

房地产 | 深度报告

证券研究报告

2025/1/23

房地产行业报告——

从中央经济工作会议看2025房地产行业

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 戴梓涵
分析师登记编号： S1190524110003

目录

- 1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行
- 2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间
- 3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

图表1：近四年12月中央工作会议要点一览

近四年12月中央工作会议要点一览				
要点对比	2024年12月	2023年12月	2022年12月	2021年12月
经济形势	当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是 国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多 。同时必须看到，我国 经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大 ，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。	进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是 有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升 。要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题。综合起来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。	当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大， 外部环境动荡不安 ，给我国经济带来的影响加深。但要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现， 明年经济运行有望总体回升。要坚定做好经济工作的信心 。	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进， 外部环境更趋复杂严峻和不确定 。我们既要正视困难，又要坚定信心。我国 经济韧性强，长期向好的基本面不会改变 。
政策基调	明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新，先立后破， 系统集成、协同配合 ，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。 要打好政策“组合拳” 。加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的 协调配合，完善部门间有效沟通、协商反馈机制，增强政策合力 。把经济政策和非经济政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提高政策整体效能。	明年要坚持稳中求进、以进促稳，先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极取，不断巩固稳中向好的基础。 要强化宏观政策逆周期和跨周期调节 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。 要增强宏观政策取向一致性 。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策 协调配合，把非经济政策纳入宏观政策取向一致性评估 ，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。	明年要坚持稳字当头、稳中求进， 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策 ，加大宏观政策调控力度， 加强各类政策协调配合 ，形成共促高质量发展合力。	明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要 积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前 。
财政政策	要实施 更加积极的财政政策 。提高财政赤字率， 确保财政政策持续用力、更加给力 。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加重视惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要 坚持过紧日子 。	积极的财政政策要适度加力、提质增效 。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要 习惯过紧日子 。	继续实施 积极的财政政策 和稳健的货币政策，保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。	要 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策 。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度， 适度超前开展基础设施投资 。
货币政策	要实施 适度宽松的货币政策 。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效 。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对 科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济 等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合， 把非经济政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹 ，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。	继续实施 积极的财政政策和稳健的货币政策 ，要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和 社会融资规模 增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对中小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。	稳健的货币政策要灵活适度 ，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是中小微企业、科技创新、绿色发展的支持。
房地产	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。	积极稳妥化解房地产风险 ，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。 加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程” 。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。	要 确保房地产市场平稳发展 ，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求， 推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况 ，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。	要 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源：中国政府网，太平洋证券

图表2：2021年以来地产政策节点



资料来源：中国政府网等，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

2024年房地产政策力度明显加大。

图表3：2024年房地产政策力度明显加大



资料来源：中指研究院，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

2024年房地产政策力度明显加大。

图表4：“四个取消”和“四个降低”的政策要点

“四个取消”和“四个降低”的政策要点		
分类	政策本质	政策要点
四个取消	调整或取消购房限制性措施	取消限购
		取消限售
		取消限价
		取消普通住宅和非普通住宅标准
四个降低	降低信贷和税费成本	降低住房公积金贷款利率
		降低住房贷款的首付比例，统一房贷最低首付比例
		降低存量贷款利率
		降低“卖旧买新”换购住房的税费负担

资料来源：中国政府网，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

政策环境已经比2014年周期更为宽松。

►四大一线城市出台优化房地产市场政策措施，包括优化限购政策、降低存量房贷利率、下调个人住房贷款最低首付款比例、调减非本市户籍家庭购房社保或个税缴纳年限等。重庆、四川、广东、湖北、云南等10余个省（自治区、直辖市）出台了省级层面促进房地产市场健康发展的政策文件。武汉、南昌、合肥、广元等50余个城市出台了本市房地产市场优化政策。房地产一系列政策推出后，就政策环境而言，目前较上一轮周期更为宽松。

图表5：本轮周期政策环境与2014年周期对比

政策类型	2014年周期	本轮周期
限购	2014年6月至9月，多数城市解除限购，至10月仅余 北上广深 限购未取消	多数城市解除限购，当前仅 北上深、海南省 限购未全部取消
首付比例	2016年2月， 非限购城市 首套首付比例最低 20% 二套最低首付 30%	2024年9月全国最低要求：首套及二套房商贷比例不低于 15% ； 北京、上海、深圳 执行最低 首套15%，二套20%-25% ；
房贷利率	贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7倍 。 2016年个人首套房贷利率下限 约为3.43%	除 北上深 外，其余城市 取消 利率下限 2024年10月新发放个人住房贷款利率约为 3.15% 。 部分城市有银行首套房贷利率已低于3%。
去库存政策	2024年央行创设PSL为棚改提供长期稳定资金 2014-2018年PSL净新增 3.4万亿元 2015.8：要求棚改货币化安置 不低于50% 2015-2018：棚改实际开工量超 2400万套	2024.5： 3000亿元保障性住房再贷款 收购存量房、盘活闲置土地 2024.10：通过货币化安置等方式，新增实施 100万套 城中村改造和危旧房改造 2024.11： 运用地方政府专项债券收回收购存量闲置土地
融资政策	2014.9:支持房企在银行间市场进行债务融资 2015.9:下调房地产项目最低资本金比例（其他开发项目由30%降为25%）	2022.9、2023.1:共推出3500亿保交楼专项借款资金 2022.11：推出2000亿保交楼贷款支持计划；出台“金融16条” 2024.1、2024.10：建立城市房地产融资协调机制，“白名单”项目信贷规模增加到 4万亿元

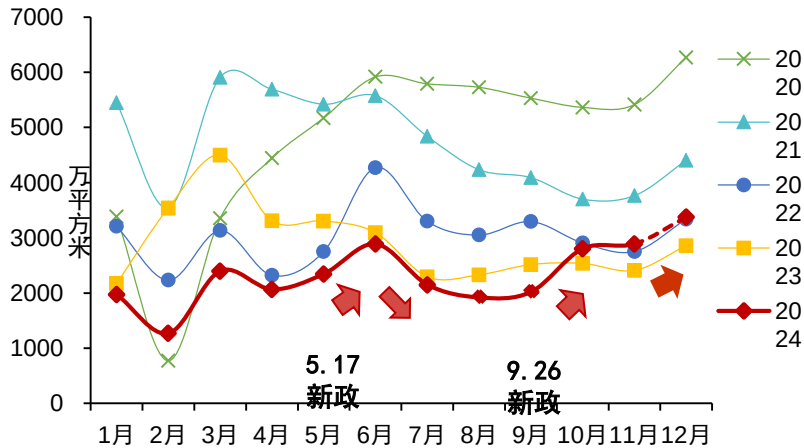
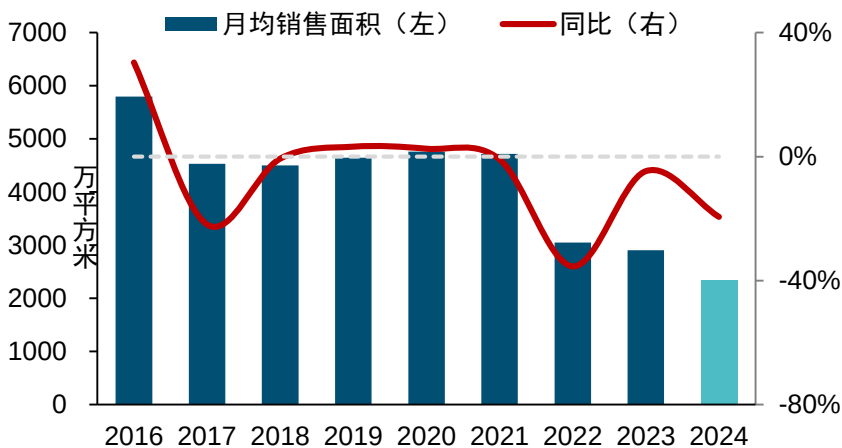
资料来源：中指研究院，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

- **全国：**2024年1-12月，全国新建商品房销售面积为9.7亿平方米，**同比下降12.9%**，商品房销售额为9.7万亿元，**同比下降17.1%**。其中，商品房期房销售6.7亿平方米，**同比下降22.2%**；商品房现房销售3.0亿平方米，**同比增长19.1%**，现房销售占比30.8%，较2023年**提升8.3个百分点**。12月单月商品房销售额同比+2.4%，销售面积单月同比-0.5%；
- **重点城市：**2024年1-12月，重点100城新建商品住宅月均成交面积**同比下降约19%**，降幅较1-11月有所收窄；较2020年高点**下降51%**。12月单月，重点100城新建商品住宅成交面积**环比增长约17%，同比增长约18%**。

图表6：2016年-2024年100个代表城市商品住宅月均成交量及同比走势

图表7：2020-2024年100个代表城市商品住宅月度成交面积走势



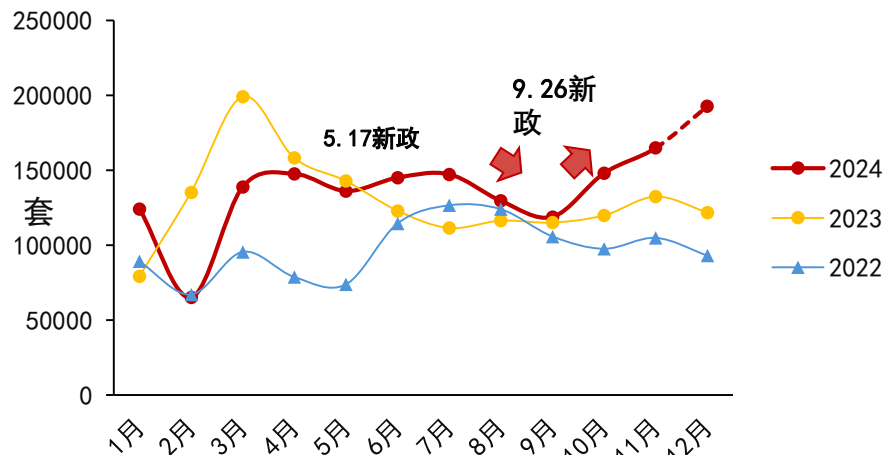
资料来源：中指研究院，太平洋证券

资料来源：中指研究院，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

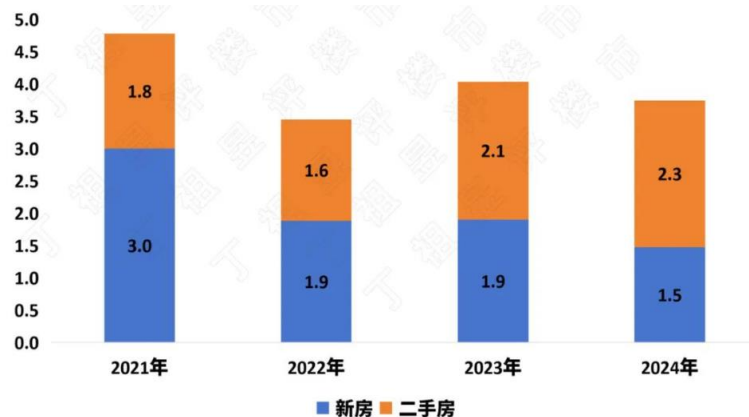
- **2024年**，据初步统计，30个代表城市二手住宅成交套数**同比增长约7%**，累计同比较11月有所扩大。
- **12月**，20个代表城市二手住宅成交套数**环比增长17.5%，同比增长67.3%**。
- **二手房占比**：2024年，据初步统计，30个代表城市**新房+二手房**累计总成交套数**同比下降6.2%**，其中二手房成交占比提升至**62.4%**，较2023年全年提高7.5个百分点。

