

2023 年 11 月 24 日

# 困境未决，升维破局

## ——2024 年房地产行业投资策略

### 看好

#### 相关研究

\*城改资金逐步清晰，拆除比或突破，效率有望提升-广州市城中村改造条例征求意见稿稿点评" 2023 年 11 月 22 日

\*央企房地产行业 ESG 评价结果分析 社会与治理均好，环境披露需完善- A 股央企 ESG 报告系列报告之八" 2023 年 11 月 22 日

#### 证券分析师

袁豪 A0230520120001  
yuanhao@swsresearch.com  
曹曼 A0230520120003  
caoman@swsresearch.com  
邓力 A0230523050001  
dengli@swsresearch.com  
陈鹏 A0230521110002  
chenpeng@swsresearch.com

#### 联系人

曹曼  
(8621)23297818x  
caoman@swsresearch.com

#### 本期投资提示：

- **中期有支撑、短期有压力，总量仍待修复。**虽然从中期来看，我们对房地产市场并不悲观但从短期来看，供需两端综合将导致行业短期仍有压力：1) 需求端，在宏观经济走弱背景下，失业率上行、收入增速放缓、居民杠杆率高位，综合推动居民短期购买力和购买意愿双双走弱，这将导致房地产市场持续下行，并在持续政策放松之后仍不见好转；2) 供给端，市场量价的持续走弱、房企融资的不断收缩、以及出险企业数量的不断创新高，导致了供给端的大幅收缩，房企拿地连续 3 年大幅下降导致新增供给也同时大降，行业持续去库存之下存量供给也处于低位，但其中无效库存和老库存占比却在提升，这将限制后续销售修复。总体而言，综合考虑供需两端走弱对销售的拖累、城中村改造对销售的拉动、城中村改造和保障房建设对开工投资的拉动、保交付对竣工的拉动等因素，我们预测：2023 年销面-4.2%、销金-2.3%、投资-9.6%、开工-20.4%、竣工+16.0%；2024 年销面+2.6%、销金+5.7%、投资-11.1%、开工-9.2%、竣工-8.1%。
- **疏通政策梗阻，短期修复供需，长期优化制度。**本轮周期政策放松的房价信号在 2021 年底、2022 年底以及 2023 年 7 月已经连续三次触发，房地产行业早已进入政策放松阶段，并放松已经持续了约 2 年时间，政策友好期已经长于过往周期，但三轮房地产救市政策出台之后，目前房地产市场却依然处于走弱趋势当中。我们认为这源于本轮政策限制强于以往，即使到目前仍有较多政策梗阻，后续需要更大力度的政策突破或制度改革。展望后续政策，我们认为后续行业政策出台需要长短期统筹兼顾、供需两端共同发力。短期需要有效政策应对：1) 需求政策支持从刚需扩至改善，并稳住房价预期；2) 供给政策重在保项目更保主体，并给予长期稳定预期；而长期需要长效机制优化：1) 需求端：需求主体分类监管，保护工薪收入群体需求，满足改善性群体需求；2) 供给端：建立多层次供给体系，优化金融资源监管，鼓励行业新发展模式。在具体政策方面，我们认为城中村改造将是短期发力要点，住房双轨制将是长期破局关键。
- **预计城中村改造将是中短期需求发力要点。**今年 7 月以来，国常会、政治局会议、央行、国开行、自然资源部等多中央部门及会议密集表态支持城中村改造，战略高度凸显。本轮城改将聚焦一二线城市，并预计后续入选城市有望扩围至 21-35 个城市，我们估算本轮城改每年投资额 1.5-2.1 万亿，每年拉动销售面积 0.9-1.3 亿平，对应每年拉动销售面积占比全国约 6%-10%，对应占比 35 城（一二线城市）约 19%-29%，城改投资规模可观。相较于棚改，城改对全国影响弱于棚改，但预计对一二线影响更大、更持续。此外，从资金组成来看，中央政策性银行专项资金能量较高、预计仍将是重要组成部分，地方专项债或将成为重要部分之一。从安置方式来看，预计本轮城改将以货币化安置为主，初期房票补偿将更占主导，并预计后续不同城市、不同时间根据市场环境都会动态调整。
- **预计住房双轨制是行业中长期制度破局关键。**借鉴新加坡模式，新加坡构建了“80%组屋+20%私人住宅”的住房双轨制体系，其中组屋中 90%为产权类。组屋申请条件相当严格，同时组屋交易市场分层，实现了房价可控上行。组屋可以流转，但政府严控转售。新加坡模式的代价就是政府每年需要补贴财政收入的 5%-6%给予组屋建设，政府财政负担压力较大。展望我国模式，鉴于今年中央战略高度定位保障性住房、同时又要求商品房回归商品属性，预计我国住房单轨制也将逐步转向住房双轨制，并通过“保障房+商品房”住房体系满足不同需求，推动房地产市场平稳健康发展。但也需要注意，我国和新加坡国情差异较大，尤其新加坡模式财政负担较重，预计我国保障房建设将循序渐进。
- **投资分析意见：困境未决，升维破局，维持“看好”评级。**近期政治局会议对房地产定调发生重大变化，随后一二线城市放松政策加速落地，不过由于目前居民购买力和购买意愿双弱，近期的放松政策效果并不佳。在此背景下，我们认为后续城中村改造+住房双轨制将是房地产行业破局关键，其中城中村改造是中短期政策发力关键点、并有望加速推进，而住房双轨制是中长期政策顶层设计，从而兼顾短期稳经济和长期健康发展。我们维持房地产板块“看好”评级，1) 推荐优质房企：A 股：华发股份、招商蛇口、滨江集团、保利发展、建发股份、新城控股、万科 A；H 股：越秀地产、华润置地、建发国际、中海发展、龙湖集团；2) 建议关注城中村改造受益企业：北京：城建发展；上海：中华企业；广州：越秀地产；深圳：天健集团。此外，维持物业管理板块“看好”评级，推荐：保利物业、中海物业、万物云、华润万象，建议关注：招商积余。
- **风险提示：政策再收紧，资金再恶化，出险房企范围扩大。**



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资分析意见

近期政治局会议对房地产定调发生重大变化，随后一二线城市放松政策加速落地，不过由于目前居民购买力和购买意愿双弱，近期的放松政策效果并不佳。在此背景下，我们认为后续城中村改造+住房双轨制将是房地产行业破局关键，其中城中村改造是中短期政策发力关键点、并有望加速推进，而住房双轨制是中长期政策顶层设计，从而兼顾短期稳经济和长期健康发展。我们维持房地产板块“看好”评级，1) 推荐优质房企：A股：华发股份、招商蛇口、滨江集团、保利发展、建发股份、新城控股、万科A；H股：越秀地产、华润置地、建发国际、中海发展、龙湖集团；2) 建议关注城中村改造受益企业：北京：城建发展；上海：中华企业；广州：越秀地产；深圳：天健集团。此外，维持物业管理板块“看好”评级，推荐：保利物业、中海物业、万物云、华润万象，建议关注：招商积余。

### 原因及逻辑

1) 中期有支撑、短期有压力，总量仍待修复。虽然从中期来看，我们对房地产市场并不悲观，但从短期来看，供需两端综合将导致行业短期仍有压力。总体而言，综合考虑供需两端走弱对销售的拖累、城中村改造对销售的拉动、城中村改造和保障房建设对开工投资的拉动、保交付对竣工的拉动等因素，我们预测：2023年销面-4.2%、销金-2.3%、投资-9.6%、开工-20.4%、竣工+16.0%；2024年销面+2.6%、销金+5.7%、投资-11.1%、开工-9.2%、竣工-8.1%。

2) 疏通政策梗阻，短期修复供需，长期优化制度。展望后续政策，我们认为后续行业政策出台需要长短期统筹兼顾、供需两端共同发力。短期需要有效政策应对：1) 需求政策支持从刚需扩至改善，并稳住房价预期；2) 供给政策重在保项目更保主体，并给予长期稳定预期；而长期需要长效制度优化：1) 需求端：需求主体分类监管，保护工薪收入群体需求，满足改善性群体需求；2) 供给端：建立多层次供给体系，优化金融资源监管，鼓励行业新发展模式。在具体政策方面，我们认为城中村改造将是短期发力要点，住房双轨制将是长期破局关键。

### 有别于大众的认识

市场认为房地产放松政策已基本落地，销量后续难有起色。而我们认为，这源于本轮政策限制强于以往，即使到目前仍有较多政策梗阻，后续需要更大力度的政策突破或制度改革。展望后续政策，我们认为后续行业政策出台需要长短期统筹兼顾、供需两端共同发力。在具体政策方面，我们认为城中村改造将是短期发力要点，住房双轨制将是长期破局关键。

## 目录

<b>1.基本面分析：中期有支撑、短期有压力，总量仍待修复.....9</b>	<b>9</b>
1.1 需求端：中期有支撑、短期有压力，修复购买力是关键.....9	9
1.1.1 中期判断：本轮周期呈 L 型走势、目前仍较弱，但中期并不悲观 ..9	9
1.1.2 销售：估算过去两年销售降幅达 34%，需求端表现仍然低迷.....9	9
1.1.3 房价：房价持续下行，源于购买力下降、楼市预期悲观.....11	11
1.1.4 短期制约：购买力和购买意愿是短期关键，后续均有待政策修复 13	13
1.1.5 需求判断：虽中枢需求已有支撑，但供需两端修复政策仍有必要 14	14
1.2 供给：出险增加+投资下降，供给端已处过度出清状态..... 17	17
1.2.1 新增供给：投销比降至历史最低，新增供给将拖累销售..... 17	17
1.2.2 存量供给：库存低位+结构走差，存量供给也将约束销售修复 ..... 22	22
1.2.3 供给判断：修复缓慢、路径曲折，预计 24 年总供给同比-16% .... 25	25
1.3 总量测算：虽中枢需求已有支撑，但供需两端修复政策仍有必要... 27	27
1.3.1 销售：预计 23 年销量同比-4.2%，24 年销量同比+2.6% ..... 27	27
1.3.2 新开工：预计 23 年开工同比-20%，24 年开工同比-9% ..... 28	28
1.3.3 竣工：预计 23 年竣工同比+16%，24 年竣工同比-8% ..... 29	29
1.3.4 投资：预计 23 年投资同比-10%，24 年投资同比-11% ..... 29	29
1.4 结构分析：城市间、需求间和房企间，弱复苏下结构分化..... 31	31
1.4.1 结构分析 1：一二手房分化，二手房相对于新房具有更强弹性 .... 31	31
1.4.2 结构分化 2：城市分化，一二线相对于三四线具有更强弹性 ..... 31	31
1.4.3 结构分化 3：房企分化，当前央企销售份额提升明显 ..... 32	32
1.5 基本面小结：中期有支撑、短期有压力，总量仍待修复..... 32	32
<b>2.政策面分析：疏通政策梗阻，短期修复供需，长期优化制度33</b>	<b>33</b>
2.1 政策复盘：本轮政策放松信号已连续触发，目前政策已放松 2 年... 33	33
2.2 政策回顾：23H1 政策放松曲折，7 月起放松政策频出 ..... 34	34
2.3 周期对比：基本面更弱于以往周期，但政策限制强于以往..... 36	36
2.4 政策梗阻：货币周期与地产周期同步，但本轮目前仍未见效..... 37	37
2.4.1 政策梗阻 1：货币和销售互为因果，调控政策导致传导阻碍 ..... 37	37
2.4.2 政策梗阻 2：利率为销售领先指标，LPR 加入导致传导钝化..... 38	38
2.5 近期政策分析：7 月政治局会议对房地产态度转向宽松..... 39	39
2.6 政策展望：城中村改造短期发力要点，住房双轨制长期破局关键... 40	40
2.7 政策面小结：疏通政策梗阻，短期修复供需，长期优化制度 ..... 41	41
<b>3.城中村改造：预计城中村改造将是中短期需求发力要点... 42</b>	<b>42</b>

3.1 棚改回顾：利刃出鞘，强催化与隐阵痛共存.....	42
3.1.1 棚改政策：2015 年 6 月国务院推动棚改货币化安置.....	42
3.1.2 棚改资金：棚改资金来源多元化，政策性资金贡献逾七成.....	43
3.1.3 棚改意义：双刃剑，强催化与隐阵痛并存.....	45
3.2 城改展望：战略高度凸显，有望厚积薄发.....	50
3.2.1 城改政策：23 年 7 月后城改政策加速，并高度战略定位.....	50
3.2.2 城市范围：预计城市扩围至 35 城，主要聚焦一二线城市.....	51
3.2.3 改造范围：预计城中村范畴更大，并更新节奏将更快.....	52
3.2.4 资金来源：关注专项借款和专项债的相应配套政策.....	54
3.2.5 安置方式：预计货币化安置为主，其中房票占比会提升.....	55
3.2.6 规模测算：21 城合计 9.3 亿平，35 城合计 11.9 亿平.....	56
3.2.7 影响分析：对全国拉动弱于棚改，但对一二线影响更大.....	61
3.3 城改小结：预计城中村改造将是中短期需求发力要点.....	64

#### **4.住房双轨制：预计住房双轨制是行业中长期制度破局关键65**

4.1 住房体系改革：预计住房单轨制逐步向住房双轨制转型.....	65
4.2 住房供应：保障房占住房供给不到 14%，目前市场以商品房为主..	66
4.3 保障房发展：租售并举，并预计配售型保障房占比提升.....	68
4.4 新加坡模式：居者有其屋，财政承担亏损.....	69
4.4.1 背景：人口快速增长+居住环境恶劣，出台“居者有其屋”.....	69
4.4.2 运营与交易：组屋申请条件严格，政府提供相应补贴.....	71
4.4.3 成效：商品房组屋价差 2-4 倍，两者涨幅相当，财政承担亏损....	73
4.4.4 中新差异：国土面积、人口、财政等导致住房体系不能完全一致	74
4.5 双轨制小结：预计住房双轨制是行业中长期制度破局关键.....	75

#### **5.投资分析意见：困境未决，升维破局，维持“看好”评级76**

#### **6.风险提示：政策再收紧，资金再恶化，出险房企再增加... 78**

## 图表目录

图 1：过去房地产小周期的基本面走势复盘以及未来的展望 .....	9
图 2：50 家房企销售面积与全国销售的对比 .....	10
图 3：50 家房企销售金额与全国销售的对比 .....	10
图 4：统计局全国商品房销售面积及同比（月度） .....	11
图 5：统计局全国商品房销售面积及同比（年度） .....	11
图 6：70 城一手住宅价格同比、环比走势 .....	11
图 7：70 城二手住宅价格同比、环比走势 .....	11
图 8：70 城一手及二手住宅价格同比下跌城市数 .....	12
图 9：中原二手房领先指数北上广深情况 .....	13
图 10：中原二手房报价指数北上广深情况 .....	13
图 11：调查失业率情况 .....	13
图 12：城镇居民人均可支配收入同比 .....	13
图 13：我国居民部门杠杆率 .....	14
图 14：未来三个月居民选择购房的比例 .....	14
图 15：我国国民总储蓄率 .....	14
图 16：城镇化率、人均住房面积、房屋更新率为中期需求三大支撑 .....	15
图 17：预计未来改善需求将是住宅需求主要贡献组成 .....	16
图 18：预计我国 22-30 年商品房需求中枢 13.4 亿平 .....	17
图 19：2021 年起房企加速违约/展期 .....	17
图 20：部分房企拿地较少带来销售产能收缩情况 .....	18
图 21：当前行业产能降幅已超过行业需求中枢的降幅 .....	19
图 22：300 城住宅类土地成交同比连续 3 年大幅下降 .....	20
图 23：投销比：300 城拿地面积/销售面积比持续下降（考虑剔除城投拿地） .....	21
图 24：TOP100 房企拿地金额占比 .....	21
图 25：TOP10 城市宅地成交金额及占比 300 城 .....	21
图 26：中期库存仍处于低位 .....	22
图 27：8 家出险房企累计开工未售面积及占行业库存比例 .....	23
图 28：当前市场剔除无效库存后真实有效库存水平 .....	23

图 29：各城市库存按供应时间划分占比 .....	24
图 30：各城市不同供应时间库存 2022 年去化情况 .....	24
图 31：商品住宅待售面积及累计同比 .....	24
图 32：住宅待售面积（现房）占比已开工未售库存 .....	24
图 33：行业修复路径有所拉长 .....	25
图 34：新增供给和存量供给走弱将约束销售修复、但将对中期房价形成一定支撑	26
图 35：等效住宅总供给连续 3 年大幅下降 .....	26
图 36：购买力走弱、供给有约束，预计短期有压力、但结构分化加强 .....	27
图 37：商品房销售面积及同比 .....	28
图 38：房屋新开工面积及同比 .....	28
图 39：房屋竣工面积及同比 .....	29
图 40：商品房房地产开发投资累计同比和单月同比 .....	30
图 41：34 城一手房及 13 城二手房成交同比 .....	31
图 42：全国新房及二手房住宅成交面积走势预测 .....	31
图 43：预计一二线城市基本面后续将获更强弹性 .....	32
图 44：34 城一二线及三四线城市销售面积占比 .....	32
图 45：TOP100 中央国企、民企等销售额占比 .....	32
图 46：央国企占 TOP100 销售额及全国销售额比例 .....	32
图 47：过去房地产小周期的政策转向的经验分析 .....	34
图 48：2023 年年初至今重点中央政策情况 .....	35
图 49：货币周期与商品房销售周期基本一致 .....	37
图 50：销售面积同比与 M1-M2 剪刀差强相关 .....	38
图 51：新增居民贷款累计同比与 M1-M2 剪刀差强相关 .....	38
图 52：销售面积同比与国债到期收益率同差强相关 .....	39
图 53：加权房贷利率与国债到期收益率强相关 .....	39
图 54：棚改政策梳理时间轴 .....	42
图 55：棚户区改造利于商品房去库存和拉动 GDP .....	43
图 56：棚改的资金循环路径比较清晰 .....	44
图 57：棚改资金来源 .....	44
图 58：棚改总投资额及同比 .....	45

图 59：棚改总投资额中资金来源 .....	45
图 60：棚改计划/实际开工套数及货币化安置比例 .....	45
图 61：PSL 月度发行量与三四线商品住宅销售面积同比（滞后 3Q）关系 .....	47
图 62：各线城市商品住宅销售面积季度同比 .....	47
图 63：棚改期间房地产业 GDP 对全国 GDP 拉动效应 .....	47
图 64：PSL（滞后 3Q）与三四线住宅销量同比关系 .....	48
图 65：PSL 和房地产业对 GDP 累计同比贡献率 .....	48
图 66：2016-2017 年一二线与三四线城市货币化安置套数占比 .....	49
图 67：国常会以来关于城中村改造相关政策表述 .....	51
图 68：公安机关服务保障高质量发展若干措施 .....	52
图 69：城中村改造在规划编制过程中自然会带入多种城市更新类型 .....	54
图 70：城改资金来源结构预测 .....	55
图 71：部分城市城中村原有建筑估算容积率 .....	57
图 72：第七次人口普查家庭户数按住房来源分类占比 .....	58
图 73：两种方式下估算各城市城中村房屋建筑面积的对比 .....	60
图 74：两种估算法平均后各城市平均城中村房屋建筑面积 .....	60
图 75：我国主要保障房分类情况 .....	69
图 76：新加坡住宅市场分类（居住人口口径） .....	69
图 77：组屋主要分布情况 .....	69
图 78：1960-2000 年是组屋建设高峰期 .....	70
图 79：新加坡 80%左右居民家庭居住于组屋 .....	71
图 80：新加坡家庭住房自有率：组屋 .....	71
图 81：新/二手组屋购买资格要求 .....	72
图 82：新/二手组屋交易环节要求 .....	72
图 83：组屋均价及同比 .....	73
图 84：私宅价格一般是一手组屋的 2.6-5.1 倍 .....	73
图 85：新加坡房价收入比 .....	73
图 86：二手组屋和私人住宅价格指数趋势 .....	73
图 87：HDB 亏损金额及占比财政收入 .....	74
图 88：中新对比：人口密度 .....	74

图 89：中新对比：人口增长率 .....	74
图 90：中新对比：财政收入中占比较高的部分 .....	75
表 1：2022-2030 年我国住宅需求中枢的估算 .....	16
表 2：2023 年房地产开发投资数据预测汇总表 .....	30
表 3：截至 11/23 重点一二线城市限购政策情况 .....	35
表 4：历轮房地产周期主要刺激工具和宏观背景 .....	36
表 5：估算 2015-2018 年棚改货币化安置对全国销售面积的拉动 .....	46
表 6：2016-2017 年一二线城市（19 城）货币化安置套数占比全国情况 .....	49
表 7：中国城市规模层级 .....	51
表 8：棚改与城中村改造对比 .....	53
表 9：2023 年以来各城市表态鼓励推动货币化和房票安置情况 .....	55
表 10：通过城区面积对 21 城城中村房屋建筑面积估算 .....	57
表 11：通过自建房面积对 21 城城中村房屋建筑面积估算 .....	58
表 12：中国城市规模层级 .....	61
表 13：城中村改造涉及城市数敏感性分析 .....	61
表 14：城中村改造对于销售面积和投资额的测算 .....	62
表 15：城中村改造对于销售和投资的拉动测算 .....	63
表 16：估算 2015-2018 年棚改货币化安置对全国销售面积的拉动 .....	64
表 17：城改和棚改的影响对比 .....	64
表 18：近期住房双轨制表态演变 .....	66
表 19：35 城十四五保障房规划情况 .....	67
表 20：我国主要保障房政策脉络 .....	68
表 21：HDB 组屋、DBSS、EC 和私人住宅对比 .....	70
表 22：新/二手组屋购买资格要求 .....	71
表 23：主流 AH 上市房企估值表 .....	77
表 24：主流 AH 上市物业管理企业估值情况 .....	77

# 1. 基本面分析：中期有支撑、短期有压力，总量仍待修复

## 1.1 需求端：中期有支撑、短期有压力，修复购买力是关键

### 1.1.1 中期判断：本轮周期呈 L 型走势、目前仍较弱，但中期并不悲观

不同于以往周期的“V”型反转，考虑到本轮周期供需两端的约束，预计本轮周期中房地产总量或呈现“L”型走势。

经历 2021 年底、2022 年底以及 2023 年 7 月三轮房地产救市政策出台之后，目前房地产市场依然处于走弱趋势当中。

不过考虑到需求端中期需求仍有支撑、供给端库存低位对价格有支撑，因而我们对我国房地产行业中期并不悲观。

图 1：过去房地产小周期的基本面走势复盘以及未来的展望



资料来源：Wind，政府官网，申万宏源研究

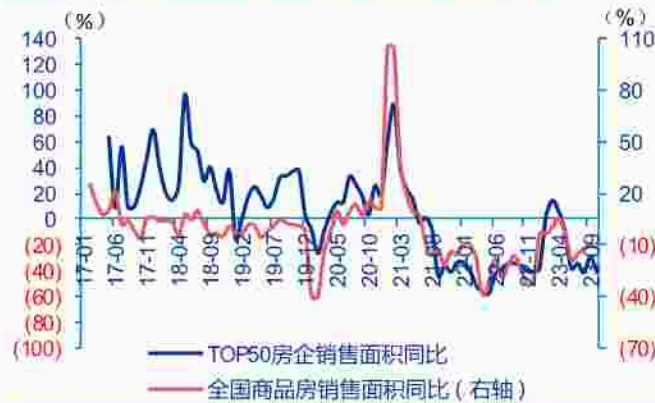
注：我们定义政策面底为总量政策或定调放松，政策面顶定义为首次出现政策收紧定调，包括中央或者核心城市的收紧政策。

### 1.1.2 销售：估算过去两年销售降幅达 34%，需求端表现仍然低迷

从统计局数据、50 强房企数据等数据来看，今年 4 月以来市场销售显著下行，目前房地产市场需求端仍处于低迷状态。

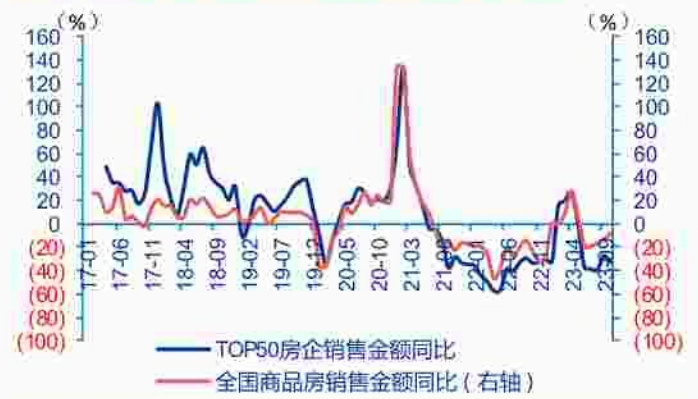
从克而瑞数据来看 2023 年 1-10 月 50 家房企累计销售金额 37,601 亿元 ,同比-17.2%、较前值-2.3pct ,其中,10 月单月销售金额同比-32.7%、较前值-5.3pct ;自 23 年 6 月以来销售同比再次连续出现大幅下降,并且 10 月低基数下销售降幅仍有扩大,表明目前需求端表现依然低迷。

图 2 : 50 家房企销售面积与全国销售的对比



资料来源：克而瑞，统计局，申万宏源研究

图 3 : 50 家房企销售金额与全国销售的对比

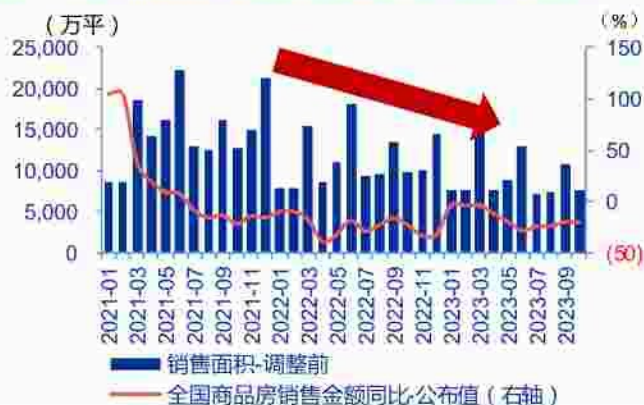


资料来源：克而瑞，统计局，申万宏源研究

从统计局数据来看,10 月单月来看,销售面积同比-11.0% (计算值-20.3%) ,较前值-0.8pct ;销售金额同比-8.1% (计算值-14.4%) ,较前值+5.5pct ,目前房地产市场需求端仍处于低迷状态。同时值得注意的是,3 月开始统计局数据对于 22 年基数进行调减、并调减幅度逐月扩大,经计算 22 年前 10 月商品房销售面积数值下调了 9.7%,如果剔除基数调整影响,那么目前销售端也将更弱。

