

房地产

2024年中期策略：度过漫长的季节，房企大浪淘沙

2024年上半年，房地产政策在供需两端进一步发力，供给侧政策是下阶段看点，收储是下一阶段工作主要方向。供给端，“517”系列政策中，央行设立3000亿元再贷款支持地方收购已竣工未售新房，用作配售型或配租型保障性住房；自然资源部支持地方妥善处置、盘活存量土地。目前部分城市收储政策正在推进中，但地方收储需要平衡开发商、银行、政府平台三方利益。对于租金回报率较低的核心城市，可能需要地方政府进一步提高资本金或补贴租户以达成银行要求的回报率；对于二线城市，可能面临保障性住房需求不足的问题，前期需求摸排与项目选定是一大难点。因此收储如何落地是现阶段主要看点。**需求端**，央行下调首套/二套住房贷款最低首付比例至15%/25%，自上而下政策突破历史下限；同时取消房贷利率下限。所有二线城市均已落实，一线城市均有下调动作。从效果看，对二手作用大于新房，结构性的城市表现强于总量，成交起势或仍为脉冲，销售的持续性需要由政策的持续性给出。**融资端**，推进城市房地产融资协调机制。至5月中旬商业银行已审批通过了白名单项目贷款金额9350亿元，落地速度较快，但审批金额不等于投放金额。按公开数据，如按30%估算全部银行投放率，目前投放规模有限。且考虑到保交楼工作进入攻坚阶段，存量资产不抵债项目、或项目位置特别偏远销售去化困难的项目，仍需进一步资金支持。债券融资环境进一步收缩，股权融资接近停摆，叠加销售回款持续承压，房企流动性压力仍存。

未来政策的展望：（1）根据近期政策基调和节奏短期可能出台的政策：北京、上海、深圳限购限贷政策进一步放松，核心城市房贷利率和税费的进一步下调，“三大工程”进一步推进，以及收储可能看到城市维度执行细则的出台及一定落地成果。（2）偏反转级别的政策力量：中央在供给侧收储、土地端处置与盘活均有进一步发力空间；对于需求端持续疲软，可考虑类棚改的政策；房企端，保交楼资金进一步加码，同时做好房企风险的阻隔。（3）目前形势不能单靠地产政策本身去解决，更需要宏观层面政策予以配合，包括中央财政政策进一步加杠杆、货币端利率中枢进一步下行。（4）节奏上，须政策协同发力，让新房销售企稳回升保持一定的量能，逐步畅通销售-拿地-开工-施工-竣工链条，减轻对经济的负向拖累。

基本面复盘：上半年新房销售和土地成交继续大幅缩量，供需双弱下库存去化周期创新高。（1）新房销售受供应制约复苏缓慢，二手房与新房走势一致但降幅更小。上半年百城新房销售金额同比下降38%，而13城二手房成交建面同比下降6.7%，二手房因为供应充裕且价格跌幅较大所以降幅显著小于新房。城市表现显著分化，5月新政刺激和6月房企业绩冲刺影响下新房成交环比有所放量，但一二线反弹力度大于三四线。（2）土地供需持续大幅缩量，预计将对下半年及明年供货和销售形成制约。上半年300城土地成交金额同比下降44%，建面同比下降36%，由于市场尚未企稳，房企拿地愈加谨慎。（3）库存高企亟待提振需求去消化，供需双弱下去化周期被动抬升至历史新高。截止2024年5月，70城新房已取证未售库存4.6亿平，相当于历史高点85%；去化周期28个月，创历史新高。库存高企影响房企拿地积极性，且对房价形成压制。

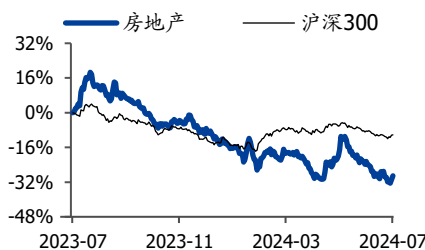
房地产政策博弈策略：提前参与政策博弈，胜率整体高于50%，我们组合个股在保证胜率和绝对收益的同时，具备一定超额收益。基于目前地产销售基本面低迷以及连带房企报表业绩承压，我们在过往报告中多次给出房地产股票投资建议——博弈重要会议及政策。A股地产板块博弈性质更明显，在中央主要会议前夕参与博弈，所有子策略均表现出高胜率、正收益特征，胜率都在50%或以上；相反在政策落地后参与，胜率降低至50%以下。H股地产板块建议提前2-3天博弈政策，或是在落地后短期参与，胜率也高于50%。整体建议大会前参与博弈。个股方面，我们在基本面维度挑选行业龙头兼顾上述策略胜率及绝对收益的同时，部分子策略能提供超额收益。A股方面，提前1-2周博弈所有政策，组合平均收益率为2.31-3.43%，超额0.69-1.2%。H股方面，提前1-2周博弈所有政策，组合平均收益率为3.37-4.08%，超额1.57-1.99%；提前2-3日博弈强预见性政策，组合平均收益率为1.4-1.64%，超额0.74-0.8%。

投资建议：维持行业“增持”评级。维持行业“增持”评级。我们认为重点关注房地产相关股票有以下理由：1、政策受基本面倒逼进入深水区，如我们2022、2023年在报告中反复阐述，认为本轮最终政策力度超过2008、2014年，而现在尚在途中。2、地产作为早周期指标，具备指向性作用，配置地产相当于配置经济风向标。3、行业竞争格局改善逻辑依旧适用，拿地和销售表现优异的依然是头部央企和少量混合所有制及民企，品质房企有望在未来的格局中更加受益。4、我们在上年提出的“只看好一线+2/3二线+极少量城市”依然奏效，这个城市组合在销售前期偶尔反弹时表现更好也得到了印证。5、供给侧政策，收储、妥善处置闲置土地等政策成为下一阶段观察落地最重要的方向，且可以预见，一二线仍然更受益。基于以上的配置逻辑，在股票层面我们推荐几个维度：1）开发：A股的招商蛇口、保利发展、滨江集团、华发股份、建发股份；H股的绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、建发国际集团等；2）物业：A股关注招商积余；H股关注华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云、绿城服务等；3）中介：贝壳；4）地方城投承担更多保交房、保障房等的任务，利好主要地方城投企业。

风险提示：政策落地不及预期、需求复苏不及预期、房企出险风险蔓延、模型假设和测算误差风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

分析师 肖依依

执业证书编号：S0680523080005

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

分析师 夏陶

执业证书编号：S0680524070006

邮箱：xiatao@gszq.com

分析师 周卓君

执业证书编号：S0680523070006

邮箱：zhouzhuojun@gszq.com

相关研究

- 1、《房地产：2023Q4基金重仓分析：机构地产持仓占比已处历史低位》2024-01-24
- 2、《房地产：基金重仓分析：仓位续减，部分优质房企仍获增持》2023-11-06



内容目录

一、政策复盘与展望	4
1.1 政策综述：政策供需两端进一步发力，方向明确力度仍有待加强	4
1.2 供给端：消化存量、优化增量，地方逐步推进，待模式走通	6
1.3 需求端：核心城市加入宽松行列，成交起势或仍为脉冲，销售的持续性或需要由政策的持续性给出	9
1.4 融资端：房企资金面持续承压，保交楼、风险阻隔、打通链条任重道远	14
二、房地产基本面复盘	20
2.1 供应制约新房销售复苏，二手房与新房走势一致但降幅更小	20
2.2 土地供需持续大幅缩量，预计将对下半年及明年供货和销售形成制约	24
2.3 大浪淘沙，房企生死局	27
2.4 库存高企亟待提振需求去消化，供需双弱下去化周期被动抬升至历史新高	29
三、房地产政策博弈策略	32
3.1 策略构建：基准指数、组合个股、重要政策、买卖时点的选择	32
3.2 回测	34
3.3 兼顾绝对收益、相对收益、高胜率的地产业政策博弈策略	36
投资建议	39
风险提示	39

图表目录

图表 1: 2022 年至今主要地产政策内容汇总（截至 2024.6.30）	4
图表 2: 2022 年至今政策周期与 2014 年宽松周期时间线对比	5
图表 3: 中央层面针对库存新政具体推进情况	6
图表 4: 地方层面收储新建商品房政策整理	7
图表 5: 商业银行收储贷款要求回报率测算	8
图表 6: 2022 年以来中央地方地产政策消息数量统计（2022.1.1-2024.6.30）	9
图表 7: 核心一二线城市地产放松一览（截至 2024.6.30）	10
图表 8: 5 年期以上 LPR（%）	10
图表 9: 百城主流房贷利率及放款周期（%，天）	10
图表 10: 一线城市现行购房政策一览（底色标蓝：2022 年放松周期以来出台的宽松政策。字体标红：2024 年以来出台的宽松政策）	11
图表 11: 本轮宽松周期关键政策打点	12
图表 12: 北京、上海、深圳 2022 年以来新房二手房周度成交规模（底色标红为城市出台需求端新政后）	13
图表 13: 房地产开发资金规模及同比	14
图表 14: 房地产开发资金各项来源占比（%）	14
图表 15: 房地产开发贷款余额及同比	15
图表 16: 2024 年推进城市房地产融资协调机制	15
图表 17: 《关于做好经营性物业贷款管理的通知》内容摘要	16
图表 18: 房企“第二支箭”政策	16
图表 19: 国央企与民企债券发行只数（截至 2024.6.30）	17
图表 20: 国央企与民企债券发行金额规模（截至 2024.6.30）	17
图表 21: 国央企与民企净融资额（考虑回售，截至 2024.6.30）	17
图表 22: 国央企与民企债券加权平均发行利率（截至 2024.6.30）	17
图表 23: 国央企与民企债券到期规模分月份（考虑回售，按 2024.6.30 时点待偿还规模统计）	17
图表 24: 民营房企通过中债增担保发行的债券规模分月份（截至 2024.6.30）	18

图表 25: 民营房企通过中债增担保发行的债券及获得储架式发行额度情况 (截至 2024.6.30)	18
图表 26: 国央企与民企美元债发行只数 (截至 2024.6.30)	19
图表 27: 国央企与民企美元债发行规模 (截至 2024.6.30)	19
图表 28: 国央企与民企美元债到期规模 (考虑回售、剔除出险房企, 截至 2024.6.30)	19
图表 29: 全国商品房销售面积 (万方)	20
图表 30: 全国商品房销售额 (亿元)	20
图表 31: 70 城新房月度推盘面积 (万方)	20
图表 32: 30 城新房周度成交面积 (万方)	20
图表 33: 百城月度销售额 (亿元)	21
图表 34: 百城新房月度销售面积 (万方)	21
图表 35: 百城中各能级城市年度成交金额	21
图表 36: 百城中各能级城市月度销售金额环比	22
图表 37: 各城市历年成交金额情况	23
图表 38: 13 城历年二手房周度成交面积 (万方)	24
图表 39: 300 城宅地供应建面 (万方)	24
图表 40: 300 城宅地成交建面 (万方)	24
图表 41: 300 城宅地出让金 (亿元)	25
图表 42: 300 城宅地成交建面与成交金额增速	25
图表 43: 300 城不同能级城市宅地成交建面同比	25
图表 44: 300 城不同能级城市宅地成交金额同比	25
图表 45: 300 城中不同能级城市土地成交建面占比	26
图表 46: 300 城中不同能级城市土地成交金额占比	26
图表 47: 300 城中不同能级城市的成交楼面价	26
图表 48: 300 城土拍流拍率 (年度)	27
图表 49: 300 城土拍溢价率 (年度)	27
图表 50: 300 城不同能级城市土拍流拍率	27
图表 51: 300 城不同能级城市土拍溢价率 (月度)	27
图表 52: 百强房企销售情况	28
图表 53: 克而瑞拿地金额 TOP20 房企	29
图表 54: 70 城住宅库存情况 (单位: 万方)	30
图表 55: 不同能级城市住宅库存情况 (单位: 万方)	30
图表 56: 70 城市库存去化周期 (月)	30
图表 57: 不同能级城市库存去化周期 (月)	30
图表 58: 库存去化周期在不同区间的城市数量及占比	31
图表 59: 70 城库存情况	31
图表 60: 板块基准指数及组合个股明细	32
图表 61: 板块基准指数及组合个股平均股价走势 (2022.1.4-2024.6.21)	33
图表 62: 2022 年以来符合条件的重要涉房会议及政策	33
图表 63: 板块基准指数回测表现	34
图表 64: 组合 A/H 个股回测表现	35
图表 65: 组合 A/H 个股回测相较板块超额收益率	35
图表 66: A 股地产板块基准指数策略执行结果	36
图表 67: H 股地产板块基准指数策略执行结果	37
图表 68: 组合 A 股策略执行结果	38
图表 69: 组合 H 股策略执行结果	38

一、政策复盘与展望

1.1 政策综述：政策供需两端进一步发力，方向明确力度仍有待加强

2024 年上半年，房地产政策在供需两端进一步发力，供给侧政策是下阶段看点，收储是下一阶段工作主要方向。供给端，“517”系列政策中，央行设立 3000 亿元再贷款支持地方收购已竣工未售新房，用作配售型或配租型保障性住房；自然资源部支持地方妥善处置、盘活存量土地。目前部分城市收储政策正在推进中，后续收储与土地处置等如何落地实施是一大看点。需求端，央行下调首套/二套住房贷款最低首付比例至 15%/25%，自上而下政策突破历史下限；同时取消房贷利率下限。目前所有二线城市均已落实，一线城市均有下调动作。融资端，今年以来主要推进城市房地产融资协调机制，目前对房企现金流产生一定边际帮助，但债券融资环境进一步收缩、股权融资接近停摆，叠加销售回款持续承压，房企流动性压力仍存。

图表 1：2022 年至今主要地产政策内容汇总（截至 2024.6.30）

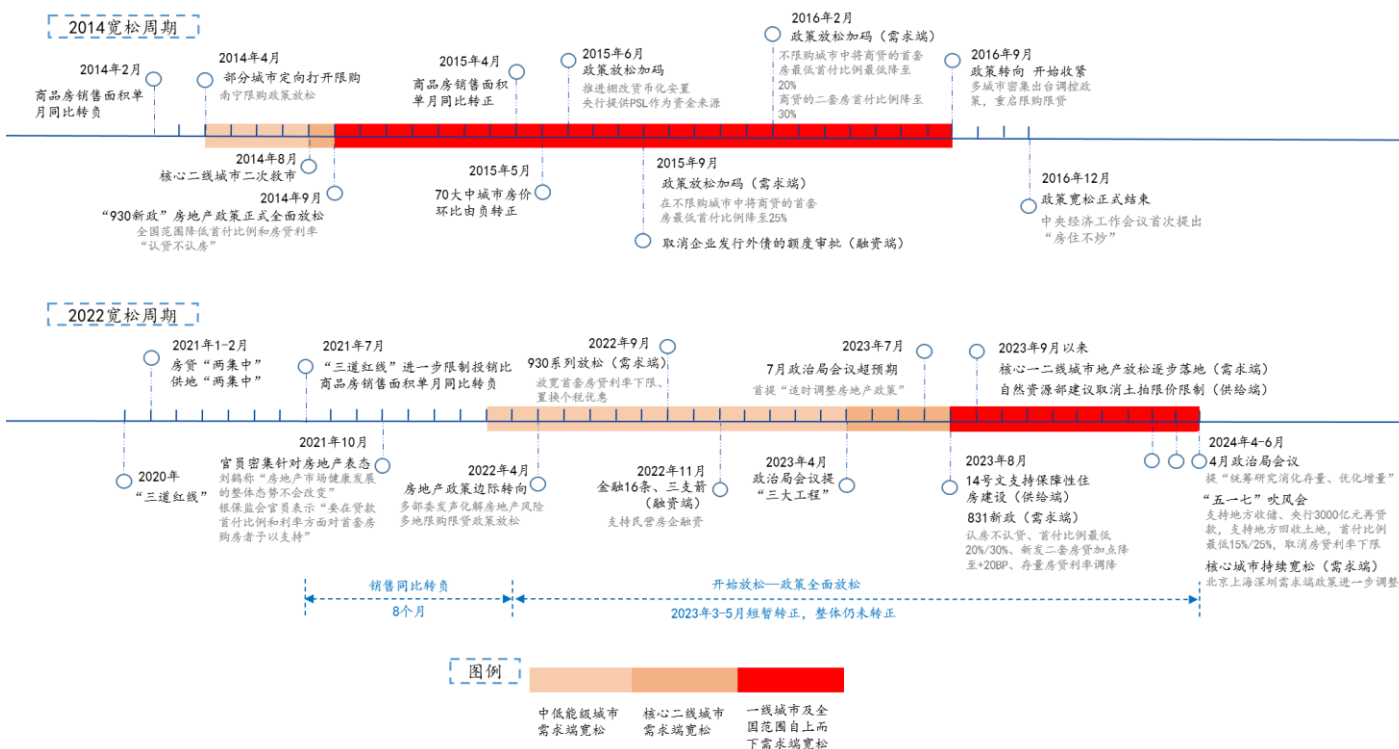
政策大类	时间	政策要点	政策详情
宏观调控	2021-2023	降准降息	2021年7月以来5次降准、5次5年期LPR降息（70BP）
需求端	2022-2023	因城施策	2022年4月央行、外汇局提出因城施策实施好差别化住房信贷政策
	2023/8	认房不认贷	推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”
	2023/8	831新政	首付比例最低20%/30%，首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，新发二套房贷加点降至+20BP。按照因城施策原则，各地自主确定辖区内各城市首套和二套最低首付比例和利率下限
			存量首套住房商业贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业贷款
	2024/5	517系列政策：住房信贷方面	首付比例最低15%/25%，取消房贷利率下限
融资端	2022/11	“金融16条”及三支箭	稳定房地产开发贷款投放，对国有、民营等各类房地产企业一视同仁。支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期。保持债券融资基本稳定，推进增信机构对财务总体健康、面临短期困难的房企债券发行提供增信支持。恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。恢复上市房企和涉房上市公司再融资。
	2024/1	城市房地产融资协调机制	建立城市房地产融资协调机制，推动房地产开发企业和金融机构精准对接，鼓励金融机构从项目维度予以支持
供给端	2022/7	保交楼	银保监会积极表态：将支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。随后多地筹备保交楼专项借款。2022年11月，央行计划向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”
	2023/2	调整集中供地	自然资源部对住宅用地出让公告不再要求“全年不超过3次”
	2023/4	三大工程	提出“三大工程”：积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，规划建设保障性住房
	2023/9	14号文支持保障性住房建设	明确了两大目标，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”；二是推动建立房地产业转型升级发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求
	2023/10	取消土拍限价限制	自然资源部建议取消土拍限价限制
	2024/4	去库存	政治局会议：统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式
	2024/5	517系列政策：消化存量、优化增量	央行设立3000亿元再贷款支持地方收储，自然资源部支持地方收回土地，继续推进保交楼，允许土地改规划

资料来源：Wind，中央政府网站，央行，住建部，证券时报，证券日报，上证报，中国经济网，国盛证券研究所整理

当前政策放松力度大致等同于**2014年宽松周期过半**的力度，我们从**2022年**开始反复强调，预计政策最终力度至少或者甚至超越历史周期。我们在此前报告中提及，相较于2014年宽松周期，本轮2022年以来的宽松进入政策深水区用时更长。前期地产政策优化较长时间集中在低能级城市，2023年8月以来核心一二线城市加入到宽松队列后，城市政策出台节奏仍延续此前分阶段特征，出台密度也延续此前点状的形态，没有形成核心城市面上的政策合力，导致市场难以形成较强的预期。2024年“517”新政出台消化存量相关政策、以及新政后核心城市进一步调整限购限贷，当前时点政策整体力度大致等同于2014年宽松周期过半，本轮政策尚未见到力度等同2015年推进的棚改货币化政策。考虑到持续低迷的地产基本面可能对经济产生长期负向的拖累，我们始终认为最终本轮政策放松力度将至少或者甚至超越2008、2014年宽松周期。

未来政策的展望：（1）根据近期政策基调和节奏短期可能出台的政策：北京、上海、深圳限购限贷政策进一步放松，核心城市房贷利率和税费的进一步下调，“三大工程”进一步推进，以及收储可能看到城市维度执行细则的出台及一定落地成果。（2）偏反转级别的政策力量：中央出面在供给侧收储、土地端处置与盘活均有进一步发力空间；对于需求端持续疲软，可考虑类棚改的政策；房企端，保交楼资金进一步加码，同时做好房企风险的阻隔。（3）目前形势不能单靠地产政策本身去解决，更需要宏观层面政策予以配合，包括中央财政进一步加杠杆、货币端利率中枢进一步下行。（4）节奏上，须政策协同发力，让新房销售企稳回升保持一定的量能，逐步畅通销售-拿地-开工-施工-竣工链条，减轻对经济的负向拖累。

图表2：2022年至今政策周期与2014年宽松周期时间线对比



资料来源：Wind，中央政府网站，地方住建官网，国家金融监督管理总局，央行，财政部，证监会，人民网，中国新闻网，新华网，中房网，中新网，证券时报等，国盛证券研究所

1.2 供给端：消化存量、优化增量，地方逐步推进，待模式走通

针对库存问题，中央出台“消化存量”、“优化增量”系列政策，新的政策着力点在地方收储新房以及盘活存量土地。“517”系列政策中，央行设立 3000 亿元再贷款支持地方收购已竣工未售新房，用作配售型或配租型保障性住房。对于尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府回收收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活。5 月以来中央多次组织相关工作推进会议，地方维度也在逐步推进，目前尚处于新政发布后早期推进阶段，静待模式走通。

图表 3：中央层面针对库存新政具体推进情况

时间	部委/机构	内容摘要
2024/5/17	央行、金融监管总局、住建部、自然资源部	央行设立3000亿元再贷款支持地方收购已竣工未售新房，用作配售型或配租型保障性住房。对于尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府回收收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活。
2024/6/13	央行	央行在山东省济南市召开保障性住房再贷款工作推进会，调研推广前期租赁住房贷款支持计划试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作。会议强调，金融机构和有关单位要深入贯彻落实中共中央政治局和国务院常务会议部署，深刻认识房地产工作的人民性、政治性，既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。按照“政府指导、市场化运作”的思路，借鉴前期试点经验，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存。加强制度保障和内外部监督，坚持自愿参与、以需定购、合理定价，确保商业可持续，严格避免新增地方隐性债务，切实防范道德风险。
2024/6/21	住建部	住房城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议。会议指出，市县根据本地区房地产市场情况，综合考虑保障性住房实际需求、商品房库存水平等因素，按照“政府主导、市场化运作”的思路，自主决策、自愿参与。要坚持以需定购，准确摸清需求，细致摸排本地区保障性住房需求底数和已建成存量商品房情况，合理确定可用作保障性住房的商品房源，提前锁定保障性住房需求。要坚持规范实施，防范各类风险，做到收购主体规范、收购过程规范、配售配租规范，做到收购的已建成存量商品房户型面积合适、价格合适、位置合适。要坚持用好金融支持政策，实现资金可平衡、项目可持续。
2024/6/27	自然资源部	自然资源部开展妥善处置闲置存量土地有关工作视频培训。针对当前盘活房地产存量土地存在的利用难、转让难、收回难等问题，自然资源部会同国家发展改革委等部门结合各地实践探索，研究出台了3个方面18条政策措施。在“鼓励开发”方面，消除开发建设障碍，完善规划条件和相关配套设施要求，合理调整开竣工日期，依法免除因自然灾害、疫情导致的违约责任；“在促进转让”方面，充分发挥土地二级市场作用，推进房地产用地“带押过户”，配合司法及破产处置，优化分割开发程序，支持合作开发；在“规范收购收回”方面，强调了应依法收回的情形，协商收回的可采取等价置换等方式，收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，但要量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。

