

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 新一轮去库存背景、效果及展望 ——地产杂谈系列之五十五

行业深度报告 地产行业强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

2024年5月27日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## 核心观点

- **供求关系发生重大变化，去库存刻不容缓。** 从供给端来看，2024年4月全国商品房待售面积7.45亿平，超过2016年高点；已开工未售商品房面积去化周期44.4个月，创历史新高，超63个城市住宅去化周期超过18个月。从需求端来看，短期房价和收入预期制约政策效果，中长期城镇化放缓、出生人口下降带来潜在需求下降，同时二手房挂牌量快速上升，分流新房需求同时加剧市场供需压力。
- **短期销售有望提振，中期效果仍待观察。** 受房价下行及利率下降影响，根据我们测算首付由20%降至15%、房价降低10%、利率由3.75%降至3.55%，月供反而下降6.7%，居民月供/可支付收入压力反而下滑。考虑此前二套房利率下限（4.15%）较高，潜在利率下降空间更大，有望加快二套房需求入市。中期来看，当前市场观望情绪依旧浓厚，同时历史来看，居民更倾向于顺周期加杠杆，政策效果持续性仍待观察。值得注意的是，当前重点城市一二手总成交已逐步企稳，随着下半年基数回落，销售降幅有望大幅收窄。
- **测算收储可消化库存数千万平，定价为落地关键。** 测算按前4月均价收购，预计可消化库存0.52亿平，为全国商品房待售面积的7%，占2023年全国商品房销售的4.7%。若收储全部年内落地，有望带动5-12月销售面积同比转正，测算现房/已经开工未售商品房去化周期回归十年均值，或需万亿级资金体量。考虑收储房屋主要用于保障房，基于保本或者覆盖融资成本考虑均需要折价收购，但现房库存去化难度低于期房，开发商对于折价收购接受度有待观察；同时高库存城市主要为三四线，而保障房需求主要聚焦一二线，供需错配可能影响政策落地规模。
- **供地限制有一定效果，但核心仍在需求端。** 不完全统计20个城市住宅去化周期超过36个月，其中18个城市2023年住宅出让建面占各城市可售库存27.5%，占2023年全国商品住宅成交的3.6%。由于城市土地吸引力下降，2022-2023年土地出让同比已分别下降43.5%、12.5%，但库存仍处于高位，意味着需求端恢复或才是去库存重点。从市场供应结构来看，2023年以来大户型投资额明显好于小户型，叠加“14号文”以来，全国加大保障房建设和供应，未来市场满足多样化改善需求，二手房承接大量刚性需求，政府保障房提供基本住房需求的供应体系逐步确立。

## 核心观点（续）

- **政策端仍存空间，行业流动性压力犹存。** 尽管政策持续呵护，但百强房企4月销售额同比仍下降47%，前4月到位资金仍下降24.9%。而“白名单”等融资政策更多聚焦项目层面“保交楼”，根据Wind统计，下半年及2025年境内地产债到期与提前兑付规模仍有1111亿和2486亿，行业流动性压力仍存。从政策空间来看，未来一线限购限贷政策优化、财税方面支持、保障房再贷款额度提升等存在进一步支持可能。
- **投资建议：** 随着“5.17”系列政策的落地，短期将步入基本面观察期，目前市场对政策效果仍有分歧，加上部分个股短期涨幅过快，不排除板块短期震荡，5、6月销售数据为重要观察指标；中期来看，我们认为“5.17”政策力度已超2008年和2014-2015年，无论是央行降首付还是政府收储，均体现中央强力去库存、消化存量房产的决心，若后续楼市企稳不及预期，仍有望更大力度政策支持。个股投资方面，考虑政策落地叠加短期板块涨幅过快，建议精选个股，短期建议优选受益政府收购土地、有望盘活存量资产缓解资金压力的房企如万科A、金地集团、新城控股，关注估值相对便宜的越秀地产、绿城中国、中国海外发展、保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份等，同时关注物管（保利物业、招商积余等）、代建（绿城管理控股）、经纪（贝壳）等细分领域龙头。
- **风险提示：** 1) 政策持续性不及预期风险；2) 楼市修复不及预期风险；3) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；4) 房地产行业短期波动超出预期风险。

# 前言

---

➤ 2021年下半年以来，全国楼市持续下行，市场库存持续积累，尽管中央及各地方出台多项支持政策，但受房价及收入预期影响，政策效果并不明显。2024年4月，针对当前库存高企现状，政治局会议提出消化存量房产与优化增量住房，释放强烈去库存信号。5月17日，央行出台包括降首付、取消房贷利率下限、下调公积金利率等多项支持举措，同时设立3000亿保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，政策力度已超2014-2015年。本篇报告对本轮去库存政策出台的背景、可能的效果、未来楼市判断及政策空间进行深度探讨分析，供投资者参考。



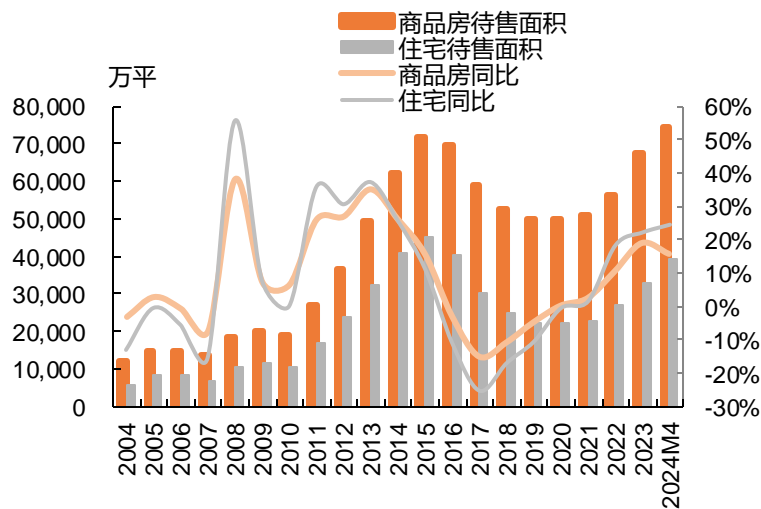
## 目录CONTENTS

- 背景：供求关系发生重大变化
- 消化存量房产：居民端刺激与政府发力并重
- 优化增量住房：短期供地限制与中期品质提升
- 未来展望：下行空间或已不大，政策端空间犹存
- 投资建议与风险提示

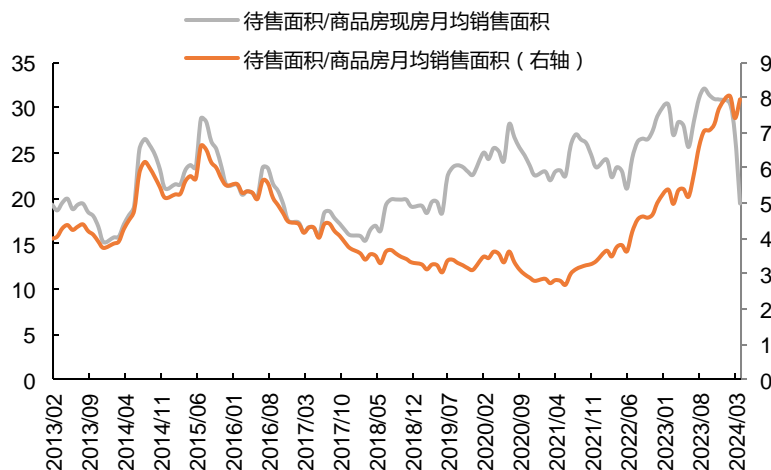
## 供给端：全国库存持续累积，去化周期不断拉长

- 自2021年下半年以来，全国楼市持续调整，无论全国还是重点城市，商品房库存持续积累，去化周期不断拉长。
- 现房库存持续累积，创历史新高。**从现房库存（待售面积）来看，2024年4月全国商品房待售面积7.45亿平，同比增长15.7%，其中住宅待售面积3.9亿平，同比增长24.5%，其中商品房待售面积已经超过2015年高点，从去化周期来看，已经接近或超过2015年水平。
- 已开工未售商品房库存去化周期创新高。**截止2024年4月，1999年以来全国已开工未售商品房面积（按开工90%可售）为38.6亿平米，尽管未创新高，但从去化周期来看，按照2023年销售水平，去化周期达44.4个月，超过2015年高点，创历史新高。

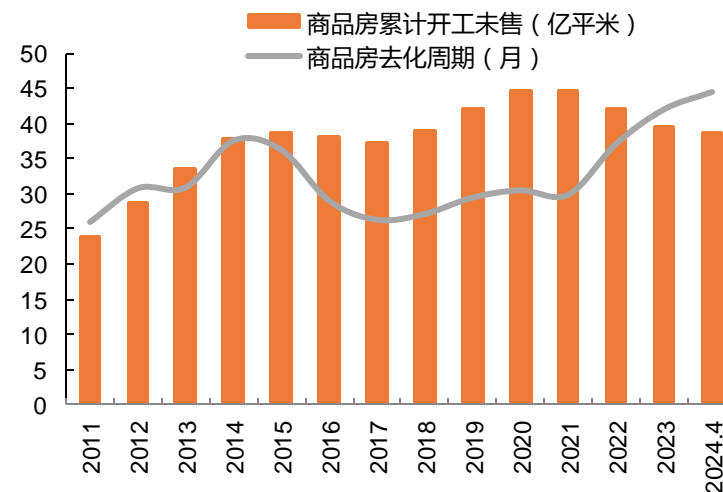
○ 2023年4月商品房待售面积创新高



● 商品房待售面积去化周期维持高位 (月)



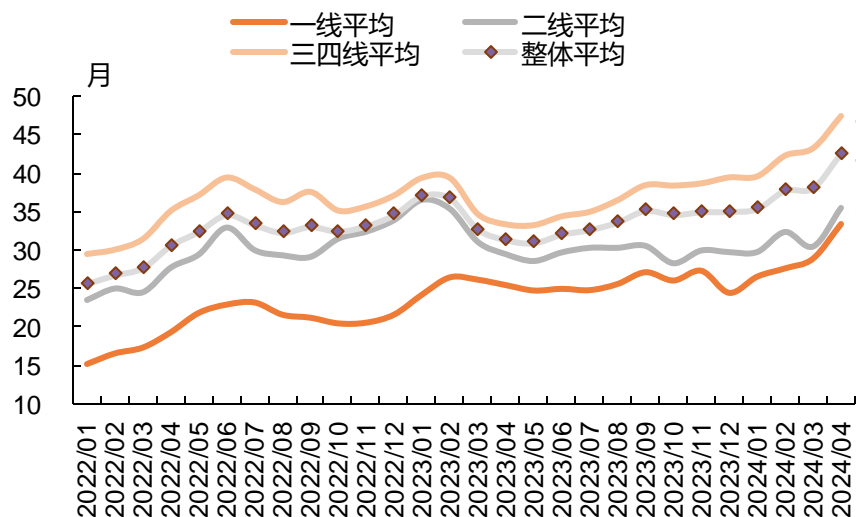
● 全国开工未售库存达44.4个月 (2024.4)



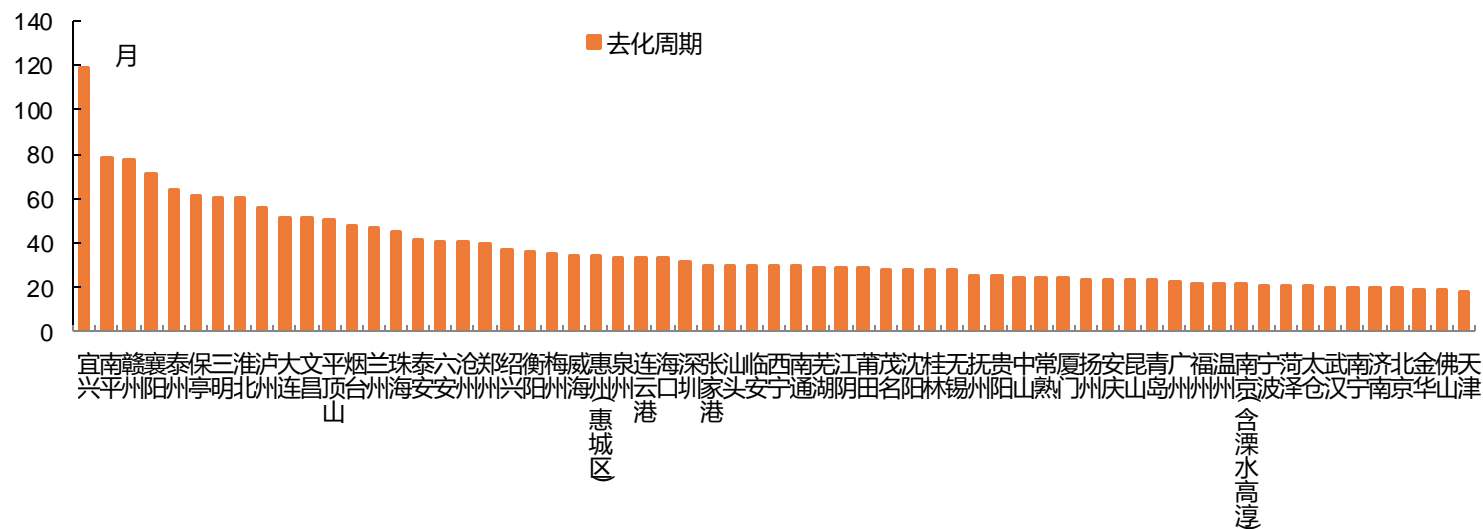
## 供给端：城市去化压力显现，三四线高于一二线

- **各城市去化周期拉长，三四线高于一二线。**从重点城市来看，根据中指院统计，4月35城商品房平均出清周期42个月，其中三线城市（47个月），高于一线城市（33个月）和二线城市（36个月）。
- 考虑商办类库存较高，若仅从住宅去化周期来看，截止2024年4月，不完全统计63个城市住宅去化周期超过18个月，其中20个城市超过36个月，全部63城合计住宅可售面积3.77亿平，按照过去半年平均月销售（1194万平），整体去化周期达31.6个月。