图表8：2022年以来重点30城二手住宅月度成交套数走势



资料来源：中指研究院，太平洋证券

图表9：全国重点30城二手房交易面积（亿平方米）



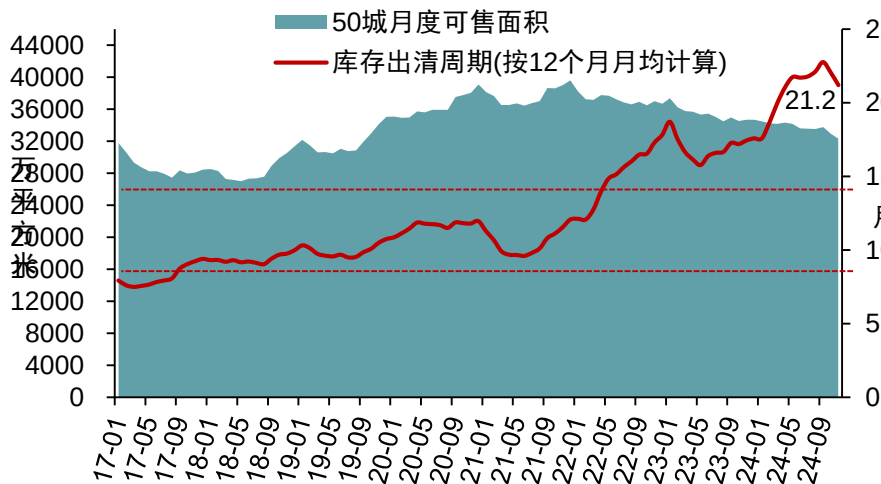
资料来源：克而瑞，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

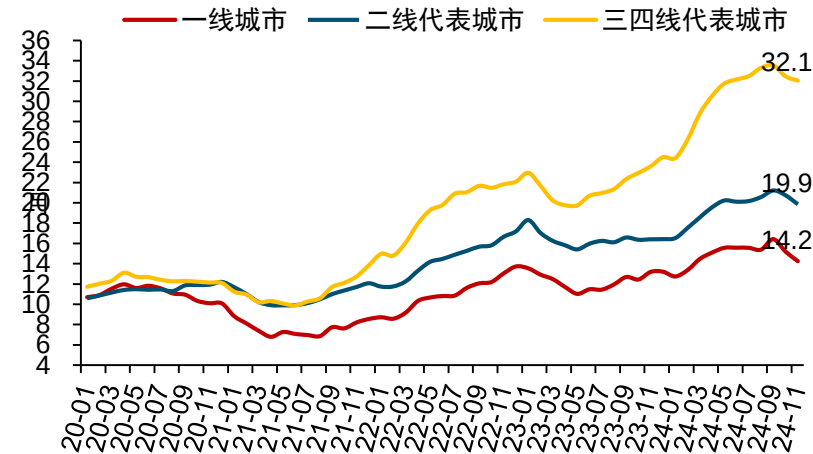
➤**50城**：截至11月底，50个代表城市商品住宅可售面积约**3.23亿平米**，较2023年末下降6.7%，接近12个月月均销售面积计算，短期库存出清周期为**21.2个月**，较2023年末**延长3.6个月**，较10月**缩短0.9个月**，仍处于高位。

➤**分线城市**：截至11月底，接近12个月月均销售面积计算，一线城市出清周期**14.2个月**，二线代表城市出清周期**19.9个月**，三四线代表城市出清周期**32.1个月**，短期库存去化压力大。

图表10：50个代表城市商品住宅短期库存出清周期走势



图表11：各梯队代表城市商品住宅短期库存出清周期走势



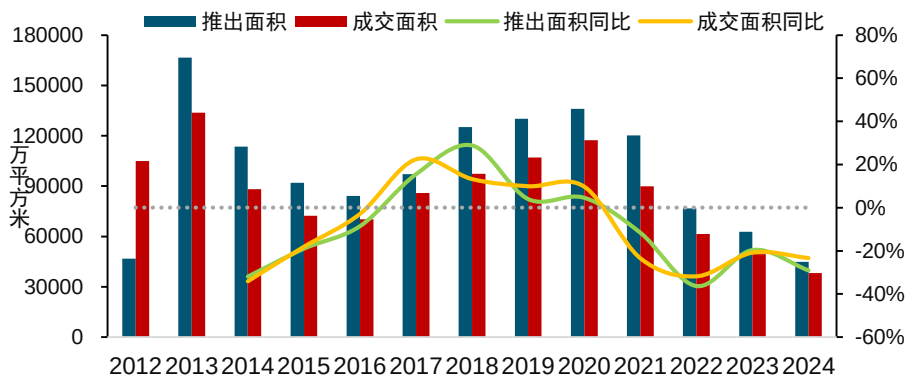
资料来源：中指研究院，太平洋证券

资料来源：中指研究院，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

► **土地市场：**2024年300城住宅用地成交规划建面同比下降超两成，出让金规模仅为2020年高点四成左右。

图表12：2021年以来300城住宅用地推出与成交同比走势



资料来源：中指研究院，太平洋证券 注：推出面积按公告时间统计。

图表13：2024年各梯队城市住宅用地成交情况

指标	300城	一线	二线	三四线
成交面积同比	-23.3%	-39.1%	-28.7%	-18.8%
土地出让金同比	-27.8%	-25.5%	-34.5%	-19.6%
楼面均价同比	-5.9%	22.3%	-8.1%	-1.1%
溢价率较2023年变化	-0.4%	0.7%	0.1%	-1.2%

资料来源：中指研究院，太平洋证券

2023年 规划建筑面积 (平方米)

各类用地：推出18.9亿 同比：-16.1%↓ 成交16.1亿 同比：-16.1%↓

住宅用地：推出6.3亿 同比：-19.6%↓ 成交4.9亿 同比：-20.8%↓

2024年 规划建筑面积 (平方米)

各类用地：推出15.7亿 同比：-17.6%↓ 成交14.0亿 同比：-14.7%↓

住宅用地：推出4.5亿 同比：-29.0%↓ 成交3.8亿 同比：-23.3%↓

资料来源：中指研究院，太平洋证券

2023年 成交楼面均价

各类用地：2201元/平米 同比：1.9%↑

住宅用地：5814元/平米 同比：7.3%↑

2024年 成交楼面均价

各类用地：1965元/平米 同比：-9.9%↓

住宅用地：5443元/平米 同比：-5.9%↓

资料来源：中指研究院，太平洋证券

2023年 土地出让金

各类用地：3.6万亿元 同比：-14.5%↓

住宅用地：2.9万亿元 同比：-15.0%↓

2024年 土地出让金

各类用地：2.7万亿元 同比：-23.1%↓

住宅用地：2.1万亿元 同比：-27.8%↓

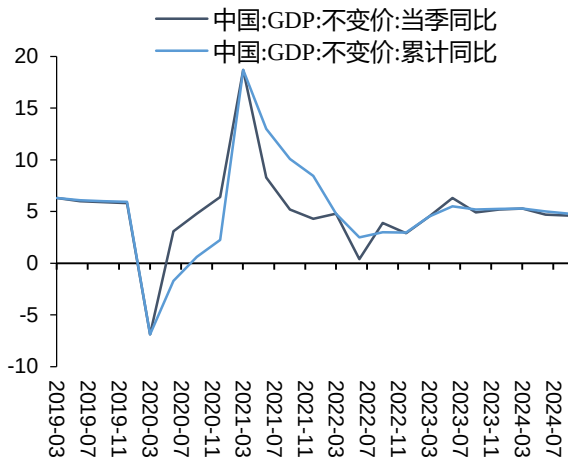
资料来源：中指研究院，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

➤收入及就业承压，购房需求释放受制。

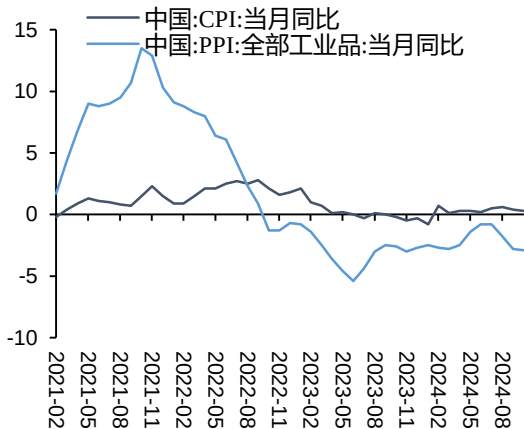
- 宏观经济内外遇多重考验。2024年以来国内经济整体延续恢复态势，但也面临一定挑战。外部而言，存在全球经济增速放缓、地缘政治冲突等风险；内部来说，经济结构调整持续深化，有效需求不足成为制约经济发展的主要矛盾。GDP、价格及信贷等数据指标也出现向下的波动。

图表14：GDP同比



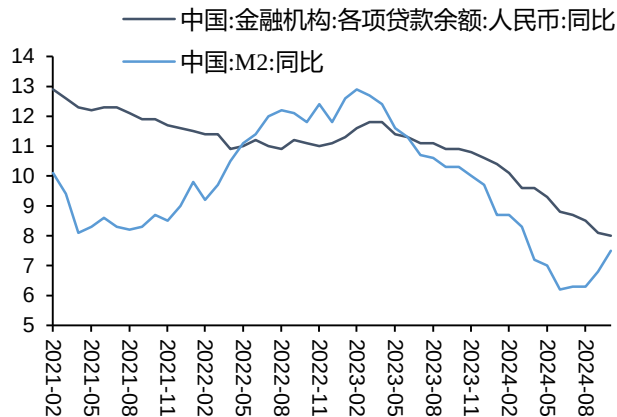
资料来源：Wind，太平洋证券

图表15：CPI及PPI同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：人民币贷款余额及M2同比



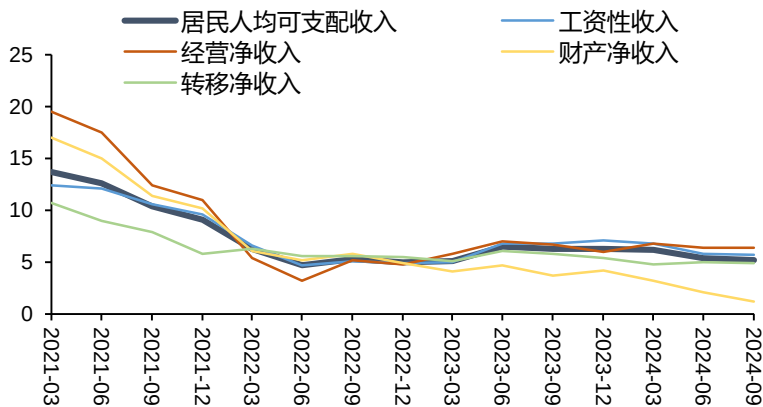
资料来源：Wind，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