资料来源：中央政府网站，央行，自然资源部，国盛证券研究所

图表 4: 地方层面收储新建商品房政策整理

日期	城市	内容
2022/08	湖州	鼓励收购滞销房，对困难房地产企业的滞销房，鼓励国有企业收购，作为保障安置用房等
2022/09	济南	市内6区分批购买共3000套整栋商品住宅或公寓。房源性质原则上须为整栋未出售的商品住宅或公寓，可实现封闭管理，整院优先
2022/09	郑州	郑州市住房保障局、地产集团要在8月底已完成第一批2万套的基础上，10月底前完成第二批3万套，12月底前完成第三批5万套，确保完成全年10万套的人才公寓回购任务，为销售困难的现房、准现房项目纾困解难
2023/03	洛阳	在中心城区范围内，由市住房城乡建设局牵头，鼓励支持洛阳国晟投资控股集团有限公司通过公开招标、竞争洽谈、全面统筹、市场运作等方式，收购存量商品住宅和公寓共5000套，约30万平方米，用于租赁住房。优先购买现房、精装修的项目；优先购买整栋或整单元未售、可实现封闭管理的整院
2023/05	福州	计划2023年批量收购存量住房总套数8000套，计划总投资约100亿元，总建筑面积80万平方米，统一用作保障性租赁住房或长租房
2023/06	长沙	拟从住房公积金增值收益中，以总预算约4.35亿元购买1100余套商品房作为公租房
2023/11	南阳	将在市区收购500套，单套建筑面积70m ² 以下的建筑作为市本级人才公寓
2023/12	天津	国开行发放12.88亿元贷款，用于支持购置存量住房用作保障性租赁住房
2023/11	呼和浩特	购买LOFT存量用房262套
2024/01	青岛	首批试点贷款18.5亿元，支持收购首批项目7个，涉及房屋总套数2319套
2024/05	重庆	面向全市征集市场化批量收购商品房用于租赁住房房源。房源要求位于重庆市中心城区，整幢、整单元作为基本收购单位，单套建筑面积不超过90平方米。房源须为现售商品房，权属清晰且可交易，能满足金融机构发放贷款的要求
2024/04	绍兴越城区	以市场化购买的商品房用作人才住房首批收购数量为300套，面积在90m ² -140m ² 范围内
2024/05	杭州临安区	收购房源面积原则不超过10000平方米，现房或一年内具备交付条件的期房。房源以整幢作为基本收购单位，同时单套建筑面积不超过70m ² ，以不超过周边房源、车位的评估价作为本次收购的最高限价
2024/05	云南楚雄州牟定县	采取“以购代建”方式采购商品房作为安置房
2024/05	大理白族自治州	鼓励收购存量房作为保障性租赁住房或人才住房，住宅商品房去化周期超过24个月的县市、大理经开区，不再新建保障性租赁住房
2024/05	昆明	拟由市属国有企业在部分行政区域征集昆明市五华区、盘龙区、官渡区、西山区、呈贡区行政区域内已建成未出售的商品住房项目。房源为单套建筑面积120平方米及以下的商品住房，优先选取整栋或整单元未售可实现封闭管理的楼栋或整院
2024/05	上海	探索通过国有平台公司等主体收购、趸租适配房源，优化住房保障供给
2024/05	广州增城区	拟收购广州(新塘)至汕尾铁路项目(新塘段)商品房作为安置房源。项目安置需求量的总建面不低于2.07万平方米，所征集房源需在增城区新塘镇范围内，并已取得预售许可证
2024/06	苏州	坚持“以需定购”，组织地方国有企业以合理价格收购部分存量商品住房用作保障性住房。
2024/06	惠州	面向全市开发企业开展房源征集工作，拟在惠州市域内7个县（区）中心区域内已建成未出售的商品房房源。要求已取得竣工验收备案证明，面积在120平方米以下，优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目
2024/06	江门	拟由市、县两级国有企业作为收购主体，以合理价格收购（以同地段保障性住房重置价格为参考上限）在市相应行政区域内征集已建成未出售的商品房用作保障性住房。要求已取得竣工验收备案证明，面积在120平方米以下，优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目

资料来源：地方政府网站，中新网，齐鲁壹点，新京报，中国招标与采购网，中国质量新闻网，每日经济新闻，中国经营报等，国盛证券研究所整理（不完全整理，筛选地方政府收储新建商品房用作保障性住房/公租房等政策，不含“以旧换新”条线政策）

地方收储需要平衡开发商、银行、政府平台三方利益，如何落地是目前主要看点。我们认为模式有待进一步优化与加码。3000 亿元再贷款可撬动 5000 亿元贷款规模，我们保守测算按销售均价收购，全额投放可收储面积占已竣工未售面积（统计局待售面积，超狭义库存）约 13%。如假设其他条件不变，通过收储使 70 城狭义库存去化周期降至 18 个月，大约需要 2.6 万亿元，如回到 15 个月，大约需要 3.6 万亿元。实际执行中，我们看到如广州增城招标情况是按开发商成本收购，即大约按销售价格的 7-8 折进行收购，那么上述测算需要用到的金额将减少。

收储目前仍有诸多困难需要克服，(1)若通过收储对供需关系产生实际改善作用，则 5000 亿元的贷款规模是相对不足的。

(2) 在进入阶段，如何测算收储项目未来用作保障性住房的租金回报是一大难点，需要综合考虑未来房价下跌压力、租金回报率、区域内保障性住房需求，引申的问题即如何确定符合条件的收储项目。

(3) 从银行的角度，在市场化原则下，商业银行主要关注第二点所述的测算项目回报的问题，核心城市租金回报率偏低，可通过地方政府平台提高资本金或补贴租户的方式提升商业银行贷款部分的回报率（具体见下表的测算）；非核心城市租金回报率相对较高，但可能面临保障房需求不足的问题。

(4) 从地方政府的角度，政府推进收储的动力，取决于当地保障性住房实际需求以及完成的情况。部分二线城市保障性住房接近饱和，地方政府推进意愿就天然不足。另外如第三点所述，项目申请银行贷款必须满足商业银行自身回报率要求，其中缺口部分就考验地方政府自身财政实力。

(5) 在退出阶段，目前政策相对空白。央行再贷款期限为 1 年可展期 4 次即最长 5 年时间，政府收储后作为重资产，必须考虑退出机制，这部分有待政策进一步完善。

图表 5: 商业银行收储贷款要求回报率测算

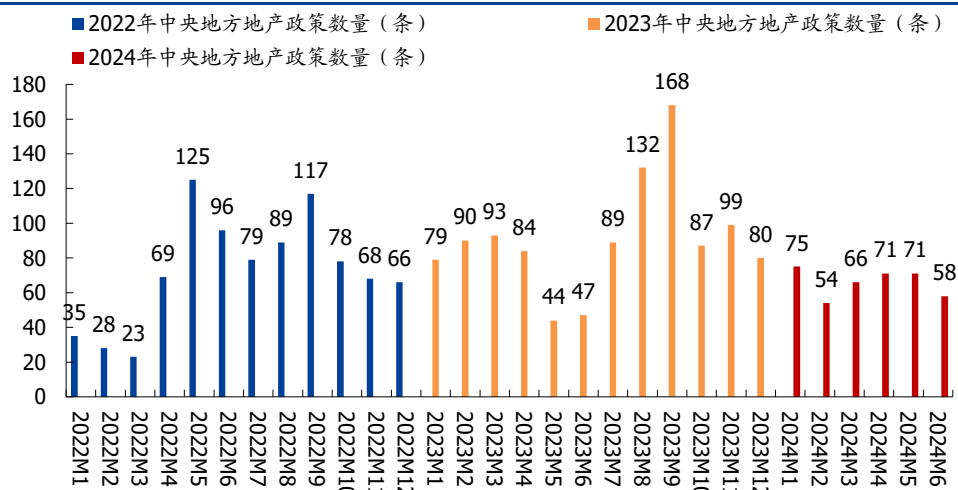
5000 亿元贷款分为央行及商业银行两部分		
3000 亿元央行再贷款成本 (%)	1.75	
2000 亿元商业银行提供的资金回报率要求 (%)	3.5	
5000 亿元贷款加权平均回报率要求 (%)	2.45	
城市维度测算	一线城市	二线城市
租金回报率 (%)	1.5	2
地方平台申请贷款的资本金占比	25%	25%
贷款部分租金回报率 (%)	2.0	2.7
相较 5000 亿元要求的回报率差距（地方政府在提供资本金后，额外需要补贴租客的租金）	22.5%	-
地方政府需要如何行动？	提高资本金比例，或是进一步补贴租客	侧重于筛选需求充足、稳定的区域进而选定收储项目

资料来源：央行，国盛证券研究所测算

1.3 需求端：核心城市加入宽松行列，成交起势或仍为脉冲，销售的持续性或需要由政策的持续性给出

2024 年上半年，城市需求端政策进一步宽松，核心政策释放仍偏慢。据我们不完全统计，2024 年 1-6 月，中央及地方出台房地产政策频次为 395 次，缓于 2023 年 7 月政治局会议后核心二线城市宽松的频次。我们认为主要原因是在当前地产政策框架内，低能级城市房地产政策已处于较全面的宽松状态，能够出台增量政策的城市正在逐步减少。另外需要指出，我们统计的政策频次是宽口径，包含了公积金信贷政策、购房补贴、契税补贴、落户政策、地方层面的以旧换新（包含平台收购、或是鼓励换新等），这些政策可能在部分城市有一定效果，但是这些政策的“等级”低于限购、限贷、房贷利率政策，对购房者信心及预期的提振效果偏弱。如上文所述，在进入 2024 年后，核心城市“高等级”的政策没有形成“面”上协同发力，政策节奏也还是分阶段释放。在经过约半年时间的推进，二线城市以及广州首付比例已经放松至央行规定的下限——商贷首套二套首付比最低 15%/25%，同时取消了房贷利率下限；北京、上海、深圳分散出台政策，首付比例和利率各有调降，目前距离央行规定下限仍有空间，限购也尚未全面打开，预计后续仍有边际放松空间。

图表 6：2022 年以来中央地方地产政策消息数量统计（2022.1.1-2024.6.30）



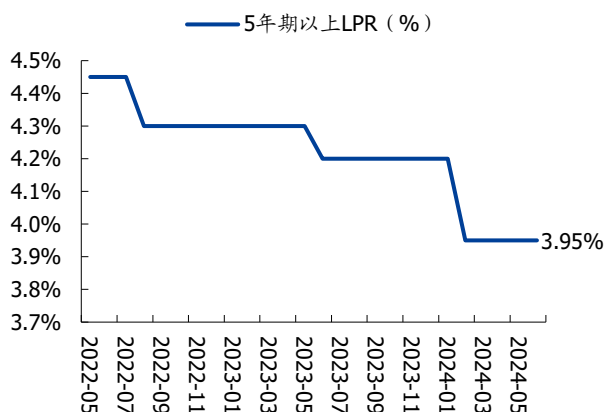
资料来源：中央政府网站，各地方政府网站，国家金融监督管理总局，央行，证监会，住建部，新华社，新华网，中国日报，证券时报，证券日报，中证报，上证报，央广网，中房网，中国质量新闻网，每日经济新闻，中国台湾网，香港金融管理局等，国盛证券研究所

图表 7: 核心一二线城市地产放松一览 (截至 2024.6.30)

城市	最新首付比下限		最新房贷利率下限		城市	最新首付比下限		最新房贷利率下限	
	首套	二套	首套	二套		首套	二套	首套	二套
一线城市					郑州	15%	25%	3.25%	3.35%
北京	20%	五环内35% 五环外30%	3.50%	五环内3.9% 五环外3.7%	天津	15%	25%	3.35%	3.90%
上海	20%	城区35% 郊区30%	3.50%	城区3.9% 郊区3.7%	福州	15%	25%	3.30%	3.75%
深圳	20%	30%	3.50%	3.90%	济南	15%	25%	3.55%	3.95%
广州	15%	25%	取消下限	取消下限	昆明	15%	25%	3.50%	3.90%
二线城市					石家庄	15%	25%	3.35%	4.10%
杭州	15%	25%	取消下限	取消下限	太原	15%	25%	3.35%	3.75%
合肥	15%	25%	3.45%	3.65%	沈阳	15%	25%	3.45%	4.15%
成都	15%	25%	取消下限	取消下限	青岛	15%	25%	3.45%	3.95%
西安	15%	25%	3.55%	3.90%	大连	15%	25%	3.45%	4.15%
苏州	15%	25%	3.25%	3.75%	三亚	15%	25%	取消下限	取消下限
武汉	15%	25%	3.25%	3.35%	海口	15%	25%	取消下限	取消下限
南京	15%	25%	3.25%	4.25%	南宁	15%	25%	3.35%	4.15%
重庆	15%	25%	3.55%	3.90%	长春	15%	25%	3.40%	4.10%
厦门	15%	25%	3.30%	3.75%	哈尔滨	15%	25%	3.45%	4.15%
长沙	15%	25%	3.65%	3.95%	南昌	15%	25%	3.65%	4.15%
宁波	15%	25%	3.35%	3.55%	贵阳	15%	25%	取消下限	取消下限

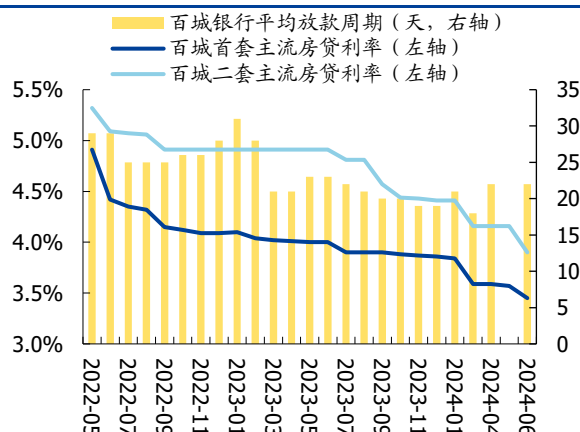
资料来源: 各地方政府官网, 各地方人民银行分行, 新京报, 每日经济新闻, 中国房地产报, 证券时报, 福建新闻网, 中国房地产网, 央广网, 贵州综合信息网, 中指, 国盛证券研究所整理

图表 8: 5 年期以上 LPR (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 百城主流房贷利率及放款周期 (% , 天)



资料来源: 贝壳, 国盛证券研究所

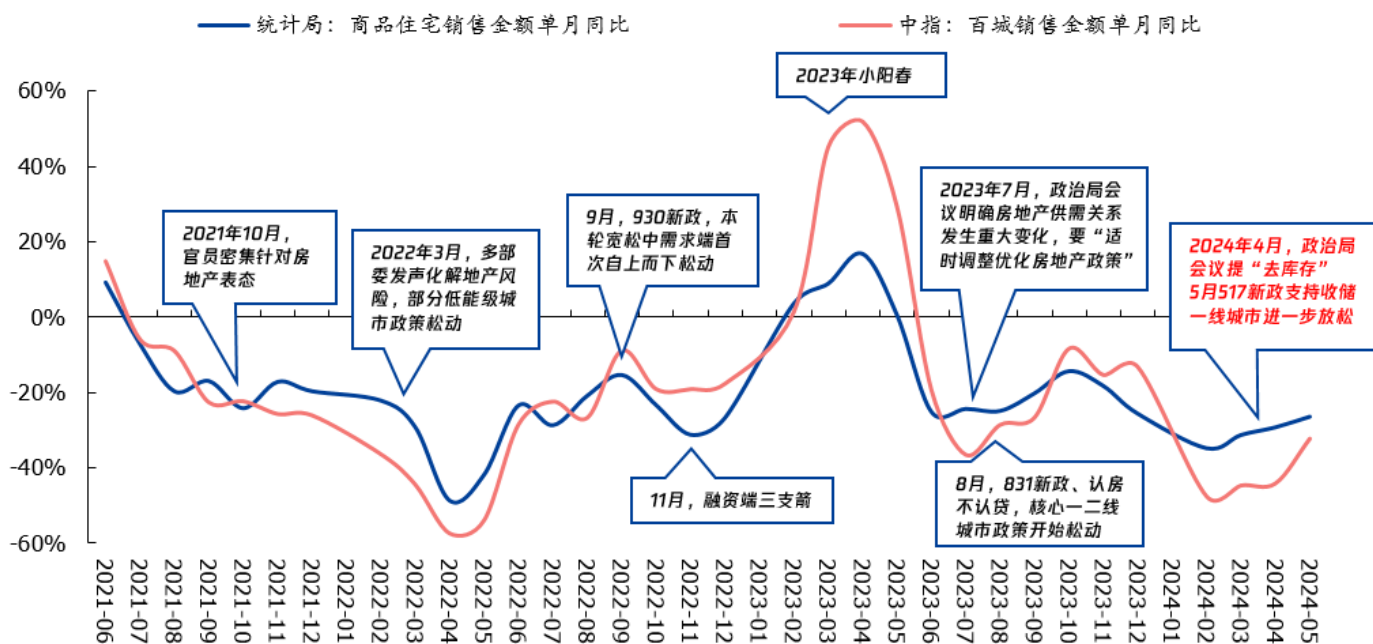
图表 10：一线城市现行购房政策一览（底色标蓝：2022 年放松周期以来出台的宽松政策。字体标红：2024 年以来出台的宽松政策）

政策类型			北京	上海	广州	深圳	
限购政策	限购区域划分		全市限购	全市限购	限购区域（6个）：越秀、海珠、荔湾、天河、白云（部分）、南沙	全市限购	
			通州区取消双限，只要符合北京整体限购政策即可购房	有条件限购宽松区域：外环外、临港、金山、青浦、奉贤	非限购区域（6个）：增城、从化、花都、黄埔、番禺、白云北部四镇	有条件限购宽松区域：盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区	
	限购套数规定	本市户籍居民家庭	限购2套（含持有有效北京市工作居住证已婚家庭）	夫妻均为上海户籍，2011.1.30前夫妻双方各自和父母共有住房数≤2套，限购2套	限购区域限购2套。非限购区域可购买多套房	限购2套住房。取消落户年限以及缴纳个税、社保年限要求（原需满3年）	
		本市户籍单身（含离异）	限购1套（含持有有效北京市工作居住证个人）	无房，且本人和父母2011.1.30前共有住房数≤2套，限购1套	限购区限购1套住房	限购1套住房。取消落户年限以及缴纳个税、社保年限要求（原需满3年）	
		非本市户籍居民家庭及单身	家庭个人均限购1套，需满足购房之日前连续缴纳5年及以上个税或社保	购房之日前3年连续缴纳个税或社保，家庭全市限购1套，单身外环外限购1套新房或二手房（原需满5年，单身限外环外）。新城以及南北转型等重点区域满2年限购1套。临港满1年限购1套	购房之日前2年连续缴纳个税或社保，限购区限购1套→满6个月即可	购房之日前连续缴纳3年及以上个税或社保，限购1套（原需满5年）；限购宽松区域，满1年限购1套	
	其他特殊规定		京籍家庭拥有2套房or京籍单身拥有1套房or非京籍连续缴纳5年及以上个税或社保且拥有1套房，允许在五环外新购买1套商品住房	对二孩及以上的多子女家庭，可再购买1套住房	限购区内，购买建面120平方米以上住房，不纳入限购范围；限购区内出租或计划出售，可核减家庭住房套数	有两个及以上未成年子女的本市户籍居民家庭，可在限购宽松区域多购买1套	
			本市户籍二孩及以上的多子女家庭，购买第二套住房的，在个人住房贷款中认定为首套住房	调整住房赠与规定，已赠与住房不再计入赠与人拥有住房套数			
政策类型			北京	上海	广州	深圳	
限贷政策	商业贷款	认贷情况		认房不认贷			
		首付比例	首套	普宅35%、非普40%→30%→20%	普宅35%、非普40%→30%→20%	30%→15%	30%→20%
			二套	普宅60%、非普80%→城六区（东城、西城、朝阳、海淀、丰台、石景山区）：50%→五环以内35%	普宅50%、非普70%→主城区：50%→35%	25%（购房所在区无住房且符合购房条件的，可按首套认定）	40%→30%
				城六区以外：40%→五环以外30%	临港新片区、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山：40%→30%		
		贷款年限		25年→30年	30年	30年	30年
		普宅认定		调整后不看总价段、并提高单价标准：5环以内≤85000，5~6环≤65000，6环以外≤45000。同时满足容积率≥1，单套住房建面≤144平米，即认定为普宅	取消成交总价限制。同时满足5层及以上的多高层住房或不足5层的老式公寓、里弄，且单套住房建面≤144平米，即认定为普宅	不区分普宅非普	取消成交总价限制。同时满足容积率≥1，且单套住房套内建面≤120平米或建面≤144平米，即认定为普宅
		房贷利率	首套	LPR-45BP	LPR-45BP	取消下限	LPR-45BP
			二套	五环内-5BP，五环外-25BP	主城-5BP，郊区-25BP	取消下限	LPR-5BP

资料来源：各地方政府网站，新华网，证券时报，央广网，新京报，国盛证券研究所

从政策效果看，对二手作用大于新房，结构性的城市表现强于总量，政策仍需进一步加码。如上文分析，2024年以来需求端继续发力，但从政策出台密度、政策出台节奏等方面仍有提升空间，从效果看也比较分化——全国层面效果不明显，个别一二线核心城市有一定效果。全国层面，根据统计局商品房销售和中指百城销售数据看，2024年“小阳春”表现不佳，单月同比出现较大降幅；5月核心二线城市逐步落地新政，统计局销售单月同比降幅小幅收窄至26.4%，中指百城销售同比降幅收窄至32.3%。6月我们跟踪的30个城市新房单月成交面积降幅收窄至21.1%，月度级别量能依然处于近年最低水平。

