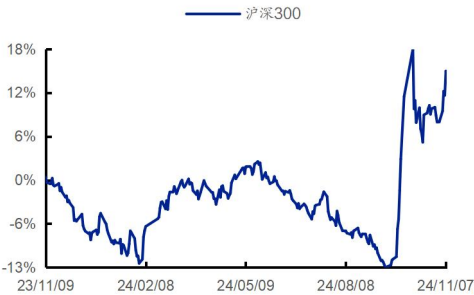


研究所：
证券分析师：夏磊 S0350521090004
xial@ghzq.com.cn

2025年房地产展望

最近一年走势



相关报告

- 《中央经济工作会议体现六大重要政策内涵*夏磊》——2024-12-13
- 《转折点下的中国经济新平衡*夏磊》——2024-12-04
- 《近期宏观政策解读：拐点之际*夏磊》——2024-09-30
- 《房屋养老金的国际经验——新加坡视角*夏磊》——2024-09-12
- 《房屋养老金的国际经验——日本视角*夏磊》——2024-09-05
- 《新起点下的宏观经济新平衡*夏磊》——2024-08-29
- 《历史回顾：美联储降息初期居民房地产配置规律*夏磊》——2024-08-25
- 《7月PMI数据点评：PMI指数季节性回落*夏磊》——2024-08-02
- 《三中全会哪些经济领域改革值得期待？*夏磊》——2024-07-23
- 《如何衡量房地产对经济的贡献？*夏磊》——2024-07-03
- 《寻找房价周期之锚——一个日本视角*夏磊》——2024-06-25
- 《房地产与新质生产力*夏磊》——2024-04-25
- 《开年看地产系列：一线城市房地产市场怎么走*夏磊》——2024-03-18
- 《构建“人房地钱”联动的房地产发展新模式*夏磊》——2024-03-05

投资要点：

中央经济工作会议提及，“持续用力推动房地产市场止跌回稳，加大实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。”

房地产未来仍是市场高度关注的问题，供需格局如何变化？销售、投资能否企稳？我们对2025年房地产市场整体走势进行展望。

■ 2025年供需格局如何变化？

1、预计2025年商品房销售面积10亿平方米，同增4.6%

2025年，影响需求最核心的变量有两个，一是城中村改造项目加速推进，货币化安置等支持到位。二是收储商品房用作保障性住房。叠加因城施策政策措施继续优化，政策组合拳助力市场止跌回稳。我们预计2025年商品房销售面积10.0亿平方米，增速回升至4.6%。

其中，城中村改造的影响范围由35个核心城市，扩围至近300个地级及以上城市。首批针对条件成熟项目，所以一二线城市是核心受益者，项目推进将较早较快。预计2025年房地产市场延续能级分化态势，一线城市及核心二线城市受益于“一揽子”政策快速落地，市场回暖较快。弱二线城市及三四线城市政策空间较少，回暖相对较慢。具体来看：

一线城市人口众多，产业发展成熟，需求旺盛。一是刚需长期存在。一线城市经济实力强、工作机会多、城市配套设施完善、医疗教育资源丰厚，对于人才购房定居的吸引力强。二是政策调整形成有力支撑。需求端，优化限购政策、降低首付比例、调整交易税收政策等举措将释放部分购房需求。供给端，“好房子”建设持续推进，“白名单”项目扩围增效，城中村改造盘活核心区土地，未来刚需和改善型需求将得到更大程度满足。三是新增需求可期。前期，在全国其他城市政策大幅放松的背景下，一线城市整体保持一定克制性。后期随着政策全面放宽，商品房销售将会继续受益。随着政策放松加码、城中村改造稳步推进，一线城市的需求将得到释放，我们预计2025年一线销售面积为5730万平方米，同比增长31.7%，

《2024 年房地产市场怎么走（政策篇）*夏磊》—2023-12-25

《2024 年房地产市场怎么走——需求篇*夏磊》—2023-12-21

《2024 年房地产市场怎么走（供给篇）*夏磊》—2023-12-19

《能生万物是春风——2024 年宏观经济形势与政策展望 *夏磊》——2023-12-17

《城中村改造对房地产销售和投资的影响有多大？*夏磊》——2023-09-25

《城中村改造的四大经济意义*夏磊》——2023-08-27

《当前房地产如何破局？*夏磊》——2023-07-01

《地方政府如何破解债务难题——财政专题研究报告之二*夏磊》——2023-06-26

《债务管理的国际经验 ——财政专题研究报告之一*夏磊》——2023-06-10

《三四线房地产市场怎么走？——开年看地产系列*夏磊》——2023-04-16

《什么是房地产新的发展模式*夏磊》——2023-04-03

《二线房地产市场怎么走？——开年看地产系列*夏磊》——2023-03-17

《一线房地产市场怎么走？——开年看地产系列*夏磊》——2023-02-16

《2023 年房地产市场展望（政策篇） *夏磊》——2023-01-09

《2023 年房地产市场展望（需求篇） *夏磊》——2022-12-23

《2023 年房地产市场展望（供给篇） *夏磊》——2022-12-21

《曙光乍现——2023 年中国宏观经济政策展望 *夏磊》——2022-12-10

《房地产这十年——六普七普数据对比 *夏磊》——2022-09-22

《下半年房地产政策展望 *夏磊》——2022-06-23

《再论房地产的八大行业价值 *夏磊》——2022-05-29

《从政策松到市场稳要多久？*夏磊》——2022-03-13

《开年看地产：三四线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-14

《开年看地产：一线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-12

《开年看地产：二线城市房地产市场韧性如何 *夏

占比 5.7%。

二线城市需求主要来自三个方面。一是城市间人口流动需求。二是周边乡镇购房需求。三是年轻人口返乡置业需求。随着城中村改造货币化安置落地，市场需求得到释放，二线城市销售面积将有力增长。预计 2025 年二线销售面积为 34880 万平方米，同比增长 26.6%，占比 34.9%。

三四线城市产业支撑薄弱，人口流失严重。过去销售面积大幅增长、占比大幅提升，主要是因为政策宽松和棚改货币化创造了需求。未来，随着更高能级城市政策的进一步优化，三四线城市可能面临“虹吸效应”。未来，三四线销售占比将逐步回归到棚改前水平。需求群体也主要由本地及返乡置业需求支撑。具体来讲：三四线需求主要来自四个方面。一是本地居民住房需求。二是外地务工人员置业需求。三是返乡置业需求。四是周边乡镇的购房需求。需要注意，三四线城市市场分化也在加大，发达城市群的三四线城市人口仍有流入，而不在城市群、都市圈的中西部、东北等缺乏核心城市的地区，三四线城市人口则持续大幅净流出，后市面临较大压力。预计 2025 年三四线销售面积 59435 万平，同比下降 6.8%，占比 59.4%。

2、2025 年商品房供给存在结构性缺口，需盘活存量

预计 2024 年全国土地成交规划建筑面积约 9.4 亿平方米。新增供地全部正常节奏开发的情况下，与 2025 年的 10 亿平方米商品房预测需求存在缺口，局部供不应求。市场结构性缺口部分，将由库存项目补足。

不同能级城市商品房供给情况存在差异。其中一线城市热度较高，需积极推动城中村改造，盘活优质区位土地。预计一线新增土地供应与 2025 年所需商品房供给存在 4185 万平方米缺口。随城中村改造项目推进，将盘活出更多核心土地，土地供给在量和结构方面均可得到补足。二线城市供给存在缺口，盘活存量土地很重要。预计二线新增土地供应与 2025 年所需商品房供给存在 1.58 亿平方米缺口。近 5 年二线销售供给比例为 83%，核心二线需根据需求盘活存量项目，加快已供应未动工的住宅用地的开发，部分供大于求城市需要结合实际情况控制土地供应，利用专项债收储存量土地去库存。三四线市场疲软，仍面临供给过剩风险，预计新增土地供应多于 2025 年所需商品房供给。三四线城市库存处于高位，近五年的销售供给比例为 57%。短期内市场观望情绪仍浓厚，新增土地供给适当缩减，有助于引导房地产市场稳定发展，三四线未来市场重点仍应放在保交付、消化存量供给及盘活存量土地。

3、预计 2025 年房地产开发投资、土地出让收入平稳增长

城中村改造是影响明年房地产市场的核心变量，叠加政策持续调整

磊》——2022-02-08

优化和低基数效应等积极因素，房地产投资有望企稳回升。

以成本法测算，房地产开发投资包括土地购置费和建安支出两部分。土地购置费方面，城中村改造定向腾挪城市高价值土地，有助于增加与改善性需求相匹配的土地供应，增强房企拿地意愿。建安支出方面，受房地产施工面积与单位建安支出影响。城中村改造加速落地将带动新开工回暖，刺激房地产投资增速。我们预计明年房地产开发投资增长 0.5%。

全国土地成交建筑面积规模连续四年大幅回落，房企可售库存减少，在现金流允许情况下，房企有意愿在销售有保障区域拿地，城中村改造定向腾挪城市高价值土地，有助于增加与改善性需求相匹配的土地供应，预计 2025 年土地出让收入约为 4.45 万亿。

■ 中长期市场空间来自哪里？

中长期住房需求主要来自六个方面。第一，城镇化水平稳步提升，农村人口持续进城。2023 年我国常住人口城镇化率 66.2%，仍处于较快发展水平，有巨大增长潜力。第二，城市间人口流动趋势加剧，呈自西向东流动和城市群集聚。第三，住房消费升级。第四，居住条件改善。根据 2020 年人口普查，我国城镇住房中成套率为 95.9%，其中有约 29% 为条件较差的平房，居住质量仍有提升空间。第五，经济增长带动居民住房消费。2023 年我国人均 GDP 为 89358 元，增速位居世界前列，人均居住消费支出 6095 元，占人均 GDP 的比重为 6.8%，占人均消费支出的比重为 22.7%，未来经济增长将继续带动居民住房消费增加。第六，家庭结构变化。随着结婚率下降、离婚率上升，以及子女婚后自立门户导致一代家庭占比上升，二代家庭占比下降，当前家庭规模趋向小型化。

据我们预测，2024-2028 年商品房需求中枢约为年均 10 亿平方米、商品住宅需求中枢约为年均 8.9 亿平。六大因素产生三大自住房需求，一是城镇人口增加需求。预计未来 5 年年均需求规模增长 4.0 亿平方米。城镇常住人口增长受益于全国总人口数的增加和城镇化率的提升，可进一步细分为城镇人口自然增长、农村人口进城产生的农转非，以及因行政区划变动产生的就地城镇化人口组成。无论是内生的城镇人口自然增长、还是外源性的农村进城常住人口，均产生新的自住刚需。二是城市更新改造需求。预计未来 5 年年均需求规模增长 1.1 亿平方米。城中村改造、旧城改造更新涉及大量老旧住宅拆迁，通过实物和货币两种方式进行安置，其中货币化安置部分居民持币进入二手和商品房市场解决自住刚需。随着经济发展，城市更新改造需求增加。原因在于城市逐步进入存量改造时代，城市空间增量扩展受限，老旧城区拆迁增加。此外，老城区旧宅难以满足居民住房消费升级，居民需要品质住宅。三是居住条件改善需求。预计未来 5 年年均需求规模增长 5.1 亿平方米。首先，经济增长提升居民可支配收入，居民住房消费能力增强；其次，住房是居民重要的消费领域，也是消费升级的重要组成部分，住房消费在品

质、区位和品牌上持续升级；再次，离婚率上升叠加结婚率下降，家庭规模小型化，对成套住房的需求增加。需要注意，未来住房市场总需求中有一部分需求不会在商品房实际销售中体现，产生需求漏损。例如，农转非自带房入城、城镇流入人口返乡置业等现象使住房需求通过其他渠道解决。此外，二手房由于议价空间大、交易周期短等优势受购房者青睐，导致二手房市场分流商品房需求，形成一定挤占。

■ 2025 年核心政策变量

需求端，主要政策驱动因素是城中村改造货币化安置、收购商品房用作保障性住房。同时，因城施策政策措施尚有优化空间。供给端，则主要是专项债收储土地。

1、城中村改造货币化安置

2024 年 10 月 17 日，住建部宣布将通过货币化安置方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造，释放货币化安置政策重启的信号。货币化安置即政府以货币形式补偿需要安置的居民，引导后者进入商品房市场购买，释放购房需求，有助于提高安置效率、消化存量商品房，促进房地产市场的回暖。

