



# 机遇与挑战并存

## ——探索城投公司住房收储业务

联合资信 公用评级四部 | 马玉丹

引言：

2024年以来，“去库存”成为房地产行业的主线任务，相关政策接连出台，不断吸引市场目光。其中，住房收储作为一种能同时实现房地产市场“去库存”与完善保障性住房体系建设的双重策略，再度成为各界关注的热点话题。本轮住房收储行动呈现出政府主导、市场化运营、资金来源多元、注重效益等特点，地方国企为主要实施主体。与此同时，随着市场化转型步入关键时期，城投公司面临着迫切转型需求，即扩大经营性资产规模，拓宽市场化收入渠道，以优化其过度依赖政府的现金流结构，并增强自身可持续发展能力。此时，住房收储相关政策的出台，可能为城投公司的市场化转型带来新的契机。鉴于此，城投公司在深入住房收储业务时将面临哪些具体的条件制约，又有哪些可选择的运作模式以供参考，本文将围绕上述核心议题进行阐述。

从信用分析角度来看，城投公司开展住房收储业务可能存在诸如资产流动性降低与价值波动风险、债务规模扩大及期限错配风险、盈利能力弱化风险、资金回笼迟滞及短期偿付压力上升风险。重点城市中，广州、宁波、无锡、济南、东莞、佛山、西安、南宁、郑州和乌鲁木齐等东部、中西部省会城市城投企业在满足成本和收益平衡的前提下，开展住房收储业务或将面临相对较小的信用风险；长春、青岛和厦门地区城投企业开展住房收储业务的信用风险或将有所增加。



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 一、住房收储的兴起和发展

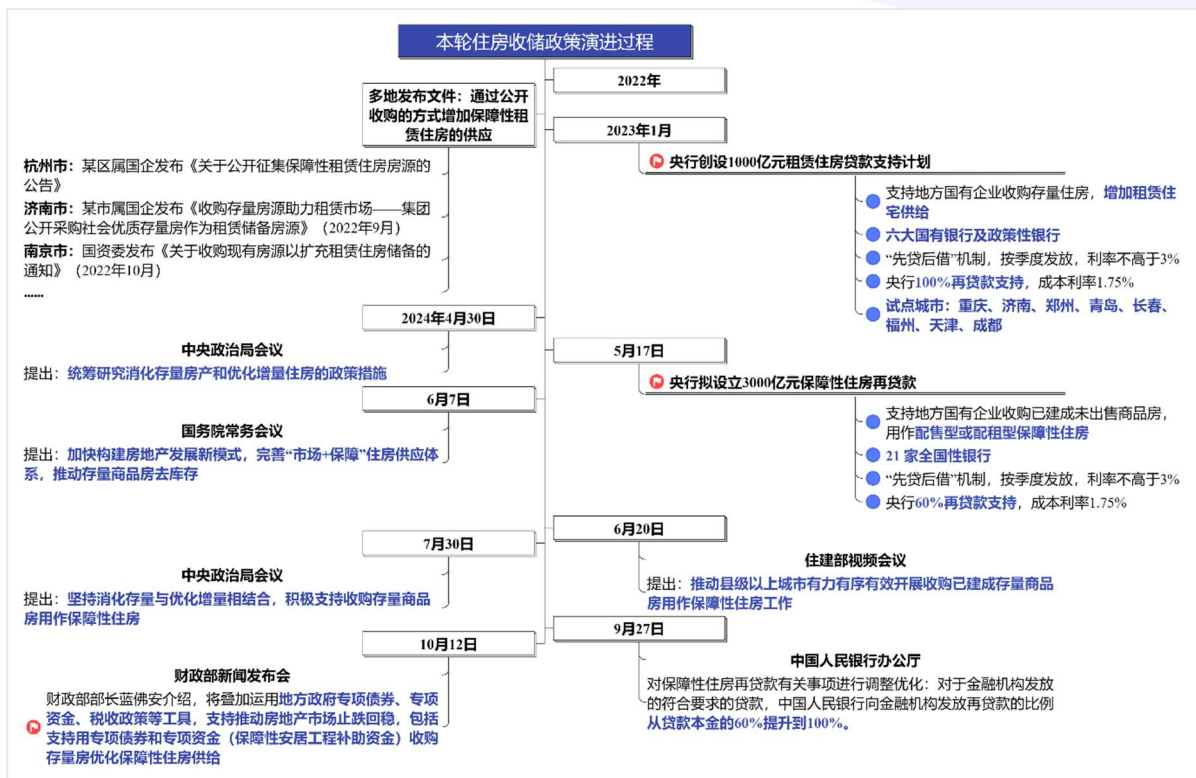
住房收储是指政府或国有企业通过一定的程序和方式，收购市场上已建成但尚未出售的商品房，并将其转化为保障性住房或用于其他公共用途的行为。最初兴起于 2008 年，为应对国际金融危机，国家就曾出台过类似政策，鼓励地方政府收购商品房用于保障性住房建设。近年来，随着房地产市场供需关系变化和保障性住房建设需求的增加，住房收储再次成为热点。

### （一）政策演进

回顾本轮住房收储政策演进历程，大致分为探索阶段、试点阶段和全面推广阶段。2022 年，包括杭州、南京、温州、济南等在内的多个城市曾发布文件，明确表示将通过公开方式收购商品房，以用于保障性租赁住房、安置房等用途。

2023 年 1 月，人民银行宣布设立额度为 1000 亿元的“租赁住房贷款支持计划”，采取“先贷后借”机制，按季度向重庆、济南、郑州、长春、天津、成都、福州、青岛 8 个城市发放贷款，用于批量收购存量住房，增加租赁住宅供给，从中央层面明确了住房收储策略，政策从地方探索进入试点阶段。

2024 年以来，“去库存”成为房地产行业的主线任务，政策进入全面推广阶段。5 月 17 日，中国人民银行宣布将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，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，发放对象包括国开行、邮政储蓄银行等 21 家全国性银行。至此，人民银行针对保障性住房专项贷款支持力度进一步扩大化：规模从 1000 亿元增加至 3000 亿元，范围从原来的 8 个城市扩大至全国，作用领域从配租型保障房扩大至配售和配租并行。此后，为进一步增强对金融机构和收购主体的市场化激励，人民银行决定对保障性住房再贷款有关事项进行调整优化，将金融机构合规贷款的再贷款比例由贷款本金的 60%提至 100%。在央行金融支持的基础上，财政政策也加码助力，明确地方政府专项债券可用于回购存量未开发土地，且专项债和保障房补贴均可用来收储存量住房，收储资金来源进一步得到扩容升级。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 1 本轮住房收储主要政策演进过程