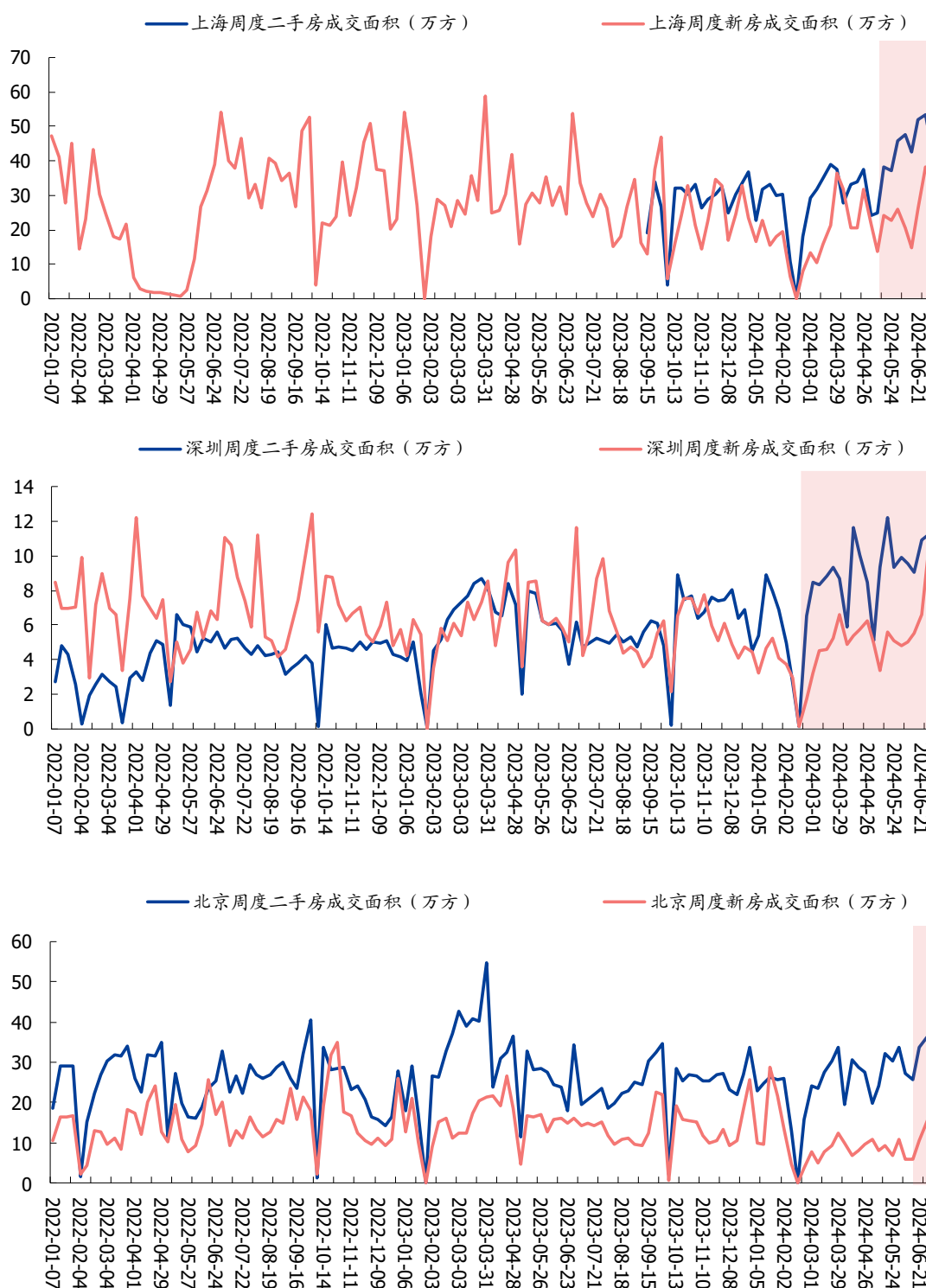
图表 11: 本轮宽松周期关键政策打点



资料来源：Wind，中指，中国政府网，国家金融监督管理总局，央行，证监会，财政部，证券时报，中新网，地方住建官网等，国盛证券研究所（统计局单月同比为计算值）

政策对二手房的刺激作用更加明显，新房供给问题是压制核心城市新房销售的一大因素。2024年出台的需求端政策对上海、深圳二手房成交带动明显，短期成交量能提升的走势再现。上海6月二手房成交套数为26376套，环比增长44%，超过年初小阳春创年内新高。深圳6月二手房住宅成交套数为4249套，环比增长2%，深圳此前在今年2月领先北京、上海调整限购政策，因此成交端在今年3月开始便有所反应，深圳在5月后继续调整优化政策，近几个月成交持续保持在较高的水平。北京6月二手房住宅成交套数为14987套，环比增长12%，也创下年内新高，北京购房政策调整是在6月下旬，政策的效果或在7月逐步显现。而北上深三城新房成交明显弱于二手房，仅在6月中下旬半年度冲量节点有一定环比回升，新政后新房成交不论是绝对量还是弹性均弱于二手房。我们认为，主要是新房在核心区域供给偏少，而二手房不论是在核心区还是郊区均有大量供给；且目前二手房以价换量态势明显，新房价格整体仍受限。新房供给问题是压制核心城市新房销售的一大因素，而房企拿地开工施工均跟随新房销售，二手房成交起势传导至新房并不明显（且二手房成交持续性也待观察），整体链条尚未打通。

图表 12: 北京、上海、深圳 2022 年以来新房二手房周度成交规模 (底色标红为城市出台需求端新政后)

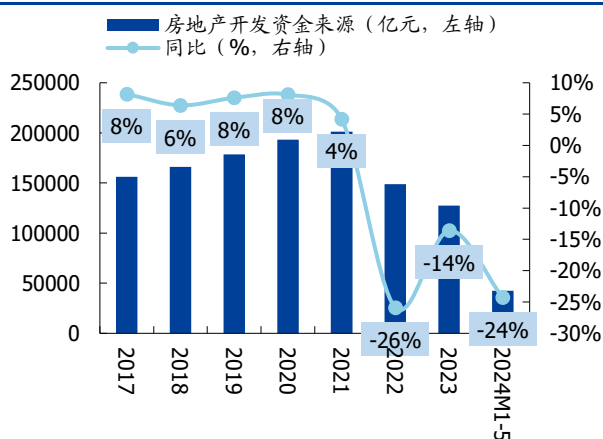


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (上海二手房受限于房管局披露条件, 2023 年 9 月前缺失, 且口径包含非住; 其余指标口径均为住宅)

1.4 融资端：房企资金面持续承压，保交楼、风险阻隔、打通链条任重道远

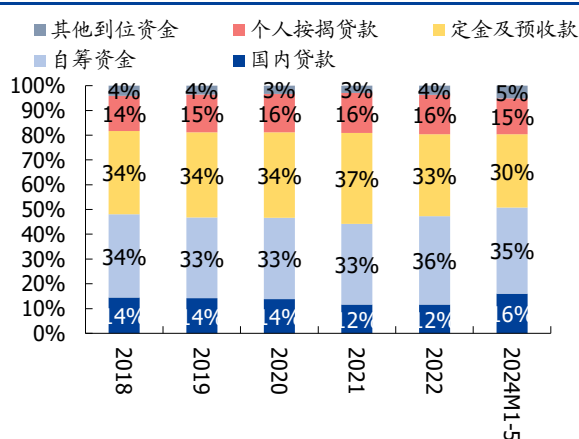
销售回款低迷、银行信贷谨慎、债券融资收缩，2024 年上半年房企资金面持续承压，需政策进一步加码。据统计局，2024 年 1-5 月房地产开发资金来源同比在 2023 年低基数上继续下滑 24.3%，仅为 2021 年同期的 52.3%。具体看，房企在多年新房销售低迷环境下回款持续承压，1-5 月定金及预收款同比-36.7%，个人按揭贷款同比-40.2%，是主要拖累开发资金的两项。1-5 月房企国内贷款同比-6.2%，降幅较 2023 年同期有所收窄，且占当期资金来源比例提高，指向目前融资协调机制、保交楼工作有边际效果，但同比下行意味着依然拖累整体资金来源。公开市场融资方面，2024 年多数民企及混合所有制房企依然无法实现信用发行，融资环境因部分混合所有制房企流动性舆情而持续收缩，国央企净融资额也面临转负压力。我们认为，中央多次高级别会议强调保交楼及推进融资协调机制，未来房企融资端政策将持续推进。但结合目前在保交楼攻坚、房企风险阻隔、配合需求端政策激活房企拿地意愿、打通产业链条等方面实际的推进情况，房企端/融资端政策力度上仍有加码空间。

图表 13: 房地产开发资金规模及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 房地产开发资金各项来源占比 (%)



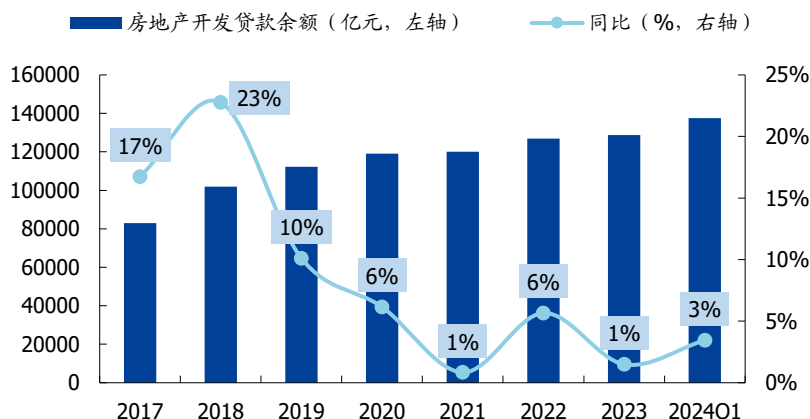
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(1) 银行贷款：城市房地产融资协调机制取得一定成效，保交楼仍需进一步资金支持

2022 年底至 2023 年主要推进的是“金融 16 条”指引下的银行端信贷支持，主要要求对各类所有制房企一视同仁，允许存量开发贷及信托展期，支持提供保交楼专项借款等。从实际落地情况看，银行对于部分民企和混合所有制房企信贷投放依然偏向谨慎。此前银行广泛推进的意向性授信额度落实规模有限，一方面是意向性授信的提款仍需符合一定条件，房企实际可支取的金额有限；另一方面对于边际民企，如果过度提款，会对其后续银行贷款评估产生负面影响。

一季度开发贷款余额仍增长，主要是银行信贷展期对冲增量的减少，银行放贷意愿仍偏谨慎。2024 年一季度末，房地产开发贷款余额为 13.8 万亿元，同比增长 3.5%，继 2022、2023 年保持正增长。开发贷继续增长，一方面是“金融 16 条”允许存量开发贷展期，以及 2023 年政策适用期限延长，大量开发贷展期对冲新增规模的减少。据金融监管总局肖远企，至 2024 年一季度末，房地产开发贷展期余额同比增长 147%。另一方面，城市房地产融资协调机制快速推进，一季度新发放开发贷款 9636 亿元，环比上年四季度也有增长。但事实上，近年房企拿地意愿持续下挫，符合银行放贷条件的核心城市优质项目持续减少，目前银行对新增开发贷仍偏谨慎。

图表 15: 房地产开发贷款余额及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

城市房地产融资协调机制快速落地，但投放规模有限，但保交楼仍需进一步资金支持。年初，住建部与金融监管总局联合印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》(下文简称协调机制)，协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。金融机构按照市场化、法治化原则评估协调机制推送的支持对象，对正常开发建设、抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，建立授信绿色通道，优化审批流程、缩短审批时限，积极满足合理融资需求。从年初建立机制至 5 月 16 日，全国 297 个地级及以上城市已经建立了房地产融资协调机制，商业银行已按内部审批流程审批通过了“白名单”项目贷款金额 9350 亿元，审批落地速度较快，但审批金额不等同于实际投放金额，投放节奏仍挂钩项目建设进度。按目前公开披露数据，至一季度末，1979 个项目共获得银行授信 4690.3 亿元，1247 个项目已获得贷款发放 1554.1 亿元，投放率 33.1%。至 5 月底，农行落地审批金额 1000 亿元，累计投放金额 294 亿元；光大银行审批金额 309 亿元，累计投放金额 97 亿元，两家银行投放率也是 30% 左右。如按 30% 估算全部商业银行投放率，目前投放规模有限。且考虑到保交楼工作进入攻坚阶段，存量资不抵债项目、或项目位置特别偏远销售去化困难的项目，是当前保交楼工作的难点。从目前推进情况看，仍需进一步资金支持。

图表 16: 2024 年推进城市房地产融资协调机制

时间	部委/机构	内容摘要
2024/1/12	住房和城乡建设部、金融监管总局	建立城市房地产融资协调机制： 1、协调解决房地产融资中存在的困难和问题。搭建政银企沟通平台，推动房地产开发企业和金融机构精准对接。保障金融机构合法权益，指导金融机构与房地产开发企业平等协商，按照市场化、法治化原则自主决策和实施。2、筛选确定支持对象。协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，提出可以给予融资支持的房地产项目名单。3、满足合理融资需求。加强贷款资金封闭管理。4、做好融资保障工作。
2024/1/26	住建部	住房和城乡建设部召开城市房地产融资协调机制部署会： 加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，支持房地产项目开发建设，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。对当前部分房地产项目融资难题，各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单，协调本行政区域内金融机构发放贷款，精准有效支持合理融资需求。
2024/2/6	国家金融监督管理总局	召开专题会议，进一步部署落实城市房地产融资协调机制相关工作。 1、多数城市已建立城市房地产融资协调机制，提出了房地产项目“白名单”并推送给商业银行，商业银行积极响应。2、会议要求，各商业银行要主动对接协调机制，对推送的房地产项目名单要及时开展评审，加快授信审批，对合理融资需求做到“应满尽满”。
2024/5/17	国务院	全国切实做好保交房工作视频会议， 副总理何立峰出席会议并讲话：要压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，加强统筹协调，充分发挥城市房地产融资协调机制、再贷款政策等作用，加强对城市和房地产企业的指导支持，有力有序有效推进保交房各项工作。
2024/6/7	金融监管总局、住建部	金融监管总局、住房和城乡建设部联合印发了《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用满足房地产项目合理融资需求的通知》。 城市协调机制负责把好“白名单”项目准入关口。“白名单”是合规项目名单，项目要符合五个条件和五项标准。城市协调机制主要负责做好辖区内房地产在建项目信息汇总、“白名单”项目审核推送、问题项目整改、项目管理监督，以及为项目融资服务提供基本保障等工作。

资料来源: 中央政府网站, 住建部, 中国质量新闻网, 上证报, 国盛证券研究所

上半年，银行贷款在经营性物业贷方面也予以支持。1 月 25 日，央行、金融监管总局联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，对于经营性物业贷用途进行一定程度放松，允许公司用于偿还其及集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。抵押率 70%原则未变。该政策拓宽了商业运营公司融资资金使用方式，一定程度利好持有型商业物业占比较多的房企，但实际能够给到的增量流动性依然本质上取决于房企自身可供抵押的项目规模。

图表 17: 《关于做好经营性物业贷款管理的通知》内容摘要

时间	部委/机构	内容摘要
2024/1/25	央行、国家金融监管总局	《关于做好经营性物业贷款管理的通知》：1、2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房企，可发放经营性物业贷款用于偿还其及集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。2、明确贷款额度及期限：经营性物业贷款额度原则上不得超过承贷物业评估价值的70%；贷款期限一般不超过10年，最长不超过15年。3、明确业务管理口径：经营性物业贷款，是指以综合效益较好的经营性物业（商业综合体、购物中心、商务中心、写字楼、酒店、文旅地产项目等）为抵押，实际投向物业本身或与房地产相关领域的贷款。

资料来源：央行，国盛证券研究所

（2）境内债：公开市场融资环境持续收缩，国央企面临净融资额转负，信心亟需重塑

2022 年 11 月“第二支箭”出台以来，顶层设计方面变化较少。交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民企债券融资，后续可视情况进一步扩容。

“第二支箭”延期扩容后，顶层设计方面变化较少，直至 2023 年中央金融工作会议召开后，央行等三部门召开金融机构座谈会，再次强调要用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。

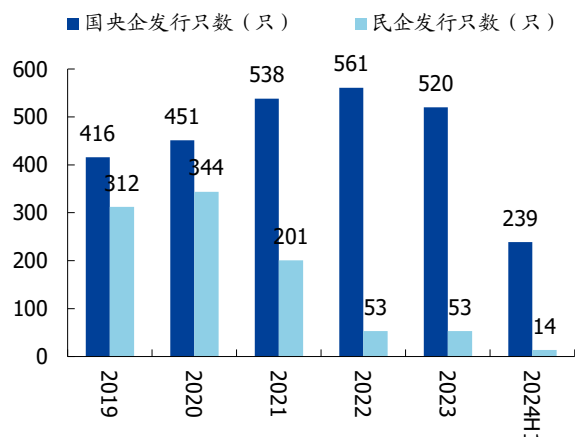
图表 18: 房企“第二支箭”政策

时间	部委/机构	政策/会议名称	涉及债券融资的内容
2022/11/8	交易商协会	“第二支箭”延期并扩容	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民企债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/11/23	央行、银保监会	金融“16条”债券融资部分	保持债券融资基本稳定，推进增信机构对财务总体健康、面临短期困难的房企债券发行提供增信支持。
2023/11/17	央行、金融监管总局、证监会	召开金融机构座谈会（债券融资部分）	会议强调，各金融机构要深入贯彻落实中央金融工作会议部署，坚持“两个毫不动摇”。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。

资料来源：中央政府网站，央行，银行间市场交易商协会，国盛证券研究所

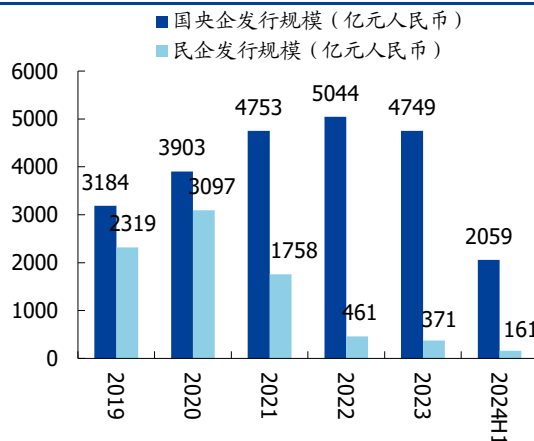
公开市场融资环境持续收缩，国央企也面临净融资额转负，信心亟需重塑。在 2022 年及以前，国央企发债规模一直是提升的。2023 年开始，新房销售持续低迷逐步影响国央企房企拿地意愿，2024 年以来国央企也有边际缩表倾向。反映至新发债券方面，国央企 2024 年上半年累计发债 2059 亿元，净融资额 244 亿元勉强为正。民企累计发债 161 亿元，其中 3 笔债券由中债增信担保发行，其余多数是由集团担保发行，纯信用发行的仅滨江集团。民企债券净融资额已连续 4 年为负，对多数民企的现金流而言是巨大的压力。从未来到期节奏看，国央企及民企在近年 7、8 月到期债券较多；往后看，2025 年 3 月为近两年到期高峰。

图表 19: 国央企与民企债券发行只数 (截至 2024.6.30)



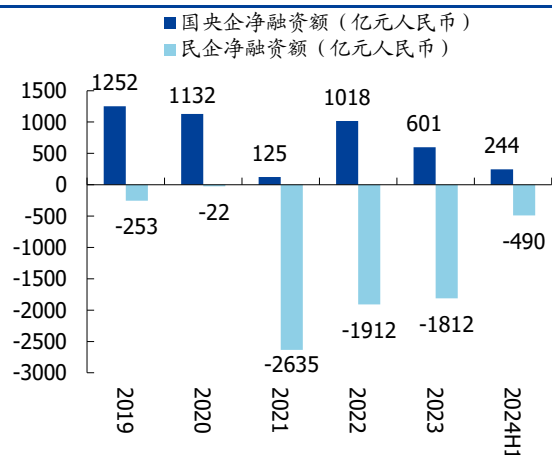
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 国央企与民企债券发行金额规模 (截至 2024.6.30)



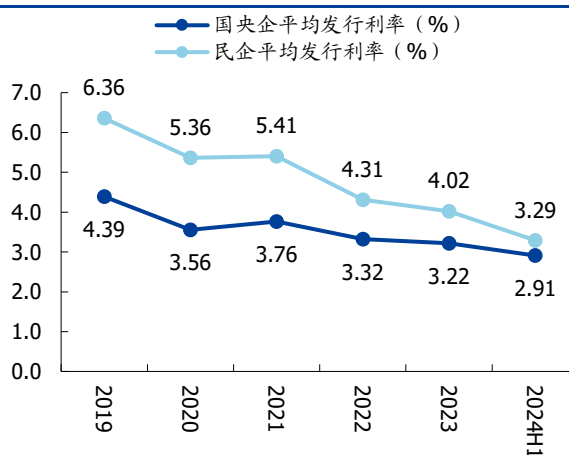
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 国央企与民企净融资额 (考虑回售, 截至 2024.6.30)



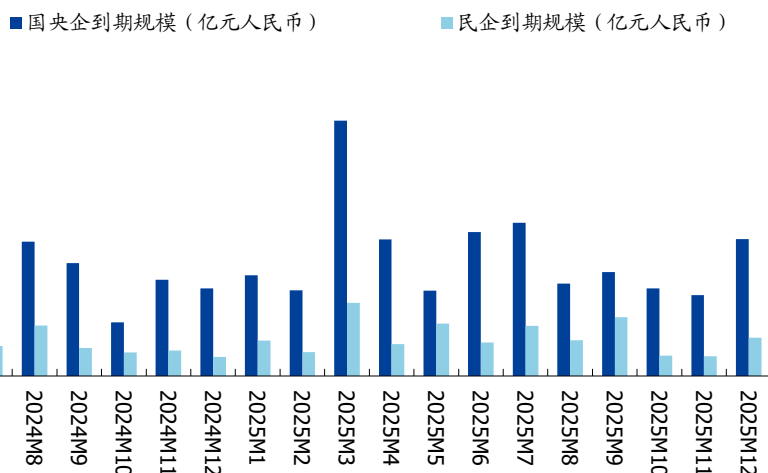
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 国央企与民企债券加权平均发行利率 (截至 2024.6.30)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

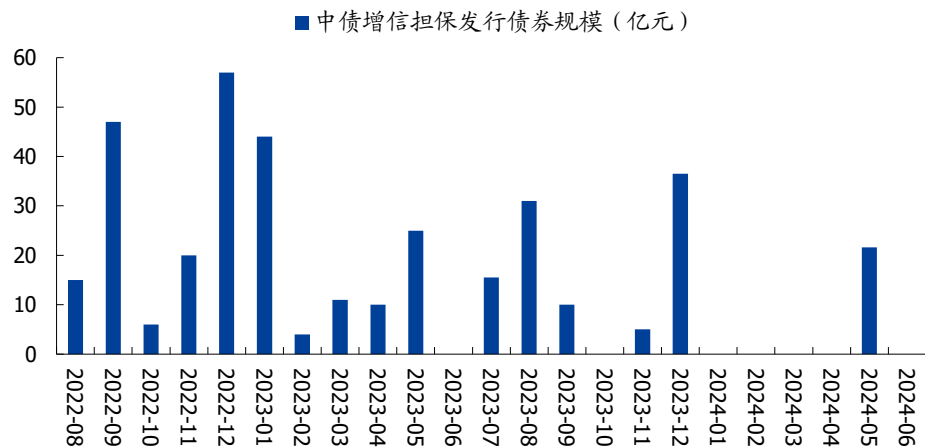
图表 23: 国央企与民企债券到期规模分月份 (考虑回售, 按 2024.6.30 时点待偿还规模统计)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