从改造数量看，预计 2025 年城中村改造开工 200 万套，完成 100 万套货币化安置。类比上一轮棚改货币化，2015-2018 年改造开工量为 601 万套、606 万套、609 万套、626 万套；2015、2016 年货币化安置比例为 29.9%、48.5%；对应货币化安置套数为 180 万套、294 万套。据住建部数据，仅在全国 35 个大城市，需要改造的城中村有 170 万套；全国城市需要改造的危旧房有 50 万套，敞口超过 200 万套。**从改造范围看**，本次货币化安置扩围至近 300 个地级市。2024 年 11 月 17 日，住建部、财政部联合印发通知，明确将城中村改造扩围，三四线商品房市场也被纳入利好范围，将推动政策力度翻倍。**从资金支持力度看**，主要包括三个方向。一是开发性、政策性金融机构专项借款，二是地方政府专项债，三是商业银行贷款。

从政策效果看，助力去库存。2025 年完成 100 万套货币化安置，乐观估计拉动 2 亿平库存去化。城中村改造一直以来，致力于改善民生、补齐城市建设治理短板、调整供需结构、拉动有效需求，本次提出通过货币化安置等方式，加大了政策支持力度，产权置换与货币补偿相结合有助于消化存量商品房，促进房地产市场的回暖。假设每套城中村住宅按拆一补二进行产权置换，预计 2025 年将新增拉动约 2 亿平方米商品房去化。

2、收购商品房用作保障性住房

针对专项债收购商品房。财政部表示，允许专项债券支持回收闲置存量土地、收购存量商品房用作保障性住房。在 5% 的利润率下，

以成本计算出单位收购价约为 1.01 万元每平方米。若推出 5000 亿专项债收储商品房，在 50% 的使用比例下，预计将新增拉动 0.25 亿平方米商品房去化。

针对专项借款收购商品房。央行设立保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，以先贷后借的模式拉动银行发放专项借款。央行提供全额资金支持降低了金融机构的资金成本和放贷风险。预计将新增拉动 0.15 亿平方米商品房去化。

综上，因为城中村改造货币化安置、专项债及专项借款收储存量商品房利好政策，预计将带动 2025 年的销售增量为 2.4 亿平。

3、“因城施策”政策措施优化空间

行政措施：充分赋予地方政府调控自主权，要求城市政府因城施策，调整或取消包括限购、限售、限价、普宅和非普宅标准的各类限制性措施。目前，全国仅剩北京、上海、深圳以及海南部分区域仍然实施限购，其余城市均已经全面取消住房限购。近期，一线四城相继取消了普通住宅和非普通住宅标准，可进一步降低住房交易成本，更好地满足居民改善性住房需求。未来，随着行政性限制措施全面宽松，购房需求将会进一步释放。

金融政策：降首付、降利率。10 月 17 日国新办新闻发布会，针对房地产发布多项利好政策，包括：降低住房公积金贷款利率 25bp；降低首付比例，统一首套和二套房贷的最低首付比例至 15%；降低存量房贷利率。首付比例方面，当前，一线城市中北京、上海、深圳二套房首付比例分别为 20%、25%、20%，均高于 15% 的下限水平。利率方面，北上深首套房贷利率 LPR-45bp，与其他城市相比还有一定下调空间。

税费政策：11 月 13 日，财政部等发布系列房地产税费新政，包括加大契税优惠力度、下调土地增值税预征率、调整增值税减免年限、土地增值税优惠。未来，在税费方面仍有优化空间，如 140 平方米以上的住宅契税税率有空间进一步降低，印花税在万分之五的基础上也可以下调，个人所得税在退税条件或者降低税率方面仍有空间等。

4、专项债收储土地

专项债收储土地用于两个方向，一是回收符合条件的闲置存量土地。优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。二是确有需要的地区也可以用于新增土地的储备项目。与城中村改造地块拆迁收储相配合。

历史上，土储专项债是新增专项债发行中的重要投向。2017年为规范土地储备融资行为，促进土地储备事业持续健康发展，财政部印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》；2019年为调控房地产市场及引导专项债投向重大基础设施领域，国常会明确专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域，自此土储专项债暂停发行。2017年-2019年，土储专项债的发行量分别为2407、5893、6765亿元，占同年新增专项债规模的26%、42%、31%。

再度重启专项债收储土地有助于去库存。房地产市场正面临高库存问题，盘活存量土地是去库存的关键。但受房地产市场下行影响，土地二级市场难有交易，存在手中土地开发难、转让难、政府收回难等问题，使房企盘活资产陷入僵局。且截至2024年5月，2021年以来城投拿地项目中全部开工的地块仅有20%，加上部分开工的地块，总体开工率22%。通过专项债回收闲置土地，可以增加房企资金流动性，有利于房企集中资金用于保交房。

结合历史土储专项债发行规模和占比，预计2025年土储专项债规模在10000亿，将拉动1-2亿平方米土地收储。2017-2019年土储专项债发行规模占比三年平均为33%，近三年新增专项债额度在36500-39000亿，以新增专项债额度的30%估算，预计2025年土储专项债规模在10000亿，根据近5年的土地成交楼面价估算，将拉动1-2亿平方米土地收储。

风险提示 市场超预期下行；政策不及预期；测算结果不能反映市场全貌；历史经验的适用性受限；数据可得性受限；中国与别国国情不同，并不具有完全可比性，相关数据仅供参考。

内容目录

1、 2025 年房地产销售展望	9
1.1、 2025 年房地产销售面积测算	9
1.2、 2025 年各线城市需求走势怎么看?	10
2、 2025 年房地产供给情况	12
2.1、 2024 年土地供应与 2025 年商品预测房需求存在结构性缺口，亟需盘活存量	12
2.2、 分线城市商品房供给情况	13
3、 预计 2025 年房地产开发投资、土地出让收入平稳增长	18
4、 中长期市场空间来自哪里?	20
4.1、 六大需求	20
4.2、 中期房地产市场空间测算	24
4.2.1、 测算方法	25
4.2.2、 测算结果	25
5、 2025 年核心政策变量	27
5.1、 城中村改造货币化安置	27
5.2、 收购商品房用作保障性住房	28
5.3、 “因城施策”政策措施优化空间	29
5.4、 专项债收储土地	31
6、 风险提示	34

图表目录

图 1: 2016-2025 年一线城市销售面积情况	11
图 2: 2016-2025 年二线城市销售面积情况	11
图 3: 2016-2025 年三四线城市销售面积情况	12
图 4: 2017-2024 年 1-11 月全国土地成交建面规模	13
图 5: 2017-2024 年全国一线城市商品房销售面积及转化率	14
图 6: 2017-2024 年全国二线城市商品房销售面积及转化率	15
图 7: 部分二线城市商品房去化周期	16
图 8: 2017-2024 年全国三四线城市商品房销售面积及转化率	17
图 9: 2011 年-2025 年房地产开发投资及增速	18
图 10: 2011 年-2025 年房屋新开工面积及增速	19
图 11: 2012 年-2025 年国有土地使用权出让收入及增速	19
图 12: 中国城镇化率预测	20
图 13: 人口持续向东部地区集聚, 东北地区加速流出	21
图 14: 三四线改善型需求在新区释放	21
图 15: 德国人均居住面积 (平方米)	22
图 16: 美国新建人均居住面积 (平方米)	22
图 17: 中美人均 GDP 差距从 1978 年的 67 倍缩小至 2023 年的 6 倍	23
图 18: 我国家庭规模变化	24
图 19: 我国婚姻登记情况	24
图 20: 历史改造数量 (万套)	27
图 21: 历史货币化比例	27
图 22: 贷款市场报价利率 (LPR):5 年	30
图 23: 2017-2019 土储专项债的发行量及占比	32
图 24: 2012-2024 年 1-11 月全国房地产库存	33
图 25: 2012-2024 年 1-11 月全国房地产库存去化周期	33
图 26: 专项债收储土地流程	34
表 1: 基于分城市能级的销售面积测算法	9
表 2: 分线城市销售面积占比及增速	10
表 3: 2016-2024 年一线城市土地成交建面规模	14
表 4: 2016-2024 年一线 4 城土地成交建面及商品房销售规模	15
表 5: 2016-2024 年二线城市土地成交建面规模	16
表 6: 2016-2024 年三四线城市土地成交建面规模	17
表 7: 未来我国住房市场需求测算	26
表 8: 收购商品房用作保障性住房政策情况	28
表 9: 基于成本法的收购商品房去库存面积测算	29
表 10: 926 以来地方“四限”政策调整示例	29
表 11: 央行出台金融支持房地产政策	30
表 12: 房地产税费新政	31
表 13: 专项债收储土地去库存面积测算	34

中央经济工作会议提及，“持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。”

房地产未来仍是市场高度关注的问题，供需格局如何变化？销售、投资能否企稳？我们对 2025 年房地产市场整体走势进行展望。

1、2025 年房地产销售展望

1.1、2025 年房地产销售面积测算

2025 年，影响需求最核心的变量有两个，一是城中村改造项目加速推进，货币化安置等支持到位。二是收储商品房用作保障性住房。叠加因城施策政策措施继续优化，政策组合拳助力市场止跌回稳。

预计今年全年商品房销售面积合计约为 **9.6 亿平方米，同比-14.4%**。其中，一线城市销售面积 4352 万平方米左右，同比下降 9.5%；二线城市销售面积约 27561 万平方米，同比下降 17.2%，三四线城市销售面积约 63738 万平方米，同比下降 13.4%。

预计 **2025 年商品房销售面积 10.0 亿平方米，增速回升至 4.6%**。其中，一线城市预计增幅 31.7%，销售面积达 5730 万平方米；二线城市预计增幅 26.6%，销售面积达 34880 万平方米；三四线城市预计降幅 6.8%，销售面积达 59435 万平方米；合计 2025 年全国销售面积约 100045 万平方米。

表 1：基于分城市能级的销售面积测算法

时间	全国销售面积 (万平)	一线城市销售面积 (万平)	二线城市销售面积 (万平)	三四线城市销售面积 (万平)
2015	128495	6470	43709	78316
2016	157349	7050	54787	95511
2017	169408	4990	55625	108793
2018	171465	4735	56563	110166
2019	171558	4926	54265	112366
2020	176086	5229	54842	116015
2021	179433	5309	53609	120515
2022	135837	4549	36978	94309
2023	111735	4807	33296	73632
2024E	95651	4352	27561	63738
2025E	100045	5730	34880	59435

资料来源：Wind，国家统计局，国海证券研究所

表 2: 分线城市销售面积占比及增速

年份	一线占比	二线占比	三四线占比	一线增速	二线增速	三四线增速
2011	4.5%	31.8%	63.7%	-11.7%	1.4%	7.4%
2012	5.1%	33.7%	61.2%	15.9%	7.9%	-2.3%
2013	5.0%	32.9%	62.0%	15.3%	14.5%	19.0%
2014	4.7%	33.8%	61.6%	-14.6%	-5.2%	-8.3%
2015	5.0%	34.1%	60.8%	15.3%	7.7%	5.2%
2016	4.5%	34.8%	60.7%	9.0%	24.7%	22.3%
2017	2.9%	32.8%	64.3%	-29.2%	1.5%	13.9%
2018	2.8%	32.0%	65.2%	-5.1%	-1.2%	2.7%
2019	2.9%	31.2%	65.9%	4.0%	-2.4%	1.1%
2020	3.0%	30.9%	66.1%	6.1%	1.5%	3.0%
2021	3.1%	29.8%	67.1%	6.0%	-1.5%	3.3%
2022	3.3%	27.4%	69.2%	-18.0%	-30.4%	-21.9%
2023	4.3%	29.8%	65.9%	5.7%	-10.6%	-21.7%
2024E	4.6%	28.8%	66.6%	-9.5%	-17.2%	-13.4%
2025E	5.7%	34.9%	59.4%	31.7%	26.6%	-6.8%

资料来源: Wind, 国家统计局, 国海证券研究所

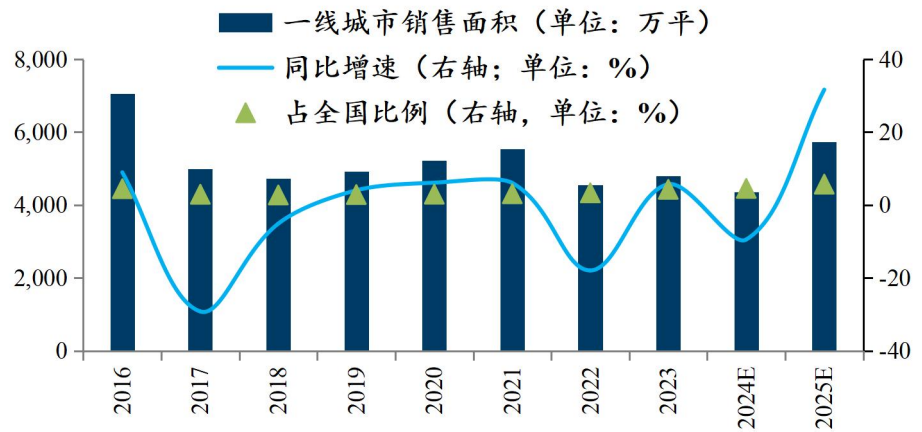
备注: 分线同比增速为实际计算值

1.2、2025 年各线城市需求走势怎么看？

城中村改造的影响范围由 35 个核心城市，扩围至近 300 个地级及以上城市。首批针对条件成熟项目，所以一二线城市是核心受益者，项目推进将较早较快。预计 2025 年房地产市场延续能级分化态势，一线城市及核心二线城市受益于“一揽子”政策快速落地，市场回暖较快。弱二线城市及三四线城市政策空间较少，回暖相对较慢。具体来看：