## （二）主要特征

本轮住房收储行动呈现出政府主导、覆盖范围广、市场化运营、资金来源多元、注重效益等特点，地方国企为主要实施主体。

本轮住房收储行动呈现出以下特点：①目标明确。本轮住房收储旨在增加保障性住房供给，缓解房地产市场库存压力，同时满足中低收入群体的住房需求。②政府主导。基于实现上述政策目标，本轮住房收储由政府主导，方式包括政府直接收购，或通过国有企业或城投公司等平台实施收储。③覆盖范围广。本轮政策最终在全国范围内推广实施，涵盖各层级的大中小城市。④市场化运作。根据政策导向，实施主体自愿参与、自主决策、风险自担，住房收储过程遵循市场化原则，包括定价机制及收购方式等，均由参与各方进行自主协商。⑤资金多元化。资金来源除包括地方财政资金、国企自有资金、银行贷款资金外，还包括中央财政专项资金、地方政府专项债券及人民银行提供的保障性住房专项贷款资金支持。⑥地方国企为主要实施主体。为承接保障性住房专项贷款资金，城市政府需选定地方国有企业作为收购主体。⑦多模式并存。住房收储模式多样，收储对象从新房扩展至二手房，收储方式包括直接收购、收并购、股权收购、破产重整、

以旧换新等。⑧注重效益。在收储过程中，收储方需平衡成本收益，确保项目的经济性和可持续性。

### （三）政策效果

或受房地产市场环境不佳、收购主体资金短缺、租金收益率与融资成本倒挂以及政策执行与市场预期差异等因素影响，目前政策执行进展较为缓慢，效益显现尚需时间。

从资金投放情况看，根据中国人民银行公布的结构性货币政策工具情况表，截至 2023 年底，“租赁住房贷款支持计划”尚未有投放进展。据公开信息统计，截至 2024 年 1 月底，福州、济南、天津、青岛等城市已经落地了租赁住房贷款支持计划试点贷款，共计获得试点贷款约 40.86 亿元，重庆、郑州、长春、成都未明确具体数额，预期实际贷款投放量和 2023 年初设立的 1000 亿元“租赁住房贷款支持计划”额度差距较大。此外，根据中国人民银行最新公布的结构性货币政策工具情况表，截至 2024 年 9 月底，保障性住房再贷款投放总金额为 162 亿元，距离 3000 亿元额度也相差甚远。整体看，政策执行进展较为缓慢，或受房地产市场环境不佳、收购主体资金短缺、租金收益率与融资成本倒挂以及政策执行与市场预期差异等因素影响。

## 二、 城投公司住房收储业务现状及主要运作模式

### （一）业务开展现状

2024 年下半年以来，随着政策的频繁出台，全国住房收储进程显著加速。据不完全统计，目前已有 69 座城市正式对外宣布，将由地方政府或其指定的国有企业收购商品住房用作保障性住房。其中，河南省、广东省、山东省、江苏省、江西省、广西壮族自治区等地区城市参与数量居于前列，以一、二线城市为主，同时也不乏来自浙江省、江苏省、河南省、山东省、湖北省等地区的区县（县级市）。

表 2.1 已发布住房收储计划城市情况（单位：个）

省份	数量	城市
河南省	8	郑州市、新乡市、商丘市、信阳市、洛阳市、南阳市、济源市、兰考县（开封市）
广东省	7	深圳市、广州市、肇庆市、佛山市、江门市、惠州市、珠海市
山东省	7	济南市、青岛市、烟台市、威海市、潍坊市、泰安市、胶州市（青岛市）
江苏省	6	苏州市、常州市、南通市、徐州市、连云港、灌南县（连云港）
广西	5	南宁市、柳州市、桂林市、防城港市、北海市
江西省	5	南昌市、赣州市、鹰潭市、萍乡市、宜春市
云南省	4	昆明市、临沧市、大理市、德宏傣族景颇族自治州
安徽省	4	合肥市、淮北市、滁州市、淮南市

浙江省	3	杭州市、温州市、江山市（衢州市）
四川省	3	成都市、泸州市、遂宁市
湖北省	3	武汉市、黄石市、赤壁市（咸宁市）
辽宁省	2	大连市、沈阳市
湖南省	2	长沙市、岳阳市
河北省	2	石家庄市、衡水市
其他	8	福州市、呼和浩特市、贵阳市、长春市、银川市、哈尔滨市、重庆市、天津市

资料来源：公开资料，联合资信整理

在具体操作方面，郑州、温州、济南、青岛、天津、武汉、福州、成都、深圳、珠海、合肥、泰安、大连、哈尔滨、杭州、广州已明确将住房收储的任务交由相关城投公司执行，收储对象主要为区域范围内已建未售商品房。后续随着政策逐步细化和落地实施，预计将有更多的城投公司参与其中，共同推动住房收储工作的深入开展。

表 2.2 重点城市城投公司住房收储计划

城市	时间	住房收储计划
郑州市	2022 年以来	郑州城市发展集团有限公司通过全资子公司郑州城发安居有限公司（以下简称“城发安居”）累计收购 81 个存量项目改造成保障性租赁住房，已有约 3.27 万间作为人才公寓投入市场。截至 2024 年 5 月底，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 万平方米，共计支付交易金额 338 亿元，平均收购成本 7897.2 元/平方米。
温州市	2022 年	温州市鹿城区国有资产经营集团有限公司以备案价的 7 折收购了鹿城区凯迪融创新鹿园共 133 套住房，用作保障性租赁住房的房源。
济南市	2022 年	济南城市发展集团有限公司下属子公司济南城市发展集团资产管理有限公司多次发布收购存量房源的招标公告，面向济南六区收购房源，用于租赁储备住房。
青岛市	2023 年	青岛市首批租赁住房贷款支持计划试点贷款落地，选定青岛建融投资置业有限公司和青岛安居投资有限公司为试点经营主体。首批试点贷款 18.5 亿元，支持收购首批存量住房项目 7 个，涉及房屋总套数 2319 套，主要用于向新市民、青年人等群体提供保障性租赁住房。
天津市	2023 年	天津城市运营发展有限公司获批由国家开发银行牵头的贷款，用于收购包括天津滨海新城建投资运营服务有限公司及其自身旗下的多个项目作为保障性租赁住房。
成都市	2024 年 7 月	成都武侯资本投资管理集团有限公司确认，将武侯区悦湖天骄的未售出房源转为保障性住房。
深圳市	2024 年 8 月	深圳市安居集团有限公司发布通告称，所属企业拟开展收购商品房用作保障性住房工作，征集期限为自通告发布之日起至 2024 年 10 月 31 日。
珠海市	2024 年 8 月	珠海华发集团有限公司、珠海市安居集团有限公司与中国建设银行广东省分行签署了战略合作协议。安居集团未来 1-2 年将通过市场化收购存量住房、“以旧换新”等多种方式筹集 2 万套住房。A 股上市公司华发