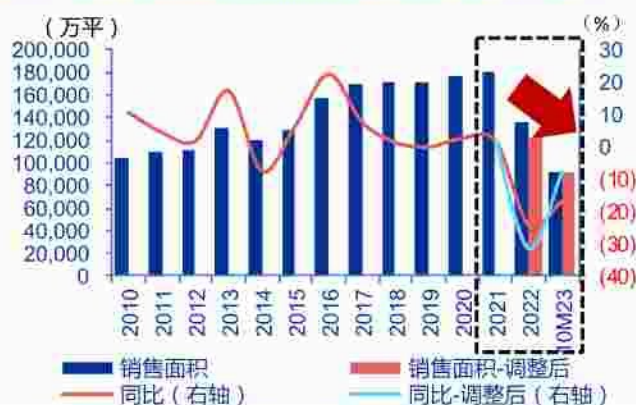
此外,从年度数据来看,2021-2023 年全国商品房销售面积经历了大幅下跌,我们估算降幅高达约 34%,反映到个体房企和个体城市的降幅则更大。

图 4：统计局全国商品房销售面积及同比（月度）



资料来源：统计局，申万宏源研究

图 5：统计局全国商品房销售面积及同比（年度）



资料来源：统计局，申万宏源研究

### 1.1.3 房价：房价持续下行，源于购买力下降、楼市预期悲观

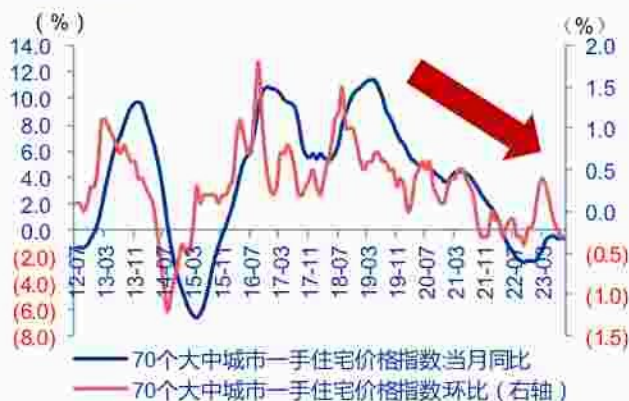
从统计局 70 城房价来看：

一手住宅价格方面，自 2021 年 7 月起，同比增速持续放缓，2021 年 9 月开始，环比增速转负，2022 年 4 月同比增速转负，目前同比下降已持续 18 个月；截至 23 年 9 月，70 城一手住宅价格同比-0.6%、环比-0.3%。

二手住宅价格方面，自 2021 年 7 月起，同比、环比增速持续下行，并于 2021 年 9 月环比增速转负，2022 年 2 月同比增速转负，目前同比下降已持续 20 个月；截至 23 年 9 月，70 城二手住宅价格同比-3.2%、环比-0.5%。

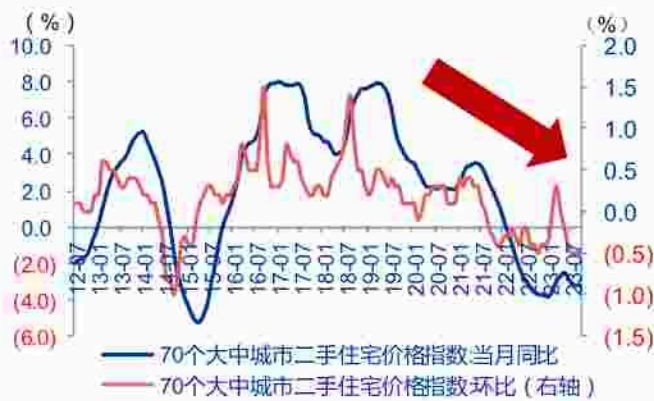
一手房、二手房房价持续下行，主要源于经济走弱背景下居民购买力下降、房价下行背景下居民购买意愿不强等悲观因素。总体而言，目前房地产市场需求端仍处于低迷状态。

图 6：70 城一手住宅价格同比、环比走势



资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

图 7：70 城二手住宅价格同比、环比走势



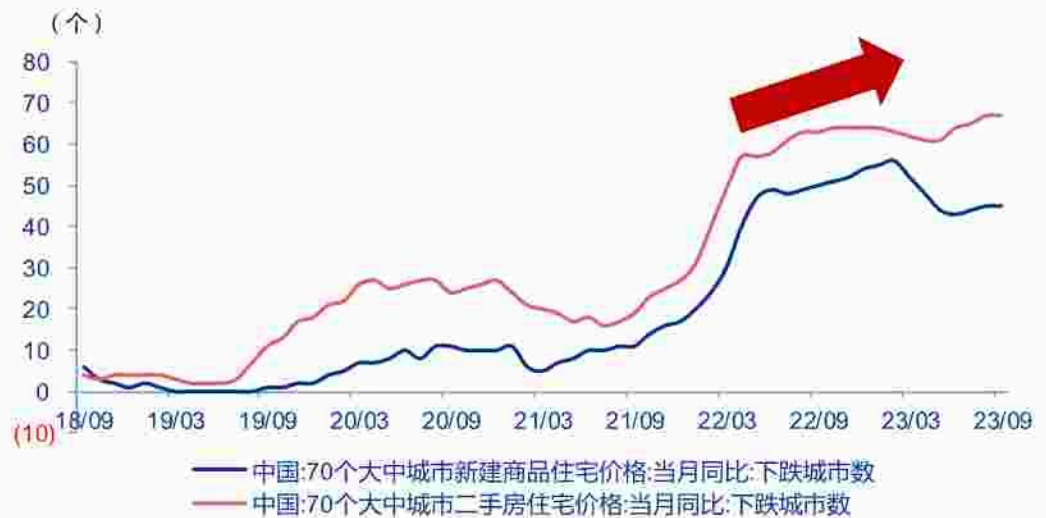
资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

### 从统计局 70 城房价下跌城市数量来看：

70 城住宅价格方面,2023 年 9 月,70 城新房住宅价格同比下跌城市数 45 个,较 2022 年平均提升 2 个;二手房住宅价格同比下跌城市数 67 个,较 22 年平均提升 11 个。

70 城一手房同比下跌城市数占比 64%,二手房同比下跌城市数占比 96%。考虑到 70 城及百城一二线城市居多,如果考虑更多三四线城市,预计实际房价下跌城市数占比更高。

图 8：70 城一手及二手住宅价格同比下跌城市数



资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

### 从中原地产房价指数来看：

中原二手房领先指数：自 2021 年以来，北京、上海、广州、深圳的二手房房价指数分别距历史高点下跌了 14%（高点 23 年 5 月）、14%（高点 22 年 6 月）、14%（高点 22 年 6 月）和 28%（高点 21 年 5 月），并且目前依然在下跌趋势中，10 月北京、上海、广州、深圳分别环比-0.3%、-1.0%、-2.8%和-0.7%。

中原二手房报价指数：至 23 年 10 月底，北京、上海、广州、深圳的二手房报价指数分别为 10%、20%、24%、13%，2022 年中期以来持续低于荣枯线 50%，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，这也意味着从房东视角来看未来房价很可能会继续下跌，这也从另外一个角度反映了市场的低迷。

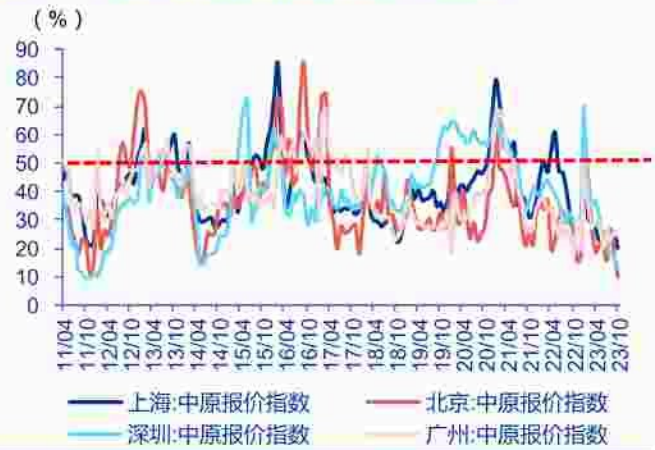
图 9：中原二手房领先指数北上广深情况



资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

注：中原领先指数（CENTA LEADING INDEX，简称 CLI），是以中原实际成交数据和监测数据为基础，采用中原独立研制的方法编制而成，反映全国主要城市房地产市场价格走势的指数体系。

图 10：中原二手房报价指数北上广深情况



资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

注：当中原报价指数高于 50% 时，说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比，房价上升的可能性较大；低于 50% 时，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，房价很可能会下跌。

### 1.1.4 短期制约：购买力和购买意愿是短期关键，后续均有待政策修复

购买力方面，宏观经济走弱背景下，城镇调查失业率上升、城镇人均可支配收入同比增速放缓、以及居民杠杆率处于相对高位，三方面的指标都反映出目前我国居民的购买力有所减弱，其中对于购房这类大额交易，如此背景下加杠杆意愿相比以往也会弱很多。

同时需要注意的是，连续三轮房地产救市政策出台后，房地产放松政策数量已经创历史新高，但目前依然政策效果不在，而这问题关键也就在于居民购买力不足以及没有足够的政策支持修复，预计后续救市政策需要更加聚焦在居民购买力提升方面。

图 11：调查失业率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：城镇居民人均可支配收入同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：我国居民部门杠杆率



资料来源：Wind，申万宏源研究

购买意愿方面，据人民银行数据，2023Q3，未来三个月居民选择购房比例为 17.1%，过去 5 年中持续下降，表明了目前居民购房意愿较弱。另外，2022 年，我国居民储蓄率 45.8%，较 21 年+0.5pct，经济走弱背景下，储蓄率提升表明居民购房意愿的下降。

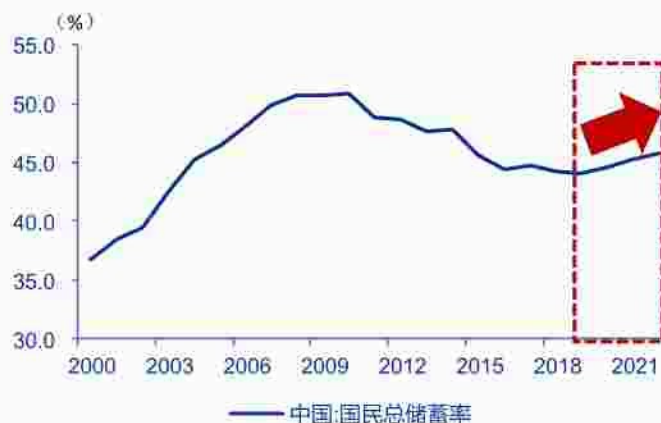
综合而言，收入预期下降、杠杆率高位、房价持续下降等等因素综合导致了目前居民购房意愿的持续走弱，而我们预计居民购房意愿的修复也将是后续救市政策的聚焦点之一。

图 14：未来三个月居民选择购房的比例



资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

图 15：我国国民总储蓄率



资料来源：Wind，申万宏源研究

### 1.1.5 需求判断：虽中枢需求已有支撑，但供需两端修复政策仍有必要

综合来看，我国房地产市场中期住宅需求仍有较强支撑，主要来自于三方面因素：

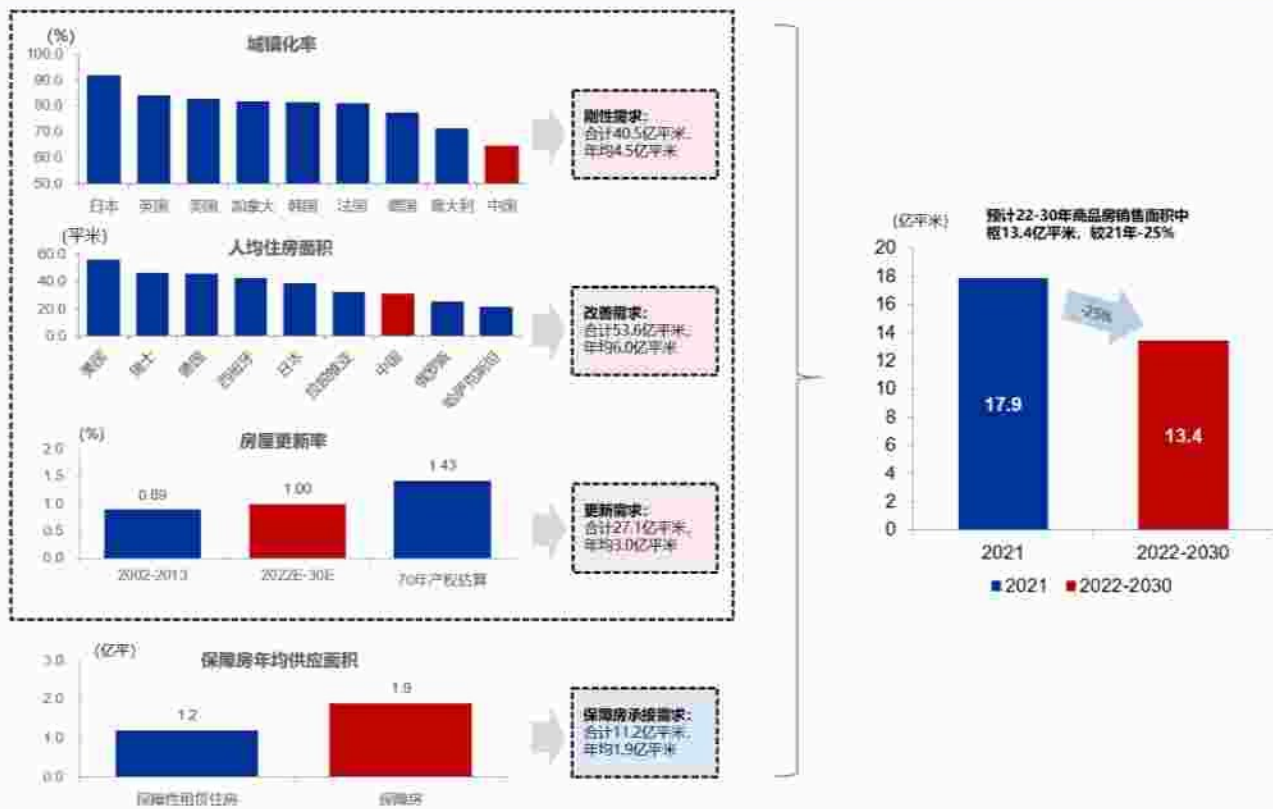
1) **城镇化率**：我国目前城镇化率为 65%，显著低于国际上主流发达国家约 80% 上下；

2) 人均住房面积：我国目前可比口径下，人均住房面积仅 30 平米（按 85%得房率估算的使用面积），显著低于国际上主流发达国家的 39-67 平米；

3) 旧房更新率：旧房更新率约 1%，较主流国家处于较合理水平。

经测算，我们预计我国未来 5-10 年的商品房需求中枢约为 13.4 亿平（商品住宅需求中枢约为 11.6 亿平），虽然较 2021 年商品房销售面积的 17.9 亿平下降 25%，但依然规模可观。

图 16：城镇化率、人均住房面积、房屋更新率为中期需求三大支撑



资料来源：Wind，CEIC 数据库，各国统计局，申万宏源研究

综合来看，我们估算 2022-2030 年年均住宅需求为 13.5 亿平米，其中：1) 刚性需求合计 40.5 亿平米，未来 9 年年均 4.5 亿平米；2) 改善需求合计 53.6 亿平米，未来 9 年年均 6.0 亿平米；3) 更新需求合计 27.1 亿平米，未来 9 年年均 3.0 亿平米。

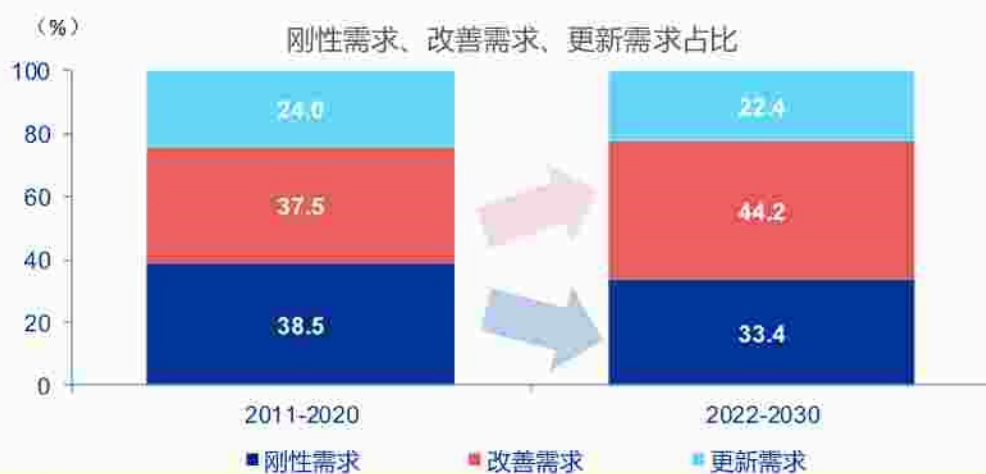
值得注意的是，我们预计改善型需求将成为未来住房需求的主导，改善型需求占比将从过去 10 年的 37.5% 提升至未来 9 年的 44.2% 而同期刚需占比则将从过去 10 年的 38.5% 下降至未来 9 年的 33.4%。

表 1：2022-2030 年我国住宅需求中枢的估算

年份	城镇住宅存量 (亿平米)	总人口 (亿元)	城镇化率 (%)	城镇常住人口 (亿人)	常住人口人均住 房面积(平米)
2000	44.1	12.7	36.2	4.6	9.6
2005	107.7	13.1	43.0	5.6	19.2
2010	190.7	13.4	50.0	6.7	28.5
2015	227.9	13.8	51.3	7.9	28.7
2020	321.3	14.1	63.9	9.0	35.6
2021	339.4	14.1	64.7	9.1	37.1
2030	449.3	14.1	72.4	10.2	42.4
2022E-2030E 城 镇住宅刚性需求	40.5	年均	4.5	刚性需求：来自城镇化率提升带来的城镇人口增加	
2022E-2030E 城 镇住宅改善需求	53.6	年均	6.0	改善需求：来自人均居住面积提升	
2022E-2030E 城 镇住宅更新需求	27.1	年均	3.0	更新需求：来自老旧城镇住宅拆除更新	
2022E-2030E 年 年均城镇住宅需求	121.2	年均	13.5	2022-2030 年合计住宅新增需求	

资料来源：Wind，《城镇房屋概况统计公报》，中国指数研究院，REICO 工作室，申万宏源研究

图 17：预计未来改善需求将是住宅需求主要贡献组成

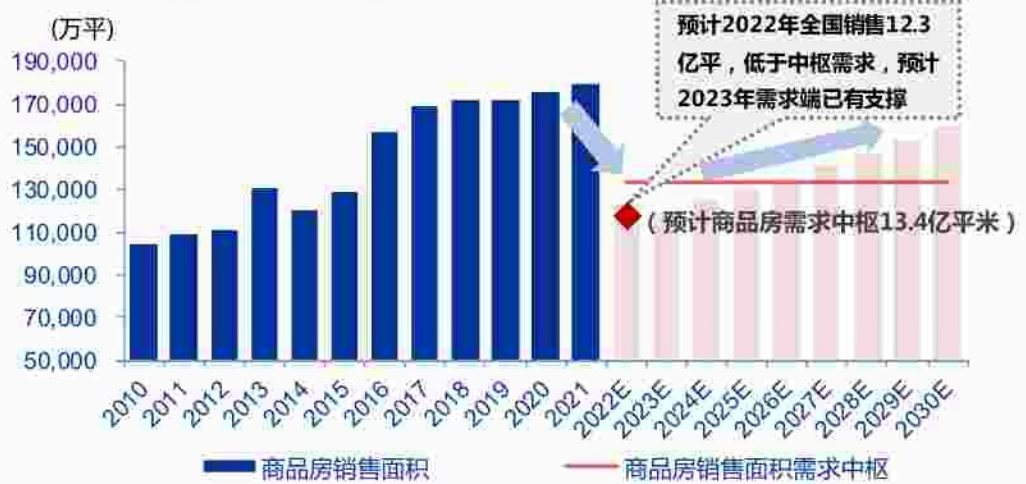


资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

根据统计局基数调减调整，我们估算 2022 年全国真实商品房销售面积约为 12.3 亿平，对应同比-32%，同时我们预计 2023 年商品房销售面积约为 11.8 亿平，同时我们测算我国 2022-30 年的商品房需求中枢约为 13.4 亿平，鉴于连续 2 年销售面积低于中枢需求，我们认为目前销售已经出现了超跌，同时也意味着需求端的支撑也在逐步走强。

不过值得注意的是，即使在目前短期销售超跌、中枢需求有支撑的背景下，短期需求端的购买力和购买意愿的走弱，以及供给端供给快速下降、甚至供给过度出清，这供需两方面的走弱都可能会阻碍销售向着中枢需求回归，甚至拖累销售进一步背离中枢需求并呈现进一步走弱。因而我们认为后续供需两端合理救市政策是有必要的，后续有机会、有能力修复市场。

图 18：预计我国 22-30 年商品房需求中枢 13.4 亿平



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 供给：出险增加+投资下降，供给端已处过度出清状态

### 1.2.1 新增供给：投销比降至历史最低，新增供给将拖累销售

我们统计 2021 年年初以来包括中国恒大、花样年控股、新力控股、当代置业等在内的 53 家房企出现债务/理财产品的违约或展期，出险房企数量创下历史新高，对比 2014 年出险头部企业仅绿城中国、佳兆业等。目前 53 家已出险企业 2021 年销售额占比行业高达 33%，房企出险数量以及对于行业的影响程度已经达到历史新高。

图 19：2021 年起房企加速违约/展期



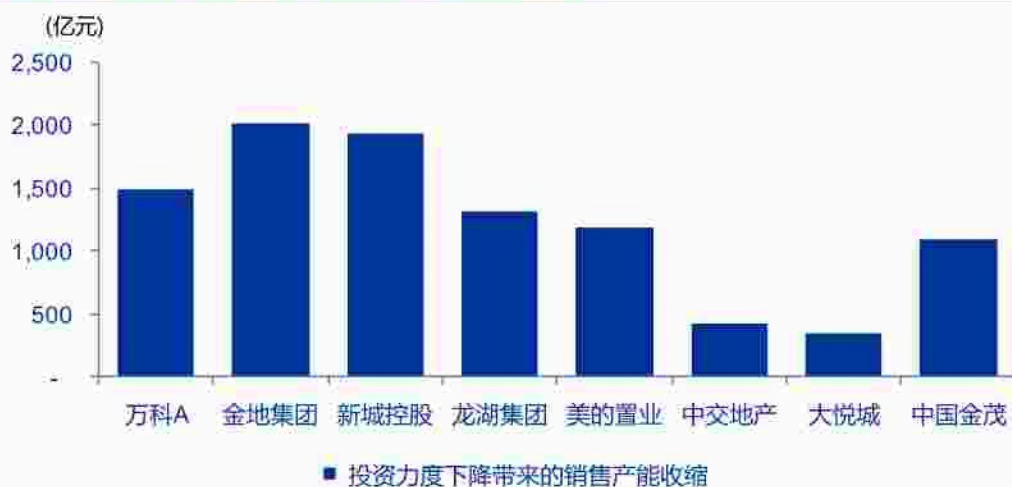
资料来源：公司公告，财联社，申万宏源研究

考虑减仓拿地房企后，行业真实销售产能出清占比达 38%。2021 年以来行业资金面持续紧张，部分房企没有出现现金流危机，但出于稳健经营在拿地端表现得也更为谨慎，这也会导致部分房企短期产能受到一定影响。在我们的投资四象限图表中，还未出险、规模较大的房企主要有万科、龙湖集团、金地集团、新城控股、美的置业等 8 家公司，这 8 家房企因为投资力度下降带来的销售产能收缩量合计达 9,808 亿元\*，占比 2021 年全国销售金额的 5%。因此，叠加上目前 53 家已经出险房企的销售规模，市场真实销售产能出清占比约 38%。

进一步分析可知，当前 38% 的供给端产能出清比例，已经超过我们对中长期需求中枢降幅比例 25%、也大于 2021-2023 年全国商品房销售面积的累计降幅约 34%，均表明市场已经处于过度出清状态。

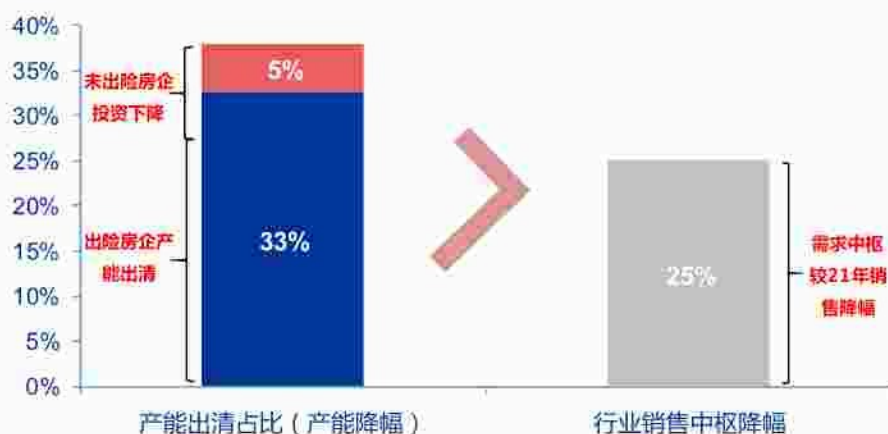
\*注：房企产能收缩规模之和=各家房企 2021 年销售金额\* (1-2022 年拿地力度/2020 至 2021 年拿地力度均值)。

