交付时间2025年3月30日)
7	联发地产	江苏联辰置业有限公司	南京市江宁区	100	50%	云启雅庭	100	10761.8	98-125 m ² , 三室两厅两卫	现房
8	越秀地产、滨江集团	南京骏玖房地产开发有限公司	南京市江宁区秣陵街道及周边街道	50	80%	玖华府	50	6740.38	89、100、119 m ² , 三房两厅一卫/三室两厅两卫/四室两厅两卫	现房
9	屿发地产	南京屿发房地产开发有限公司	南京市玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区、栖霞区、雨花台区、江宁区	90	50%	铂萃云湾府	90	9866.32	95、110、135 m ² , 三室两厅两卫/四室两厅两卫	期房(2026年4月30日交付)
10	中劲地产	南京中劲房地产开发有限公司	南京市江宁区	100	80%	山语春风雅居	100	9941.68	79、89、110、129 m ² , 两室两厅一卫、三室两厅一卫, 四室两厅两卫	现房
合计				1000			1000	102162		

资料来源：南京市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室，中银证券

2.2.3 珠海模式：华发“直购+帮卖”双模式并行，最大亮点在于无需等待旧房卖出即可锁定新房、降低置换周期

珠海的“以旧换新”探索在今年初开启，深耕珠海的国企华发股份精准地预判到了行业风向。早在今年1月，华发股份珠海大区便开始部署行动，直接下场收购业主的二手房。今年五一，华发珠海又加入了“帮卖”模式。华发珠海版以旧换新“直购+帮卖”双模式并行，两种以旧换新方式给了客户更多的选择空间。

华发首先瞄准了收购模式，并利用自身国企背景以及在当地项目众多的优势对模式进行优化。明确表示潜在客户可把已有的房产与新房进行置换，最终形成成交价格更加客观、交易时间更短的优势。对于有意置换的购房者来说，这种“以旧换新”最大的吸引力就在于便捷，无需以自行卖房筹措资金为前提，大大缩短了交易流程，降低了可行性门槛，减少了操作的复杂性。凡是符合以下五项条件均可参与华发推出的“以旧换新”：珠海市房龄在15年内的优质住宅；产权清晰、面积不限；新房总价30%≤旧房总价≤新房总价80%；房屋产权人只能为自然人；意向认购珠海华发全资开发的新房项目。在此基础上，仅需完成客户报名、选购新房、旧房评估、收购认购、手续办结这五大便利步骤操作，就可简单高效完成置换。其间，华发专业团队全程跟进提供零操心服务。卖房到认购整个过程耗时不到30天，成交周期快于传统的帮卖模式和收购模式。

模式创新，反响热烈。截至5月3日，华发“以旧换新”活动已累计辐射超35万人，引发超2万名持房业主关注，意向了解置换活动客户超2000批，已成交超115套，还有236余套正在进行验房、评估。我们认为华发珠海版以旧换新之所以广受欢迎，一方面是因为“换新”部分的强大产品力吸引。仅在珠海本地，客户就可以置换包含琴澳新城、湾玺壹号、横琴玺、四季云山、金湾华发新城、又一城、华发院子、华发九洲·翠湖香山、天玺、IFC琴澳湾1号等10个项目，解决自身的改善需求。当前，从潜在客户意向来看，湾仔片区是关注度最高的，琴澳新城、湾玺壹号、四季云山等项目都是置换咨询中的主力项目。此外，如位于横琴粤澳深度合作区内的横琴玺，西部城区的金湾华发新城、华发又一城等板块也是热门选择。另一方面是因为从客户视角来看，华发珠海模式有“零压力换房、无缝隙衔接、零操心服务”三大亮点。1) 零压力换房，以旧房换新房，旧房可以直接当钱用；2) 无缝隙衔接，没有“中间商”，华发直接收购旧房，无需等待旧房卖出，即可锁定心仪的华发新房；3) 零操心服务，从旧房评估到新房成交，专业人员全程跟踪，真正做到“省时、省心、省力”高效置换。

5月华发在原收购模式上，新增帮卖和补贴两种模式。目前华发的“帮卖”模式采用的是“0佣金帮卖模式”，客户可免费委托指定中介机构优先帮卖。5月1日-6月30日期间，客户成功认购珠海大区该阶段在售的住宅单位的，可免费委托华发合作中介机构为其销售其位于珠海的二手房源，缴纳诚意金锁定新房源，锁房时长最长60天，若到期后二手房未售出，诚意金退回，房源不予保留。与此同时，聚焦琴澳新城，针对华发老业主的“以旧换新季”也同步开启。包括车位、装修等五大项补贴最高价值达约80万元。甚至连旧房出售到新房入住过渡期间，关于居住需求的租金补贴等细节也被考虑在内。华发还从客户角度出发，不断迭代升级“以旧换新”模式，例如，部分现房项目，针对符合条件客户超过新房首付款的旧房房款，在取得新房房产证一个月内，将超额款项支付给旧房业主。新增的帮卖和补贴两种模式，是华发对此前“以旧换新”直接收购单一模式的有效补充。通过持续的调整和优化，目的是要尽最大可能，为更多有意愿升级换房的市民消除潜在障碍。

图表 26. 华发珠海“以旧换新”补贴



资料来源：华发股份官网，中银证券

2.3 “旧转保”模式，即肇庆模式：国资统租存量房源用于保障性住房运营

“旧转保”模式由肇庆首创，存量房屋持有人通过“旧转保”（旧房转保障性住房）的形式交由政府统租，由此获得政府指定机构支付的一定年限租金，并将其全部用于购买商品住房。2024年4月肇庆市住建局、财政局等7部门印发《肇庆市促进房地产业高质量发展若干措施》，推出鼓励住房“旧换新”、“旧转保”等措施，5月印发《肇庆市支持购买改善性住房并推动旧房转保障性住房实施办法（试行）》。肇庆首次提出了“旧转保”的方案，特点在于无需卖房即可“换新”，一次性获得长期租金。

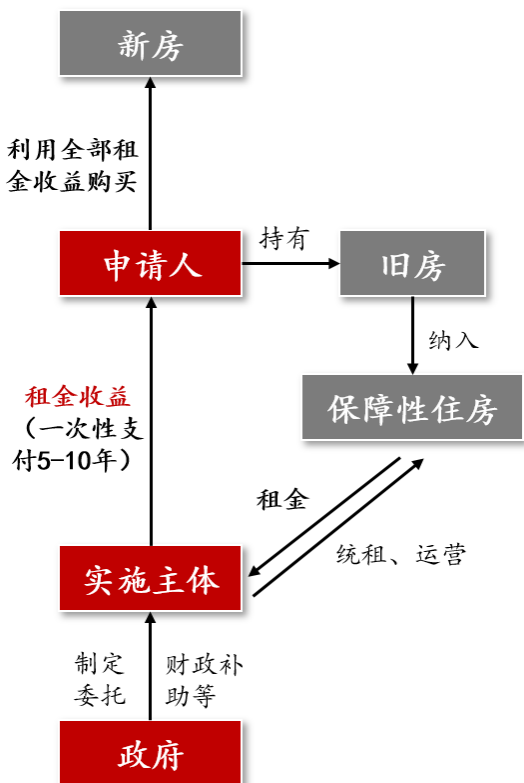
“旧转保”的具体做法为：换购人申请将本人或直系亲属持有的可用于出租的商品住房纳入保障性住房房源；经属地住房保障部门审核后，符合条件的，由属地政府委托的机构参考市场价格一次性支付一定年限的租金进行统租（根据房屋楼龄、区位等因素，按5-10年的年限统租）；申请人的全部租金收益用于新购肇庆市行政区域范围内的新建商品住房；实施部门统租后的房屋用于本辖区保障性租赁住房或公租房运营。

资金筹集方面，收储房屋所需资金通过实施单位自筹、上级转移支付资金、本级财政预算资金、公积金增值收益等来源多种方式结合筹集。肇庆市将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 and 公租房。对于实施初期，对实施单位就“旧转保”亏损部分，通过财政补助方式扶持实施单位。实施单位通过融资方式收储房源时，有关部门积极协调银行等金融机构提供该方面长期、低息的融资支持（包括不限于购买、租赁房源）。我们初步估算，涉及资金规模较小。根据中指院，2023年肇庆商品住宅成交面积中90平以下占比16%。我们以2023年肇庆二手房成交面积206万平来计算，假设90平以下占比16%、其中20%参与“旧转保”，约6.6万平将会转化为保障性租赁住房面积，以市场价格21.65元/平/月、一次性支付5-10年的租金为0.86-1.71亿元，也就是“旧转保”模式下实施主体需要一次性支付的租金收益。

“旧转保”并不买断旧房所有权，而是一次性支付5-10年的租金，对于房源的要求也不低。租金核定方面，根据房屋地理位置、周边配套、楼层、朝向、户型面积、装修标准等因素，在充分考虑企业运营成本的前提下，由实施单位与申请人协商确定。租赁时长方面，根据房屋楼龄、区位等因素，按5至10年的年限统租。肇庆规定商品住房房源面积以40-70平为主、原则上不超过90平（如超过90平以90平计算租金），优先考虑楼龄较短的房屋。

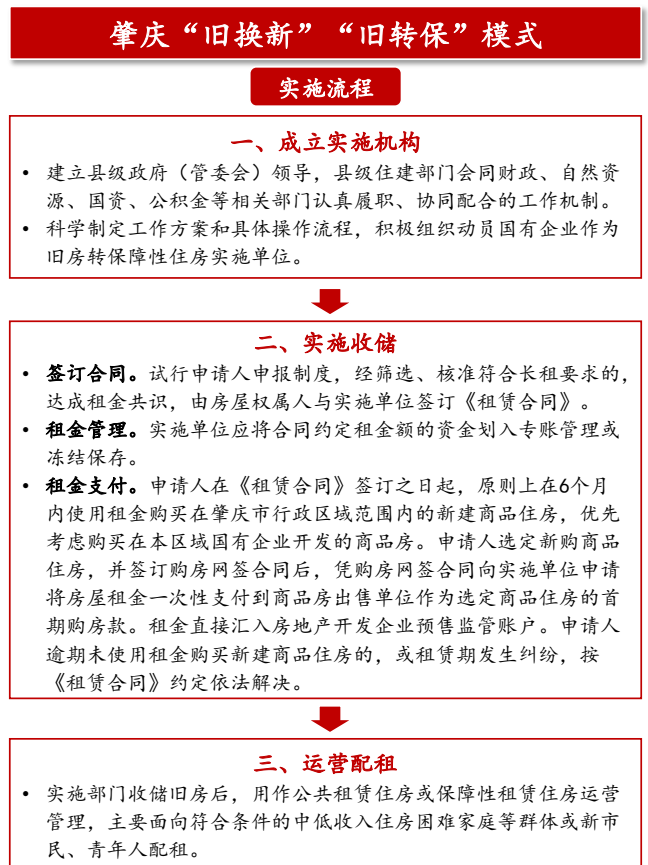
我们可以简单测算，换房客可一次性获得约9.1-18.2万元的租金收益。旧房房源以40-70平为主、原则上不超过90平（如超过90平以90平计算租金），我们假设为70平，肇庆2024年5月住宅平均租金为21.65元/平/月，参考市场价格一次性支付5-10年的租金进行统租，换房客可一次性获得约9.1-18.2万元的租金收益。根据2024年5月肇庆新房房价（不含保障房）6660元/平，假设想要置换120平的新房，需要约80万的总房款，按照二套房25%的首付比例，“旧转保”所得的租金收益尚不能完全覆盖首付款，因此我们认为该项政策的实施效果很大程度上仍然取决于购房者加杠杆的意愿。