		股份披露，公司拟与珠海华发集团有限公司或其子公司开展存量商品房及配套车位交易业务(含达到预售条件的房源)，总交易金额不超过 120 亿元。
武汉市	2024 年 8 月	武汉市首单利用保障性住房再贷款收购存量商品房项目用作保障性住房落地。 <b>武汉安家保障性住房有限公司</b> 签约招商愉樾项目和空港中心三期项目，收购面积超过 2 万平方米。
福州市	2024 年 7 月	<b>福州安住发展有限公司</b> 承接了福州市收储存量房转作保障性租赁住房任务，目前已经收购了约 5000 套存量住房，房源分散于鼓楼、台江、晋安、仓山，覆盖 106 个小区，计划于 2025 年底前分多个批次装修入市。
合肥市	2024 年 9 月	<b>合肥市安居控股集团股份有限公司</b> 公告拟开展收购已建成存量商品房用作配售型或配租型保障性住房工作，向合肥市相应行政区域内征集已建成存量商品房。
泰安市	2024 年 9 月	泰安市发布公告称由 <b>泰安市泰山置新房产管理有限公司</b> 作为收购主体，以合理价格征集已建成未出售的商品房用作保障性住房。
大连市	2024 年 7 月	大连市人民政府发布公告称公开征集已建成存量商品房作为保障性租赁住房项目， <b>大连市国有房屋经营集团有限公司</b> 作为收购主体实施收购。
哈尔滨市	2024 年 10 月	哈尔滨市住房和城乡建设局发布公告，遵循愿参与原则，在市区范围内征集已建成存量商品房用作保障性住房房源，由 <b>哈尔滨城市发展投资集团有限公司</b> 成立专门机构作为收购工作主体，开展收购已建成存量商品住房用作保障性住房工作。
杭州市	2024 年 10 月	<b>杭州市安居集团有限公司</b> 发布公告，将面向杭州市上城、拱墅、西湖、滨江、萧山、余杭、临平、钱塘八个城区公开征集已建成存量商品房（含自持商品住房）项目，用于保障性租赁住房（含人才租赁住房）和配售型保障性住房。 <b>杭州市安居集团有限公司或其下属杭州市安居建设投资集团有限公司、杭州市安居宁巢投资有限公司等子公司</b> 作为收购主体实施收购。
广州市	2024 年 11 月	<b>广州安居集团有限公司</b> 发布公告将收购已建成的存量商品房用作保障房，要求面积在 90 平方米以下，收购将遵循市场化、法治化、双方自愿等原则。 <b>广州安居集团有限公司或其下属广州安居投资发展有限公司、广州安居住房置业有限公司等子公司</b> 将作为收购主体实施收购。

资料来源：公开资料，联合资信整理

## （二）主要运作模式及优劣分析

收储住房范围涵盖新房与二手房。直接收购新房能快速筹集大量房源，资产权属清晰，有助于快速去库存，且享受最大力度的资金支持，是城投公司主要选择的住房收储方式，但参与主体不得涉及隐债，同时需具备良好的财务弹性、满足银行授信要求和授信空间等条件。以旧换新和以租代购具有改造周期短、后续投入成本较低等优势，且在租售资金专用于购买城投公司指定房源的情况下，可降低城投公司参与住房收储业务的筹资压力，同时有助于其降库存及回笼资金。

遵循中央政策的指引，本轮住房收储行动的主要目标是减少新房库存，因此在保障性住房再贷款的管理细则中，明确规定了收储对象为“已建未售出”的房产。不过在实际操作中，一些地方如江苏省推出的“以旧换新”政策，也将二手房纳入了收储范畴，并产生了广泛的示范效应。根据公开信息，2023年以来，全国已有超85城推出住房“以旧换新”或“卖旧买新”政策。这一做法主要原因在于，部分城市的二手房市场同样面临着库存积压的问题，部分老旧二手房因安全隐患或不符合现代居住标准而亟待处理，而收储二手房的策略具有双重意义：一方面可以畅通“卖旧买新”置换链条，释放居民新房购置需求，优化住房供应结构；另一方面，通过收购、改建或翻新二手房作为保障住房，可以改善城市面貌，提升城市的整体品质，从而助力地方政府实现城市建设与发展的政策目标。此外，相对于新房，二手房在价格上通常更具优势，尤其是在一些房价较高的城市，二手房的价格往往比新房低15%~20%，且地理位置也较为优越，通常位于城市核心区域，周边配套设施完善。若选择二手房作为保障性住房的房源，城投公司无需再投入大量资金用于配套设施的建设，或能够实现更高的经济效益。

根据现有案例分析，新房收储模式主要包括直接收购、收并购、股权收购、破产重整和托管代建；二手房收储模式主要包括以旧换新和以租代建，具体开展模式如表2.3所示。开展大规模住房收储通常需要大量资金投入，直接购买新房资金渠道最为广泛，城投公司除通过自筹资金（包括自有资金、财政注入、银行贷款及债券融资等多种方式）之外，还可获得保障性住房专项贷款、中央专项补贴资金以及地方政府专项债券等低成本资金支持；对于其他收储模式，资金主要来自城投公司自筹。在当前隐性债务“遏增化存”背景下，城投公司新增借款用于项目投建被严格监管，无论是债务化解要求，还是资金支持的政策导向，均要求参与住房收储的城投公司及所属集团不得涉及地方隐性债务，不得是地方政府融资平台。同时，因本轮住房收储遵循市场化原则，注重效益，参与主体还应同时具备良好的财务弹性、满足银行授信要求和授信空间等条件。

表 2.3 城投公司住房收储主要模式

类型	模式	实施方式	资金来源
新房	直接收购	城投公司通过公开招投标方式收购当地存量房源。多数城市要求以同地段保障性住房重置价格作为参考上限，即划拨土地成本+建安成本+不超过5%的利润。	自有资金、保障性住房专项贷款、中央专项资金、地方财政资金、地方政府专项债、银行贷款、发行债券
	收并购	城投公司通过法拍、竞争性谈判等方式收购项目公司股权或项目资产。	

类型	模式	实施方式		资金来源	
	股权收购	增持或全面收购混合所有制地产公司股权。	参股	同一区域多家城投公司共同出资对地产公司实施收购，各家城投公司均未达到实际控制股比，均不将地产公司纳入合并范围，由地方政府统一对地产公司资产进行管理处置。	自有资金、地方财政资金、银行贷款、发行债券
			控股	单个城投公司对地产公司进行全面收购，使其变更为下属子公司，按城投公司业务规划实施转型发展。	
	破产重整	以收购项目或项目公司股权的形式参与破产房企重整，并以大股东身份负责后续偿债、项目续建、运营等事务。			
二手房	以租代购	城投公司长租居民旧房，并一次性支付一定年限的长期租金，居民获得全部租金收益需用于购买本地新房。	在新房选择上，部分区域限定居民购房对象为区域内指定城投公司开发的存量商品房。也有一些区域不指定新房，居民可以在房源库选择范围内自由选择新房。		
	以旧换新	城投公司从居民手中直接收购二手房，二手房评估价值可抵扣部分新房款，抵扣比例一般不高于80%。			