图 20：部分房企拿地较少带来销售产能收缩情况



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 21：当前行业产能降幅已超过行业需求中枢的降幅



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

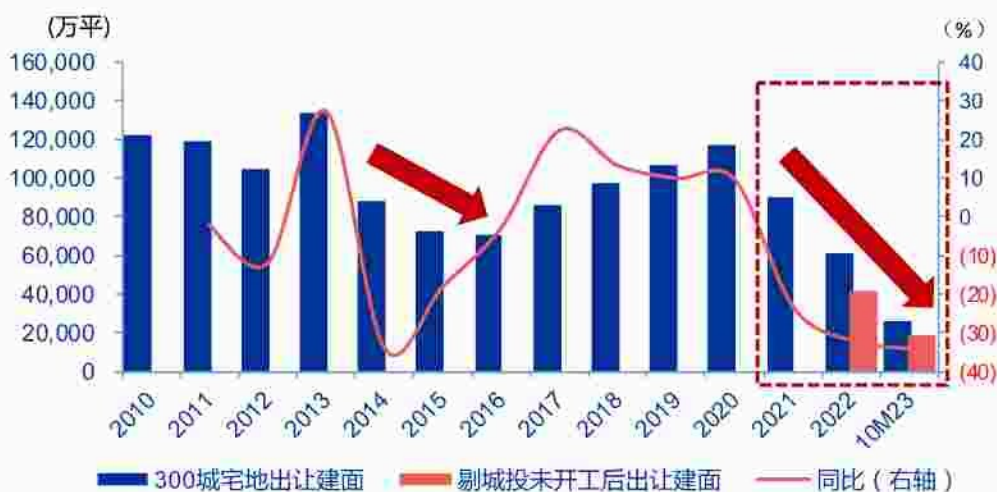
注：房企产能收缩规模之和=各家房企 2021 年销售金额\* (1-2022 年拿地力度/2020 至 2021 年拿地力度均值)

2021 年以来，全国土地成交连续 3 年大幅度下降，这将导致新开工和新增供给的持续下行，并将造成供给过度缩量。

2021 年，300 城宅地成交规划建面 9.0 亿平，同比-23%。2022 年，300 城宅地成交规划建面 6.1 亿平，同比-32%。按照克而瑞数据，城投拿地占比 38%，叠加城投未开工率 84%，因此剔除城投未开工项目后，市场有效新增供给真实降幅达 53%、对应宅地出让建面 4.2 亿平。因此预计 2022 年全年新增土地有效供给真实规模在 4.2~6.1 亿平区间内，对应同比-53%~-32%。

2023 年前 10 月，300 城宅地成交规划建面 2.6 亿平，同比-34%，此外根据明源地产研究院统计，23H1 城投拿地幅度占比 27%，同样假设城投未开工率 84%，因此剔除城投未开工项目后，真实宅地出让建面则仅为 1.9 亿平米。300 城拿地连续三年下降，降幅超 2014-16 年，新增供给下降的同时也导致出让金大幅下降，导致地方土地财政压力加大。

图 22：300 城住宅类土地成交同比连续 3 年大幅下降



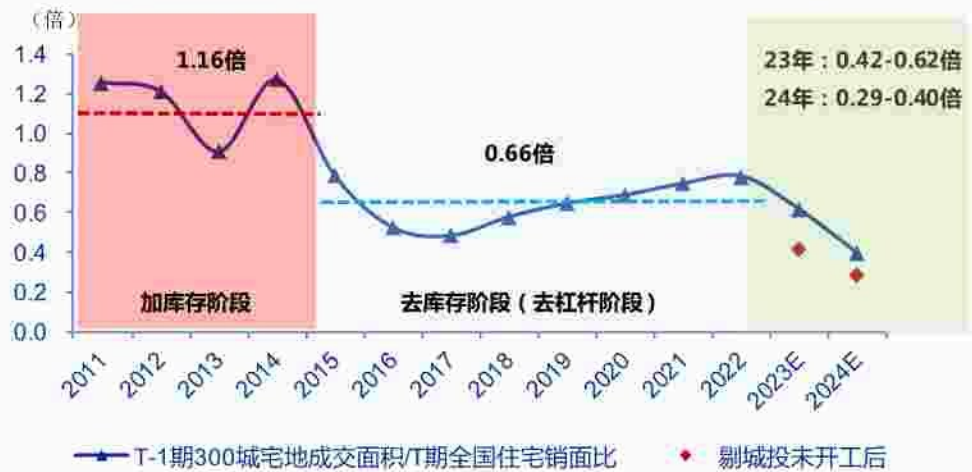
资料来源：中指院，申万宏源研究

预计 24 年新增供给将进一步下降，拖累销售压力加大。通过复盘分析可知，可以将 T-1 期宅地成交/T 期住宅销售比值（调整后投销比）看作为新增供给能力强弱指标。并且 2015-2022 年之间拿地/销售比平均为 0.66 倍。

2022 年全年对应宅地出让建面 6.1 亿平，对应调整后投销比为 0.62 倍；而剔除城投宅地成交建面 4.2 亿平，对应调整后投销比为 0.42 倍；因此 2023 年行业调整后投销比将降至 0.42~0.62 倍，较 2015-2022 年均值 0.66 倍大幅下降 6%~36%；若 2023 年全年对应宅地出让建面同比-34%，则对应调整后投销比为 0.40 倍；而剔除城投拿地（占比 27%）后，对应调整后投销比为 0.29 倍。

因此 2024 年行业调整后投销比会继续降至 0.29~0.40 倍，无论对比 2015-2022 年均值 0.66 倍、还是对比 23 年 0.42-0.62 倍，都意味着新增供给能力的持续下行，同时也意味着 2024 年的新增供给拖累销售的压力也将进一步加大。

图 23：投销比：300 城拿地面积/销售面积比持续下降（考虑剔除城投拿地）



资料来源：中指院，申万宏源研究

**央企拿地比例持续提升，民企显著缩表。**根据克而瑞数据，2017-2020 年百强房企中民企拿地金额占比维持在 60%以上，2021 年开始下降，2022 年-2023 前 10 月持续下降至 20%以下。民企快速而剧烈的缩表行为也侧面反映了目前房地产行业供给端的过度出清。

**房企投资避险情绪浓烈，导致土地市场城市分化。**当前房企投资策略趋同，均聚焦在城市基本面更好的一线及少部分二线城市，而对更低能级城市策略相对更为谨慎。在 300 城宅地成交数据中，我们发现 2020 年前 TOP10 城市宅地出让金占比稳定在 30%左右，2021 年开始提升，22 年提升至 43%，23 年前 10 月更是提升至 56%。

图 24：TOP100 房企拿地金额占比



资料来源：克而瑞，申万宏源研究

图 25：TOP10 城市宅地成交金额及占比 300 城



资料来源：中指院，申万宏源研究

### 1.2.2 存量供给：库存低位+结构走差，存量供给也将约束销售修复

行业持续去库存，存量供给也处低位，将约束销售修复。从中期库存来看（住宅已开工未售库存），目前全国住宅已开工未售库存为 9.5 亿平，对应去化月数为 11.2 个月，较 2014 年的库存高点 22.6 亿平和 25.2 个月分别下降了 58% 和 56%。

在经历持续的供给端调控之后，本轮周期经历近 8 年的去库存过程（远超以往 1 年半），导致目前中期库存处于低位，表明存量供给也处于低位，也将约束销售修复。

图 26：中期库存仍处于低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

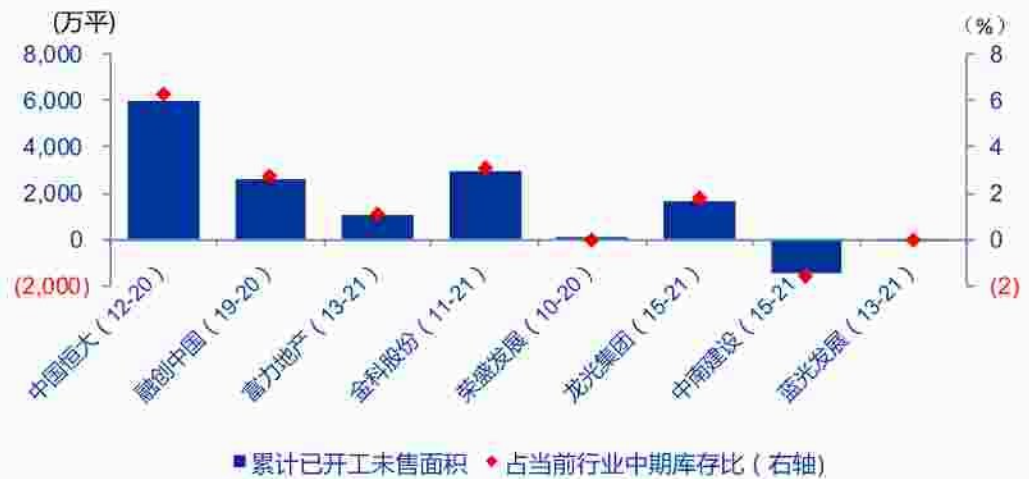
在行业低库存背景下，当前库存结构也在走差，无效库存占比偏高，有效供给更低。

供给结构 1：若剔除出险企业短期无效库存，有效存量供给将更低。

我们认为，大量房企出险也将导致全行业库存中的部分供给短期无效化。目前 53 家已出险企业 2021 年销售额占比行业高达 33%，房企出险数量以及对于行业的影响程度已经达到历史新高。大量的企业出险也将导致库存中的部分存量供给也将无效化，若剔除出险企业短期无效库存，存量供给将更低。

我们筛选出中国恒大等 8 家上市公司部分年份数据，发现这 8 家房企部分年份已开工未售面积合计达 1.29 亿平，而这 8 家房企 2020 年对应销售面积占 53 家出险房企的 37%，若假定样本房企销售占比和已开工未售库存占比接近，则可估算 53 家出险房企合计已开工未售库存约为 3.5 亿平，占全国已开工未售库存 9.45 亿平米的 37%；若扣除 3.5 亿平后当前全国已开工未售库存 6.0 亿平，对应去化月数仅 7.1 个月。

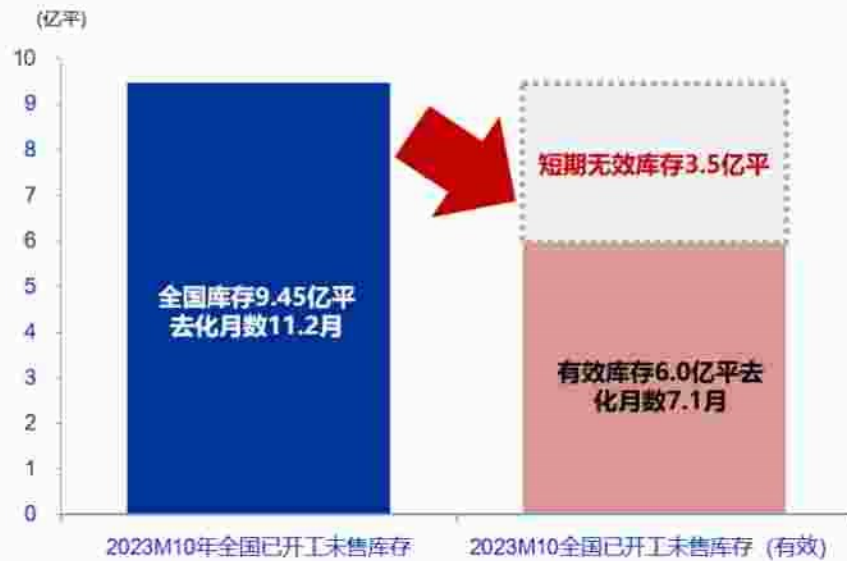
图 27：8 家出险房企累计开工未售面积及占行业库存比例



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

注：恒大 12-20 代表 2012-2020 年累计开工面积\*0.95-累计销售面积，其他房企类似。

图 28：当前市场剔除无效库存后真实有效库存水平



资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

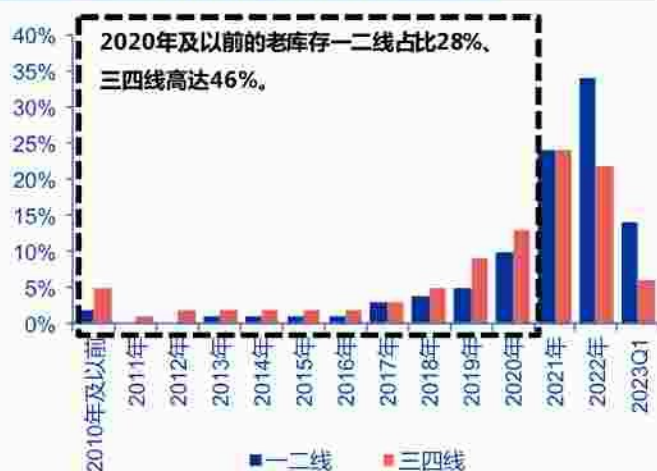
**供给结构 2：若剔除日益增长的老库存，有效存量供给将更低。**

自 2015 年持续去库存以来，房地产行业库存逐步下降，但由于 2015-2020 年期间全国的投销比小于 1、并保持稳定并有小幅略增，同时同期房价处于稳定阶段，推动行业存量供给虽持续下降，但至少库存结构不会出现显著恶化。

但 2021 年下半年开始拿地出现连续大幅下降，全国的投销比再次大幅下降，同时房价开始持续下行，新供给没法得到有效补充、但难以去化的老库存不断堆集，这就导致了库存结构开始持续走差，存量供给中无效供给占比有所提升。

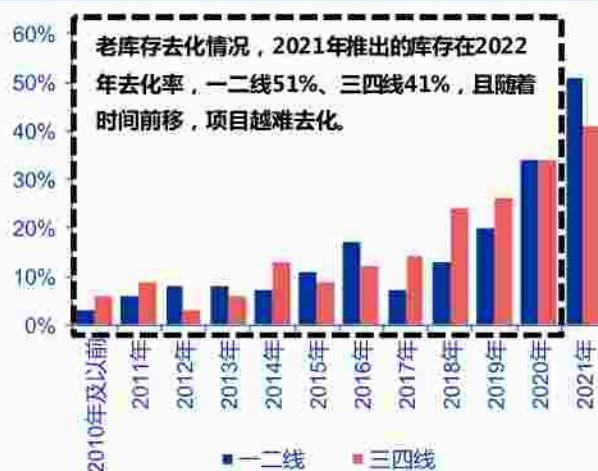
根据克而瑞数据，目前主流样本城市库存中，2020年及以前的老库存占比区间在30-40%间，其中一二线城市中老库存占比达28%、三四线城市中老库存占比高达46%。

图 29：各城市库存按供应时间划分占比



资料来源：克而瑞，申万宏源研究

图 30：各城市不同供应时间库存 2022 年去化情况

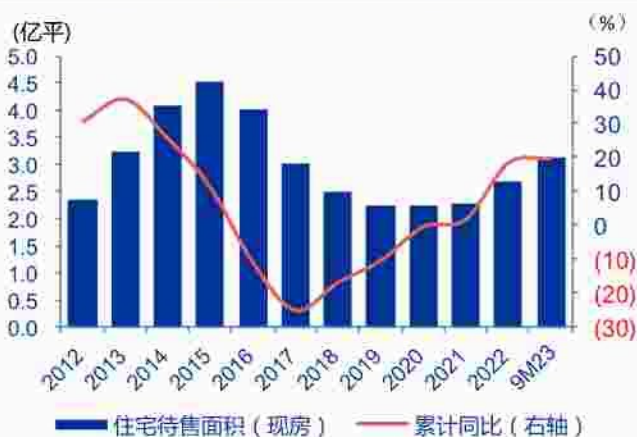


资料来源：克而瑞，申万宏源研究

此外，住宅待售面积主要指取证未售的竣工房屋项目(现房库存)，2016-2020年行业主动去库存阶段(涨价去库存)，住宅待售面积规模持续下行，而2021年-2023年行业被动去库存阶段(降价去库存)，住宅待售面积开始逐步走高，同比和占比双双提升(23年前9月同比和占比分别提升至20%和33%)，该部分现房库存开始重新累积。

值得注意的是，商品住宅待售面积主要指现房库存，在目前市场环境中，这部分项目基本上等同于老库存、低去化率库存，因而一方面，这可能就是市场认为的目前行业库存走高的原因之一，确实老库存逐步走高，另一方面，如果剔除这部分老库存，也就意味着目前有效库存也将更低。

图 31：商品住宅待售面积及累计同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32：住宅待售面积(现房)占比已开工未售库存



资料来源：Wind，申万宏源研究

### 1.2.3 供给判断：修复缓慢、路径曲折，预计 24 年总供给同比-16%

判断一：预计本轮行业供给端修复速度缓慢、路径曲折。

从以往行业修复路径看，房企从融资修复到投资修复到开工修复是一个可以快速反应、实现的过程；但从本轮行业修复路径看，行业多主体信心修复是一个更为漫长的过程；当前行业资金面并未得到完全改善，拿地主体仍局限在部分优质央国企及少数民企上，多数民企本轮修复需要从金融机构对企业的信用修复开始，然后传递到融资修复，其次再延续至房企积极经营的意愿修复，最后才会传导至拿地修复，从信用-融资-意愿-投资-开工修复的链条预计需要 1 年以上、甚至更长的修复时间，因此短期新增供给无法逆转，只能逐步缓慢修复。

图 33：行业修复路径有所拉长

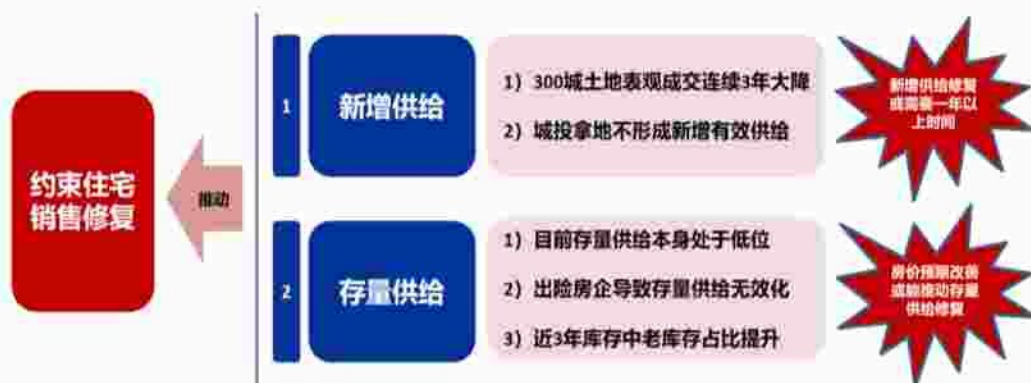


资料来源：申万宏源研究

判断二：新增供给、存量供给双弱，供给不足约束销售修复。

新增供给方面，行业剔除城投拿地未开工项目后 300 城拍地供给处于低位；存量供给方面，中期库存低位，同时大量出险房企库存更为无效化、以及近两年库存中老库存占比提升，市场真实有效库存也处于历史底部。且从后续加杠杆恢复经营过程看，这一轮周期多主体市场参与者的经营信心均需要重塑，后续修复路径更为曲折，修复时间也需要更久，供给端孱弱也会拖累住宅销售端后续复苏势头，但也将对中期房价形成一定的支撑。

图 34：新增供给和存量供给走弱将约束销售修复、但将对中期房价形成一定支撑



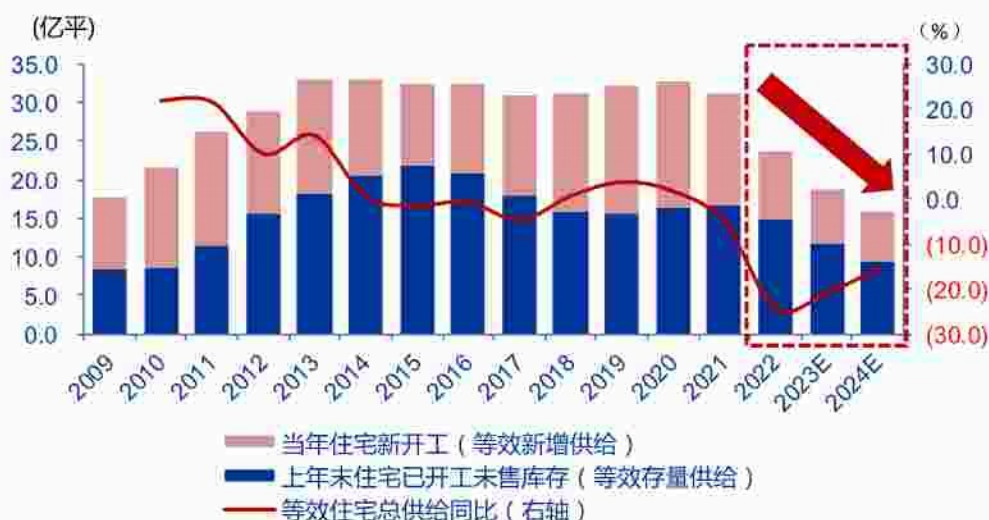
资料来源：申万宏源研究

判断三：总供给连降 3 年拖累销售，预计 24 年总供给同比-16%。

我们引入等效住宅总供给=上年末住宅已开工未售库存（等效存量供给）+当年住宅新开工（等效新增供给），通过观察等效住宅总供给的变化，来预判后续住宅销售的走势。

我们估算 2022 年等效住宅总供给为 23.6 亿平米、同比-24%，预计 2023 年等效住宅总供给 18.7 亿平米、同比-21% 预计 2024 年等效住宅总供给为 15.8 亿平米、同比-16%，并且较 2014 年最高点 33.1 亿平下降了 52%。连续 3 年总供给持续下降也将拖累后续销售表现。

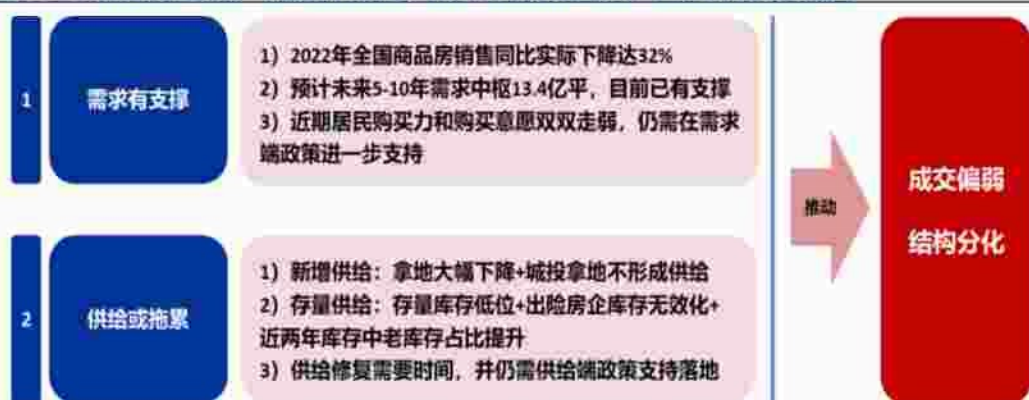
图 35：等效住宅总供给连续 3 年大幅下降



资料来源：申万宏源研究

**短期判断：购买力走弱、供给有约束，预计短期销售仍有压力。**虽然从中期来看，我们对房地产市场并不悲观，但从短期来看，需求端，在宏观经济走弱背景下，失业率上行、收入增速放缓、居民杠杆率高位，同时一二线城市房价出现下行迹象，综合导致居民短期的购买力和购买意愿双双开始走弱，而供给端，目前新增供给和存量供给都处于低位，这将限制本轮周期中后续销售修复，因而供需两端综合将导致行业销售短期仍有压力。此外，值得注意的是，本轮结构分化正在进一步加强，包括：一二手房间、城市间和企业间的强分化。

图 36：购买力走弱、供给有约束，预计短期有压力、但结构分化加强



资料来源：申万宏源研究

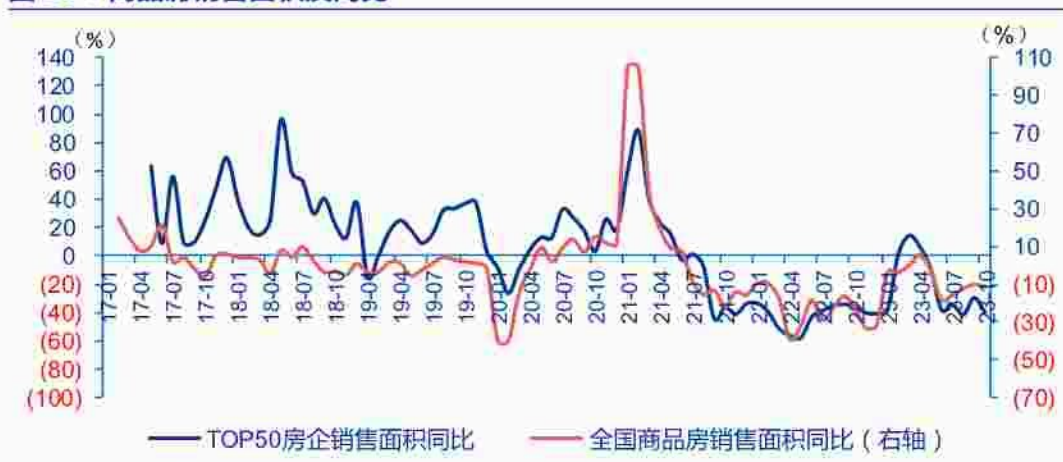
## 1.3 总量测算：虽中枢需求已有支撑，但供需两端修复政策仍有必要

### 1.3.1 销售：预计 23 年销量同比-4.2%，24 年销量同比+2.6%

目前房地产行业销售端依然较弱，如果剔除基数调整影响，那么目前销售端也将更弱；此外，预计购房力和购买意愿偏弱将在需求端约束销售修复，而供给主体的过度出清及补库存的困难将在供给端约束销售修复，因而判断销售或在短期维度仍处于需求中枢之下，导致总量仍偏弱，但结构有弹性。