“第二支箭”最初设计支持 2500 亿元担保发行，目前仅落地发行 358.6 元。2024 年上半年仅担保发行 3 笔，规模仅 21.6 亿元。“第二支箭”出台后，债券融资环境边际修复，但大部分民企依然无法做到纯信用债发行，民企整体发债规模也并未有明显回暖。截至 2024 年 6 月 30 日，中债增信累计担保民营房企发债规模为 358.6 亿元，但大部分集中在首批试点开始后的最早的 6 个月时间中。2024 年 1-4 月无新增，5 月新增担保发行 3 笔，分别是新城控股 2 笔和新希望五新 1 笔，合计 21.6 亿元。目前落地规模相较最初涉及的 2500 亿元相去甚远，目前持续收缩的债券融资环境亟需政策重塑信心。

图表 24: 民营房企通过中债增担保发行的债券规模分月份（截至 2024.6.30）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 民营房企通过中债增担保发行的债券及获得储架式发行额度情况（截至 2024.6.30）

房企	发行债券数量 (只)	发行规模 (亿元)	加权平均利率	已获取的储架式 发行额度 (亿元)
碧桂园	4	42	3.74%	200
龙湖集团	4	58	3.31%	200
美的置业	4	40	3.26%	150
新城控股	6	60.6	3.89%	150
新希望五新	4	34	3.94%	
中骏集团	2	22	4.16%	
旭辉控股集团	1	12	3.22%	150
金辉集团	3	28	4.08%	20
雅居乐	1	12	4.70%	
华宇集团	1	11	4.50%	
卓越商业	4	25	4.33%	
合景泰富	1	7	4.50%	
新湖中宝	1	7	4.25%	
金地集团	-	-	-	150
万科A	-	-	-	280
绿城中国	-	-	-	110
合计	36	358.6		1410

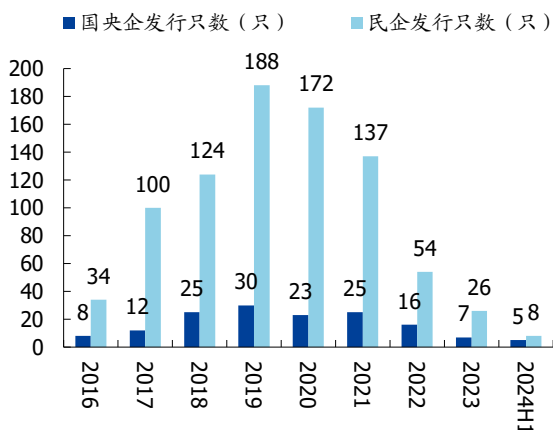
资料来源: Wind, 中指, 证券时报, 国盛证券研究所

(3) 美元债：近年规模持续收缩，新发几乎停滞，滚续面临考验

2015 年发改委 2044 号文推进企业发行外债备案登记制管理改革，取消企业发行外债的额度审批，放宽了房企境外融资渠道。2017 年国内金融去杠杆的背景下，境内地产债新发规模骤降，对于杠杆率普遍较高的民营房企，美元债便成为救命稻草。2017 年开始民营房企大规模通过美元债融资。国央企因境内融资相对顺畅，基于融资成本的考量以及相对低杠杆下的资金需求，对美元债的使用始终较少。

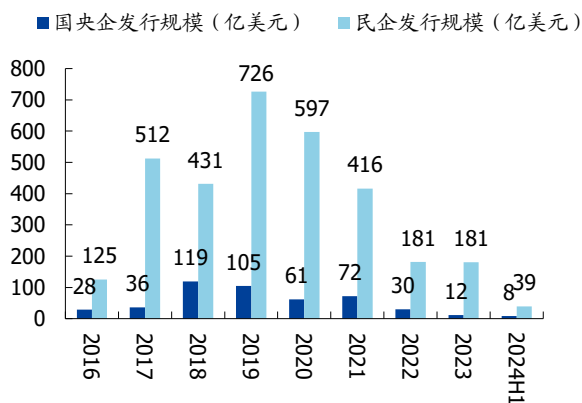
近年美元债发行规模持续收缩，新发几乎停滞，存量滚续面临考验。2019 年后，民企美元债发行逐年锐减，主要是（1）监管趋于收紧，2019 年发改委规定房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；以及 2020 年“三道红线”出台，境内外融资环境持续收缩；（2）2021 年地产行业持续下行，红筹架构下集团担保发行变得困难；（3）美联储持续加息推升美国国债收益率抬升，使原来成本就偏高的中资地产美元债的发行利率进一步提升，压制部分融资需求。2023 年至今，国央企美元债发行接近停滞，民企 2024 年上半年新发 39 亿美元，纯新发也接近停滞。从未来到期情况看，民企在今年 12 月将迎一波美元债到期高峰，2025 年高峰在 7 月。

图表 26：国央企与民企美元债发行只数（截至 2024.6.30）



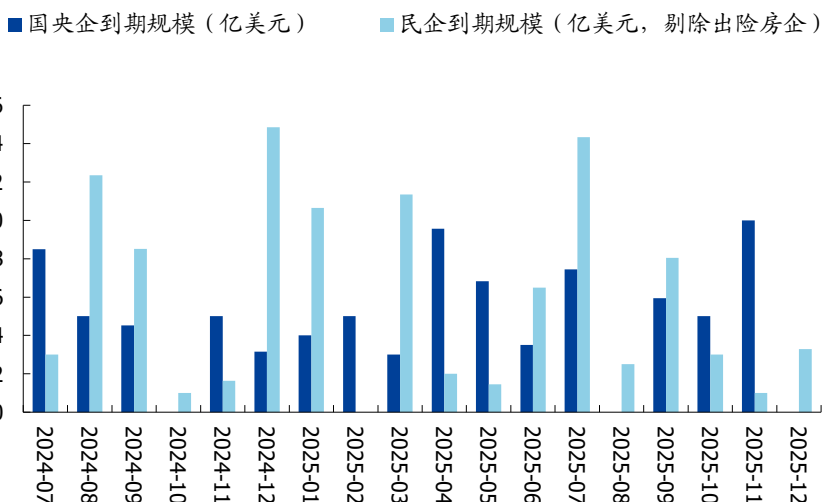
资料来源：Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所（2022 年以来民企发行包含债务重组）

图表 27：国央企与民企美元债发行规模（截至 2024.6.30）



资料来源：Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所（2022 年以来民企发行包含债务重组）

图表 28：国央企与民企美元债到期规模（考虑回售，剔除出险房企，截至 2024.6.30）



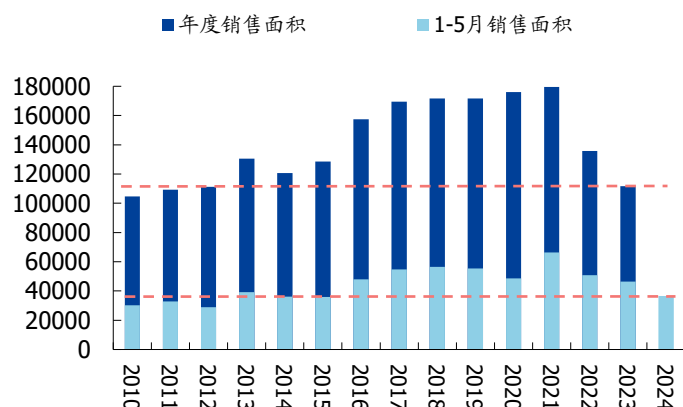
资料来源：Bloomberg, Wind, 国盛证券研究所

二、房地产基本面复盘

2.1 供应制约新房销售复苏，二手房与新房走势一致但降幅更小

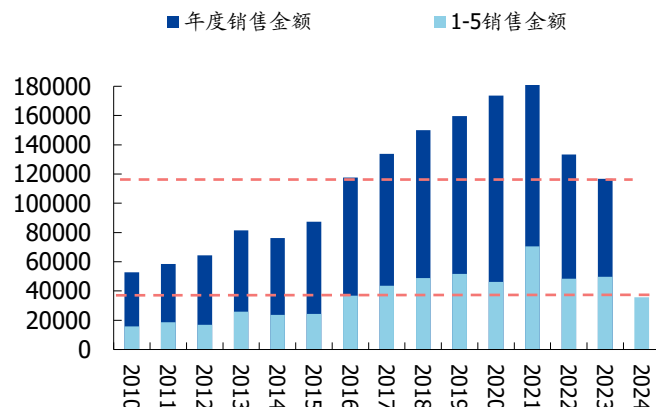
2024年1-5月全国商品房销售面积同比下滑两成，量能上回落至2015年同期水平。全国商品房销售2022年和2023年连续两年经历大幅下跌，销售额从2021年的18万亿跌至2023年的11.7万亿元，基本回落到2016年的水平；销售面积从2021年的18亿平跌至2023年的11.2亿平，基本回落至2012年的水平。2024年上半年全国商品房销售金额再下台阶，1-5月全国商品房销售面积和销售金额分别为3.7亿平和3.6万亿元，同比分别下降20.3%和27.9%，量能上分别回落至2015年和2016年同期。

图表 29: 全国商品房销售面积 (万方)



资料来源: Wind, 统计局, 国盛证券研究所

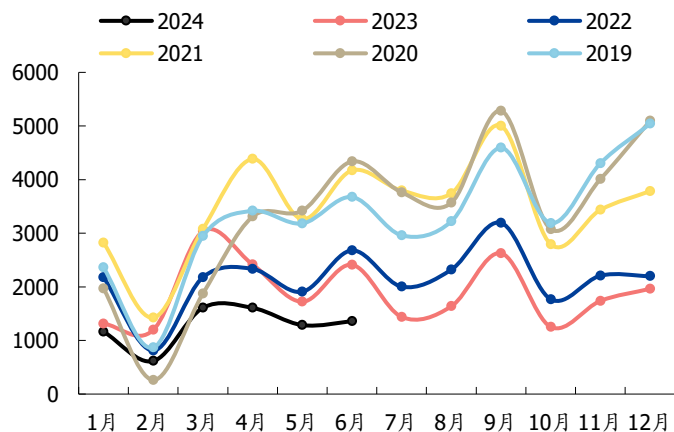
图表 30: 全国商品房销售额 (亿元)



资料来源: Wind, 统计局, 国盛证券研究所

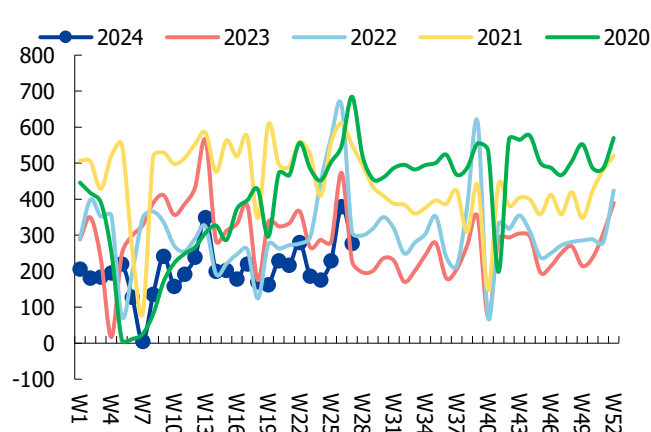
新房市场受到供应限制复苏缓慢，上半年百城销售额同比下降38%。2024年开年销售表现低迷，1月在上年过年基数较低的情况下，百城销售额同比-22%，单月成交额创近六年新低；2月春节月延续冷淡行情，成交额同比-67%，三四线返乡置业缺席；3月因房企供应增加、春节需求的延后释放、季度末房企促销力度加大带动成交额环比+134%，但同比-45%，且3月底热度开始走弱，传统小阳春成色不足。4月延续低迷走势，成交金额环比-19%，同比-44%。5月新政带动下市场情绪有所改善，成交金额环比+15%，同比-32%。6月新政效果持续释放叠加房企业绩冲刺节点，成交环比+27%，同比降幅收窄至11%。上半年百城销售金额和面积同比均下滑38%，同比保持较大降幅，新房销售恢复较慢一方面因为受到供货量和结构限制，上半年70城新房供应面积同比下降37%，连续几年土拍萎缩天然地会制约供货；另一方面需求端本身较弱，购房者信心不足。

图表 31: 70城新房月度推盘面积 (万方)



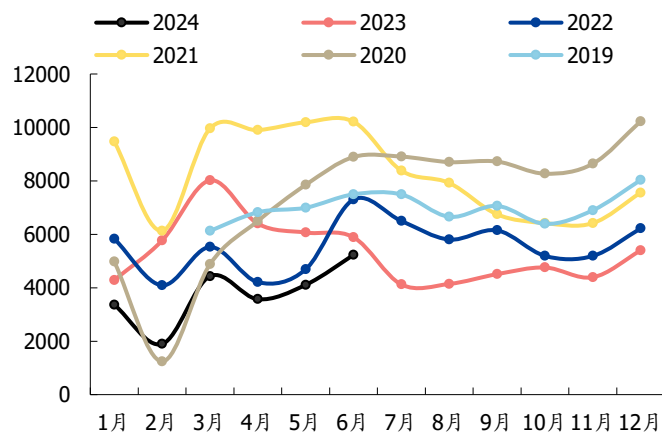
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 32: 30城新房周度成交面积 (万方)



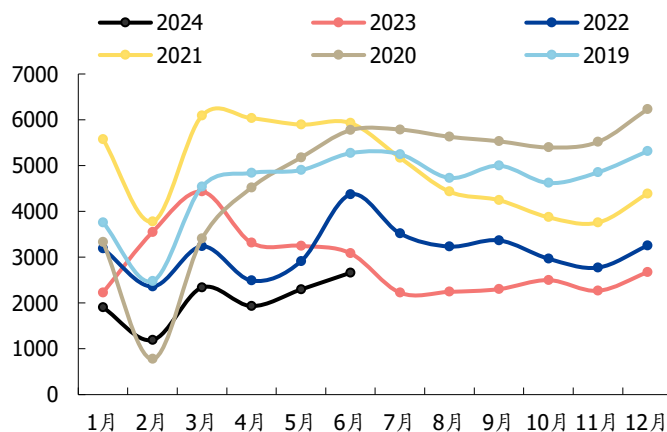
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 百城月度销售额 (亿元)



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

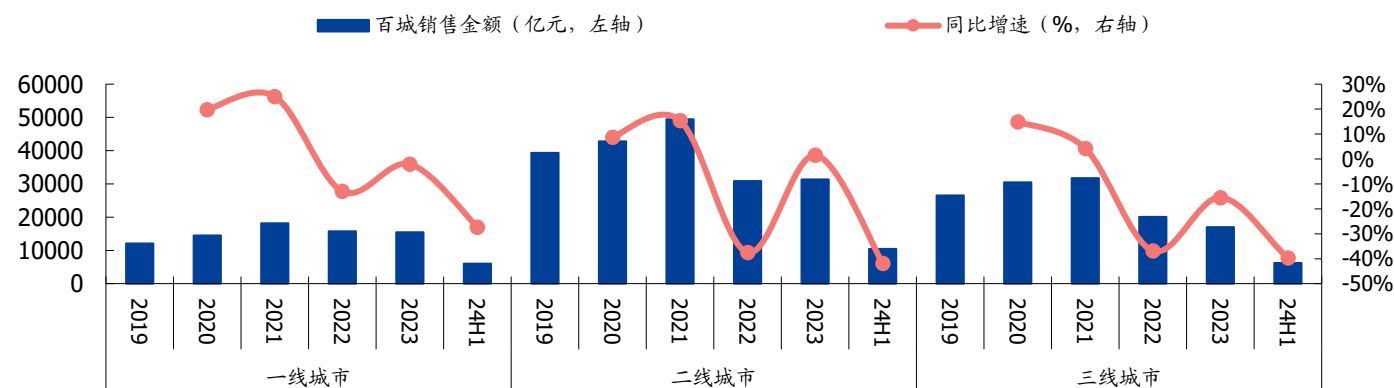
图表 34: 百城新房月度销售面积 (万方)



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

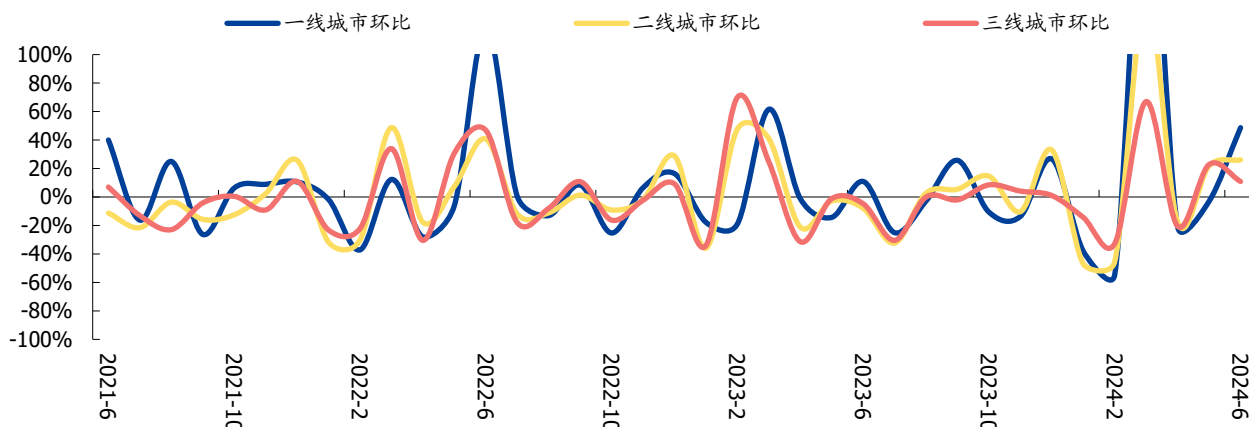
不同能级城市表现分化, 2024 年上半年一线城市销售额跌幅显著小于二三线, 6 月份成交环比放量的情况下, 一二线反弹幅度较三线更明显。2024 年 1-6 月中指百城累计住宅销售金额为 22598 亿元, 同比下降 38.0%, 较前值增长 5.2pct。其中一线、二线、三线城市 1-6 月累计销售金额分别为 5980、10453、6166 亿元, 同比分别为 -27.3%、-41.8%、-39.7%。一线城市更有韧性, 降幅相对更小; 二线因为过去成交量显著放大, 故下探幅度并不显著弱于三线城市。6 月新政效果延续叠加年中冲刺, 百城成交金额环比 +27%, 绝对规模来到年内高点, 一线、二线与三线城市走势趋同但涨势分化, 一线城市反弹明显, 环比 +49%; 二线城市走势涨幅与总体走势接近, 环比 +26%; 三线城市涨幅则相对较缓, 环比 +11%。

图表 35: 百城中各能级城市年度成交金额



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 36: 百城中各能级城市月度销售金额环比



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

房地产的总量在 2021 年已经走过了拐点, 未来都是城市分化的机会。看好“一线+1/2~2/3 的二线+少量三线”的城市组合包会持续呈现出回落时下方空间有限、反弹时上方空间更大且上升更快的局面, 而这一现象近两年多次出现。这部分城市有的因为经济、人口支撑, 复苏基础较为牢固, 在市场下行时相对抗跌, 市场复苏时可以率先切入复苏; 有的在 2022 年和 2023 年已经阶段性触底了, 2024 年在量能上或许可以超过上年。而大部分的三四线城市因为没有产业支撑, 被大城市虹吸严重, 且库存高企项目去化困难, 仍在不断探底, 或者虽然已经见底但在这轮复苏行情下也基本没有起色。从百城情况来看, 大部分城市销售额已经在 2021 年及之前见顶, 有 51% 的城市 2023 年住宅销售额尚不足近五年历史高点的 50%。2024 年上半年与上年同期相比, 有 92% 的城市住宅销售额同比降低, 70% 的城市降幅超过 30%。