资料来源：公开资料，联合资信整理

对比上述模式，直接收购能在短期内筹集较多房源，资产权属清晰，可快速达成“去库存”目的，且获得本轮政策支持力度最大，在实际案例中是城投公司主要选择的收储方式。通过并购或参与地产企业破产重整收储住房在资产获取上具有一定成本优势，但整体流程复杂，需对目标公司进行尽职调查、价值评估等，且伴随较大财务风险、法律风险和或有负债风险。股权收购模式同样存在交易流程复杂的问题，若以参股形式参与，对城投公司现有资产结构、收入构成及现金流状况改善有限，不符合其市场化转型目标，控股地产公司能获得更大的主导性，但所需资金规模较大，且伴随着较高的整合风险。此外，股权收购和破产重整多基于对区域地产公司的纾困考虑，所涉项目不乏长期停工现象，需进行续建投入，使得项目实施周期较长，资金回收风险较高。以旧换新和以租代购均系通过“收储”二手房释放新房购置需求，具有改造周期短，后续投入成本较低等优势，且若限定资金用于购置城投公司自建新房，可降低城投公司参与住房收储业务



的筹资压力，同时有助于其降库存及回笼资金。以租代购系肇庆市近期创新模式，相对以旧换新所需资金较少，且不涉及资产权属转移，手续简单。因交易对象为居民，以旧换新和以租代购两种模式均存在房源分布较分散，后续资产管理及维护难度较高等问题。

表 2.4 城投公司住房收储业务模式比较

模式		优势	劣势
直接收购		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>资金来源多元。</b>保障性住房专项贷款、中央专项资金、地方政府专项债为该业务开展提供较为广泛的资金来源。</li> <li>■ <b>成本优势。</b>房源收购价格大多是市场价的 50%~80%。</li> <li>■ <b>资产权属清晰。</b></li> <li>■ <b>改造周期短。</b>收储对象均为已完工未售房源，可直接作为保障性住房投入使用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>公开招标流程较长。</b></li> <li>■ <b>所需资金体量较大。</b>购置资产所需资金体量较大，且城投公司需完善保障性住房周边基础设施及配套设施建设，该部分资金不能纳入住房收储成本，对城投公司融资及资产运营能力要求较高。</li> </ul>
收并购		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>成本优势。</b>通过法拍、竞争性谈判等方式收购资产，价格一般明显低于市场价格；可能涉及地产公司“以房抵债”，实际所需资金量少。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>收购流程相对复杂。</b>需对目标公司进行尽职调查、评估等程序。</li> <li>■ <b>可能存在潜在的法律风险和纠纷，如债权债务关系不清、产权争议等。</b></li> </ul>
股权收购	参股	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>市场化经营程度高。</b>收购对象为地产公司，市场化经营经验较为丰富，有助于提高后续资产运营效率。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>收购流程相对复杂。</b>需对目标公司进行尽职调查、评估等程序。</li> <li>■ <b>对地产公司无控制权，参与地产公司后续转型发展决策程度低。</b></li> <li>■ <b>对城投公司现有资产结构、收入构成及现金流状况改善程度有限。</b></li> <li>■ <b>整合风险大。</b>需要处理好与原地产公司的人员、文化等方面的整合问题。</li> <li>■ <b>全面收购所需资金体量大。</b>若存在尚未完工项目，后续需进行建设投入，项目周期较长。</li> </ul>
	控股	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>资金压力较小。</b></li> <li>■ <b>收购后地产公司经营状况不会对城投公司自身报表形成较大影响。</b></li> <li>■ <b>对地产公司有控制权，可主导地产公司后续转型发展。</b></li> </ul>	
破产重整		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>成本优势。</b>通过参与破产重整获取资产，获取资产价格一般明显低于市场价格。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>破产重整过程复杂，耗时长，存在不确定性，需要承担较大的财务风险、法律风险和或有负债风险。</b></li> <li>■ <b>项目多存在长期停工现象，后续需进行建设投入，项目周期较长，且资金回收风险较高。</b></li> </ul>

模式	优势	劣势
以旧换新	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 所需资金量较少。</li> <li>■ 改造周期短，后续投入成本较低。二手房可直接作为保障性住房投入使用，周边配套设施完善，后续投入成本较低。</li> <li>■ 若限定租售资金用于购买城投公司指定房源，可降低城投公司参与住房收储业务的筹资压力，同时有助于其降库存及回笼资金。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 交易分散。交易对象为居民，房源分布较分散，增加后续资产管理及维护难度。</li> </ul>
以租代购	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 手续简单。不涉及产权属转移，手续简单。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 流程较长。交易环节涉及双方洽谈、旧房价值评估、城投公司收购旧房、居民购置新房与办理过户手续等环节，整体交易流程较长。</li> </ul>

资料来源：公开资料，联合资信整理

### 三、 机遇与挑战

城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，一直以来都承担着棚户区改造及保障性住房的建设与运营职能。在本轮住房收储政策支持下，城投公司能够盘活土地资产，获取成本较低的专项资金，为其开展大规模的住房收储活动提供了展业基础。通过收储存量房产，城投公司不仅能够扩充其经营性资产，还能通过后续的资产运营获取长期收益，在优化资产结构同时，增加多元化的收入来源，改善现金流状况，为公司持续发展和市场化转型注入新的活力。此外，通过住房收储一定程度上或可缓解区域商品房供需失衡压力，达到托底资产价格的效果，该政策产生的正的外部性亦可以惠及持有大量房产和土地资产的城投公司。

尽管住房收储相关政策为城投公司带来了诸多利好，其实施过程中也面临着挑战。本节以重点城市及该区域中可能参与住房收储的城投公司为分析对象，从外部经营环境和参与主体财务状况等视角，探讨城投公司参与住房收储业务可能面临的约束。

表 3.1 重点城市分布及可能参与收储城投公司情况

区域	城市	城投公司数量
东北部地区	沈阳市、大连市、长春市、哈尔滨市	14
东部地区	北京市、天津市、上海市、南京市、杭州市、苏州市、宁波市、无锡市、常州市、福州市、厦门市、广州市、深圳市、东莞市、佛山市、青岛市、济南市、石家庄市	428
西部地区	重庆市、成都市、西安市、昆明市、贵阳市、南宁市、乌鲁木齐市	168
中部地区	武汉市、长沙市、郑州市、合肥市、南昌市、太原市	77
合计		687