➤收入及就业承压，购房需求释放受制。

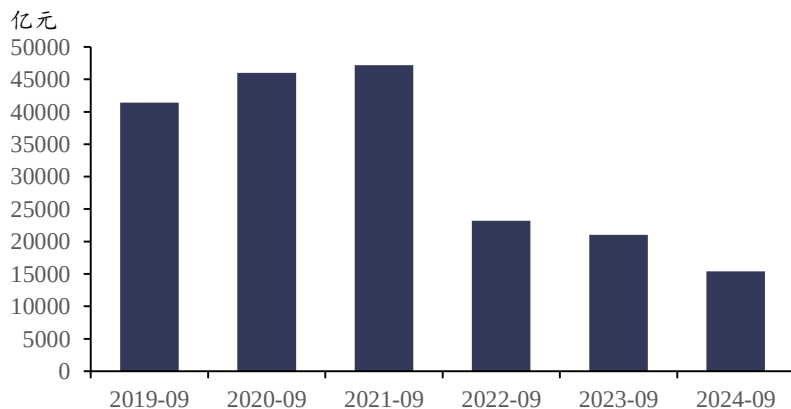
- 微观体感待回暖，购房需求受压制。宏观经济数据反映出经济稳定运行中有挑战，微观对上述压力也有所感知，表现在居民部门一个明显特征便是“缩表”，而这也导致购房需求的释放受到能力及意愿两方面的制约。
- 一则经济承压切实影响居民可支配收入，住房购买力下降。今年以来居民人均可支配收入累计同比整体仍处于下行走势，去年全年累计同比增长6.3%，今年前三季度进一步下滑至5.2%；
- 二则经济景气度偏低削弱居民对于未来收入及就业的预期，其风险偏好降低，去杠杆意愿抬升。中国消费者信心指数显示，今年以来就业预期及收入预期均有走弱。在这一背景下，居民部门显示出较强的缩表意愿。今年以来居民部门杠杆率持续震荡，前三季度中长期贷款表现明显弱于季节性。

图表17：居民人均可支配收入及分项累计同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表18：居民中长贷累计值



资料来源：Wind，太平洋证券

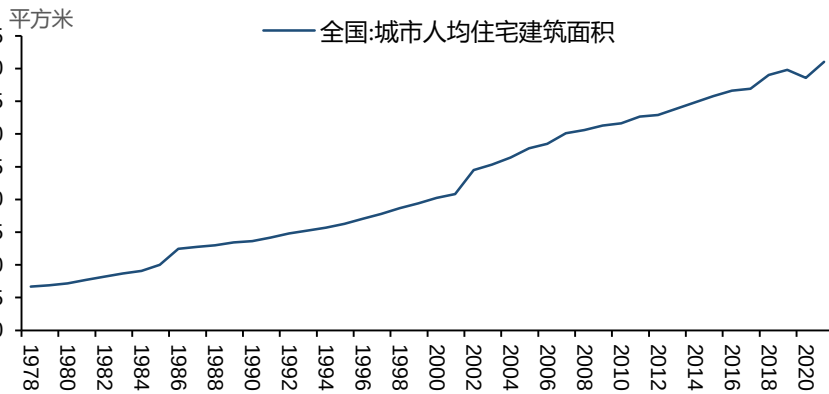
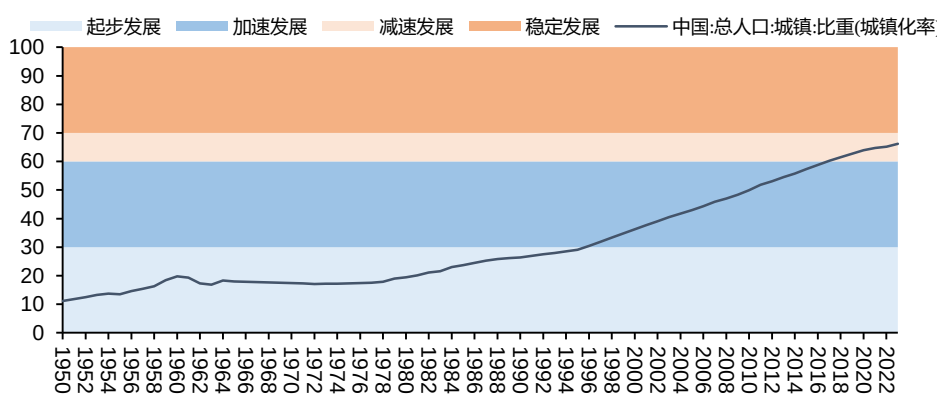
1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

► 中长期因素对需求的驱动有限。

- 除了今年宏观及微观层面短周期的因素外，房地产关联的长周期变量也持续影响其走势。随着人口、城镇化、人均住房面积等需求端因素支撑减弱，房地产市场迎来长周期拐点，需求收缩、中枢下移的大趋势难以避免。今年以来地产处在增量时代结束的长周期中，叠加前文短周期波动的影响，市场整体呈下行走势，表现较低迷。
- 具体而言，长周期因素贡献减弱主要体现在以下三点：
- 一，城镇化及人均住房面积增速放缓，城镇住房饱和度上升。2017年起我国城镇化率已达到60%以上，步入中期向后期的过渡阶段。人均住房面积经历过前期的快速增长也已跻身于国际中等水平。城镇住房饱和度抬升，一方面意味着流入人口住房需求的增长趋于平稳，另一方面也带动新建住宅规模向下调整。房地产市场上行动力有所走弱。

图表19：城镇化率

图表20：中国城市人均住宅建筑面积



资料来源：Wind，太平洋证券

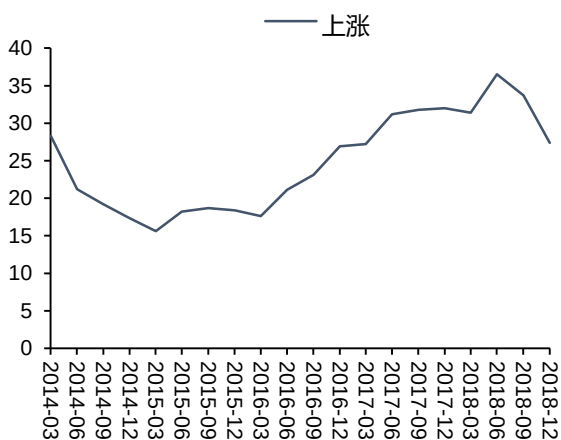
资料来源：Wind，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

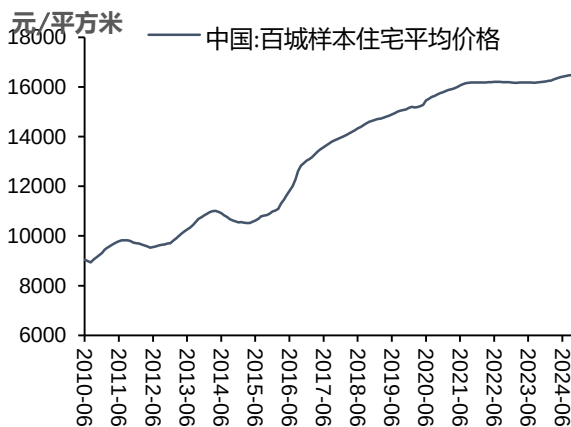
► 中长期因素对需求的驱动有限。

- 二则，前期居民快速加杠杆，购房需求有所透支。2015年棚改货币化及流动性宽松放大了居民购房需求，提振了房价上涨的预期，商品房销量及价格均明显上涨。房价的大幅攀升加重居民部门的购房负担，房价收入比显著上行。居民部门收入和储蓄不足以覆盖日益增加的购房成本，因此选择透支未来的消费，以加杠杆的形式来购房，因此2015年之后国内居民部门杠杆率亦出现快速且大幅的走高。但这一趋势隐含过度透支购买力的风险，杠杆率过高会导致需求增长乏力、持续加杠杆的空间逼仄。2021年起居民部门杠杆率便停止快速上行的涨势，步入震荡阶段，2024年二季度则下降了0.5个百分点，居民房贷需求运行在低位。

图表21：中国城镇储户问卷调查：未来房价预期占比 图表22：百城样本住宅均价

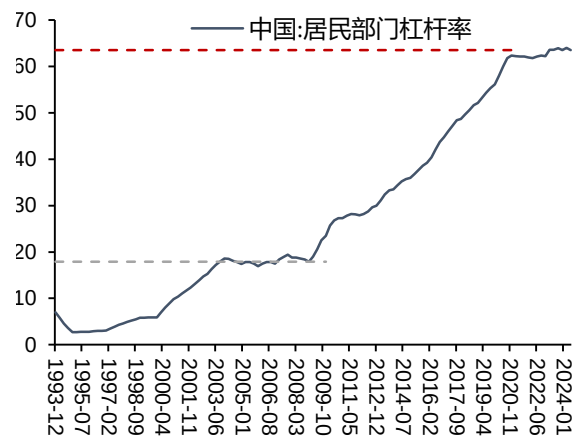


资料来源：Wind，太平洋证券



资料来源：Wind，太平洋证券

图表23：中国居民部门杠杆率



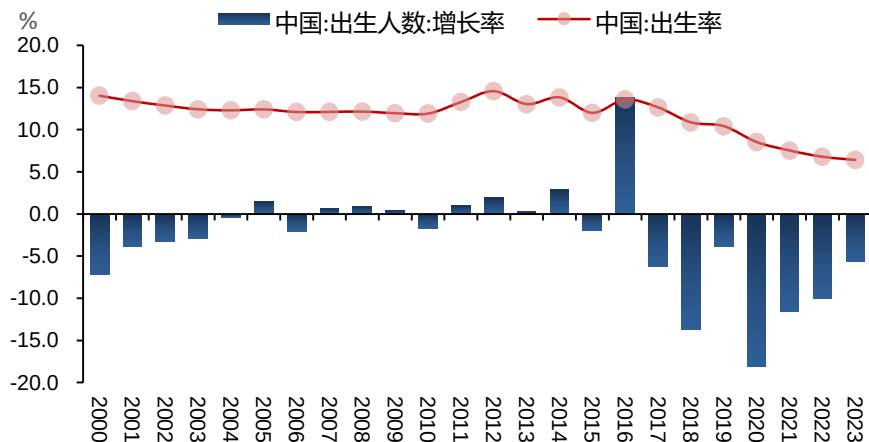
资料来源：Wind，太平洋证券

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

► 中长期因素对需求的驱动有限。

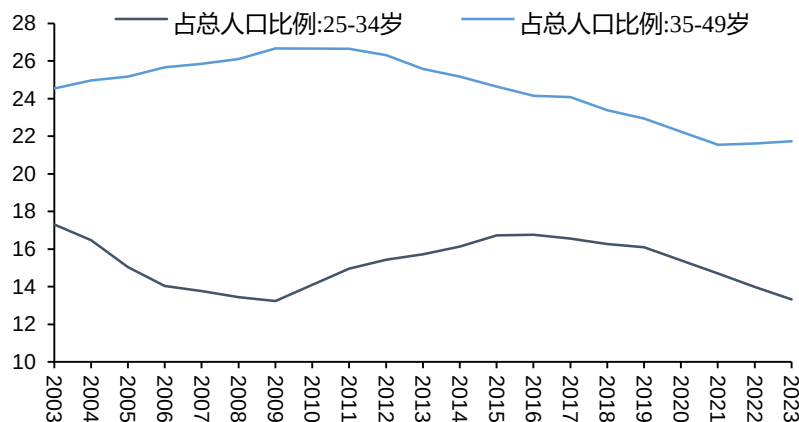
- 三则，人口红利逐渐消退，适龄购房人群占比下降。人口是影响房地产走势的长期性因素。在人口红利期，人口总量的增长、出生率的上升、适龄购房人群占比的抬高，均有利于购房需求的释放。当人口红利消退，上述因素支撑减弱，房地产将由快速发展的增量时代步入总量放缓的存量时代。当下处于人口结构变化、需求中枢下移时期：人口总量负增长、老龄化趋势加重，主力购房人群减少。伴随人口红利的消失，房地产也迎来长周期拐点。