综合之下，我们预计 2023 年公布值口径：销售面积同比-4.2%、销售金额同比-2.3%，计算值口径：销售面积同比-13.4%、销售金额同比-8.2%。展望 2024 年，考虑到供给下降，同时去化率有望提升，我们预计 24 年实际成交下降 4%，再考虑到城中村改造对于销售的拉动 预计 2024 年销售面积同比+2.6% 销售金额同比+5.7% 销售均价同比+3.0%。

图 37：商品房销售面积及同比



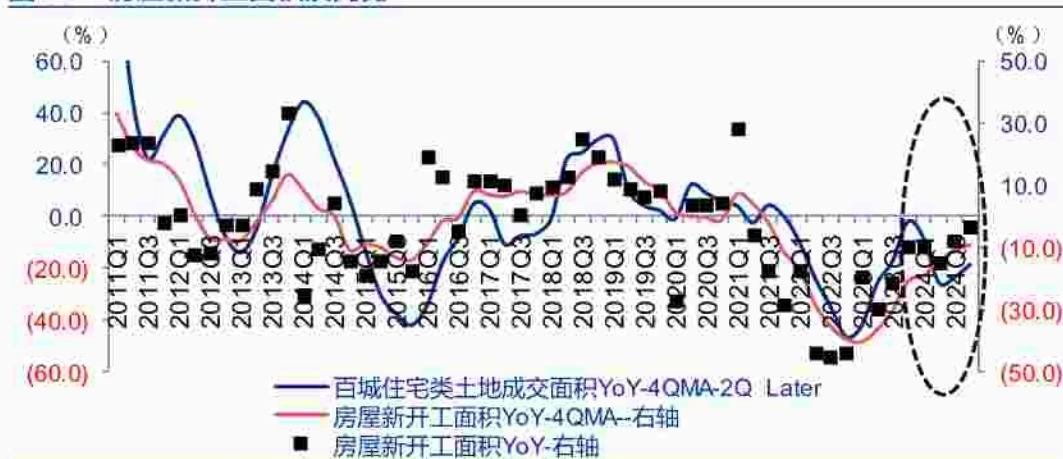
资料来源：克而瑞，统计局，申万宏源研究

### 1.3.2 新开工：预计 23 年开工同比-20%，24 年开工同比-9%

新开工方面，考虑到：1) 过去 3 年房企拿地持续大幅下降、并且预计后续拿地修复仍将缓慢而曲折，并从拿地同比领先于开工同比 6-9 个月的经验规律来看，预计目前拿地弱将预示 2024 年开工仍将同比下降；2) 作为三大工程之一的保障房 2024 年也或将发力，预计这又将对 2024 年房地产开工有一定的正面带动作用；3) 2022-2023 年开工连续 2 年罕见的低于销售，并在我们对于中期需求有支撑的认识下，我们认为后续补库存需求也将随着销售修复而逐步提升。

综合之下，预计 2023 年新开工计算值同比-20.9% (公布值同比-20.4%)；预计 2024 年新开工同比-9.2%。

图 38：房屋新开工面积及同比



资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

### 1.3.3 竣工：预计 23 年竣工同比+16%，24 年竣工同比-8%

考虑到：1) 从历史数据来看，开工同比领先于竣工同比约 10 个季度，按照传导关系来看，21Q3 开工的下行将传导至 24Q1 的竣工下行；2) 房地产行业的销售持续走弱，同时行业资金困境历史罕见，出险房企数量已经超 53 家，这将导致后续竣工受到较大限制；3) 但考虑保交付政府仍在继续推进当中，或也将对竣工下行仍有一定的对冲。

综合之下，我们预计 2023 年竣工计算值同比+15.4%（公布值同比+16.0%）；预计 2024 年竣工同比-8.1%。

图 39：房屋竣工面积及同比



资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

### 1.3.4 投资：预计 23 年投资同比-10%，24 年投资同比-11%

年初房地产投资低位略有改善，但近期又出现下行趋势，表明目前投资端依然较弱，值得注意的是，3 月开始统计局数据对于 2022 年基数进行调减，如果剔除基数调整影响，目前投资端也将更弱；考虑到本轮周期中供给主体的过度出清及补库存的困难，导致后续投资仍将处于弱改善状态，预计投资修复节奏也将显著慢于以往周期。

综合考虑投资意愿弱和投资基数下调因素，我们预计公布值口径：2023 年投资同比-9.6%，计算值口径：2023 年投资同比-16.2%；预计 2024 年投资同比-11.1%。

**图 40：商品房地产开发投资累计同比和单月同比**


资料来源：统计局，申万宏源研究

**表 2：2023 年房地产开发投资数据预测汇总表**

年份	施工面积 (万平方米)	新开工面积 (万平方米)	竣工面积 (万平方米)	土地购置费 (亿元)	投资额 (亿元)	销售额 (亿元)	销售面积 (万平方米)	销售均价 (元/平米)
2013	665,572	201,208	101,435	13,502	86,013	81,428	130,551	6,237
2014	726,482	179,592	107,459	17,459	95,036	76,292	120,649	6,324
2015	735,693	154,454	100,039	17,675	95,979	87,281	128,495	6,793
2016	758,975	166,928	106,128	18,779	102,581	117,627	157,349	7,476
2017	781,484	178,654	101,486	23,169	109,799	133,701	169,408	7,892
2018	822,300	209,342	93,550	36,387	120,264	149,973	171,654	8,737
2019	893,821	227,154	95,942	41,675	132,194	159,725	171,558	9,310
2020	926,759	224,433	91,218	44,452	141,443	173,613	176,086	9,860
2021	975,387	198,895	101,412	43,505	147,602	181,930	179,433	10,139
2022 调整前	904,999	120,587	86,222	40,470	132,895	133,308	135,837	9,814
2022 调整后	904,082	119,809	85,750	40,470	123,202	125,239	122,792	10,203
2023E	844,364	95,392	99,497	32,791	111,321	122,405	117,667	10,403
2024E	754,452	86,637	91,394	30,188	98,993	129,410	120,778	10,715

同比(%)	施工面积	新开工面积	竣工面积	土地购置费	投资额	销售额	销售面积	销售均价
2013	16.1	13.5	2.0	11.6	19.8	26.3	17.3	7.7
2014	9.2	(10.7)	5.9	29.3	10.5	(6.3)	(7.6)	1.4
2015	1.3	(14.0)	(6.9)	1.2	1.0	14.4	6.5	7.4
2016	3.2	8.1	6.1	6.2	6.9	34.8	22.5	10.1
2017	3.0	7.0	(4.4)	23.4	7.0	13.7	7.7	5.6
2018	5.2	17.2	(7.8)	57.0	9.5	12.2	1.3	10.7
2019	8.7	8.5	2.6	14.5	9.9	6.5	(0.1)	6.6
2020	3.7	(1.2)	(4.9)	6.7	7.0	8.7	2.6	5.9
2021	5.2	(11.4)	11.2	(2.1)	4.4	4.8	1.9	2.8
2022 调整前	(7.2)	(39.4)	(15.0)	(7.0)	(10.0)	(26.7)	(24.3)	(3.2)
2022 调整后	(7.3)	(39.8)	(15.4)	(7.0)	(16.5)	(31.2)	(31.6)	0.6
2023E 计算	(6.7)	(20.9)	15.4	(19.0)	(16.2)	(8.2)	(13.4)	6.0
2023E 公布	(6.6)	(20.4)	16.0	(19.0)	(9.6)	(2.3)	(4.2)	2.0
2024E	(10.6)	(9.2)	(8.1)	(7.9)	(11.1)	5.7	2.6	3.0

资料来源：统计局，申万宏源研究

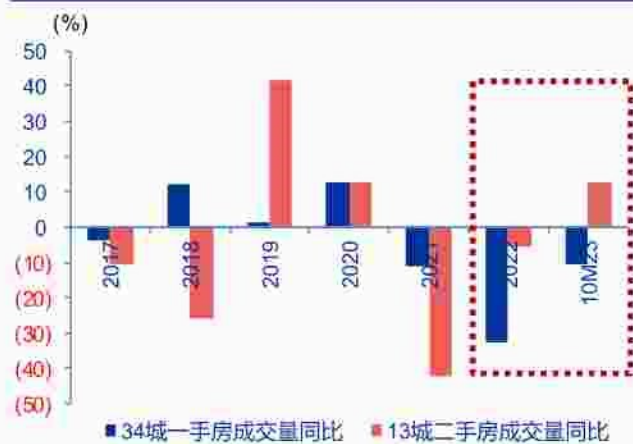
注：23年3月开始统计局数据对于22年基数进行调减，并且4-9月调减的幅度和范围扩大，我们按23年1-9月公布数对应调整比例对22年基数进行还原，并给出23年公布值口径（调整基数后）和计算值口径（调整基数前）两个预测。

## 1.4 结构分析：城市间、需求间和房企间，弱复苏下结构分化

### 1.4.1 结构分析 1：一二手房分化，二手房相对于新房具有更强弹性

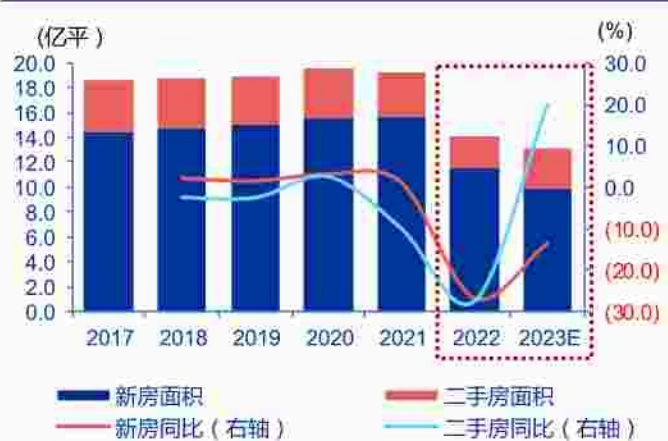
今年以来，随着疫后复苏，市场成交呈现明显回暖，从结构来看，二手房成交复苏力度显著大于新房，鉴于2023年中新增供给不足和保交付担忧仍将影响新房销售，而二手房并不会受到供给约束，因而预计2023年房地产市场将呈现新房弱、二手房强的格局。其中，预计2023年新房成交面积同比-13.4%（计算值），二手房成交面积同比+20.0%。并且预计2024年中仍将是二手房的销售弹性好于一手房。

图 41：34 城一手房及 13 城二手房成交同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：全国新房及二手房住宅成交面积走势预测

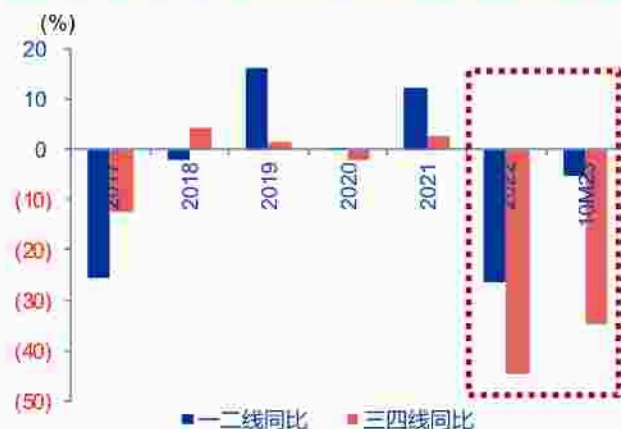


资料来源：Wind，统计局，申万宏源研究

### 1.4.2 结构分化 2：城市分化，一二线相对于三四线具有更强弹性

2021-2022 年，在全国商品房销售面积大幅下行的背景下，一二线城市相较于三四线城市呈现出更强的基本面韧性；2023 年 10 月，34 城中，一二线累计同比-5%，单月同比-6%；三四线累计同比-35%，单月同比-43%。展望后续，一二线城市相较于三四线城市在供需两端相对更健康，同时考虑到总量偏弱下政策将处于较以往更长的友好阶段，因而，一二线城市将享受到基本面和政策面共振向上的机遇，呈现更强的销售弹性。

图 43：预计一二线城市基本面后续将获更强弹性



资料来源：统计局，申万宏源研究

图 44：34 城一二线及三四线城市销售面积占比



资料来源：统计局，申万宏源研究

### 1.4.3 结构分化 3：房企分化，当前央国企销售份额提升明显

目前 53 家企业出险，行业民企主体出现过度出清情况；因此尽管 2022 年 TOP100 房企中的央国企销售总额也有下降，但其比例仍然得到一定提升，2022 年 TOP100 中的央国企销售额占比达 45%，2023 年前 9 月继续提升至 55%；且 TOP100 中的央国企数量 2020 年-2022 年分别达 26 家、32 家、38 家，9M23 继续提升至 45 家。

图 45：TOP100 中央国企、民企等销售额占比



资料来源：克而瑞，Wind，申万宏源研究

图 46：央国企占 TOP100 销售额及全国销售额比例



资料来源：克而瑞，Wind，申万宏源研究

## 1.5 基本面小结：中期有支撑、短期有压力，总量仍待修复

虽然从中期来看，我们对房地产市场并不悲观，但从短期来看，供需两端综合将导致行业短期仍有压力，而问题关键在于需求端购买力和供给端供给主体双双走弱：

1) 需求端，在宏观经济走弱背景下，失业率上行、收入增速放缓、居民杠杆率高位，综合推动居民短期购买力和购买意愿双双走弱，这将导致房地产市场持续下行，并在持续政策放松之后仍不见好转，从而呈现了过去 2 年多市场量价的大幅下降，其中一线城市房价近期也有所走弱；

2) 供给端，市场量价的持续走弱、房企融资的不断收缩、以及出险企业数量的不断创新高，导致了供给端的大幅收缩，房企拿地连续 3 年大幅下降导致了新增供给也同时大降，行业持续去库存之下存量供给也处于低位，但其中无效库存和老库存占比却在提升，这将限制后续销售修复。

总体而言，综合考虑供需两端走弱对销售的拖累、城中村改造对销售的拉动、城中村改造和保障房建设对开工投资的拉动、保交付对竣工的拉动等因素，我们预测：2023 年销面-4.2%、销金-2.3%、投资-9.6%、开工-20.4%、竣工+16.0%；2024 年销面+2.6%、销金+5.7%、投资-11.1%、开工-9.2%、竣工-8.1%。

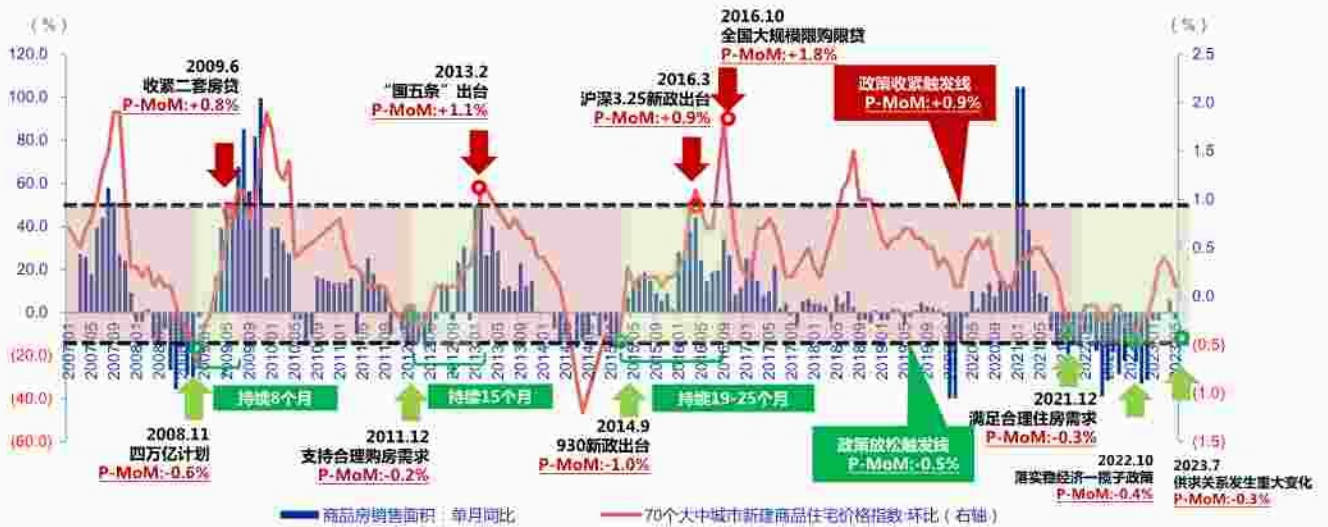
## 2.政策面分析：疏通政策梗阻，短期修复供需，长期优化制度

### 2.1 政策复盘：本轮政策放松信号已连续触发，目前政策已放松 2 年

从过往房地产小周期来看，房地产的基本面和政策面均呈现了 3 年的小周期规律。其中，政策周期也严格按照了一定的规律运行。从房地产行业基本面和政策面的对比来看，政策转向往往发生在销量和房价双双变化的时候，其中房价环比变化的信号指示更强，1) 政策转松：历次政策放松发生在 2008.11(-0.6%)、2011.12(-0.2%)、2014.9(-1.0%)、2021.12(-0.3%)，政策放松触发线平均为房价环比-0.5%；2) 政策转紧：历次政策收紧发生在 2009.6(+0.8%)、2013.2(+1.1%)、2016.3(+0.9%)，政策收紧触发线平均为房价环比+0.9%。

而本轮周期政策放松的房价信号在 2021.12(-0.3%)、2022.10(-0.4%)、2023.7(-0.3%) 已经连续三次触发，房地产行业早已进入到政策放松阶段，并放松已经持续了约 2 年时间，政策友好期已经长于过往周期，但经历 2021 年底、2022 年底以及 2023 年 7 月三轮房地产救市政策出台之后，目前房地产市场却依然处于走弱趋势当中，也表明了目前的救市政策效果并不理想。

图 47：过去房地产小周期的政策转向的经验分析



资料来源：Wind，政府官网，申万宏源研究

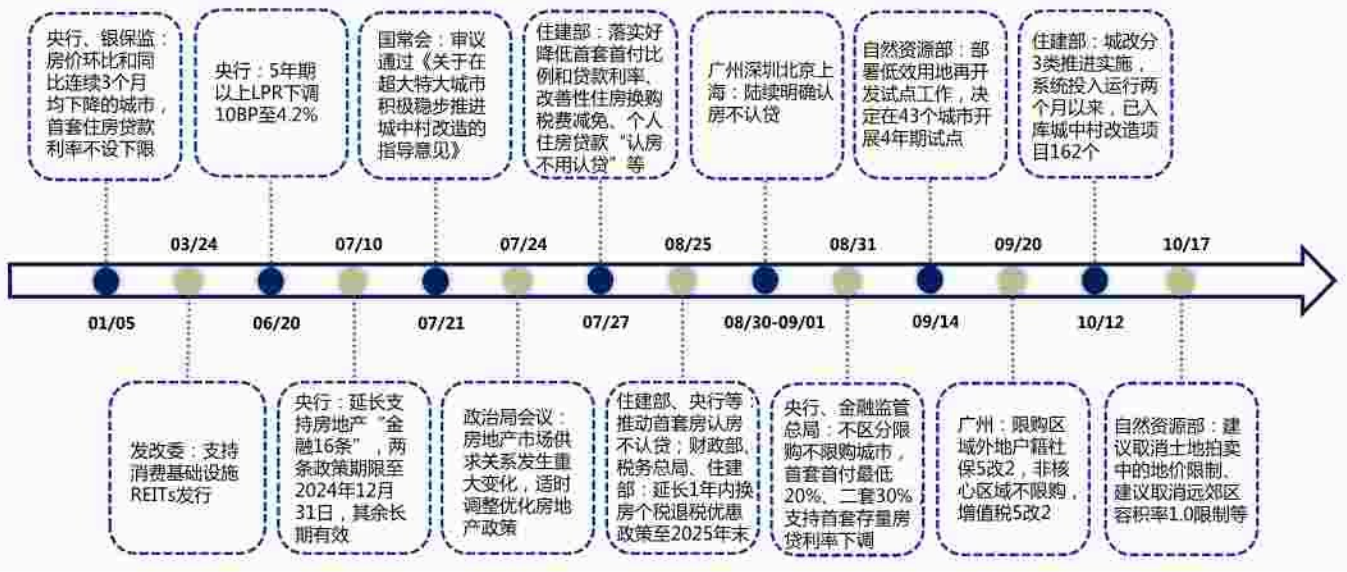
注：我们定义政策面底为总量政策或定向调放松，政策面顶定义为首次出现政策收紧定调，包括中央或者核心城市的收紧政策。

## 2.2 政策回顾：23H1 政策放松曲折，7 月起放松政策频出

2023Q1 行业供需两端发力，但 Q2 政策频次和力度均走弱。2023Q1，政策在供需两端持续发力，包括首套房贷利率不设下限、改善优质房企资产负债表方案、消费基础设施 REITs 试点出台等。但 4 月开始，中央政策力度出台频率和力度明显走弱。2023H1，129 个省市出台 250 次松绑房地产政策。从时间维度看，Q1 政策持续放松，但 Q2 政策频次（环比-60%）、力度（以公积金和人才政策放松为主）均走弱。

不过 7 月起政策又再次密集出台，只是目前效果并不理想。一方面，需求端来看，7/24 政治局会议定调房地产市场供求关系发生重大变化，适时调整优化房地产政策；之后认房不认贷、不区分限购不限购城市首套首付低至 20%、二套 30% 等政策陆续出台。另一方面，城中村改造政策持续强化，7/21 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》，7/28 国务院副总理何立峰出席稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议，表明城改高度战略定位。

图 48：2023 年年初至今重点中央政策情况



资料来源：政府官网，新华社，申万宏源研究

地方政策来看，8月起一二线认贷、限购逐步放松，但效果不佳。8月份以来，二线城市限制性购房政策逐步解除，南京、合肥、济南、青岛等全面取消限购政策，广州、长沙、天津、西安、苏州、厦门优化限购政策，不过从目前销售修复情况来看，8月以来的政策放松效果不佳。

表 3：截至 11/23 重点一二线城市限购政策情况

城市	限购		限售(年限)		公积金贷款		商业贷款		商业贷款(2016/2)	
	限购区域	外地户籍社保月数	一手房	二手房	首套	二套	首套	二套	首套	二套
北京	全市	60	不限售		20%	60%	35%	80%	30%	60%
上海	全市	60(临港人才12,金山人才36)	不限售(增值税5年内全额计征)		20%	70%	35%	70%	30%	70%
深圳	全市	60	产证3年(公寓5年)		30%	40%	30%	40%	30%	70%
广州	核心区域	60	产证2年(法人单位3年)		20%	40%	30%	40%	30%	60%
<b>一线城市</b>		<b>60</b>			<b>23%</b>	<b>53%</b>	<b>33%</b>	<b>58%</b>	<b>30%</b>	<b>65%</b>
杭州	限2套	0	不限售		30%	40%	30%	40%	20%	30%
合肥	不限购	0	不限售		20%	30%	20%	30%	20%	30%
苏州	核心区域, 120平及以上不限购	6	产证2年	不限售	30%	50%	30%	40%	20%	30%
南京	不限购	0	产证3年(或备案3年)		20%	20%	30%	40%	20%	30%
厦门	不限购	6/36	岛内产证5年	网签2年	30%	40%	30%	40%	20%	30%
武汉	不限购	0	不限售		20%	30%	30%	40%	20%	30%
长沙	不限购	0	网签4年		30%	40%	30%	40%	20%	30%
重庆	不限购	6(限贷)	产证2年		20%	30%	20%	30%	20%	30%
成都	7区	12	产证2年(或备案3年)		20%	30%	30%	40%	20%	30%
西安	二环内	6(二手房)/24(新房)	产证2年(或备案3年)		20%	25%	30%	40%	20%	30%

天津	市内六区	6, 大学生 0	不限售	30%	40%	30%	40%	20%	30%
宁波	不限购	0	不限售	30%	30%	30%	30%	20%	30%
福州	不限购	0	不限售	20%	30%	30%	40%	20%	30%
南昌	不限购	工作证明	产证 2 年	20%	30%	30%	40%	20%	30%
石家庄	核心区域	12	产证 5 年	30%	30%	20%	30%	20%	30%
郑州	不限购	0	不限售	30%	30%	30%	40%	20%	30%
<b>重点二线城市</b>		<b>3</b>		<b>25%</b>	<b>33%</b>	<b>28%</b>	<b>38%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>
<b>重点 20 城均值</b>		<b>15</b>		<b>25%</b>	<b>37%</b>	<b>29%</b>	<b>42%</b>	<b>22%</b>	<b>37%</b>

资料来源：地方政府官网，财联社，申万宏源研究

## 2.3 周期对比：基本面更弱于以往周期，但政策限制强于以往

本轮周期和以往周期的不同点在于基本面更弱于以往周期，但政策限制又强于以往：

**政策放松时长：**本轮周期政策已放松约 2 年时间，超过了 2008 年（8 个月）和 2011 年（15 个月）、持平于 2014 年（19-25 个月），并预计后续仍将进一步放松；

**基本面弱复苏：**本轮周期基本面呈现 L 型复苏态势，不同于以往周期的 V 型或曲折 V 型走势，基本面弹性较以往周期更弱；

**宏观经济压力不减：**本轮周期经济压力较 2008 年不减，出口走弱、PMI 下行、消费下行、失业率提升；

**政策放松限制较多：**中央层面，房住不炒、贷款集中度、三条红线等限制；地方层面，一线和二线城市核心区域限购、二套房信贷限制等。

表 4：历轮房地产周期主要刺激工具和宏观背景

周期	政策放松时点	政策收紧时点	政策放松持续月份（个）	基本面走势	政策力度	中央工具	地方工具	宏观背景	政策限制
2008	2008/11	2009/06	8	V 型	全面、大力度	四万亿、连续降息、降首付和房贷利率等	购房补贴、放开限购等	美国 2007 年次贷困境引发全球金融危机，出口大幅下行转负，PMI 大幅下行，社零增速断崖式下行	无
2011	2011/12	2013/02	15	V 型	全面、大力度	降息等	购房补贴、放开限购等	出口不弱，PMI 在 50 左右，社零增速中枢缓慢下移	无
2014	2014/09	2016/03 2016/10	19-25	曲折 V 型	全面、大力度	连续降息、降首付和房贷利率、棚改货币化等	除一线城市外全面放开限购等	出口走弱，PMI 在 50 左右，社零增速中枢缓慢下移	一线限购
2021	2021/12 2022/10	NA	8-18	L 型	局部、中力度	降息、降首付和房贷利率、购房税费减免等	购房补贴、二线局部放开限购等	出口走弱，社零持续下行，PMI 下移，失业率提升	房住不炒，三条红线、贷款集中度，一线和二线城市核心区域限购、二套房贷款比例和房贷利率等