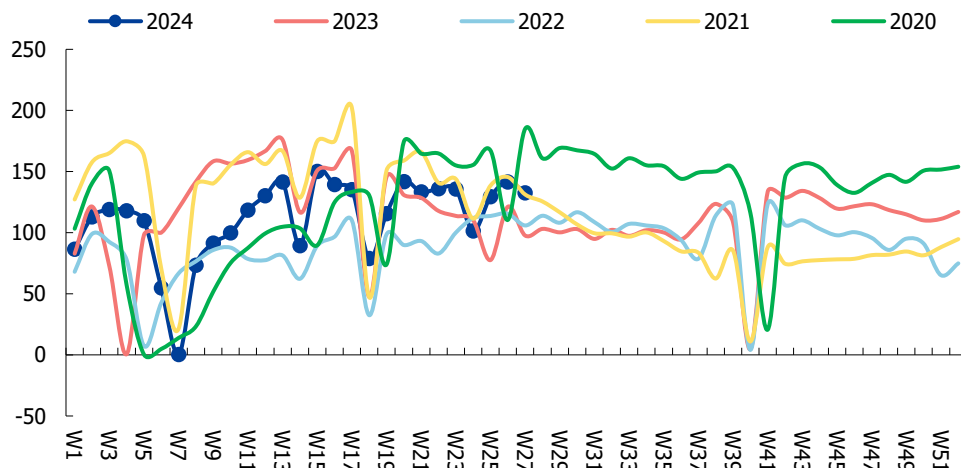
图表 37: 各城市历年成交金额情况

城市能级	城市	2018	2019	2020	2021	2022	2023	处于高点多少分位	2024 M 1-6	2024 M 1-6 同比	城市能级	城市	2018	2019	2020	2021	2022	2023	处于高点多少分位	2024 M 1-6	2024 M 1-6 同比
商品住宅销售金额 (亿元)											商品住宅销售金额 (亿元)										
1	北京	1727	3213	3388	4820	3842	3863	80%	1188	42%	3	烟台	444	463	427	372	256	262	57%	69	57%
1	上海	2696	4181	5174	5853	6474	6088	94%	2550	24%	3	中山	128	815	871	838	668	466	53%	137	54%
1	深圳	1176	2076	2378	3114	2477	2349	75%	965	17%	3	珠海	320	970	1137	1333	530	575	43%	221	30%
1	广州	1609	2623	3549	4333	2971	3140	72%	1277	24%	3	吉林	117	155	116	108	60	45	29%	27	37%
2	天津	1485	2068	2015	2143	1391	1735	81%	685	30%	3	金华	160	242	367	328	244	198	54%	44	46%
2	重庆	2219	2780	2473	2656	882	944	34%	324	41%	3	泉州	211	750	792	831	424	360	43%	119	40%
2	杭州 (含)	2034	3376	3850	6358	3077	3816	60%	1177	43%	3	赣州	168	219	222	587	571	280	48%	98	9%
2	南京 (含)	-	2404	2649	3951	2538	1966	50%	501	58%	3	济宁	184	-	371	307	257	179	48%	48	55%
2	武汉	1201	2732	2652	3305	1759	1860	56%	522	52%	3	平顶山	64	103	109	149	76	53	36%	20	27%
2	大连	327	447	652	652	389	287	44%	133	13%	3	襄阳	143	214	263	189	136	135	52%	51	30%
2	厦门	295	560	946	1327	790	878	66%	200	62%	3	岳阳	92	163	190	143	96	163	86%	57	41%
2	西安	1195	1761	1555	1378	1351	1674	95%	662	15%	3	湛江	-	77	476	412	222	243	51%	89	42%
2	长沙	919	1220	1521	1645	954	997	61%	354	34%	3	韶关	88	105	108	88	60	33	31%	12	51%
2	宁波	852	2624	2937	2791	1411	1299	44%	480	42%	3	泸州	110	195	179	171	149	131	67%	51	40%
2	福州	462	1267	1302	1612	718	682	42%	265	29%	3	南充	155	258	287	253	195	130	45%	57	9%
2	沈阳	975	1722	1445	1441	780	621	36%	227	36%	3	遵义	161	210	190	123	82	102	49%	27	56%
2	青岛	1298	1888	2038	2198	1873	1586	72%	712	24%	3	莆田	147	322	15	-	46	150	47%	39	61%
2	济南	749	1035	1188	1947	1422	1264	65%	430	48%	3	舟山	150	185	202	205	136	83	40%	37	33%
2	南昌	461	739	588	438	446	402	54%	126	48%	3	泰安	136	271	251	228	148	162	60%	56	9%
2	合肥	1122	1028	1471	1324	990	1017	69%	269	57%	3	宝鸡	-	204	211	173	110	76	36%	31	36%
2	郑州	1175	1562	1563	1900	1039	1269	67%	432	43%	3	保定	-	148	135	226	186	159	70%	73	13%
2	石家庄	241	301	407	538	382	471	87%	238	5%	3	东营	119	129	237	148	69	88	37%	67	1%
2	长春	628	945	797	630	406	432	46%	177	18%	3	湖州	355	646	631	886	378	142	16%	56	36%
2	哈尔滨	287	773	614	367	222	157	20%	57	32%	3	江阴	223	335	395	306	168	174	44%	47	55%
2	呼和浩特	157	286	244	567	233	347	61%	114	45%	3	绵阳	-	219	239	264	162	214	81%	68	54%
2	南宁	-	-	1020	928	667	678	66%	148	64%	3	泰州	113	174	217	256	99	80	31%	28	47%
2	兰州	312	458	764	750	298	320	42%	110	37%	3	威海	-	-	-	-	132	140	100%	60	17%
2	昆明	673	1384	1261	1012	685	491	35%	124	57%	3	芜湖	193	227	303	451	175	105	23%	36	40%
2	贵阳	533	594	715	681	460	426	60%	154	54%	3	张家港	237	262	310	271	146	114	37%	42	9%
2	西宁	155	258	287	359	263	132	37%	45	43%	3	淄博	-	330	393	543	455	485	89%	201	26%
2	银川	135	272	379	308	277	219	58%	74	40%	3	绍兴	178	403	459	512	228	187	37%	55	51%
2	成都 (含)	1870	2647	3261	3828	3263	3748	98%	1232	40%	3	常熟	149	301	244	312	210	162	52%	48	55%
2	苏州 (含)	1242	2142	2239	2386	1914	1629	68%	482	49%	3	南阳	-	90	174	161	233	59	26%	55	167%
3	无锡	855	1281	1203	1400	776	610	44%	212	42%	3	池州	51	64	55	60	29	26	41%	2	90%
3	海口	102	456	585	941	689	524	56%	236	20%	3	肇庆	163	100	426	328	238	191	45%	62	48%
3	温州	841	1516	1908	1833	1020	817	43%	437	19%	3	丽水	136	299	374	379	249	169	45%	142	53%
3	北海	141	208	121	111	49	47	23%	46	54%	3	漳州	69	155	158	354	288	223	63%	93	22%
3	东莞	685	1104	1793	1318	913	1046	58%	232	63%	3	宜兴	-	231	223	240	66	63	26%	23	43%
3	常州	94	1270	1337	1234	552	418	31%	132	50%	3	淮北	58	124	152	172	99	90	52%	35	14%
3	桂林	51	118	113	60	-	37	32%	16	27%	3	太仓	-	197	181	461	279	163	35%	72	12%
3	南通	271	555	822	761	235	186	23%	124	28%	3	宿州	91	202	221	197	72	130	59%	51	41%
3	唐山	228	466	439	479	499	383	77%	141	48%	3	淮南	-	-	-	166	110	84	50%	38	17%
3	徐州	621	792	910	1423	807	658	46%	207	47%	3	衢州	153	76	129	191	118	48	25%	18	45%
3	镇江	652	743	615	638	415	348	47%	104	35%	3	上饶	151	181	159	15	153	79	44%	37	4%
3	扬州	-	302	377	360	240	244	65%	100	41%	3	抚州	-	-	-	50	138	144	100%	64	38%
3	佛山	1245	1398	1981	2048	1506	1262	62%	400	50%	3	盐城	-	378	446	393	213	149	33%	49	50%
3	惠州	-	1375	1820	1173	821	947	52%	226	61%	3	六安	-	205	187	179	91	59	29%	17	57%
3	昆山	433	604	383	657	628	361	55%	81	68%	3	宁德	-	-	-	99	80	54	55%	15	43%
3	连云港	242	443	496	591	260	156	26%	139	280%	3	衡阳	-	197	226	165	118	120	53%	49	24%
3	洛阳	130	300	268	259	174	147	49%	51	52%	3	富阳	112	226	299	312	133	142	46%	54	36%
3	汕头	171	222	251	429	271	260	61%	107	33%	3	临安	-	442	526	480	153	98	19%	29	53%

资料来源: 中指, 国盛证券研究所

二手房 2024 年上半年整体走势与新房一致, 但是因供应量和供应结构更具优势, 二手房成交降幅显著小于新房。2024 年 1-27 周 13 城二手房成交面积 3013.8 万方, 同比减少 6.7%, 降幅显著小于新房市场, 因为: (1) 二手房供应充裕而新房新增供应少, 弱市下需求往核心区域聚焦; (2) 二手房价格跌幅较大已经具有一定性价比; (3) 当前市场需求有限, 二手房对新房产生分流。

图表 38: 13 城历年二手房周度成交面积 (万方)

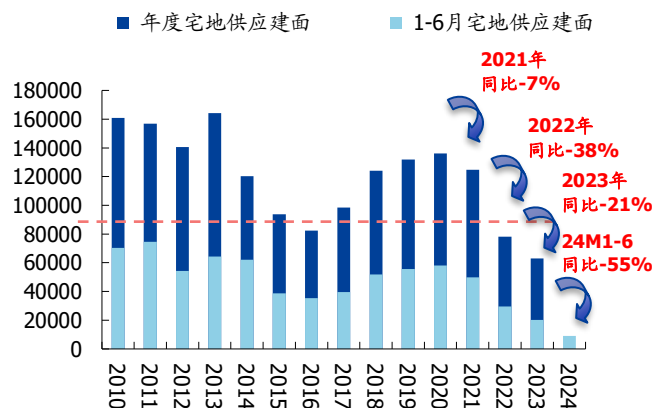


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 土地供需持续大幅缩量, 预计将对下半年及明年供货和销售形成制约

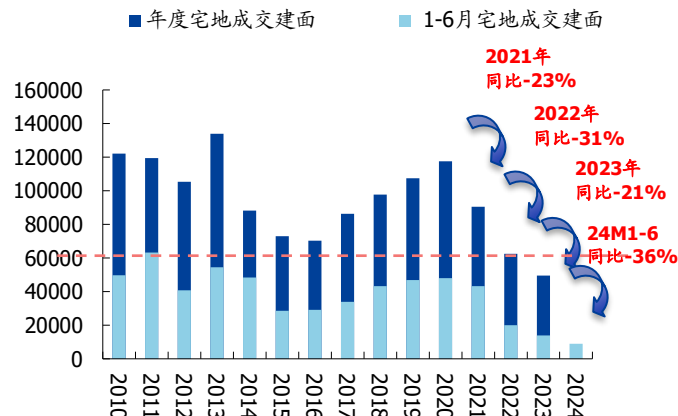
房企拿地的决策背后的主要依据仍然是销售回款、经营状态、融资情况、对未来的预期等。**2024**年上半年新房销售表现较差, 叠加房企供给侧产能出清, 土地市场继续大幅下跌, 我们预计将对**2024**年下半年的供货和销售形成结构性制约。由于当前楼市修复缓慢, 土地库存积压严重, 房企拿地意愿低, 政府虽然供地意愿较强但是出于流拍率的考量大幅减少供地。土地供应建面自**2021**年开始逐年下滑, **2023**年**300**城宅地供应建面**6.3**亿方, 较**2020**年高点**13.6**亿方已经腰斩; 宅地出让金**28716**亿元, 仅为**2020**年的**55%**, 已跌回**2016**年至**2017**年的水平; 成交建面**49488**万方, 仅为**2020**年的**42%**, 已跌破十二年平台位。**2024**年上半年销售尚未企稳, 房企拿地依然谨慎, **300**城成交建面**8893**万方, 同比-36%; 金额**5427**亿元, 同比-44%, 一般来说上半年拿地可以在下半年开工, 因此上半年土地市场大幅下滑预计将对下半年及明年供货形成制约。

图表 39: 300 城宅地供应建面 (万方)



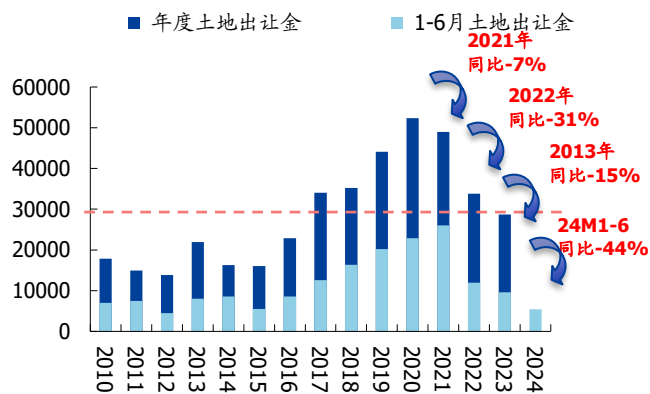
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 40: 300 城宅地成交建面 (万方)



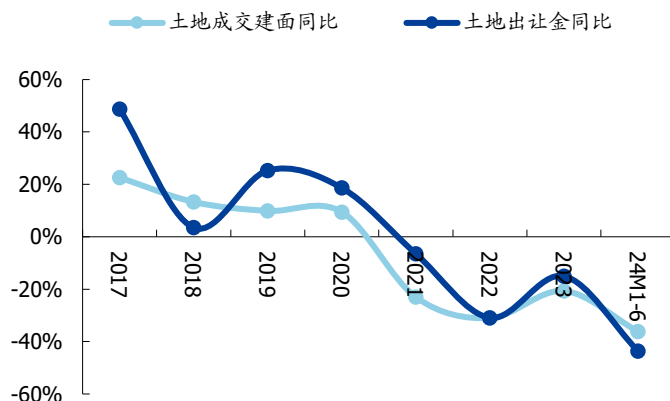
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 41: 300 城宅地出让金 (亿元)



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

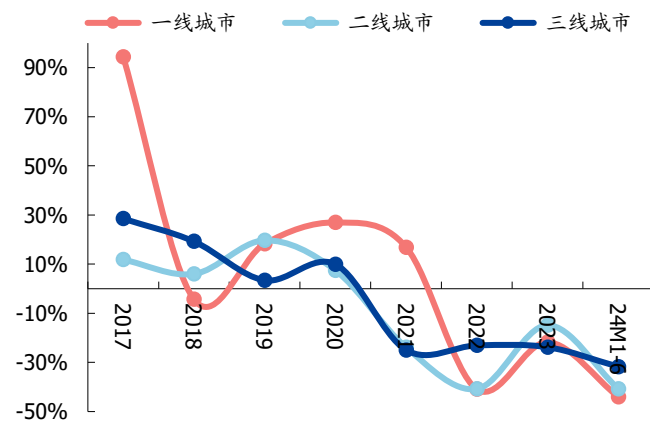
图表 42: 300 城宅地成交建面与成交金额增速



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

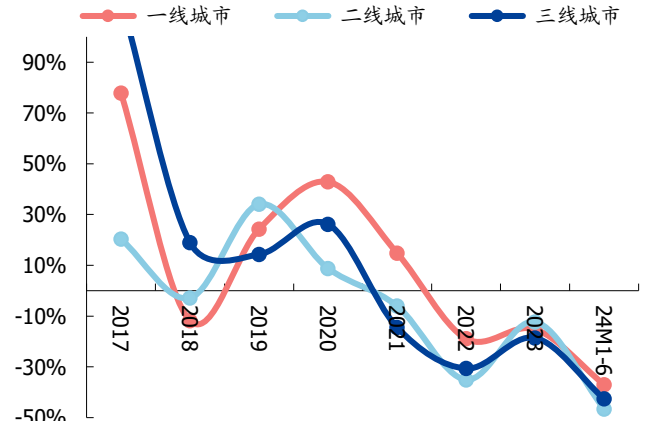
不同能级城市土拍规模同步收缩, 由于拿地往核心城市聚焦, 一线城市更具韧性。往后看拿地仍有下行空间, 但空间较小, 拿地走势主要取决于销售趋势。**2024**年上半年300城中一线、二线、三线城市累计宅地出让金分别为1272、2786、1369亿元, 同比分别-37.0%、-46.6%、-42.6%; 成交建面分别为431、3464、4998万方, 同比分别-44.0%、-40.7%、-31.7%。在城市分化加剧, 有效市场收缩的背景下, 房企城市选择高度集中, 首选华东、次选华南, 中西部 and 北部选择性布局一二线, 而大量的三四线已经排除。一线城市投资占比提升, 从2020年的13%提升至2024年上半年的23%, 三线占比从2020年的38%降低至2024年上半年的25%。

图表 43: 300 城不同能级城市宅地成交建面同比



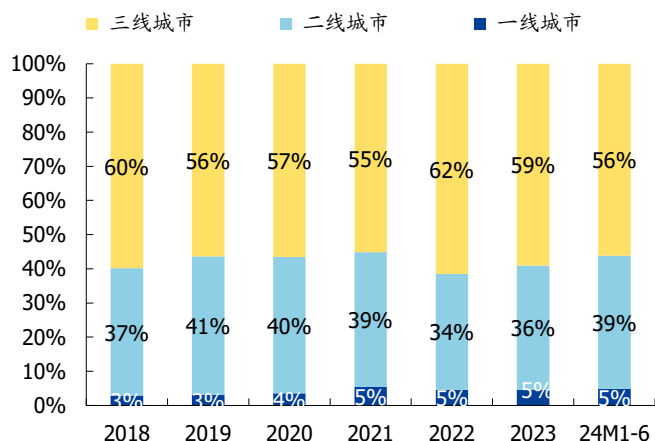
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 44: 300 城不同能级城市宅地成交金额同比



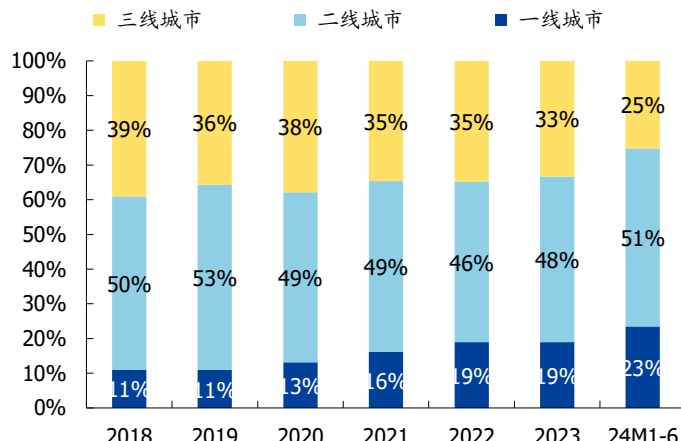
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 45: 300 城中不同能级城市土地成交建面占比



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

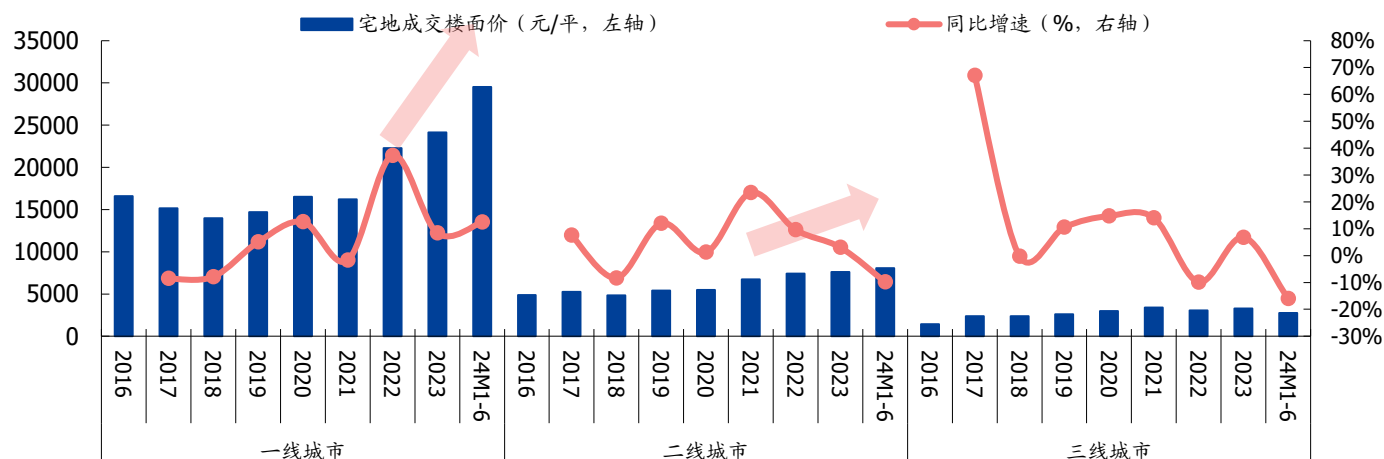
图表 46: 300 城中不同能级城市土地成交金额占比



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

成交楼面均价方面, 供给端, 各地政府为了提高房企参拍意愿、减少土地流拍, 增加了核心地块的供应; 需求端, 市场持续波动下, 房企为了销售确定性往核心城市布局, 推动楼面价结构性上行, 未来在销售端也将受此结构性影响。2023 年一、二、三线城市宅地成交楼面价分别为 24143、7629、3275 元/平, 同比分别+8.4%、+3%、+6.8%; 2024 年上半年一二三线城市土地成交均价分别为 29514、8041、2738 元/平, 同比分别+12.5%、-9.9%、-16.0%, 一线城市拿地持续往板块聚焦推动成交均价抬升, 三线因为价格较低, 弹性相对较小。

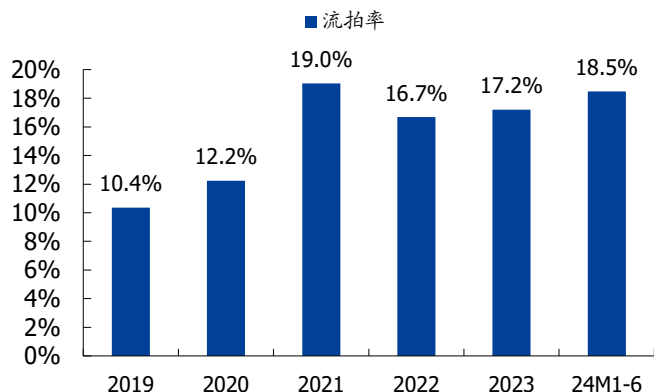
图表 47: 300 城中不同能级城市的成交楼面价



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

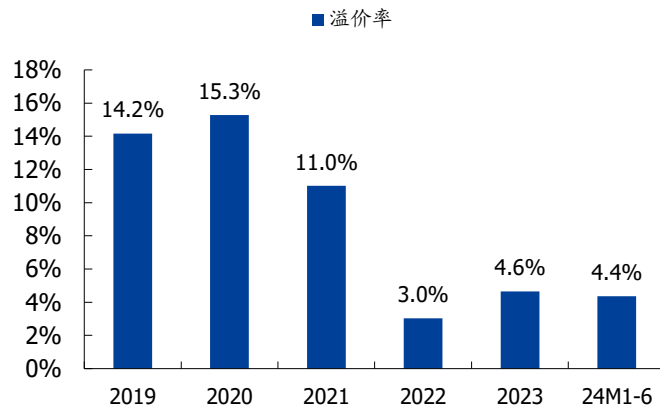
土拍热度进一步降温, 不同城市以及同一城市不同区域之间冷热分化加剧。2021 年下半年因为销售转冷叠加供地政策收紧, 土地市场骤然降温; 2022 年维持低迷状态; 2023 年上半年随着销售短暂弱复苏溢价率小幅提升, 但进入下半年销售市场降温带动土地市场再度降温, 不少核心城市也出现流拍, 尽管下半年二线城市陆续放开土拍限价, 核心地块溢价率提升, 但流拍和底价成交依然广泛存在。2024 年上半年 300 城土地流拍率 19%、溢价率 4%, 流拍率较上年提升, 溢价率小幅下降, 土地分化加剧。

图表 48: 300 城土拍流拍率 (年度)



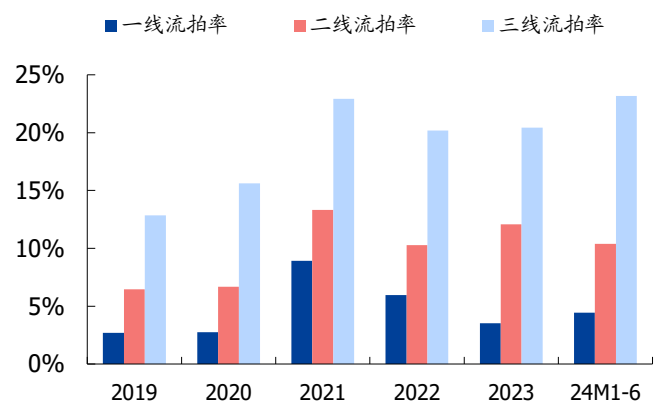
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 49: 300 城土拍溢价率 (年度)



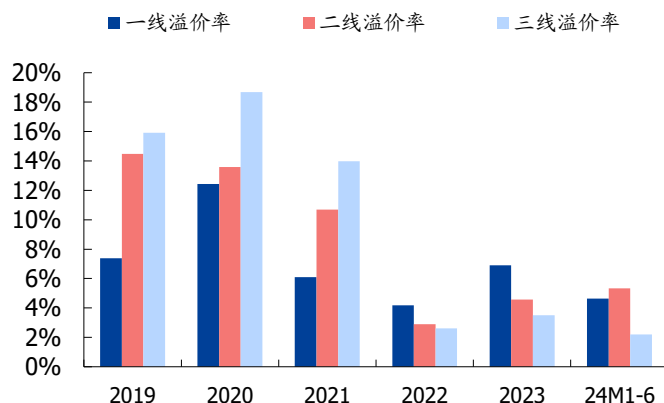
资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 50: 300 城不同能级城市土拍流拍率



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 51: 300 城不同能级城市土拍溢价率 (月度)