一线城市人口众多，产业发展成熟，需求旺盛。一是刚需长期存在。一线城市经济实力强、工作机会多、城市配套设施完善、医疗教育资源丰厚，对于人才购房定居的吸引力强。二是政策调整形成有力支撑。需求端，优化限购政策、降低首付比例、调整交易税收政策等举措将释放部分购房需求。供给端，“好房子”建设持续推进，“白名单”项目扩围增效，城中村改造盘活核心区土地，未来刚需和改善型需求将得到更大程度满足。三是新增需求可期。前期，在全国其他城市政策大幅放松的背景下，一线城市整体保持一定克制性。2024 年起，一线城市政策放松力度凸显，调整优化限购区域、优化普宅认定标准、下调首付比例、下调利率等，随着政策全面放宽，商品房销售将会继续受益。随着政策放松加码、城中村改造稳步推进，一线城市的需求将得到释放，我们预计 2025 年一线销售面积为 5730 万平方米，同比增长 31.7%，占比 5.7%。

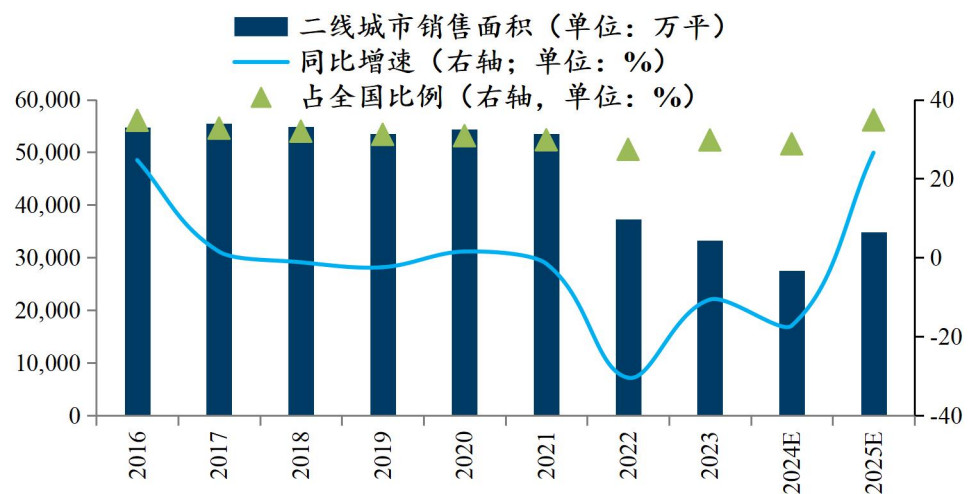
图 1：2016-2025 年一线城市销售面积情况



资料来源：Wind，国家统计局，国海证券研究所

二线城市需求主要来自三个方面。一是城市间人口流动需求，如周围三四线城市的人口流入二线城市买房的需求。据诸葛数据研究中心统计，2023 年重点 100 城中人口净流入的城市有 65 城，较上年增加 7 城。二是周边乡镇购房需求，如周边基础设施建设较为落后的乡镇居民在城市置业买房的需求。2023 年我国常住人口城镇化率 66.2%，目前城镇化仍处于较快发展阶段，根据联合国数据，截至 2030 年预计未来年均仍有 1100 万农村人口转变为城镇常住人口，会产生较大的购房需求。三是年轻人口返乡置业需求。二线城市中，除杭州、西安、南京等省会城市外，也不乏苏州、青岛等。这些城市生活压力没有一线城市大，未来产业发展仍有很大的空间，且距离家乡较近，对年轻人的吸引力越来越强。对年轻人口的吸引未来也会带动购房需求的增长。随着城中村改造货币化安置落地，市场需求得到释放，二线城市销售面积将有力增长。预计 2025 年二线销售面积为 34880 万平方米，同比增长 26.6%，占比 34.9%。

图 2：2016-2025 年二线城市销售面积情况



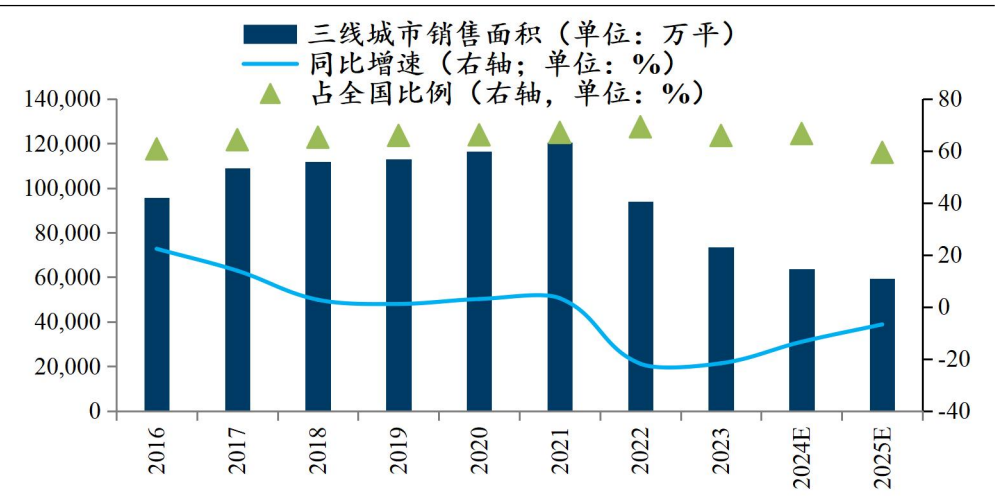
资料来源：Wind，国家统计局，国海证券研究所

三四线城市产业支撑薄弱，人口流失严重。过去销售面积大幅增长、占比大幅

提升，主要是因为政策宽松和棚改货币化创造了需求。未来，随着更高能级城市政策的进一步优化，三四线城市可能面临“虹吸效应”。未来，三四线销售占比将逐步回归到棚改前水平。需求群体也主要由本地及返乡置业需求支撑。具体来讲：

三四线需求主要来自四个方面。一是本地居民住房需求，包括对住房消费品质、消费面积升级的需求，以及婚育购房需要。二是外地务工人员置业需求，包括长期在本地工作、定居而购房和婚嫁在本地人士的需求。三是返乡置业需求。对于部分年轻人来说，三四线城市生活工作体验更好。随着房地产市场趋稳，返乡置业需求将继续释放，甚至部分年轻人会选择先在本地置业作为资产配置。四是周边乡镇的购房需求，包括周边医疗教育质量低下的乡镇居民来城置业和农村结婚城里买房的需求。预计2025年三四线销售面积59435万平，同比下降6.8%，占比59.4%。

图3：2016-2025年三四线城市销售面积情况



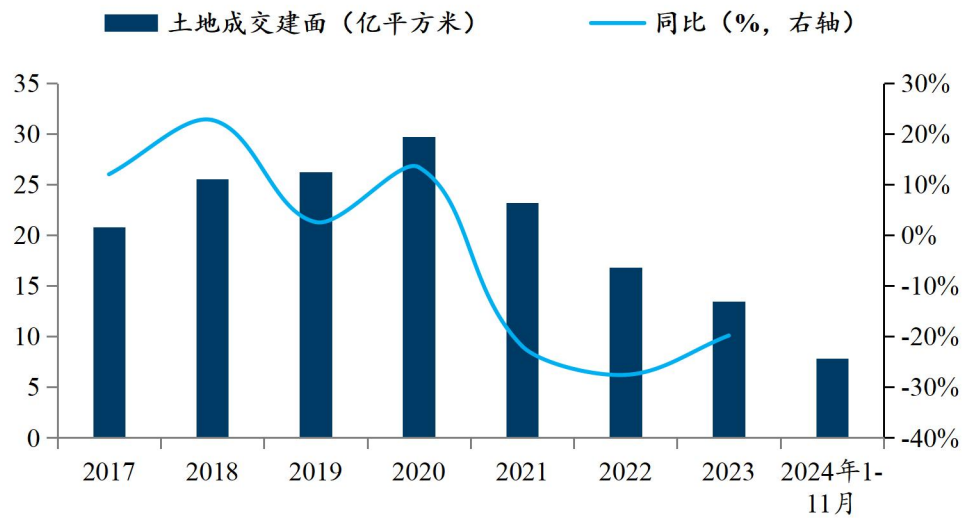
资料来源：Wind，国家统计局，国海证券研究所

2、2025年房地产供给情况

2.1、2024年土地供应与2025年商品预测房需求存在结构性缺口，亟需盘活存量

2024年1-11月土地成交建面仅为去年全年的58%。2024年1-11月土地成交规划建筑面积7.9亿平方米，同比下降19.4%，自2021年起连续四年土地供应大幅下滑，市场新增供给明显减少。2020-2023年全国土地成交建面分别为：29.7、23.2、16.8、13.5亿平方米。

图 4：2017-2024 年 1-11 月全国土地成交建面规模



资料来源：中指数据库，国海证券研究所

注：土地成交建面=住宅用地+综合用地+商业办公用地。

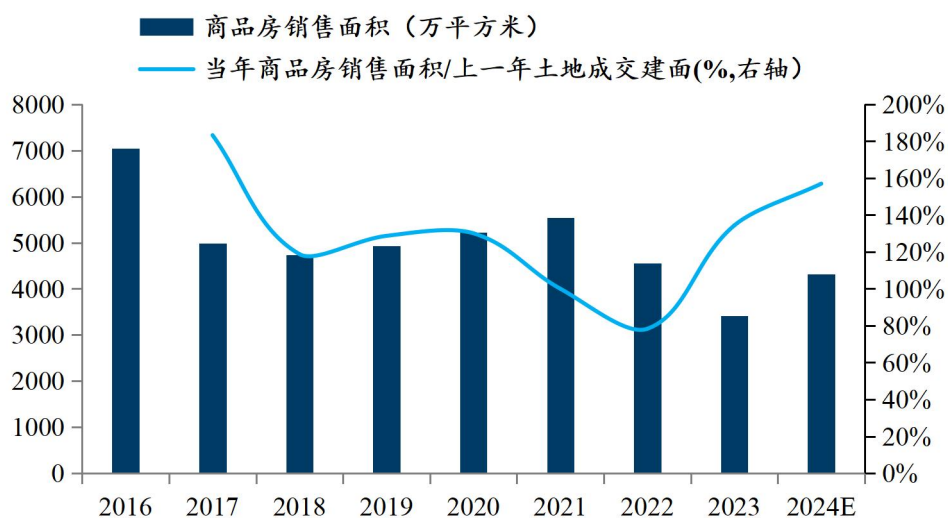
新增土地供应总量充足与 2025 年商品房预测需求存在结构性缺口。据我们测算，2024 年全国土地成交规划建筑面积预计约 9.4 亿平方米。新增供地全部正常节奏开发的情况下，将在 2024 年形成 9.4 亿平方米商品房供应，与 2025 年的 10 亿平方米商品房需求预测存在缺口，局部供不应求的市场结构性缺口部分，将由库存项目补足。

2.2、分线城市商品房供给情况

(1) 一线城市商品房供给情况

一线城市热度较高，土地供给小于商品房需求，需积极推动城中村改造，盘活优质区位土地。一线城市土地供给小于商品房需求。销售供给比例，即当年度商品房销售面积/上一年土地成交建面，可以粗略表征供需关系，2022 年一线城市该比例接近 78%，2023 年为 134%，近 5 年（含 2024 年预测值）该比例平均为 120%。总量供小于求的同时，还存在土地供应郊区化，供给结构错位的问题，改善需求未得到充分满足。

图 5：2017-2024 年全国一线城市商品房销售面积及转化率



资料来源：Wind，中指数据库，iFind，国海证券研究所

注：2024E 为研究员预测值

预计一线新增土地供应与 2025 年所需商品房供给存在 4185 万平方米缺口。据我们测算，预计今年全年一线城市土地成交建面在 1544 万左右，假设 100% 会被正常开发形成有效可售供应，将对应明年 1544 万平方米的商品房供给，预计与 2025 年全年商品房需求之间存在 4185 万平方米缺口，需要靠存量项目供给。随城中村改造项目推进，将盘活出更多核心土地，土地供给在量和结构方面均可得到补足。