图表 27. 肇庆“旧转保”模式



资料来源：肇庆市住建委，中银证券

图表 28. 肇庆“旧转保”模式实施流程



资料来源：肇庆市住建委，中银证券

2.4 补贴模式：效果最弱，补贴比例通常不会超过新房总价的 3%

补贴模式，即政府对出售自有住房并购买新房的居民给予一定的购房补贴或者税费减免，以此降低购房成本。代表城市有：上海、武汉、南京、济南、重庆、沈阳、哈尔滨、蚌埠、苏州、南昌、郑州、长沙、成都、大连、青岛、徐州、营口、南通、扬州、日照、太仓、连云港、丽水、兰州、盐城、常熟、温州、张家港、常州、宜昌、东台、襄阳、黄石、江阴、泰安、惠州、梧州、中山、珠海、佛山、南平、海宁。从城市能级上看，涉及到的弱能级城市较多。

对于 C 端换房客来说，补贴计量方式主要有 3 种：

1) 税费补贴，例如常熟、张家港改善型购房者享受限时“卖旧买新”购房契税补贴，在不同时间段购置新房的，由先到后，给予契税缴纳份额 100%、80%、50% 三档补贴；再比如襄阳对已缴增值税按计税价格的 1.5% 给予补贴；扬州则给予新购商品住宅不超 1.5% 的契税补贴。

2) 按面积补贴，大部分城市按照新房面积补贴，比如哈尔滨、沈阳补贴 100 元/平，个别城市按照超旧房面积部分来补贴，例如黄石。

3) 按购房款直接补贴（按套补贴），多在新房总房款的 0.5-3% 之间，比如南通在原按照购房款总额 1% 补贴的基础上，再给予所购新建商品住房购房款总额 0.5% 的购房补助（合计补贴购房款总额的 1.5%）；中山在原有缴纳契税后给予购房款 5% 的电子消费券补贴的基础上，再给予每套 2000 元电子消费券补贴；徐州对符合条件的换房家庭，按照新商品房合同价，给予 0.8%-1.2% 的补贴。山东日照的补贴力度最大，由市政府统一制发购房优惠券，补贴数额为购房款总额的 20%，购房优惠券实名登记，不能兑换现金，不得转让，有效期至 2024 年 12 月 31 日，过期自动作废。购房款以《商品房买卖合同》约定价款为准，包括住房及其附属车位、储藏室，单独购买车位、储藏室等附属用房的不发放购房补贴。购买期房的，购房优惠券不能用于交纳定金、首付款；购买现房并直接办证的，购房优惠券可用于抵顶首付款的 50%，剩余的可用于抵顶剩余款项。

此外，对于 B 端房企来说，还有地方政府对房企回购给予补贴。例如浙江省嘉兴市海宁市为鼓励房产“以旧换新”，2023 年 9 月 27 日至 2024 年 9 月 26 日期间，鼓励房企购买意向购房人的存量房，对房企购买存量房的，给予企业总购房款 2% 的财政补贴。

我们认为，单一的补贴模式的政策力度较小，预计政策效果相对较弱。无论是税费还是按套、按面积补贴，补贴比例通常不会超过新房总价的 3%，尚未能达到显著刺激新房销售的程度。参考过往各地购房补贴、契税补贴的案例，补贴对住房销售的拉动效果并不明显。不过补贴模式的限制相对较少，政策的可实施性也较高。

图表 29. “以旧换新”补贴模式梳理

城市	补贴类型	“以旧换新”具体补贴方案
江苏南通	购房款直接补贴（按套补贴）	在原按照购房款总额 1% 补贴的基础上，再给予所购新建商品住房购房款总额 0.5% 的购房补助（ 合计补贴购房款总额的 1.5% ）
江苏常熟	税费补贴	在不同时间段购置新房的，由先到后，给予契税缴纳份额 100%、80%、50% 三档补贴。
湖北襄阳	税费补贴	对已缴增值税按计税价格的 1.5% 给予补贴
黑龙江哈尔滨	按新房面积补贴	100 元/平补贴
辽宁沈阳	按新房面积补贴	100 元/平补贴
广东中山	购房款直接补贴（按套补贴）	在原有缴纳契税后给予 购房款 5% 的电子消费券补贴 的基础上，再给予 每套 2000 元电子消费券补贴
江苏张家港	税费补贴	在不同时间段购置新房的，由先到后，给予契税缴纳份额 100%、80%、50% 三档补贴
江苏扬州	税费补贴	一年内出售或购买，新购商品住宅不超 1.5% 的契税补贴
浙江海宁	购房款直接补贴（按套补贴）：企业	为鼓励房企收购存量房， 给予企业总购房款 2% 的财政补贴
江苏苏州	税费补贴	在不同时间段购置新房的，由先到后，给予契税缴纳份额 100%、80%、50% 三档补贴。
湖北黄石	按超旧房面积补贴	产权清晰的非自建房超面积 300 元/平补贴；学校、医院老旧住房超面积 400 元/平补贴
湖北武汉江夏	购房款直接补贴（按套补贴）	按新建商品房合同成交金额的 1% 补贴
山东济南万科	购房款直接补贴（按套补贴）	按新房款的 1-2% 补贴
江苏连云港	购房款直接补贴（按套补贴）、税费补贴	按照个人所购 新建商品住房购房款总额 1% 的购房补助 ；应缴税额最高补贴 100%
浙江丽水	购房款直接补贴（按套补贴）、税费补贴	给予“旧房”交易税费留存地方部分 100% 补贴
甘肃兰州榆中县	税费补贴	按照新建商品房缴纳契税的 50% 补贴
浙江温州	购房款直接补贴（按套补贴）	按新建商品房合同成交金额的 0.6% 补贴
江苏东台	税费补贴	在原有 50% 契税补贴，团购（10 套及以上）100% 契税补贴的基础上，再给予新购 120 平以上新建商品房的个人 30% 契税补贴
重庆	购房款直接补贴（按套补贴）	2 万元/套置业优惠；通过“换购”活动在重庆市中心城区购买新房， 给予新房总房款 0.5% 的补贴 。购房补贴以货币或消费券等形式一次性发放。
江苏徐州	购房款直接补贴（按套补贴）	90 平以下， 按新建商品房合同价的 0.8% 补贴 ；90 平以上， 按新建商品房合同价的 1.2% 补贴
山东日照	购房款直接补贴（按套补贴）	给予购房款总额的 20% 的购房优惠券补贴 ，购买现房并直接办证的，补贴额度可用于抵顶首付款的 50%
河南郑州	税费补贴	按照新建商品房缴纳契税的 30% 补贴
辽宁大连	按新房面积补贴	200 元/平补贴（补贴总额不超过缴纳增值税、契税总额）
江苏盐城	税费补贴	个人所得税优惠政策和给予购买新房所缴纳契税 100% 补贴的基础上，再给予购买新房所缴纳契税 50% 补贴
广西梧州	税费补贴	购房契税 100% 补贴；按比例给予退税优惠，最高全额退个人所得税
湖北武汉	税费补贴	对已缴增值税按计税价格的 1% 给予补助
上海	购房款直接补贴（按套补贴）	70 平以下，分面积段进行出售住房、夏租住房补贴，最高分别补贴 3 万/户、1.5 万/户
江西南昌市南昌县	税费补贴、购房款直接补贴（按套补贴）	不同片区补贴所缴契税 100%、50% 补贴；开发企业给予购新建商品房不低于 3 万元购房补贴
山东青岛胶州	购房款直接补贴（按套补贴）	120 平以下， 按新建商品房合同价的 3% 补贴 ；120 平以上， 按新建商品房合同价的 5% 补贴
福建南平	购房款直接补贴（按套补贴）	购新建商品房和二手房，并完成契税缴纳， 分别给予购房款 2%、1.5% 的购房补助
安徽蚌埠	购房款直接补贴（按套补贴）	售出自有住房并在政策期限内购买新建商品住房的购房人 给予新建商品住房总房价 1.5% 的购房补贴 （单套补贴最高不超过 5 万元）
江苏太仓	购房款直接补贴（按套补贴）	<90 平方米， 按照网签合同成交金额的 1.2% 补贴 ；90 平方米≤面积<144 平方米， 按照网签合同成交金额的 1% 补贴
山东泰安	购房款直接补贴（按套补贴）：个人、企业	个人已有住房再购买二手房， 给予购房款 1% 的奖励 ；给予团购 2-5% 的阶梯式优惠；企业收购存量房， 按购房款的 1.5% 给予奖励
湖北武汉武昌	购房款直接补贴（按套补贴）、税费补贴	新房原销售价格上再给予 1%-10% 的补贴 ；已缴纳的 增值税按计税价格的 2% 给予补助
广东广州	购房款直接补贴	广东保利可获 10-30 万购买新房补贴 ，提供六重服务及 最高 8.8 万元卖房补贴
江苏淮安	税费补贴	个人所得税基础上，再给予购买一手住房所缴 契税 100% 的购房补贴
河北石家庄	购房款直接补贴（按套补贴）	享受新建商品房分段定额补贴的基础上，再补贴换购房人 1 万/套 ，作为保障性住房，补贴收购企业 1 万/套
湖北咸宁	购房款直接补贴（按套补贴）、税费补贴	1 万/套补贴 ：新购房金额大于等于旧房， 100% 退个人所得税 ，小于旧房，按比例退个人所得税
河北邯郸	购房款直接补贴（按套补贴）	新房成交价 1.5% 给予购房补贴
江苏江阴	税费补贴	不超过 10 万的契税补贴

资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，央视网，观点网，网易新闻，搜狐新闻，新浪财经，同花顺财经，贝壳，中房网，华尔街见闻快讯，楼盘网，乐居网，新浪网，江苏省房地产估价与经纪协会，江西省房地产业协会，湖北发布，徐州发布，上海本地宝，哈尔滨本地宝，襄阳本地宝，青岛楼市情报，连云港房地产网，张家港房产网，扬州新房网，福州晚报，襄阳日报，磁县融媒体中心，金羊网，中国会计视野，中银证券