🕒 35城商品房平均出清周期



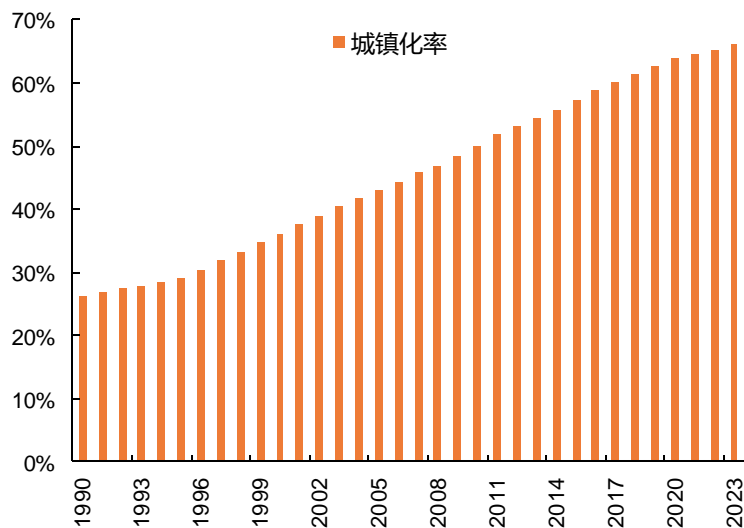
📊 部分城市商品住宅去化周期超过18个月（2024.4）



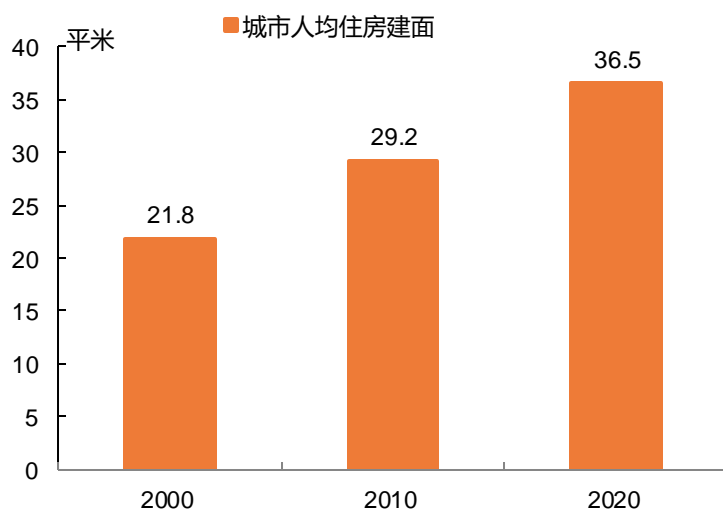
## 需求端：城镇化率放缓叠加居住环境改善，中长期潜在需求放缓

► 中长期来看，2023年我国城镇化率达66.2%，出生人口持续跌破千万，同时随着过去三十年房地产行业快速发展，2020年全国城市人均住房建面达36.5平米，较2000年大幅提升，均意味着中长期潜在住房需求放缓。

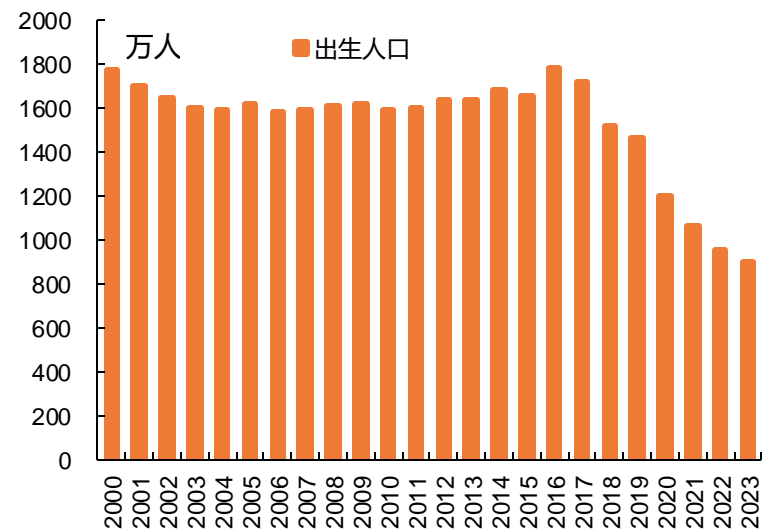
○ 中国城镇化进入加速发展中后期



◎ 城市人均居住面积大幅改善



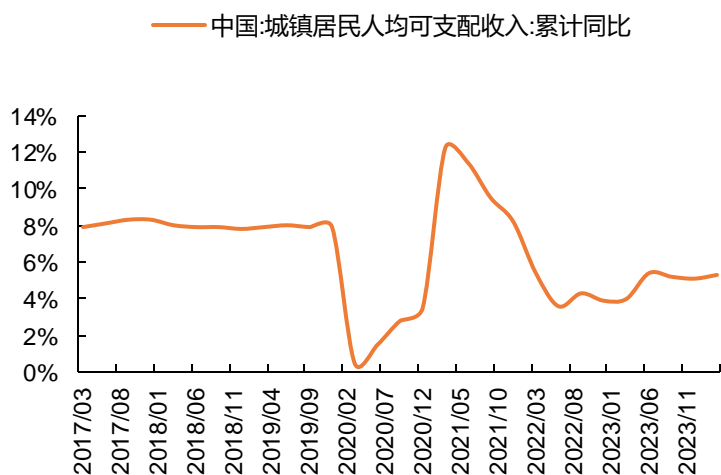
◎ 2022年出生人口跌破千万



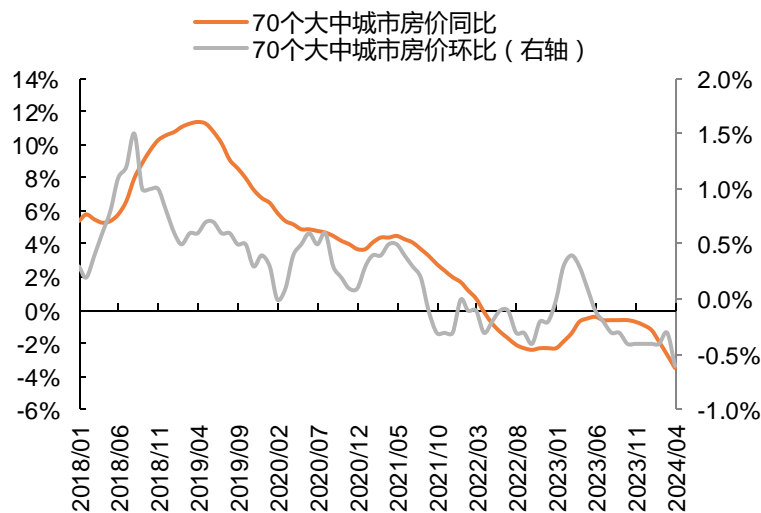
## 需求端：短期房价及收入制约购房意愿及能力，住房回归居住属性

- **居民对收入房价预期担忧仍存。**从短期来看，经济增长动能趋弱背景下，居民可支配收入增速放缓、失业率小幅上行，居民对经济形势、收入预期担忧升温。同时重点城市房价持续下行，70个大城市房价环比连续11个月下跌，居民对房价下行预期仍强。
- **居民加杠杆意愿不强，制约政策效果。**在这种背景下，尽管房贷利率大幅下行，重点城市政策持续松绑，但居民加杠杆意愿并不强烈，一定程度制约政策实施效果。从居民中长期贷款来看，2022年以来单月居民中长期贷款明显萎缩，多个月份为负，反映出居民端提前还房贷降杠杆，住房去金融属性明显，逐步回归居住属性。