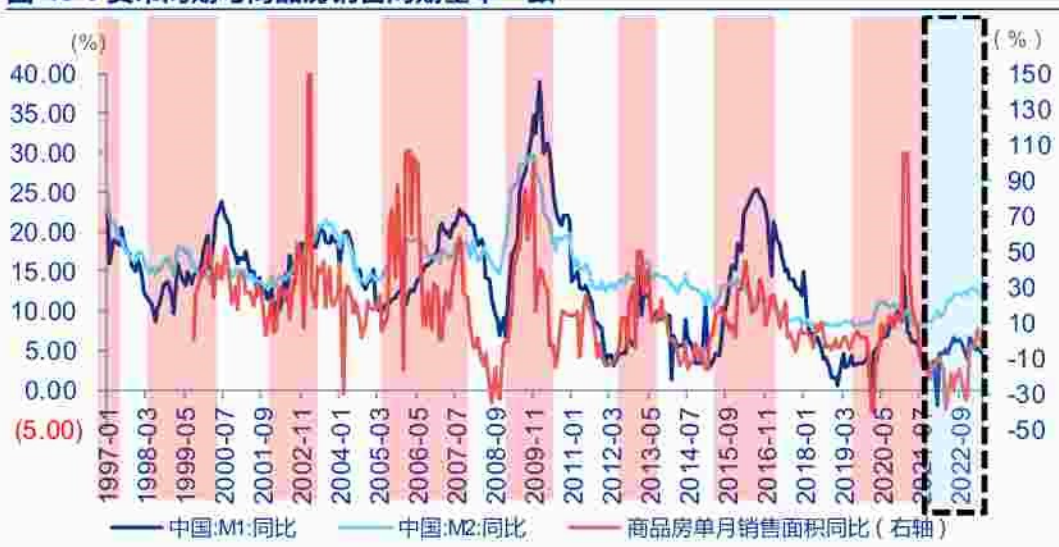
资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.4 政策梗阻：货币周期与地产周期同步，但本轮目前仍未见效

货币周期的划分，由 M1 同比阶段性最低点为界定。其中货币周期一般 3-4 年，上行周期 1.5-2 年，下行周期 1.5-2 年，上下行阶段与房地产周期基本一致。复盘历史可以发现，自 1997 年以来，过去 8 轮周期中（1998、2002、2005、2008、2011、2014、2018、2021），货币周期（M1 周期）和地产周期（销量周期）的走势基本同步，并且每一轮 M2 上行冲顶都会伴随着 M1 跟随并冲顶，同期房地产销售在同期上行并冲顶。

但是本轮周期中（2022 年以来），货币政策和地产政策都已经开始不断放松，货币政策方面 M2 增速持续走高，地产政策方面供需两端也在不断放松，但即便如此，房地产基本面改善反馈依然较弱，甚至还出现持续走弱的迹象，这是由于本轮周期地产依然存在政策梗阻，后续需要进一步的对症施方，包括供需两方面的政策梗阻，其中就目前而言，我们认为解决需求端的政策梗阻更为关键。

图 49：货币周期与商品房销售周期基本一致



资料来源：Wind，申万宏源研究

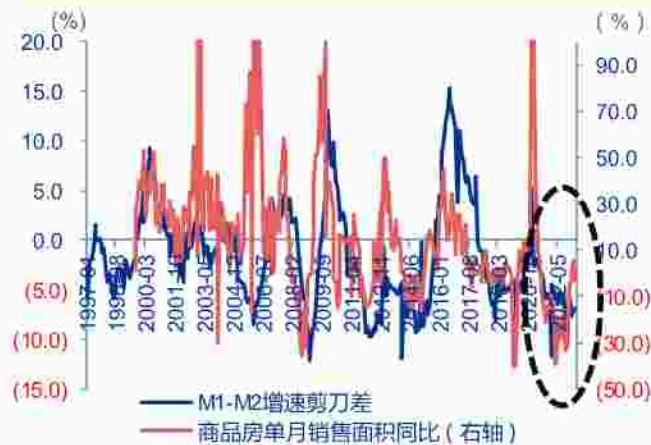
### 2.4.1 政策梗阻 1：货币和销售互为因果，调控政策导致传导阻碍

M1 和 M2 增速剪刀差是投资活跃度的重要体现，它的趋弱反映经济预期较弱，同时地产及产业链参与经济分工较弱而导致资金在金融体系内部空转，经济走弱预期下间接影响了政策放松下的销售弱反馈。M1 和 M2 增速剪刀差实质是企业存款活期化，也是非金融企业投资活跃度的重要体现。如果企业对未来经济乐观，企业流动性需求提高，投资积极性上升，更倾向于将定期存款转化为活期存款；而如果企业对未来经济谨慎，企业将会

进行低风险的金融投资，资金供给充足但实体需求疲弱，于是活期存款定期化。而目前 M2 上升阶段，M1 没有跟随或源于企业对未来经济表示谨慎，同时也源于房地产及产业链参与经济分工较弱而资金在金融体系内部空转，经济走弱预期下间接影响了政策放松下的销售弱反馈。

房地产销售是 M1 和 M2 增速剪刀差主要贡献组成，并具有通过住房按揭和地产产业链的放大作用，但本轮周期中由于调控政策限制销售，从而拖累 M1 和 M2 增速剪刀差，再由经济走弱反过来再影响了政策放松下的销售弱反馈。商品房销售代表了居民定期存款向企业活期存款转化的经济行为，并且在过程中居民会在定期存款基础上撬动较大规模的按揭贷款放大上述存款活期化行为，同时考虑到房地产行业巨大的体量产生的传导效应会逐步向地产上下游各产业链去延伸，从而进一步放大上述存款活期化行为，不过由于政策调控导致了居民购买预期较弱和加杠杆预期较弱，从而阻碍了存款活期化而拖累 M1 和 M2 增速剪刀差，再由经济走弱反过来再影响了政策放松下的销售弱反馈。

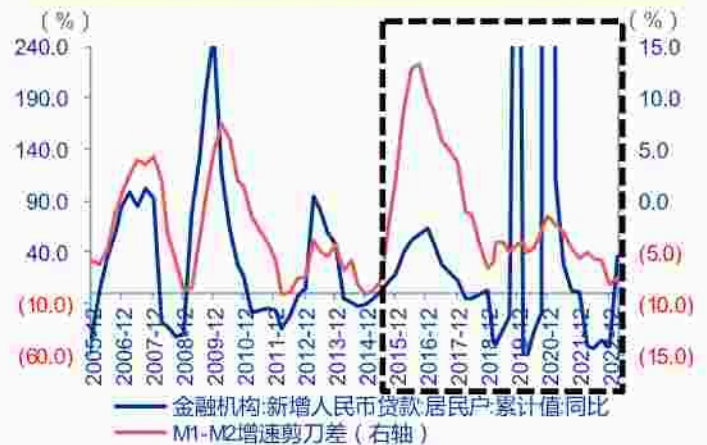
图 50：销售面积同比与 M1-M2 剪刀差强相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：从货币体系来看，M0=流通中现金，M1=M0+企业活期存款，M2=M1+企业定期存款+居民存款。

图 51：新增居民贷款累计同比与 M1-M2 剪刀差强相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：从货币体系来看，M0=流通中现金，M1=M0+企业活期存款，M2=M1+企业定期存款+居民存款。

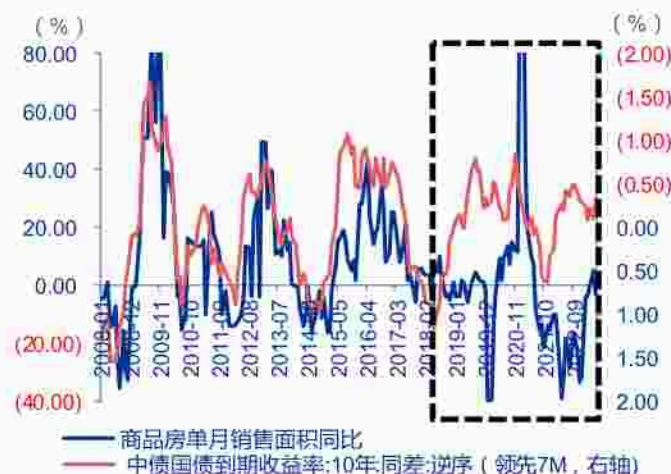
## 2.4.2 政策梗阻 2：利率为销售领先指标，LPR 加入导致传导钝化

市场利率（无风险利率）为房地产销售的领先指标，并且 2018 年以前市场利率向房地产销售传导通畅。在 2018 年之前，从宏观政策周期（货币政策）与销量周期的对比来看，销量与国债到期收益率同差逆序、个人住房贷款加权平均利率逆序均呈现了强相关关系，并呈现出传导链条：市场利率（无风险利率）→ 滞后 7 个月到按揭利率 → 同期反映到销售。

但 2019 年 LPR 的加入钝化了市场利率向地产销售传导行为，或也就导致了目前货币宽松但销售弱反馈。2019 年 LPR 出台以后，市场利率的传导到房贷利率必须经过 5 年期 LPR，而 5 年期 LPR 为非市场化利率，因此上述传导行为出现了钝化，也导致了原先传导

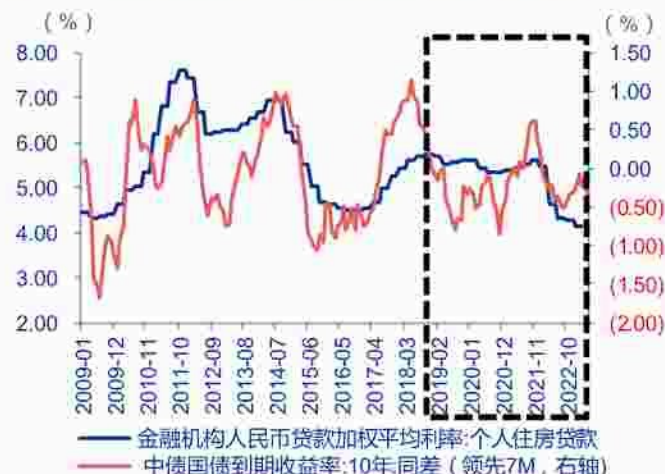
链条变为：市场利率（无风险利率）→5年期LPR（非市场化率）→同期按揭利率→同期反映到销售。而这也就是目前货币宽松但销售弱反馈的原因之一，也是导致上文销售对于M1和M2增速剪刀差贡献减弱的原因之一，因而后续LPR或房贷进一步的下调或是关键。

图 52：销售面积同比与国债到期收益率同差强相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 53：加权房贷利率与国债到期收益率强相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.5 近期政策分析：7月政治局会议对房地产态度转向宽松

7/24 政治局会议指出：供求关系发生重大变化，适时调整优化房地产政策。

1) “适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”：7月14日，央行货币政策司司长邹澜指出“考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化”，这与本次会议中的提法一脉相承，并且从“深刻变化”到“重大变化”，这次用词语气更重，这表明政府认识到目前房地产基本面形势相对严峻，对行业的客观理解为后续政策奠定了基础；

2) 本次政治局会议未提及房住不炒：本次未提及“房住不炒”并不是源于对房地产行业不置可否的态度，而更多是源于上述“房地产市场供求关系发生重大变化”之后的行业政策态度的合理转变，即从严到支持的转变；

3) “适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”：基于上述政策态度转向支持的变化，房地产行业的调控政策可以进一步的适时调整优化，而目前一二线城市仍延续 2016 年 3 月以来的严格购房四限政策，而这些在市场热度较高时期出台的政策或已经不符合目前的房地产供需态势，因而预计后续一二线城市的四限政策或将适时调整优化；

4) “更好满足居民刚性和改善性住房需求”：以前一贯的提法为“支持刚性和改善性住房需求”，而从“支持”到“更好满足”，这次用词语气更积极，预计对一二线改善型需求将有更多的支持政策出台。

5) “要切实防范化解重点领域风险”：表明目前防风险仍是促进行业平稳发展的重要工作之一，去年年底融资“三支箭”政策出台后房企出险问题得到暂时缓解，不过在经过半年后资金端政策落地不及预期后，近期重点民营房企债务到期压力不减、债券二级价格波动较大，因而预计后续房企供给端政策将进一步加大落地力度。

6) “积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设”：7月21日，国常会审批通过超大特大城市城中村改造，7月24日，政治局会议强调积极推动城中村改造，中央政府接连强调积极推动城中村改造，或意味着本次城中村改造将是打造扩内需稳经济的重要举措，并对一二线城市的房地产需求有一定拉动作用、并将更新改造出更多高质量供给，再叠加预期一二线城市政策后续将进一步放松，这将推动一二线核心城市的基本面修复。此外目前城中村改造仍是一个纲领性文件，预计后续还会有更多的细化执行政策落地。

## 2.6 政策展望：城中村改造短期发力要点，住房双轨制长期破局关键

展望后续政策，我们认为城中村改造是短期发力要点，住房双轨制则是长期破局关键。

### （一）短期政策应对：

#### 1) 需求端：支持刚改需求、并提升购买力，重在稳住房价预期

a、一二线城市限购限贷政策放松（一线非核心区、二线城市全面放开），对改善型需求给予政策支持（如：认房不认贷政策、二套房首付比例下降、二套房房贷利率下调等）；

b、对限价政策给予一定程度放松，对于不同类型的产品实施不同的限价政策，对于保障类或中低端商品房相对较严限价，但对于改善类或高端商品房相对较松限价；

c、推动城中村改造：在一二线城市推动城改货币安置（包括房票补偿和货币化补偿）。

#### 2) 供给端：着力保主体、并出台恢复政策，给予长期稳定预期

a、推动和促进房地产行业的并购重组，尤其是推动央企国企并购重组出险企业项目，以及提供并购便利，并购税费、贷款优惠等，包括涉房企业并购重组出险房企等；

b、推动房地产市场债券融资健康恢复，债权融资方面：三条红线有条件放开（结构性放松）、贷款集中度管理有条件放开（结构性放松）、商业银行给主体阶段性流动性贷款支持等；

c、推动房地产市场股权融资健康恢复，股权融资方面：股权再融资放开（适当放松过度严格的股权再融资审核）、商业地产 REITs 放开（包括产业园、物流地产、购物中心、办公等）等。

## （二）长期制度优化：

### 1) 需求端：需求主体分类监管，保护工薪收入群体需求，满足改善性群体需求

a、推动住房双轨制，并分类监管商品房和保障房市场租购行为：仿照新加坡模式，对中低收入居民采用保障房模式（租或售），中高收入居民采用商品房模式（售），并且不同需求主体分类监管；

b、设立国家政策性住房金融机构：一方面，承接银行按揭贷款，化解银行风险，并市场化房贷成本；另一方面，一定程度上支持中低收入人群的房贷优惠支持。

### 2) 供给端：建立多层次供给体系，优化金融资源监管，鼓励行业新发展模式

a、多主体、多渠道、租购并举：支撑国有企业和民营企业共同发展，并且建立商品房和保障房（租或售）健全的市场供给体系，同时给予保障房建设以更多的政策和资金支持；

b、优化金融资源监管：强化预售资金监管政策、强化房企表外融资监管政策、贷款集中度监管有条件放开，三条红线监管有条件放开等；

c、推动 REITs 更大范围的应用：逐步放开 REITs 对于房地产行业的使用限制，推动房地产行业新发展模式的建立，从更多赚取土地增值和资金增值逐步过渡到赚取管理增值。

## 2.7 政策面小结：疏通政策梗阻，短期修复供需，长期优化制度

本轮周期政策放松的房价信号在 2021 年底、2022 年底以及 2023 年 7 月已经连续三次触发，房地产行业早已进入政策放松阶段，并放松已经持续了约 2 年时间，政策友好期已经长于过往周期，但三轮房地产救市政策出台之后，目前房地产市场却依然处于走弱趋势当中，也表明了目前的救市政策效果并不理想。

2023 年 7 月底后，政策频次和力度有所加码，城中村改造、一线城市认房不认贷放开和限购局部放松、住房双轨制持续推进，但需求端销售量价仍在下行，供给端保主体落地效果也不佳。我们认为这源于行业基本面更弱于以往周期，但政策限制又强于以往，即使到目前仍有较多政策限制约束着基本面的改善，这需要更大力度的政策突破或制度改革。

展望政策趋势，我们认为后续行业政策出台需要长短期统筹兼顾、供需两端共同发力。短期需要有效政策应对：1) 需求政策支持从刚需扩至改善，并稳住房价预期；2) 供给政策重在保项目更保主体，并给予长期稳定预期；而长期需要长效制度优化：1) 需求端：需求主体分类监管，保护工薪收入群体需求，满足改善性群体需求；2) 供给端：建立多层次供给体系，优化金融资源监管，鼓励行业新发展模式。

在具体政策方面，我们认为城中村改造是短期发力要点，住房双轨制是长期破局关键。

## 3.城中村改造：预计城中村改造将是中短期需求发力要点

### 3.1 棚改回顾：利刃出鞘，强催化与隐阵痛共存

#### 3.1.1 棚改政策：2015年6月国务院推动棚改货币化安置

棚改始于2005年，爆发在2014-2018年。棚户区改造是我国政府为改造城镇危旧住房、改善困难家庭住房条件而推出的一项民心工程。棚户区中居民所居住的建筑大多为平房，建成年代久远，人均面积较小，且房屋结构和配套设施质量差；建筑周边居住环境较差，基础设施配套不足，存在较多安全隐患，已不符合城市整体居住水平。因此，棚户区改造是一种为提高居民生活质量、改善城市环境、优化城市功能的城市更新方式，对城市和经济的发展都有着重大意义。

梳理棚户区改造发展历史，2005-2008年开启局部试点工作，2008-2013年逐步推广至全国，2014-2018年迎来棚改爆发阶段；此后棚改进入尾声。2014-2018年棚改爆发阶段中，2015年6月国务院发文开始推动棚改货币化安置，这是一个棚改货币化启动的关键时间。

图 54：棚改政策梳理时间轴



资料来源：国务院，央行，国开行，财政部，住建部，申万宏源研究

棚改政策外表为地产行业政策，内核实为宏观货币政策。从地产角度来看，棚改货币化是一个地产政策，通过棚改拆迁+货币化安置，实现去库存、拉动需求，救助房地产行业。从宏观角度来看，棚改货币化是一个货币政策，通过PSL向三四线定向宽松，实现三四线居民购买力提升，从而拉动经济。

图 55：棚户区改造利于商品房去库存和拉动 GDP



资料来源：申万宏源研究

### 3.1.2 棚改资金：棚改资金来源多元化，政策性资金贡献逾七成

棚户区改造资金来源主要分为五大部分：

- 1) 中央补助资金：**中央/各级财政安排的补助城市棚户区改造专项资金，2014 年开始中央补助城市棚户区改造专项资金归并为中央财政城镇保障性安居工程专项资金；再由地方统筹用于城镇低收入住房保障家庭租赁补贴、公共租赁住房建设和城市棚户区改造；
- 2) 地方自有资金：**县政府从城市维护建设税、城镇公用事业附加、城市基础设施配套费、土地出让收入、住房公积金增值收益等渠道中安排的资金；
- 3) 棚改专项贷款（政策性银行贷款）：**国家开发银行、农业发展银行以及其他金融机构支持棚改的政策性贷款、专项建设基金；
- 4) 商业银行贷款：**商业银行信贷支持；
- 5) 棚改专项债：**棚改专项债券的主体为省级政府，债券资金由财政部门纳入政府性基金预算管理，并由本级棚改主管部门专项用于棚户区改造。

棚户区改造资金循环路径比较清晰。中央补助资金、地方自有资金、政策性银行贷款、商业银行贷款、棚改专项债等构成资金来源，地方政府获取资金后拆迁补偿给棚户区拆迁户，同时进行土地回收，拆迁户取得资金后向开发商购买商品，开发商取得销售回款后持续拿地，地方政府获取卖地收入后偿还中央借款等，由此形成资金闭环。

图 56：棚改的资金循环路径比较清晰



资料来源：央行，国开行，农发行，财政部，住建部，申万宏源研究

根据住建部数据，2015-2018 年住建部计划开工合计 2,360 万套，实际开工 2,442 万套，预计总投资额 6.26 万亿元，其中：

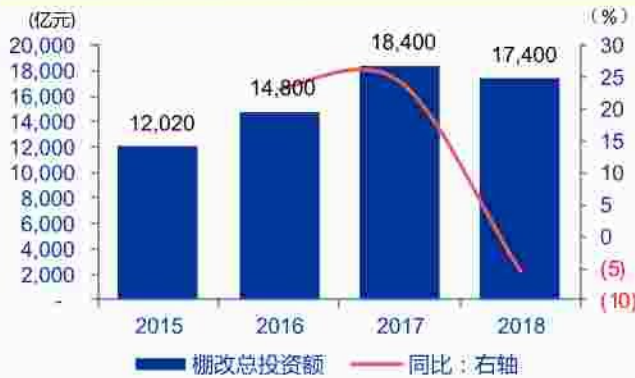
- 1) 棚改专项贷款：国开行、农发行两大政策性银行提供的棚改专项贷款是主要资金来源，2015-18 年棚改专项贷款累计规模达 4.53 万亿元，占比总投资额的 72%，2015-18 年分别占当年投资额的 65%、80%、70%、74%，均值 72%；
- 2) 中央补助/地方自有资金：2015-18 年中央补助/地方自有资金估算累计 0.63 万亿元（根据全国公共财政住房保障支出中关于保障性安居工程的棚户区改造资金估算），2015-18 年分别占当年投资额的 11%、12%、9%、10%，均值 10%；
- 3) 其他性质的资源来源：其他性质的资源来源（包括商业银行贷款、棚改专项债）合计 1.09 万亿元，占比总投资额的 18%。

图 57：棚改资金来源



资料来源：央行，国开行，农发行，财政部，住建部，申万宏源研究

图 58：棚改总投资额及同比



资料来源：住建部，申万宏源研究

图 59：棚改总投资额中资金来源



资料来源：国开行，农发行，Wind，申万宏源研究

### 3.1.3 棚改意义：双刃剑，强催化与隐阵痛并存

棚改作用一：棚改对销售拉动峰值为 15%，并主要在三四线。

2015-2018 年棚改补偿主要以货币化安置为主。尽管棚户区改造启动时间较为久远，但在 2014 年才开启全面爆发阶段。从开工规模角度看，2014 年棚改实际开工 480 万套，此后 2015-2018 年实际开工均超过 600 万套；从安置方式看，2014 年及以前更多采用实物安置方式，2013、2014 年棚改货币化比例仅仅 7.9%、9%，实物安置对房地产本身拉动效应远弱于货币化安置；2015 年 6 月，国务院要求进一步做好城市棚户区改造，积极推进棚户区改造货币化安置，此后我国棚户区改造的补偿模式正式由先前的主推实物安置转为主推货币化安置。2015 年货币化安置比例 29.9%，此后 2017 年迅速提升至 60%，2018 年开始有所回落。

图 60：棚改计划/实际开工套数及货币化安置比例



资料来源：住建部，申万宏源研究

注：2017、2018 年货币化安置比例主要结合各省市货币化安置比例均值进行估算。

棚改货币化安置有利地产去库存，拉动全国商品房销售面积比例均值达 15%。棚改货币化安置后，政府实际上就是把被拆迁棚户区居民的购房需求引导到了商品房体系的分配当中，需求有效放大，对商品房体系的去库存有很大的帮助。从拉动销售来看，上一轮棚改中，我们估算 2015-2018 年全国棚改货币化分别去化库存为 1.5 亿平米、2.5 亿平米、3.1 亿平米和 2.5 亿平米，分别占比 2015-2018 年全国住宅销售面积的 14%、18%、22% 和 17%，均值 18%；占比 2015-2018 年全国商品房销售面积的 12%、16%、18% 和 14%，均值 15%。

**表 5：估算 2015-2018 年棚改货币化安置对全国销售面积的拉动**

全国三四线城市棚改仍需去库存敏感性分析	2014	2015	2016	2017	2018	15-18 平均
财政部核定开工计划（万套）				618	588	
住建部计划开工（万套）	470	580	600	600	580	590
完成（万套）	470	601	606	609	580	599
完成率	100%	104%	101%	102%	100%	102%
货币化安置比例	9%	30%	49%	60%*	50%*	47%
货币化安置房（万套）	42	180	294	365	290	282
货币化安置等效面积（亿平）	0.36	1.53	2.50	3.10	2.47	2.40
单套面积（平）	85	85	85	85	85	85
全国住宅销售面积（亿平）	10.5	11.2	13.8	14.5	14.8	13.6
<b>货币化安置等效面积占比全国住宅销售面积</b>	<b>3.4%</b>	<b>13.6%</b>	<b>18.2%</b>	<b>21.5%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.5%</b>
全国商品房销售面积（亿平）	12.1	12.8	15.7	16.9	17.2	15.7
<b>货币化安置等效面积占比全国商品房销售面积</b>	<b>3.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.3%</b>	<b>14.4%</b>	<b>15.1%</b>
单套投资金额（万元/套）		20	24	30	28	26
<b>合计投资金额（万亿）</b>		<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>