3 “以旧换新”以国企项目为主导，未来核心区新房项目也可能更多纳入活动中

当前参与“以旧换新”活动的新房房源以国企项目占主导，但也有越来越多品牌房企加入其中，这也客观上反映了当前多数城市的房地产市场的格局。纯收购模式下参与方多以地方国企为主。帮卖模式下的参与方相对更加多元。例如5月22日，广州市推出住房“以旧换新”活动，首批参加活动的，有122个房地产项目和12家房地产中介机构，既有越秀、保利、中海、华润、珠实、中建、中铁建等央国企，也有万科、龙湖、合景、绿城等品牌房企，还有新世界、新鸿基、凯德等外资房企，甚至包括了出现房企富力、时代中国的项目。6月3日，上海的“以旧换新”活动中，包括了地方国企象屿、外高桥、上海纺织、金融街、新华、隽冈，央企招蛇、金茂、中国能建、中铁建、中建东孚、中交城投，混合所有制房企金地集团。

总的来说，主流房企中万科是“以旧换新”参与度最广的房企，根据我们的不完全统计，至少在14个城市中参与了“以旧换新”活动，一方面与项目布局较广有关，另一方面是因为自身资金压力较大、参与活动的意愿较强。其次保利发展、中海地产、招商蛇口、中国铁建的参与度也相对较高，均为央企，地方国企参与“以旧换新”活动的城市相对聚焦在深耕地区。参与房企还包括了融创、碧桂园、世茂、阳光城、富力、时代中国、正荣、荣盛等出险房企，我们认为出险房企相对而言市场化销售的难度更大，通过参与“以旧换新”活动，若给予一定的折扣力度或保障现房销售，减少换房人顾虑，或能减轻一部分自身的库存压力，回笼部分资金。

图表 30. 主流房企中，央企“以旧换新”普遍参与度较高，地方国企参与“以旧换新”相对聚焦在深耕地区，品牌房企万科参与城市范围也较广

企业类型	公司名称	北京	上海	深圳	广州	郑州	南京	青岛	济南	武汉	重庆	长沙	西安	成都	珠海	徐州	淄博	宁波	绍兴	玉林	常州	宜昌	东台	鄂州	扬州	杭州临平	海安	南昌市南昌县	靖江	大连	惠州	漳州	佛山	南通				
央企	保利发展	✓			✓	✓	✓				✓	✓		✓				✓	✓																			
	招商蛇口	✓	✓	✓	✓	✓				✓			✓			✓															✓		✓					
	华润置地			✓	✓	✓					✓															✓												
	中海地产				✓	✓	✓				✓					✓	✓																					
	中国金茂		✓				✓							✓																								
	中国建筑	✓			✓	✓							✓													✓												
	中交地产	✓			✓	✓	✓						✓																									
	中国铁建		✓		✓	✓					✓		✓																									
华侨城			✓	✓	✓											✓																						
地方国企	建发国际	✓			✓		✓												✓															✓	✓	✓		
	越秀地产	✓			✓		✓			✓				✓																								
	华发股份									✓		✓	✓	✓	✓																							
	栖霞建设							✓																														
	天地源				✓									✓																								
象屿集团		✓																																				
混合所有制房企	万科				✓	✓		✓	✓		✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓			✓		✓					✓									
	绿地控股							✓	✓				✓																									
	金地集团		✓					✓					✓																									
民企	绿城中国	✓			✓	✓							✓												✓													
	滨江集团						✓																		✓													
	龙湖集团	✓			✓			✓			✓		✓																									
	美的置业															✓																						
出险房企	新城控股																																					
	融创中国					✓															✓																	
	碧桂园				✓																						✓											
	世茂集团					✓																					✓											
阳光城					✓																																	

资料来源：各地政府官网，央视网，房地产企业家圈，咚咚找房，澎湃新闻，腾讯新闻，新浪网，搜狐新闻，房屋港，住朋网，吉屋网，楼盘网，郑州乐居，青岛晚报官微，中国网山东，安居客武汉，重庆日报，西安发布，成都发布，房天下，无线徐州，淄博日报，宁波楼市报道，绍兴网，杭州房产，南昌县住房保障中心，微靖江，惠州房地产协会，福建发布，禅城发布，南通楼市说，企查查，中银证券整理

图表 31. 各城市“以旧换新”活动参与房企不完全统计

城市	模式	参与情况	新房房源涉及房企
北京	帮买模式	首批参加的新建商品房项目共 31 个，房地产经纪机构 11 家	越秀地产、建发房产、首开股份、建工集团 招商蛇口、保利地产、中建一局、中建三局 龙湖集团、绿城中国
上海	帮卖模式	13 家企业 21 个项目和 10 家房地产经纪机构参加活动	象屿集团、外高桥、上海纺织、金融街、新华集团、上海绣网置业 ； 招商蛇口、中国金茂、中国铁建、中建东孚、中交城投、中国能建 ； 金地集团
深圳	帮卖模式	34 家集团企业和项目、30 家房地产经纪机构参与	安徽交控集团、深汕特别合作区城市建设投资发展集团、南山开发集团、深圳地铁集团、深振业、深圳市人才安居集团、广州城建、深圳港集团； 华侨城、招商蛇口、华润置地 ；玉普霖集团、金众地产集团、兴荣控股、绿景企业管理集团、深圳星时代投资发展集团、新宏投资发展集团、龙廷集团、深圳市新宏港锐置业、龙恒泰投资发展集团、盛湖置地、沙井志兴集团、居达成投资集团、集泰实业、鹏瑞发展控股集团、和城集团、仁恒置地、 远洋集团
广州	帮卖模式	首批：16 多家房企 122 个项目和 12 家房地产中介机构 第二批次：70 个项目、30 余中介机构 第三批次：9 家企业、22 个项目，23 家中介机构参与	越秀地产、珠江实业、广州城投、建发房产、天地源、广州地铁、珠江地产、珠光集团、南沙开建、保利发展、中海地产、华润置地、中建、中铁建、招商蛇口、华侨城 万科、龙湖集团、合景泰富、绿城中国、合生创展、星河控股、香江集团、敏捷集团、中澳地产、华丰置地、华隽房地产、深业置业、德华实业、华标集团 碧桂园、雅居乐集团、富力地产、时代中国 新世界、新鸿基、凯德
郑州	帮卖模式收购模式	85 个楼盘	中豫置业、商都控股、河南水投、郑州公共住宅建设投资、航空港科创投资集团、海航资本； 保利发展、中海地产、招商蛇口、华润置地、华侨城、中国铁建、电建地产、中建、中交建设 ； 万科、龙湖集团、金地集团、绿城中国、美盛置业、聚鑫元置业、北京东方永利投资控股、益通置业、腾威置业、鸿产集团、名门地产、河南省教育系统房屋建设开发公司、台隆地产、凤宇置业、振兴集团、轩龙置业、宏江地产、融信投资集团、融侨集团、华瑞地产、汇泉置业、招华地产、亚星置业集团、汉佳置业、宏升置业、新联芒果集团、广思实业、锦雍置业、谦祥投资、保亿集团、和谐置业、融创中国、世茂集团、阳光城、正荣地产、香港泰顺亚洲、星丰发展、金辉投资等
南京	收购模式	第一批：1 家国企收购 第二批：12 家房企 21 个项目 江宁区房企联盟；9 家开发商的 10 个楼盘 建邺区存量房 4 楼盘参与	南京安居集团、高淳建发集团、 栖霞建设 、奥体建设、南部新城集团、南京交通集团、南京新居建设、浦口国资、南京公用发展、北盛置业、联发集团、 广州城建、建发房产、越秀地产 ； 保利发展、中交地产、中海地产、招商蛇口、中国金茂 ； 滨江集团、中天美好、绿洲地产、重庆远业实业 仁恒置地
青岛	帮卖模式收购模式	帮卖：青岛贝壳平台已与万科、金地、龙湖等开发商签署协议；收购：1 房企	帮卖： 万科、金地集团、龙湖集团 收购： 绿地控股
青岛胶州	收购模式	9 家房企 9 个项目	天一仁和控股、中仁地产、鸿锦置业、金御昌置业
济南	帮卖模式收购模式	绿地万科等房企“以旧换新”	收购： 绿地控股 帮卖： 万科
武汉	帮卖模式	汉阳区 10 家房企 11 个项目	汉阳城建、中国金茂、中国铁建、新世界 等
武汉硚口	帮卖模式收购模式	10 家房企 10 个项目	越秀地产、华发股份、武汉市硚口城市更新集团有限公司、招商蛇口
武汉经开	帮卖模式	6 家企业 7 个项目	武汉车谷城市发展集团、武汉统建城市开发、招商蛇口、哈工广能新港地产、金发科技
重庆	帮卖模式	27 家品牌房企 72 个项目近 7000 套商品房参与活动	保利发展、中海地产、华润置地、万科、龙湖集团、华宇地产 等
长沙	帮卖模式	-	长沙城投、长沙城市发展集团有限公司、湖南湘江新区发展集团有、 华发股份、保利发展、中国建筑、中国铁建 等
西安	帮卖模式	60 家房企 64 个项目和 11 家房地产经纪机构参加活动	华发股份、天地源、西安高科集团、西安经发控股、西安城发、陕西城投运营集团、洋东控股、西安交控集团、西安未央城建、陕西西咸新区空港城发、西藏城发投资、陕西西咸新区城建投、中陕核工集团、西咸新区泾河新城产发集团、陕西西咸区发、悦达地产 ； 中国金茂、招商蛇口、中交地产、中国建筑、大悦城、西安中建投、中国投资 ； 绿地控股、绿城中国、万科、龙湖集团、天朗伟业、锦园地产、长九实业、航茂地产、龙德嘉盛、沅景地产、科为控股、智飞建设、中天、茂安投资、中誉香港、星科发展、华先 等
成都	帮卖模式	3 家房企 23 个以上的项目	越秀地产、成都温江、保利发展
珠海	帮卖模式收购模式	10 家企业二十六个项目上和贝壳等房地产经纪机构参加活动	华发股份、格力地产、珠海正方集团、中海地产、万科、绿景地产、恒荣集团、五洲国际、仁恒置地
徐州	帮卖模式	7 家房企 25 个项目	新盛集团、徐钢集团、中海地产、招商蛇口、华侨城、万科、美的置业
淄博	帮卖模式	32 家房企、4 家经纪公司参与本次活动	北京城建、淄博经济开发投资、淄博高新国投、瑞华城发、经润置业山东钢铁集团、天鸿控股、万科、中润明天(淄博)地产、美好置业、兔巴哥置业、裕昌(淄博)置业、大德华瑞置业、齐轩地产、亿利汇置业、旭泰鑫置业、王舍汇成置业、巨鹏飞地产、久源置业、南慧地产、山东金城荣基地产、齐创地产、菏泽时代置业、天府置业、远方泰达置业、方达集团、茂业置业、康隆置业、磐古置业、中德地产、中诚信信房地产、中阿三星地产 日照城投、兴业地产、安泰集团、长城集团、裕升置业、日照山海天城建、山东华信、景泰地产、达美置业、日照安居地产、山东日广集团、金鹏地产、亚太森博等
日照	帮卖模式	17 家房企 37 个开发项目	
太仓	收购模式	1 房企 3 项目	太仓城发集团
连云港	帮卖模式收购模式	收购：1 房企	连云港城建
宁波	帮卖模式	首批 34 个楼盘	中海地产、保利发展、招商蛇口、华润置地、万科、滨江集团、绿地控股、雅戈尔集团、伟星房产、新隆控股 等
盐城	收购模式	2 家房企	盐城城投、悦达地产
绍兴越城区	帮卖模式	23 家房企 25 家楼盘和 122 家中介机构	建发国际集团、武汉城建、象屿集团、保利发展、华润置地、中交地产、万科、美的置业、宸泰控股、华颐地产、金昌地产、康瑞地产、大家房产、卧龙地产、绍兴远东地产、浙江元基地产、新希望、世茂集团、融创中国、宝业集团、众安集团
玉林	帮卖模式	涉及 13 家房企 22 个楼盘	玉林交通旅游投资、玉林投资集团、福泰投资、中国铁建、玉林中航地产、玉林振业地产、万昌投资、玉林大创置业、彰泰控股
常州	帮卖模式	首批 10 家	新城控股、嘉宏集团、景宇置业、德商润源控股、金鹰国际集团、百老汇集团、华强地产、景荣置业、融创中国、荣盛发展
苏州相城区	收购模式	相城城投集团 3 项目	相城城投集团