注：重点城市筛选依据为第七次人口普查中城区人口超过 300 万的城市；地区分类按照国家统计局对我国区域的划分标准进行划分；将主营业务中是否包含房地产销售、房产租赁以及保障房建设或运营等相关业务作为可能参与住

## （一）政策执行的地域差异

区域之间发展不平衡将使得住房收储政策执行效果出现分化。经济发达、财政状况良好的地区（如深圳、杭州、天津、广州、宁波、常州、成都、合肥、太原等地）因财力充裕且人口流入带来的住房需求增加，政府更有动力执行收储政策。相反，财政实力较弱、人口减少且库存压力大的地区，由于保障房需求小，通过收储来改善房地产市场供需状况的边际效果并不明显，若勉强实施或加重财政负担和债务风险。

一直以来，我国都存在区域之间发展不平衡的问题，在多个维度均有所体现。经济发展方面，东部地区凭借其地理优势、政策扶持及历史积累，经济发展迅速，形成了诸如长三角、珠三角等经济发达区域；东北及中西部地区受限于基础设施落后、人才流失等瓶颈，经济发展相对滞后，导致区域间经济差距不断扩大。经济发达地区由于产业集聚、税源丰富，土地资产价值较高，财政收入相对较高，能够投入更多资金用于基础设施建设、公共服务提升等领域；经济欠发达地区则面临财政实力较弱、政府债务负担高企的状况，难以满足基本的公共支出需求，这种财政实力的不平衡，使得各地区在提供公共服务、改善民生举措方面存在差异。人口流转方面，东部和中部经济较发达地区因其相对优越的就业环境、较高的薪资待遇及丰富的文化教育资源，不断吸引人口涌入；东北部和西部欠发达地区则因就业机会有限、城市公共服务滞后，难以留住本地人才，甚至导致人口外流。

去库存压力方面，公开信息<sup>1</sup>显示，截至 2024 年 4 月底，全国有 26 个城市的新建商品房库存消化周期<sup>2</sup>超过 36 个月，远超合理范围（12~14 个月），大部分为三四线城市，其中哈尔滨消化周期高达 75.2 月；一线城市中，上海消化周期较短，低于 18 个月，北京、深圳消化周期相对较长，超过 2 年。分区域看，东北部城市普遍存在较大去库存压力，沈阳消化周期超过 3 年，长春超过 2 年；西部城市去库存压力相对较小，除重庆、西安外，其他重点城市消化周期均低于 20 个月；东部和中部城市中，南京、济南、厦门、福州、石家庄、常州、郑州和南昌去库存压力较大，宁波、青岛、无锡、武汉、长沙、合肥、太原去库存压力相对较小。

基于缓解库存压力的目标，压力较大的地区更需获得住房收储政策支持，然而区域之间发展不平衡将使得住房收储政策执行效果出现分化。对于经济发达、财政状况良好的地区，地方政府有较大的财力空间支持政策实施，且随着人口持续流入，新增移民带

1 克尔瑞发布的《2024 不动产运营发展报告》

2 新建商品房消化周期=该区域商品房待售量 / 最近 12 个月的月均成交量

来的住房需求增加，也将对去库存有所助益，并为保障房后续的运营提供有利条件，因此，地方政府更有动力去执行收储政策，如深圳、杭州、天津、广州、宁波、常州、成都、合肥、太原<sup>3</sup>，其中除宁波和太原之外，其余各城市均已公告拟由地方国有企业开展住房收储业务。而财政实力较弱、人口呈下降趋势且库存压力较大的地区，本身保障房需求不大，通过收储来改善房地产市场供需状况的边际效果并不明显，同时金融机构出于效益考虑，提供的支持也相对有限，若勉强实施，或将进一步加重地方政府财政负担，提升区域债务风险。

表 3.2 重点城市财政实力、人口及新建商品房库存压力情况

地区	城市	2023 年一般公共预算收入 (亿元)	2023 年政府性基金收入 (亿元)	2023 年底地方政府债务率	常住人口三年复合增速	新建商品房消化周期 (月)
东北地区	沈阳市	800.85	104.02	167.04%	0.47%	37.00
	大连市	750.24	144.30	239.75%	0.34%	<18
	长春市	576.52	423.00	175.39%	0.08%	27.90
	哈尔滨市	313.10	51.40	255.05%	-2.51%	75.20
东部地区	上海市	8312.50	3466.70	66.71%	-0.03%	<18
	北京市	6181.10	2110.31	114.66%	-0.07%	27.80
	深圳市	4112.78	2233.40	48.83%	1.29%	<18
	杭州市	2616.81	1401.17	71.12%	0.43%	19.80
	苏州市	2456.81	589.61	121.39%	-0.33%	19.70
	天津市	2027.34	902.21	109.13%	0.80%	19.70
	广州市	1945.06	1254.30	132.45%	0.65%	23.10
	宁波市	1785.86	530.83	110.81%	0.56%	<18
	南京市	1619.98	1075.83	182.13%	0.10%	29.00
	青岛市	1337.86	520.76	168.81%	0.54%	<18
	无锡市	1195.42	465.08	87.52%	0.13%	<18
	济南市	1060.82	1396.20	166.99%	0.24%	33.70
	厦门市	932.14	875.53	327.82%	0.31%	25.40
	东莞市	804.84	1621.96	184.00%	0.04%	20.90
	佛山市	800.46	675.59	311.91%	0.44%	22.30
	福州市	754.08	377.81	153.03%	-0.24%	35.80
	石家庄市	737.89	477.03	171.05%	0.01%	24.40
	常州市	680.30	504.11	84.52%	0.29%	27.80
西部地区	重庆市	2440.77	1288.77	198.52%	0.46%	24.60
	成都市	1929.06	902.83	119.51%	1.33%	<18
	西安市	951.92	387.86	140.39%	1.04%	20.60
	昆明市	558.00	652.30	223.33%	2.03%	<18

3 筛选标准：地方政府债务率小于 140%，常住人口三年复合增速大于 0

	贵阳市	446.20	270.80	762.40%	1.01%	<18
	南宁市	400.88	196.22	142.98%	0.41%	<18
	乌鲁木齐市	369.79	1878.62	222.21%	-0.32%	19.10
中部地区	武汉市	1601.20	1886.61	193.82%	0.50%	<18
	长沙市	1227.07	1321.44	121.14%	-0.32%	<18
	郑州市	1165.85	157.94	166.63%	1.04%	25.20
	合肥市	929.63	640.94	112.21%	2.43%	<18
	南昌市	500.20	207.51	153.39%	0.61%	28.90
	太原市	449.24	392.86	123.83%	0.18%	<18