资料来源：统计局，住建部，财政部，申万宏源研究

注：2017、2018 年货币化安置比例主要结合各省市货币化安置比例均值进行估算。

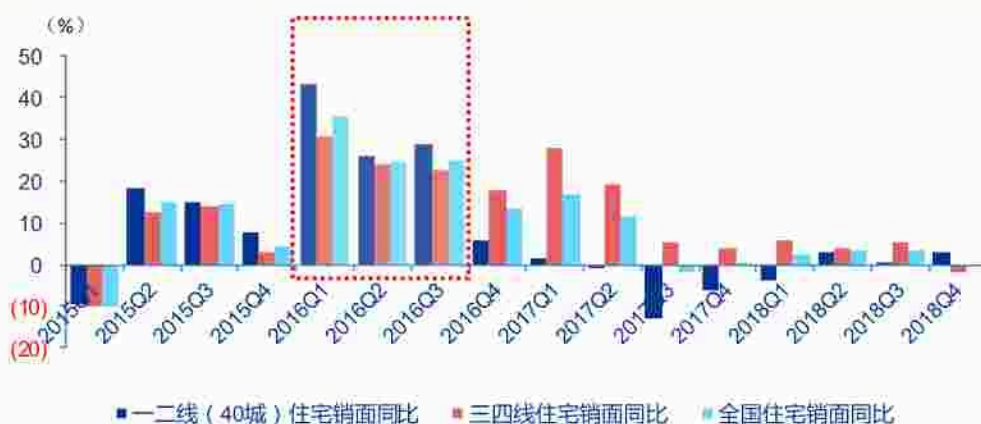
**棚改作用二：棚改货币化安置有利于拉动当地投资、消费，从而拉动宏观 GDP 回升。**棚改推出后，房地产产业链上下游投资拉动效应较为明显，此外原先三四线城市的棚户区居民收入低而消费低，经历棚改货币化之后，居民除了产生购房需求之外，政府也通过认可原先棚户区的房地产价值、实现原先不动产的资产盘活，从而推动居民的财富大幅增长，也同时激发了居民的消费需求，主要包括：家电、装修、家具、汽车等房地产下游消费，拉动了三四线城市的 GDP。宏观层面，2014 年开始，房地产 GDP 对于全国 GDP 的增长贡献率底部回升，2016 年初贡献率大幅回升，而同期棚改货币化对于三四线城市的住宅需求开始产生大幅的拉动作用，或许可以理解为本轮三四线是拉动全国经济的主要动力之一。

图 61：PSL 月度发行量与三四线商品住宅销售面积同比（滞后 3Q）关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 62：各线城市商品住宅销售面积季度同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 63：棚改期间房地产业 GDP 对全国 GDP 拉动效应

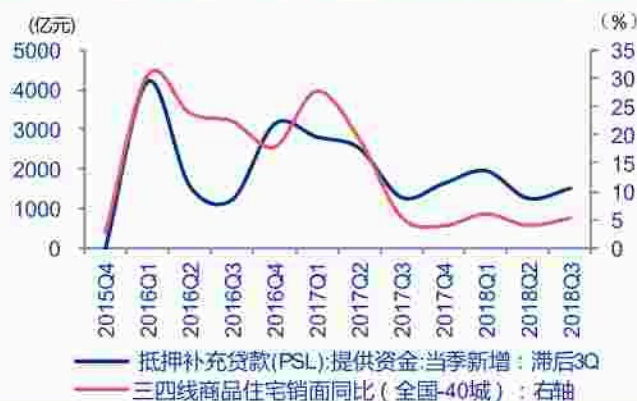


资料来源：Wind，申万宏源研究

从资金效果看，棚改货币化安置资金滞后 3 个季度产生作用。考虑到棚改主要布局在三四线城市，我们发现 PSL 在 2015Q2 放量后，三四线城市在 2016Q1 销售面积同比迎来明显增长，2016Q1 三四线销售面积同比达 31%。从 PSL 季度发行看，2016Q1-Q3 迎来阶段高峰，单季度发行规模达 3,136、2,807、2,526 亿元，而商品住宅销售端下一个高峰发生在 2016Q4、2017Q1、2017Q2，销售面积同比分别为 18%、28%、19%。

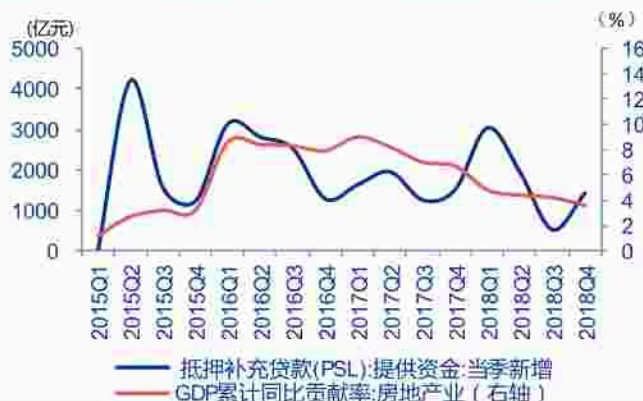
因此整体而言，我们认为在棚改货币化安置较高比例前提下，从央行 PSL 发行，到最终三四线销售市场有所起色，其中滞后时间在三个季度左右。宏观层面，2014 年开始，房地产 GDP 对于全国 GDP 的增长贡献率底部回升，2016 年初贡献率大幅回升，而同期棚改货币化对于三四线城市的住宅需求开始产生大幅的拉动作用，或许可以理解为本轮三四线是拉动全国经济的主要动力之一。

图 64：PSL（滞后 3Q）与三四线住宅销量同比关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 65：PSL 和房地产业对 GDP 累计同比贡献率



资料来源：Wind，申万宏源研究

虽然棚改在推动三四线楼市去库存、拉动 GDP 增长、推动民生工程方面具备明显积极作用，但不可否认的是，棚改也具备明显缺点：

1) 棚改货币化安置 80%集中在低能级三四线城市，推高房价的同时前置需求。我们根据 2016-2017 年主流一二线城市（19 城）货币化安置套数占比全国约 10%，进而估算主流一二线城市（约 40 个城市）货币化安置套数占比全国约 20%，那么剩余三四线城市货币化安置套数占比全国约 80%。尽管这很好地解决了三四线楼市高库存问题，但也带来隐患，三四线城市人口净流出、产业支撑力弱，棚改推动部分低能级城市人均住房面积快速上升，房价过快上涨，即棚改一定程度上前置了市场需求，部分城市甚至被冠以“鬼城”、“空城”称谓。

表 6：2016-2017 年一二线城市（19 城）货币化安置套数占比全国情况

	2016 年棚改计划（万套）	2017 年棚改计划（万套）
全国	606	600
北京	4	3.6
上海	1.3	1.3
深圳	1	1
广州	2.3	1
一线城市合计（万套）	8.6	6.9
一线城市占比	1.4%	1.2%
天津	5	3.5
杭州	7.5	7.5
南京	4.2	4.1
苏州	2.3	2.3
成都	1.6	1.5
武汉	5.2	6.9
长沙	4.3	1.7
郑州	12.4	10.3
合肥	2.3	2.3
南昌	3.4	0.4
重庆	14.3	7.7
济南	4.5	4.3
青岛	6	4.8
厦门	1.5	1
福州	2.1	3.3
重点二线城市合计	76.6	61.7
二线城市占比	12.6%	10.3%
一二线城市（19 城）棚改套数占比	14.1%	11.4%
平均货币化安置比例	35%	50%
一二线城市（19 城）货币化安置套数占比	10.3%	9.7%

资料来源：各政府官网，Wind，申万宏源研究

图 66：2016-2017 年一二线与三四线城市货币化安置套数占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

2) 棚改推动部分城市行情景气度延长,部分房企采取更激进经营策略,为后续保交付任务埋下隐患。棚改使得房地产行业景气度得到延长,大量三四线城市出现量价齐升情况,房企在资金监管较松背景下,纷纷加大杠杆、提升周转、持续下沉布局城市,自2020年后行业进入下行通道,房企持续出现债务违约或展期情况,造成目前保交付任务较为艰巨,部分城市及企业出现商品房烂尾风险。

整体而言,棚改是一把双刃剑,强催化与隐阵痛并存。一方面,棚改有利于推动三四线城市去库存、拉动当地GDP、推动民生工程等,但另一方面,棚改也被动推高了低能级城市的房价、使得居民需求前置,同时为房企激进投资后续出现交付问题埋下隐患,而造成后者弊端的主要问题关键在于,棚改更多聚焦于人口流出地的拆迁安置(主要三四线城市),当时三四线城市的人口流出造成了部分城市棚改后期的供需错配等问题。

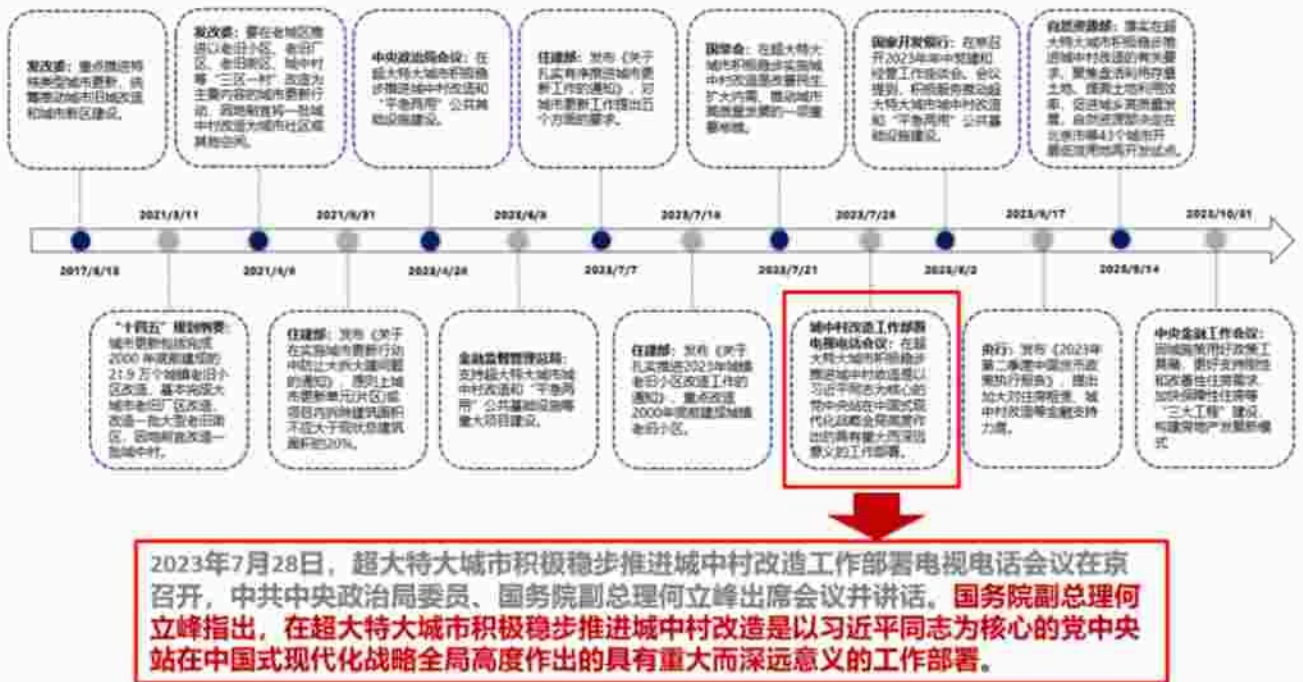
## 3.2 城改展望：战略高度凸显，有望厚积薄发

### 3.1.1 城改政策：23年7月后城改政策加速，并高度战略定位

2023年4月28日,中央政治局会议指出,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;6月8日,金融监督管理总局李云泽书记在陆家嘴论坛表示,支持超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施等重大项目建设。7月7日,住建部发布《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》;7月21日,国常会指出,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。7月28日,城中村改造工作部署电视电话会议提到,在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平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。8月初,国开行会议提到,积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设;8月17日,央行指出加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。9月14日,自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》,也是为了更好落实在超大特大城市积极开展城中村改造的工作部署。

7月以来,国常会、政治局会议、央行、国开行、自然资源部等多中央部门及会议密集表态支持城中村改造,推动了城中村改造逐步从原先城市更新政策的组成部分提级为一个单列的重要政策,尤其在城中村改造工作部署电视电话会议的积极表态,凸显出城中村改造的目前战略高度定位,因而预计后续城改的更多配套政策也将加速出台,从而推动城改加速推进。

图 67：国常会以来关于城中村改造相关政策表述



资料来源：国务院、国常会、住建部、发改委、财政部、中央经济工作会议、国开行、自然资源部，申万宏源研究

### 3.2.2 城市范围：预计城市扩围至 35 城，主要聚焦一二线城市

2023 年 7 月 21 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，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。

根据《国务院关于调整城市规模划分标准的通知》和七普数据，本次城中村改造政策涉及的超大特大城市一共为 21 个一二线城市，并且值得注意的是，本次城中村改造政策隐含设置了入选城市的城市人口门槛为 500 万以上。

表 7：中国城市规模层级

城市层级	城区人口规模	数量	代表城市
超大城市	超过 1000 万	7	北京、上海、广州、深圳、重庆、天津、成都
特大城市	500 万-1000 万	14	武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连
I 型大城市	300 万-500 万	14	南宁、石家庄、厦门、太原、苏州、贵阳、合肥、乌鲁木齐、宁波、无锡、福州、长春、南昌、常州
II 型大城市	100 万-300 万	71	兰州、惠州、唐山、海口、徐州、烟台、洛阳、珠海、西宁、南通、银川、襄阳、昆山、泉州、芜湖等
中小城市	100 万以下	500+	鄂尔多斯、韶关、阳江、阜阳、南阳、荆州、玉林、三亚、驻马店、内江、石河子、安庆等

资料来源：国务院，第七次人口普查，申万宏源研究

值得注意的是，一方面，城中村改造规定了城市人口门槛，另一方面，公安部放宽特大城市落户政策，意味着本次城中村改造是走大国大城路线的，这区别于棚改主要聚焦于人口流出地的拆迁安置（主要为了去库存），本轮城中村改造更加聚焦于人口流入地的拆迁安置（既考虑稳经济，又考虑长期发展）。

考虑到城中村改造政策更聚焦于人口流入地的拆迁安置，其中的核心关键在于人口流入、而非城市人口门槛，并且考虑到近期部分不在超大特大城市 21 城范围内的城市也推出了城中村改造/货币化及房票安置等相关政策，例如合肥、南昌等城市，而这些城市大部分属于 I 型大城市（人口 300-500 万），这两方面因素综合考试之后或意味着本次城中村改造政策更关注人口流入，并预计后续城市人口门槛的限制可能会放宽，入选城市数量也有望扩围至 35 个城市。

图 68：公安机关服务保障高质量发展若干措施



资料来源：公安部，申万宏源研究

### 3.2.3 改造范围：预计城中村范畴更大，并更新节奏将更快

从一般定义来说，城中村是城市化过程中，在城市建成区范围内，在集体用地上的自建房、宅基地等。相对于棚户区土地性质为国有建设用地，城中村一般而言土地形式为集体建设用地，仅从表观定义来对比这两者房屋土地性质的差异，很容易形成两个初步而简单的感性认识：1）基于集体土地的城中村房屋规模可能有限；2）基于集体土地的城中村拆迁可能更慢。

不过我们认为上述两个感性认识是不准确的，并我们认为城中村改造会有两个方面超预期：一方面，预计本次城中村改造的规模将比预期更大；另一方面，预计本次城中村改造的更新节奏也将比预期更快。

表 8：棚改与城中村改造对比

类别	棚改	城中村改造
定义	主要是对建成时间较早的简易房、危房的更新拆除重建	主要是对大型城市城中村的自建房、宅基地等集体性质土地的更新改造
土地性质	国有建设用地	集体建设用地
更新对象	简易房、危房	大型城市城中村的自建房、宅基地等
城市能级	全国范围，三四线为主	一二线为主
更新方式	拆除重建为主	改造更新+拆除重建
更新节奏	相对较快	相对较慢
参与主体	政府主导	政府负责、多主体参与
产品及模式	销售型为主	销售型+经营型多种产品
资金来源	央行、商业银行和地方政府多渠道资金	多渠道资金

资料来源：住建部，广东省政府官网，深圳政府官网，申万宏源研究

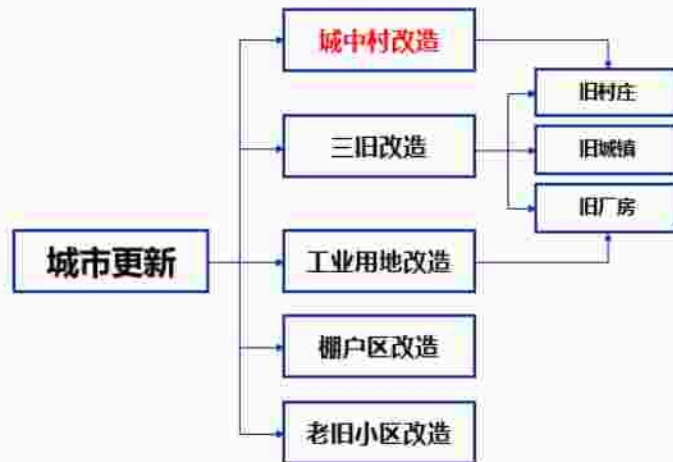
一方面，城中村改造虽然基于集体用地，但预计又将不限于集体用地，预计后续地方政府编制规划中，城中村改造的范围可能会包括集体土地、棚改、旧改、工业用地改造等，考虑到城中村涉及房屋类型范围或将更广，也将意味着城中村改造规模会比预期更大。上述观点主要有两方面的支撑：

a) 从城市规划角度来看，城中村改造在编制规划过程中就自然会带入多种类型土地和多种类型的房屋。一般而言，城中村内各类土地用地性质复杂交错，不仅包括村民宅基地、集体建设用地，同时还有可能包括一些国有建设用地、历史遗留用地和耕地，从政府做总体规划角度而言，在错综复杂的土地性质和房屋性质的组合中，很难只针对当中部分集体土地上的房屋做规划，而避开其他房屋类型。

b) 从城市计划角度来看，各地方公布的城市更新的规划中，不仅仅涉及城中村，同时也包括有旧改、棚改等范畴。例如：在《广州市城市更新专项规划（2021-2035年）（公开征求意见稿）》中，纳入“三旧”改造的总用地面积 606 平方公里，其中旧厂房、旧城镇、旧村庄分别为 208、73、325 平方公里。

9月14日，自然资源部在《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》一文中，指出“探索土地混合开发、空间复合利用、跨空间单元统筹等政策”、“以城中村和低效工业用地改造为重点”，也暗示城改土地范围有所扩容，土地范围或不限于集体土地。

图 69：城中村改造在规划编制过程中自然会带入多种城市更新类型



资料来源：各地政府官网，申万宏源研究

另一方面，考虑到本次城中村改造引入了政府主导的做地模式、同时也考虑到前文讨论的城中村改造涉及房屋类型范围或将更广，这两方面的因素都将推动城中村改造的更新节奏也将比预期更快。

### 3.2.4 资金来源：关注专项借款和专项债的相应配套政策

从目前已有政策脉络梳理看，本次城改资金有望更为多元化。7月28日，城中村改造工作部署电视电话会议提到，“坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式”，不同于棚改，城中村改造的参与主体、开发模式、最终产品也将更为多元；“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”，意味着城改的资金来源更为多元，资金循环也更加复杂。

图 70：城改资金来源结构预测



资料来源：央行，国开行，申万宏源研究

### 3.2.5 安置方式：预计货币化安置为主，其中房票占比会提升

上一轮棚改过程中，货币化安置与实物安置是主要补偿方式，且货币化安置比例在 2013 年后持续上升，至 2017 年达 60%；棚改货币化安置可以有利于推动楼市去库存、拉动当地 GDP、化解债务风险、推动民生工程，是一举多得的宏观总量政策。而本轮城中村改造周期中，近期已经有郑州、南京、南昌等多个城市接连表态鼓励推行货币化安置，这代表着货币化安置是本轮城改的重要安置方式，并且从上述城市的政策表述中可以看出，本轮城改中货币化安置包括房票补偿和货币补偿。

我们认为，预计本轮城中村改造将以货币化安置为主，包含房票补偿和货币补偿，同时考虑到目前市场比较差，房票补偿的定向性更强，因而预计初期房票补偿将更占主导。不过同时考虑到货币补偿对房地产产业链上下游投资、消费拉动效应更明显，因而预计后续不同城市、不同时间根据市场环境都会动态调整，因地制宜设置各类安置方式比例。

表 9：2023 年以来各城市表态鼓励推动货币化和房票安置情况

时间	城市	主要内容
2023/6/1	青岛	青岛市住房和城乡建设局等多部门联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，其中提出，支持刚性和改善性住房需求。全面推行二手房“带押过”“优鲜卖”模式，促进“卖旧买新”“卖小换大”。鼓励各区（市）棚户区城中村改造征收补偿货币化安置，试点房票制度。
2023/7/16	宁波	宁波市住建局、市资规局联合印发《宁波市房屋征收安置房票实施办法（试行）》，宁波市住建局、市资规局、市财政局联合发布《关于进一步深化宁波市房屋征收安置房票实施办法（试行）有关事项的通知》，市级房票政策即将落地实施，政策明确，各区（县、市）政府可从列入年度征收实施计划的国有和集体所有土地上的征收项目中，制定发行房票计划方案，确定发行房票的征收项目及房票发行规模。
2023/7/28	合肥	7月28日下午，合肥市房地产工作专题会议明确要抓紧完善以下工作举措：大胆稳妥推进商品房“现房销售”试点，着力抓好蜀山区和包河区各一个试点项目。为避免公摊面积比例过大，要积极探索商品房销售按套内面积计价，大力推动货币化安置。

时间	城市	主要内容
		房票安置等多元化安置方式，尽全力让市民在安置上更早更快更灵活。
2023/7/31	南京	南京市规划和自然资源局发布了《南京市征收集体土地涉及房屋补偿安置办法》(意见稿)，办法明确征收集体土地涉及住宅房屋的补偿安置方式主要为货币补偿。实行货币补偿的，符合条件的被征收人可以申购集体土地征收安置房。具备条件的区域可以在国土空间规划确定的居民点范围内，采用重新安排宅基地建房的方式予以补偿安置。非住宅房屋的补偿方式为货币补偿。住宅房屋实行货币补偿的，其征收补偿款由原房补偿款和综合补偿款两部分组成。
2023/8/3	郑州	郑州市房管局、郑州市财政局等八部门联合发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进郑州市房地产市场平稳健康发展。其中，《通知》指出要稳妥推进城中村改造和城市更新。城中村改造、城市更新中涉及的房屋征收，通过购买商品住房、发放安置房票等货币化为主的方式实施安置。未开工建设的安置房，原则上以货币化安置为主。
2023/8/17	南昌	南昌市人民政府办公室关于印发促进我市房地产市场平稳健康发展的若干政策措施的通知，其中提出推行货币化和“房票”安置方式。对未开工建设的安置房征收项目，被征收人可选择货币化。“房票”和实物安置方式，对选择“房票”购买新建商品房安置的予以奖励。
2023/8/25	嘉兴	《嘉兴市关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的措施》的通知提出拓宽货币化安置渠道。加快全域土地综合整治、城中村改造和城市有机更新，完善“房票”安置政策，拓宽房源选择范围。对于选择“房票”安置的群众，各地应因地制宜制定相关支持政策。积极探索“房票”跨区域使用政策。
2023/9/1	兰州	兰州市住建局发布《兰州市国有土地上房屋征收房票安置实施办法(试行)》(意见稿)鼓励选择货币补偿和房票安置。住宅房屋和非住宅房屋选择货币补偿的，给予不高于被征收房屋评估价值 10%的奖励；住宅房屋选择房票安置的，根据项目实际，给予不高于被征收房屋评估价值 30%的房票安置奖励，具体奖励额度由区(县)人民政府在征收补偿方案中确定，并给予一次性 6 个月的临时安置费。
2023/10/28	广州	《广州市城市更新专项规划(2021-2035年)》《广州市城中村改造专项规划(2021-2035年)》经第四届广州市规划委员会地区规划专业委员会第十四次会议审议通过，提出优化成本核算与征拆标准，探索房票安置政策机制，拓宽城中村改造资金支持渠道等策略，破解城中村改造难题，提升改造效率。

资料来源：各地政府官网，申万宏源研究

### 3.2.6 规模测算：21 城合计 9.3 亿平，35 城合计 11.9 亿平

#### 1) 估算方法 1：城区估算法，估算 21 城城中村建面约 9.6 亿平

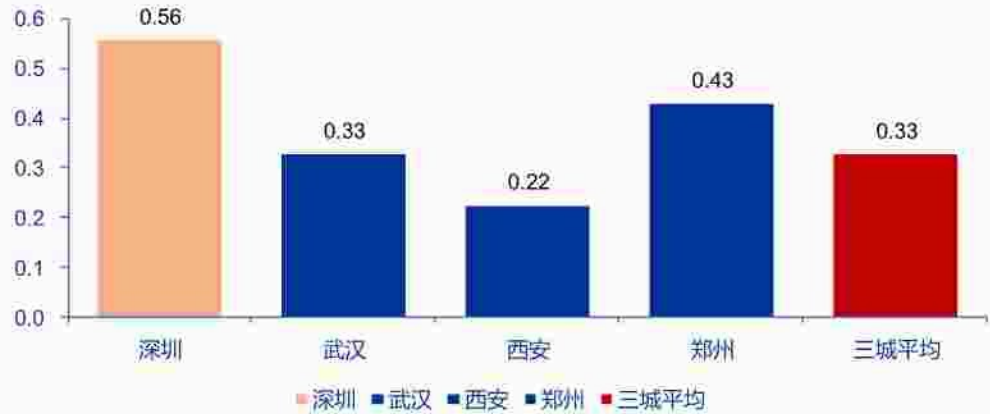
城区估算法：我们通过部分城市城中村总占地面积占比城区面积的方式，估算 21 个超大特大城市的城中村房屋建筑面积。