资料来源：各地政府官网，央视网，澎湃新闻，腾讯新闻，新浪财经，搜狐新闻，房地产企业家圈，咚咚找房，房屋港，房天下，住朋网，每日经济新闻，楼盘网，本地宝，凤凰网，吉屋网，中国网山东，郑州乐居，青岛晚报官微，云上胶州，安居客武汉，武汉经开区，重庆日报，西安发布，成都发布，无线徐州，淄博日报，日照日报，张家港大港城，连云港城建，宁波楼市报道，直击盐城楼市，绍兴网，510 江阴房产网，大皖新闻，杭州房产，无锡房地产市场网，南昌县住房保障中心，微靖江，惠州房地产协会，梧州市房地产协会，中山乐有家，福建发布，禅城发布，福建日报，企查查，中银证券整理

备注：红色为地方国企，蓝色为央企，绿色为民企和混合所有制房企，橙色为出险房企。加粗为主流房企。

续图表 31. 各城市“以旧换新”活动参与房企不完全统计

城市	模式	参与情况	新房房源涉及房企
宜昌	帮卖模式	15 家房企, 2 家经纪机构	城发地产、产投集团、天创地产、湖北联投集团、保利发展、中国铁建、万科、弘洋集团、钱江集团、均瑞地产、西部投资集团、广华置业、锦昌置业、鹏顺地产、大家置业
东台	收购模式	-	悦达集团、碧桂园
鄂州	帮卖模式	第一批 10 家房企	湖北日报传媒集团、长江产投集团、中国核工业集团、新城控股、天津黑马祺航投资、鄂州浙商银河置业、凯瑞地产、宏维置业、湖北迪瑞置业、银龙地产
黄石	收购模式	城发集团, 6 个项目	城发集团
启东	收购模式	城投集团 5 个项目	城投集团
扬州	帮卖模式 收购模式	6 家开发企业	江苏华建地产、中海地产、中信泰富、万科、江苏新能源置业、恒通
江阴	收购模式	出售江阴城发, 购买国资公司指定的新房(东翎府)	江阴城发
宣城	收购模式	宣城市城建集团和宣城市国控集团主导第二批“以旧换新”	宣城市城建集团、宣城市国控集团
杭州临平	帮卖模式	21 家房企	杭州城投、杭州城建、杭州地铁集团、中建、绿城中国、滨江集团、德信控股、中骏置业、浙江钦宸地产、星桂置业、浙江博策集团、浙江赞成控股、广宇集团、圣奥集团、西湖地产、保亿集团、建杭控股、旭盛集团
海安	收购模式	-	瑞海集团、华新控股、海安城建集团、中杰集团、金福城集团、中杰置业、碧桂园等
无锡梁溪区	收购模式	-	梁溪城发集团、绿地香港、宝投置业、朗诗地产等
南昌市南昌县	帮卖模式	21 家集团企业	建发房产、农工商集团、南昌产投、江西江铃地产、中文集团、美的置业、海力控股、煌上煌集团、江西景城集团、江西尚盛集团、亚建贸易集团、南昌景旭集团、江西泰佳实业、江西光谷投资、跃动智业投资、伟象实业投资、江西旷越地产、江西华良置业、南昌业基宏晟集团、开元地产、江西奥匹花园置业、南昌筑城地产、力高旅游文化、江西润永通置业、星洲集团、中京集团、汇合置业、兴华股份
泰安	收购模式	-	儒行集团、绿地泉集团等
靖江	帮卖模式 收购模式	-	万科、龙信集团等
大连	帮卖模式	房交会参展 86 个企业 88 个项目	保利发展、大华集团、融创中国等
惠州	帮卖模式	9 家房企、112 家房产经纪机构参与活动	中海宏洋、翔顺置业、惠州奥林匹克花园置业投资、宏新实业、港惠三期实业、鑫月实业、弘泽置业、成都德商潮谋控股、碧桂园
拉萨	帮卖模式	拟筛选 8 家中介参与活动	西藏交通发展、区内拉萨城投、西藏世邦投资、神力集团、四川天知实业等
梧州	帮卖模式	4 家房企参与活动	粤成地产、宏威地产、联华投资、泰基地产
中山	帮卖模式	-	合和实业、佳兆业
漳州	帮卖模式	26 家房企 27 个项目	建发集团、漳州交发、九龙江置业、联发集团、福建漳龙集团、厦门轨道建发、漳州城投、保利发展、新城控股、福建怡城地产、华辉地产、景祥地产、锦鑫投资、福州长隆投资、励欧实业、阳光城、世茂集团、新商盟国际投资、高发国际、利百控股、环宇发展等
佛山	帮卖模式 收购模式	1 家房企 7 个项目	建发房产
南平	帮卖模式	-	南平式发集团
荆州	收购模式	1 家房企 3 个项目	城发集团

资料来源: 各地政府官网, 央视网, 澎湃新闻, 腾讯新闻, 新浪财经, 搜狐新闻, 房地产企业家圈, 咚咚找房, 房屋港, 房天下, 住朋网, 每日经济新闻, 楼盘网, 本地宝, 凤凰网, 吉屋网, 中国网山东, 郑州乐居, 青岛晚报官微, 云上胶州, 安居客武汉, 武汉经开区, 重庆日报, 西安发布, 成都发布, 无线徐州, 淄博日报, 日照日报, 张家港大港城, 连云港城建, 宁波楼市报道, 直击盐城楼市, 绍兴网, 510 江阴房产网, 大皖新闻, 杭州房产, 无锡房地产市场网, 南昌县住房保障中心, 微靖江, 惠州房地产协会, 梧州市房地产协会, 中山乐有家, 福建发布, 禅城发布, 福建日报, 企查查, 中银证券整理

备注: 红色为地方国企, 蓝色为央企, 绿色为民企和混合所有制房企, 橙色为出险房企。加粗为主流房企。

对于房企而言, 参与“以旧换新”的主要动力在于推动新房项目库存去化、加速回款。市场信心不足、购房者观望情绪仍然浓厚、房企资金普遍紧张的背景下, 如何快速变现新房库存已成为多数房企面临的普遍问题, 房企参与“以旧换新”可以帮助缓解自身的一部分库存压力, 若现房或准现房库存参与活动也可以减少换房人对于交付的顾虑, 同时解决置换期的居住问题。

但同时, 参与“以旧换新”也考验房企的运营能力。通常需要房企成立专门服务的“以旧换新”团队, 制定各自与业主和中介之间的优惠政策, 买家认购开发商的新房房源后, 专业团队承接卖二手房的服务, 旧房勘察、评估, 参考周边房源价格, 针对挂牌价给出一定建议, 并且联动开发商合作的中介, 在平台增加该套房源的曝光, 从而促进成交。必要时也需要利用自身资源, 协助买家挂牌房源在中介处的推广和宣传, 房源成功出售汇款后进行首付款缴纳和签约。

我们认为, “以旧换新”能否取得预期效果, 开发商起到了至关重要的作用, 主要体现在: 1) 提供的新房产品, 从地段、户型、交通、环境、配套到质量, 能否满足换房者的需求? 2) “以旧换新”活动能否给购房者带来实实在在的优惠?

未来核心区新房项目也可能更多纳入“以旧换新”活动中。根据贝壳研究院的调研，选择卖旧买新的群体主要是由于新房项目优良的社区环境、优质的物业服务是主要吸引力。从贝壳研究院发布的报告来看，未来的居住改善呈现四大趋势：1) 区域选择方面，核心城市住房改善需求更为强烈。分地段来看，核心城市的核心地段，90平米以上、具有配套优势的住房，郊区地段140平以上的住房，均是未来改善群体更偏好的住房；2) 居住品质方面，楼龄10年内的次新房更受欢迎。有无物业、园林绿化率、小区是否人车分流成为近几年消费者更为看重的居住品质；3) 居住面积方面，四居室成为居民换房的新宠。根据贝壳研究院，2019年—2023年，新房中四居室住房成交占比由11%提升到19%。4) 从小区的户型配置看，同时有四居室和两居室的小区更具吸引力。“一碗汤”的距离使更多年轻家庭选择四居室，同时倾向于在同一小区给父母购买两居室。未来，拥有这一户型配置的小区对改善群体的吸引力较高。

在一些能级较高的城市，参与“以旧换新”的房企，只拿出了偏远地段或者尾盘滞销新房参与，新房无法满足居民的期望，居民参与意愿就不强，换新受阻会使得卖旧房动力不足。由于牵涉面广、需破解的综合性难点多，所以需要地方政府发挥好力量，起到牵头作用，统筹协调全市、各区的待售资源，扩大住房“选新”覆盖范围，更多纳入改善居住品质的“好房子”，尤其是鼓励市中心、优质地段的房源也要参与进来，以好房子驱动“以旧换新”。为了鼓励开发商拿出核心区的优质项目，地方政府需要通盘考虑全市的情况，统筹市区和郊区的项目，要求开发商每个项目都拿出部分房源来，也可以适当向这些开发商做一些政策倾斜，例如在拿地、税收上给予一定的政策优惠等；可以将住房置换资金以“房票”形式发放兑换，推动实现跨区域或者全市范围内流通换新；此外，政府也需要甄选开发商品牌及信用资质，做好入选新房项目自身财务、品质等尽调工作，消除逾期交房、购房资金退还难保障等风险。