图表24：中国人口出生率及出生人数增长率



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表25：适龄购房人群占比



资料来源: Wind, 太平洋证券

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

考虑到房地产行业基于人口发展，受到土地资源的约束且受政策影响，其运行存在周期性波动。当下地产尚处于周期向下调整的阶段，实现“止跌回稳”还需满足一定条件。

- 一方面从房地产行业自身的周期性规律出发，走出萧条需要市场下行风险基本释放完毕，这需要时间，空间上也需要调整至合理位置。房地产不同于一般商品和服务，其筹备、开发、建设到销售耗时不短，行业收缩至扩张的时间跨度往往也较长。根据库兹涅茨周期理论，建筑业经历一轮周期性波动需要15-25年，平均长度在20年左右。
- 梳理海内外经验也可以发现，房地产见顶到触底并不是个一蹴而就的过程，其中大型房价泡沫的探底节奏更为缓慢。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

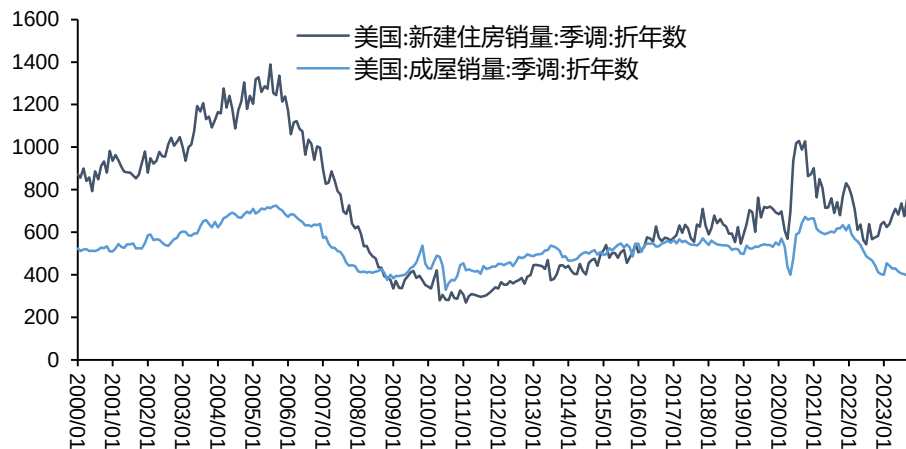
• 案例一：美国

美国次贷危机前后的房地产泡沫：2005年开始下降，2011年开始回升，熊市约6年。

销售

新建和成屋分别于2011年年初、2010年下半年见底，距峰值5年左右，各自为峰值的20%、50%

图表26：美国新建住房及成屋销售

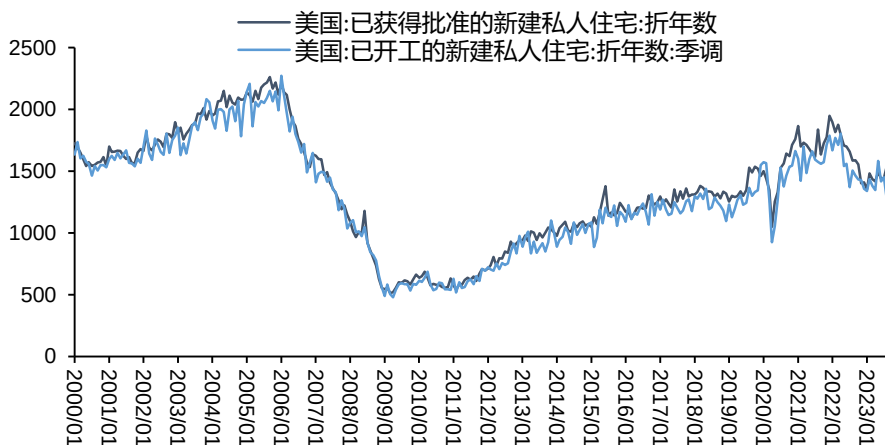


资料来源：Wind，太平洋证券

新开工

2009年见底，距峰值3年，约为峰值的20%

图表27：美国已获得批准及已开工的新建私人住宅



资料来源：Wind，太平洋证券

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

• 案例一：美国

美国次贷危机前后的房地产泡沫：2005年开始下降，2011年开始回升，熊市约6年。

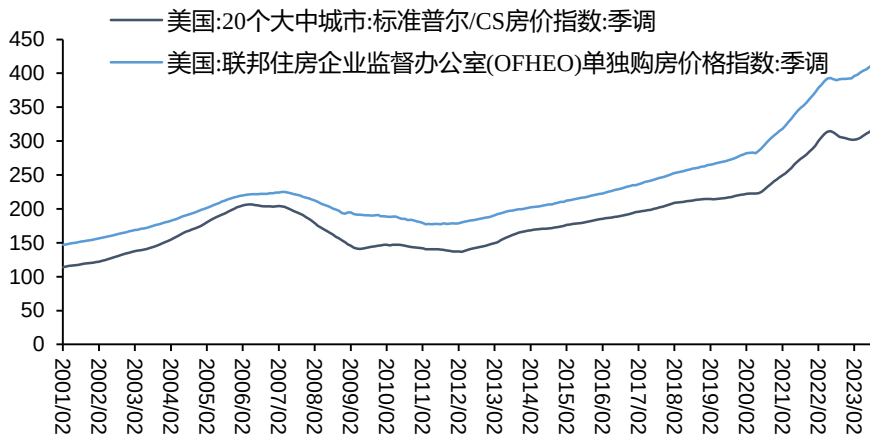
房价

2011年、2012年见底，距峰值3~5年，为峰值的70%、80%

房地产投资

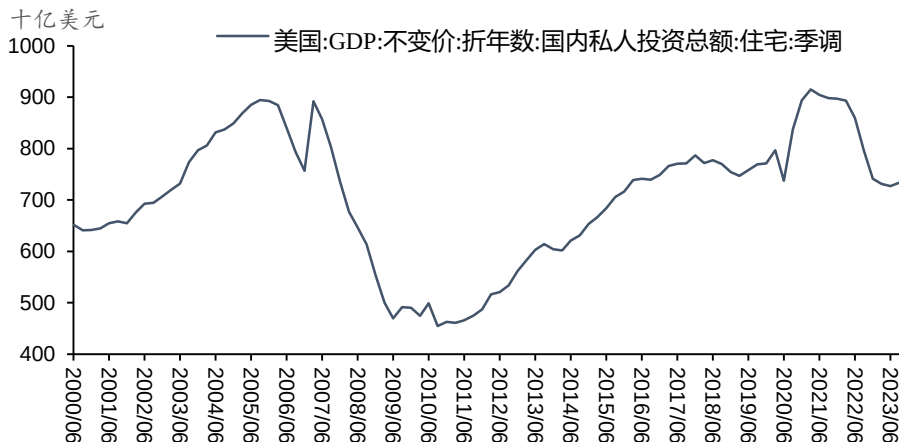
2010年下半年见底，距峰值5年，约为峰值的50%

图表28：美国房价指数



资料来源：Wind，太平洋证券

图表29：美国住宅投资



资料来源：Wind，太平洋证券

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

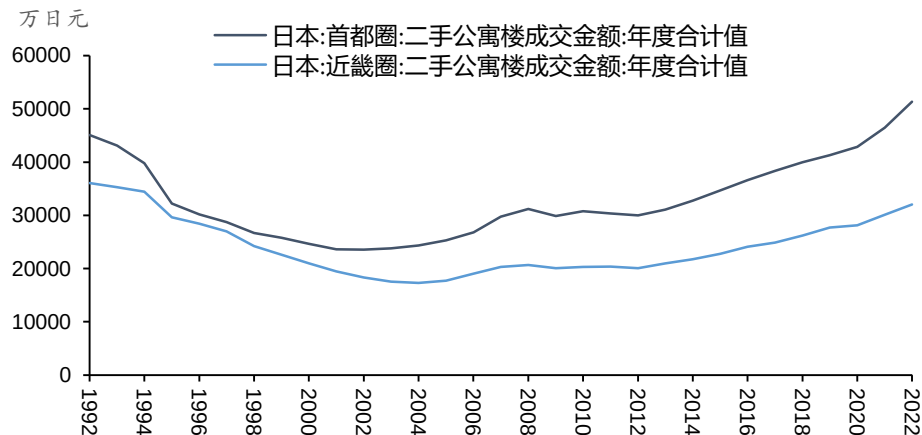
• 案例二：日本（20世纪90年代后）

1991年日本房地产市场步入下行阶段，后安倍内阁上台有所恢复，历经“失去的二十年”。

二手房销售

2002、2004年见底，距峰值10~12年，相当于峰值的50%

图表30：日本二手房成交金额

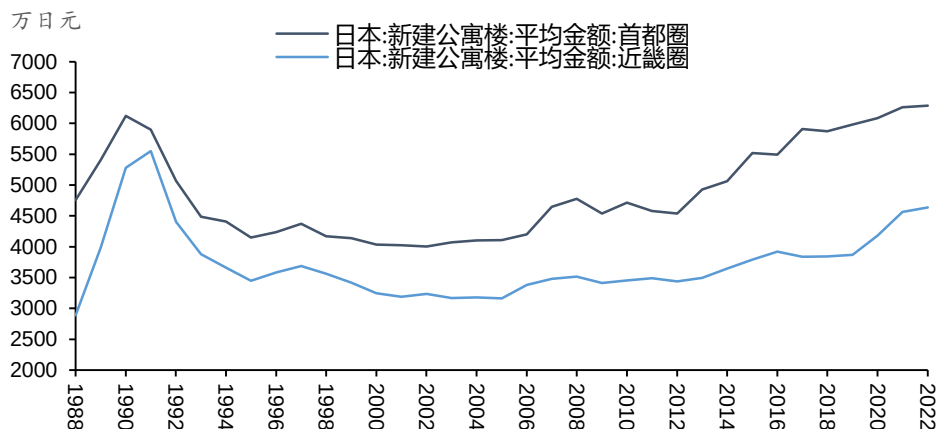


资料来源：Wind，太平洋证券

新房销售

2002、2005年见底，距峰值12~14年，相当于峰值的55%~65%

图表31：日本新建公寓均价



资料来源：Wind，太平洋证券

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

• 案例二：日本（20世纪90年代后）

1991年日本房地产市场步入下行阶段，后安倍内阁上台有所恢复，历经“失去的二十年”。

房价

2009年见底，距峰值18年，相当于峰值的55%

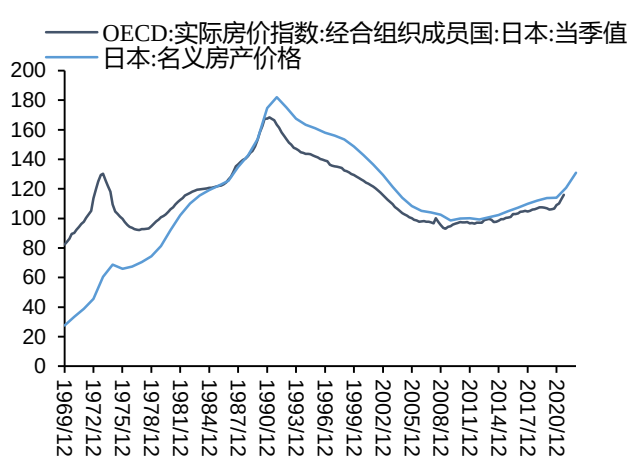
新开工

2009年见底，距峰值19年，相当于峰值的44%

房地产投资

2009年见底，距峰值13年，相当于峰值的46%

图表32：日本房价



资料来源：Wind，太平洋证券

图表33：日本新屋开工



资料来源：Wind，太平洋证券

图表34：日本住宅投资



资料来源：Wind，太平洋证券

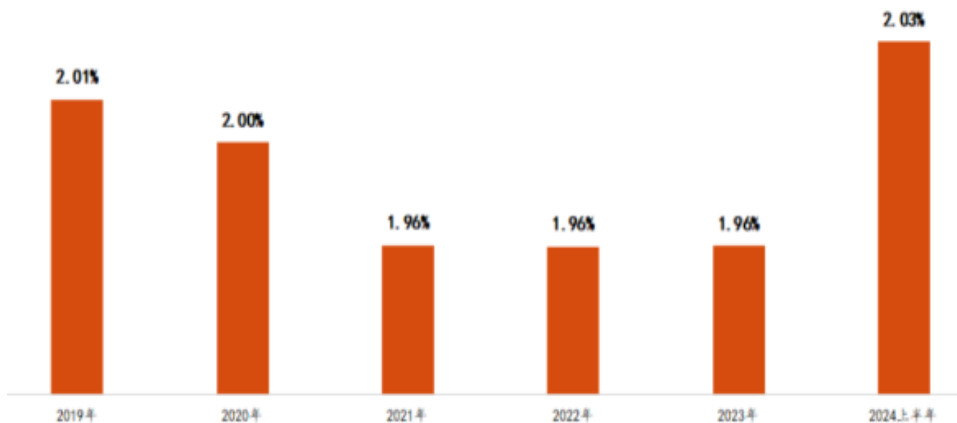
2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

- 房地产投资的预期收益及成本之间的差距尚待弥合。

国内租售比及租金回报率依旧处于低位水平。根据诸葛数据研究中心，2024上半年国内重点50城平均租售比为1: 590，租金与房价的偏离程度持续缩小，但与国际合理区间相比，当前租售比水平仍偏低，房价与租金的偏离仍有修正空间。今年上半年的租金回报率虽然创下了2019年以来的新高，但改善幅度有限，仅较2023年上升0.07个百分点。

图表35：2019年至2024年上半年重点50城租金回报率



资料来源：诸葛数据研究中心，太平洋证券

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

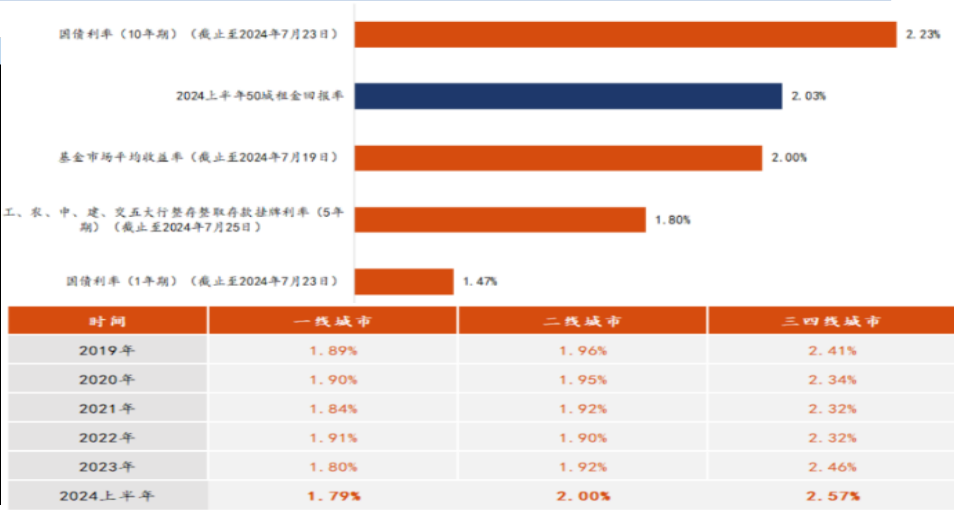
相对较低的租售比及租金回报率对房地产投资存在限制性影响，这可以从两方面去理解：