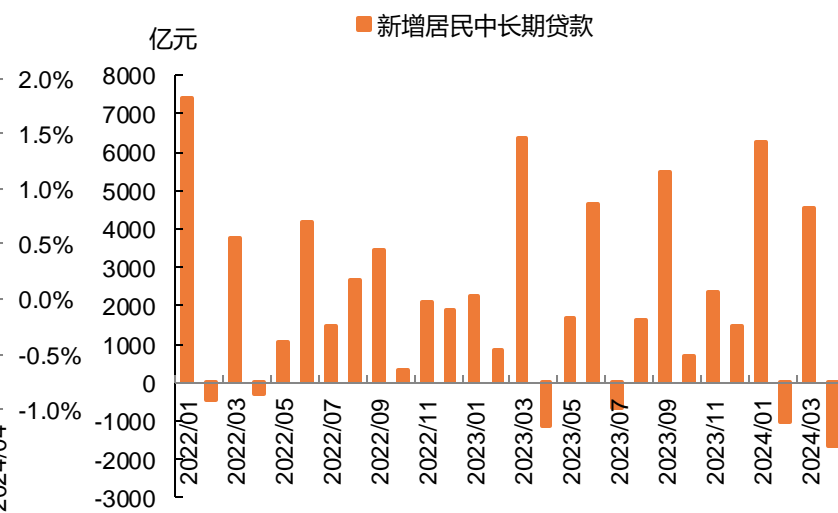
### ○ 城镇居民人均可支配收入增速放缓



### ◎ 70个大中城市房价延续下行

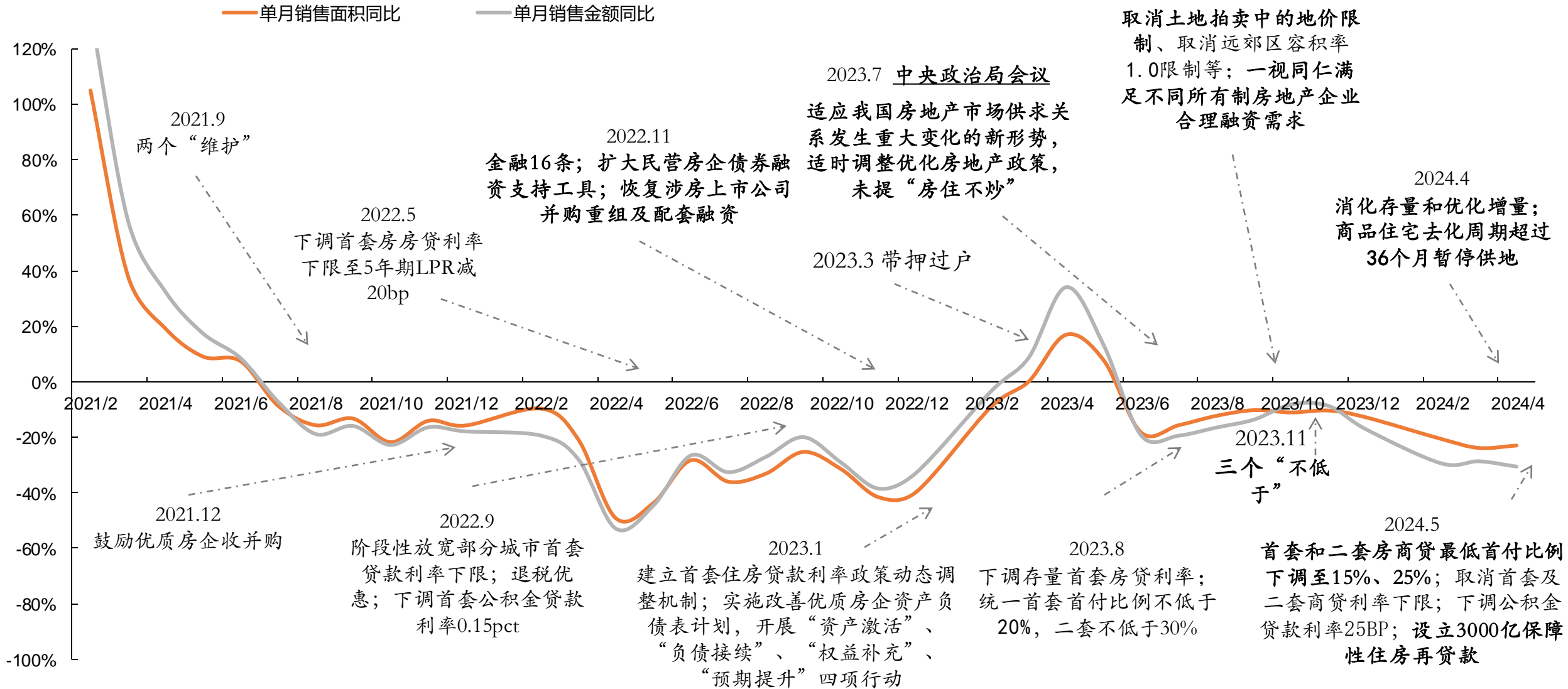


### ◎ 2024年4月新增居民中长期贷款再度转负



# 需求端：居民加杠杆意愿不强制约政策效果

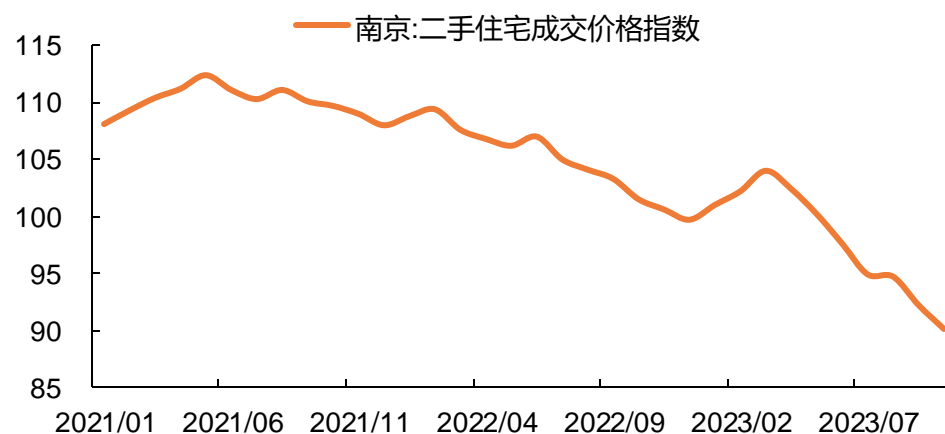
○ 全国商品房销售走势图



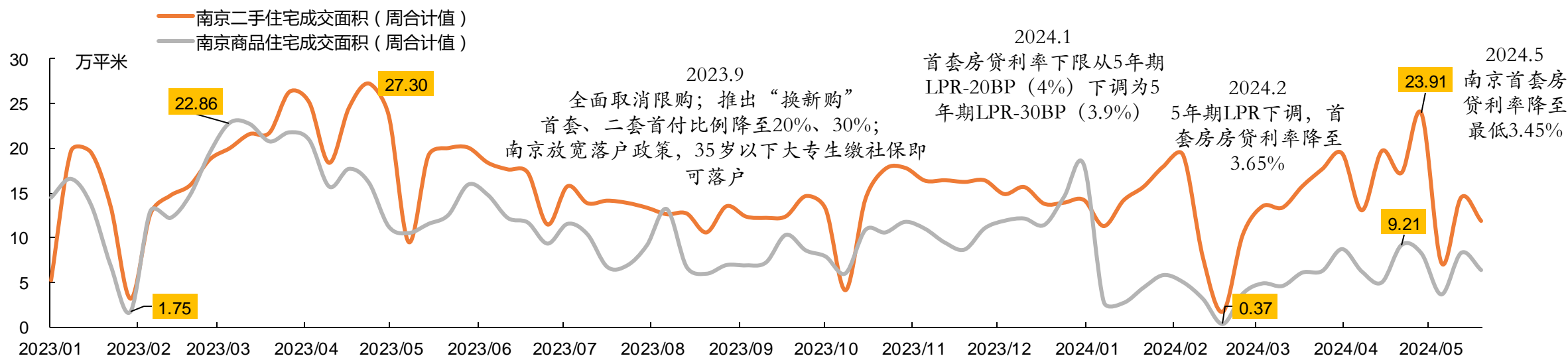
# 需求端：限制性政策取消未能明显推动居民入市

▶以南京为例，2023年9月全面取消限购、下调首付比例，打响核心城市全面取消限购第一枪，此后不乏多次下调房贷利率，但收效甚微，2024年春节返乡置业及小阳春表现均不及2023年。2024年年初以来二手房表现持续优于新房，但更多为以价换量。

南京二手房挂牌价指数（以2018年11月为100基数）



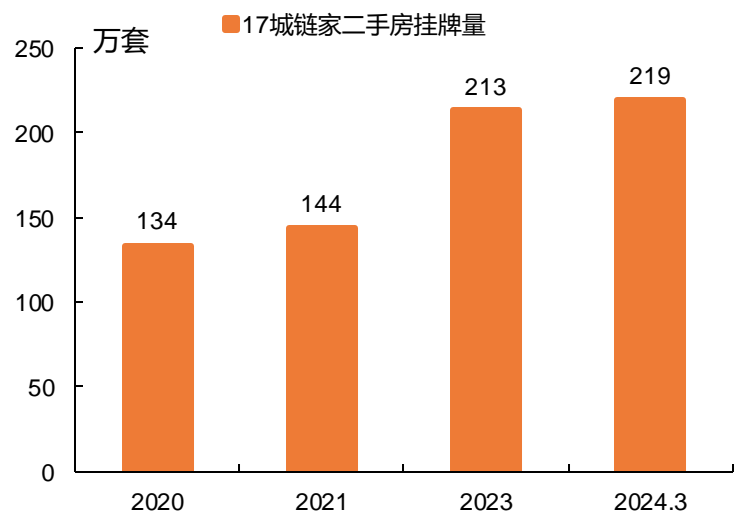
南京销售走势图



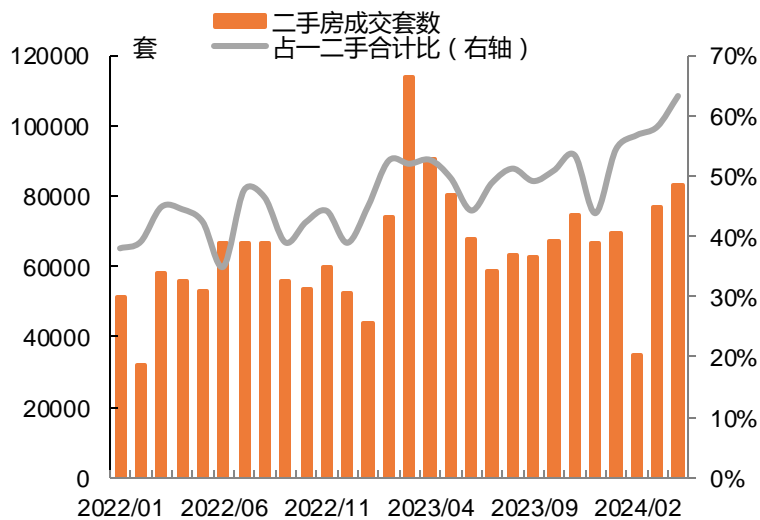
## 二手房挂牌快速上升，持续分流新房需求

- **二手房挂牌量持续上行，增加住房供给。**受房价下行预期影响，居民出售住宅降杠杆，由住房需求方变成供给方，2022年以来二手房挂牌量快速上升，2024年3月，17个城市链家挂牌房源达219万套，进一步加剧了住房市场的供需失衡。
- **以价换量叠加无交付担忧，二手房分流新房需求。**2021年下半年以来部分房企陆续出险，引发购房者对新房交付及品质担忧，而二手房品质“所见即所得”，且无交房等待周期，同时二手房价格调整灵活，“以价换量”加速部分需求转投二手房市场。根据国家统计局披露，2023年全国二手房网签面积达7.08亿平，占全国一二手销售面积38.8%，2024年4月重点12城市二手房成交套数占比提升至63.1%。

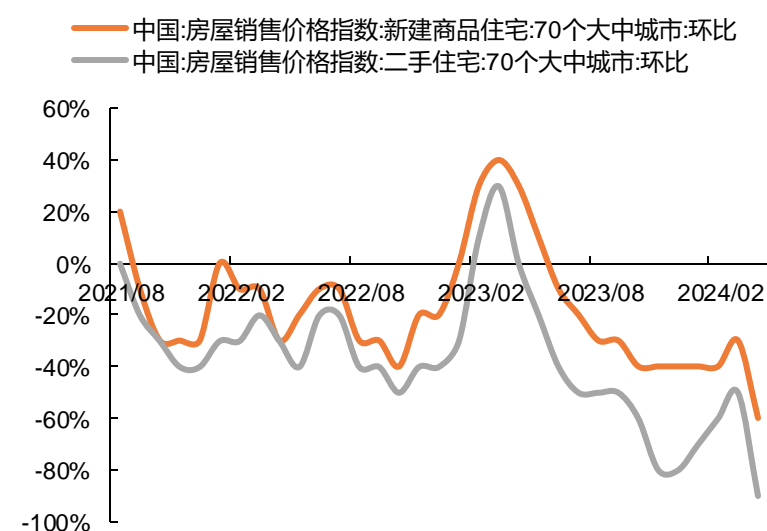
○ 重点城市二手房挂牌量持续增长



● 重点12城二手房成交占比持续上升



● 2021年8月以来二手房价格环比弱于新房





## 目录CONTENTS

○ 背景：供求关系发生重大变化

● 消化存量房产：居民端刺激与政府发力并重

● 优化增量住房：短期供地限制与中期品质提升

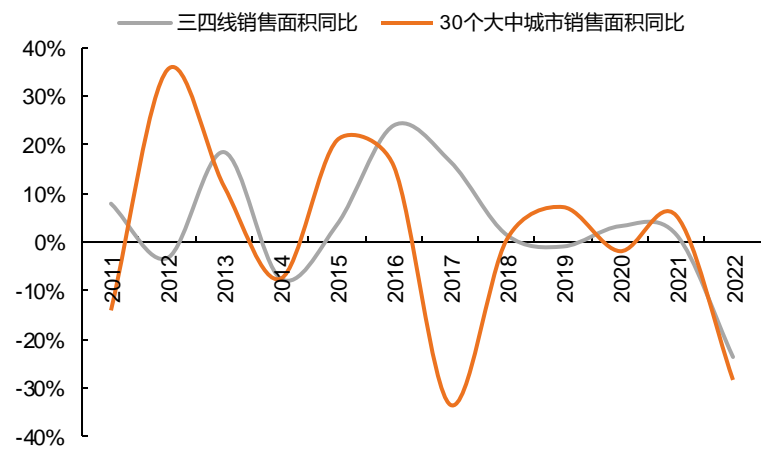
● 未来展望：下行空间或已不大，政策端空间犹存

● 投资建议与风险提示

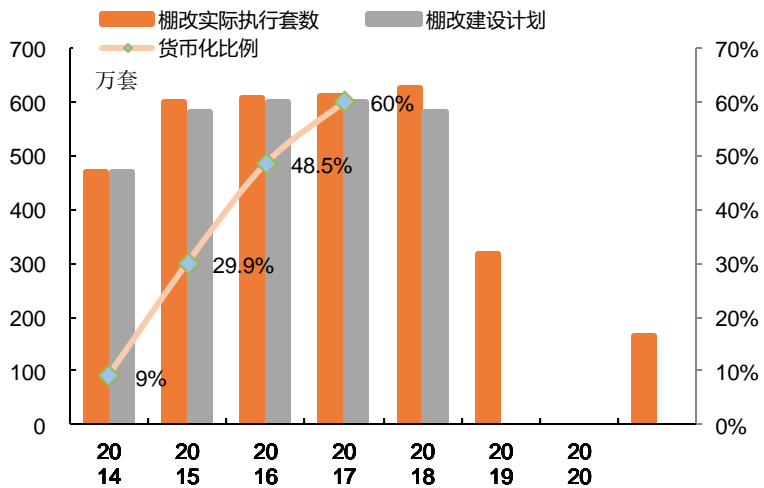
# 上轮存量房产消化手段：三四线棚改去库存，本质为居民加杠杆

► 2024年4月，政治局会议提出“要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，**统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施**”，政策重点转向去库存。回顾过往周期，2015年中央经济工作会议曾提出“三去一补”，其中三四线通过棚改货币化激发居民购房需求，带来三四线商品房库存去化、楼市量价齐升。