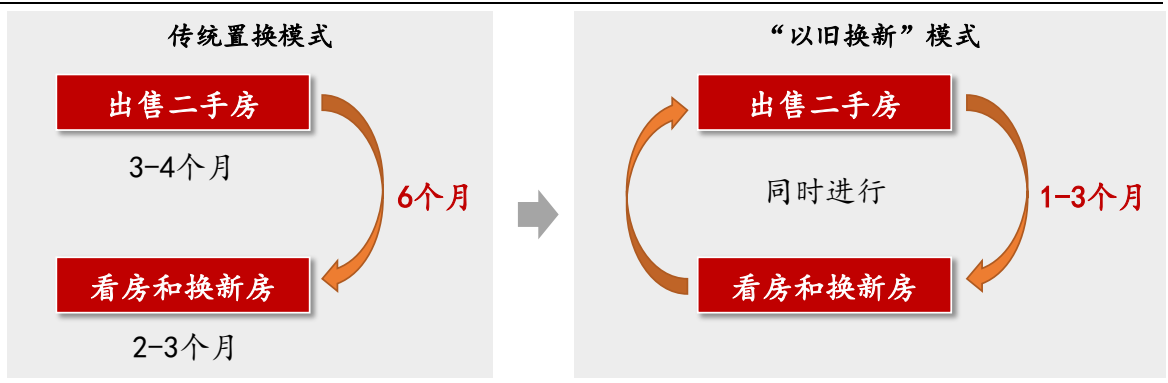
4 “以旧换新”政策效果如何？

4.1 对于购房者而言，“以旧换新”减轻了置换压力

“以旧换新”是贯通一二手房市场、买与卖市场的政策创新，相比其他住房消费提振工具，具有特殊性，通过开发商、中介机构、房地产平台服务商协同，打通交易环节，有效缩短置换周期、提升交易便利度、减轻置换压力、降低置换成本等内容。

有效缩短置换周期、流畅交易衔接问题：相比传统置换模式，“以旧换新”模式下交易时间减少了一半以上。过去一般房屋的置换周期为 6 个月左右，出售二手房需要 3-4 个月的时间，看房和换新房需要 3 个月的时间，存在时间先后次序之分，一方面是因为二手房交易流程本身需要一定的时间周期，从挂牌到完成交易过户再到资金回笼，整个置换周期较长，另一方面与银行放贷的速度有关，置换时需要换房人自己去把控卖和买之间的时间节点和衔接。“以旧换新”模式畅通一二手房置换链条、协助缩短交易周期，房企、中介和购房者三方一起协商具体方案，使得“卖旧”、“换新”两项工作同步推进，加强了对一二手房的信息沟通，减少了信息不对称干扰，时间可压缩至 1-3 个月，交易时间减少了一半以上。

图表 32. 相比传统置换模式，“以旧换新”模式下交易时间减少了一半以上



资料来源：各地政府官网，易居研究院，中银证券

降低违约损失：由于传统的置换模式中，存在“卖房”与“买房”两笔交易，且时间上有先后次序之分，存在连环单交易风险。买新房的购房款由卖旧房的售房款来支付，换房必须先拿到部分或全部旧房的售房款，才有能力支付新房的首付款。这个过程中，如果为了缩短置换周期，提前看房、选定新房，往往需要购房者预交新房的认购定金，最高为新房总价的 20%，缴纳定金后，新房一般需要在 7 天内去交首付款和办理按揭贷款，二手房则是按照合同约定进行，若二手房未及时出售或付款时间拉长，导致新房认购失效，换房者将损失全部定金。此类传统模式下，交易中途终止的情况时有发生，交易违约现象和纠纷现象也容易出现。而“以旧换新”模式下，卖房和买房统一安排，且设置了“解约保护期”（一般为 1-3 个月），在解约保护期中，若二手房没有及时出售，开发商将退还全部的新房意向金。即便交易中途终止，也不存在换房人违约的情况，换房人的换房顾虑和旧房出售压力不复存在。

降低置换成本：“以旧换新”活动能有效降低置换成本。根据各地的推进情况，此类交易成本体现在三个方面：中介费用、新房购房款、新房契税成本等（个税和增值税各地此前已有较多优惠政策，此次“以旧换新”税收优惠主要集中在契税方面，因此仅考虑契税部分）。我们以“出售一套 500 万二手房，置换一套 800 万总价新房”作为例子来计算，通过参与各地“以旧换新”活动，不考虑其他原有的优惠政策，购房者置换新房的支出最多可以节约 7~29 万，占新房购房款的 1%~4% 左右。不过具体对于置换成本的减负效果，仍要看各地活动的具体规则和执行情况。

图表 33. “以旧换新”活动能有效降低置换成本

以 500 万旧房置换 800 万新房为例			
	传统置换模式	“以旧换新”模式	成本降低 (万元)
二手房出售中介费	卖家大约承担 1% 左右的佣金率	部分城市已有免佣金操作; 部分给予一定折扣 (e.g. 上海在原本中介费的收费标准下, 给予 7-8 折折扣力度)	1~5
新房购房款	按照市场价, 部分城市部分项目有 95 折折扣, 部分城市有购房补贴 (一般 1% 左右)	参考各地优惠政策, 部分城市给予购房补贴, 在原购房补贴的基础上增加 0.5% 总价款的补贴; 南通其中除梧桐苑叠墅以现行销售价参与“以旧换新”外, 其它房源均以 88 折参与; 上海给予 5-8 万的折扣	4~12
新房购置契税	缴纳 1%-1.5% 的契税, 执行常规的契税补贴或奖励	在原基础上, 增加 30-100% 以上的额外契税补贴	2.4~12
合计			7~29

说明: 个税和增值税各地此前已有较多优惠政策, 此次“以旧换新”税收优惠主要集中在契税方面, 因此仅考虑契税部分。

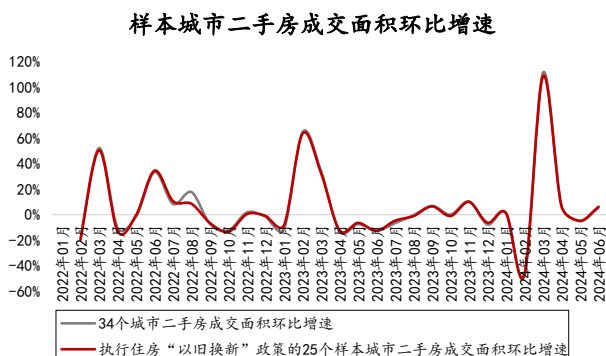
资料来源: 各地政府官网, 中银证券

4.2 从数据层面看, “以旧换新”对于成交量提升、库存去化的效果暂不显著, 帮卖模式的城市效果相对好于收购模式

住房“以旧换新”在全国层面并未有文件正式提及, 是从地方层面开始的。2023 年下半年-2024 年初, 住房“以旧换新”主要集中在三四线城市, 效果相对有限, 2023 年 7 月徐州开始对主城区“卖旧买新”按住房面积给予合同价 0.8%-1.2% 的购房补贴, 最早提到了住房“以旧换新”的概念。2024 年 4 月, 以郑州为代表, 二线城市住房“以旧换新”政策不断加码, 且更多城市开始采用国企收购模式。2024 年 4 月下旬-5 月初, 随着深圳、上海推出“以旧换新”, 正式扩散到一线城市。参与“以旧换新”的城市数量在 2024 年 4-5 月显著增加。

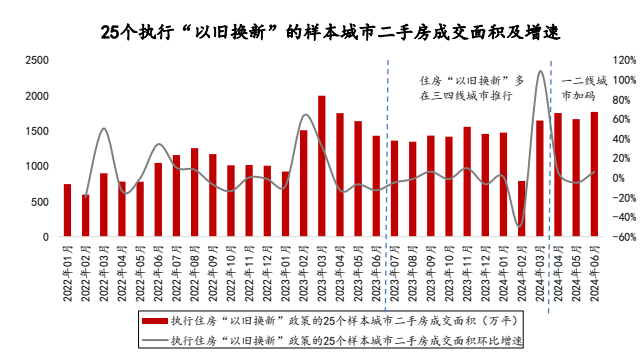
理论上来说, 住房“以旧换新”政策有助于城市加快商品房流通性, 先带动二手房成交 (去化二手房库存), 再带动新房成交, 起到帮助新房库存去化的效果。但从实际的城市数据来看, 效果暂不显著。1) 二手房成交: 我们发现, 在 2024 年 4-5 月多数城市参与到“以旧换新”活动后, 6 月执行政策的 25 个样本城市的二手房成交面积环比增速转正, 为 6%, 小幅高于我们跟踪的 34 个城市二手房成交面积环比增速 (5%), 政策效果不明显。2) 新房成交: 2024 年 5 月执行“以旧换新”政策的 49 个样本城市的新房成交面积环比增长 18%, 增幅小幅高于我们跟踪的 81 个城市新房成交面积环比增速 (16%), 6 月 49 个“以旧换新”城市的新房成交面积环比增长 18%, 增速低于 81 城新房成交面积环比增速 (25%), 政策未对新房成交起到效果。3) 新房去化: 36 个执行“以旧换新”政策的样本城市新房 (不包括保障房) 库存去化周期整体仍然呈现上升态势, 截至 2024 年 6 月平均去化周期仍然高达 30.2 个月。

图表 34. 2024 年 6 月执行政策的 25 个样本城市的二手房成交面积环比增速为 6%, 小幅高于我们跟踪的 34 个城市二手房成交面积环比增速 (5%)



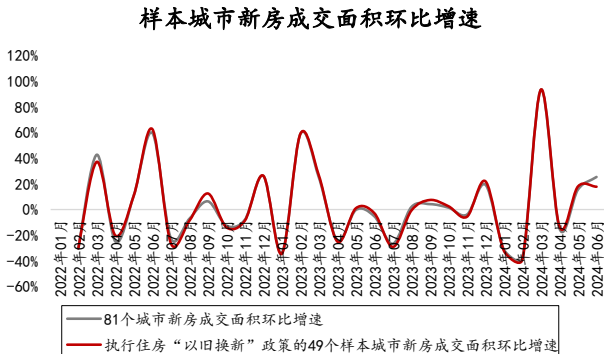
资料来源: 中指院, 中银证券

图表 35. 2024 年 6 月执行“以旧换新”政策的 25 个样本城市的二手房成交面积环比增速达 6%



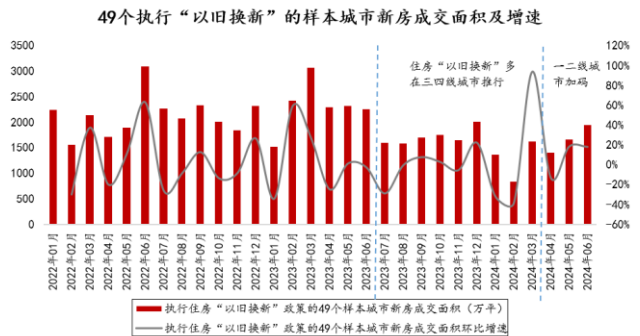
资料来源: 中指院, 中银证券

图表 36. 2024 年 6 月执行“以旧换新”政策的 49 个样本城市的新房成交面积环比增速达 18%，低于我们跟踪的 81 个城市新房成交面积环比增速（25%）