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

2.3 大浪淘沙，房企生死局

在 2020 年末“三道红线”“银行房贷两集中”等监管政策开启行业降杠杆序幕后，特殊宏观环境及债务集中到期压力进一步推动行业出清。本轮房地产行业供给侧产能出清幅度已约 50%，大浪淘沙后唯稳扎稳打房企方具备穿越周期的能力。竞争格局在短期已相对稳定，我们看好剩下优质玩家（以部分国央企开发商、高信用民企、区域龙头民企为主）在资源集中下跑赢同行的机会，但也需强调当前新房市场整体并未出现明显反弹，叠加融资环境进一步收缩，房企流动性压力仍存，若市场底部迟迟未现则行业对债务安全不确定性的担忧将加速向头部混合制房企蔓延，不可否认未来仍有房企将面临淘汰与否的生死局。

新房市场方面，2024 年上半年百强房企基本都面临着销售同比下滑的压力，但头部重点房企因为在核心城市仍有货值供应，降幅较行业更小。从 2024 年 1-6 月累计全口径销售金额来看，规模靠前的分别为保利发展、中海地产、万科地产、华润置地、招商蛇口，分别实现销售金额 1733、1483、1267、1247、1010 亿元。从累计全口径销售金额增速看，TOP40 房企 1-6 月同比增速全部为负，其中，绿城中国 1-6 月累计同比-13%（下同）、中海地产-16.9%、保利发展-26.7%、华润置地-26.7%、建发房产-30.7%、越秀地产-32.7%、招商蛇口-39.3%、滨江集团-37.1%，降幅均低于 TOP40 房企平均降幅

(-40.6%)。

图表 52: 百强房企销售情况

			全口径						权益口径						年度数据回顾			
企业简称	全口径 金额排名	排名相对 2023年变 化	2024M1-6	2023M1-6	累计 同比	6月单月全口 径金额 (亿 元)	单月 环比	单月 同比	2024M1-6	2023M1-6	累计 同比	6月单月权益 金额 (亿 元)	单月 环比	单月 同比	累计销售 权益比例	2023全年 口径销售总额 (亿元)	2022全年全 口径销售总额 (亿元)	2023全年销 售额同比
			全口径金额 (亿元)	全口径金额 (亿元)		权益金额 (亿元)	权益金额 (亿元)	6月单月权益 金额 (亿 元)	单月 环比	单月 同比		2023全年 口径销售总额 (亿元)	2022全年全 口径销售总额 (亿元)	2023全年销 售额同比				
保利发展	1	0	1733	2366	-26.7%	420	19.0%	2.5%	1352	1656	-18.4%	387	41.2%	61.5%	78.0%	4246	4573	-7.2%
中海地产	2	1	1483	1785	-16.9%	466	136.5%	44.8%	1335	1668	-20.0%	419	136.5%	39.5%	90.0%	3098	2955	4.8%
万科地产	3	-1	1267	2018	-37.2%	254	8.4%	-29.4%	824	1312	-37.2%	165	8.4%	-29.4%	65.0%	3755	4202	-10.6%
华润置地	4	0	1247	1702	-26.7%	320	54.6%	19.9%	860	1268	-32.2%	211	45.8%	26.9%	69.0%	3070	3013	1.9%
招商蛇口	5	0	1010	1664	-39.3%	231	21.4%	-21.4%	686	1035	-33.7%	194	59.0%	4.9%	68.0%	2936	2926	0.3%
绿城中国	6	1	855	983	-13.0%	174	12.3%	12.3%	618	632	-2.3%	130	11.1%	12.6%	72.3%	1943	2128	-8.7%
建发房产	7	1	661	953	-30.7%	114	-16.2%	-35.6%	509	752	-32.4%	86	-23.2%	-36.6%	77.0%	1891	1703	11.0%
滨江集团	8	3	582	926	-37.1%	149	93.3%	20.2%	290	475	-38.9%	72	121.1%	-5.1%	49.9%	1535	1539	-0.3%
越秀地产	9	3	555	825	-32.7%	155	54.5%	19.1%	333	495	-32.7%	93	54.6%	19.1%	60.0%	1425	1260	13.1%
龙湖集团	10	-1	511	985	-48.1%	101	18.5%	-37.7%	347	651	-46.8%	71	17.1%	-31.5%	67.8%	1736	2033	-14.6%
华发股份	11	3	452	769	-41.2%	93	-21.6%	-22.0%	301	563	-46.6%	63	-15.8%	-31.0%	66.5%	1260	1202	4.8%
中国金茂	12	1	446	860	-48.1%	133	84.2%	1.2%	308	593	-48.1%	92	84.3%	1.2%	69.0%	1412	1550	-8.9%
中国铁建	13	2	396	522	-24.3%	118	49.6%	59.5%	321	386	-16.8%	98	68.2%	66.2%	81.3%	1216	1281	-5.1%
金地集团	14	-4	361	858	-57.9%	66	1.8%	-50.7%	224	532	-57.9%	41	1.5%	-50.8%	61.9%	1536	2218	-30.8%
绿地控股	15	1	336	620	-45.9%	96	85.0%	-33.2%	302	558	-45.9%	87	85.0%	-33.2%	90.0%	1135	1401	-19.0%
碧桂园	16	-10	333	1609	-79.3%	55	5.4%	-73.9%	262	1298	-79.8%	47	16.6%	-71.5%	78.7%	2169	4643	-53.3%
保利置业	17	10	282	371	-24.0%	73	65.9%	87.2%	184	277	-33.5%	47	53.4%	62.4%	65.2%	536	503	6.6%
融创中国	18	-1	261	520	-49.8%	15	-31.6%	-79.3%	144	298	-51.8%	8	-31.4%	-82.8%	55.0%	847	1692	-50.0%
新城控股	19	-1	235	424	-44.5%	38	-8.5%	-43.0%	168	291	-42.4%	25	-12.5%	-47.7%	71.3%	758	1165	-34.9%
中建壹品	20	23	203	208	-2.5%	124	1963.3%	163.4%	156	156	0.4%	116	3766.7%	231.4%	77.0%	333	-	-
美的置业	21	1	202	405	-50.0%	33	-0.3%	-34.4%	132	259	-49.2%	22	-0.5%	-33.3%	65.0%	659	742	-11.2%
旭辉集团	22	-3	202	419	-51.8%	28	-18.0%	-49.0%	105	231	-54.7%	14	-17.7%	-52.0%	51.7%	700	1237	-43.4%
中交房地产	23	-3	189	389	-51.3%	39	-1.3%	-50.0%	130	231	-43.7%	28	9.0%	-31.8%	68.7%	698	650	7.5%
电建地产	24	9	187	333	-44.0%	72	264.6%	-3.9%	128	225	-43.1%	50	253.6%	3.3%	68.5%	452	685	-34.0%
大悦城控股	25	5	185	247	-25.2%	36	13.9%	-10.2%	84	133	-37.0%	15	-3.2%	-30.9%	45.1%	514	514	0.0%
世茂集团	26	8	171	281	-39.1%	33	13.4%	-21.6%	120	197	-39.1%	23	12.7%	-21.7%	70.0%	428	865	-50.5%
中国恒大	27	-3	167	382	-56.3%	31	-26.2%	-28.2%	156	358	-56.3%	29	-26.4%	-28.2%	93.6%	603	455	32.5%
首开股份	28	-5	159	347	-54.2%	40	60.0%	-20.0%	92	201	-54.1%	23	60.0%	-20.0%	58.0%	615	869	-29.3%
城建集团	29	-1	154	261	-41.2%	39	130.5%	-14.4%	88	149	-41.2%	22	128.1%	-14.5%	57.0%	531	487	9.1%
联发集团	30	-4	149	359	-58.5%	36	142.2%	-41.5%	88	174	-49.3%	21	137.1%	-31.7%	59.4%	565	455	24.3%
卓越集团	31	-6	147	407	-63.8%	21	7.1%	-62.9%	104	260	-59.9%	15	7.9%	-60.2%	70.8%	603	743	-18.8%
国贸地产	32	-3	139	314	-55.8%	32	60.1%	-35.8%	93	166	-44.3%	21	59.2%	-20.4%	66.7%	525	379	38.8%
伟星房产	33	9	137	202	-31.8%	30	1.0%	-7.9%	130	181	-28.2%	29	1.8%	-6.9%	94.4%	358	340	5.2%
象屿地产	34	1	135	311	-56.5%	44	50.9%	18.3%	98	176	-44.2%	31	34.2%	54.7%	72.7%	425	-	-
中国中铁	35	-14	133	361	-63.3%	35	143.8%	-	98	267	-63.3%	26	145.3%	-	74.0%	697	-	-
雅居乐	36	5	126	236	-46.7%	52	145.2%	67.2%	100	187	-46.7%	41	145.2%	66.8%	79.0%	364	523	-30.5%
路劲集团	37	-1	120	300	-60.0%	39	124.9%	-22.2%	111	276	-60.0%	36	126.6%	-22.2%	92.0%	415	580	-28.4%
大华集团	38	0	119	207	-42.5%	29	-8.1%	-54.8%	116	204	-42.9%	28	-8.9%	-55.6%	97.8%	415	362	14.5%
武汉城建	39	-2	118	203	-41.9%	35	71.8%	0.9%	71	116	-38.7%	21	89.2%	5.0%	60.4%	415	550	-24.6%
远洋集团	40	-8	115	357	-67.7%	21	-12.6%	-70.5%	75	232	-67.7%	14	-12.9%	-70.5%	65.0%	506	1004	-49.6%
TOP10			9904	14990	-33.9%	2384	37.4%	-3.9%	7153	10865	-34.2%	1841	44.7%	6.0%	72.2%			
TOP20			13208	21215	-37.7%	3100	33.9%	-10.4%	9522	15097	-36.9%	2379	42.1%	-1.6%	72.1%			
TOP40			16262	27377	-40.6%	3883	38.6%	-15.3%	11639	19289	-39.6%	2902	43.9%	-10.3%	71.6%			
TOP100			20116	34563	-41.8%	4702	32.5%	-21.8%	14700	24368	-39.7%	3622	40.7%	-14.4%	73.1%			

资料来源：克而瑞，国盛证券研究所

土地市场方面，TOP20 的竞争格局近几年基本保持稳定，能够活跃在土地市场前列的依然是以头部几家国企央企和少数几家民企为主，兼以部分中建系及地方“国字号”房企弯道超车。排名方面，中海地产、保利发展、华润置地 2021-2023 年（2024 年上半年土拍量较少，全年排位仍有变数）连续三年拿地规模都居于前六，绿城中国、招商蛇口则连续三年保持在第 5-10 梯队；建发房产、滨江集团、中国铁建、越秀地产拿地规模排名提升明显，从 2021 年均为 TOP10-20 左右到 2023 年提升至 TOP10 附近。龙湖集团则相对稳定在 10 名左右。2024H1 拿地规模排名靠前的是建发房产、华润置地、滨江集团和绿城中国，而曾经位于榜单前列的大部分民企排名已经逐渐靠后甚至消失在榜单中。从拿地绝对量来看，或主要受市场信心影响，剩余玩家投资步伐均大幅放缓，维持“量少、质优”策略。2024H1 百强房企投资拿地金额总量同比下降 39.5%，降幅创 2023 年

以来新高;而在已拿地的百强房企中,有 70%企业上半年新增土地价值较去年同期下滑,其中超过四成企业同比降幅超过 50%(万科跌幅超 90%、保利发展、中海等同比降幅近 70%)。具体来看,样本 9 家国央企及混合所有制企业¹2024H1 拿地金额受中海、保利等投拓大幅缩减影响下滑 61.5%,样本民企在 2023H1 年低基数上继续下降 44.8%,几乎丧失拿地能力。从拿地力度看,2024H1 百强销售房企投销比仅有 14%,样本 9 家国央企及混合所有制企业全口径金额投销比 19.1%;样本民企投销比仅 12.2%,补库力度均较弱。

2024H2 房企拿地或维持谨慎,我们再次强调持续拿地带来的主观能动性。2024 年一季度土拍市场表现冷清,房企拿地意愿偏弱;4-5 月土拍政策频出,房企积极调整战略,但基于当前新房市场销售疲软、融资端受限等因素影响依旧对非核心地块保持审慎态势。在核心城市取消土地限价后土拍溢价率小幅提升,但市场上涨信心并未恢复,同时房企投拓策略趋同的背景下,核心城市土地利润空间也相对有限。预计全年房企拿地规模将继续负增长,特别是核心一二线城市补库量不足,可能导致后续这些城市新房供应与成交的继续减少。此外,我们再次强调始终拿地靠前对于房企生死局的重要性,通过复盘我们发现房企走向出险的真正拐点为资金链条变化(详见过往报告),即融资端及销售端的双向倾覆,而拿地的房企总归能靠自身动力(通过拿地逐渐顺通造血正循环)对冲行业下行;不拿地则只能被动承受市场压力。

图表 53: 克而瑞拿地金额 TOP20 房企

企业名称	2024H1			2023			2022			2021		
	新增土地价值(亿元)	排名	新增土地价值(亿元)	排名	新增土地价值(亿元)	排名	新增土地价值(亿元)	排名	新增土地价值(亿元)	排名	新增土地价值(亿元)	排名
建发房产	321.8	1	559.4	2	888.2	4	1606.4	5	692.3	7	908.5	10
中建壹品	239.4	2	467.1	3	96.8	31	194.4	32				
华润置地	238.8	3	574.5	1	1102.1	3	2696.8	1	1066.1	2	2393.8	2
滨江集团	222.7	4	334.4	7	576.8	8	1057.5	9	785.2	5	1543.2	5
绿城中国	207.0	5	393.0	4	793.0	6	1418.0	6	591.0	8	1036.0	8
中国铁建	133.9	6	351.6	6	543.6	9	1201.3	8	396.4	11	944.0	9
国贸地产	119.5	7	255.7	10	165.7	16	319.3	19	231.2	15	429.7	17
保利发展	115.8	8	248.4	11	1260.9	2	2402.0	2	1350.5	1	2514.8	1
中建智地	112.0	9	353.7	5	86.3	37	157.1	41	83.6	44	161.7	53
中海地产	111.5	10	263.0	9	1271.9	1	2295.2	3	871.7	3	1787.0	3
越秀地产	110.7	11	238.1	12	452.6	10	905.4	10	524.4	9	1162.4	7
城建集团	109.5	12	265.5	8								
龙湖集团	89.0	13	173.0	16	361.0	12	770.0	11	334.6	12	670.6	14
招商蛇口	84.0	14	217.5	13	644.7	7	1345.4	7	759.4	6	1466.8	6
海开控股	79.2	15	213.6	14								
石家庄城投集团	78.0	16	181.8	15								
大悦城控股	77.0	17	118.3	20	33.4	88			86.0	42	172.8	49
金隅集团	63.8	18	127.6	17	85.1	38	122.6	52	71.1	52	115.3	79
象屿地产	60.0	19	115.2	21	154.1	21	313.5	21				
安徽交控集团	54.6	20	109.3	22								

资料来源:克而瑞,国盛证券研究所

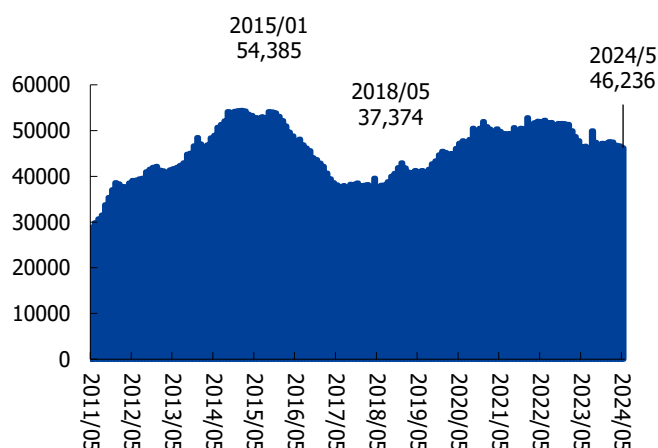
2.4 库存高企亟待提振需求去消化,供需双弱下去化周期被动抬升至历史新高

70 城库存 4.6 亿平,位于历史高点 85%水位,库存高企抑制拿地与房价,亟待提振需求去化。70 城已取证未售库存在 2021 和 2022 年进入 5 亿平的高位盘整期,2023 年和 2024 年因为供应减少库存有所下降,但仍处于历史高位,截止 2024 年 5 月,70 个样本城市住宅库存面积 46236 万方,相当于历史高点(2015 年 1 月)的 85%,相当于 2015 年去库存后库存最低点(2018 年 5 月)的 123.7%。其中一线、二线、三线城市住宅库

¹ 注:样本 9 家国央企及混合所有制企业为万科、保利、中海、华润、招蛇、建发、绿城、华发、越秀;样本民企为金地、龙湖及滨江。

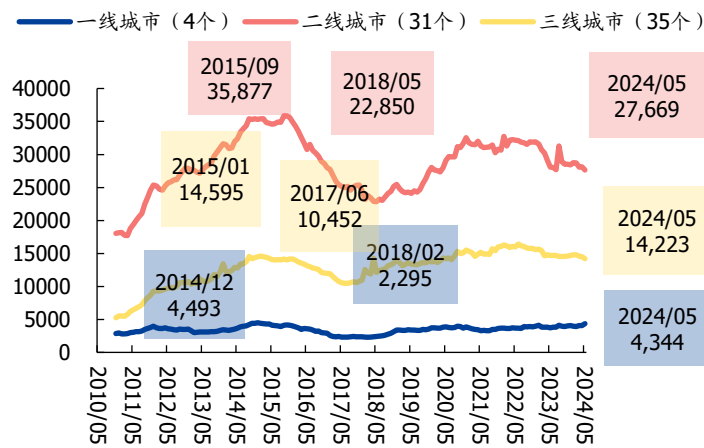
存面积分别为 4344、27669、14223 万方，分别相当于历史最高库存的 96.7%、77.1%、86.6%，相当于 2015 年后最低库存的 189.3%、121.1%、136.1%。

图表 54: 70 城住宅库存情况 (单位: 万方)



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

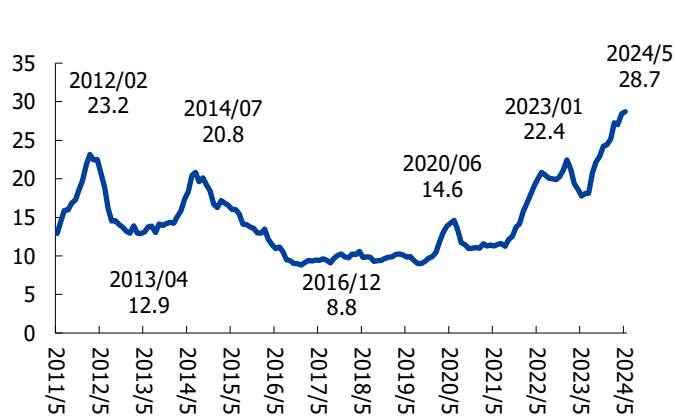
图表 55: 不同能级城市住宅库存情况 (单位: 万方)



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

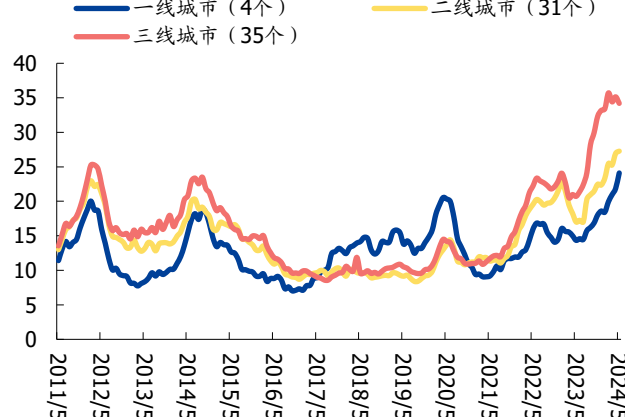
因供需双弱下需求更弱, 新房库存去化周期已创历史新高。新房库存去化周期自 2021 年下半年销售转冷以来不断延长, 2023 年随着市场热度变化经历了先跌后反弹的过程, 上半年因为成交有所复苏, 70 个样本城市库存去化周期短暂回落, 至 5 月份回落至 18 个月, 下半年因为销售再下台阶导致去化周期再度被动回升, 截止 12 月已反弹至 24.4 个月, 超过了 2014 年历史高位, 新房销售的疲弱导致市场阶段性供需失衡。截止 2024 年 5 月, 70 个样本城市库存去化周期为 28.7 个月, 超过过去历轮周期高点, 其中三线城市库存压力最为严重 (截止 2024 年 5 月去化周期高达 34.2 个月), 二线次之 (27.3 个月), 一线情况相对较好 (24.1 个月)。

图表 56: 70 城市库存去化周期 (月)



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 57: 不同能级城市库存去化周期 (月)



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

大部分城市库存去化周期都处于被动上升状态, 当前八成城市库存去化周期超 20 个月, 面临严重去化压力。经过一年去库存后, 截止 2024 年 5 月, 70 城中仍有 47% 的城市绝对库存量较上年同期有所增长, 91% 的城市库存去化周期较上年同期上升。八成城市去化周期超 20 个月, 面临严重的去库压力, 高库存状态将持续地对销售市场修复形成压制。截止 2024 年 5 月, 70 城中库存去化周期在 0~10 个月、10~15 个月、15~20 个月、20 个月以上的城市占比分别为 6%、7%、7%、80%, 且有 41.4% 的城市连续两年库存去化周期都在 20 个月以上。

图表 58: 库存去化周期在不同区间的城市数量及占比

库存去化周期区间 (月)	2023 年 5 月城市数量	2024 年 5 月城市数量	2023 年 5 月城市占比	2024 年 5 月城市占比
0~10	12	4	17%	6%
10~15	11	5	16%	7%
15~20	18	5	26%	7%
>20	29	56	41%	80%