表 3：2016-2024 年一线城市土地成交建面规模

时间	土地成交建面 (万平方米)	占全国比例
2016	2723	1.5%
2017	3987	1.9%
2018	3828	1.5%
2019	4020	1.5%
2020	5545	1.9%
2021	5809	2.5%
2022	3579	2.1%
2023	2754	2.0%
2024E	1544	1.6%

资料来源：中指数据库，国海证券研究所

注：2024E 为研究员预测值

表 4: 2016-2024 年一线 4 城土地成交建面及商品房销售规模

时间	土地成交建面 (万平方米)				商品房销售面积 (万平方米)			
	北京	上海	广州	深圳	北京	上海	广州	深圳
2017	1152	1414	1014	409	870	1692	1758	671
2018	783	1546	1284	215	696	1767	1550	722
2019	734	1660	1390	238	939	1696	1465	827
2020	735	1927	2139	738	971	1789	1539	929
2021	759	2444	1965	636	1107	1880	1736	821
2022	563	1293	1204	518	1040	1853	1140	516
2023	724	954	926	150	811	1808	1404	783
2024.1-10	478	408	279	77	785	1139	960	565

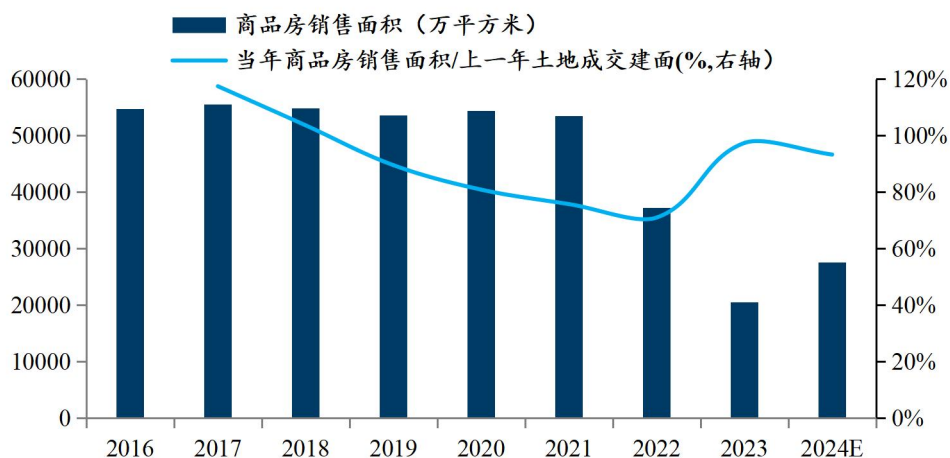
资料来源: Wind, ifind, 中指数据库, 国海证券研究所

(2) 二线城市商品房供给情况

二线城市供给存在缺口，盘活存量土地很重要。预计二线新增土地供应与 2025 年所需商品房供给存在 1.58 亿平方米缺口。据我们测算，预计今年全年二线城市土地成交建面在 1.9 亿平方米左右，假设 100% 形成有效可售供应，新增供给与 2025 年需求之间存在 1.58 亿平方米缺口。

二线城市之间也存在明显分化。近 5 年销售供给比例为 83%，核心二线需根据需求盘活存量项目，加快已供应未动工的住宅用地的开发，部分供大于求城市需要结合实际情况控制土地供应，利用专项债收储存量土地去库存。核心二线城市，如杭州、西安、成都等，商品住宅去化周期在 20 个月及以下，市场库存少、去化速度有保障，需要保持与市场需求相匹配的供给速度。供大于求二线城市，如大连、兰州、郑州等，商品住宅去化周期长达 3-5 年，该类城市虽有一定的购房需求支撑，但库存已超出市场良性范畴，应以销定产，设置土地供应目标，控制市场库存处于合理区间。

图 6: 2017-2024 全国二线城市商品房销售面积及转化率



资料来源: Wind, 中指数据库, iFind, 国海证券研究所

注: 2024E 为研究员预测值

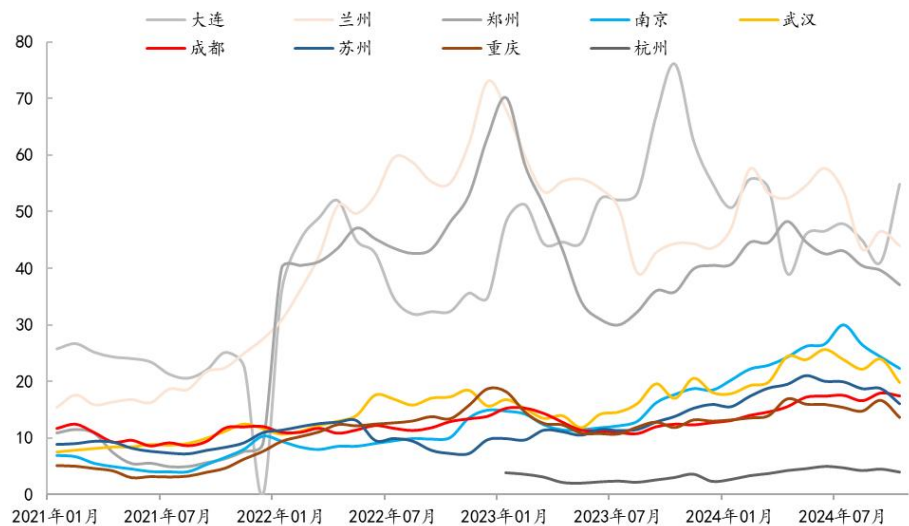
表 5: 2016-2024 年二线城市土地成交建面规模

时间	土地成交建面 (万平方米)	占全国比例
2016	47302	25.4%
2017	52984	25.4%
2018	59833	23.4%
2019	67273	25.6%
2020	70714	23.8%
2021	52509	23.0%
2022	34205	20.5%
2023	29554	21.9%
2024E	19075	20.3%

资料来源: 中指数据库, 国海证券研究所

注: 2024E 为研究员预测值

图 7: 部分二线城市商品房去化周期

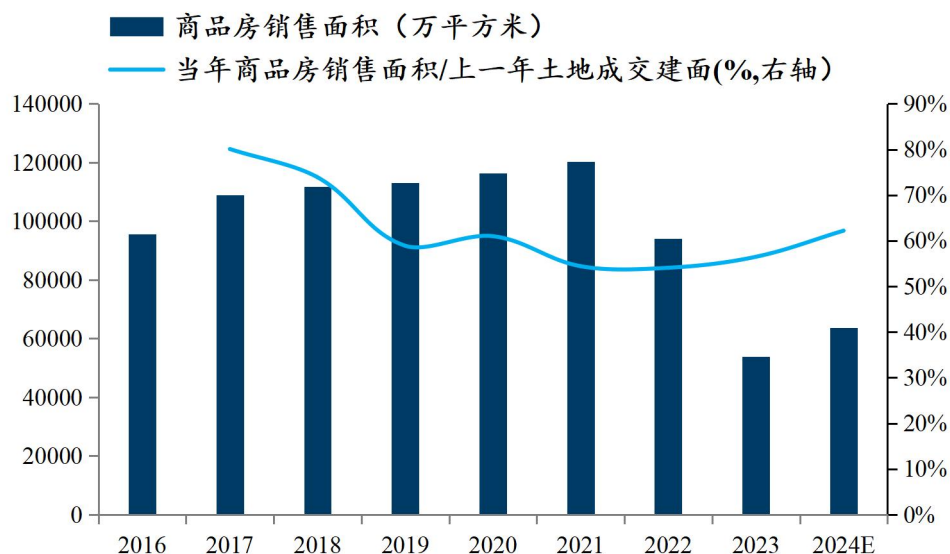


资料来源: 中指数据库, 国海证券研究所 单位: 月

(3) 三四线城市商品房供给情况

预计三四线新增土地供应多于 2025 年所需商品房供给。据我们测算, 预计今年全年三四线城市土地成交建面在 7.3 亿平左右, 供给端同比大幅下滑。假设 100% 形成有效可售供应, 新增供给多于 2025 年需求 1.4 亿平方米。

图 8: 2017-2024 全国三四线城市商品房销售面积及转化率



资料来源: Wind, 中指数据库, iFind, 国海证券研究所

注: 2024E 为研究员预测值

表 6: 2016-2024 年三四线城市土地成交建面规模

时间	土地成交建面 (万平方米)	占全国比例
2016	135951	73.1%
2017	151354	72.7%
2018	192006	75.1%
2019	190978	72.8%
2020	221139	74.4%
2021	173893	74.9%
2022	130370	77.5%
2023	102515	76.0%
2024E	73304	78.0%

资料来源: 中指数据库, 国海证券研究所

注: 2024E 为研究员预测值

市场疲软面临供给过剩风险, 三四线城市库存处于高位, 近五年的销售供给比例为 57%。短期内市场观望情绪仍浓厚, 新增土地供给适当缩减, 有助于引导房地产市场稳定发展, 三四线未来市场重点仍应放在保交付、消化存量供给及盘活存量土地。

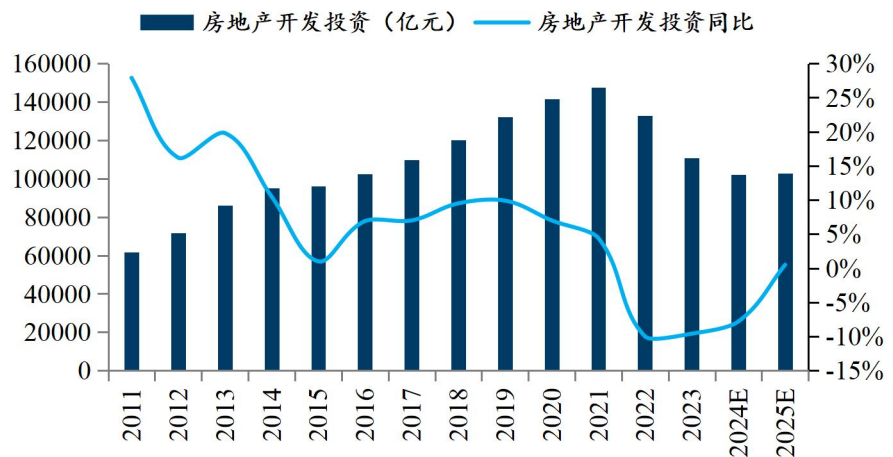
3、预计 2025 年房地产开发投资、土地出让收入平稳增长

预计明年房地产开发投资增长 0.5%。城中村改造是影响明年房地产市场的核心变量，叠加政策持续调整优化和低基数效应等积极因素，房地产投资有望企稳回升。根据《关于进一步做好城中村改造有关工作的通知》，城中村改造从 35 个大中城市扩大到近 300 个地级市，并增加了项目支持力度，凡符合条件的项目，可以获得专项债券、专项借款、相关税费优惠等政策支持，预计 2025 年城中村改造将提速。

以成本法测算，房地产开发投资包括土地购置费和建安支出两部分。土地购置费方面，全国土地成交建筑面积规模连续四年大幅回落，房企可售库存减少，在现金流允许情况下，房企有意愿在销售有保障区域拿地，城中村改造定向腾挪城市高价值土地，有助于增加与改善性需求相匹配的土地供应。“白名单”范围扩大，信贷环境良好。国家金融监督管理总局在 10 月 17 日在国新办发布会上宣布，进一步优化完善房地产“白名单”项目融资机制，商品住房项目贷款全部纳入“白名单”管理，做到合格项目“应进尽进”，已审贷款“应贷尽贷”，资金拨付“能早尽早”。截至 10 月 16 日，“白名单”房地产项目已审批通过贷款 2.23 万亿元。预计到 2024 年底“白名单”项目贷款审批通过金额将翻倍，超过 4 万亿元。随着各金融机构对房企的融资支持力度提升，预计 2025 年房企拿地情况将企稳回升，土地购置费将同比小幅回升。