从广州、深圳等 8 个城市来看，城中村总占地面积/城区面积平均为 3.7%，我们对于剩余 12 个城市按照上述比例进行估算 21 个超大特大城市城中村总占地面积约 24 亿平米。

另外，我们估算深圳的城中村容积率为 0.56。考虑到广东城中村占比较高，且居住密度高，我们假设广州、深圳、佛山、东莞四个城市按照深圳的比例 0.56 进行估算，其余城市则按照 0.33 估算，可以计算得到对应 21 城城中村房屋建筑面积为 9.6 亿平米。

综合之下，通过城区估算法，我们估算 21 城城中村房屋建筑面积约为 9.6 亿平米。

图 71：部分城市城中村原有建筑估算容积率



资料来源：各地政府官网，澎湃新闻，经济日报，申万宏源研究

注：三城平均为武汉、西安、郑州的平均值。

表 10：通过城区面积对 21 城城中村房屋建筑面积估算

城市层级	城市	市区占地面积 (平方公里)	城区占地面积 (平方公里)	城中村占地 面积占比	城中村总占地面积 (万平)	城中村房屋建面积 (万平)
超大城市	北京	16,410	16,410	0.1%	2,297	751
	上海	6,341	6,341	0.3%	2,133	697
	深圳	1,986	1,986	18.1%	36,000	20,000
	重庆	43,264	7,781		28,783	9,405
	广州	7,434	2,256	14.4%	32,500	18,056
	成都	4,840	1,485		5,491	1,794
	天津	11,926	2,653		9,815	3,207
特大城市	武汉	8,569	1,452	14.7%	21,381	6,986
	东莞	2,460	2,460	4.3%	10,600	5,889
	西安	5,807	943	9.2%	8,714	2,847
	杭州	8,318	2,272		8,406	2,747
	佛山	3,800	613		2,267	1,259
	南京	6,589	4,226		15,634	5,108
	沈阳	5,116	1,610		5,955	1,946
	青岛	5,190	3,089		11,427	3,734
	济南	8,367	2,419		8,949	2,924
	长沙	1,200	1,200		4,438	1,450
	哈尔滨	10,193	491		1,815	593
	郑州	1,010	762	9.2%	7,000	2,287
	昆明	6,242	1,783		6,594	2,155
	大连	5,244	1,523		5,634	1,841
超大城市		92,201	38,912	3.0%	117,021	53,910
特大城市		78,105	24,843	4.8%	118,813	41,766
<b>21 城合计</b>		<b>170,306</b>	<b>63,755</b>	<b>3.7%</b>	<b>235,833</b>	<b>95,676</b>

资料来源：2021 年城市建设统计年鉴、各地政府官网、各市住建部、经济日报、澎湃新闻、城市观察，申万宏源研究

2) 估算方法 2：人口估算法，估算 21 城城中村建面约 9.1 亿平

人口估算法：从七普数据住房来源来看，我们按照各城市城区人口数量、人均住房面积估算各城市存量房面积，并按自建房比例（城中村房东自住部分）、低租金住房比例（城中村房东出租部分），估算 21 个超大特大城市的城中村房屋建筑面积。

我们通过各城市的城区人口数量、人均住房面积，估算 21 个超大特大城市的存量住房面积约 76 亿平米。我们按照第七次人口普查中各省份的自建房比例+低租金租房比例作为各城市的自建房东户数比例+低租金租房户数比例进行估算，估算 21 城的城中村房屋建筑面积约 9.1 亿平米。

综合之下，通过人口估算法，我们估算 21 城城中村房屋建筑面积（自建房建筑面积+低租金住房建筑面积）约 9.1 亿平米。

图 72：第七次人口普查家庭户数按住房来源分类占比



资料来源：第七次人口普查，申万宏源研究

表 11：通过自建房面积对 21 城城中村房屋建筑面积估算

城市层级	城市	城区人口 (人)	人均面积 (平)	自建房比例 (按所在省)	自建房建面 (万平)	低租金人均面积 (平米)	低租金比例 (按所在省)	低租金建面 (万平)	合计占比	城中村房屋建面 (万平)
超大城市	北京	17,751,681	35	2.7%	1,700	15	4.2%	1,096	7.0%	2,795
	上海	19,873,080	32	2.0%	1,287	15	4.8%	1,399	6.8%	2,686
	深圳	17,438,289	22	11.1%	4,167	15	32.2%	8,170	43.3%	12,337
	重庆	16,343,989	42	4.0%	2,713	15	0.6%	133	4.5%	2,845
	广州	14,878,353	30	11.1%	4,986	15	32.2%	6,970	43.3%	11,956
	成都	13,340,304	42	5.9%	3,298	15	4.2%	820	10.2%	4,118
特大城市	天津	10,933,092	35	2.3%	900	15	1.4%	228	3.8%	1,129
	武汉	9,953,005	40	13.9%	5,495	15	2.6%	375	16.5%	5,871
	东莞	9,557,552	28	11.1%	2,953	15	14.6%	2,037	25.7%	4,990
	西安	9,283,714	45	9.0%	3,754	15	6.1%	831	15.1%	4,585
	杭州	8,741,724	45	13.8%	5,384	15	8.1%	1,033	21.9%	6,417

佛山	8,538,876	36	11.1%	3,442	15	14.6%	1,820	25.7%	5,262
南京	7,914,639	40	11.2%	3,508	15	1.7%	195	12.9%	3,704
沈阳	7,067,239	36	4.1%	1,053	15	2.4%	244	6.5%	1,297
青岛	6,007,745	35	13.7%	2,881	15	1.4%	119	15.1%	2,999
济南	5,877,987	41	13.7%	3,341	15	1.4%	116	15.1%	3,457
长沙	5,546,354	43	18.0%	4,312	15	2.5%	202	20.5%	4,513
哈尔滨	5,499,284	35	2.1%	401	15	1.9%	152	4.0%	552
郑州	5,344,842	42	17.6%	3,951	15	1.5%	113	19.0%	4,064
昆明	5,340,881	42	16.2%	3,638	15	11.0%	859	27.3%	4,497
大连	5,208,288	34	4.1%	734	15	2.4%	180	6.5%	914
<b>超大城市</b>	<b>110,558,788</b>	<b>34</b>	<b>5.1%</b>	<b>19,051</b>	<b>15</b>	<b>5.1%</b>	<b>18,816</b>	<b>10.2%</b>	<b>37,866</b>
<b>特大城市</b>	<b>99,882,130</b>	<b>39</b>	<b>11.6%</b>	<b>44,847</b>	<b>15</b>	<b>2.1%</b>	<b>8,277</b>	<b>13.8%</b>	<b>53,124</b>
<b>21城合计</b>	<b>210,440,918</b>	<b>36</b>	<b>8.4%</b>	<b>63,898</b>	<b>15</b>	<b>3.6%</b>	<b>27,092</b>	<b>12.0%</b>	<b>90,990</b>

资料来源：第七次人口普查，申万宏源研究

### 3) 两种估算法对比：我们估算 21 城城中村建面平均约 9.3 亿平

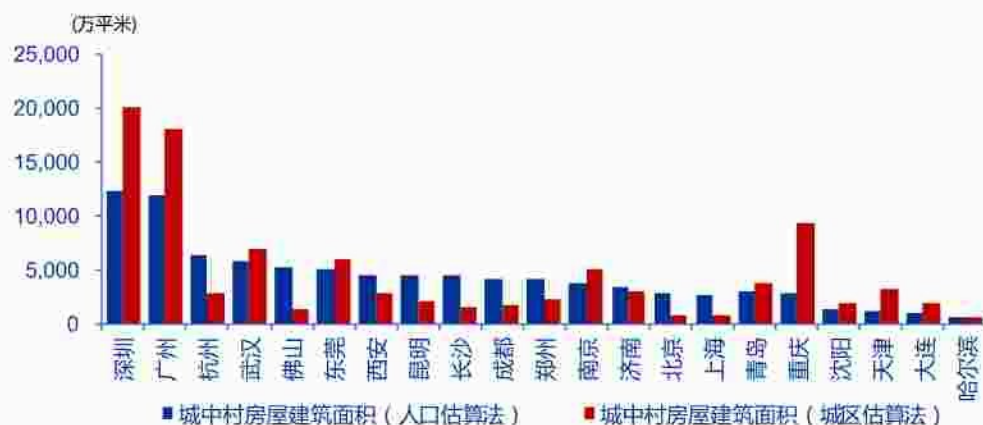
我们通过两种方式估算 21 城城中村房屋建筑面积分别为 9.6 亿平米、9.1 亿平米，总量层面估算结果相近，而从具体城市来看，部分城市在两种估算方式之下存在较大差异，主要源于：城区估算法当中，对于城区面积的依赖更强；人口估算法当中，对于城区人口的依赖更强。

**在城区估算法的测算过程中**，估算方式对于城区面积的数据依赖太强，导致如果城区面积数据过大过小都会造成城中村面积估算的误差，比如重庆的城区面积相对较大，但实际重庆严格意义上的城中村（集体用地）并不算多，导致重庆的城中村面积估算结果偏大，而比如佛山的城区面积相对较小，但佛山又是传统的华南的城中村较多的城市，导致佛山的城中村面积估算结果偏小。

**在人口估算法的测算过程中**，估算方式对于常住人口的数据依赖太强，但考虑到大城市的流动人口较多，因为大城市的常住人口的官方数据偏低，这样就会造成深圳和广州等城市估算出来的城中村面积相对偏低。

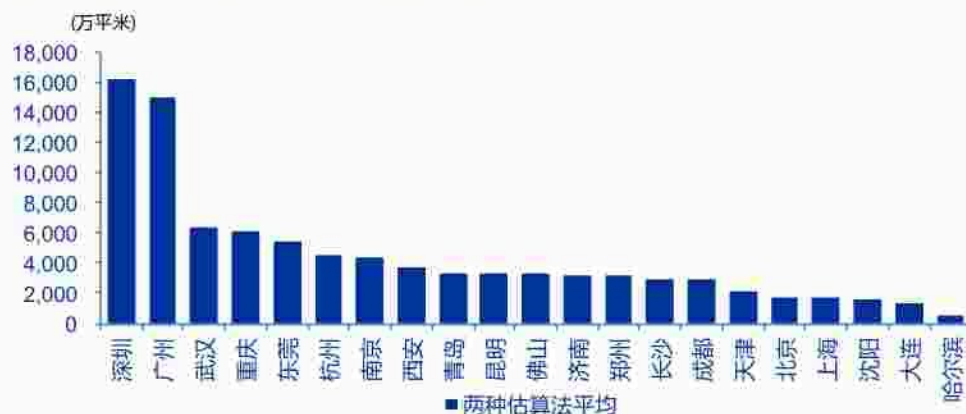
因而，综合考虑上述两种估算法的优缺点之后，我们认为两种估算法平均的平均值可能可以更加准确反映目前 21 个城市的城中村房屋建筑面积的总量规模以及结构情况，由此我们估算 21 城城中村房屋建筑面积平均约为 9.3 亿平米。

图 73：两种方式下估算各城市城中村房屋建筑面积的对比



资料来源：第七次人口普查，各地政府官网、澎湃新闻、经济日报等，申万宏源研究

图 74：两种估算法平均后各城市平均城中村房屋建筑面积



资料来源：第七次人口普查，各地政府官网、澎湃新闻、经济日报等，申万宏源研究

考虑到预计本次城中村改造城市人口门槛有望从 500 万下降至 300 万，因而预计城市范围将从 21 城扩展至 35 城（7 个 1000 万人口城市+14 个 500 万人口城市+14 个 300 万人口城市）。

表 12：中国城市规模层级

城市层级	城区人口规模	数量	代表城市
超大城市	超过 1000 万	7	北京、上海、广州、深圳、重庆、天津、成都
特大城市	500 万-1000 万	14	武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连
I 型大城市	300 万-500 万	14	南宁、石家庄、厦门、太原、苏州、贵阳、合肥、乌鲁木齐、宁波、无锡、福州、长春、南昌、常州
II 型大城市	100 万-300 万	71	兰州、惠州、唐山、海口、徐州、烟台、洛阳、珠海、西宁、南通、银川、襄阳、昆山、泉州、芜湖等
中小城市	100 万以下	500+	鄂尔多斯、韶关、阳江、阜阳、南阳、荆州、玉林、三亚、驻马店、内江、石河子、安庆等

资料来源：国务院，第七次人口普查，申万宏源研究

上文中我们根据方法 1 和方法 2 我们估算 21 城的城中村房屋建筑规模为 9.3 亿平米，考虑到新增 14 个 300 万人口城市，我们按照估算方法扩展至 35 城后的城中村房屋建筑面积规模为 11.9 亿平米。

表 13：城中村改造涉及城市数敏感性分析

城市数	城市范围	常住人口 (万人)	城中村房屋面积 (万平方米)		
			城区估算法	人口估算法	平均
7 城	超大城市	11,056	53,910	37,866	45,888
21 城	超大、特大城市	21,044	95,676	90,990	<b>93,333</b>
35 城	超大、特大城市、I 型大城市	26,375	117,967	119,343	<b>118,655</b>

资料来源：第七次人口普查，2021 年城市建设统计年鉴、各地政府官网、各市住建部、澎湃新闻、经济日报，申万宏源研究

### 3.2.7 影响分析：对全国拉动弱于棚改，但对一二线影响更大

**估算每年城改投资额 1.5-2.1 万亿。**根据此前发布的《城中村改造专题报告系列之一：城改大有可为，战略高度定位》，估算城中村建面约 9.3-11.9 亿平，其中 21 城城中村建面约 9.3 亿平，敏感性分析考虑城市扩围至 35 城估算约 11.9 亿平。假设如果按照 5 年完成拆除改造，则对应每年拆改面积约 1.9-2.4 亿平米；而假设如果按照 8 年完成拆除改造，则对应每年拆改面积约 1.2-1.5 亿平米，同时基于入选城市或扩围、房屋范畴或更大、更新节奏或更快等三大推论，估算本轮城中村改造每年投资额约为 1.5-2.1 万亿元，累计投资额约为 7.3-10.6 万亿元。

表 14：城中村改造对于销售面积和投资额的测算

类别	测算	测算	测算	测算	测算	测算
	(21城 5年)	(21城 8年)	(35城 5年)	(35城 8年)	(35城 5年)	(35城 8年)
城中村建筑面积(万方)	18,667	11,667	23,731	14,832	23,731	14,832
改造比例	80%	80%	80%	80%	70%	70%
改造面积(万平米)	14,933	9,333	18,985	11,865	16,612	10,382
拆除比例	20%	20%	20%	20%	30%	30%
拆除面积(万平米)	3,733	2,333	4,746	2,966	7,119	4,450
货币化安置率	50%	50%	50%	50%	50%	50%
实物安置面积(万平米)	1,867	1,167	2,373	1,483	3,560	2,225
货币化安置面积(万平米)	1,867	1,167	2,373	1,483	3,560	2,225
拆建比	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
新建面积(万平米)	7,467	4,667	9,492	5,933	14,239	8,899
回迁面积(万平米)	2,427	1,517	3,085	1,928	4,628	2,892
可售面积(万平米)	5,040	3,150	6,407	4,005	9,611	6,007
单方成本合计(元/平米)	22,659	22,659	22,659	22,659	22,042	22,042
补缴地价(元/平米)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
复建成本(元/平米)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
过渡时期安置费(元/平米)	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600
货币化安置费(元/平米)	21,700	21,700	21,700	21,700	21,700	21,700
更新改造成本(元/平米)	500	500	500	500	500	500
总成本/投资(亿元)	11,420	7,138	14,519	9,074	21,185	13,240
补缴地价(亿元)	2,016	1,260	2,563	1,602	3,844	2,403
复建成本(亿元)	3,733	2,333	4,746	2,966	7,119	4,450
货币化安置成本(亿元)	4,051	2,532	5,150	3,219	7,724	4,828
过渡期安置成本(亿元)	874	546	1,111	694	1,666	1,041
改造更新成本(亿元)	747	467	949	593	831	519
每年投资规模(亿元)	11,420	7,138	14,519	9,074	21,185	13,240
累计投资规模(亿元)	57,101	57,101	72,593	72,593	105,923	105,923

资料来源：第七次人口普查、2021年城市建设统计年鉴、各地政府官网、各市住建部、经济日报、澎湃新闻，申万宏源研究

估算每年拉动全国销售占比为 6%-10%，拉动一二线城市销售占比为 19%-29%。考虑到入选城市或扩围、房屋范畴或更大、更新节奏或更快等三大推论，我们认为后续城中村改造的假设条件应该更接近于 35 城/5 年/拆旧比 20%-30% 的假设，因而我们估算本轮城中村改造每年拉动销售面积约为 0.9-1.3 亿平米（主要在一二线城市），对应每年拉动销售面积占比全国约为 6%-10%，占比 35 城（主要为一二线城市）约为 19%-29%。

表 15：城中村改造对于销售和投资的拉动测算

类别	测算(21城 5	测算(21城 8	测算(35城 5	测算(35城 8	测算(35城 5	测算(35城 8
	年/20%)	年/20%)	年/20%)	年/20%)	年/30%)	年/30%)
每年投资规模(亿元)	11,420	7,138	14,519	9,074	21,185	13,240
累计投资规模(亿元)	57,101	57,101	72,593	72,593	105,923	105,923
货币化安置金额(亿元)	4,051	2,532	5,150	3,219	7,724	4,828
假设首付比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%
货币化去化单价(元/平米)	15,190	15,190	15,190	15,190	15,190	15,190
货币化拉动面积(万平米)	5,333	3,333	6,780	4,238	10,170	6,357
货币化拉动面积+实物安置(部分) (万平米)	6,827	4,267	8,679	5,424	13,018	8,136
<b>占比全国</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>
<b>占比 21城/35城</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>
<b>每年投资规模(亿元)</b>	<b>23%</b>	<b>14%</b>	<b>19%</b>	<b>12%</b>	<b>29%</b>	<b>18%</b>

资料来源：第七次人口普查、2021年城市建设统计年鉴、各地政府官网、各市住建部、经济日报、澎湃新闻，申万宏源研究

注：假设实物安置中80%以社会库存的形式进行安置，并形成需求拉动；货币化安置房价是周边商品房70%测算。

此次城中村改造对比上一轮棚户区改造，城改对全国影响弱于棚改，但对一二线影响更大，其中投资方面预计城改投资规模将持平或强于棚改，而销售方面或产业链拉动方面，城改对于全国销售面积的拉动效果减半，但对于一二线城市的拉动作用会更大、并且更为持续。

从投资规模来看，上一轮棚改中，我们测算2015-2018年棚改总投资约6.3万亿元，对应每年平均投资额1.6万亿元。而本轮城改中，我们估算本轮城中村改造每年投资额约为1.5-2.1万亿元，累计投资额约为7.3-10.6万亿元。

从拉动销售来看，上一轮棚改中，我们估算2016-2018年棚改每年拉动销售面积约12%-18%。而本轮城改中，我们估算本轮城中村改造每年拉动销售面积约为0.9-1.3亿平方米（主要在一二线城市），对应每年拉动销售面积占比全国约为6-10%，占比35城（主要为一二线城市）约为19-29%。

**表 16：估算 2015-2018 年棚改货币化安置对全国销售面积的拉动**

全国三四线城市棚改仍需去库存敏感性分析	2014	2015	2016	2017	2018	15-18 平均
财政部核定开工计划（万套）				618	588	
住建部计划开工（万套）	470	580	600	600	580	590
完成（万套）	470	601	606	609	580	599
完成率	100%	104%	101%	102%	100%	102%
货币化安置比例	9%	30%	49%	60%*	50%*	47%
货币化安置房（万套）	42	180	294	365	290	282
货币化安置等效面积（亿平）	0.36	1.53	2.50	3.10	2.47	2.40
单套面积（平）	85	85	85	85	85	85
全国住宅销售面积（亿平）	10.5	11.2	13.8	14.5	14.8	13.6
货币化安置等效面积占比全国住宅销售面积	3.4%	13.6%	18.2%	21.5%	16.7%	17.5%
全国商品房销售面积（亿平）	12.1	12.8	15.7	16.9	17.2	15.7
货币化安置等效面积占比全国商品房销售面积	3.0%	11.9%	15.9%	18.3%	14.4%	15.1%
单套投资金额（万元/套）		20	24	30	28	26
合计投资金额（万亿）		1.2	1.5	1.8	1.7	1.6

资料来源：统计局，住建部，财政部，申万宏源研究

注：2017、2018 年货币化安置比例主要结合各省市货币化安置比例均值进行估算。

**表 17：城改和棚改的影响对比**

类别	棚户区改造	城中村改造
定性相同点	拉动房地产、产业链、消费等， 直接和间接拉动经济	拉动房地产、产业链、消费等， 直接和间接拉动经济
定性不同点	更多聚焦于人口流出地的拆迁安置 (聚焦三四线城市)	更加聚焦于人口流入地的拆迁安置 (聚焦一二线城市)
估算每年投资额（万亿）	1.6	1.5-2.1
估算累计投资额（万亿）	6.3	7.3-10.6
估算拉动销售面积占比全国	12%-18%	6%-10%
估算拉动销售面积占比一二线		19%-29%

资料来源：统计局，住建部，财政部，申万宏源研究

### 3.3 城改小结：预计城中村改造将是中短期需求发力要点

复盘棚改，棚改对房地产甚至宏观经济均具备深远意义，棚改有利于推动三四线楼市去库存，棚改货币化拉动全国销面比例达 15%；有利于拉动当地投资、消费，从而拉动宏观 GDP 回升；不可否认的是，棚改货币化安置 80%集中在低能级三四线城市，推高房价的同时前置市场需求；部分房企采取更激进经营策略，为后续保交付任务埋下隐患。

城改展望：城中村改造将聚焦一二线城市，并预计后续入选城市有望扩围至 21-35 个城市，预计本次城改的改造规模将比预期更大、更新节奏也将比预期更快。我们估算本轮城改每年投资额 1.5-2.1 万亿，每年拉动销售面积 0.9-1.3 亿平，对应每年拉动销售面积占

比全国约 6%-10%。占比 35 城（一二线城市）约 19%-29%，城改投资规模可观。相较于棚改，城改对全国影响弱于棚改，但预计对一二线影响更大、更持续。

此外，从资金组成来看，中央政策性银行专项资金能量较高、预计仍将是重要组成部分，地方专项债或将成为重要部分之一。从安置方式来看，预计本轮城改将以货币化安置为主，初期房票补偿将更占主导，并预计后续不同城市、不同时间根据市场环境都会动态调整。从作用时间来看，预计本轮城改资金落地传递至一二线销售改善的滞后时间有望缩短至 2-3 个季度。

## 4.住房双轨制：预计住房双轨制是行业中长期制度破局关键

### 4.1 住房体系改革：预计住房单轨制逐步向住房双轨制转型

商品房方面，中央和地方对于改善型商品房的限制政策正在逐步放松，将更好满足改善性需求。4 月末住建部发文废止限售令，9 月苏州取消 120 平以上限购，9 月成都取消 144 平以上限购，10 月连云港支持建设带院落住宅等，此外 10 月自然资源部地价限制放开、取消容积率不得低于 1.0 限制。

保障房方面，中央推出 14 号文，战略高度定位保障性住房，要求用改革创新的办法推进建设。8 月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（14 号文），9 月副总理出席规划建设保障性住房工作部署电视电话会，10 月，根据经济观察报报道，14 号文中明确两大目标：1）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；2）推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求。

综合而言，鉴于中央战略高度定位保障性住房、同时又要求商品住房回归商品属性，此外叠加中央和地方对于改善型商品房的限制正在逐步放松，我们认为，我国以商品房为主的住宅单轨制供应体系将逐步过渡到“保障房+商品房”并重的住房双轨制体系。

表 18：近期住房双轨制表态演变

时间	部门/城市	文件	主要内容
2023/4/28	住建部	《住建部关于废止和宣布失效部分行政规范性文件的公告》	宣布《住房和城乡建设部关于别墅项目建设审批有关事项的通知》失效，该通知曾要求各省级住房和城乡建设部门要立即暂停办理本行政区域内有关别墅项目建设审批手续，同时，对已建、在建、在批、特批的别墅项目进行梳理。
2023/9/11	苏州	《关于促进全市经济持续回升向好的若干政策措施》	满足改善性住房需求，对于购买 120 平方米及以上商品住房不再进行购房资格审核。
2023/9/26	成都	《成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室关于进一步优化政策措施促进房地产市场平稳健康发展的通知》	调整住房限购措施，在限购区域范围内，购买 144 平方米以上（不含 144 平方米）住房，不再审核购房资格，更好满足居民改善型住房需求；优化土地供应方式，中心城区商品住宅用地实施“竞地价”拍卖，新出让土地所建商品住房由企业根据市场情况自主定价。
2023/10/17	连云港	《关于进一步促进住房消费活跃房地产市场的通知》	支持住宅产品多样化。根据市场需求稳步增加改善性住宅产品市场供应占比，支持发展带院落住宅、大平层住宅、“第四代”住宅等多样化住宅形式。放宽容积率计算规则，优化设计条件和建造标准。
2023/10/17	经济观察报		据经济观察报，9 月底，自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件，内容包括：建议取消土地拍卖中的地价限制、建议取消远郊区容积率 1.0 限制等。济南、合肥、宁波、苏州、成都、西安等城市已落实，北京、上海等正在研究如何调整竞买规则。
2023/8/25	国常会	《关于规划建设保障性住房的指导意见》（14 号文）	审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。会议指出，推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生、扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。
2023/9/4	保障房电 话会	规划建设保障性住房工作部署电视电话会	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话。会议把规划建设保障性住房提升至中国式现代化战略全局高度。要坚持问题导向和目标导向，运用改革创新的办法着力解决好建多少、怎么建、资金怎么平衡、怎么配售、怎么管理等一系列重点问题，确保善作善成、实现可持续发展，更好满足人民群众“住有所居”的愿望。
2023/10/26	经济观察 报	《关于规划建设保障性住房的指导意见》	据经济观察报，14 号文明确了两大目标，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，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。