注：地方政府债务率=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助）

资料来源：公开资料，联合资信整理

## （二）成本与收益的平衡

在保障性住房支持贷款利率适宜的前提下，多数重点城市的城投公司采取直接购买新房的方式进行存量住房收储具有一定可行性；东北和中西部地区省会城市住宅租金收益率相对较为可观，区域内的城投公司开展住房收储业务具有较大的执行空间。以旧换新适用于新增融资受限的城投公司，但为了覆盖存量债务的资金成本，将对资产的租金收益提出更高的要求；重点城市中沈阳、大连、哈尔滨、北京、贵阳、南宁、乌鲁木齐和长沙租金收益相对较高，通过以旧换新模式开展住房收储业务具有一定可行性。若考虑资产空置情况，则租金收益对城投公司相关债务利息的覆盖程度将有所降低。

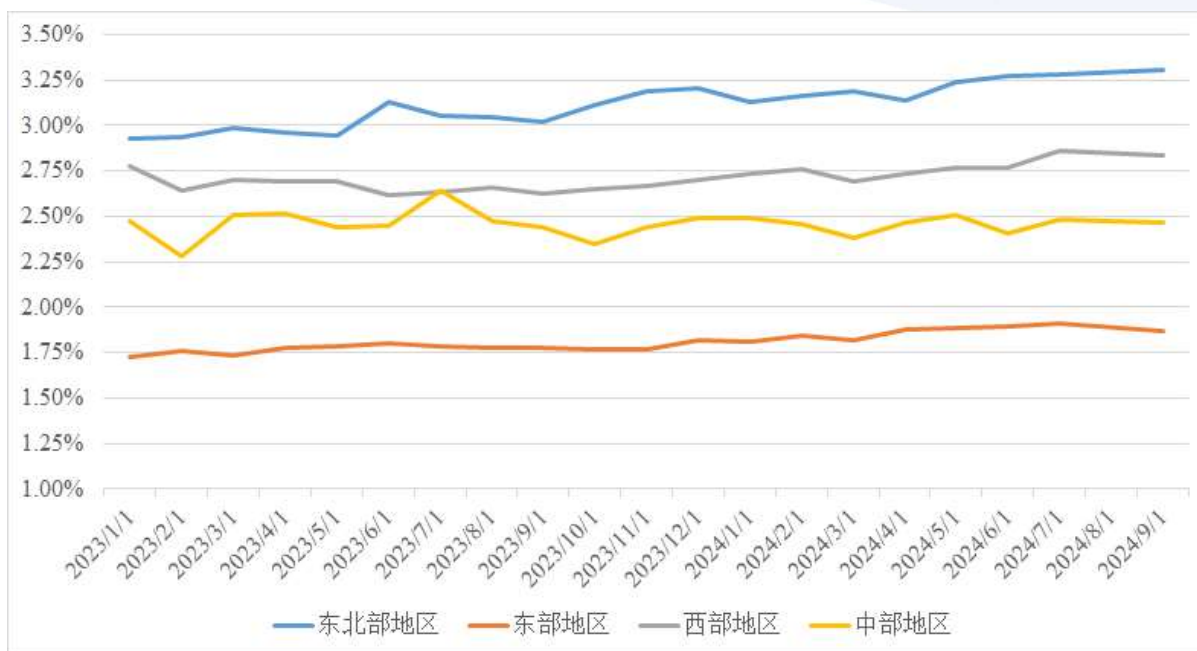
根据前文分析，城投公司参与本轮住房收储业务的主要模式为通过直接收购新房和以旧换新<sup>4</sup>方式筹集房产用于保障性租赁住房<sup>5</sup>。该业务能否健康持续，取决于收储房产的租金收益能否覆盖运营期成本。

关于住宅的租金收益情况，根据 wind 数据显示，不同地区重点城市平均租金收益率<sup>6</sup>呈现东北>西部>中部>东部地区的特征，和区域资产价格呈相反关系。东部地区因资产价值相对较高，平均租金收益率在 2%以下，其余地区在 2.25%~3.50%。变动趋势方面，2023 年以来，除中部地区相对保持稳定之外，其他地区重点城市平均租金收益率均呈小幅增长的趋势，或系该地区房产价值相对租金收益下行较快所致。

4 出售旧房资金专用于购买城投公司指定新房，下同

5 因收储房产用于配售型保障房等同于增加市场存量房源供给，会弱化“去库存”的政策目标，一般而言收储后的房产多用于配租型保障房

6 租金收益率=年租金/物业投资成本



资料来源：wind，联合资信整理

图 3.1 各地区租金收益率情况

因直接收购新房涉及使用新增融资购置房产，而以旧换新则是通过置换方式获取资产，无需新增融资，同时还能获得一定的现金回流<sup>7</sup>，故以直接收购方式收储住房的城投公司运营成本主要为因新增融资产生的财务成本，而以旧换新模式下，城投公司则需承担因此前投建新房形成存量债务的融资成本。同时，直接购买新房模式下要求参与主体不得有隐性债务，并需具备良好的财务灵活性、满足银行的授信条件及拥有足够的授信额度，这对城投公司的筹资能力提出了较高要求，由于这种方式能获得保障性住房贷款支持，后续资产运营成本相对较低。相比之下，以旧换新的方式可降低城投公司参与住房收储业务的筹资压力，但为了覆盖存量债务的资金成本，将对资产的租金收益提出更高的要求。我们按照直接收储新房和以旧换新两种业务模式进行分类讨论。