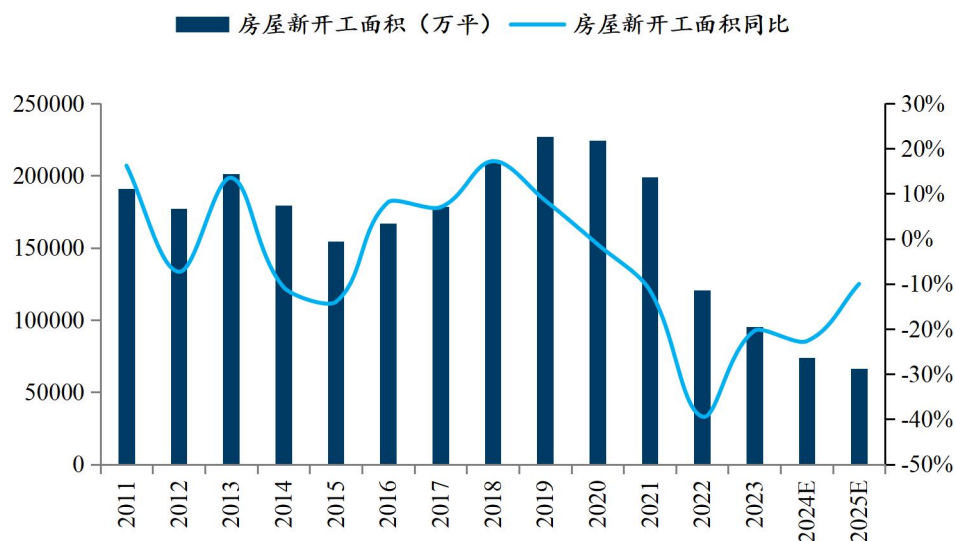
建安支出方面，受房地产施工面积与单位建安支出影响。因 2024 年土地供应持续下滑，预计 2025 年施工面积维持走弱趋势，但城中村改造加速落地将带动新开工回暖，是影响房地产投资增速的关键原因。单位建安支出，与商品房销售形势、在建工程所处节点等因素有关。历史上看，当房企销售回款增加时，会加大在建项目的施工强度。综合各因素，预计房地产开发投资呈现上半年降幅逐步收窄，下半年企稳回升，全年同比增长 0.5%。

图 9：2011 年-2025 年房地产开发投资及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

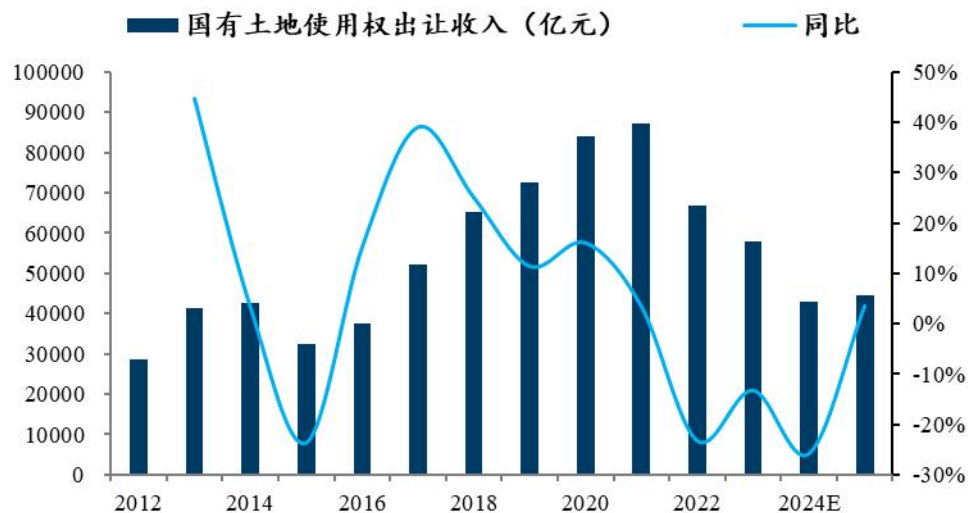
图 10: 2011 年-2025 年房屋新开工面积及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

全国土地成交建筑面积规模连续四年大幅回落, 房企可售库存减少, 在现金流允许情况下, 房企有意愿在销售有保障区域拿地, 城中村改造定向腾挪城市高价值土地, 有助于增加与改善性需求相匹配的土地供应, 预计 2025 年土地出让收入约为 4.45 万亿。

图 11: 2012 年-2025 年国有土地使用权出让收入及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

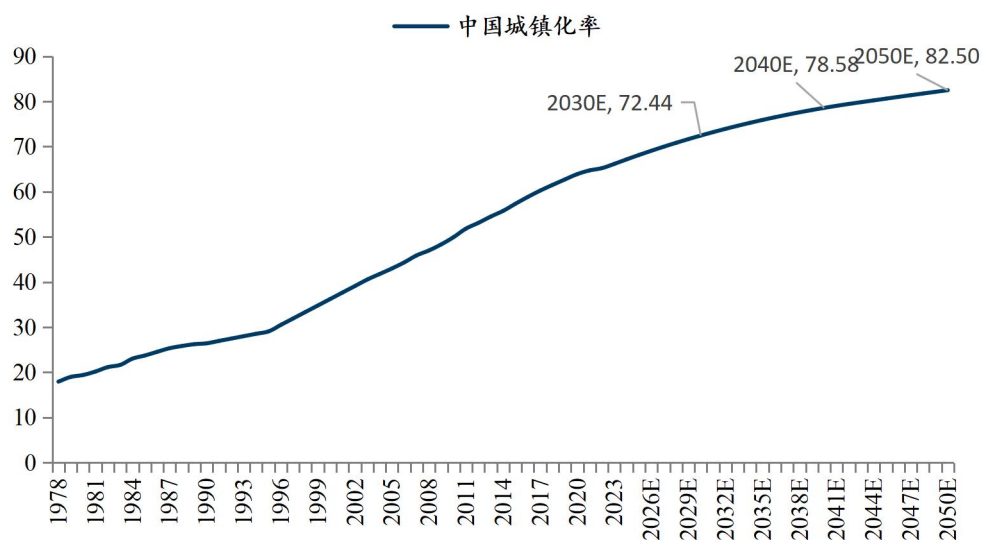
4、中长期市场空间来自哪里？

4.1、六大需求

中长期住房需求主要来自六个方面：

第一，城镇化水平稳步提升，农村人口持续进城。2023 年我国常住人口城镇化率 66.2%，仍处于较快发展水平，有巨大增长潜力。相当于 1871 年的英国，1952 年左右的美国，1962 年左右的日本。

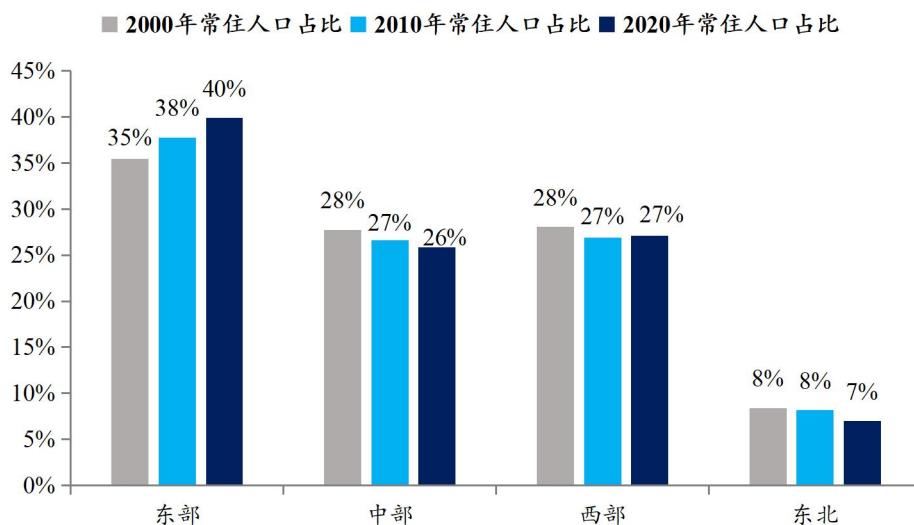
图 12：中国城镇化率预测



资料来源：Wind，国家统计局，联合国，国海证券研究所；单位：%

第二，城市间人口流动趋势加剧。从地区来看，人口持续从中西部向东部集聚。具体表现为东部常住人口占比从 2000 年的 35% 持续增长至 2020 年的 40%，东北地区为主要人口流出区，从 2000 年的 8% 降至 2020 年 7%。从经济带来看，长三角、珠三角、成渝城市群等集聚度加大，聚集经济是当代城市发展的核心动力。

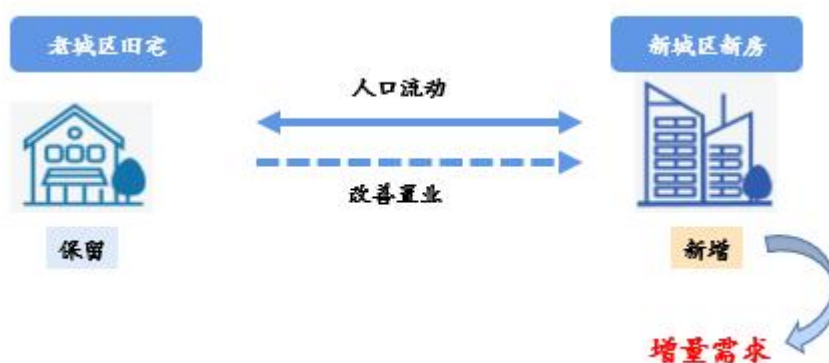
图 13: 人口持续向东部地区集聚, 东北地区加速流出



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

第三, **住房消费升级**。一是**区域升级**。城市间由中小城镇向区域内核心城市和城市群都市圈升级, 城市内由老区旧宅到新区新房升级, 即使在老城区有房的居民, 也要到新区购买改善型住房。二是**人均住房面积扩大升级**。据 2020 年七普数据, 我国人均住房建筑面积为 41.8 平方米。其中, 城市人均住房建筑面积为 36.5 平方米, 城镇人均住房建筑面积为 38.6 平方米, 乡村住房建筑面积为 46.8 平方米。但是全国仍有 12.7% 的家庭人均住房面积不足 20 平方米, 其中, 城市仍有 17.4% 的家庭人均住房面积不足 20 平方米。以德国、美国为例, 德国 1988 年人均居住面积(使用面积)已达 36.9 平方米, 2018 年人均居住面积达 46.7 平方米, 2023 年达 47.5 平方米, 美国 2017 年已达 96 平方米。

图 14: 三四线改善型需求在新区释放



资料来源: 国海证券研究所

图 15: 德国人均居住面积 (平方米)

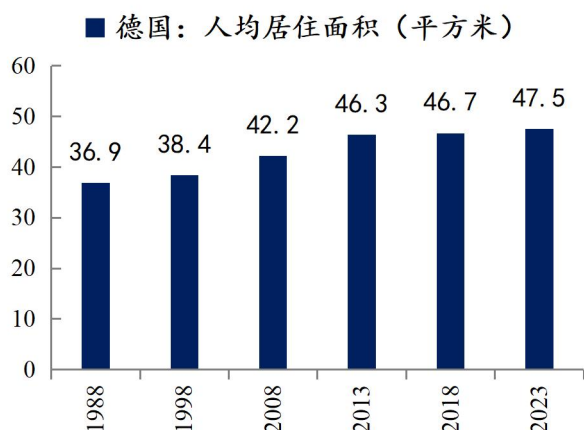
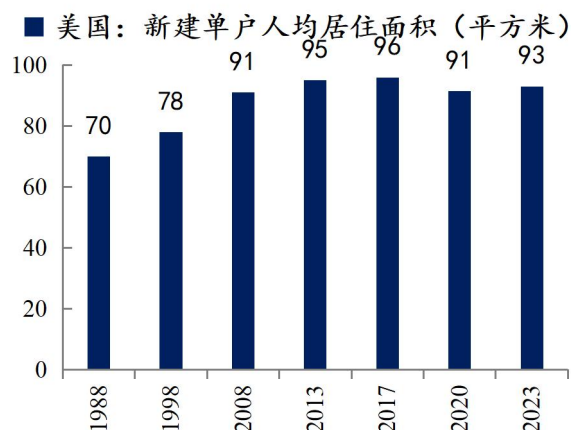


图 16: 美国新建人均居住面积 (平方米)