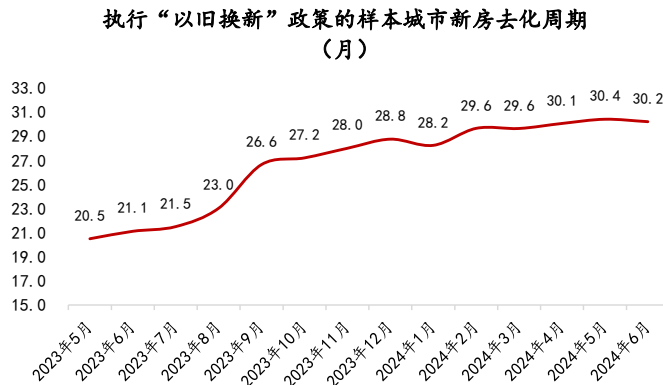
资料来源：中指院，中银证券

图表 37. 2024 年 6 月执行“以旧换新”政策的 49 个样本城市的新房成交面积环比增速达 18%



资料来源：中指院，中银证券

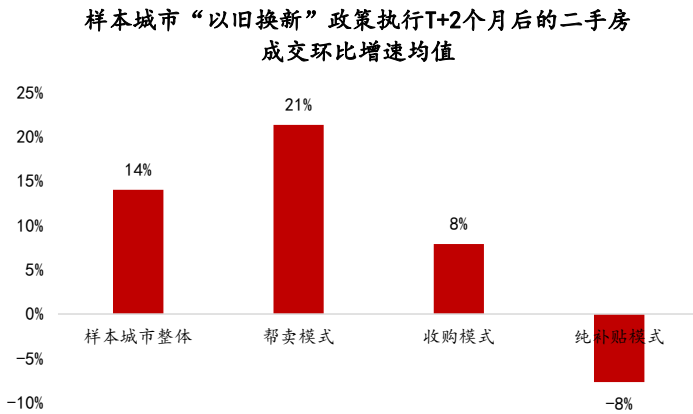
图表 38. 36 个执行“以旧换新”政策的样本城市新房（不包括保障房）库存去化周期整体上升，6 月平均去化周期高达 30.2 个月



资料来源：中指院，中银证券

如果我们对比不同模式的效果，从数据上看，帮卖模式>收购模式>纯补贴模式。政策出台后，通常帮卖模式会有 1-3 个月的新房锁定期，旧房在这一时间段均可能成交，收购模式则给予换房人 1-2 个月的报名时间，因此政策出台后的 T+2 个月的数据才可能反映“以旧换新”的政策效果，政策出台后的 T+2 个月 19 个样本城市二手房成交套数环比增速均值为 14%，帮卖模式的城市环比增速均值 21%，收购模式 8%，纯补贴模式为-8%，帮卖和收购模式对于二手房成交修复都起到了一定作用，从数据上看，帮卖模式增速较高，或许是因为帮卖模式集中在能级较高的城市，而补贴模式基本没有起到效果。从目前看，“以旧换新”模式下的成交规模有限，可带动一定的市场活跃度，但能否真正达到提振市场的效果，还需等待市场的检验。

图表 39. 政策出台后的 T+2 个月 19 个样本城市二手房成交套数环比增速均值为 14%，帮卖模式的城市环比增速均值 21%，收购模式 8%，纯补贴模式为-8%



资料来源：中指院，中银证券

4.3 当前政策实际效果并不乐观，未来政策仍有优化空间

我们认为，虽然各地“以旧换新”举措层出不穷，然而实际效果并不太乐观，根据目前各地“以旧换新”推进情况和反馈情况看，其也存在一些潜在问题或矛盾点。

帮卖模式的最大挑战点在于如何在约定期限内卖掉旧房，特别是现在刚需较弱的情况下，刚需客群是否有动力接盘，依然存在较大不确定性。从流程上看，当前客户锁定意向新房的期限一般是 1-3 个月，这也意味着，房地产中介机构要这个期限内帮助客户卖掉“旧房”。然而，根据住房大数据显示，2023 年主流城市二手房成交周期总天数约为 189 天，远超 3 个月。

收购模式的挑战在于：1) **二手房评估价**：从业主或换房者的角度看，担心评估公司把二手房价格压得太低了，评估价过低可能打击业主的置换积极性。而对于收购二手房的国企来说，其过高评估二手房，也会造成资金压力增大。2) **收购价格难以达成**。商品房的建设成本较高，而保障性住房配售或配租的价格较低。如果收购已建成商品房用于保障性住房，收购价格大幅低于市场价，或影响到周围同小区其他房屋的价值。而如果收购价格较高，又会导致后续作为保障房的出售、出租价格较高，与保障房的本质背离。3) **能够参与的二手房或也存在门槛限制**，部分城市会从房龄、面积、地段等角度设定标准，这就导致很多二手房无法参与“以旧换新”活动。尤其是如果考虑收购后用作保障性住房（以不超过 70 平的小户型为主），本次政策要求严格把握所收购商品房的户型和面积标准，市场上，面积合适、能够享受政策被收购的存量住房不多，大量住房未必能被收购。4) **保障性住房的租售前景存在不确定性**。收购二手房后如果改造成保障房，如不能实现迅速配售或租赁，收购主体将承担一定的持有成本。5) **收购旧房的资金不足**。我们认为，“收购模式”下**资金支持力度越大，效果越明显**，稳定且低成本的资金将是支持收购模式可存续或常态化的基础保障。由于“以旧换新”普遍要求旧房收购价值低于新房（多为新房总价的 60%-80%），理论上，国企平台指定购买自家楼盘的模式是不需要平台付出额外的资金成本，购房者需要向平台支付差价。但类似于“郑州模式”，并不限定新房房源或者房源库里涵盖多家房企，那么需要政府或金融机构向收购方提供收购资金支持，去库存的规模实际上依赖于背后的资金量有多大。

购房补贴及收购模式最大挑战点在于，依赖于地方政府的财政，如果购房补贴力度不足，难以激发换房客群的积极性，如果加大政策力度，又要依赖于地方政府财政情况。

5 “以旧换新”——一个被低估的方向

5.1 二手房房价或成为收购价的锚定价，稳住二手房房价是政策实施的关键

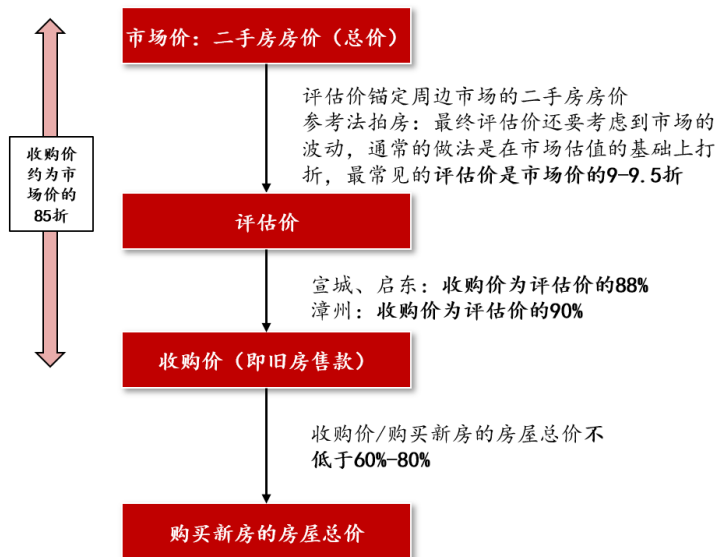
旧房定价是换房链条的难点。目前旧房议价一般是以第三方评估价格为基础，评估费用无需购房者承担。旧房评估价和市场价存在差异，**收购价与市场价的偏离可能影响成交效率**。若收购价过低，对换房者不具备吸引力，收购价过高将增加地方财政和国企平台的负担。在市场磨底阶段，二手房业主议价能力削弱，若二手房买卖双方价格分歧走扩，将进一步增加成交难度，因此二手房房价的稳定是政策实施的关键。

不同城市的价格评估方式有所差异，采取多家评估公司联合评估，周边市场的二手房房价或成为收购价的锚定价。例如南京以评估价为依据，随机抽取3家评估机构，取排序中间的评估值作为最终收购价格。安徽宣城是从5家评估公司中选取3家进行评估，再取3家公司评估价格平均值的88%来收房。江苏海安则是以二手房的**纳税指导价为基础上下浮动**。福建漳州**按评估价格的90%收购**。江苏启东除梧桐苑叠墅以现行销售价参与“以旧换新”外，其它房源均以88折参与“以旧换新”。青岛绿地国科健康科技小镇的“以旧换新”先由专业的第三方评估机构根据二手房房源情况进行评估；再按照**最近3个月同小区同户型的平均成交价**为标准进行收购。

需要注意的是，旧房评估价格缺少市场博弈，能否获得换房人的认可有待观察。虽然由随机挑选的评估机构去评估房价，一定程度上保证了公正性，但由于缺少市场博弈定价机制，评估价格能否得到换房者的真正认同，也影响着接下来该方式能否顺利被推广。

从各地实践来看，旧房收购款仅能抵扣新房价款的一部分，差价部分留有加杠杆余地，有一定的乘数效应。太仓、江阴、无锡、南京、青岛、连云港、盐城、黄石、启东、江阴、珠海、荆州、武汉等地还明确了置换总价上限不得超过拟购新房合同总价的一定比例，多为60%-80%，部分地区允许多套旧房置换一套新房。购房者“以旧换新”仍需支付置换差价，从目前试点的要求来看，补差价可能为新房总价的20%-40%，加杠杆意愿和能力将影响最终成交与否。

图表 40. 二手房房价或成为收购价的锚定价



资料来源：各地政府官网，中银证券

图表 41. 旧房定价采取多家评估公司联合评估，周边市场的二手房房价或成为锚定价

城市	评估价格
山东青岛城阳绿地	以近三个月该小区的同户型平均成交价格为标准
江苏南京	抽三家评估机构，每一套房子评估的时候，三个评估机构出三份报告，取中间价作为最终的评估价
河南郑州	各评估机构自愿参与报名，筛选，形成评估机构名单库。城发安居公司随机抽取评3家评估机构，取其评估价中间值。
江苏盐城	由评估小组(置换中心、新房项目)进行二手房评估形成评估价格，价格达成一致后签订协议
福建漳州	按评估价格的 90%收购
江苏启东	除梧桐苑叠墅以现行销售价参与“以旧换新”外，其它房源均以 88折 参与“以旧换新”
江苏海安	以市面上二手房的纳税指导价为基础进行上下浮动
江苏太仓	在5家有专业资质的机构中随机抽取3家，分别对旧房进行估价，取平均值得出最终收购价
安徽宣城	从5家评估公司中选取3家进行评估，再取3家公司 评估价格平均值的88%来收房
浙江海宁	根据3份评估结果，取排序中间的评估值作为最终评估价格