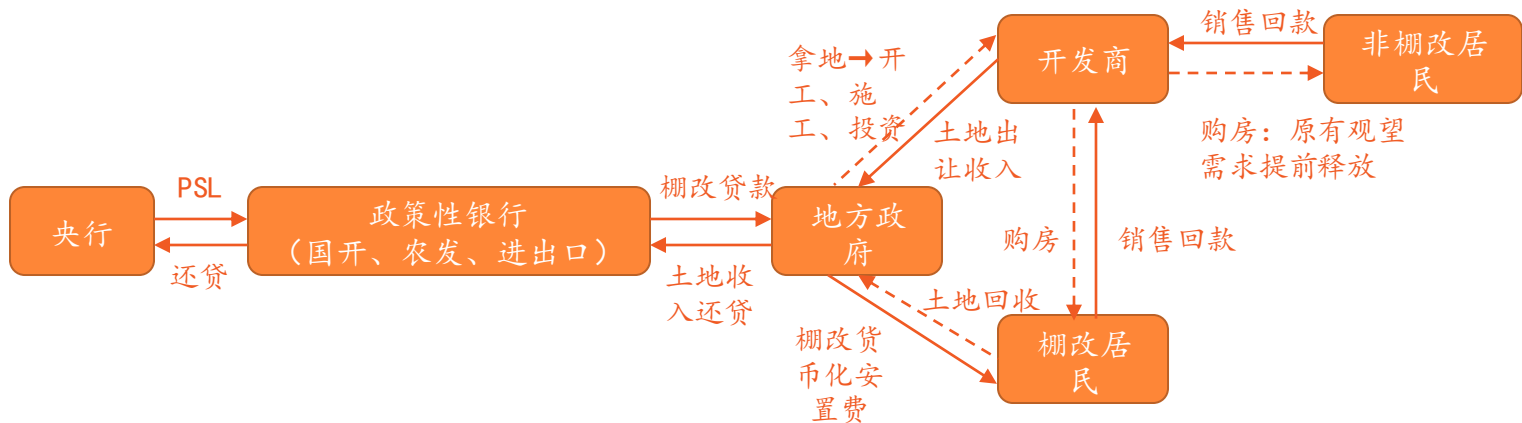
## 2016-2017年三四线销售明显优于30个大中城市



## 历年棚改规模及货币化比例



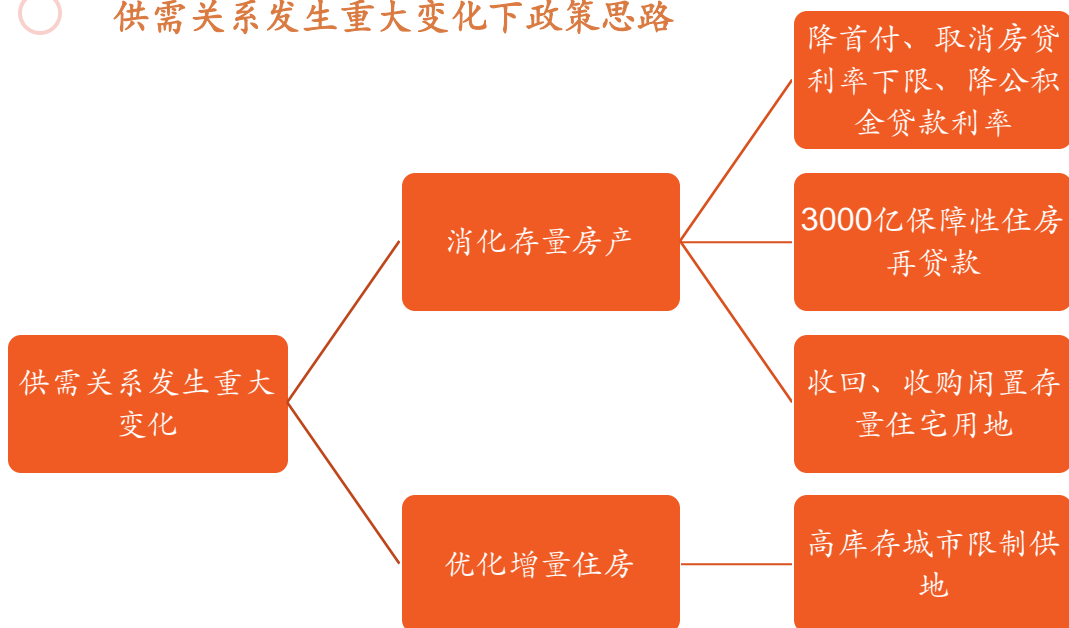
## 棚改货币化运行机制



## 当前消化存量方式：居民端刺激与政府发力并重

- 5月17日国务院副总理何立峰在全国切实做好保交房工作视频会议强调，深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。当天央行推出**房地产金融“政策包”**：
- 1) 新设保障性住房再贷款，设立3000亿元保障性住房再贷款，激励21家全国性银行按照市场化原则，向地方国有企业发放贷款，支持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；
  - 2) 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；
  - 3) 下调公积金贷款利率0.25个百分点；
  - 4) 降低商业性个人住房贷款最低首付比例，首套调整为不低于15%、二套调整为不低于25%。
- 同时，自然资源部部长表示，准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地政策措施，包括严格依法处置闲置土地、加大对存量土地盘活利用支持力度。

### ○ 供需关系发生重大变化下政策思路



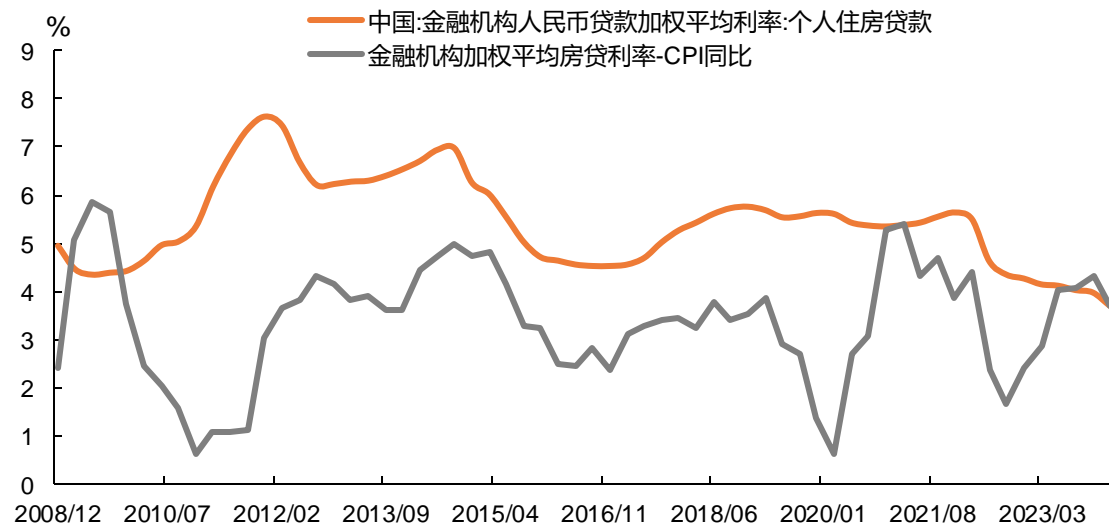
### ○ 处置闲置土地、盘活存量土地具体措施

类型	说明
支持企业优化开发	消除开发建设障碍，合理免除因自然灾害、疫情导致违约责任，允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求
促进市场流通转让	发挥土地二级市场作用，支持预告登记转让和“带押过户”，鼓励转让或者合作开发
支持地方以合理价格收回土地	支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设，具体支持包括：1) 加大资金支持，对于收回、收购土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持；2) 给予税费支持，对于收购已经建成商品房，以及收回、收购存量土地，用于保障性住房建设的，享受保障性住房税收优惠政策；3) 简化工作流程，在批准收回时一并同意划拨土地，实行“收回——供应”并行办理

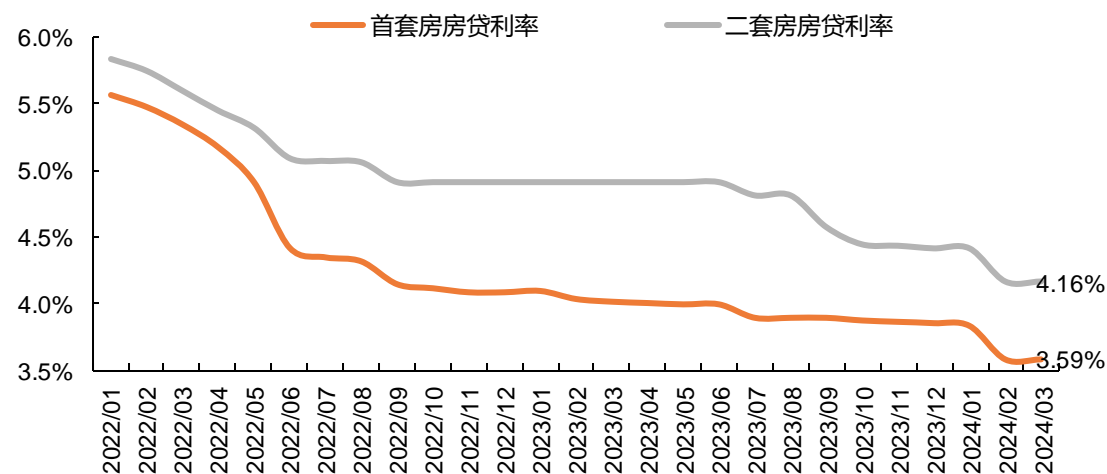
## 房贷利率下行空间仍存，二套房空间尤甚

- 据贝壳研究院统计，2024年3月百城首套主流房贷利率平均为3.59%、二套主流房贷利率平均为4.16%，均与上月持平，较2023年同期回落43BP、75BP。央行一季度货币政策执行报告显示，截至3月末全国343个城市（地级及以上）中，75个下调了首套房贷利率下限，64个取消了下限；3月新发放个人住房贷款利率为3.69%，同比下降0.45个百分点。考虑一季度CPI同比均值为0%，剔除CPI后的实际房贷利率为3.69%，仍处于2008年以来中间值水平（历史低点为2020年3月的0.63%与2010年12月的0.64%）。后续各地房贷利率有望跟随政策进一步下行，尤其是二套房贷利率调整，有望促进改善型购房需求释放。

### 2008年12月以来加权平均房贷实际利率最低0.63%



### 百城首套主流房贷利率、二套主流房贷利率



## 降利率、降首付，叠加房价下行，切实改善居民购房负担

- 以100万总价、首付20%、贷款期限30年为例，若以原首套房贷利率下限LPR-20BP（3.75%）进行贷款，等额本息月供3705元，当房贷利率降至3%-3.55%，对应月供下降2.4%-9.0%。若房贷利率不变，首付降至15%，同等利率水平下月供有所提升，但若房贷利率下降至3.35%，对应月供（3746元）已与此前差距不大。
- 若考虑近年房价调整，即使首付比例由20%降至15%，假设房价下降10%至90万，或下降20%至80万，同等利率水平下月供依次降低，若利率同时减少，则月供降幅更大。以房价下降10%至90万为例，假设房贷利率同时下行至3%-3.55%，对应月供较此前（3705元）下降6.7%-13%。

### 不同房价及利率水平下月供变化（以总价100万、首付20%、利率3.75%为基准）

房贷利率	3.95%	3.75%	3.55%	3.35%	3.15%	3.00%
100万总价，首付20%	2.5%	0.0%	-2.4%	-4.8%	-7.2%	-9.0%
100万总价，首付15%	8.9%	6.2%	3.7%	1.1%	-1.4%	-3.3%
90万总价，首付15%	-2.0%	-4.4%	-6.7%	-9.0%	-11.3%	-13.0%
80万总价，首付15%	-12.9%	-15.0%	-17.1%	-19.1%	-21.1%	-22.6%

## 二套房贷利率下行空间大，或带动二套房需求入市

- **二套房贷利率下降空间大，降低购房负担明显，或带动二套房需求入市。**此前已经有多个城市取消首套房房贷利率下限，而二套房房贷利率仍维持下限（LPR+20BP），3月百城二套主流房贷利率平均仍有4.16%。本次二套房房贷利率下限取消，打开二套房贷利率下行空间。根据克而瑞调研，合肥二套房贷利率已降至与首套房贷利率相当（3.45%），较此前二套房利率下限大幅下降70个BP。以100万总价、二套首付30%、30年等额本息计算，按此前二套房利率下限4.15%对应月供3403元；按照最新首付25%、利率降至3.45%，对应月供为3347元。相比此前，更低首付月供反而下降1.6%，若考虑房价调整则月供较此前房价高点下降更多。
- 即受房价与房贷利率下行影响，即使首付比例下降，相比此前房价高点，购房者月供可能不升反降，月供/可支配收入压力有望减轻，有望带动部分需求尤其是二套需求入市。值得注意的是由于二手房调整价格幅度大于新房，可能会导致更多需求转向二手房。

◎ 不同房价及利率水平下月供变化（以总价100万、首付30%，利率4.15%为基准）      ○ 深圳部分片区二手房价格变化（2020H2VS2023H1）

房贷利率	4.15%	3.95%	3.75%	3.55%	3.35%	3.15%	3.00%
100万总价，首付30%	0.0%	-2.4%	-4.7%	-7.1%	-9.3%	-11.6%	-13.3%
100万总价，首付25%	7.1%	4.6%	2.1%	-0.4%	-2.9%	-5.3%	-7.1%
85万总价，首付25%	-8.9%	-11.1%	-13.3%	-15.4%	-17.4%	-19.5%	-21.0%
70万总价，首付25%	-25.0%	-26.8%	-28.6%	-30.3%	-32.0%	-33.7%	-35.0%