一是地产投资的预期收益较难覆盖成本，尽管今年上半年租金回报率出现了积极的边际变化，地产投资的预期收益有初步改善，但仍低于代表预期成本的房贷利率；
二是目前买房收租并不具备明显的选择优势，尤其是与十年期国债收益率相比，特别是一些一线城市和强二线城市，租金回报率相对更低，还未达到2%的水平。

图表36：30个重点城市主流银行正在执行的增量房贷利率

部分城市房贷利率					
城市	首套房	二套房	城市	首套房	二套房
北京	3.15%	五环内3.55%，外3.35%	郑州	3.00%	3.00%
上海	3.15%	3.55%，外围新城3.35%	天津	3.10%	3.10%
广州	3%，部分银行2.85%	3.10%	长春	3.05%	3.05%
深圳	3.15%	3.55%	合肥	3.10%	3.10%
苏州	3.00%	3.30%	昆明	3.05%	3.05%
南京	3.00%	3.30%	长沙	3.10%	3.35%
杭州	3.10%	3.10%	重庆	3.20%	3.20%
无锡	3.05%	3.30%	西安	3.20%	3.20%
青岛	3.10%	3.10%	东莞	3.00%	3.00%
武汉	3.10%	3.325%	常州	3.0-3.05%	3.0-3.05%
厦门	3.10%	3.10%	佛山	3.00%	3.00%
福州	3.10%	3.10%	徐州	3.10%	3.30%
宁波	3.10%	3.20%	嘉兴	3.10%	3.10%
南宁	3.03%	3.30%	珠海	3.00%	3.00%
成都	3.00%	3.30%	泉州	3.10%	3.10%

资料来源：克而瑞等，太平洋证券

图表37：租金回报率与其他投资收益率对比



资料来源：诸葛数据研究中心，太平洋证券

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

地产新政落地，楼市出现一定程度的回稳。

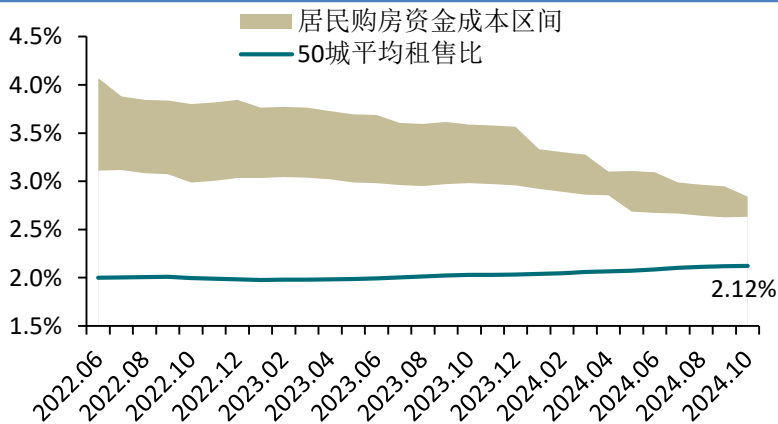
购房成本和租售比差距缩小有助于促进房价企稳。目前居民购房的综合资金成本大约在2.6%-2.8%之间，近期降息将推动资金成本下降。

图表38：30个重点城市主流银行正在执行的增量房贷利率

部分城市房贷利率					
城市	首套房	二套房	城市	首套房	二套房
北京	3.15%	五环内3.55%，外3.35%	郑州	3.00%	3.00%
上海	3.15%	3.55%，外围新城3.35%	天津	3.10%	3.10%
广州	3%，部分银行2.85%	3.10%	长春	3.05%	3.05%
深圳	3.15%	3.55%	合肥	3.10%	3.10%
苏州	3.00%	3.30%	昆明	3.05%	3.05%
南京	3.00%	3.30%	长沙	3.10%	3.35%
杭州	3.10%	3.10%	重庆	3.20%	3.20%
无锡	3.05%	3.30%	西安	3.20%	3.20%
青岛	3.10%	3.10%	东莞	3.00%	3.00%
武汉	3.10%	3.325%	常州	3.0-3.05%	3.0-3.05%
厦门	3.10%	3.10%	佛山	3.00%	3.00%
福州	3.10%	3.10%	徐州	3.10%	3.30%
宁波	3.10%	3.20%	嘉兴	3.10%	3.10%
南宁	3.03%	3.30%	珠海	3.00%	3.00%
成都	3.00%	3.30%	泉州	3.10%	3.10%

资料来源：克而瑞等，太平洋证券

图表39：租金回报率与其他投资收益率对比



注：购房资金成本下限 = $30\% \times \text{自有资金机会成本} + 70\% \times \text{公积金贷款利率}$ ；购房资金成本上限 = $30\% \times \text{自有资金机会成本} + 70\% \times \text{商业贷款利率}$ ；自有资金机会成本按10年期国债收益率计算

资料来源：中指研究院，太平洋证券

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.2 救市政策继续推出稳定市场波动

政策同样是地产周期波动的重要驱动因素，在全球房地产的牛熊轮动中，不乏政策收紧导致的泡沫破灭，市场触底回升同样也离不开积极政策的推动，方向上往往涉及宽松货币与扩张财政政策的联动，当传统常规政策效用有限，超常规政策便成为政府干预的关键抓手。

- **美国：政策干预迅速有力，市场快速调整。**2006年房价开始见顶回落，后地产风险蔓延至金融市场并外溢形成全球危机，对此美国政府积极果断在居民纾困以及刺激经济方面展开救助。一则通过降低利率、削减贷款额、鼓励再融资、延长贷款期限等方式减轻居民还款压力，二则执行宽松货币政策，提供流动性，官方创设新融资工具、推出非常规的量化宽松措施，三则财政方面通过为抵押贷款借款家庭再融资提供税收豁免、资助“两房”、救助不良资产、增加实体经济领域政府开支等方式来托底经济。最房地产市场于2011年末开始回升。
- **日本：危机中后期超常规政策才推出，恢复时间相对漫长。**上世纪90年代初日本地产泡沫破灭，危机初期政策由紧至松转向节奏较为犹豫，中后期政府救市决心有所增强，90年代末起零利率、量化宽松、不良资产处置等措施不断推出，名义房价于2012年走出周期底部。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.2 救市政策继续推出稳定市场波动