资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，网易新闻，新浪财经，搜狐新闻，同花顺财经，中房网，江苏省房地产估价与经纪协会，青岛楼市情报，启东本地宝，太仓日报，宣城城建集团官方公众号，中银证券

图表 42. 太仓、江阴、无锡、南京等地还明确了置换总价上限不得超过拟购新房合同总价的一定比例，多为 60%-80%

城市	置换原则
江苏苏州相城区	旧房收购总价不高于所购在售商品房总价
山东青岛胶州	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 70%
湖北荆州	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 80%
江苏无锡梁溪区	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 60%
湖北武汉硚口	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 70%
江苏南京	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 80% (首批)；旧房收购价格不超过所购新建商品房的 50%-80% (二批次：江宁区)
安徽宣城	旧房收购价不高于新房及车位销售价格
江苏江阴	“房票”金额不得高于拟购新房总价的 60%
江苏南通启东	旧房收购总价不高于所购新房总价的 60%
江苏太仓	旧房收购价格不超过所购新建商品房从 60% 提升至 80%
湖北黄石	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 83%
广东珠海	旧房收购价格不低于所购新建商品房的 30%，不高于 80%
山东青岛城阳绿地	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 77% (购买新房的总价需大于二手房房款的 30%)
江苏连云港	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 80%
江苏盐城	旧房收购总价不高于所购新房总价的 50-80%
浙江海宁	旧房收购价格不超过所购新建商品房的 60%

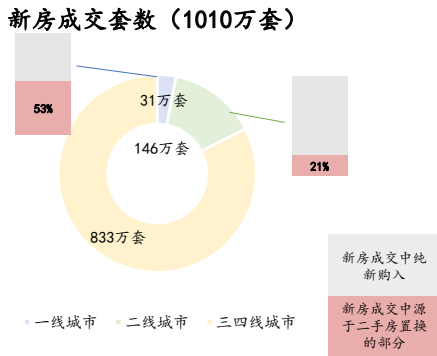
资料来源：各地政府官网，腾讯新闻，澎湃新闻，网易新闻，新浪财经，同花顺财经，搜狐新闻，中房网，江苏省房地产估价与经纪协会，湖北发布，武汉本地宝，启东本地宝，青岛楼市情报，太仓日报，连云港房产网，宣城城建集团官方公众号，梁溪城发集团，荆州日报，中银证券

5.2 未来可能通过“以旧换新”政策实现置换的潜在体量为 3.4 亿平；能够实现的新房销售额空间将达到 5.5 万亿元

我国将进入以房换房、供需一体的置换时代。根据贝壳研究院调研，近年来全国年均 300-400 万家庭换房，一二线城市二手房交易占比高，卖旧买新对当地新房市场贡献较高。一线城市新房成交中 53% 的由二手房置换新房而来，二线城市平均为 21%。一线城市中，北京和上海均高于 55%，二线城市中，南京、天津、合肥、成都均超过 30%，三四线城市二手房市场发展较慢，新房交易占比较高，卖旧买新对新房市场的贡献度偏低，个别城市贡献低于 10%。

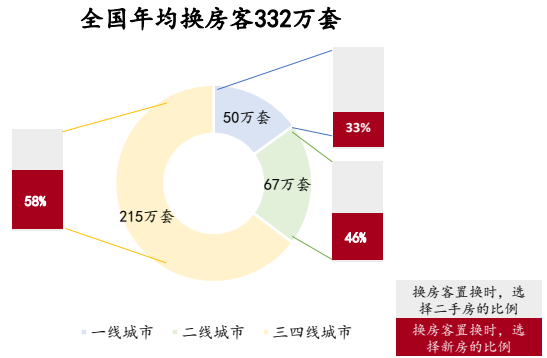
置换需求中，不同城市能级卖旧买新的比例（卖旧买新比例，即换房客户中，卖掉二手房买新房的占比）也有差异。一线城市换房客户中，卖旧买新比例较低，仅 33%，其余 67% 的换房客户仍会选择购买二手房；二线城市卖旧买新比例约为 46%；三四线城市卖旧买新比例约为 58%。高能级城市卖旧买新比例较低主要是由于高能级城市二手房市场成熟度较高，同时更看重地段和配套，新房项目较少且位置偏远；而低能级城市的换房诉求本身就是以改善为主的，因此更倾向于选择居住环境和体验感更好的新房。

图表 43. 一线城市新房成交中 53% 的由二手房置换新房而来，二线城市平均为 21%



资料来源：贝壳研究院，中指院，中银证券

图表 44. 一线城市换房客户中，卖旧买新比例仅 33%，二线城市约 46%；三四线城市约 58%



资料来源：贝壳研究院，中指院，中银证券

我们基于 2023 年的情况对“以旧换新”潜在的市场规模进行以下测算：

测算一：新房成交中，由二手房置换新房带来的成交量。

1) 根据贝壳研究院、中指院数据估算得到 2023 年全国以及各能级城市新房成交套数。2023 年全国新房成交套数约为 1010 万套，其中一线城市为 31 万套，二线城市为 146 万套，三四线城市我们用全国数据减去一、二线城市数据得到，三四线城市新房成交套数约 833 万套。

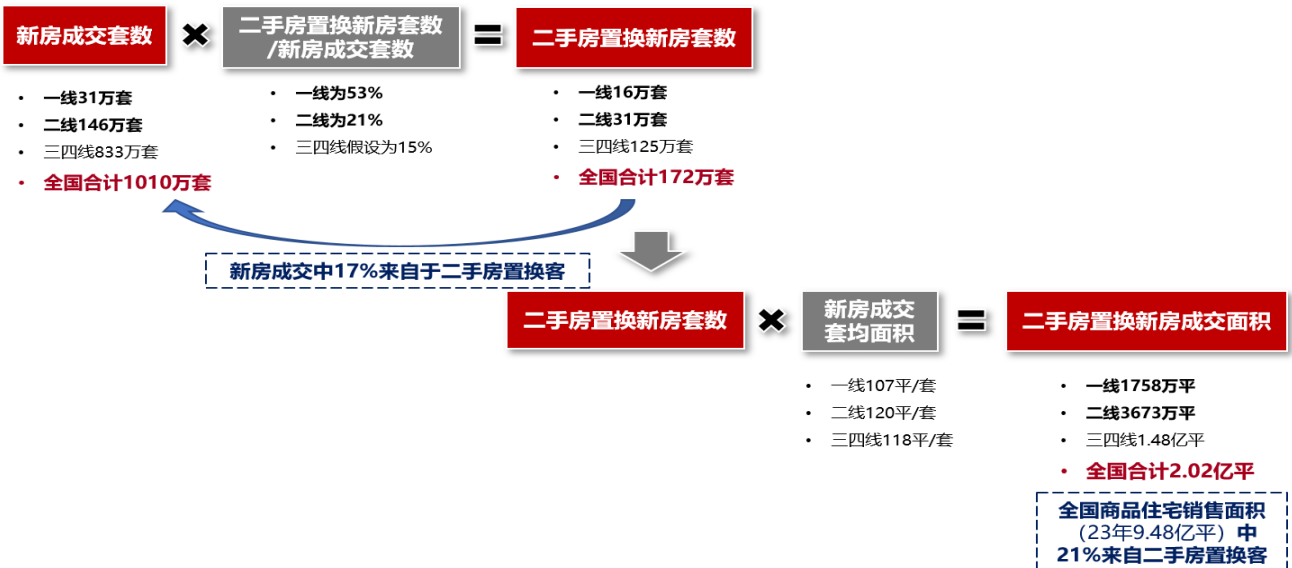
2) 根据贝壳研究院公布的卖旧买新对于当地新房市场贡献度(二手房置换新房套数/新房销售套数，一线城市为 53%、二线城市为 21%，另外，我们假设三四线城市为 15%)，得到各能级城市中二手房置换新房套数，加总得到全国数据。再根据各城市能级新房套均成交面积计算得到二手房置换新房成交面积。

结论：

根据我们的测算，2023 年全国新房成交套数 (1010 万套) 中，约有 17% 来自于二手房置换客 (172 万套)；2023 年全国商品住宅销售面积 (9.48 亿平) 中，约有 21% 来自于二手房置换客 (2.02 亿平)。

图表 45. 根据我们的测算，全国范围内新房成交中 17% 来自于二手房置换客

测算一：新房成交中，由二手房置换新房带来的成交量



资料来源：国家统计局，中指院，贝壳研究院，中银证券

测算二：置换客中卖掉旧房的总体量。

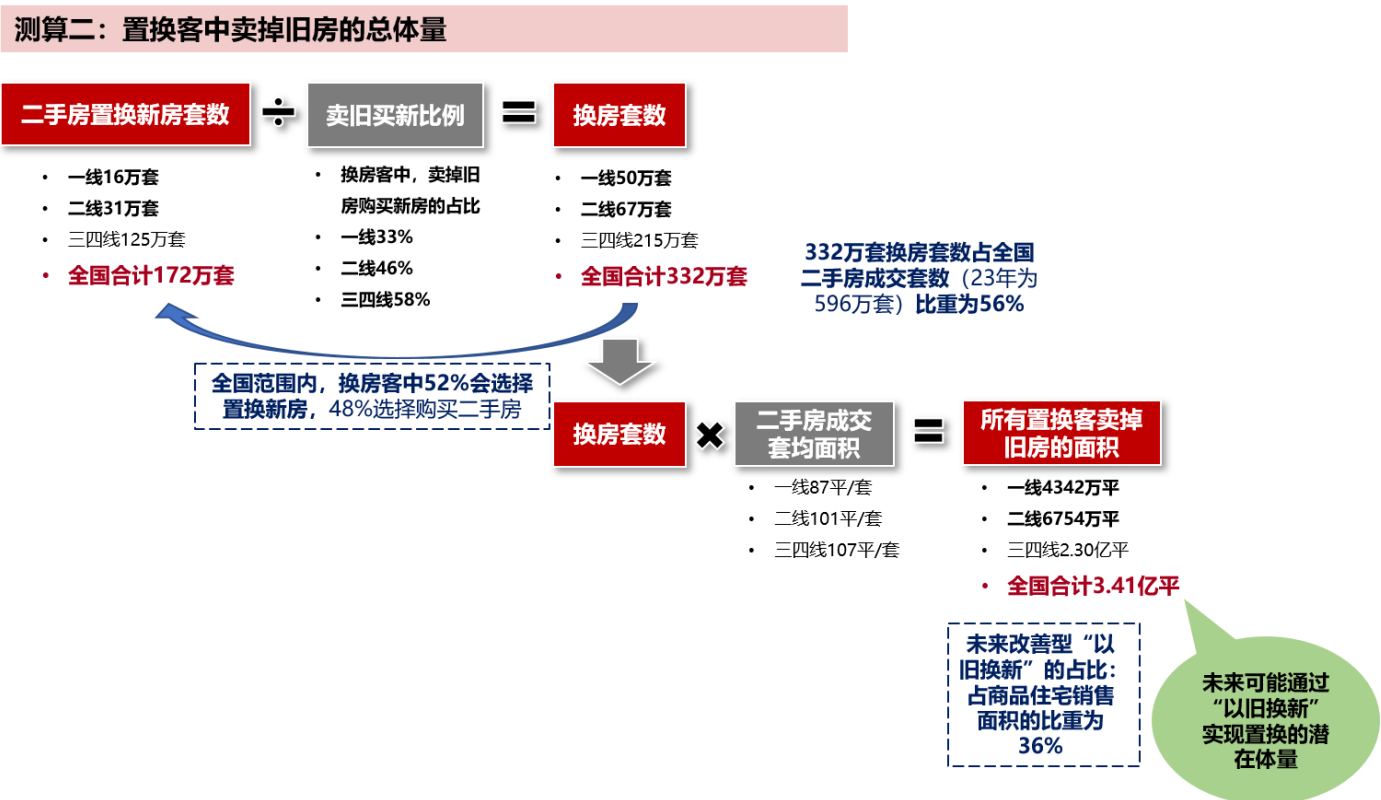
根据贝壳研究院公布的卖旧买新比例（换房客中，卖掉旧房购买新房的占比），反推得到换房客中，卖掉旧房的体量（即未来可能通过“以旧换新”实现置换的潜在体量）。一线城市卖旧买新比例为 33%、二线 46%、三四线 58%，反推得到换房套数（既可能换新房、也可能换二手房）。再根据各城市能级二手房套均成交面积计算得到换房客卖掉旧房的面积。