片区	价格变化
华强南	-21.6%
布心	-19.7%
皇岗	-11.7%
西丽	-5.5%

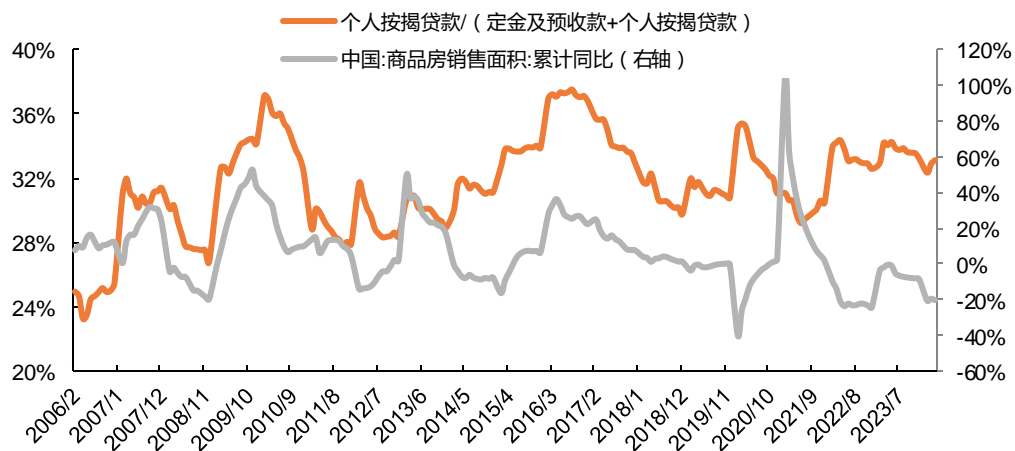
# 居民加杠杆顺周期特征明显，中期效果仍有待观察

➤ 复盘过往周期，行业贷款比重增加往往伴随商品房销售明显好转，居民加杠杆具备明显顺周期属性，当前房贷利率、首付比例进一步下调更偏预期引导。政策短期有望加速部分观望需求入市，但中期效果仍有待观察。从2023年一线城市实行“认房不认贷”情况来看，北京、深圳、广州新政后一周成交较新政前一周小幅改善；月成交由于叠加金九销售旺季，新政后一月一线城市销售金额较前一月平均增长18.9%；时间进一步拉长到三月，新政后三月一线城市销售金额较新政前三月多数下滑。

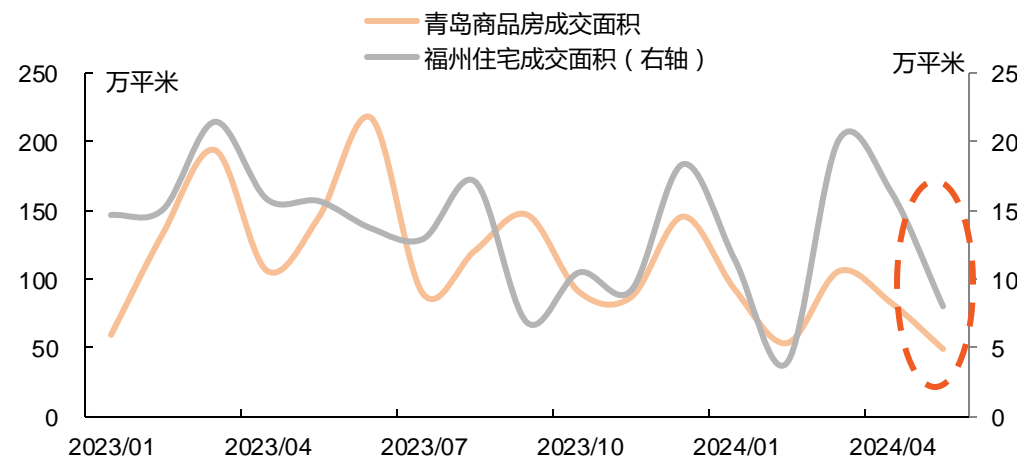
📍 一线城市2023年8月30日、9月1日先后“认房不认贷”后政策效果偏短期

	新政后一周销售金额较前一周变化	新政后一月销售金额较前一月变化	新政后三月销售金额较前三月变化
北京	4.4%	20.4%	-3.9%
上海	-61.4%	19.7%	-8.1%
深圳	0.2%	1.5%	-19.6%
广州	6.3%	34.0%	4.6%

📍 居民加杠杆具有明显顺周期性



📍 福州、青岛4月取消首套房贷利率下限效果不明显



## 保障房再贷款加快去库存、提供保障房供应，助力房企现金流缓解

- 保障房再贷款加快去库存、提供保障房供应同时，助力改善房企资金。一是加快存量商品房去库存，截至4月末，全国商品房待售面积7.5亿平，同比增长15.7%。二是加快保障性住房供给，更好满足工薪收入群体的住房需求。三是助力保交楼和“白名单”机制。房地产企业出售已建成商品房后，回笼资金可用于在建项目续建，改善房企的资金状况。

### ○ 保障性住房再贷款计划简介

类型	说明
再贷款介绍	规模3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款政策中管理，将在全国范围全面推广。
收购类型	严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房，对不同所有制房地产企业一视同仁。按照保障性住房是用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握所收购商品房的户型和面积标准。
收购主体	城市政府选定地方国有企业作为收购主体。该国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，同时应具备银行授信要求和授信空间，收购后迅速配售或租赁。
参与原则	城市政府根据当地保障性住房需求、商品房库存水平等因素，自主决定是否参与。符合保障条件的工薪群体自主选择是否参与配售或租赁。房地产企业与收购主体平等协商，自主决定是否出售。21家银行按照风险自担、商业可持续原则，自主决策是否向收购主体发放贷款。

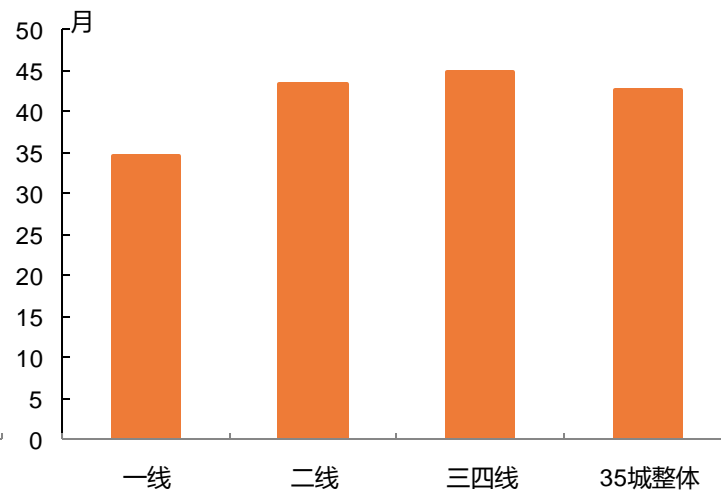
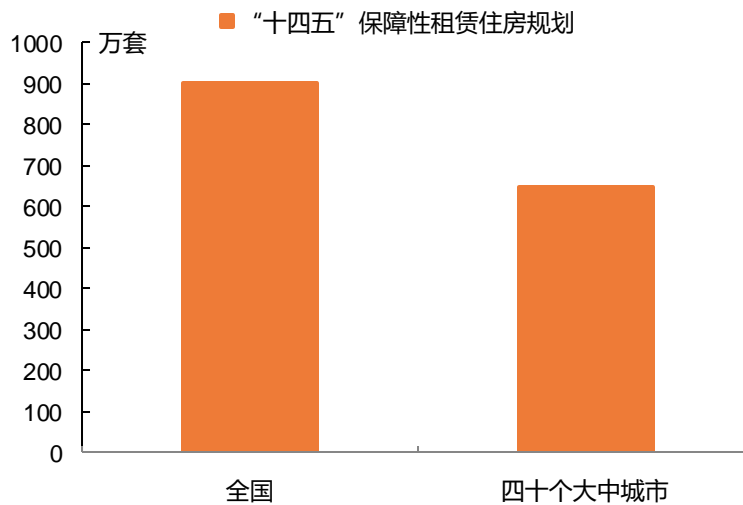
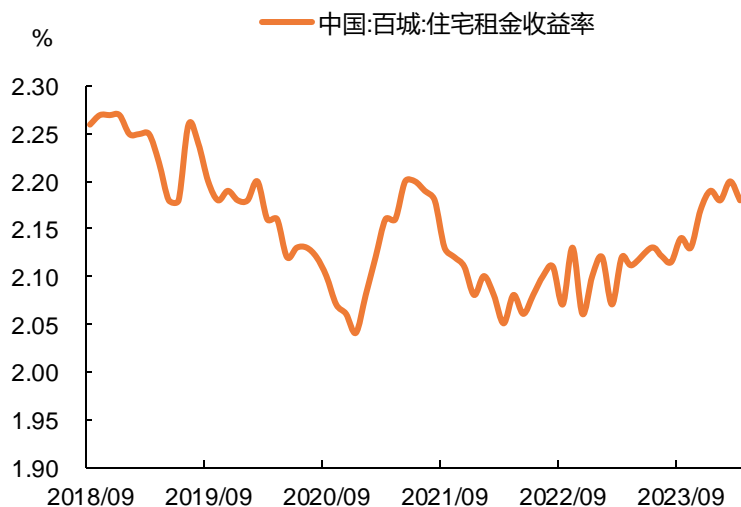
## 收购价格是关键，供需错配可能影响实施效果

- 当前百城住宅租金收益率在2.3%以内，若政府市价收购作为保租房可能无法覆盖资金成本；而配售保障性住房价格低于市场，且要求保本微利，也要求较低收购成本，因此后续收购价格是关注重点。根据央行青岛分行官网披露，2024年1月，国家开发银行等银行成功发放首批租赁住房贷款支持计划试点贷款18.5亿元，支持收购首批存量住房项目7个，涉及房屋总套数2319套，用于保障性租赁住房，对应单套总价约79.8万元，按照70-90平/套估计单价8867-11397元/平，仅为青岛2023年新房成交均价（13789元/平）的64%-83%，存在一定价格折扣。但考虑现房库存去化难度低于期房，开发商对于折价收购接受度有待观察。
- 同时无论配售或配租型保障房，试点开展均集中于高能级城市（保租房四十个大中城市占比高，配售型保障房在35个大中城市试点），但库存压力更多在三四线，现房收购供需错配可能影响实施效果。从此前推出的租赁住房贷款支持计划来看，根据央行披露数据，截至2024年3月末1000亿额度仅落地20亿。

○ 百城住宅租金收益率2.3%以内

◎ 四十个大中城市保租房规划占比高

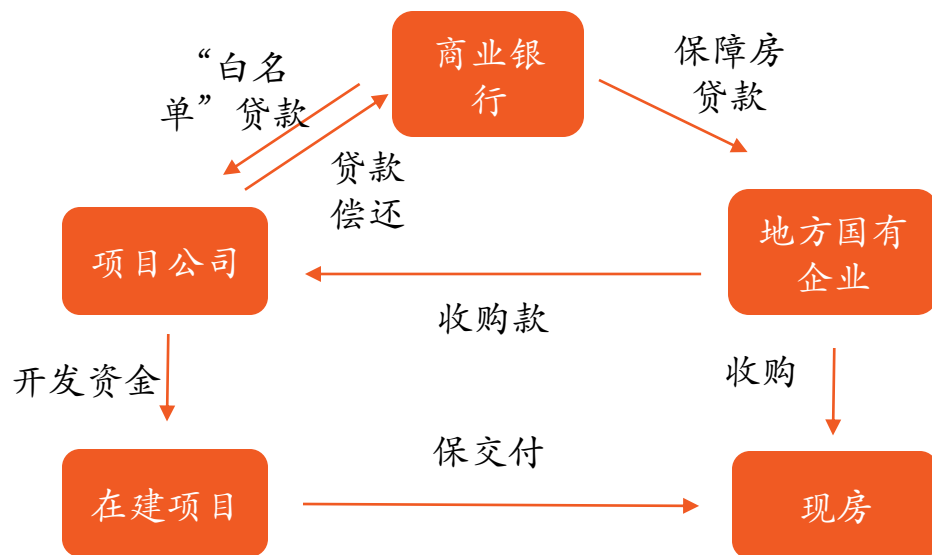
◎ 三四线取证未售库存去化周期更长（2024.4）



## 银行或更倾向支持前期“白名单”项目，或影响落地规模及速度

- 银行或倾向于支持“白名单”贷款项目，实现贷款置换及风险敞口控制。根据5月17日国务院吹风会，21家商业银行按照市场化的原则，自主决策、风险自担的原则发放贷款，同时会上也表示保障房再贷款将助力保交楼和“白名单”机制，截止到5月16日，商业银行已审批通过“白名单”项目贷款金额9350亿元。由于银行为自主决策、风险自担，我们认为其或更倾向于支持前期投放“白名单”贷款、目前已竣工的项目。一方面与前期“白名单”贷款实现资金闭环，完成前期贷款置换，控制风险敞口；另一方面贷款主体由原资金困难房企/项目公司变成信用等级更高的地方国有企业，降低信用风险。
- 考虑“白名单”项目竣工需要一定时间，意味着商业银行保障房贷款投放速度不会太快，同时银行出于置换前期“白名单”贷款角度或更倾向做高估价，而地方国企则更倾向折旧收购、且其短期或更倾向收购地方国资项目。因此后续商业银行与地方国企间的沟通与平衡，也将影响保障房再贷款最终落地规模及速度。