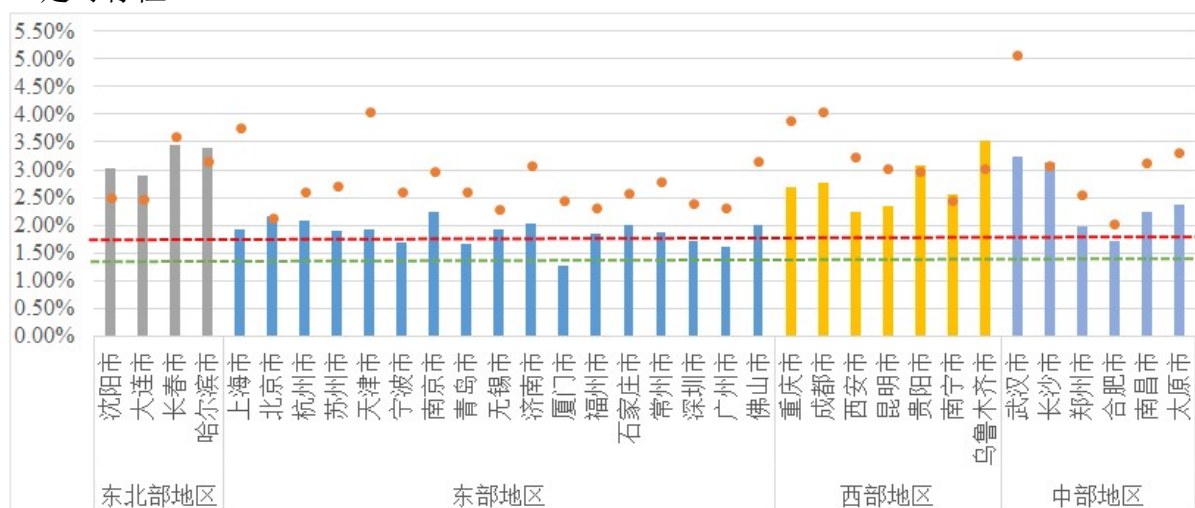
直接收储新房模式下，基于保障性住房贷款政策支持，城投公司用于收储存量新房的新增融资利率区间为 1.75~3.0%。如图 3.2 所示，东北和西部地区各城市近一年住宅租金收益率均值均高于 1.75%（图中红色虚线），东部地区中除宁波、青岛、深圳和广州外，中部地区除合肥外，其余重点城市近一年租金收益率也均在 1.75%以上。若考虑项目资本金（假设为 20%），城投公司进行新房收储的实际财务负担<sup>8</sup>为 1.4%（绿色虚线），则除厦门之外，其余重点城市租金收益率均高于 1.4%。即适宜贷款利率条件下，多数

7 二手房评估价值可抵扣部分新房款，抵扣比例一般不高于 80%

8 以物业投资形成的有息债务利息（年度）/物业投资成本衡量。假设物业投资成本中 20%为项目资本金，80%为债务资金，则物业投资形成的有息债务利息（年度）/物业投资成本=公司新增融资成本\*0.8

重点城市物业资产的租赁收益可以对城投公司新增融资的财务成本形成覆盖，城投公司通过直接收储方式开展住房收储业务可实现盈亏平衡。对于住宅租金收益率高于 1.4% 的地区，可以看出，东北和中西部地区省会城市住宅租金收益率相对较为可观，即该区域内的城投公司开展住房收储业务具有较大的执行空间。

在以旧换新模式下，以样本城投公司 2023 年综合融资成本作为其存量债务融资成本的估计，同时考虑物业项目建设资本金及以旧换新可获得一定现金回流（假设均为 20%），重点城市中沈阳、大连、哈尔滨、北京、贵阳、南宁、乌鲁木齐和长沙的住宅租金收益可以对城投公司原有新房投建过程中产生的存量债务利息<sup>9</sup>形成覆盖，即在自身筹资能力不足的情况下，上述城市的城投公司通过以旧换新模式开展住房收储业务具有一定可行性。



注：住宅租金收益率以柱状表示，存量债务负担以散点表示，系在综合融资成本基础上考虑资本金比例和现金回流比例（假设均为物业投资成本的 20%）后经调整的数值

资料来源：公开资料，联合资信整理

图 3.2 重点城市近一年住宅租金收益率及存量债务负担情况

同时，城投公司也应关注物业资产空置率对上述测算产生的影响，随着物业空置率的提高，物业租金收益对上述债务利息的覆盖程度将有所降低。综合来看，城投公司在开展住房收储业务时，应充分考虑自身筹资能力、项目资本金比例、新增融资成本、存量债务负担、资产出租率与城市租金收益率等具体情况，并积极争取财政政策提供的外部支持，包括政府补贴、专项债券资金等，以保障业务的健康持续。

<sup>9</sup> 假设物业投资成本中 20%为项目资本金，80%为债务资金，以旧换新可获得物业投资成本 20%资金回流用于偿还存量债务，即存量债务为物业投资成本的 60%，则以旧换新后，物业投资形成的有息债务利息（年度）/物业投资成本=公司存量债务融资成本\*0.6

### （三）对城投公司信用风险的影响

从信用分析角度来看，城投公司开展住房收储业务可能存在诸如资产流动性降低与价值波动风险、债务规模扩大及期限错配风险、盈利能力弱化风险、资金回笼迟滞及短期偿付压力上升的风险。区域租赁市场供需转弱、租金收益下降、资产租赁效率降低等因素将使得参与住房收储业务的城投公司上述风险增加。结合租赁市场表现，重点城市中，广州、宁波、无锡、济南、东莞、佛山、西安、南宁、郑州和乌鲁木齐等东部、中西部省会城市城投企业在满足成本和收益平衡的前提下，开展住房收储业务或将面临相对较小的信用风险；长春、青岛和厦门地区城投企业开展住房收储业务的信用风险或将有所增加。

从信用分析角度来看，开展住房收储业务可能给城投公司信用风险带来如下几方面的影响：

①**资产质量方面，资产流动性降低与价值波动风险。**住房作为不动产，其变现速度相对较慢。在房地产市场处于下行阶段且经济增速减缓的背景下，区域住房需求缩减，可能导致收储房产在短期内难以实现对外出租，致使城投公司资产流动性下降。若房地产价格进一步下探，收储的住房资产价值将面临减值风险，进而对城投公司资产质量和偿债能力产生负面影响。②**债务负担方面，债务规模扩大及期限错配风险。**采用直接收储方式开展住房收储业务时，城投公司需要新增融资，这会使其债务规模进一步扩大。若资产运营期收益不达预期，或使城投公司债务负担加重，进而增加其偿债压力。此外，住房收储业务的投资回收周期较长，而城投公司债务融资期限可能相对较短，如不能妥善规划债务期限结构，将出现期限错配的情况，加剧城投公司的偿债风险。③**盈利水平方面，盈利能力弱化风险。**城投公司收储住房主要为了满足区域保障性租赁住房需求，该业务具有一定公益属性，租金水平通常低于同区域其他商品住宅，业务盈利空间较窄，若运营成本较高甚至使该业务出现亏损，或进一步弱化城投公司盈利能力。④**现金流方面，资金回笼迟滞及短期偿付压力上升风险。**住房收储业务在开展前期需要城投公司较大规模资金投入，运营期内资金平衡有赖于租金收益对债务本息的有效覆盖。若区域内租赁住房需求疲软，资产租赁效率较低，使得资产租赁业务资金回笼缓慢，或难以满足存量债务本息偿付的资金需求，将加大城投公司短期偿付压力，催生信用风险。整体而言，区域租赁需求转弱、租金收益下降、资产租赁效率降低等因素将增加参与住房收储业务城投公司的信用风险。

根据安居客近期发布的《全国租赁市场 2024 年度报告》，归因于宏观经济弱复苏，招聘就业活跃度降低，就业人群收入预期下滑，2024 年重点城市租赁市场景气程度较 2023 年整体有所转弱。租赁需求热度方面，重点城市中仅重庆、南京、哈尔滨、乌鲁木