➤ 国内政策方面，央地已推出一系列新政助力地产止跌回稳。

- **中央多部门明确增量政策。**9月央行、国家金融监管总局、证监会联合召开发布会，会上央行宣布降准、降息、调降存量房贷利率、降低二套首付比例，将保障性住房再贷款中央行出资比例由60%提高至100%，将经营性物业贷款和“金融16条”延期到2026年底，研究出台盘活存量土地的增量政策等。10月住建部、财政部、自然资源部、央行、金监总局等五部委打出“四个取消、四个降低、两个增加”的“组合拳”，推动市场止跌回稳。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量贷款利率、“卖旧买新”换购住房税费负担；增加城中村和危旧房改造、增加“白名单”项目的信贷规模。
- **地方调控政策亦加速松绑。**9月政治局会议召开后（9月26日到10月16日），共有70个城市出台81次放松性政策，广州、天津全面取消限购，北京、上海、深圳分区优化限购政策，厦门、深圳等取消限售，深圳、无锡、杭州等取消新房限价。
- **大力实施城市更新，有力有序有效推进城市更新重点任务。**全国城市更新工作部署视频会议1月20日在京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理出席会议并讲话。何副主席指出，实施城市更新必须科学制定城市更新专项规划，坚持一张蓝图绘到底、干到底，做到资金和要素跟着项目走，项目跟着规划走。要讲究策略方法，坚持尽力而为、量力而行，先急后缓、有力有序，合理适用、因地制宜，科学确定改造目标和标准，让群众舒适舒心。要落实项目资金平衡责任，按照市场化、法治化原则，统筹利用各方面资金资源，构建好政府、市场与住户之间的资金共担机制。要坚持不动则已、动则必快、动则必成，按期高质量完成项目建设，确保把好事办好、实事办实。要加强组织保障，城市政府应切实承担好主体责任，精心谋划组织，务实推进城市更新项目实施，确保工程质量安全，中央有关部门要加强政策支持，共同推动城市更新工作取得实效。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.2 救市政策继续推出稳定市场波动

- 向后看，政策尚未出尽，仍有优化空间。
- 政策虽密集放松，但基本处于常规范围内，后续空间依旧较大。一方面部分核心城市限制性政策未全面放开。为了防止虹吸效应负面作用扩大化，9月末调整后，北京、上海、深圳等三个尚未取消限购的城市，短期内四限政策或将保持现有松紧度运行。另一方面去库存方面也受限于多方因素进展偏慢。“517新政”后超过30个城市发布公告征集商品房用作保障性住房，但进展较慢，主要是国企收储面临城市分布不匹配、面积段不匹配、收储价格协调难度大以及资金成本高等挑战。
- 未来供给调整、风险化解以及购房成本削减或为地产政策的重点方向。目前国内地产政策已发生转向，由此前的防止过热调整为反向的防止过冷，但考虑到人口结构转变、城镇化速度放缓等因素的影响，地产需求中枢难回前期高位，在上述地产内生性约束下后续政策重心可能不会落在强力刺激增量需求以及提高房价上，推动供给端库存去化、优化保障房供给、化解市场风险、降低居民购房负担或为未来政策主要发力点。具体而言，北上深未来限制性政策存在优化空间，二线及三四线城市有望加大购房补贴力度，完善国企收储等去库存政策也有加码空间。此外，核心城市落户限制亦有进一步放松的空间。

图表40：部分城市国企收储征集公告

城市	时间	区域	套型面积(m²)	收购价格
重庆	5.9	中心城区	≤90	收益法，测算价格由基础价和市场价分别按60%、40%加权得出
昆明	5.27	行政区	≤120	
江门	6.24	全市	≤120	
桂林	6.26	行政区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
南宁	7.5	中心城区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
烟台	7.11	部分区域	转为租赁型: ≤70 转为配售型: 90-120	
新乡	7.15	环线内	≤90	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
潍坊	7.19	中心城区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
大连	7.26	行政区	≤70	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
北海	7.30	全市	≤70	
佛山	7.31	行政区	转为配售型: 50-120 转为租赁型: ≤70	
深圳	8.7	行政区	≤65	
肇庆	8.12	全市	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
长沙	8.20	全市	≤120	
兰州	8.23	全市	≤120	

资料来源：中指研究院，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.1 城中村改造——扩大内需，促进投资和消费，优化房地产结构

► 23年以来中央多次出台城中村改造相关政策。

23年以来中央层面多次提及城中村改造问题，积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、促进投资和消费，激发上下游相关产业发展活力，优化房地产结构。

图表41：中央出台城中村改造相关政策

时间	政策/会议	具体内容
2023年4月28日	中央政治局会议	在超大特大城市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年7月21日	国常会	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。会议指出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
2023年7月24日	中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年7月28日	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习主席同志为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。从客观实际看，现阶段推进城中村改造困难大、矛盾多、情况复杂，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。
2024年10月17日	国新办发布会	通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。
2024年11月15日	住建部、财政部	扩大城中村改造政策支持范围。通知明确，地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。按照通知要求，城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到近300个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.1 城中村改造——扩大内需，促进投资和消费，优化房地产结构

➤ 加快新增货币化安置实施100万套城中村改造和危旧房改造。

- 2024年10月17日，国新办新闻发布会中提及通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。
- 2024年11月15日，住房和城乡建设部、财政部近日联合印发通知，部署各地加快落实增量政策措施要求，进一步做好城中村改造工作，推动符合条件的项目尽快启动实施。其中提及扩大城中村改造政策支持范围。通知明确地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。按照通知要求，城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到近300个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。
- 据中指研究院测算，如果按100平米/套计算，可带来约1亿平米住宅销售，对市场总量贡献约10%左右。（2025年预计部分转化为实际销售）

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.2 收储存量房——加快消化商品房库存，推动新房销售“止跌回稳”

► 今年以来中央出台政府“收储”存量房用作保障性住房相关政策。

4月末政治局会议首次提出，要统筹研究消化存量房产和优化增量住房政策措施；5月17日全国切实做好保交房工作视频会议中首次明确表态支持“存量房收储”；6月20日住建部会议将收储城市层级进一步下沉至市县级；7月30日政治局会议首次提到支持收购存量商品房用作保障性住房。

图表42：中央出台“收储”存量房相关政策

时间	会议/部门	具体内容
2024年4月30日	中央政治局会议	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
2024年5月17日	国务院政策例行吹风会	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。
2024年5月17日	全国切实做好保交房工作视频会议	商品房库存较多城市，政府可以以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。
2024年6月12日	保障性住房再贷款工作推进会	支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁，是金融部门落实中共中央政治局关于统筹消化存量房产和优化增量住房、推动构建房地产发展新模式的重要举措。
2024年6月20日	住房和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	推动县级以上城市有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。
2024年7月30日	中共中央政治局会议	积极支持收购存量商品房用作保障性住房。
2024年10月12日	国新办新闻发布会	支持收购存量房，优化保障性住房供给，一方面用好专项债券收购存量商品房用作各地的保障性住房，另一方面继续用好保障性安居工程补助资金，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。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.2 收储存量房——加快消化商品房库存，推动新房销售“止跌回稳”

➤ 今年以来中央出台政府“收储”存量房用作保障性住房相关政策。

3000亿元保障性住房再贷款资金支持。2024年5月央行设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，可展期4次。此外，统筹考虑政策衔接，将原2023年1月设立的1000亿元租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款统一管理。据央行公布，截至6月底保障性住房再贷款余额为121亿元。据中指研究院估算可撬动资金3750亿元（收储国企20%自有资金，80%贷款），若资金使用过半，可带动住宅销售超1800万平米，占市场总量约2.3%。

新提用好专项债券收购存量商品房，收储资金来源有所扩大。2024年10月12日国新办新闻发布会上首次提及用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房，还指出继续用好保障性安居工程补助资金，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。

图表43：保障性住房再贷款与租赁住房贷款支持计划政策对比

维度	保障性住房再贷款（新政策）	租赁住房贷款支持计划（旧政策）
出台时间	2024年5月	2023年1月
额度	3000亿元	1000亿元
发放对象	国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制银行等21家全国性银行	开发银行、工行、农行、中行、建行、交行和邮政储蓄银行共7家全国性金融机构
用途	支持地方国有企业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	支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给
支持比例	按照贷款本金的60%发放再贷款，9月提高至100%	按贷款本金的100%予以资金支持
城市范围	全国	重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津共8个试点城市

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.2 收储存量房——加快消化商品房库存，推动新房销售“止跌回稳”

➤ 收储推进速度较快的均为去年租赁住房贷款支持计划试点城市。

综合来看，目前地方国资平台收购存量房落地数量不多，而且推进速度较快的均为去年租赁住房贷款支持计划试点城市，其中郑州和济南两城收购的房源量较多，其余城市收购规模相对较小。

目前来看，对于政府收储存量房而言，资金收益成本平衡存在一定难度，政府收购房源要求较为严格，符合条件的存量房源较少，存量商品房供应和保障性住房需求可能存在错位情况等问题。

图表44：部分城市存量房“收储”进展

城市	规模	区域	运营主体	用途
郑州	81个存量项目，10.6万间房源	全市	郑州城发安居有限公司	保租房
济南	53个项目，房源3.05万套	全市	济南城市发展集团有限公司、济南城市投资集团有限公司	保租房
福州	9501套	全市	福州安住发展有限公司	保租房
重庆	6807套房源	主城区	重庆嘉寓房屋租赁公司、重庆建渝住房租赁基金	保租房
青岛	7个项目2319套	-	青岛建融投资置业有限公司	保租房
天津	4个项目1826套	滨海新区	天津滨海新区建设投资集团地产公司	保租房
武汉	500余套	-	武汉安家保障性住房有限公司	保租房

资料来源：中国政府网、克而瑞等，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.3 收储土地——盘活闲置存量土地，推动投资开工“止跌回稳”

► 今年以来中央出台政府“收储”土地相关政策。

5月17号国务院政策例行吹风会提及支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地。随后，自然资源部及国家发改委出台了一系列关于妥善处置闲置存量土地的政策措施。

图表45：中央出台“收储”土地政策

时间	会议/部门	具体内容
2024年4月30日	中央政治局会议	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
2024年5月17日	国务院政策例行吹风会	自然资源部相关负责人表示，准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施，支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，帮助企业解困。
2024年6月25日	自然资源部	自然资源部正和有关部门研究如何盘活利用已出让未开发土地的政策，支持地方政府收回、收购闲置土地。在“如何收地”方面设置了准线： 须是非企业自身原因造成闲置或者土地局部未开发，且企业无力继续开发、也难以转让的土地。若是企业原因导致超期未动工两年以上的土地，政府应依法无偿收回。 收回闲置土地的关键在于土地收购的价格标准。自然资源部拟建议，可以参照市场评估价格，也可参照原地价款、利息及经审计的开发建设直接投入，确定补偿标准。对于收地资金，自然资源部计划通过专项债券为地方政府提供资金支持，但要求地方政府量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。
2024年9月26日	政治局会议	要对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量，并支持盘活存量闲置土地。
2024年10月12日	国新办新闻发布会	财政部：允许专项债券用于土地储备，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区可以用于新增土地储备项目
2024年10月17日	国新办新闻发布会	关于专项债用于土地储备，主要是支持各地结合实际情况，与存量土地的业主企业合理确定收购价格，妥善处理回收存量土地涉及的债权债务关系，合理确定专项债券项目内容和地块范围，及时安排债券发行和支出，提高土地资源的利用效率和债券资金的使用效益。我们考虑优先回购企业无力开发或者不愿继续开发、尚未动工建设的住宅、商服用地，及时匹配专项债券等资金。我们还将会同相关部门，研究设立收购存量土地专项借款，作为专项债券的补充，中国人民银行提供专项再贷款支持。对于收回来的土地，再次组织供应用于房地产的，我们将严格把控。市场确有需求的，才可以优化条件、精准投放，但必须控制在回收收购总量的一定比例之内。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.3 收储土地——盘活闲置存量土地，推动投资开工“止跌回稳”