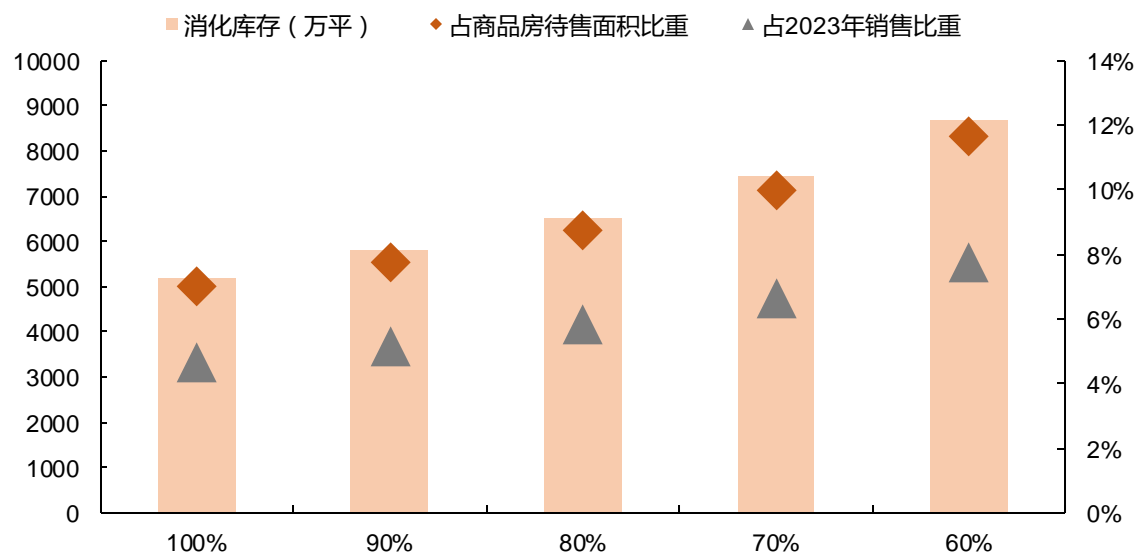
### ○ 商业银行通过保障房贷款置换前期“白名单”贷款



## 收购资金占2023年销售额的4.3%，有一定去库存作用

- 从金额来看，若5000亿全部收储，占到2023年全国商品房销售额的4.3%；从面积来看，以2024年前4月全国商品房销售均价9595元/平方米为基准，假设实际收购价格为销售均价的100%、90%、80%、70%、60%，5000亿元收购资金可收购已建成未出售商品房面积分别为5211万平方米、5790万平方米、6514万平方米、7444万平方米、8685万平方米，占2024年4月末商品房现房库存的7.0%、7.8%、8.7%、10.0%、11.6%，占2023年商品房销售面积4.7%、5.2%、5.8%、6.7%、7.8%。

### 不同折扣下5000亿收购资金可消化库存规模及占比



## 测算收购35城小户型需数千亿资金，5000亿或相对充足

- 根据吹风会，各城市政府根据当地保障性住房需求、商品房库存水平等因素决定是否参与收购，而保障房需求主要在核心城市。同时会上亦表示严格把握所收购商品房的户型和面积标准，根据2021年的《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，保租房不超过70平为主，而过往配售型共有产权房一般不超过90平。若仅考虑收购35个核心城市90平以下现房，根据以下假设，测算按照市价的60%-100%收购需要资金规模为4913-8188亿，结合政府初衷为“以需定购”而非消化市面所有小户型现房。若仅针对核心城市，5000亿收储资金或相对充足。
- 假设商品房待售面积中90平米以下占比与住宅投资占比一致，考虑3到4年开发周期及信用事件带来的竣工延期，按2019-2021年全国90平米以下住宅投资占比19.4%估算。
- 由于待售面积为竣工现房、而施工反映存量开发体量，假设35个大中城市待售面积占全国比重与竣工、施工占比一致，2013-2022年35个大中城市竣工及施工占比整体稳定，均值为37.5%和37.9%，取两者均值37.7%估计。
- 2022年35个大中城市商品房销售均价为15782元/平，考虑2023-2024年房价调整，按15000元/平假设当前均价。

### ○ 从现有存量出发，测算消化库存所需资金情况

	全国待售面积 (亿平)	35城待售面积 (亿平)	90平以下户型占比	35城90平以下待售面积 (亿平)	销售均价 (元/平)	对应货值 (亿元)	按60%-100%市价成交对应资金规模 (亿元)
待售面积	7.46	2.81	19.4%	0.55	15000	8188	4913-8188

## 全国去化周期回归十年均值，或需万亿级资金体量

- 从待售面积来看，过去半年去化周期均值为7.7个月，若去化周期下降至2013-2023年均值（4.4个月），对应去库存面积为3.1亿平，按前4月全国商品房均价的60%-100%收购，对应资金规模为1.8-3万亿元。
- 若进一步考虑已开工未售库存，按照新开工90%可售，1999年以来累计开工未售商品房为38.6亿平，过去半年去化周期均值为42.9个月，若去化周期降至2013-2023年均值（32.4个月），对应去库存面积为10亿平，按前4月全国商品房均价的60%-100%收购，对应资金规模为5.7-9.6万亿。

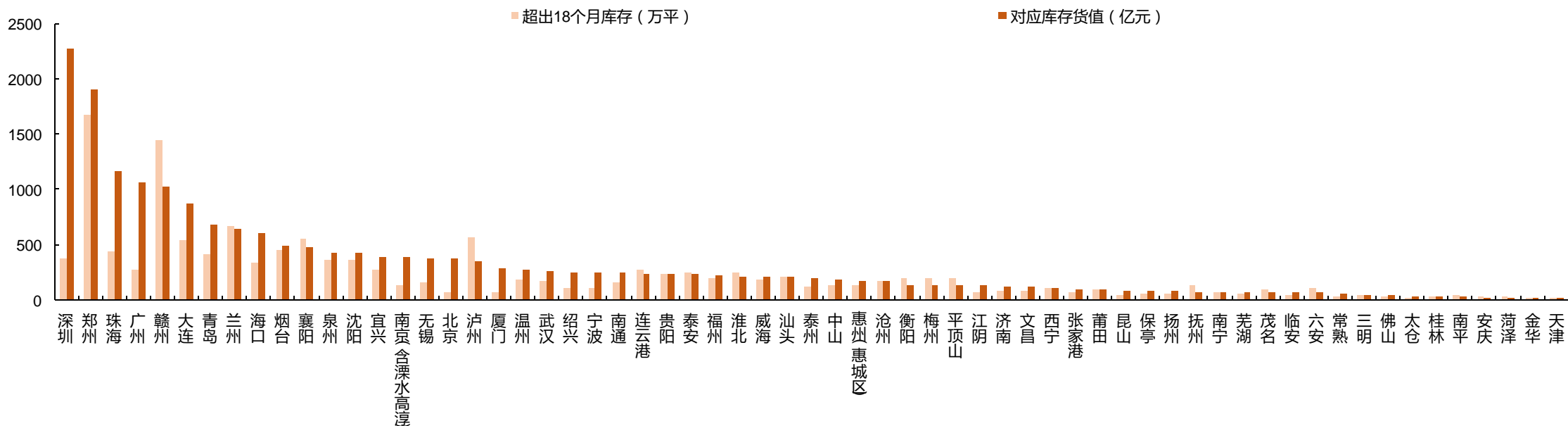
### ○ 从现有存量出发，测算消化库存所需资金情况

	过去半年平均去化周期（月）	2013-2023年平均去化周期（月）	若过去半年平均去化周期降至2013-2023年均值，对应需消化面积（亿平方米）	参考前4月商品房销售均价计算货值（万亿元）	按60%-100%市价成交对应资金规模（万亿元）
待售面积	7.7	4.4	3.1	3.0	1.8-3.0
已开工未售库存	42.9	32.4	10.0	9.6	5.7-9.6

## 城市库存去化维度及保障房需求视角下，资金规模同样需万亿级

- 从城市维度来看，根据中指数据库披露，不完全统计下当前共有63个城市住宅库存去化周期超过18个月，合计住宅可售面积3.77亿平。若63个城市住宅库存去化周期均降至18个月，对应去库存面积1.4亿平，按各城市2-4月销售均价计算，合计总货值达1.98万亿。若按各城市现价60%-100%收购，对应资金规模为1.2-1.98万亿。
- 从保障房需求出发，以保租房为例，根据住建部规划，“十四五”（2021-2025年）全国计划筹建保障性租赁住房近900万套（间），根据国家统计局数据，2021-2023年全国已开工建设和筹集572万套，完成计划的64%。剩余328万套，按70平/套、前4月全国商品房销售均价9595元/平米计算，若全部通过市场化收购筹集需要资金2.2万亿，按照6折左右收购大概1.32万亿。若进一步考虑配售型保障房，则对应资金规模或更大。

### 主要城市需去化库存及对应货值





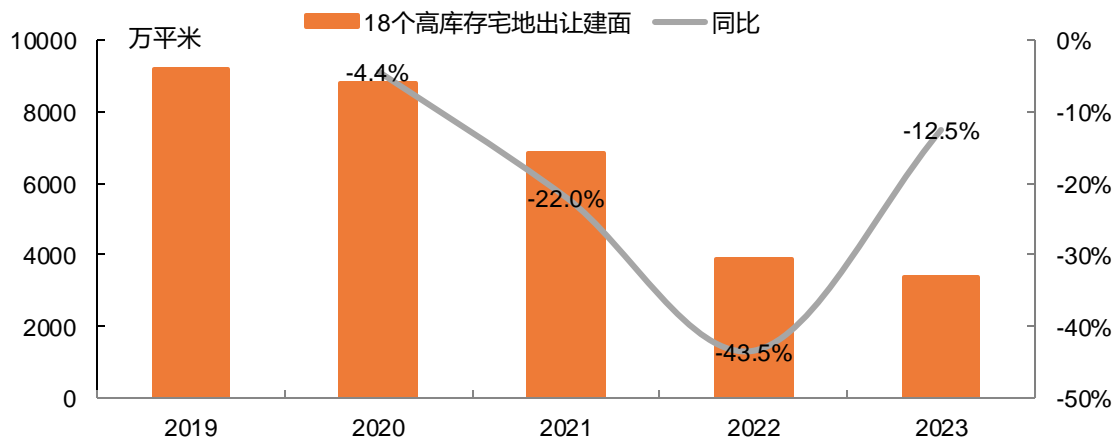
## 目录CONTENTS

- 背景：供求关系发生重大变化
- 消化存量房产：居民端刺激与政府发力并重
- 优化增量住房：短期供地限制与中期品质提升
- 未来展望：下行空间或已不大，政策端空间犹存
- 投资建议与风险提示

## 结构化调整供应，高库存城市限制土地出让

- **18个高库存城市2023年出让土地占2023年全国商品住宅销售面积的3.6%。**4月29日自然资源部印发《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，要求“商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让；商品住宅去化周期在18个月（不含）-36个月之间的城市，要按照‘盘活多少、供应多少’的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限”。根据中指数据库统计，截至2024年4月，20个城市住宅去化周期超过36个月，总可售建面1.25亿平。其中数据可得的18个高库存城市2023年宅地出让建面3386万平，占最新各城市可售库存27.5%，占2023年全国商品住宅成交的3.6%。
- **2022-2023年高库存城市土地出让已明显下降。**由于库存积压，城市投资吸引力下降，2022-2023年高库存土地出让规模已大幅下降，2022-2023年18城宅地出让建面同比分别下降43.5%、12.5%，但库存仍处于高位，意味着需求端恢复或才是去库存重点。