齐表现为增长，15城跌幅超10%，中西部核心城市基于人口与价格优势使其需求表现更佳。租赁价格方面，重点城市中，仅乌鲁木齐和广州同比上涨，其余城市均有所下跌，其中厦门、长春、武汉、杭州、昆明、青岛跌幅较大（-4%~-5%）。租赁天数变化方面，24个城市挂牌周期较去年均有所下降，其中郑州、深圳及苏州挂牌周期降幅较为明显（降幅超过5天）。一线城市中，广州和深圳的挂牌周期有所下降，而北京和上海房源出租难度有所增加。二线城市整体表现相对稳定，杭州、武汉、东莞、兰州、西安、福州及宁波等城市表现相对较好。

结合租赁市场表现，重点城市中，广州、宁波、无锡、济南、东莞、佛山、西安、南宁、郑州和乌鲁木齐等东部、中西部省会城市租赁需求和价格变化相对稳定且租赁房源挂牌周期有所缩短，区域内城投企业在满足成本和收益平衡的前提下开展住房收储业务或将面临相对较小的信用风险；而受区域租金价格下探、需求热度大幅下降和挂牌周期增加等因素影响，长春、青岛和厦门地区城投企业开展住房收储业务的信用风险或将有所增加。

表 3.3 重点城市 2024 年租赁市场主要指标变化情况

地区	城市	线上租赁需求热度变化	租赁价格指数变化	租赁房源挂牌周期变化(天)
东北部地区	沈阳市	-3.90%	99.80	1.40
	大连市	-10.60%	97.00	-2.40
	长春市	-34.00%	95.30	0.30
	哈尔滨市	8.40%	97.90	4.60
东部地区	上海市	-3.90%	99.90	6.00
	北京市	-16.30%	97.40	2.00
	深圳市	-12.70%	96.60	-6.00
	杭州市	-8.70%	95.60	-4.60
	苏州市	-5.30%	96.80	-5.00
	天津市	-33.80%	97.50	-2.00
	广州市	-9.00%	101.90	-1.20
	宁波市	-5.30%	97.20	-2.50
	南京市	10.20%	96.90	-0.10
	青岛市	-46.50%	96.00	2.20
	无锡市	-8.00%	97.10	-1.90
	济南市	-6.30%	97.60	-2.80
	厦门市	-25.00%	95.10	0.20
	东莞市	-1.10%	97.60	-2.90
	佛山市	-5.30%	97.60	-2.30
	福州市	-23.00%	96.30	-2.50
	石家庄市	-12.00%	98.20	-4.80
西部	重庆市	12.20%	96.50	0.30

地区	城市	线上租赁需求热度变化	租赁价格指数变化	租赁房源挂牌周期变化(天)
地区	成都市	-15.50%	98.60	-1.00
	西安市	-5.80%	99.90	-2.50
	昆明市	-3.50%	96.00	-0.10
	贵阳市	-12.70%	96.50	-1.10
	南宁市	-0.20%	97.20	-0.20
	乌鲁木齐市	2.30%	103.40	0.80
中部地区	武汉市	-14.30%	95.40	-2.80
	长沙市	-41.00%	98.00	-1.10
	郑州市	-2.40%	97.80	-6.60
	合肥市	-4.50%	97.00	-1.70
	南昌市	-41.60%	96.80	-4.80
	太原市	-10.80%	97.40	-1.20

注：租赁价格系挂牌价格，设 2023 年平均租金为 100；租赁房源挂牌周期变化值越小，表明市场去化速度较快  
资料来源：公开资料，联合资信整理

#### 四、 总结

本轮住房收储行动由政府主导，覆盖范围广泛，以市场化机制开展，资金来源多元化，且注重实施效益。地方国企作为主要的实施主体，承担了重要的角色。然而，受房地产市场整体环境不佳、收购主体资金紧张、租金收益率与融资成本之间的倒挂现象，以及政策执行与市场预期之间的差异等因素影响，政策执行的进度相对缓慢，其效益的显现仍需时日。

自 2024 年下半年以来，随着相关政策的密集出台，全国住房收储工作显著提速。郑州、温州、济南、青岛、天津等多个城市已明确将住房收储的任务交由相关城投公司承担。在地方实践中，本次住房收储范围既涵盖新房也包括二手房。其中，直接收购新房因能快速筹集大量房源、资产权属清晰且享受最大程度的资金支持，成为城投公司首选的收储方式，但参与主体需满足不涉及隐性债务、具备良好的财务弹性和满足银行授信要求等条件。与此同时，以旧换新和以租代购能显著降低城投公司参与住房收储业务的筹资压力，且因其具有改造周期短、后续投入成本低等优势，在江苏、广东等地区得到了推广实施。

在本轮住房收储政策的有力支持下，城投公司能够盘活土地资产，获取成本较低的专项资金，为开展大规模的住房收储活动奠定了展业基础。通过收储存量房产，城投公司不仅可以有效扩充经营性资产规模，还能通过后续的资产运营获取长期收益回报，在优化资产结构同时，增加多元化的收入来源，改善现金流状况，为公司持续发展和市场

化转型注入新的活力。此外，住房收储行动还可在一定程度上缓解区域商品房供需失衡的压力，对稳定资产价格产生积极影响。

尽管住房收储相关政策为城投公司带来了诸多利好因素，但在实施过程中也面临着政策执行的地域差异、成本与收益平衡等挑战。深圳、杭州、天津、广州、宁波、常州、成都、合肥、太原等地政府或更有动力执行收储政策。在保障性住房支持贷款利率适宜的前提下，多数重点城市的城投公司采取直接购买新房的方式进行存量住房收储具有一定可行性；东北和中西部地区省会城市住宅租金收益率相对较为可观，区域内的城投公司开展住房收储业务具有较大的执行空间。以旧换新适用于新增融资受限的城投公司，但将对资产的租金收益提出更高的要求；重点城市中沈阳、大连、哈尔滨、北京、贵阳、南宁、乌鲁木齐和长沙租金收益水平相对较高，通过以旧换新模式开展住房收储业务具有一定可行性。

从信用分析角度来看，城投公司开展住房收储业务可能存在诸如资产流动性降低与价值波动风险、债务规模扩大及期限错配风险、盈利能力弱化风险、资金回笼迟滞及短期偿付压力上升风险。区域租赁市场转弱、租金收益下降、资产租赁效率降低等因素将增加城投公司的上述风险。重点城市中，广州、宁波、无锡、济南、东莞、佛山、西安、南宁、郑州和乌鲁木齐等东部、中西部省会城市城投企业在满足成本和收益平衡的前提下，开展住房收储业务将面临相对较小的信用风险；长春、青岛和厦门地区城投企业开展住房收储业务的信用风险或将有所增加。

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8728 [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。