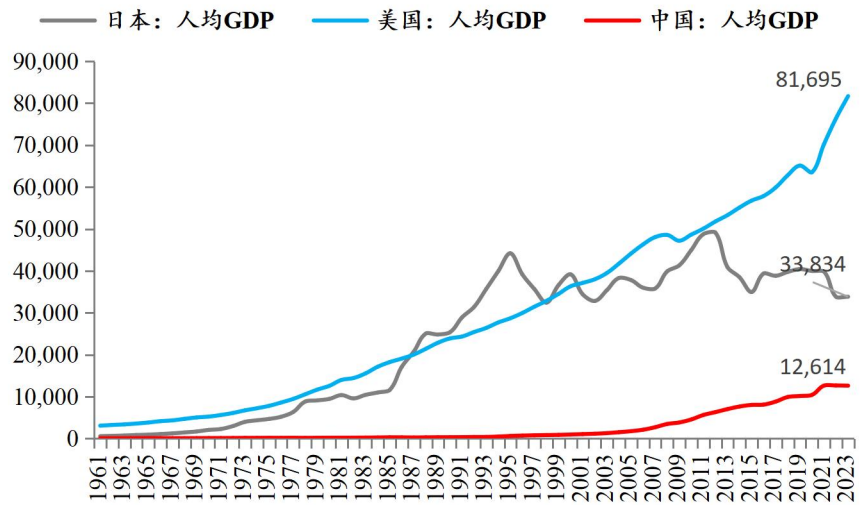
资料来源: 德国联邦统计局, 国家统计局, 国海证券研究所

资料来源: HUD, 国家统计局, 国海证券研究所

第四, 居住条件改善。1998 年房改后住房消费商品化, 满足便民化居住需求。进入 21 世纪, 居民追求生活品质, 住房消费持续升级, 购买高品质商品房。房地产新模式中明确提出要提升居住质量。我国居住质量在住房质量、住房功能、基础设施、居住环境方面仍有提升空间, 在节能环保、社区服务方面仍为薄弱环节。根据 2020 年人口普查, 我国城镇住房中成套率为 95.9%, 约 28% 为条件较差的平房, 35% 为 1999 年前修建。居住质量仍有提升空间。

第五, 经济增长带动居民住房消费持续增加。居民居住消费水平和经济发展水平相匹配, 2023 年, 我国人均 GDP 为 89358 元, 人均居住消费支出 6095 元, 占人均 GDP 的比重为 6.8%, 占人均消费支出的比重为 22.7%。未来经济增长将继续带动居民住房消费增加。我国经济基数低、增速快, 未来增长空间大。中美人均 GDP 差距从 1978 年的 68 倍缩小至 2023 年的 6 倍, 经济增速位居世界前列。1978-2023 年, 我国 GDP 从不足 4000 亿增长至 126 万亿元, 40 年内增长约 342 倍。经济发展取得举世瞩目成绩的同时仍存在增长空间, 1998 年房改后住房消费 20 年匹配的是改革开放 40 年经济大发展, 未来经济增长将继续带动居民住房消费增加。

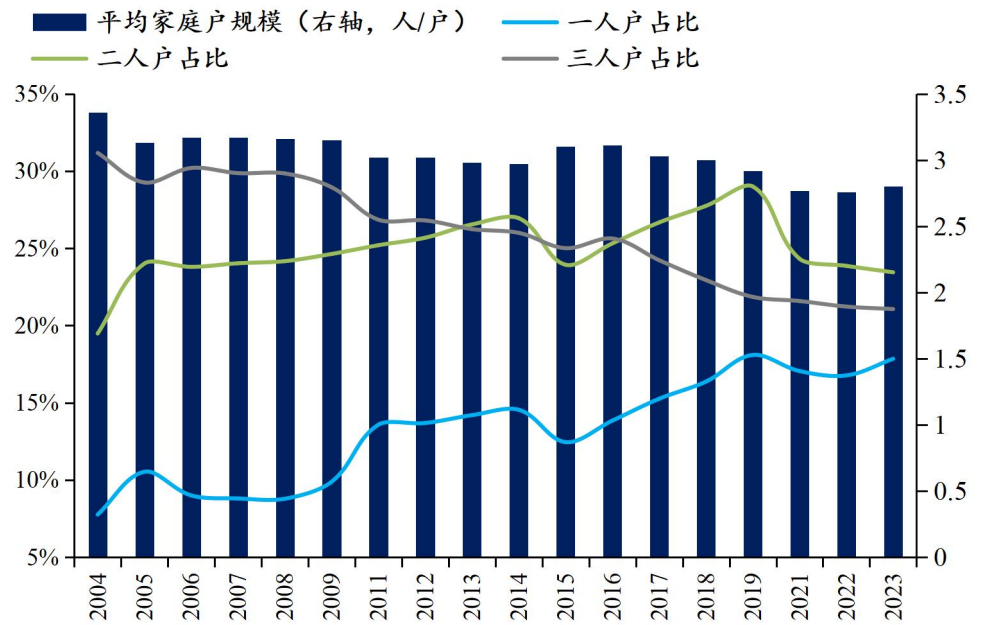
图 17: 中美人均 GDP 差距从 1978 年的 67 倍缩小至 2023 年的 6 倍



资料来源：Wind，国海证券研究所

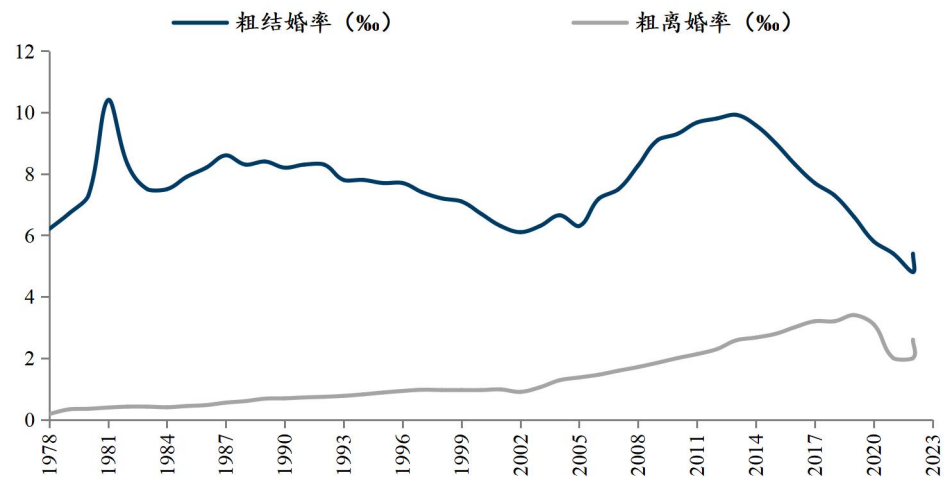
第六，家庭结构变化，规模小型化，裂生出更多住房需求。2004-2023年，户均人数由3.24人下降为2.80人。2004至2023年，一人户、二人户家庭占比分别由7.8%、19.5%上升至17.8%、23.4%；三人户家庭占比则由31.2%下降至21.1%。二人户已取代三人户成为我国最主要的家庭结构类型。未来我国家庭结构变化将继续推动家庭规模小型化。婚姻观念改变、婚姻成本提高和适婚人口性别比失衡，结婚率下降叠加离婚率上升，单身和单亲核心家庭增加。一是我国结婚率下降、离婚率上升，自2013年达到1346.9万对的最高峰后，结婚人数连续9年下降，2022年首次低于700万对，2023年全国粗离婚率为2.6‰。结婚率提升较难，家庭结构将向更多的一人户和单亲核心家庭发展，产生住房刚需。二是现代城市生活方式下传统家庭功能弱化，代际分居形成更多一代和两代户。随着高成本、快节奏的城市生活方式逐渐普及，老年父母对子女赡养的依赖度因退休金机制和日趋完备的养老服务减弱，已婚子女追求私密空间，自立门户现象普遍，三代及以上同堂的传统大家庭数量减少，一代和两代户增加。2020年城镇一代户占比52.2%，较2010年上升了34.2个百分点；农村一代户占比48.6%，较2010年升高了36.1个百分点。

图 18: 我国家庭规模变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 我国婚姻登记情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.2、中期房地产市场空间测算

据我们预测，2024-2028 年商品房新增需求中枢为年均 10 亿平方米，商品住宅新增需求中枢 8.9 亿平。六大因素产生三大自住房需求，一是城镇人口增加需求。预计未来 5 年年均需求规模增长 4.0 亿平方米。城镇常住人口增长受益于全国总人口数的增加和城镇化率的提升，可进一步细分为城镇人口自然增长、农村人口进城产生的农转非，以及因行政区划变动产生的就地城镇化人口组成。无论是内生的城镇人口自然增长、还是外源性的农村进城常住人口，均产生新的自住刚需。二是城市更新改造需求。预计未来 5 年年均需求规模增长 1.1 亿平方米。旧城改

造更新涉及大量老旧住宅拆迁，通过实物和货币两种方式进行安置，其中货币化安置部分居民持币进入二手和商品房市场解决自住刚需。随着经济发展，城市更新改造需求增加。原因在于城市逐步进入存量改造时代，城市空间增量扩展受限，老旧城区拆迁增加。此外，老城区旧宅难以满足居民住房消费升级，居民需要品质住宅。**三是居住条件改善需求，预计未来5年年均需求规模增长5.1亿平方米。**首先，经济增长提升居民可支配收入，居民住房消费能力增强；其次，住房是居民重要的消费领域，也是消费升级的重要组成部分，住房消费在品质、区位和品牌上持续升级；再次，离婚率上升叠加结婚率下降，家庭规模小型化，对成套住房的需求增加。需要注意，未来住房市场总需求中有一部分需求不会在商品房实际销售中体现，产生需求漏损。例如，农转非自带房入城、城镇流入人口返乡置业等现象使住房需求通过其他渠道解决。此外，二手房由于议价空间大交易周期短等优势受购房者青睐，导致二手房市场分流商品房需求，形成一定挤占。

4.2.1、测算方法

长周期住房需求分析方法为：当年商品住宅需求=（城镇人口增长需求+城市更新改造需求+居住条件改善需求）-需求漏损

（1）城镇常住人口增长需求=全国总人口×城镇化率×人均住房面积。根据人口增量来源，城镇常住人口增长需求可分为城镇常住人口自然增长需求和农转非城镇常住人口需求。全国总人口、人口自然增长率、城镇化率采用联合国《World Urbanization Prospects 2018》中的预测，并根据实际统计数据进行修正。城镇人均住房面积根据2016-2020年的年均增速，按照一定速率递减计算未来增速进行预测。

（2）城市更新改造需求=存量住房面积×拆迁折旧率×货币化安置比例。其中2013-2020年采用当年棚改新开工套数、货币化安置比例和每户棚改新增住房需求85.1平方米计算，并进行适当调整。本轮货币化改造将导致货币化安置比例的新一轮高峰，因此参照上一轮棚改货币化安置比例，2024-2027年的货币安置化比例分别上调至40%、65%、40%、40%，并结合2000-2020年存量住房面积、拆迁折旧率1/60进行估算。

（3）居住条件改善需求=当年城镇常住人口×人均住房面积增量。用人均住房面积增长表示因居住条件改善产生的自住需求。

（4）当年商品住宅需求=（城镇人口增长需求+城市更新改造需求+居住条件改善需求）-需求漏损。2019-2021年，在“三个1亿人”（指促进约1亿农业转移人口落户城镇，改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村，引导约1亿人在中西部地区就近城镇化）、疫情等因素影响下，漏损率维持低位。2023年开始，假设漏损率回升至2013至2021年的均值，二手房挤占部分算入需求漏损。

4.2.2、测算结果

到2028年，住宅市场空间预计仍可稳固年均8.9亿平方米左右。农转非支撑未来九年城镇常住人口增长需求。2024-2028年，我们预计全国城镇常住人口增长产生的自住房需求年均均为4.0亿平方米。其中，在持续的快速城镇化推动下，农村人口进城是新增住房需求主要增长点。

2023 年开始城市拆迁改造需求持续增加。2024-2028 年，我们预计全国城市拆迁改造产生的自住房需求年均有 1.1 亿平方米。2021 年开始，成片集中的棚户区改造基本结束，城市更新以旧城改造、城中村改造为主。

居住条件改善需求在未来八年内持续增长，并从 2020 年开始占主导。2024-2028 年，我们预计全国居住条件改善产生自住房需求年均为 5.1 亿平方米。未来八年，受益于人均住房面积增加，居住条件改善需求持续增长，并从 2020 年开始成为住房市场最主要的需求来源，表明房地产市场进入改善时代。