结论：

1) 全国年均换房套数为 332 万套（既可能换新房、也可能换二手房），占全国二手房成交套数（2023 年为 596 万套）的比重为 56%，其中一线城市 50 万套，二线城市 67 万套，三四线城市 215 万套。全国范围内，换房客中 52% 会选择置换新房，48% 选择购买二手房。

2) 未来可能通过“以旧换新”实现置换的潜在体量为 3.41 亿平。其中一线城市 4342 万平、二线城市 6754 万平，三四线城市 2.30 亿平。未来改善型“以旧换新”占商品住宅销售面积的比重为 36%。

图表 46. 根据我们的测算，住房“以旧换新”潜在市场规模或达 3.4 亿平



资料来源：国家统计局，中指院，贝壳研究院，中银证券

测算三：收购所有“以旧换新”潜在的旧房出售体量所需要的资金。

1) 各城市能级的二手房销售均价即为市场价，评估机构通常锚定周边市场的二手房房价，参考法拍房，最终评估价要考虑到市场波动，通常的做法是在市场估值的基础上打折，最常见的评估价是市场价的 9-9.5 折，我们统一假设评估价/市场价为 90%。

2) 收购价与评估价也略有差异。根据各政府披露的情况：二线城市收购价多为随机选取三家评估机构给出的评估价，取中间值而定，我们给予 90% 的折扣；三四线城市中宣城收购价为评估价的 88%，漳州收购价为评估价的 90%，我们认为应低于高能级城市，取 88%；一线城市应高于二线城市，我们假设一线城市为 92%。

3) 最终，我们通过卖出的旧房面积*收购价得到收购所需要的资金。

结论：

全国范围内收购“卖旧买新”的置换客手中的二手房所需资金预计为 4.18 万亿元，即“卖旧买新”的置换客手中二手房的价值体量。其中一线城市需要 1.89 万亿元（目前暂无一线城市采用收购模式），二线城市需要 0.87 万亿元，三四线城市需要 1.42 万亿元。

图表 47. 根据我们的测算，收购居民二手房所需资金为 4.2 万亿元

测算三：收购所有“卖旧买新”潜在的旧房出售体量所需要的资金



资料来源：国家统计局，中指院，安居客，贝壳研究院，中银证券

测算四：旧房售出后，“以旧换新”政策可能实现的潜在新房销售额空间。

多数城市规定了旧房出售款/购买新房的房屋总价不得低于某一特定比例，根据各政府披露的情况：二线城市旧房收购价格不超过所购新建商品房的 70~80%，均值为 74%；三四线城市在 60~80%，均值为 72%；一线城市我们推测比二线城市更高，假设为 80%。我们计算得到购买新房的房屋总价。

结论：

“以旧换新”政策可能实现的潜在的新房销售额空间预计为 5.50 万亿元，占全国商品住宅销售额（2023 年为 10.3 万亿元）的比重为 53%。其中一线城市 2.36 万亿元，二线城市 1.17 万亿元，三四线城市为 1.97 万亿元。

图表 48. 根据我们的测算，“以旧换新”可能实现的新房销售额空间预计为 5.5 万亿元

测算四：旧房售出后，“以旧换新”政策可能实现的潜在的新房销售额空间



资料来源：国家统计局，中指院，安居客，贝壳研究院，中银证券

我们通过测算最终得到了以下结论：

- 1) 全国范围内新房成交中 17%来自于二手房置换客。其中，一线城市的新房成交中超 5 成是来自二手房置换客，二线城市 21%来自于二手房置换客，三四线城市 15%。
- 2) 全国范围内换房客选择二手房置换新房的套数为 172 万套（其中一线城市 16 万套、二线城市 31 万套、三四线城市 125 万套），对应产生的新房销售面积为 2.02 亿平（其中一线城市 1758 万平、二线城市 3673 万平，三四线城市 1.48 亿平），全国商品住宅销售面积（2023 年为 9.48 亿平）中 21%来自二手房置换客。
- 3) 全国年均换房套数为 332 万套（既可能换新房、也可能换二手房），其中一线城市 50 万套，二线城市 67 万套，三四线城市 215 万套。全国范围内，换房客中 52%会选择置换新房，48%选择购买二手房。
- 4) 未来可能通过“以旧换新”实现置换的潜在体量为 3.41 亿平，其中一线城市 4342 万平、二线城市 6754 万平，三四线城市 2.30 亿平。未来改善型“以旧换新”占商品住宅销售面积的比重为 36%。
- 5) 当前二手房成交中，一半以上是换房产生二手房成交，剩余的是卖出房产但不买入的二手房成交。根据贝壳研究院，2023 年全国二手房成交套数为 596 万套，根据我们的测算，换房套数为 332 万套，占二手房成交套数的 56%。一线城市该比例高达 104%，主要是因为数据可能存在错配，我们的测算是基于 2023 年的新房成交倒推旧房卖出情况，实际旧房卖出未必是在同一年发生的。二线城市该比例为 42%，三四线城市为 55%。
- 6) 预计全国范围内收购居民二手房所需资金为 4.18 万亿元，其中一线城市需要 1.89 万亿元，由于一线城市二手房房价相对较高，因此收购所需要的资金较多。不过，目前暂无一线城市采用收购模式。预计二线城市需要 0.87 万亿元，三四线城市需要 1.42 万亿元。
- 7) “以旧换新”政策可能实现的潜在的新房销售额空间预计为 5.50 万亿元，占全国商品住宅销售额（2023 年为 10.3 万亿元）的比重为 53%。其中一线城市 2.36 万亿元，二线城市 1.17 万亿元，三四线城市为 1.97 万亿元。

图表 49. 住房“以旧换新”相关测算

测算过程		一线城市	二线城市	三四线城市	全国
第一步：各城市能级新房销售套数	2023 年新房销售套数（万套）	31	146	833	1010
	↓				
第二步：根据贝壳研究院公布的卖旧买新对于当地新房市场贡献度，得到新房成交中，由二手房置换新房而来的成交数据	二手房置换新房套数/新房销售套数	53%	21%	15%	
	二手房置换新房套数（万套）	16	31	125	172
	新房成交套均面积（平/套）	107	120	118	
	二手房置换新房成交面积（万平）	1758	3673	14763	20194
	↓				
第三步：根据贝壳研究院公布的卖旧买新比例（换房客中，卖掉旧房购买新房的占比），反推得到换房客中，卖掉旧房的体量（即“以旧换新”潜在市场需求）	卖旧买新比例（换房客中，卖掉旧房购买新房的占比）	33%	46%	58%	
	换房套数（万套）（既可能换新房、也可能换二手房）	50	67	215	332
	二手房成交套均面积（平/套）	87	101	107	
	换房客中，卖掉的旧房面积（万平）	4342	6754	22996	34092
	↓				
第四步：计算收购模式下，收购所有“以旧换新”潜在旧房售出体量所需要的资金	二手房销售均价（元/平）	52562	15849	7801	
	评估价/市场价（二手房销售均价）	90%	90%	90%	
	评估价（元/平）	47306	14264	7021	
	收购价/评估价	92%	90%	88%	
	收购价（元/平）	43521	12838	6178	
	收购所需的资金（万亿元）	1.89	0.87	1.42	4.18
	↓				
第五步：计算“以旧换新”政策可能实现的潜在的新房销售额空间	旧房出售款（万亿元）	1.89	0.87	1.42	
	旧房出售款/购买新房的房屋总价不得低于	80%	74%	72%	
	潜在新房销售额空间（万亿元）	2.36	1.17	1.97	5.50

资料来源：国家统计局，中指院，安居客，贝壳研究院，中银证券

6 投资建议

“去库存”已经成为当前房地产行业的主基调之一。当前新房库存去化周期高企的同时，二手房挂牌量也在激增，一定程度上对新房产生替代效应。因此本轮去库存，与2014年相比，最大变化是要提振置换需求，激发居民将二手房主动拿出来改善，变相的通过二手房去库存来实现新房去化。目前来看，消化二手房库存的相关政策或被市场低估，而“以旧换新”政策作为居民二手房去库存的重要政策抓手，各城市正在积极参与、稳步推进。虽然目前多数城市仍处于试点期，试点规模普遍较小、旧房房源及新房项目均受到严格的条件限制，随着未来各地政策逐步推进，以及政府对政策的通盘考虑，规模有望进一步扩围，政府支持力度也有望进一步扩大。

现阶段我们建议关注三条主线：1) 拿地销售基本面仍然较好、新房房源众多且“以旧换新”参与度较高的央企：招商蛇口、华润置地、保利发展。2) 聚焦深耕地区“以旧换新”活动、在当期具有较高的认可度和信任度的地方国企和区域性品牌房企：绿城中国、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。3) 受益于“以旧换新”二手房成交的房地产经纪公司：我爱我家、贝壳。

7 风险提示

“以旧换新”政策落地及推进进程不及预期：当前购房者信心仍然不足，旧房房源及新房项目均受到严格的条件限制，二手房出售所需要的时间仍然较长，以上因素均可能对政策推进的效果产生影响。

二手房房价波动风险，进而影响旧房的评估价格。二手房房价波动对于旧房的价值评估产生干扰，从业主或换房者的角度看，如果评估价过低，可能打击业主的置换积极性。对于收购二手房的国企来说，过高评估二手房，也会造成资金压力增大。

保障性住房的租售前景存在不确定性。收购二手房后如果改造成保障房，如不能实现迅速配售或租赁，收购主体将承担一定的持有成本。

收购旧房的资金不足。相对于市场的存量住房规模，需要的资金体量较大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371