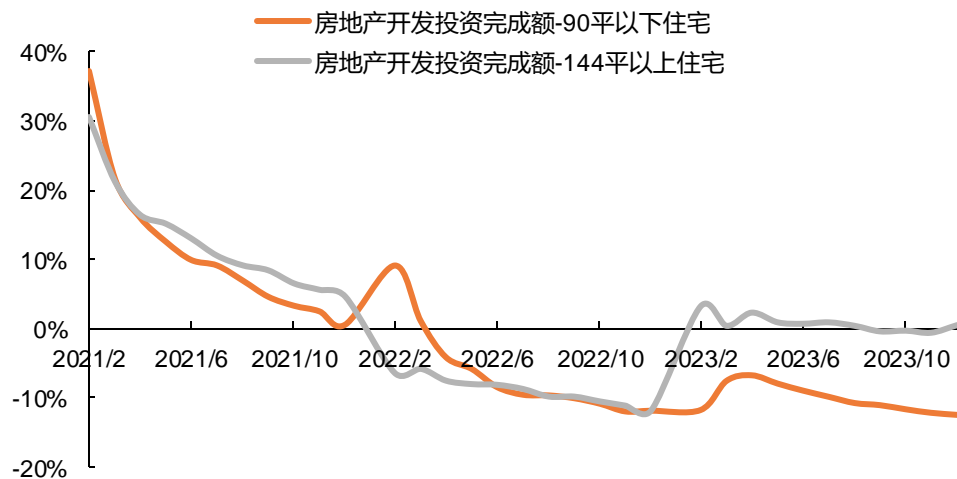
### ○ 2022-2023年高库存城市土地出让大幅下降



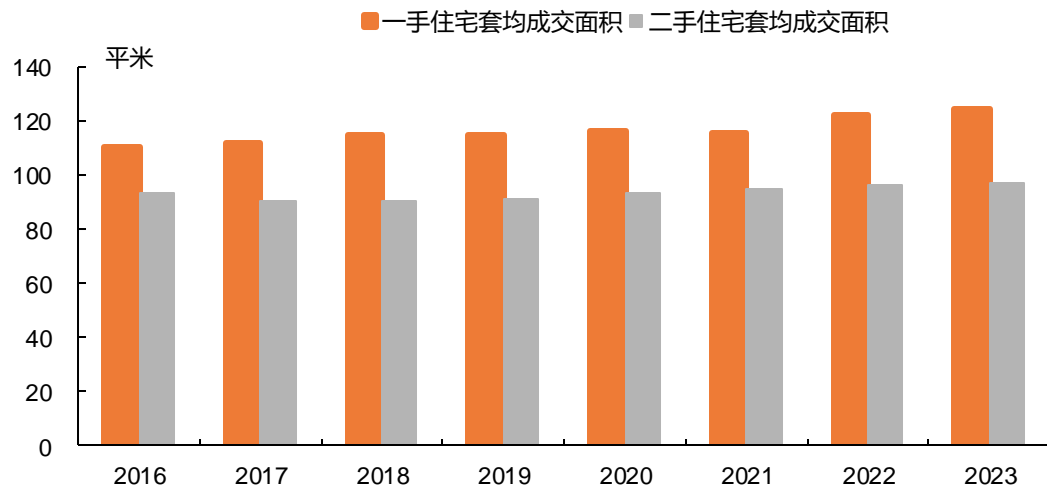
## 分层次供应体系满足多样化需求，高品质为市场化趋势

- 2024年3月两会部长通道答记者问中，住建部部长倪虹强调完善“市场+保障”的住房供应体系，政府保障基本住房需求、市场满足多层次多样化住房需求，下力气建设好房子。4月政治局会议再次明确，结合房地产市场供求关系新变化、人民群众对优质住房新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。2023年下半年以来，自然资源部发文建议各省市取消远郊区容积率1.0限制、多地取消“7090”户型政策等，均体现满足市场多样化的住房需求。
- 从市场供应结构来看，2023年以来大户型投资额明显好于小户型，全年144平以上住宅投资同比增长0.4%，远好于90平米以下的小户型（-12.4%）。叠加“14号文”以来，全国加大保障房建设和供应，未来市场满足多样化改善需求，二手房承接大量刚性需求，政府保障房提供基本住房需求的供应体系逐步确立。

### 144平以上住宅投资增速逐步超过90平以下住宅



### 重点5城新房成交套均面积持续上升





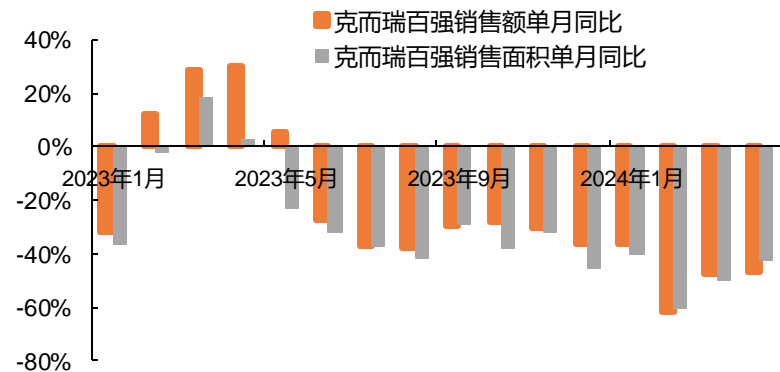
## 目录CONTENTS

- 背景：供求关系发生重大变化
- 消化存量房产：居民端刺激与政府发力并重
- 优化增量住房：短期供地限制与中期品质提升
- 未来展望：下行空间或已不大，政策端空间犹存
- 投资建议与风险提示

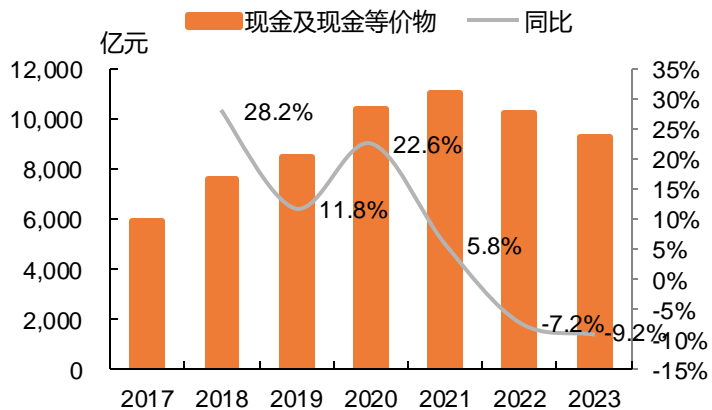
# 房企流动性压力犹在，仍需政策进一步支持

- 资金端未明显改善。**2023年末15家主流房企整体在手现金9267亿元，同比下降9.2%，“三条红线”中现金短债比较2022年末下降13.7个百分点至184.4%，明显弱化，筹资性净现金流持续恶化。从销售端来看，2024年前4月房企销售延续下滑，4月百强房企销售额、销售面积同比下降47%和42%。根据国家统计局数据，前4月房地产开发资金累计同比下滑24.9%，资金端仍未见明显好转。
- 到期债务压力仍大。**根据Wind统计，2024年下半年、2025年境内地产债到期与提前兑付规模仍有1111亿和2486亿，而“白名单”贷款严格用于保交付，无法用于偿还债务。

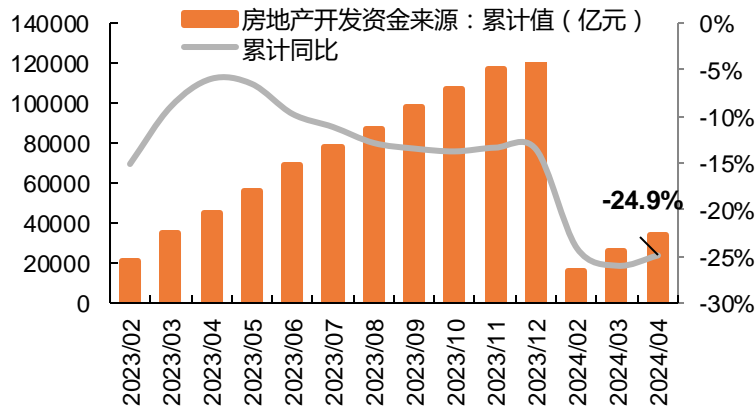
## 2024年前4月百强房企销售大幅下降



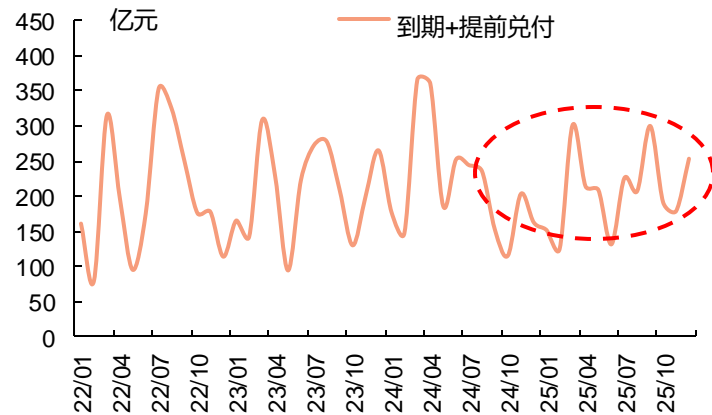
## 2023年15家主流房企在手现金下滑



## 2024年前4月房企到位资金下滑24.9%



## 2024-2025年境内地产债到期压力仍大

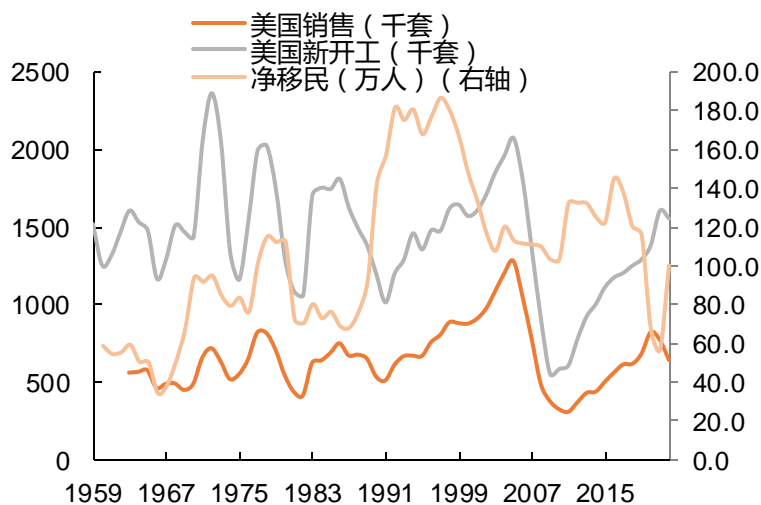


资料来源: Wind, 公司公告, 国家统计局, 平安证券研究所 注: 15家主流房企分别为保利发展、万科A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、金地集团、绿城中国、龙湖集团、建发国际集团、中国金茂、滨江集团、越秀地产、华发股份、新城控股、美的置业

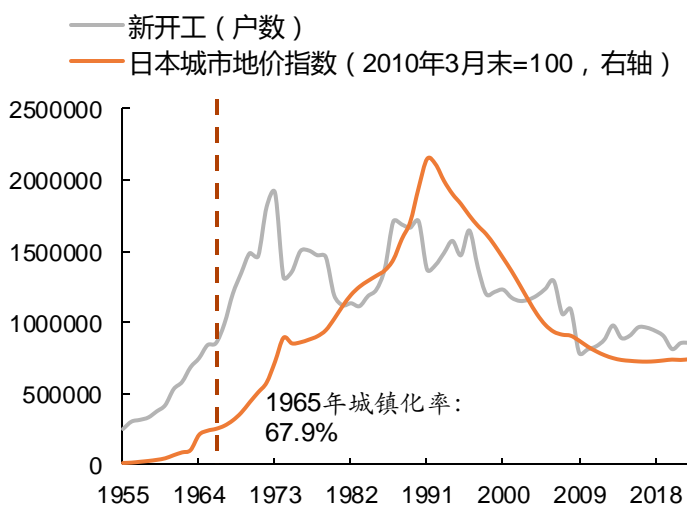
## 短期回撤接近美日韩，中期进一步大幅超跌概率较低

- **美国**：1960年城镇化为69.9%，2004年以前新房销售震荡向上，在上世纪90年代移民潮以前，销售低点（1982年）为高点（1977年）的50%、开工低点（1991年）为高点（1972年）的43%。
- **日本**：日本1965年城镇化为67.9%、1968年实现户均1.01套房、1970年经济增速开始降速增长，但受到战后婴儿潮置业等影响，新开工整体维持高位，即使有日本泡沫破灭的冲击，日本2020年新开工低点为1973年高点的43%。
- **韩国**：韩国1986年城镇化率66.7%，但获批住宅建面低点（1998年）为1990年的44%。
- **中国**：2023年我国城镇化率达66.2%，2023年新开工仅为2019年高点的42%、销售面积仅为2021年高点的62%，2024年前4月全国新开工、销售面积同比再度下降24.6%和20.2%，分别为历史同期高点的40%和58%。