► 今年以来中央出台政府“收储”土地相关政策。

11月11日，自然资源部公布《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》，为收购土地提供了具体的指导策略，并且在资金层面给予相应支持。

图表46：《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》主要内容

类别	具体内容
收购目的	减少市场存量土地规模、改善土地供求关系、增强地方政府和企业资金流动性、促进房地产市场止跌回稳。
实施主体	使用专项债券资金用于收回收购土地，应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施。
收购流程	市、县自然资源主管部门要依托土地市场动态监测监管系统中的处置存量闲置土地清单摸清底数，根据需要向社会发布收回收购土地征集公告，综合考虑企业意愿、市场需求、地块条件等因素，确定拟收回收购意向地块和时序安排，分批纳入土地储备计划，优先申报使用专项债券。
收购标的物范围	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。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的土地，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回收购范围。
收购价格	土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回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。市、县处置存量闲置土地协调推进机制或土地出让协调决策机构根据市场形势、合同履行情况等，集体决策确定基础价格下调幅度，经与土地使用权人协商一致并经公示无异议后，报市、县人民政府批准确认。
收回来后的用途	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，应当严控规模，优化条件实施供应，在落实“五类调控”的同时，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。收回收购土地用于民生领域和实体经济项目的，不受上述限制。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.3 收储土地——盘活闲置存量土地，推动投资开工“止跌回稳”

➤ **郑州、武汉可优先盘活闲置存量土地。**

- 据中指研究院，根据各城市规自委公布的存量住宅用地及中指监测数据估算，截至2024年三季度，22城2021-2023年招拍挂成交涉宅用地中未动工地块共约930宗，规划建筑面积9497万平方米，成交价6044亿元。其中，郑州、武汉未动工规划建面超1000万平方米，相对规模较大，可优先盘活核心城市闲置存量土地。

图表47：截至2024年三季度22城2021-2023年成交涉宅用地未动工统计（不含保障性住房）

城市	2021-2023年成交宅地宗数	未动工地块宗数	未动工地块宗数占比	未动工地块面积(公顷)	未动工规划建筑面积(万㎡)	未动工地块成交价(亿元)
郑州	164	108	66%	442	1229	501
武汉	277	114	41%	564	1550	1007
沈阳	78	30	38%	183	334	105
长春	112	43	38%	321	628	213
无锡	185	71	38%	383	659	784
青岛*	309	104	34%	256	578	219
济南	346	111	32%	432	786	263
长沙	165	40	24%	188	469	127
重庆(主城区)	158	38	24%	267	448	283
成都	412	69	17%	277	615	452
天津	223	33	15%	137	232	117
广州	169	24	14%	132	446	463
南京	348	47	14%	195	407	310
福州	131	16	12%	55	126	89
深圳	86	7	8%	61	174	154
上海	266	21	8%	107	251	382
苏州	225	16	7%	85	142	165
杭州	358	22	6%	114	224	198
宁波	206	8	4%	37	93	86
合肥	167	5	3%	41	81	41
北京	173	3	2%	13	22	85
厦门	67	0	0%	0	0	0
总计	4625	930	20%	4289	9497	6044

资料来源：中指研究院，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 地方政府回收收购土地案例-以广州为代表

➤广州回收收购三幅未开发闲置土地。

➤**回收收购土地情况：**今年下半年以来，越秀先后发布三则公告，广州市土地开发中心收回/收储白云区广龙地块、番禺区暨南大学北侧地块以及大干围地块。三幅地块总土地面积约23万平方米，均为未开发状态，所有权均由越秀地产下属子公司所有。

图表48：广州回收收购三幅土地的情况

地块名称	地块编号	区位情况	总用地面积(平方米)	原规划用途	地块获取方式
广龙地块	AB0805110、AB0805117、AB0810104	广州白云区广龙路西侧及广从公路北侧，邻近钟落潭地铁站	123879	住宅用地	2021年4月，广州首批集中供地推出广龙路一期地块，越秀地产以底价18.62亿元竞得
暨南大学北侧地块	2021KJ01130063	广州市番禺区南村镇，距离地铁新造站约600米，南接南大干线，向东可连接新化高速	91114	商业及住宅用途、公园绿地、防护绿地以及城市道路用地	该地块由广州新秀于2021年9月收购
大干围地块	AH101533、AH101534	广州市海珠区工业大道南大干围	15491	零售商业用途、商务金融用途以及批发市场用途	2021年7月，越秀地产向母公司越秀集团收购广州佰城98%股权，该地块原属广州佰城，已开发“越秀天荟江湾”项目

资料来源：越秀地产公司公告，太平洋证券

图表49：广州回收收购三幅土地的区位图



资料来源：易居研究院，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 地方政府回收收购土地案例-以广州为代表

- 广州回收收购三幅未开发闲置土地。
- 广龙地块：2024年8月30日，广州市规划和自然资源局刊发了收回土地公告，宣布广州市土地开发中心向越秀华城收回广龙地块，以及广州市土地开发中心、越秀华城及广州城建订立的收回土地协议已于收回土地公告当日生效（即2024年8月30日）；
- 番禺区暨南大学北侧地块：2024年9月2日（交易时段后），土地开发中心、广州新秀及广州城建订立土地收储协议，据此，广州新秀及广州城建同意将暨南大学北侧地块土地的土地使用权交由土地开发中心收储；
- 广州大干围地块：2024年11月13日（交易时段后），佰城投资及广州市土地开发中心订立大干围土地收储协议，据此，佰城投资同意将广州大干围地块的土地使用权交由广州市土地开发中心收储。

图表50：广州回收收购三幅土地签订协议情况

日期	地块名称	协议名称	出让方	收购方
2024年8月30日	广龙地块	收回土地协议	越秀华城、广州城建（均为越秀地产的非全资附属公司）	广州市土地开发中心
2024年9月2日 （交易时段后）	暨南大学北侧地块	土地收储协议	广州新秀、广州城建（均为越秀地产的非全资附属公司）	广州市土地开发中心、番禺区土地开发中心
2024年11月13日	大干围地块	土地收储协议	佰城投资（越秀地产的非全资附属公司）	广州市土地开发中心

资料来源：越秀地产公司公告，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 地方政府收回收购土地案例-以广州为代表

- **广州收购土地定价参考市场评估或成本法，订约方公平磋商后确定。**
- **广龙地块：**属于政府因公共利益需要收回情形，补偿金额需评定已支付的广龙地块原购买价、投资金额及应计利息厘定，补偿金额为70亿元（以最终评审为准）；
- **番禺区暨南大学北侧地块：**补偿金额根据市场评估价值，经订约方公平磋商后厘定，市场价值参照土地出让合同所附的土地规划条件进行评估，为50.03亿元，账面值和估值分别约50.05亿元和50.01亿元，公司预期会因土地收储而录得估计除税前亏损净额约174.38万元；
- **广州大干围地块：**补偿金额参考地块经评估市值，经订约方公平磋商后厘定，为15.29亿元，账面值和估值分别约15.30亿元和15.19亿元，公司预期会因土地收储而录得估计除税前亏损净额约105.91万元。

图表51：广州收回收购三幅土地价格情况

地块名称	收购价格评估标准	收购价格（亿元）	账面价值（亿元）	估值（亿元）	预期差额
广龙地块	参照广龙地块原购买价、投资金额及应计利息厘定，补偿最终金额根据收回土地协议项下将作出的最终评审进行调整，调整范围不会超过原补偿金额的10%	70	-	-	-
暨南大学北侧地块	根据暨南大学北侧地块二土地的经评估之市场价值，经订约方公平磋商后厘定，有关市场价值乃参照土地出让合同所附的土地规划条件进行评估，评估基准日为土地储备实施方案通过审批日	50.03	50.05	50.01	除税前亏损净额约174.38万元
大干围地块	参考广州大干围地块的经评估市值，经订约方公平磋商后厘定。有关价值乃根据具有资质的中国评估机构出具的资产评估而得出	15.29	15.3	15.19	除税前亏损约106万元

资料来源：越秀地产公司公告，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 地方政府收回收购土地案例-以广州为代表

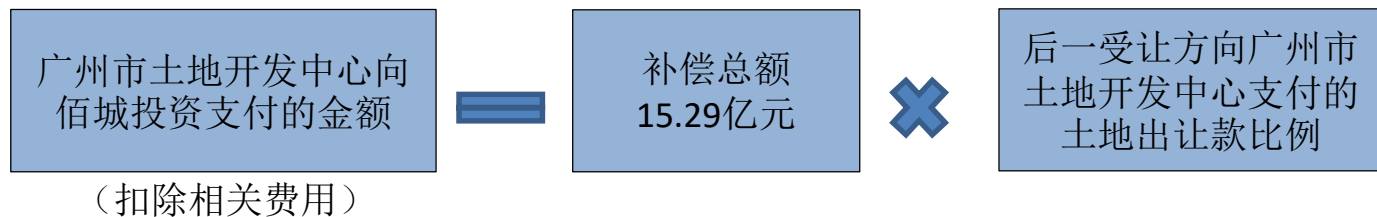
- 广州收购土地支付方式包括两种模式，模式一以应付票据形式支付。
- 广龙地块：**补偿由广州市土地开发中心向越秀华城或广州城建提供70亿元等值应付票据，广州市土地开发中心按照付款时间表1) 最终评审前，应向越秀华城或广州城建交付价值**不超过70亿元的90%（即63亿元）**的应付票据；2) 最终评审后，应交付价值为补偿余款的应付票据；
- 应付票据将在签立土地移交确认书后两年内，由越秀华城或广州城建提出申请后，由广州市土地开发中心分批交付，每批应付票据的有效期为一年，在此期间，广州城建或其附属公司有权使用应付票据收购广州政府新出让的**广州市本级土地**。应付票据的价值可用作支付收购有关新出让土地的应付代价；
- 番禺区暨南大学北侧地块：**补偿以应付票据的形式支付，由广州市土地开发中心及番禺区土地开发中心按比例分别支付予广州新秀及广州城建，支付比例分别为**27.75%和72.25%**，对应13.88亿元和36.15亿元。土地开发中心将于土地收储协议经签立且广州新秀或广州城建提出书面申请后交付应付票据。广州城建、其任何附属公司或其指定的任何联属公司有权在有关应付票据的一年有效期内（经所需程序审批后可予延长）使用应付票据在**番禺区**收购土地。应付票据的价值可用作偿付收购有关土地的应付代价。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 地方政府收回收购土地案例-以广州为代表

- 广州收购土地支付方式包括两种模式，模式二以现金延期形式支付。
- **广州大干围地块：**土地收储完成后，广州市土地开发中心将向下一个受让方出让广州大干围地块，若广州市土地开发中心同意并完成这一转让，并且后一受让方已向广州市土地开发中心支付土地出让款的任何部分后，佰城投资向广州市土地开发中心提出书面支付补偿申请，随后90日内，广州市土地开发中心将以现金向佰城投资全额或分期支付及偿付补偿金额。
- 如果广州市土地开发中心就土地收储所需的工作承担任何费用，将从向佰城投资支付所计算的金额中扣除。如果计算的分期金额不足以抵扣所承担的费用，有关未抵扣费用将会自广州市土地开发中心向佰城投资支付的下一期款项中扣除。

图表52：广州市土地开发中心向佰城投资支付金额计算方式



资料来源：越秀地产公司公告，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 地方政府回收收购土地案例-以金茂为代表