资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 59: 70 城库存情况

城市能级	城市	2023M5 库存 (万方)	2024M5 库存 (万方)	库存变化	2024M5 库存占历史最高库存比重	2023M5 去化周期 (月)	2024M5 去化周期 (月)	去化周期变化	城市能级	城市	2023M5 库存 (万方)	2024M5 库存 (万方)	库存变化	2024M5 库存占历史最高库存比重	2023M5 去化周期 (月)	2024M5 去化周期 (月)	去化周期变化
一线城市	上海	525	789	50%	51%	6.1	14.9	8.8	三线城市	唐山	144	44	-69%	5%	2.7	1.4	(1.3)
	深圳	561	647	15%	75%	16.5	22.9	6.5		淮南	122	121	-1%	31%	11.4	16.0	4.6
	北京	1,240	1,249	1%	87%	20.6	28.9	8.3		南通	118	156	32%	39%	15.3	16.0	0.8
	广州	1,406	1,660	18%	100%	17.7	29.7	12.1		滁州	99	105	6%	21%	8.3	18.4	10.1
二线城市	贵阳	534	100	-81%	11%	9.2	2.6	(6.6)		徐州	902	785	-13%	74%	15.1	22.7	7.6
	乌鲁木齐	156	173	11%	22%	4.8	8.1	3.3		常德	25	50	98%	19%	6.7	24.8	18.1
	杭州	679	658	-3%	49%	5.9	9.7	3.8		茂名	575	508	-12%	63%	16.6	24.8	8.2
	南昌	234	227	-3%	55%	7.5	12.2	4.7		温州	655	729	11%	91%	16.6	26.6	10.0
	合肥	281	311	11%	30%	5.3	13.0	7.7		荆门	174	149	-14%	46%	20.3	27.4	7.1
	西安	732	963	31%	41%	11.0	13.5	2.4		马鞍山	74	77	3%	37%	32.0	28.3	(3.7)
	济南	718	652	-9%	41%	9.8	14.5	4.6		海口	399	515	29%	86%	17.1	29.2	12.1
	宁波	412	388	-6%	10%	9.8	19.5	9.8		东莞	571	467	-18%	57%	21.0	30.1	9.2
	重庆	814	817	0%	36%	13.6	20.0	6.4		洛阳	380	222	-42%	32%	19.9	31.1	11.2
	天津	1,323	1,325	0%	46%	13.3	20.4	7.1		泉州	162	171	5%	50%	16.4	31.6	15.2
	成都	1,499	2,276	52%	77%	11.0	20.7	9.8		佛山	1,370	1,274	-7%	67%	18.9	31.9	13.1
	苏州	760	742	-2%	64%	13.4	24.6	11.2		清远	649	638	-2%	63%	17.9	32.0	14.0
	青岛	1,579	1,358	-14%	52%	18.1	24.9	6.8		宜昌	48	82	69%	28%	7.7	32.2	24.6
	昆明	912	821	-10%	63%	20.7	28.2	7.5		岳阳	152	140	-8%	36%	11.4	32.6	21.2
	郑州	1,179	1,086	-8%	73%	18.5	28.8	10.3		无锡	514	508	-1%	37%	18.7	33.1	14.4
	武汉	1,626	1,668	3%	76%	13.1	29.3	16.2		常州	521	492	-6%	57%	21.2	33.6	12.5
	南宁	683	678	-1%	80%	15.6	30.8	15.1		舟山	128	110	-14%	28%	20.0	38.6	18.5
	厦门	346	348	0%	83%	15.8	32.1	16.4		金华	362	150	-59%	37%	65.2	40.3	(25.0)
	长沙	946	985	4%	44%	14.2	32.6	18.5		惠州	1,403	1,347	-4%	69%	20.4	40.3	19.9
	长春	1,223	1,036	-15%	66%	30.9	32.7	1.7		烟台	1,185	1,067	-10%	84%	49.7	40.6	(9.1)
	兰州	815	718	-12%	54%	29.5	33.8	4.3		汕头	825	770	-7%	90%	30.6	42.5	11.8
	南京	758	936	24%	94%	12.5	34.2	21.7		钦州	276	317	15%	61%	25.7	44.2	18.5
	福州	397	384	-3%	65%	19.1	36.6	17.5		九江	136	157	15%	56%	17.6	45.6	28.0
	西宁	397	253	-36%	35%	28.8	37.0	8.2		珠海	642	707	10%	66%	26.4	48.5	22.0
	石家庄	370	575	55%	76%	10.5	39.8	29.3		北海	348	374	7%	77%	47.5	57.9	10.4
	沈阳	1,927	1,628	-15%	49%	34.5	44.3	9.8		三明	55	70	26%	100%	27.5	59.9	32.5
	大连	1,140	1,086	-5%	70%	67.0	52.4	(14.6)		嘉兴	224	337	51%	60%	30.1	103.8	73.7
	呼和浩特	1,193	1,080	-9%	78%	33.0	57.5	24.4		株洲	250	278	11%	70%	40.6	108.0	67.3
	哈尔滨	958	819	-14%	78%	71.8	93.5	21.7		蚌埠	188	286	52%	18%	40.8	125.5	84.6
	银川	1,897	1,990	5%	100%	65.7	139.6	74.0		丹东	440	476	8%	100%	98.2	250.5	152.3
	太原	1,621	1,587	-2%	60%	59.2	170.0	110.8		日照	551	544	-1%	95%	51.9	5,409.6	5357.7

资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

三、房地产政策博弈策略

基于目前地产销售基本面低迷以及连带房企报表业绩承压，我们在过往报告中多次给出房地产股票投资建议——博弈重要会议及政策。本章节我们复盘 2022 年以来房地产相关的中央高级别会议板块前后表现、以及我们持续推荐的 A/H 各 5 家基本面股票组合表现，构建房地产政策博弈策略。总结而言，**A 股地产板块博弈性质更明显，在中央主要会议前夕参与博弈，所有子策略均表现出高胜率、正收益特征，胜率都在 50% 或以上；相反在政策落地后参与，胜率降低至 50% 以下。H 股地产板块建议提前 2-3 天博弈政策，或是在落地后短期参与，胜率也高于 50%。**整体建议大会前参与博弈。个股方面，我们在基本面维度挑选行业龙头兼顾上述策略胜率和绝对收益的同时，部分子策略能提供超额收益。**A 股方面，提前 1-2 周博弈所有政策，组合平均收益率为 2.31-3.43%，超额 0.69-1.2%。H 股方面，提前 1-2 周博弈所有政策，组合平均收益率为 3.37-4.08%，超额 1.57-1.99%；提前 2-3 日博弈强预见性政策，组合平均收益率为 1.4-1.64%，超额 0.74-0.8%。**

3.1 策略构建：基准指数、组合个股、重要政策、买卖时点的选择

我们选择申万房地产指数、中信房地产 HK 指数作为板块基准，组合 A 股包括保利发展、建发股份、招商蛇口、华发股份、滨江集团，组合 H 股包括绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、建发国际集团。具体指数及组合个股代码如下表所示。

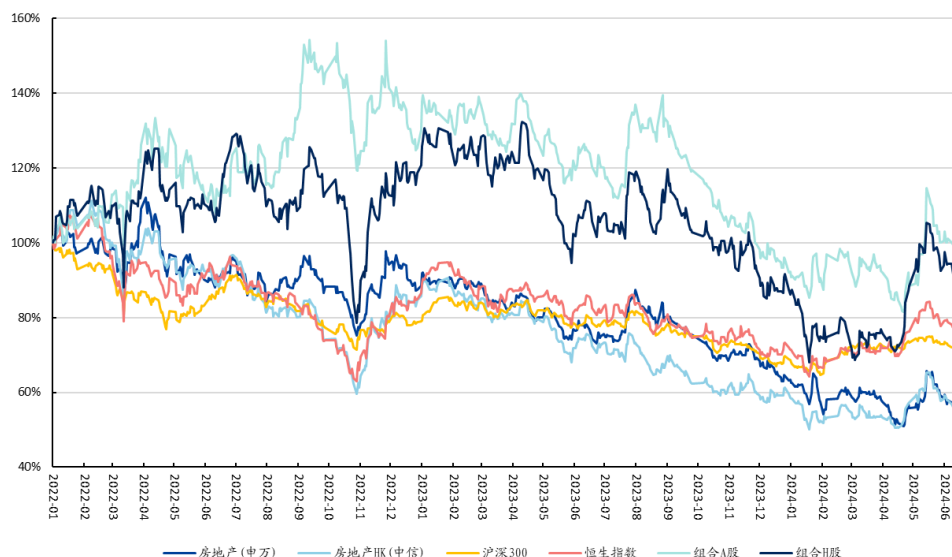
图表 60: 板块基准指数及组合个股明细

板块基准指数				
房地产(申万)	房地产HK(中信)			
801180.SI	CHK5023.WI			
组合A股				
保利发展	建发股份	招商蛇口	华发股份	滨江集团
600048.SH	600153.SH	001979.SZ	600325.SH	002244.SZ
组合H股				
绿城中国	越秀地产	华润置地	中国海外发展	建发国际集团
3900.HK	0123.HK	1109.HK	0688.HK	1908.HK

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在长期配置不考虑择时的情况下，我们的个股组合相较板块或大盘已具备明显相对收益。从 2022.1.4-2024.6.21 指数及组合个股走势看，申万房地产、中信房地产 HK 均明显跑输大盘。而我们挑选的组合 A 股、组合 H 股股价表现不仅跑赢行业（期间相较地产板块超额收益分别为 39.2%、37.8%），同时在多数时间内也明显跑赢大盘（超额收益分别为 23.6%、15.9%）。我们的组合相对收益明显，适用于不考虑择时、根据基本面选股作长期配置的投资逻辑。下文我们的政策博弈策略会进一步挖掘阶段性的绝对收益。

图表 61: 板块基准指数及组合个股平均股价走势 (2022.1.4-2024.6.21)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2022 年以来符合筛选条件的重要会议/政策共计 12 个。我们在下面策略构建时，统称涉房重要会议及涉房重要政策为“事件”，筛选符合条件的事件主要有两个标准，一是中央大概率会提及房地产行业的高级别会议，包括每年 4 月/7 月/12 月中央政治局会议、每年年底的中央经济工作会议，这些会议召开时间相对固定，因此可预见性较强，策略执行时也相对容易执行，但这类事件不代表涉房内容一定超预期。第二个标准是中央房地产相关部委召开涉房重要会议或涉房重要政策，含有全国覆盖、较同类政策明显转向或发力的内容，包括：2022 年 11 月的“金融十六条”、2023 年“831”信贷新政、2024 年“517”保交房会议及系列政策。这一类事件具体时间相对不确定，一定程度增加了介入时点的难度（相对前一类事件不确定，但也能根据中央的相关政策指引把握到大体发生的时间区间，如 2024 年“517”保交房关于收储的内容，其实在 2024 年 4 月底政治局会议有过指引）。所以我们在策略回测时会将政策节点的“可预见性”纳入考虑。下表是 2022 年至今符合上述两个筛选条件的事件表。

图表 62: 2022 年以来符合条件的重要涉房会议及政策

事件发生具体日期	T日	事件简称	事件核心要点	边际变化	预见性
2022/4/29	2022/4/29	政治局会议	“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”、“支持刚性和改善性住房需求”	小幅发力	强
2022/7/28	2022/7/29	政治局会议	“因城施策用足用好政策工具箱”	延续	强
2022/11/23	2022/11/24	金融十六条	融资端“三支箭”支持	发力	
2022/12/7	2022/12/7	政治局会议	“要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线”	没有直接提及房地产	强
2022/12/16	2022/12/19	中央经济工作会议	“支持刚性和改善性住房需求”、“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”	延续	强
2023/4/28	2023/4/28	政治局会议	首次提及“三大工程”	小幅发力	强
2023/7/24	2023/7/25	政治局会议	“要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”、推进“三大工程”	发力	强
2023/8/31	2023/9/1	“831”信贷新政	央行下调首付比例下限至20%/30%、“认房不认贷”	发力	
2023/12/8	2023/12/11	政治局会议	“要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线”	没有直接提及房地产	强
2023/12/12	2023/12/13	中央经济工作会议	“持续有效防范化解重点领域风险、坚决守住不发生系统性风险的底线”。推进“三大工程”	延续	强
2024/4/30	2024/5/6	政治局会议	“消化存量房产和优化增量住房”	发力	强
2024/5/17	2024/5/20	五一七保交房工作会议	央行下调首付比例下限至15%/25%、央行3000亿元再贷款支持地方收储、自然资源部支持盘活存量土地	发力	

资料来源: 中央政府网站, 央行, 国盛证券研究所

策略分为落地前介入、落地后参与两大模式。我们认为，房地产政策相关的投资策略可以分为两个投资思路，一是在事件发生前参与博弈，二是在事件发生后参与。前者的执行需要投资者把握房地产政策释放节奏，而事实上，没有人能够每次精准预判。另外，在看到具体政策落地前，板块或个股股价很有可能是比较疲软的，提前博弈也考验投资者的心态与执行纪律。因此我们在构建策略时，要求每次事件前均参与博弈，按不同时点买入、同一时点卖出回测过去 12 次事件的平均收益率和综合胜率（综合胜率=收益率为正次数/策略执行次数）。第二方面，我们也回测在事件发生后同一时点买入参与、不同时点卖出回测过去 12 次事件。

具体买入卖出时点确认规则：为方便表述，我们将事件落地前卖出日/落地后买入日表示为 T 日。因为政策消息/会议通稿可能在交易日盘中或盘后披露，因此具体买入卖出时点也分两种情况。对于盘中披露，则两种模式的买卖均设置为事件发生当日的收盘价（T 日收盘价买入或卖出）；对于盘后披露，落地前介入模式实际卖出节点为事件发生后下一个交易日（T 日开盘价卖出），落地后参与买入时点也是事件发生后下一个交易日（T 日开盘价买入）。

3.2 回测

基于初步的策略构建，我们对板块基准指数、组合 A/H 个股分别进行策略回测，回测时间段及前文所述 12 个符合筛选条件的事件前后。对于落地前介入模式，我们回测 T-1、T-2、T-3、T-1 周、T-2 周买入时点至 T 日的收益率，并求 12 次事件平均收益率；对于落地后参与模式，我们回测 T 日买入至 T+1、T+2、T+3、T+1 周~+5 周卖出时点的收益率，并求 12 次事件平均收益率。

板块基准回测：提前进场博弈，整体收益率为正。在没有进一步优化策略的情况下，板块基准指数在落地前介入模式中，不同买入周期整体取得不错的回报，A 股板块基准平均收益率在 0.7%-2.2%之间；H 股板块基准平均收益率在 0.4%-2.1%之间。进一步而言，在 T 日前 2 周-前 1 周时间提前进场博弈，收益率相对会议临近更高。板块基准指数在落地后参与模式中，A 股板块基准平均收益率有正有负，H 股在 T 日后 1-3 日收益率小幅为正。但 A/H 板块基准距离 T 日越远，收益率越低，基本没有参与价值。

图表 63：板块基准指数回测表现

标的	T 日	事件名称	预见性	T-2 周	T-1 周	T-3	T-2	T-1	T 日买入/卖出基准价格	T+1	T+2	T+3	T+1 周	T+2 周	T+3 周	T+4 周	T+5 周	T 日之后整体持续
房地产 A 股 (申万)	2022/4/29	政治局会议	强	-9.3%	-2.5%	4.6%	6.4%	3.4%	收盘价	-0.5%	-0.4%	0.1%	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.4%	
	2022/7/29	政治局会议	强	1.5%	3.1%	-0.4%	0.1%	-0.1%	开盘价	-0.0%	-0.8%	-0.0%	-0.0%	-0.6%	-0.1%	0.1%	0.4%	
	2022/11/24	金融十六条		-1.0%	-2.2%	1.1%	1.8%	1.9%	开盘价	0.5%	0.1%	1.0%	0.3%	0.9%	0.4%	0.5%	0.7%	>5 周
	2022/12/7	政治局会议	强	6.0%	2.3%	-1.5%	-2.5%	-1.8%	收盘价	0.9%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	-2.0%	-0.4%	-2.2%	1 周
	2022/12/19	中央经济工作会议	强	-3.3%	0.1%	1.7%	1.6%	0.3%	开盘价	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-0.5%	-0.9%	-0.9%	-0.5%	-0.3%	
	2023/4/28	政治局会议	强	-6.1%	-4.1%	0.8%	1.2%	1.0%	收盘价	0.0%	0.8%	0.9%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-2.8%	-0.0%	1 周
	2023/7/25	政治局会议	强	3.6%	4.7%	2.8%	1.1%	1.7%	开盘价	0.1%	0.4%	0.6%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%	1.2%	5 周
	2023/9/1	"831" 信贷新政		-1.0%	3.0%	-3.8%	-3.5%	1.5%	开盘价	-0.6%	-0.9%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-1.3%	-1.9%	
	2023/12/11	政治局会议	强	-7.3%	-3.6%	-2.0%	-2.4%	-0.6%	开盘价	0.1%	0.0%	0.6%	-0.3%	-0.9%	-0.1%	-10.0%	-0.1%	3 日
	2023/12/13	中央经济工作会议	强	-7.1%	-1.0%	1.5%	2.1%	-1.0%	开盘价	-0.5%	-0.4%	-1.6%	-0.6%	-0.2%	-8.6%	-18.7%	-18.6%	
	2024/5/6	政治局会议	强	4.4%	10.9%	6.8%	0.3%	2.3%	开盘价	-0.2%	-0.1%	-1.5%	0.3%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	
	2024/5/20	五一七保交房工作会议		27.0%	16.0%	10.6%	6.7%	-0.7%	开盘价	-0.7%	0.6%	-1.2%	-0.9%	-1.1%	-15.0%	-	-	
房地产 HK (中信)		平均收益率		1.6%	2.2%	1.9%	1.1%	0.7%		0.4%	-0.4%	0.3%	-0.2%	-2.1%	-4.8%	-4.3%	-4.8%	
	2022/4/29	政治局会议	强	-5.4%	-2.0%	1.2%	2.3%	1.0%	收盘价	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	1 日
	2022/7/29	政治局会议	强	-6.3%	-1.1%	-2.3%	0.2%	0.1%	开盘价	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
	2022/11/24	金融十六条		18.6%	-4.3%	1.5%	2.5%	1.8%	开盘价	0.3%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	>5 周
	2022/12/7	政治局会议	强	3.4%	3.3%	0.8%	-2.8%	-4.6%	收盘价	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	>5 周
	2022/12/19	中央经济工作会议	强	5.3%	3.7%	1.0%	1.3%	0.3%	开盘价	0.4%	0.6%	0.4%	0.2%	0.9%	1.3%	0.0%	0.5%	
	2023/4/28	政治局会议	强	-1.2%	-2.2%	1.7%	0.5%	0.4%	收盘价	1.2%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	-0.6%	0.1%	0.1%	
	2023/7/25	政治局会议	强	-2.9%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.3%	开盘价	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1 周
	2023/9/1	"831" 信贷新政		-2.8%	2.7%	-1.4%	-1.6%	0.0%	开盘价	0.9%	0.5%	0.1%	0.8%	0.2%	0.7%	0.9%	0.0%	1 周
	2023/12/11	政治局会议	强	-8.2%	-4.9%	-2.7%	-2.4%	-0.7%	开盘价	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.5%	0.8%	0.0%	2 周
	2023/12/13	中央经济工作会议	强	-10.0%	-1.5%	1.1%	1.7%	-0.5%	开盘价	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2 周
	2024/5/6	政治局会议	强	12.4%	16.8%	4.4%	4.5%	4.1%	开盘价	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
	2024/5/20	五一七保交房工作会议		22.1%	12.2%	8.1%	3.8%	0.0%	开盘价	1.9%	1.8%	0.5%	0.5%	-1.4%	-14.2%	-	-	
		平均收益率		2.1%	1.8%	1.4%	0.8%	0.4%		0.8%	0.7%	1.1%	0.1%	-0.4%	-2.6%	-3.0%	-2.2%	

资料来源：Wind，国盛证券研究所（T 日左侧为事件落地前介入，百分比表示不同时点买入并在 T 日卖出时的收益率；T 日右侧为事件落地后 T 日参与，百分比表示 T 日买入并在不同时点卖出时的收益率）

组合个股回测：提前 1-2 周进场博弈收益率可观，H 股组合在绝对收益同时享有超额收益。在没有进一步优化策略的情况下，组合个股收益率方向与板块基准指数基本一致。即，组合个股在落地前介入中，不同买入周期整体取得不错的回报，A 股组合平均收益率在 0.4%-3.4%之间；H 股组合平均收益率在 1.0%-4.1%之间。具体看，组合在 T 日前 2 周-前 1 周时间提前进场博弈，收益率更高。此外，组合个股在落地后参与模式中，平均收益率有正有负，相较提前博弈，参与价值较小。相对收益方面，我们统计了组合相较板块基准在不同周期平均超额收益情况，A 股组合整体跟随板块基准，而 H 股在落地前介入模式中，表现出较强的超额收益率，平均超额收益率在 0.6%-2.0%。

图表 64：组合 A/H 个股回测表现

标的	T日	事件名称	预见性	T-2周	T-1周	T-3	T-2	T-1	T日买入/卖出基准价格	T+1	T+2	T+3	T+1周	T+2周	T+3周	T+4周	T+5周	T日之后整体持续
组合A股	2022/4/29	政治局会议	强	2.4%	7.0%	5.3%	8.5%	2.1%	收盘价	-3.4%	-10.0%	-9.3%	-7.2%	-11.2%	-13.4%	-14.9%	-11.6%	
	2022/7/29	政治局会议	强	5.5%	4.3%	-0.3%	-0.6%	-0.3%	开盘价	-2.2%	-4.7%	-8.1%	-8.0%	-2.3%	1.5%	-1.8%	-20.2%	
	2022/11/24	金融十六条		1.5%	-0.4%	1.9%	2.1%	1.7%	开盘价	1.2%	2.1%	1.9%	0.9%	2.2%	6.0%	-0.7%	2.6%	1周
	2022/12/7	政治局会议	强	0.6%	-3.6%	-3.4%	-2.5%	-1.8%	收盘价	1.5%	7.7%	0.3%	0.8%	7.5%	0.6%	0.1%	-1.9%	1周
	2022/12/19	中央经济工作会议	强	-10.1%	-0.1%	2.0%	2.2%	0.5%	开盘价	-4.7%	-5.5%	-5.8%	-7.7%	-2.7%	3.0%	-5.5%	-1.0%	
	2023/4/28	政治局会议	强	-8.4%	-4.8%	-1.5%	-0.5%	-0.2%	收盘价	3.1%	1.1%	1.4%	0.4%	5.6%	8.1%	-1.3%	-5.3%	
	2023/7/25	政治局会议	强	1.0%	5.3%	2.8%	2.4%	3.2%	开盘价	9.9%	7.7%	1.9%	-5.5%	-10.3%	3.1%	-1.5%	5.5%	>5周
	2023/9/1	"831" 信贷新政		1.8%	3.8%	-4.1%	-4.6%	1.5%	开盘价	-0.5%	3.5%	-1.4%	-6.0%	-7.4%	-12.9%	-17.4%	-20.3%	
	2023/12/11	政治局会议	强	-8.9%	-4.1%	-1.7%	-1.9%	-0.6%	开盘价	1.4%	1.5%	1.2%	-0.8%	0.0%	4.9%	-7.6%	-1.8%	3日
	2023/12/13	中央经济工作会议	强	-8.6%	0.5%	2.5%	3.2%	-1.3%	开盘价	-1.8%	-0.2%	-0.8%	-3.2%	-6.4%	-7.8%	-12.7%	-9.2%	
	2024/5/6	政治局会议	强	3.7%	9.2%	4.0%	-1.8%	2.1%	开盘价	1.3%	-1.7%	0.8%	-1.9%	-5.7%	-3.1%	3.6%		
	2024/5/20	五一七保交房工作会议		37.1%	24.1%	1.9%	7.3%	-1.5%	开盘价	2.2%	2.8%	3.8%	-8.9%	-10.5%	-15.9%			
组合H股		平均收益率		2.3%	3.4%	1.6%	1.2%	0.4%		0.0%	-1.2%	-0.3%	-1.1%	-2.5%	-4.0%	-2.2%	-2.8%	
	2022/4/29	政治局会议	强	-5.3%	-0.9%	1.9%	2.7%	1.8%	收盘价	1.7%	-3.8%	-3.8%	-5.3%	-4.3%	-3.3%	-7.3%	1.1%	1日
	2022/7/29	政治局会议	强	-4.5%	0.2%	-1.8%	-0.1%	0.1%	开盘价	-3.5%	-5.9%	-7.7%	-7.2%	-10.4%	-7.3%	-3.8%	1.2%	
	2022/11/24	金融十六条		22.2%	-1.8%	3.7%	3.5%	1.8%	开盘价	7.7%	1.0%	3.0%	1.4%	3.2%	3.2%	-1.6%	15.2%	>5周
	2022/12/7	政治局会议	强	0.2%	-1.9%	-2.4%	-2.2%	-4.5%	收盘价	1.0%	10.5%	3.6%	1.7%	3.0%	13.8%	13.1%	13.3%	>5周
	2022/12/19	中央经济工作会议	强	1.7%	7.5%	3.4%	2.7%	-0.4%	开盘价	-3.3%	-3.7%	-3.4%	-2.6%	3.8%	4.2%	1.5%	4.7%	
	2023/4/28	政治局会议	强	-1.3%	-5.4%	2.3%	0.3%	0.3%	收盘价	-2.6%	-0.1%	-0.3%	-5.8%	-12.7%	-21.0%	-11.1%	-11.7%	
	2023/7/25	政治局会议	强	-0.8%	1.5%	0.7%	1.3%	5.1%	开盘价	1.1%	7.1%	1.3%	1.3%	4.5%	-3.8%	1.2%	1.1%	2周
	2023/9/1	"831" 信贷新政		3.6%	2.5%	1.9%	0.9%	3.9%	开盘价	9.9%	0.1%	0.7%	-2.9%	-7.3%	-11.2%	-14.9%	-12.7%	3日
	2023/12/11	政治局会议	强	-14.6%	-9.5%	-4.9%	-4.2%	-0.9%	开盘价	1.1%	1.1%	2.5%	3.3%	7.8%	-1.9%	-11.9%	-11.3%	2周
	2023/12/13	中央经济工作会议	强	-14.4%	-2.9%	2.6%	3.4%	-1.5%	开盘价	-1.0%	-2.0%	0.9%	-1.2%	-2.0%	-5.0%	-18.7%	-15.2%	
	2024/5/6	政治局会议	强	27.0%	29.3%	12.9%	8.8%	7.2%	开盘价	0.8%	-2.9%	-1.0%	1.4%	1.2%	1.6%	-2.7%		
	2024/5/20	五一七保交房工作会议		35.0%	1.6%	7.9%	3.7%	-0.4%	开盘价	-2.1%	-2.4%	-3.5%	-3.0%	-10.0%	-12.2%			
组合H股		平均超额收益率		4.1%	3.4%	2.4%	1.7%	1.0%		1.0%	0.6%	0.9%	-0.3%	-0.9%	-2.7%	-3.2%	-0.3%	