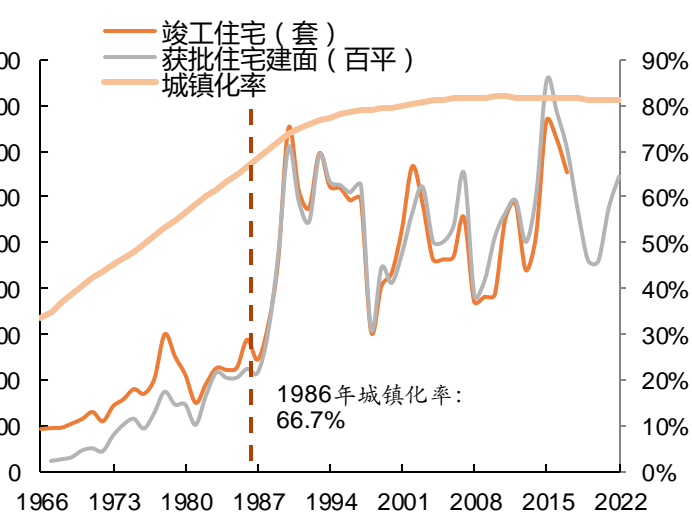
美国1960-2004年新房销售震荡向上



日本上世纪60-70年代新开工维持高位



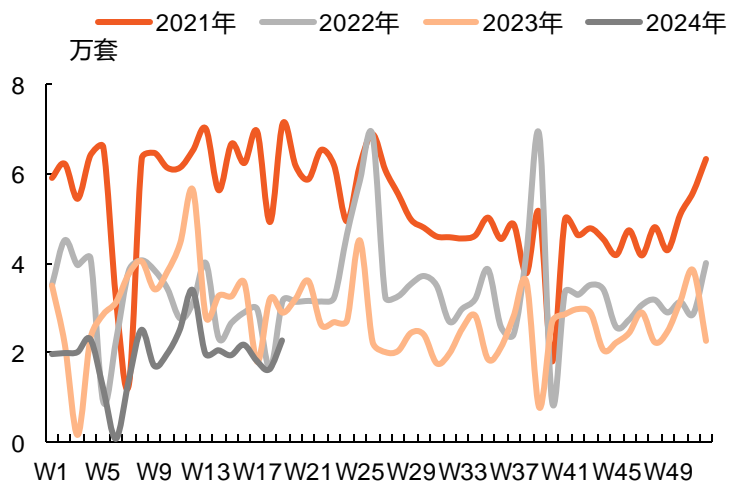
韩国竣工住宅的走势



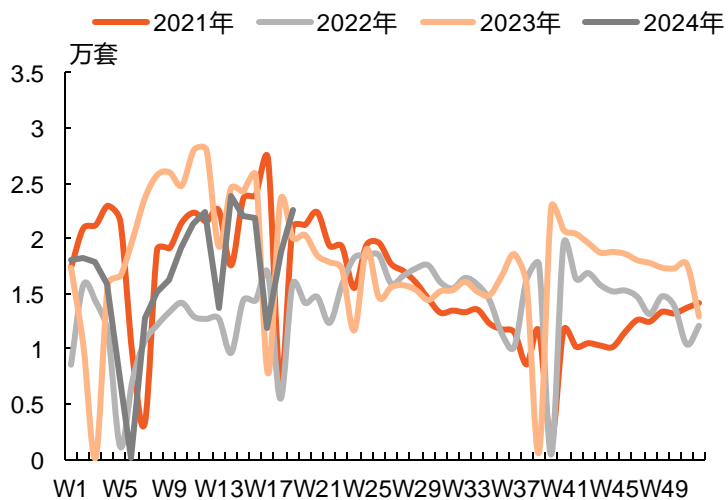
## 重点城市成交逐步筑底，存量房趋势仍将延续

- ▶ **重点城市一二手房总成交逐步企稳。**从重点12城一二手房合计成交来看，除2024年春节月外，2023年下半年以来月度成交套数整体保持稳定，并未进一步下滑。
- ▶ **二手成交持续好于一手，从增量时代到存量时代趋势明显。**从2024年情况来看，开年以来重点50城新房周均成交1.9万套，较2023年周均下降31%，较2023年下半年周均下降21%；重点20城二手房周均成交1.7万套，较2023年周均下降6%，较2023年下半年周均增长2%。若剔除春节影响，2024年3月以来重点50城新房周均成交2.1万套，较2023年下半年周均下降14%，处于逐步筑底过程中；重点20城二手房周均成交1.9万套，较2023年下半年周均增长18%，明显改善。

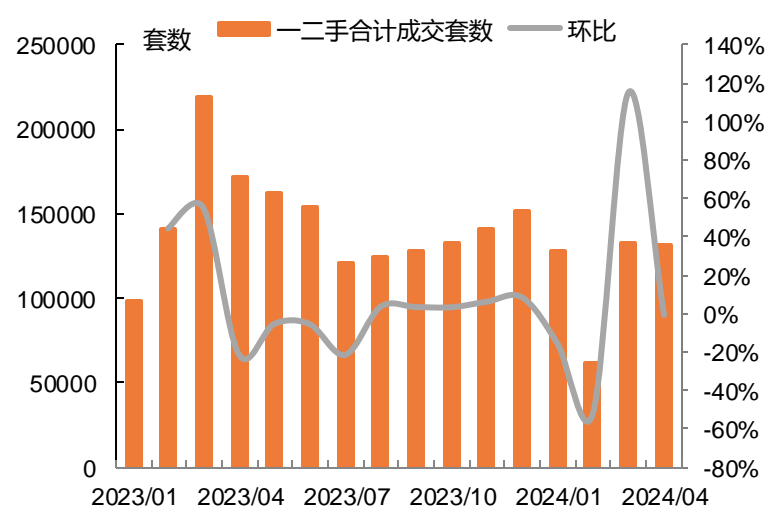
### 重点50城一手周成交走势对比



### 重点20城二手周成交走势对比



### 重点12城一二手合计成交相对稳定

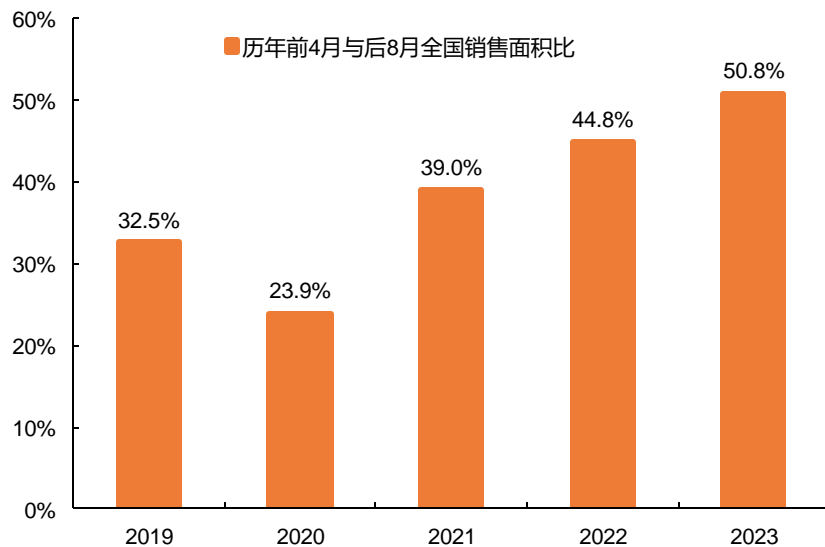


资料来源：Wind，平安证券研究所 注：2024年重点50城一手周成交、重点20城二手周成交数据截至5月17日，重点12城指北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞、扬州、南宁

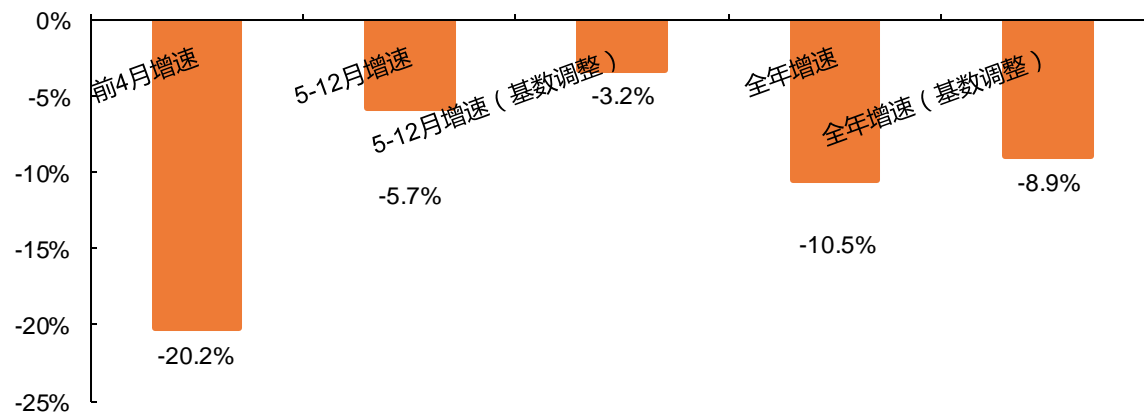
## 下半年销售降幅有望大幅收窄，投资端恢复仍需等待

- ▶ 从全国历年销售月度分布来看，2020年以来受到疫情扰动及楼市下行影响，前4月/后8月比值呈现波动，2023年受疫情积压需求集中影响，前4月占比大幅提升。若参考2021-2022年均值41.9%，测算2024年5-12月销售面积为6.98亿平，同比2023年下降5.7%，较前4月降幅（-20.2%）大幅收窄，对应全年增速-10.5%。考虑统计局修正2023年前4月基数，若5-12月基数同比例调整，则对应降幅收窄至-3.2%，对应全年增速-8.9%。
- ▶ 若考虑5000亿收储全部年内完成，根据前文测算，市场价收购可拉动去化5211万平方米，则5-12月销售面积较基数调整前、后增速同比增长1.29%和4%，对应2024年全年销售面积增速为-5.8%和-4.2%。

○ 2019-2023年前4月与后8月销售面积比



◎ 低基数下，测算2024年5-12月销售增速有望大幅改善（根据2021-2022年占比估算）



## 政策仍存发力空间，关注一线政策优化及财税支持

- 随着“5.17”相关政策的出台，从未来政策空间展望来看，需求端包括各地落实降首付、降利率要求，一线城市进一步放宽限购，以旧换新逐步推广等；供给端可能涉及保障房再贷款额度提升、进一步发挥城市房地产融资协调机制作用等。同时在财税（增值税、契税）支持方面仍有进一步支持空间。

### ○ 一线城市限购限贷规定相对仍严

	限购政策			限贷政策			
	限购区域	本市户籍	非本市户籍	首套首付	首套利率	二套首付	二套利率
北京	全市	五环内：家庭2套/单身1套	五环内：1套（5年社保/个税）	30%	城六区：LPR+10BP 其他：LPR	城六区：50%	城六区：LPR+60BP
		五环外：家庭3套/单身2套	五环外：2套（5年社保/个税）			其他：40%	其他：LPR+55BP
上海	全市	家庭2套/单身1套	其他：家庭1套（5年社保/个税）	30%	LPR-10BP	其他：50%	其他：LPR+30BP
			外环外（崇明区除外）：1套（5年社保/个税）			自贸区临港新片区+6郊区：40%	自贸区临港新片区+6郊区：LPR+20BP
深圳	全市	其他：家庭2套/单身1套	其他：1套（3年社保/个税）	30%	LPR-10BP	40%	LPR+30BP
		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：2孩及以上家庭3套/普通家庭2套/单身1套	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：1套（1年社保/个税）				
广州	越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南沙（120平米及以内）	家庭2套/单身1套	1套（2年社保/个税）	30%	LPR-10BP	40%	LPR+30BP



## 目录CONTENTS

- 背景：供求关系发生重大变化
- 消化存量房产：居民端刺激与政府发力并重
- 优化增量住房：短期供地限制与中期品质提升
- 未来展望：下行空间或已不大，政策端空间犹存
- 投资建议与风险提示

## 投资建议与风险提示

- **投资建议：**随着“5.17”系列政策的落地，短期将步入基本面观察期，目前市场对政策效果仍有分歧，加上部分个股短期涨幅过快，不排除板块短期震荡，5、6月销售数据为重要观察指标；中期来看，我们认为“5.17”政策力度已超2008年和2014-2015年，无论是央行降首付还是政府收储，均体现中央强力去库存、消化存量房产的决心，若后续楼市企稳不及预期，仍有望更大力度政策支持。个股投资方面，考虑政策落地叠加短期板块涨幅过快，建议精选个股，短期建议优选受益政府收购土地、有望盘活存量资产缓解资金压力的房企如万科A、金地集团、新城控股，关注估值相对便宜的越秀地产、绿城中国、中国海外发展、保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份等，同时关注物管（保利物业、招商积余等）、代建（绿城管理控股）、经纪（贝壳）等细分领域龙头。
- **风险提示：**1) 政策持续性不及预期风险；2) 楼市修复不及预期风险；3) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；4) 房地产行业短期波动超出预期风险：若地市延续分化，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。