表 7: 未来我国住房市场需求测算

时间 (单位: 亿平方米)	城镇常住人口增加需求	其中: 人口自然增长需求	其中: 农民进城需求	居住条件改善需求	城市更新改造需求	需求漏损	商品住宅新增需求	商品房新增需求
2013	7.9	1.4	6.4	6.9	0.2	3.4	11.6	13.1
2014	7.8	1.7	6.0	7.1	0.4	4.7	10.5	12.1
2015	9.2	1.3	7.8	7.3	1.5	6.8	11.2	12.8
2016	9.6	1.9	7.7	7.6	2.5	5.9	13.8	15.7
2017	9.0	1.7	7.3	4.3	3.1	1.9	14.5	16.9
2018	7.9	1.2	6.7	4.4	2.1	-0.4	14.8	17.2
2019	7.6	1.1	6.5	4.5	0.5	-2.4	15.0	17.2
2020	6.8	0.5	6.3	4.6	0.4	-3.7	15.5	17.6
2021	4.8	0.1	4.7	5.6	0.3	-4.9	15.7	17.9
2022	2.6	-0.2	2.8	5.6	0.2	-3.0	11.5	13.6
2023	4.8	-0.5	5.4	5.6	0.4	1.1	9.7	11.2
2024E	4.6	-0.6	5.2	4.8	0.9	1.8	8.4	9.6
2025E	4.3	-0.7	5.1	5.3	1.6	2.2	9.0	10.1
2026E	4.0	-0.9	4.9	5.2	1.1	0.9	9.4	10.7
2027E	3.8	-1.0	4.7	5.1	1.2	0.9	9.2	10.5
2028E	3.5	-1.1	4.6	5.0	0.6	0.8	8.3	9.5
2024-2028E 合计	20.2	-4.3	24.4	25.3	5.4	6.5	44.4	50.3
2024-2028E 平均	4.0	-0.9	4.9	5.1	1.1	1.3	8.9	10.1

资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

5、2025 年核心政策变量

5.1、城中村改造货币化安置

2024 年 10 月 17 日，住建部宣布将通过货币化安置方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造，释放货币化安置政策重启的信号。货币化安置即政府以货币形式补偿需要安置的居民，引导后者进入商品房市场购买，释放购房需求，有助于提高安置效率、消化存量商品房，促进房地产市场的回暖。

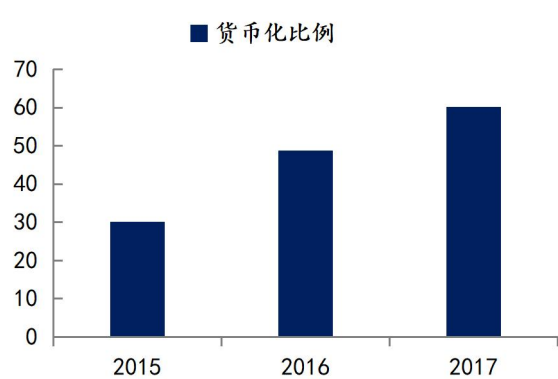
从改造数量看，我们预计 2025 年城中村改造开工 200 万套，完成 100 万套货币化安置。类比上一轮棚改货币化，2015-2018 年改造开工量为 601 万套、606 万套、609 万套、626 万套；2015、2016 年货币化安置比例为 29.9%、48.5%；对应货币化安置套数为 180 万套、294 万套。据住建部数据，仅在全国 35 个大城市，需要改造的城中村有 170 万套；全国城市需要改造的危旧房有 50 万套，敞口超过 200 万套。从改造范围看，本次货币化安置扩围至近 300 个地级市。2024 年 11 月 15 日，住建部、财政部联合印发通知，明确将城中村改造扩围，凡资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围，三四线商品房市场也被纳入利好范围，这将推动政策力度翻倍，由之前的新增实施 100 万套，增至 2025 年城中村改造开工 200 万套。从资金支持力度看，主要包括三个方向。一是开发性、政策性金融机构专项借款，二是地方政府专项债，三是商业银行贷款。同时，给予税收优惠。

从政策效果看，助力去库存。假设货币化安置 200 万套，分两年完成，乐观估计 2025 年拉动 2 亿平库存去化。城中村改造一直以来，致力于改善民生、补齐城市建设治理短板、调整供需结构、拉动有效需求，本次提出通过货币化安置等方式，加大了政策支持力度，产权置换与货币补偿相结合有助于消化存量商品房，促进房地产市场的回暖。假设每套城中村住宅按拆一补二进行产权置换，预计 2025 年将新增拉动约 2 亿平方米商品房去化。

图 20：历史改造数量（万套）



图 21：历史货币化比例



资料来源：wind，住房和城乡建设部，国海证券研究所

资料来源：wind，住房和城乡建设部，国海证券研究所

5.2、收购商品房用作保障性住房

针对专项债收购商品房。财政部表示，允许专项债券支持回收闲置存量土地、收购存量商品房用作保障性住房。在5%的利润率下，以成本计算出单位收购价约为1.01万元每平方米。若推出5000亿专项债收储商品房，在50%的使用比例下，预计将新增拉动0.25亿平方米商品房去化。

针对专项借款收购商品房。央行设立保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，以先贷后借的模式拉动银行发放专项借款。央行提供全额资金支持降低了金融机构的资金成本和放贷风险。预计将新增拉动0.15亿平方米商品房去化。

综上，因为城中村改造货币化安置、专项债收储存量商品房、保障性住房再贷款利好政策，预计将带动2025年的销售增量为2.4亿平。

表 8：收购商品房用作保障性住房政策情况

分类	时间	会议/政策	政策简述
3000 亿 保障 性住 房再 贷款	2024 年 5 月 27 日	国务院政策例行吹风会	中国人民银行拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次，按照贷款本金的 60% 发放再贷款，银行按照自主决策、风险自担原则发放贷款，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，预计带动银行贷款 5000 亿元。
	2024 年 8 月 2 日	中国人民银行 2024 年下半年工作会议	防范化解房地产金融风险，落实好 3000 亿元保障性住房再贷款政策，促进加快建立租购并举的住房制度。
	2024 年 9 月 27 日	中国人民银行办公厅关于优化保障性住房再贷款有关要求的通知	为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保障性住房，进一步增强对金融机构和收购主体的市场化激励，中国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。对于金融机构发放的符合要求的贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的 60% 提升到 100%。
专项 债收 购商 品房	2024 年 6 月 20 日	住房和城乡建设部收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	收购已建成存量商品房用作保障性住房是党中央、国务院作出的重要决策部署，有利于推动已建成存量商品房去库存、助力房地产市场健康发展，盘活存量资源加大保障性住房供给，配合保交房攻坚战和“白名单”机制，防范化解房地产风险。
	2024 年 10 月 12 日	国务院新闻办公室新闻发布会	支持收购存量房，优化保障性住房供给。考虑到当前已建待售的住房相对较多，主要采取两项支持措施：一项是，用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。另一项是，继续用好保障性安居工程补助资金，原来这个资金主要是用来支持以新建方式筹集保障性住房的房源，现在对支持方向作出优化调整，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。
	2024 年 10 月 17 日	国务院新闻办公室新闻发布会	关于支持地方用好专项债收购存量商品房用作保障性住房，这项政策主要是由地方自主决策、自愿实施，遵循法治化原则，按照市场化运作，在确保项目融资收益平衡的基础上，地方可安排专项债券收购存量商品房用作保障性住房。这一政策将与其他相关支持政策协同发力，进一步拓宽地方的资金来源渠道，既可以有效消化存量，促进供需平衡，也有利于优化增量，多渠道筹集保障性住房。

资料来源：中国政府网，中国人民银行，国海证券研究所

表 9：基于成本法的收购商品房去库存面积测算

利好政策	总成本 (元/m ²)	土地成本(元/m ²)	建安成本(元/m ²)	利润率	收购价 (元/m ²)	套均面积 (m ²)	去库存面积 (亿m ²)
专项债收购、保障性住房再贷款	9648	4648	5000	5%	10131	60	0.4

资料来源：住建部，中指数据库，国海证券研究所

5.3、“因城施策”政策措施优化空间

行政措施：充分赋予地方政府调控自主权，要求城市政府因城施策，调整或取消包括限购、限售、限价、普宅和非普宅标准的各类限制性措施。各地政府正在积极响应中央政策，通过“四个取消”措施来增加市场的流动性，促进房地产市场的活跃度，并满足不同城市的具体需求和市场状况。目前，全国仅剩北京、上海、深圳以及海南部分区域仍然实施限购，其余城市均已经全面取消住房限购。一线四城相继取消了普通住宅和非普通住宅标准，可进一步降低住房交易成本，更好地满足居民改善性住房需求。未来，高能级城市在限购等方向的全面宽松可期。

表 10：926 以来地方“四限”政策调整示例

调整对象	时间	城市	政策内容
限购政策	9月27日	广州	在南沙区范围内购买商品住房不再审核购房资格。
	9月29日	深圳	本市户籍居民家庭限购2套住房，成年单身人士限购1套住房；非本市户籍限购1套住房，有两个及以上未成年子女可再购买一套住房。
	9月30日	北京	缩短非京籍家庭购房所需缴纳社保或个税年限。
	10月16日	天津	取消本市新建商品住房和二手住房购买等方面的限制性措施。
限售政策	9月29日	深圳	取消商品住房和商务公寓转让限制。
	10月10日	威海	全面开放商品住房转让限制，取消非本市户籍居民家庭购买商品住房限转政策。
	10月15日	成都	新购住房取消“满五、满二”规定，新购商品住房、二手住房取得《不动产权证书》即可上市交易。
	10月17日	西安	全市商品住房取得《不动产权证书》即可上市交易。
限价政策	9月29日	深圳	商品住房和商务公寓由房地产开发企业自主合理确定销售价格。
	10月9日	杭州	新出让住宅用地不再设置新建商品房限价要求。
	10月11日	泉州	取消限价。对新出让的房地产住宅用地不再限制商品住宅、车位销售价格。
	10月17日	西安	新建商品住房不再实施价格指导。
普宅非普宅标准	11月18日	上海	取消普通住房和非普通住房标准，明确今后相关个人住房交易税收事项。
	11月18日	北京	自12月1日起，取消普通住房和非普通住房标准，加大住房交易税收优惠力度。
	11月19日	深圳	自2024年12月1日起取消普通住房和非普通住房标准，并对相关征税问题予以明确。
	11月22日	广州	取消普通住宅和非普通住宅标准，自2024年12月1日起施行。

资料来源：克而瑞，各地政府网站，各地住建委，国海证券研究所

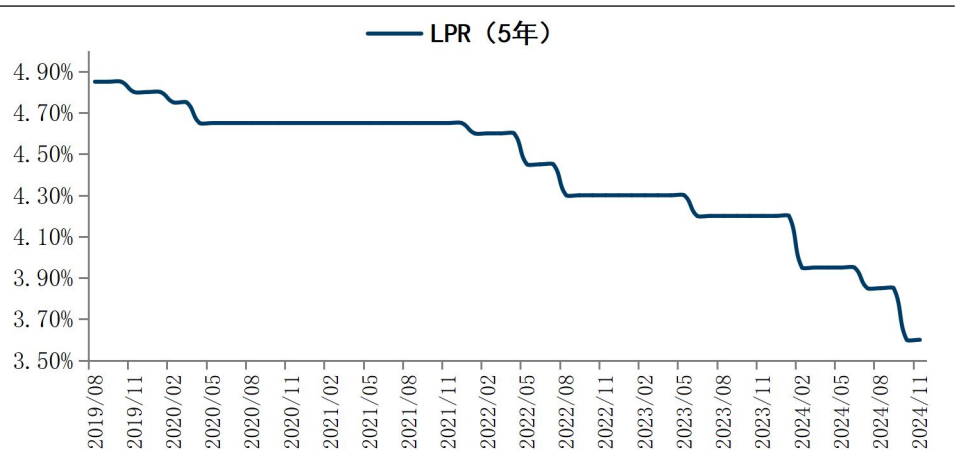
金融政策：降首付、降利率，取消商贷利率下限。5月17日，金监局发布房地产相关政策，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。10月17日国新办新闻发布会，针对房地产发布多项利好政策，包括：降低住房公积金贷款利率 25bp；降低首付比例，统一首套和二套房贷的最低首付比例至 15%；降低存量房贷利率。首付比例方面，当前，一线城市中北京、上海、深圳二套房首付比例分别为 20%、25%、20%，均高于 15% 的下限水平。利率方面，北上深首套房贷利率 LPR-45bp，与其他城市相比还有一定下调空间。

表 11：央行出台金融支持房地产政策

日期	文件名	政策要点
5月17日	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	首套房最低首付款比例降至 15%，二套降至 25%。
	《中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
	《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	个人住房公积金利率下调 0.25 个百分点。
9月29日	《中国人民银行关于完善商业性个人住房贷款利率定价机制的公告》	允许变更房贷利率在 LPR 基础上的加点幅度；取消房贷利率重定价周期最短为一年的限制。
	《中国人民银行国家金融监督管理总局关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于 15%。
	《中国人民银行办公厅关于优化保障性住房再贷款有关要求的通知》	对于金融机构发放的符合要求的贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的 60% 提升到 100%，以支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房。
	《中国人民银行国家金融监督管理总局关于延长部分房地产金融政策期限的通知》	将支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限延长至 2026 年 12 月 31 日。