- 政府收购中国金茂湖州滨湖东单元4宗土地，金茂或成为今年第一家使用专项债资金被收储的房企。
- 收购地块：1月13日，金茂公告，其间接全资附属公司湖州东茂与湖州南太湖管委会签订土地收储协议，湖州东茂同意将湖州市滨湖东单元地块交由湖州南太湖管委会收储，涉及补偿金额达7.81亿元，此次土地收储涉及的地块总面积约为147,277平方米，位于湖州市滨湖东单元TH-07-01-06A、08B、08E、09A的共4宗地块，规划用途包括住宅物业、零售商业及批发市场。根据公告，该地块于2021年12月由金茂通过公开竞买程序竞得，截至公告日期尚未开发。
- 支付方式为现金补偿，此次收储资金有望使用专项债资金，因此，金茂或成为今年第一家使用专项债资金被收储的房企。金茂方面介绍，根据《自然资源部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》（自然资发[2024]242号），湖州南太湖管委会将申报专项债资金处置闲置土地工作，湖州东茂应予配合。
- 补偿及支付条款：首期支付为总补偿金额的20%，即1.562亿元人民币，将在土地收储协议签订并完成不动产权证书注销后180天内支付；第二期支付累计至总补偿金额的50%，即3.905亿元人民币，将在360天内完成；最终支付将在720天内累计支付至总补偿金额的100%。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 地方政府收回收购土地案例-以华侨城为代表

➤政府收购华侨城武汉洪山区TOD项目地块。

➤**收购地块：**11月21日，华侨城公告称，旗下全资子公司武汉天创置业有限公司位于武汉市洪山区杨春湖高铁商务区一宗土地，原计划建设成为集高端产业聚集的地铁上盖TOD项目。本次被收储土地位于洪山区团结大道、绿岛西路、沙湖北路、信和西路围合区域，土地用途为住宅、商业服务、公园与绿地，面积为70214.09平方米，合约105.32亩（以土地管理部门确认的实测面积为准）。

➤综合考量产业招商及房地产市场情况，政府部门拟通过“收、调、供”联动方式，对该TOD项目土地进行收储，并将原商办为主、住宅为辅的建设指标，调整为住宅为主、商办为辅，调规后的土地进行公开市场招拍挂，最后由华侨城于12月26日平价拍回。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.5 销售降幅有望收窄，结构性差异或较明显

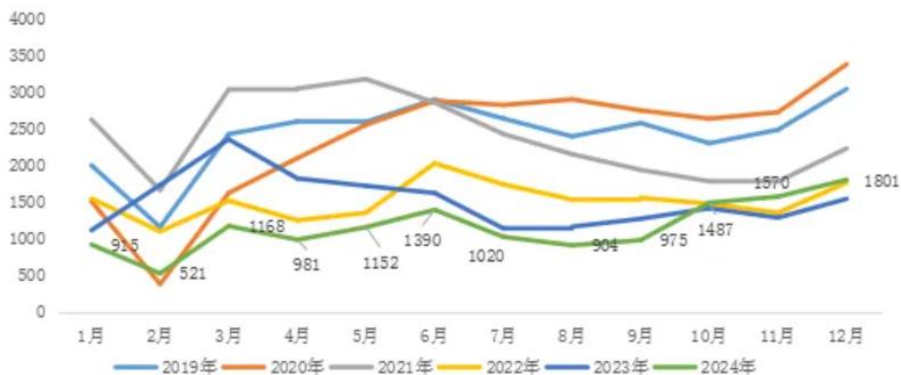
- 9月底以来国内地产新政频出，于供给、需求及风险化解等多方向发力，也的确提振了市场预期带动了楼市的回暖。向后看，我们预计地产前端销售有望在政策持续发力的背景下迎来改善，但对于回暖程度以及回升节奏不宜做过于乐观的估计。
- 一方面9月26日政治局会议已经确立“促进房地产市场止跌回稳”的政策基调，前文也提及政策尚未出尽，后续仍有空间。预计在地产行业出现明显企稳迹象前，政策将持续发力，这将进一步带动居民对于房价预期的修复，提振市场信心。
- 另一方面，对于地产销售端的回暖需审慎估计，一是其修复幅度可能有限，前端销量及销售额的同比降幅有望收窄，但预计仍运行在负增区间；二是从楼市修复节奏来看，可能存在较为明显的结构差异，表现为二手房成交量领先于价格修复、二手房领先于新房市场企稳，一线城市修复快于其他能级城市。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.5 销售降幅有望收窄，结构性差异或较明显

随着房地产市场进入增量存量并重的发展阶段，二手房吸纳了一定对于新房的需求，对新房形成了供应替代，这也使得二手房市场成为楼市“晴雨表”。今年前三季度二手房市场呈现出非常明显的以价换量趋势，购房者观望情绪较重，二手房价格的下跌也拖累新房的价格走势。而9月底以来的系列楼市新政快速在二手房市场成交量上得到体现，部分房东出于心理预期的提升也出现了调价及停售等行为。随着二手房市场成交情况趋于稳定，新房市场销售也有望获得企稳助力。但考虑到商品房的去库压力，明年销量及销售额同比或难回正，库存去化压力相对较小的核心城市楼市有望率先企稳，后带动其他能级城市逐渐修复。

图表53：全国30个重点城市商品住宅月度成交对比情况（单位：万平方米）



资料来源：克而瑞，太平洋证券

图表54：2024年12月全国30个重点城市商品住宅成交面积（单位：万平方米）

能级	城市	12月	环比	同比	较三季度月均	2024年	累计同比	能级	城市	12月	环比	同比	较三季度月均	2024年	累计同比
一线	北京	65	13%	21%	82%	477	-22%	二三线	合肥	45	29%	36%	189%	263	-40%
	上海	60	-12%	-22%	17%	669	-26%		济南	42	-2%	-3%	45%	444	-30%
	广州	98	9%	39%	73%	789	-4%		惠州	41	-11%	-1%	26%	400	-33%
	深圳	90	-5%	189%	202%	484	32%		南宁	41	32%	6%	82%	295	-25%
	合计	314	1%	35%	80%	2419	-11%		无锡	38	113%	86%	191%	201	-23%
二三四线	成都	213	17%	58%	127%	1423	-24%	三四线	长春	38	19%	-6%	41%	338	-29%
	武汉	154	85%	36%	221%	769	-29%		宁波	36	37%	14%	185%	248	-20%
	杭州	95	23%	-29%	102%	766	-36%		昆明	35	6%	11%	29%	332	-11%
	青岛	87	21%	30%	36%	744	-21%		珠海	29	40%	59%	105%	193	-20%
	天津	82	4%	8%	46%	820	-18%		徐州	22	46%	37%	91%	157	-21%
三四线	苏州	76	46%	56%	173%	435	-25%	合计	厦门	20	-32%	-7%	111%	173	-13%
	杭州	76	46%	56%	173%	435	-25%		常州	18	-3%	23%	37%	182	-19%
	西安	74	-6%	-35%	31%	773	-28%		福州	15	16%	38%	67%	115	-14%
	南京	63	12%	11%	75%	434	-30%		嘉兴	12	33%	66%	42%	96	-11%
	郑州	60	-3%	18%	128%	449	-26%		合计	1488	18%	14%	88%	11463	-26%
三四线	佛山	53	-5%	24%	44%	526	-15%	总计	长沙	47	30%	-4%	82%	389	-37%
	重庆	52	-8%	-1%	78%	501	-21%								
	武汉	52	-8%	-1%	78%	501	-21%								
	佛山	53	-5%	24%	44%	526	-15%								
	重庆	52	-8%	-1%	78%	501	-21%								

注：12月数据根据前30日数据预估得到

资料来源：克而瑞，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.5 销售降幅有望收窄，结构性差异或较明显

➤结合前文从政策层面来看，我们认为城中村改造和收储政策落地情况将对房地产市场新房销售“止跌回稳”起到重要作用。

- 1) 乐观情形下：若加快落实货币化安置100万套城中村改造、收储存量房、购房补贴等政策，居民置业意愿提升，预计2025年新房销售同比降幅0.5%；
- 2) 中性情形下：若相关政策推进节奏一般，居民置业意愿较今年持平，2025年新房销售规模预计同比降幅在6%左右。
- 3) 悲观情形下：若政策推进节奏较为缓慢，居民置业意愿继续下行，2025年新房销售规模预计同比降幅约12.5%。

图表55：全国新建商品房销售面积预测（单位：万平方米）



资料来源：Wind，太平洋证券

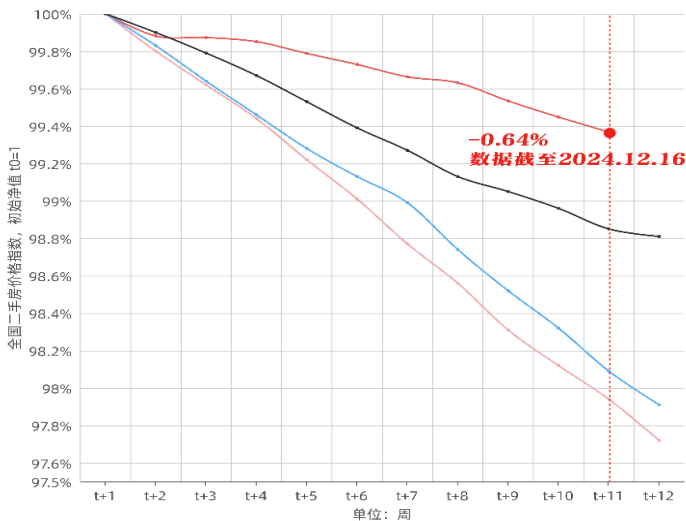
3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.6 整体急跌变阴跌，部分核心城市或将率先止跌

救市的效果如何？复盘2022年至今四轮救市关键政策推出后的3个月楼市价格指数表现

过去三轮救市，市场对政策的反应是越来越弱的，但这次（2024/9/24）似乎有些不一样？

- T0=2024/9/24 二套首付比15%，降存量房贷50bp
- T0=2024/5/17 最低首付比15%
- T0=2023/8/25 降低存量利率、按揭利率、认房不认贷、最低首付比20%二套30%
- T0=2022/9/30 930新政：减个税、降利率



数据来源：趋势动物Pro 小程序

资料来源：趋势动物Pro小程序，太平洋证券

图表56：2025年有望率先回稳的8个城市

附表：2025年有望率先回稳的8个城市

序号	城市	人均购房面积	租售比	房价收入比	核心板块消化周期	开盘去化率	市场化拿地占比	2023年后拿地开盘盈利占比
	单位	㎡/人	/年	年	月	-	-	-
1	杭州	1.29	1.7%	17	4.5	51%	95%	70%
2	上海	0.97	1.8%	32	11.7	43%	75%	85%
3	成都	1.67	1.6%	14	12.6	74%	35%	71%
4	西安	1.7	2.3%	13	10.3	39%	50%	88%
5	天津	1.33	1.3%	10	14.5	65%	51%	95%
6	深圳	0.6	1.4%	36	12.8	21%	100%	100%
7	合肥	1.47	1.6%	12	10.5	26%	36%	78%
8	北京	0.88	1.7%	33	23.0	19%	72%	85%

资料来源：克而瑞，太平洋证券

风险提示

- 政策不及预期；
- 需求修复不及预期；
- 个别主体信用风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券

构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。