资料来源：Wind，国盛证券研究所（T日左侧为事件落地前介入，百分比表示不同时点买入并在T日卖出时的收益率；T日右侧为事件落地后T日参与，百分比表示T日买入并在不同时点卖出时的收益率）

图表 65：组合 A/H 个股回测相较板块超额收益率

标的	T日	事件名称	预见性	T-2周	T-1周	T-3	T-2	T-1	T日买入/卖出基准价格	T+1	T+2	T+3	T+1周	T+2周	T+3周	T+4周	T+5周
组合A股	2022/4/29	政治局会议	强	11.6%	9.5%	0.7%	2.1%	-1.3%	收盘价	-2.9%	-4.5%	-5.2%	-5.4%	-5.6%	-6.6%	-7.2%	-7.2%
	2022/7/29	政治局会议	强	0.0%	1.2%	0.1%	-0.7%	-0.2%	开盘价	0.7%	1.1%	-0.1%	-2.0%	0.3%	5.6%	11.7%	18.8%
	2022/11/24	金融十六条		0.5%	1.8%	0.8%	0.3%	-0.3%	开盘价	-0.4%	-2.0%	-1.4%	-8.3%	-9.0%	-9.4%	-6.2%	-5.3%
	2022/12/7	政治局会议	强	-5.4%	-5.9%	-1.9%	0.0%	0.1%	收盘价	-0.4%	-0.6%	-0.9%	-1.0%	-3.7%	2.6%	3.4%	0.4%
	2022/12/19	中央经济工作会议	强	-6.8%	-0.3%	0.2%	0.6%	0.3%	开盘价	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-2.2%	2.2%	2.9%	0.1%	3.4%
	2023/4/28	政治局会议	强	-2.3%	-0.7%	-2.3%	-1.7%	-1.2%	收盘价	-3.0%	-1.8%	-1.5%	-1.5%	-1.1%	-0.7%	1.5%	1.7%
	2023/7/25	政治局会议	强	-2.5%	0.6%	0.0%	1.2%	1.5%	开盘价	-0.2%	0.4%	2.4%	2.6%	4.7%	5.7%	9.1%	4.3%
	2023/9/1	"831" 信贷新政		2.8%	0.8%	-0.3%	-1.1%	0.0%	开盘价	0.2%	-0.6%	-0.7%	-2.9%	-2.3%	-3.4%	-3.1%	-6.4%
	2023/12/11	政治局会议	强	-1.6%	-0.5%	0.3%	0.5%	0.0%	开盘价	1.3%	0.5%	0.6%	1.5%	2.9%	2.3%	2.5%	5.3%
	2023/12/13	中央经济工作会议	强	-1.5%	1.5%	1.0%	1.1%	-0.3%	开盘价	-0.3%	0.3%	0.8%	1.3%	-0.2%	0.8%	2.1%	5.4%
	2024/5/6	政治局会议	强	-0.7%	-1.7%	-2.9%	-2.1%	-0.2%	开盘价	1.4%	1.4%	2.4%	8.6%	5.8%	10.2%	9.5%	
	2024/5/20	五一七保交房工作会议		10.1%	8.2%	1.3%	0.7%	-0.8%	开盘价	-1.5%	-3.4%	-2.6%	-1.9%	0.6%	-0.9%		
组合H股		平均超额收益率		0.7%	1.2%	-0.2%	0.1%	-0.2%		-0.5%	-0.8%	-0.6%	-0.9%	-0.4%	0.8%	2.1%	2.0%
	2022/4/29	政治局会议	强	0.2%	1.2%	0.7%	0.4%	0.7%	收盘价	1.2%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-1.2%	-0.3%	-0.3%	8.3%
	2022/7/29	政治局会议	强	1.8%	1.3%	0.6%	-0.3%	0.0%	开盘价	-0.5%	-0.9%	-1.8%	-2.9%	-5.1%	-2.0%	1.2%	7.4%
	2022/11/24	金融十六条		3.6%	2.5%	2.2%	0.9%	0.0%	开盘价	0.4%	0.4%	1.3%	-5.6%	-5.1%	-2.0%	-1.5%	0.8%
	2022/12/7	政治局会议	强	-3.2%	-5.2%	-3.2%	0.6%	0.1%	收盘价	-1.2%	0.0%	0.2%	2.8%	3.1%	6.7%	3.2%	2.8%
	2022/12/19	中央经济工作会议	强	-3.6%	3.8%	2.4%	1.4%	-0.1%	开盘价	0.0%	-0.1%	-1.0%	-0.2%	2.9%	2.9%	0.5%	4.2%
	2023/4/28	政治局会议	强	-0.1%	-3.2%	0.6%	-0.3%	-0.1%	收盘价	-1.5%	-0.8%	-1.0%	-1.9%	-4.4%	-6.4%	-4.0%	-2.6%
	2023/7/25	政治局会议	强	2.1%	2.7%	0.7%	1.3%	1.8%	开盘价	2.8%	2.8%	4.1%	7.6%	7.3%	4.3%	9.8%	9.9%
	2023/9/1	"831" 信贷新政		6.4%	9.3%	3.3%	2.4%	3.9%	开盘价	-1.0%	-2.4%	-4.5%	-3.7%	-4.1%	-5.5%	-5.0%	-3.8%
	2023/12/11	政治局会议	强	-6.4%	-4.6%	-2.2%	-1.7%	-0.2%	开盘价	2.8%	0.6%	0.1%	0.1%	0.6%	-1.4%	-4.1%	-4.2%
	2023/12/13	中央经济工作会议	强	-4.4%	-1.4%	1.4%	1.6%	-1.1%	开盘价	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-2.5%	-2.3%	-3.0%	-7.4%	-5.4%
	2024/5/6	政治局会议	强	14.6%	12.5%	5.6%	4.3%	3.1%	开盘价	1.4%	1.2%	1.6%	1.2%	1.1%	3.5%	3.2%	
	2024/5/20	五一七保交房工作会议		12.8%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	开盘价	-0.2%	-0.6%	-0.1%	0.5%	1.3%	2.0%		
组合H股		平均超额收益率		2.0%	1.6%	1.0%	0.9%	0.6%		0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	1.9%

资料来源：Wind，国盛证券研究所（组合 A/H 各含 5 只个股，等权。超额收益率=组合 A/H 回测收益率-板块基准指数回测收益率）

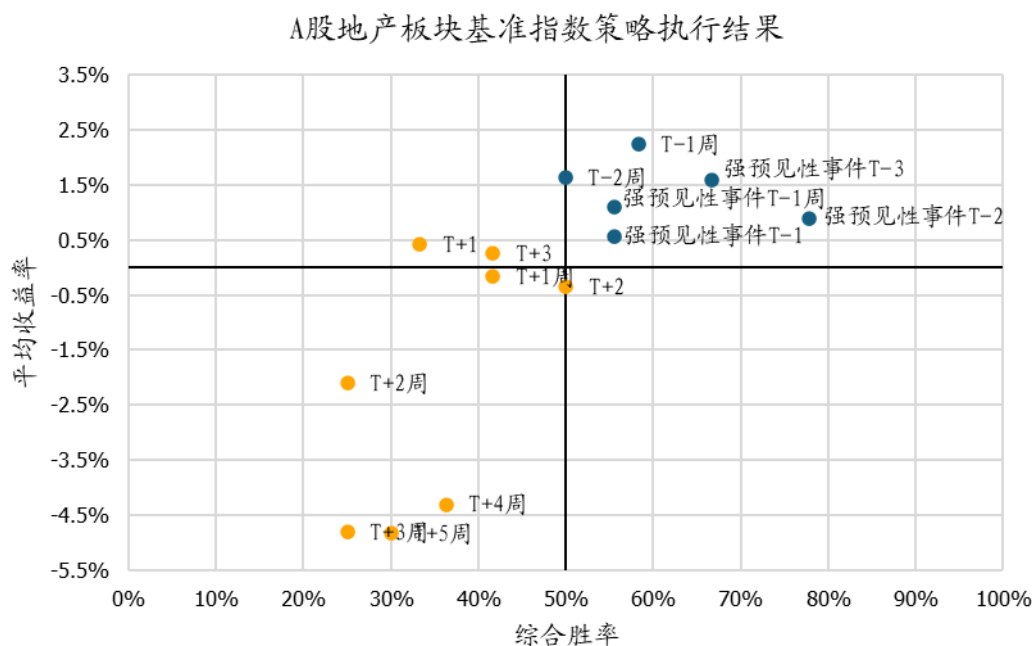
3.3 兼顾绝对收益、相对收益、高胜率的地产政策博弈策略

在 2.1、2.2 节中，我们构建初步策略并回测，得到板块基准和组合个股在不同买入卖出周期中参与地产政策行情的收益结果。也如前文所述，其中部分事件可预见性相对不强，在策略实际执行中有难度，因此我们根据预见性强弱分开讨论，总结出一套实际可执行，同时兼顾绝对收益、相对收益、高胜率的地产政策博弈策略。

我们根据综合胜率 50%、平均收益率 0% 划分四个象限，第一至第四象限分别代表：高胜率、正收益；低胜率、正收益；低胜率、负收益；高胜率，负收益。蓝色点表示：在事件落地前不同周期介入（博弈政策）并在 T 日卖出的胜率与收益率情况。橙色点表示：在事件落地后参与，并在不同周期卖出的胜率与收益率情况。需要注意的是，事件落地前介入模式，不考虑主观卖出的情形（实际执行事件落地前介入模式，投资者可以在事件落地后根据自己对事件内容的主观判断，选择不在 T 日卖出、而是继续持有至某时点再卖出，这样的总体收益即两个模式混合的收益，不在我们下面讨论的范围内）。

A 股地产板块建议提前进场博弈政策，所有子策略均表现出高胜率、正收益特征，最高胜率为 77.8%。且如果只考虑介入强预见性事件（政治局会议、中央经济工作会议），在大会前 2-3 天博弈，综合胜率达到 66.7%-77.8%。如果考虑介入所有事件（需要对地产政策释放节奏有一定把握能力），提前 1 周博弈，虽然胜率有所下降但板块平均收益率达 2.23%。相反，如果在会议政策落地后再参与，所有子策略胜率都在 50% 或以下，“抢跑”特征在 A 股地产板块较为明显，因此对于 A 股地产政策行情，我们更建议提前博弈，而不是在政策落地后参与。

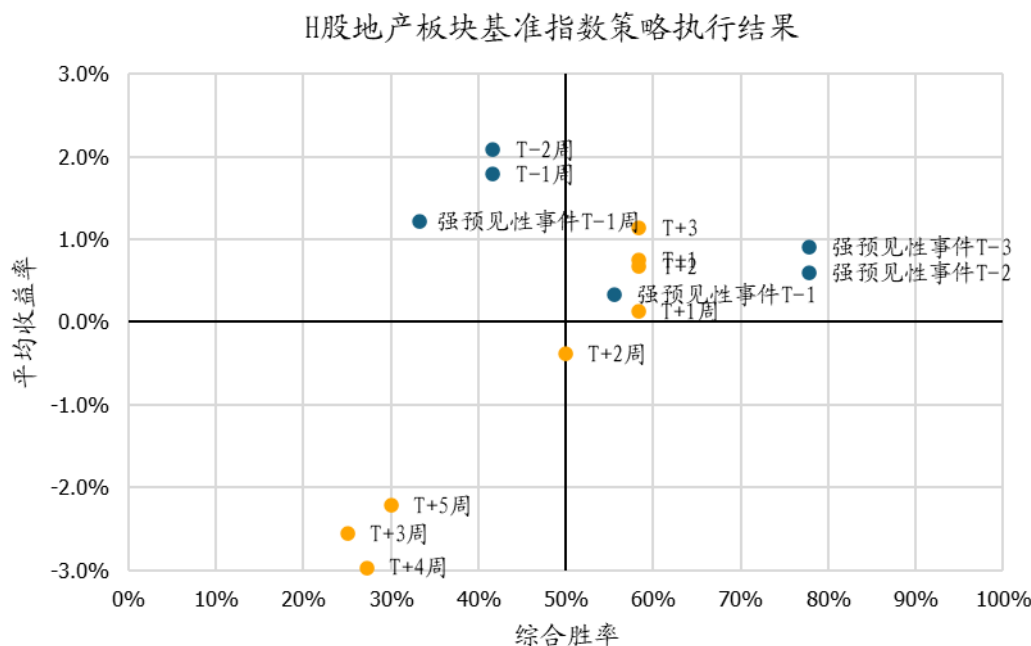
图表 66: A 股地产板块基准指数策略执行结果



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

H 股地产板块建议提前 2-3 天博弈政策，胜率为 77.8%；或是在落地后短期参与，胜率也高于 50%。H 股地产板块子策略散布与 A 股整体相似，在强预见性事件落地前 2-3 天博弈，胜率达 77.8%，但其他提前博弈周期的胜率不明显。值得注意的是，H 股地产板块在事件落地后再参与，卖出再落地后 1 周内，胜率也大于 50%、收益率为正。说明 H 股对于地产博弈程度没有 A 股激烈，市场定价也相对 A 股更有效，可以在政策落地后根据政策内容短期参与行情。A、H 股在更长的卖出周期中（T+3 周及以上），子策略均表现出较低胜率与收益率，也反映了目前房地产板块级别的政策行情持续性不佳，更多是阶段性反弹为主。

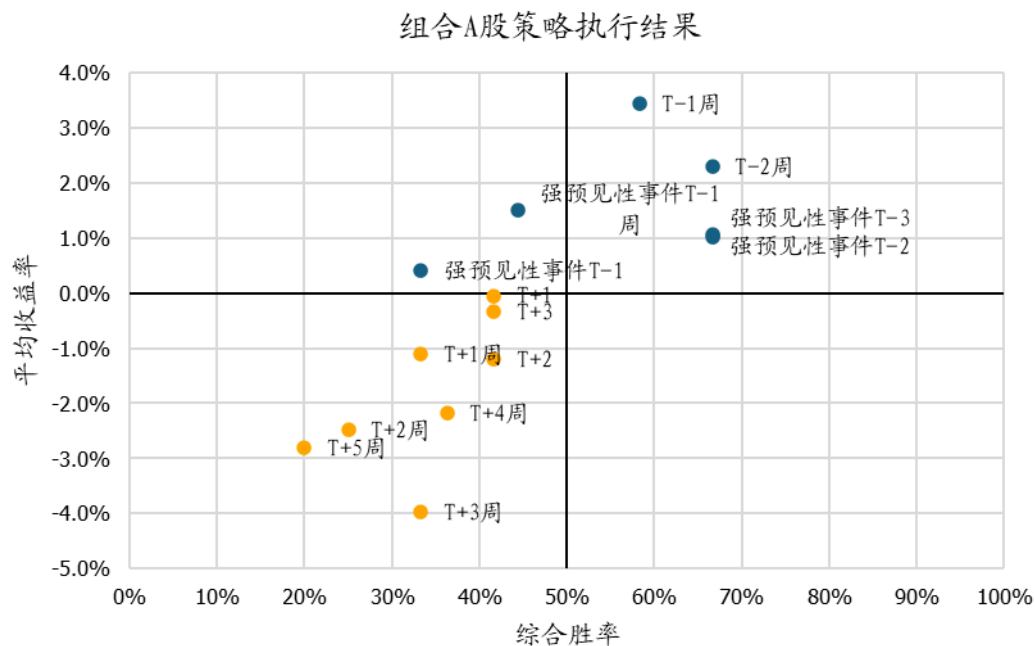
图表 67: H 股地产板块基准指数策略执行结果



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

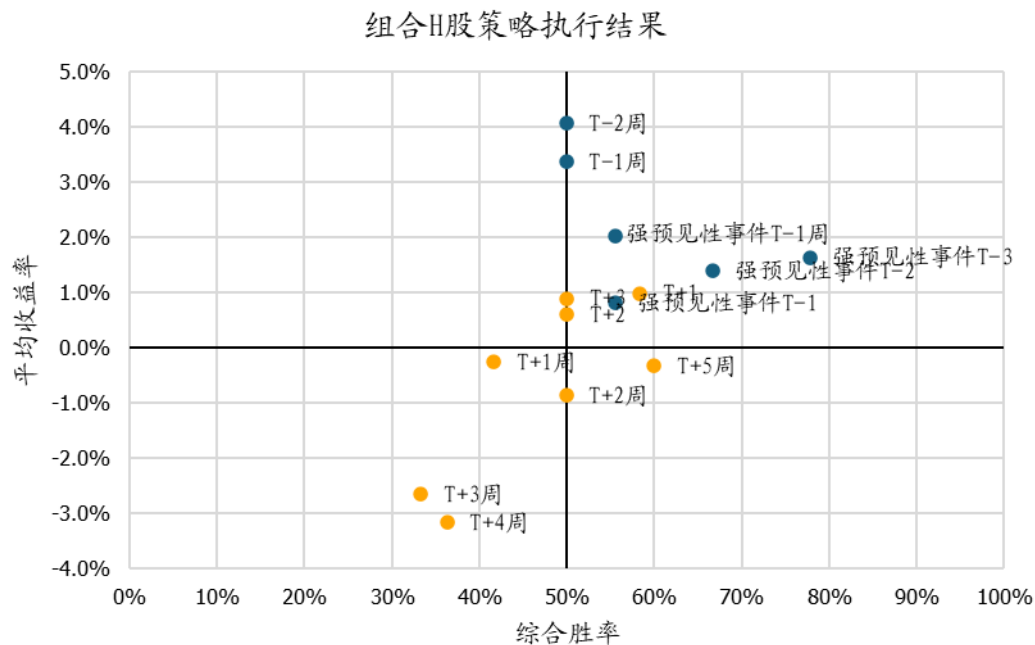
基于以上优化后的板块政策博弈策略，我们组合在胜率、绝对收益均跟随板块的同时，进一步提升了相对收益。A 股方面，提前 1-2 周博弈所有政策，组合平均收益率为 2.31-3.43%，超额 0.69-1.2%。H 股方面，提前 1-2 周博弈所有政策，组合平均收益率为 3.37-4.08%，超额 1.57-1.99%；提前 2-3 日博弈强预见性政策，组合平均收益率为 1.4-1.64%，超额 0.74-0.8%。

图表 68: 组合 A 股策略执行结果



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 69: 组合 H 股策略执行结果



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议

维持行业“增持”评级。我们认为重点关注房地产相关股票有以下理由：1、政策受基本面倒逼进入深水区，如我们 2022、2023 年在报告中反复阐述，认为本轮最终政策力度超过 2008、2014 年，而现在尚在途中。2、地产作为早周期指标，具备指向性作用，配置地产相当于配置经济风向标。3、行业竞争格局改善逻辑依旧适用，拿地和销售表现优异的依然是头部国央企和少量混合所有制及民企，品质房企有望在未来的格局中更加受益。4、我们在上年提出的“只看好一线+2/3 二线+极少量城市”依然奏效，这个城市组合在销售前期偶尔反弹时表现更好也得到了印证。5、供给侧政策，收储、妥善处置闲置土地等政策成为下一阶段观察落地最重要的方向，且可以预见，一二线仍然更受益。基于以上的配置逻辑，在股票层面我们推荐几个维度：1）开发：A 股的招商蛇口、保利发展、滨江集团、华发股份、建发股份；H 股的绿城中国、越秀地产、华润置地、中国海外发展、建发国际集团等；2）物业：A 股关注招商积余；H 股关注华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云、绿城服务等；3）中介：贝壳；4）地方城投承担更多保交房、保障房等的任务，利好主要地方城投企业。

风险提示

1. 政策落地不及预期：若后续需求端政策放松力度不及预期，新房销售面积及销售价格或继续下行；供给端收储政策推进仍需克服诸多困难，实际落地不及预期可能对基本面改善帮助有限。
2. 需求复苏不及预期：如果销售价格持续下行，将显著影响购房者预期，引发抛售，同时导致房企拿地继续疲软，土地财政后继无力，失业率上升，银行不良资产上升。
3. 房企出险风险蔓延：房企资金面压力仍承压，后续出险范围可能进一步蔓延，则进一步影响市场信心，影响新房销售以及存量房企融资环境。
4. 模型假设和测算误差风险：目前央行再贷款支持下的地方收储政策仍在初步推进中，我们测算包含收储价格、地方资本金比例等假设，可能跟实际落地情况有差距，导致测算结果存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com