资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

图 22：贷款市场报价利率（LPR）：5 年



资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

税费政策：11月13日，财政部等发布系列房地产税费新政，包括加大契税优惠力度、下调土地增值税预征率、调整增值税减免年限、土地增值税优惠。11月，一线四城相继取消普通住房和非普通住房标准，适用与全国统一的个人购房契税优惠政策。对个人购买家庭唯一住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按2%的税率征收契税。未来，在税费方面仍有优化空间，如140平方米以上的住宅契税税率有空间进一步降低，印花税在万分之五的基础上也可以下调，个人所得税在退税条件或者降低税率方面仍有空间等。

表 12：房地产税费新政

涉及税种	政策内容
契税	将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平方米提高到140平方米；明确北京、上海、广州、深圳4个城市可以与其他地区统一适用家庭第二套住房契税优惠政策。
土地增值税	将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点。各地可以结合本地区情况进行调整。取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，对纳税人建造销售增值额未超过扣除项目金额20%的普通标准住宅，继续实施免征土地增值税优惠政策。
增值税	有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后，对个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税，原针对北京、上海、广州、深圳4个城市个人销售已购买2年以上（含2年）非普通住房征收增值税的规定相应停止执行。

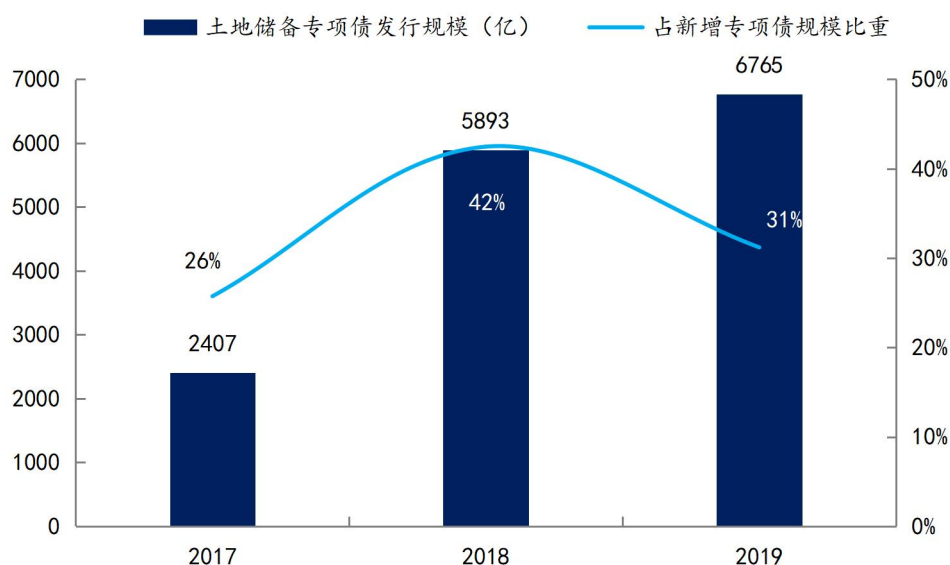
资料来源：财政部，财税局，中央人民政府网，国海证券研究所

5.4、专项债收储土地

土地储备专项债券，是地方政府专项债券的一个品种，是指地方政府为土地储备发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还的地方政府专项债券。**土地储备**，是指地方政府为调控土地市场、促进土地资源合理利用，依法取得土地，进行前期开发、储存以备供应土地的行为。

历史上，土储专项债是新增专项债发行中的重要投向。2017年为规范土地储备融资行为，促进土地储备事业持续健康发展，财政部印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》，7月14日第一批90亿土储专项债由北京发行；为调控房地产市场及引导专项债投向重大基础设施领域，2019年9月国常会明确，专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域，自此土储专项债暂停发行。2017年-2019年，土储专项债的发行量分别为2407、5893、6765亿元，占同年新增专项债规模的26%、42%、31%。

图 23: 2017-2019 土储专项债的发行量及占比



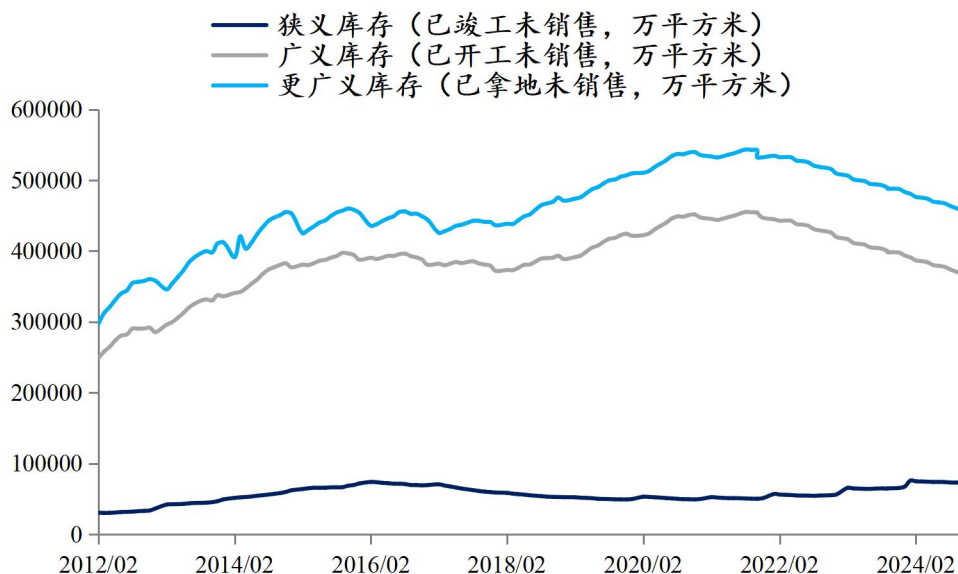
资料来源: iFind, 国海证券研究所

加大收回收购存量闲置土地力度, 促进房地产市场平稳健康发展。2024 年 11 月 7 日, 自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》, 要求积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度。专项债收储土地使用范围变更为两类, 一是回收符合条件的闲置存量土地, 尤其是优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。二是确有需要的地区也可以用于新增土地的储备项目, 可以与城中村改造地块拆迁收储相配合。

再度重启专项债收储土地有助于去库存。房地产市场正面临高库存问题, 盘活存量土地是去库存的关键。受房地产市场下行影响, 土地二级市场难有交易, 存在手中土地开发难、转让难、政府收回难等问题, 使房企盘活资产陷入僵局。通过专项债回收闲置土地, 可以增加资金流动性, 有利于房企集中资金用于保交房。同时再供应限制, 有助于控制新增供应规模。《通知》要求, 收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。确有需求的供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的 50%。

2024 年库存去化周期持续走高, 市场亟需盘活存量土地。截至 2024 年 11 月, 全国狭义库存, 即商品房待售面积; 广义库存, 即已开工未售的面积; 更广义库存, 即含待开发土地的未售面积, 三口径库存去化周期较 2023 年同期分别增加 2.4、4.8、6.7 个月。根据克而瑞统计, 截至 2024 年 5 月, 2021 年以来城投拿地项目中全部开工的地块仅有 20%, 加上部分开工的地块, 总体开工率 22%, 城投持有的土地仍有较大比例有待盘活。

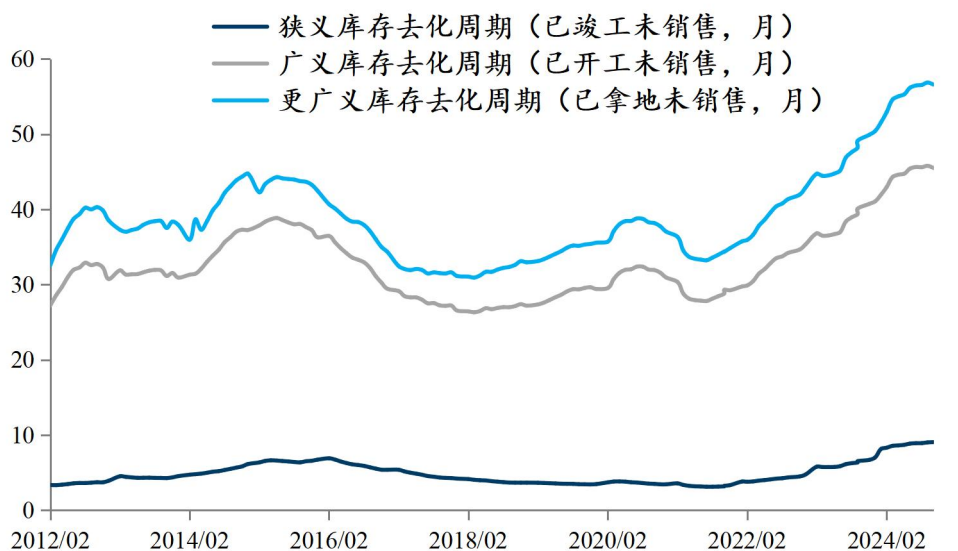
图 24: 2012-2024 年 1-11 月全国房地产库存



资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 狭义库存=商品房待售面积、广义库存=历史累计新开工面积*0.9-历史累计销售面积、更广义库存=(未开发土地*预计平均容积率+历史累计新开工面积)*0.9-历史累计销售面积

图 25: 2012-2024 年 1-11 月全国房地产库存去化周期



资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 去化周期=库存/12个月销售面积移动平均。

专项债收储土地预计将拉动 1-2 亿平方米土地收储。结合历史土储专项债发行规模, 2017-2019 年三年平均占比 33%, 近年新增专项债额度在 36500-39000 亿元, 在 2025 年土储专项债占比 30%的假设下, 预计 2025 年土储专项债规模在 10000 亿, 根据近 5 年的土地成交楼面价估算, 将拉动 1-2 亿平方米土地收储。

表 13: 专项债收储土地去库存面积测算

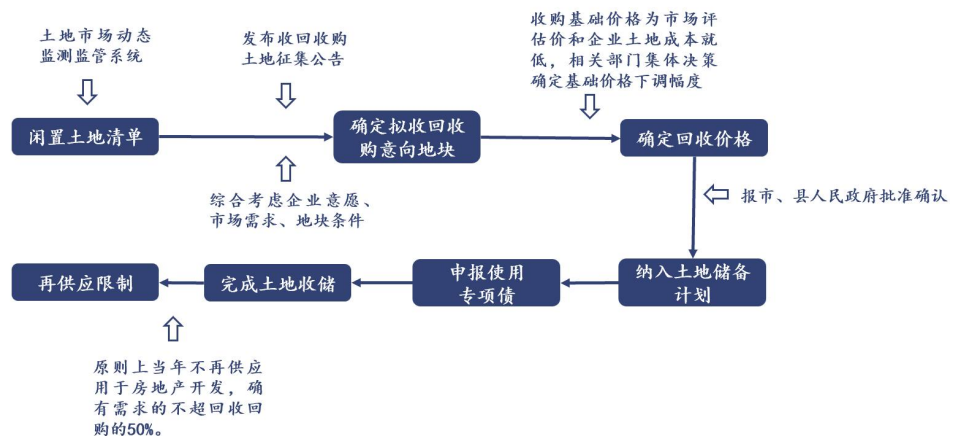
历年新增专项债额度 (亿)		2025 年土储专项债预测				
		*土储专项债占比	*土储专项债额度 (亿)	*使用比例	*平均收购楼面价 (元/m ²)	可收储土地面积 (万m ²)
2022 年	36500	30%	10000	50%	4648	10757
2023 年	38000			70%		15060
2024 年	39000			90%		19362

资料来源: Wind, 中指数据库, 国海证券研究所

注: *数据为假设/测算值

在专项债收储过程中, 回收收购土地价格或是阻碍因素。《通知》明确, 对拟回收收购地块开展土地市场价格评估, 相较企业土地成本, 就低确定收地基础价格。根据市场形势、合同履行情况等, 集体决策确定基础价格下调幅度。土地的回收价格若大幅低于拿地价格, 企业参与意愿将偏低, 较难与政府达成一致。

图 26: 专项债收储土地流程



资料来源: 中国政府网, 国海证券研究所

在收回存量土地的过程中, 可以在符合国土安全规划的前提下, 通过合理调整规划条件和设计要求, 使其更好地适应市场需求, 使土地要素利用效率有效提升, 改变传统的单一功能和用途的用地方式。同时, 加快土地二级市场建设, 推进交易信息公开, 为将来的专项债退出提供条件。

6、风险提示

市场超预期下行, 导致土地成交、商品房销售不及预期; 政策不及预期; 测算结果不能反映市场全貌, 存在预测偏差; 历史经验的适用性受限, 导致依据同期数据进行的计算存在偏差; 数据可得性受限, 部分数据口径不是完全一致, 斟酌比使用; 中国与别国国情不同, 并不具有完全可比性, 相关数据仅供参考。

【政策研究小组介绍】

夏磊，国海证券首席经济学家
 易炜林，国海政策&地产分析师
 庞欣，国海政策&地产分析师

【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。