资料来源：政府官网，申万宏源研究

## 4.2 住房供应：保障房占住房供给不到 14%，目前市场以商品房为主

我们统计了十四五期间 35 个大中城市保障性租赁住房的计划建设套数，可以看到 35 城十四五期间合计保租房 586 万套，假设平均单套面积 50 平方米、年均落实，则保障房占住房供给的 14%，目前市场仍以商品房为主。值得注意的是，如果范围扩大至全国以及调整为保障房建设落地数的话，那么预计全国保障房占比住房供给将显著低于 14%，进一步凸显了目前我国房地产市场以商品房为主的单轨制市场。

表 19：35 城十四五保障房规划情况

城市层级	城市	保障性租赁住房		共有产权房	棚改	合计	保障性租赁住房		商品住宅销售面积 (万平)	商品住宅+保障房	占比
		(万套)	(万套)				住房占比	均面积估算 (万平米)			
超大城市	北京	40	6	6		52	76.90%	520	784	1,304	39.90%
	上海	47		23		70	67.10%	700	1,495	2,195	31.90%
	深圳	40	6	8		54	74.10%	540	688	1,228	44.00%
	重庆	40	5		10	55	72.70%	550	4,880	5,430	10.10%
	广州	60	3	3		66	90.90%	660	1,297	1,957	33.70%
	成都	30			1	31	96.80%	310	2,721	3,031	10.20%
	天津	5				5	100.00%	50	1,277	1,327	3.80%
	武汉	25	1		6	32	78.10%	320	2,361	2,681	11.90%
	东莞	10				10	100.00%	100	650	750	13.30%
	西安	20	6		4	30	66.70%	300	1,437	1,737	17.30%
特大城市	杭州	30	3	3		36	83.30%	360	1,713	2,073	17.40%
	佛山	7.5	2.5	1		11	68.20%	110	1,594	1,704	6.50%
	南京	12.5	0.5	1	5.3	19.3	64.80%	193	1,293	1,485	13.00%
	沈阳	6				6	100.00%	60	1,135	1,195	5.00%
	青岛	21				21	100.00%	210	1,371	1,581	13.30%
	济南	20.5	16			36.5	56.20%	365	1,223	1,588	23.00%
	长沙	15	1		0.9	16.9	88.70%	169	2,176	2,346	7.20%
	哈尔滨	3			2	5	60.00%	50	598	648	7.70%
	郑州	20				20	100.00%	200	2,753	2,953	6.80%
	昆明	6				6	100.00%	60	1,032	1,092	5.50%
	大连	4.1				4.1	100.00%	41	548	589	7.00%
	南宁	8	1		2.4	11.4	70.10%	114	1,306	1,420	8.00%
	石家庄	8				8	100.00%	80	621	701	11.40%
	厦门	21				21	100.00%	210	396	606	34.70%
	I 级城市	太原		0.5			0.5	0.00%	5	634	639
苏州		-	-	-	-	-	-	-	1,981	NA	NA
贵阳		10				10	100.00%	100	1,000	1,100	9.10%
合肥		15			8.3	23.3	64.40%	233	1,366	1,599	14.60%
乌鲁木齐		1			6.7	7.7	12.90%	77	593	670	11.50%
宁波		21.3				21.3	100.00%	213	1,229	1,442	14.80%
无锡		8	0.2		1.6	9.8	81.60%	98	1,355	1,453	6.70%
福州		15	9			24	62.50%	240	1,395	1,635	14.70%
长春		3			3.8	6.8	44.10%	68	933	1,001	6.80%
南昌		8	5		4.3	17.3	46.30%	173	1,465	1,638	10.60%
常州	5			2.9	7.9	63.30%	79	645	724	10.90%	
35 城合计		585.9	65.7	45	59.2	755.8	77.50%	7,558	47,944	55,502	13.60%

资料来源：Wind，政府官网，各地住建局，申万宏源研究

注：1) 苏州未披露十四五保障房指标规划，在此未纳入统计；2) 假设平均单套面积 50 平方米，年均面积估算包含保障房、公租房、共有产权房和棚改；3) 商品住宅销售面积按 2020-2022 年均值估算。

### 4.3 保障房发展：租售并举，并预计配售型保障房占比提升

90年代初以来，我国住房保障体系经历过多次调整。经适房、廉租房、限价房、公租房、共有产权住房等各类保障性住房先后出现，不断推进我国住房保障体系的演变与完善。

保障房体系从早期以配售型保障房主导的模式、逐步转变到中期的兼顾配售型和租赁型保障房的租售并举模式、再过渡到近期“租售并举、以租为主”的模式，未来预计将保持租售并举模式、但将加大配售型保障房的占比。

本次“14号文”提出了配售型保障房，并要求“协调好保障性住房与商品住房、保障性租赁住房等的关系”，未来共有产权住房等其他销售型政策性住房或将退出历史舞台，而统一由配售型保障房取代，我国住房保障体系进一步调整与完善。

表 20：我国主要保障房政策脉络

年份	政策文件	标志	保障房体系	具体内容
1994	《关于深化城镇住房制度改革的决定》	经济适用房推出	经济适	建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系。
1988	《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》	廉租房推出	经济适+廉租房	建立和完善以经济适用住房为主的住房供应体系。对不同收入家庭实行不同的住房供应政策。最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房；中低收入家庭购买经济适用住房；其他收入高的家庭购买、租赁市场价商品住房。
2007	《关于印发北京市廉租住房、经济适用住房家庭收入、住房、资产准入标准的通知》	两限商品房推出	经济适+限价房+廉租房	申请经适房要求的1、2、3人户家庭年收入分别须在2.27、3.63、4.53万元以下。
2010	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》	公租房推出	经济适+限价房+公租房+廉租房	随着城镇化快速推进，新职工的阶段性住房支付能力不足矛盾日益显现，外来务工人员居住条件也亟需改善。大力发展公共租赁住房，是完善住房供应体系，培育住房租赁市场，满足城市中等偏下收入家庭基本住房需求的重要举措，是引导城镇居民合理住房消费，调整房地产市场供应结构的必然要求。
2014	《关于公共租赁住房 and 廉租住房并轨运行的通知》	公租房廉租房合并，共有产权房试点推广	限价房+共有产权房+公租房	从2014年起，各地廉租住房(含购改租等方式筹集，下同)建设计划调整并入公共租赁住房年度建设计划。2014年以前年度已列入廉租住房年度建设计划的在建项目可继续建设，建成后统一纳入公共租赁住房管理。2014年3月27日，住建部将淮安与北京、上海、深圳等城市一起确定为全国共有产权住房试点城市。
2021	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	保障性租赁住房推出	共有产权房+保障租房+公租房	新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，需加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。
2023	《关于规划建设保障性住房的指导意见》	配售型保障房推出	配售型保障房+保障租房+公租房	规划建设保障性住房着力解决工薪收入群体买不起商品住房、保障性住房又供给不足的突出问题。更好发挥政府作用，尽快补齐保障性住房建设短板，提高保障性住房在住房总供给中的比例，不断满足工薪收入群体的基本住房需求。

资料来源：政府官网，中指院，申万宏源研究

图 75：我国主要保障房分类情况



资料来源：政府官网，中指院，申万宏源研究

## 4.4 新加坡模式：居者有其屋，财政承担亏损

### 4.4.1 背景：人口快速增长+居住环境恶劣，出台“居者有其屋”

背景：组屋按需供应，人口快速增长+居住环境恶劣，出台“居者有其屋”计划。

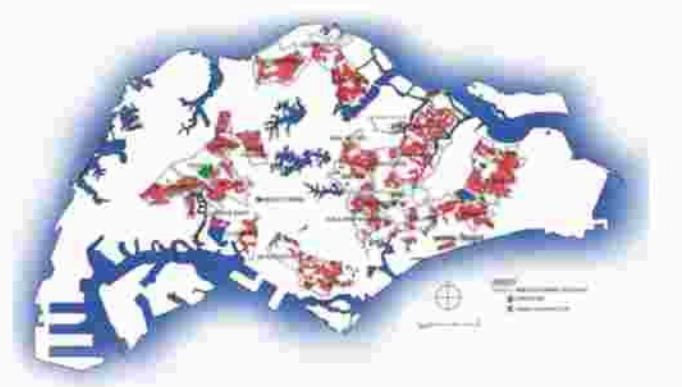
1950-1960年新加坡人口平均增长率4.88%。1960年新加坡人口达到165万人，大部分人居住在棚户区，只有9%的人住在政府公寓里，同年政府成立了HDB(The Housing & Development Board，房屋发展局)专门负责居民住房管理，HDB在不到3年的时间里建成了2.1万套公寓，至1965年建成5.4万套公寓；1960-2022年累计建成124万套。1964年，新加坡出台“居者有其屋”(Home Ownership Scheme)计划，旨在由政府向中低收入阶级提供可供购买的住房，具体措施为HDB以低于市场价格出售组屋。

图 76：新加坡住宅市场分类 (居住人口口径)



资料来源：新加坡统计局，申万宏源研究

图 77：组屋主要分布情况

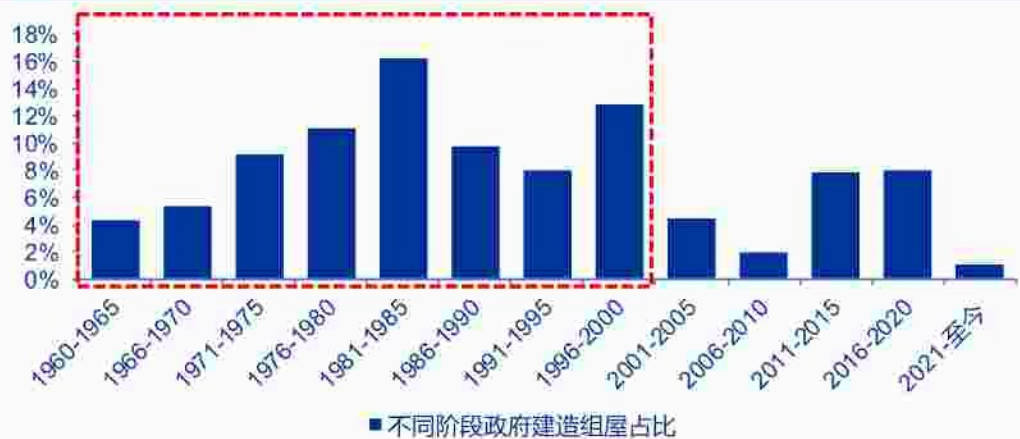


资料来源：HDB，申万宏源研究

**表 21 : HDB 组屋、DBSS、EC 和私人住宅对比**

	HDB 组屋	DBSS 组屋	EC 公寓	私人住宅
使用年限 (年)	99	99	99	999 或 9999
开发者	建屋发展局	私人开发商	私人开发商	私人开发商
管理者	建屋发展局及市镇理事会	建屋发展局及市镇理事会	业主委员会	业主委员会
购买者	中低收入者	中等收入者	中等收入者	高收入者
价格	最低	高于 HDB 组屋	略高于 DBSS 组屋	最高
购买方式	符合条件者向建屋发展局租赁或购买	符合条件者向私人开发商购买	符合条件者向私人开发商购买	无条件自由买卖
补贴	HDB 贷款、中央公积金、银行贷款、其他各类补助金,如居住者有靠近父母补贴和额外的家庭住房补助金	HDB 贷款、中央公积金、银行贷款、其他各类补助金,如居住者有靠近父母补贴和额外的家庭住房补助金	HDB 贷款、中央公积金、银行贷款、其他各类补助金,如家庭住房补助金	无

资料来源:新加坡统计局, HDB, 中指院, 申万宏源研究

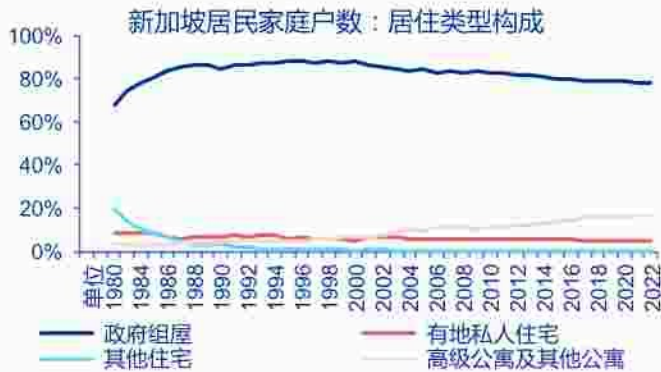
**图 78 : 1960-2000 年是组屋建设高峰期**


资料来源: HDB, 申万宏源研究

组屋是新加坡政府为当地居民(新加坡公民和永久居民)建设的价格低廉的经济适用房。组屋一般以家庭为单位进行申购,包括 2 房式、3 房式、4 房式、5 房式、行政公寓等。

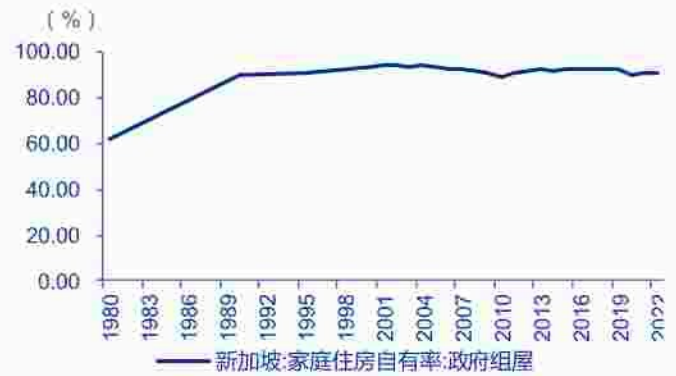
新加坡组屋基本分布在内陆区域。高峰时期(1995 年)居民家庭中 89%居住在组屋,2014 年至今该比例基本稳定在 80%左右。其中,2022 年,新加坡家庭政府组屋住房自有率占比 91%。

图 79：新加坡 80%左右居民家庭居住于组屋



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 80：新加坡家庭住房自有率：组屋



资料来源：Wind，申万宏源研究

#### 4.4.2 运营与交易：组屋申请条件严格，政府提供相应补贴

**新屋购买资格：**1) 年龄：新加坡公民年满 21 周岁可与家人或配偶联名申请购买，35 岁以上单身人士可购买 2 房式的新组屋。夫妻双方都是 PR，且 PR 身份满 3 年，可购买二手组屋（无收入上限要求）；2) 房产：申请人需要满足不得拥有私人住宅，且在申请购买前 15 个月处置；3) 薪资：联名购买组屋的家庭月收入 1.4 万新元以下，35 岁以上购买组屋的单身人士月收入 7,000 新元以下。

新加坡政府对居民申购组屋还提供了相应补贴，补贴的额度与申请组屋的类别相关，随着申请的组屋越大，补贴的金额越小。

表 22：新/二手组屋购买资格要求

购房类型	新组屋			二手组屋	
购买主体	家庭		单身	家庭	单身
家庭类型	夫妻/多代家庭/单身兄妹	公民与非居民配偶	非核心地段两房式	夫妻/多代家庭/单身兄妹	所有类型（除 3 代组屋）
房型	最大五房式	非核心地段两房式	非核心地段两房式	所有类型（除 3 代组屋）	所有类型（除 3 代组屋）
国籍	1. 申请人是新加坡公民 2. 包括至少 1 名新加坡公民或新加坡永居	1. 申请人是新加坡公民 2. 申请时配偶必须持有有效访问证或工作证	申请人是新加坡公民	1. 申请人是新加坡公民或永居（PR），且包括至少 1 名新加坡公民或新加坡永居。 2. 若家庭成员无新加坡公民，必须持有三年以上永居身份。 2. 若家庭成员为非居民，必须持有有效访问证或工作证	申请人是新加坡公民
家庭收入上限	1. 两房式：7,000 新元 2. 三房式：7,000 新元或 14,000 新元（不同产品） 3. 四房式和五房式：14,000 新元或 21,000 新元（不同产品）	两房式：7,000 新元	两房式：7,000 新元	无收入上限	无收入上限
年龄	21 岁以上	35 岁以上	至少 35 岁	21 岁以上	35 岁以上 丧偶或孤儿可放宽至 21 岁
房产所有权	1. 不得拥有私人住宅，且在申请购买前 15 个月处置。 2. 申请前 30 个月内最多拥有 1 处非住宅房产。				
组屋所有权	如果居住人已有组屋，须在购买新组屋 6 个月内处置已有组屋。				

资料来源：HDB，申万宏源研究

组屋交易是房地产产业链的最后环节，而不同类型的居民只能涉足不同的交易市场。其中，新加坡的组屋新购仅限于符合条件的新加坡公民，其余公民和永久居民可以参与组屋的转售交易，而外国人只能参与私人住宅的交易。这样既保障了新加坡公民的权益，同时也为非公民提供了住房交易市场。

同时由于交易市场的分层，不同市场的购买力也进行了严格的分层，私人住宅购房人的购买力>二手组屋购买人的购买力>一手组屋购买人的购买力，从而也推动了私人住宅房价>二手组屋>一手组屋，我们观察到私人住宅的房价是二手组屋的平均 2-3 倍、二手组屋的房价是一手组屋的平均 1.3-1.7 倍。

我们认为交易分层有两个好处：一方面，通过组屋的转售承认了持有人享有对组屋的资产增值权利，从而享受城市化过程中带来的资产红利，另一方面，由于组屋可以通过转售实现流转，这样可以更有效的利用存量组屋配置给有需求的购买人，从而减少了空置浪费的可能，也降低了组屋轮候的时间。

图 81：新/二手组屋购买资格要求



资料来源：HDB，申万宏源研究

图 82：新/二手组屋交易环节要求



资料来源：HDB，申万宏源研究

### 4.4.3 成效：商品房组屋价差 2-4 倍，两者涨幅相当，财政承担亏损

**房价及涨幅：**2023 年二手组屋单价 6,049 新元/平，其中销量较多的 3 居室和 4 居室价格区间在 33-47、47-93 万新元。私人住宅的均价基本是二手组屋的 2-3 倍，2023 年为 3.1 倍。二手组屋价格一般是新组屋的 1.3-1.7 倍，因此私宅价格一般是一手组屋的 2.6-5.1 倍。2009-2022 年，二手组屋和私人住宅价格指数 CAGR 分别为 4.3% 和 5.0%，房价持续可控上行。

**房价收入比：**2022 年新加坡人均可支配收入 5.3 万新元，因此如果按照 90 平米来计算房价收入比，对应二手组屋和私人住宅的房价收入比分别为 10 倍和 29 倍；二手组屋 2010-2022 年房价收入比区间 9-11 倍，私人住宅区间为 25-29 倍。

图 83：组屋均价及同比



资料来源：Edgeprop，申万宏源研究

图 84：私宅价格一般是一手组屋的 2.6-5.1 倍



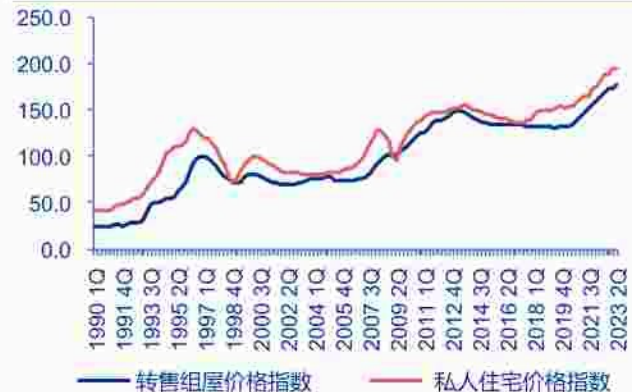
资料来源：Edgeprop，Wind，HDB，申万宏源研究

图 85：新加坡房价收入比



资料来源：Edgeprop，Wind，申万宏源研究

图 86：二手组屋和私人住宅价格指数趋势



资料来源：新加坡统计局，申万宏源研究

成效：居者确有其屋（新加坡实现组屋占比 80%、同时组屋和商品房价差 2-4 倍），财政承担亏损，房价持续可控上行。

代价：2022 年 HDB 亏损 54 亿新元，对应亏损金额占比当年财政收入和 GDP 分别为 5.9% 和 0.8%。新加坡模式的代价就是政府每年需要补贴财政收入的 5%-6% 给予组屋建设，政府财政负担压力较大。

图 87：HDB 亏损金额及占比财政收入



资料来源：HDB，Wind，申万宏源研究

#### 4.4.4 中新差异：国土面积、人口、财政等导致住房体系不能完全一致

中国和新加坡在具体国情方面还是有较大差异，导致整体住房体系可能并不能完全一致。

**国土面积**：新加坡国土面积较小，2021 年是 728 平方千米、是中国的 0.01%；但人口密度在 7,500 人/平方千米左右、是中国的 50 倍，因此国内住房资源没有新加坡紧缺。

**人口**：组屋大规模建设的背景是新加坡人口快速增长+居住环境恶劣，1950-1960 年新加坡人口平均增长率 4.88%，并且大部分人口居住在棚户区。而目前国内总量不缺、人口增速下行，不具备大量新建保障房的条件。

**财政**：新加坡的主要财政收入来自所得税（企业和个人），2018-2022 年占比总财政收入 46% 左右，土地出让收入占比 11%；国内土地财政仍有较大依赖，尤其对于地方政府，2018-2022 年占比总财政收入 30% 左右，占比地方政府总财政收入达到 51%。

**资金**：HDB 作为新加坡组屋建设主体，承担亏损；而国内存在财政转移支付，且目前房地产行业下行背景下，地方政府持有较多保障房可能对地方财政雪上加霜。

图 88：中新对比：人口密度

图 89：中新对比：人口增长率



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 90：中新对比：财政收入中占比较高的部分



资料来源：Wind，新加坡财政局，申万宏源研究

## 4.5 双轨制小结：预计住房双轨制是行业中长期制度破局关键

回顾今年政策，一方面，4月以来，中央和地方对于改善型商品房的限制政策正在逐步放松，将更好满足改善性需求。另一方面，8月以来，中央推出14号文，战略高度定位保障性住房，要求用改革创新的办法推进建设。因而，鉴于中央战略高度定位保障性住房、同时又要求商品住房回归商品属性，此外叠加改善型商品房的政策逐步放松，我们认为，我国以商品房为主的住宅单轨制供应体系将逐步过渡到“保障房+商品房”并重的住房双轨制体系。

借鉴新加坡模式，60年代新加坡出台“居者有其屋”计划，旨在由政府向中低收入阶级提供可供购买的住房。经过40多年的建设，最终构建了“80%组屋+20%私人住宅”的住房体系，其中组屋中90%为产权类。组屋申请条件相当严格，同时组屋交易市场分层，推动组屋房价仅相当于私人住宅的1/5-1/3，同时也实现了房价可控上行。组屋可以流转，但政府严控转售，这既赋予了持有人享受资产增值权利，又减少了空置浪费、从而降低组

屋轮候的时间。但新加坡模式的代价就是政府每年需要补贴财政收入的 5%-6% 给予组屋建设，政府财政负担压力较大。

展望后续，一方面，目前我国住房需求仍然具有较大规模，但同时我国住房需求结构也正在加剧分化，单轨制中供应端的单一化产品没法满足不同的需求，而需求端的政策一刀切又难以精准调控需求合理化，因而我国住房单轨制转向双轨制也是大趋势。但另一方面，也需要注意到：1) 我国和新加坡的国情背景差异较大，包括面积、人口、财政等，这就意味着我们不能完全复制、而是需要做因地制宜的调整；2) 新加坡模式的代价是政府每年需要补贴财政收入的 5%-6% 给予组屋建设，这就意味着我们可以优先试点财政实力较强的部分一二线城市，包括保障房比例和保障房商品房价差等指标都应循序渐进推进；3) 考虑到目前房地产行业困境，保障房的筹集也应该更加多元化，包括新建、改造和收购等，其中可以考虑收购开发商存量商品房，同时达到去库存、保主体、稳民生的效果。

## 5. 投资分析意见：困境未决，升维破局，维持“看好”评级

近期政治局会议对房地产定调发生重大变化，随后一二线城市放松政策加速落地，不过由于目前居民购买力和购买意愿双弱，近期的放松政策效果并不佳。在此背景下，我们认为后续城中村改造+住房双轨制将是房地产行业破局关键，其中城中村改造是中短期政策发力关键点、并有望加速推进，而住房双轨制是中长期政策顶层设计，从而兼顾短期稳经济和长期健康发展。

我们维持房地产板块“看好”评级，1) 推荐优质房企：A 股：华发股份、招商蛇口、滨江集团、保利发展、建发股份、新城控股、万科 A；H 股：越秀地产、华润置地、建发国际、中海外发展、龙湖集团；2) 建议关注城中村改造受益企业：北京：城建发展；上海：中华企业；广州：越秀地产；深圳：天健集团。此外，维持物业管理板块“看好”评级，推荐：保利物业、中海物业、万物云、华润万象，建议关注：招商积余。

**表 23：主流 AH 上市房企估值表**

公司代码	公司简称	收盘价			EPS			市盈率			市净率 PB			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
		11/23	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
000002.SZ	万科 A	12.17	1.95	1.52	1.50	6.2	8.0	8.1	0.6	226.2	181.5	178.7	0.4%	-19.7%	-1.6%				
600048.SH	保利发展	11.20	1.53	1.61	1.70	7.3	7.0	6.6	0.7	183.5	192.6	203.7	-33.0%	5.0%	5.8%				
001979.SZ	招商蛇口	11.10	0.41	0.84	1.44	27.1	11.2	6.6	1.0	42.6	76.5	130.3	-58.9%	79.4%	71.1%				
601155.SH	新城控股	13.25	0.62	1.80	1.98	21.4	7.4	6.7	0.5	13.9	40.8	44.7	-88.9%	191.2%	10.1%				
002244.SZ	滨江集团	8.51	1.20	1.45	1.67	7.1	5.9	5.1	1.0	37.4	45.0	51.9	-23.6%	20.3%	15.2%				
600325.SH	华发股份	8.36	1.12	0.96	1.06	7.5	6.7	6.1	1.0	25.8	26.5	29.3	-19.3%	2.9%	10.4%				
600153.SH	建发股份	9.84	1.93	4.65	2.21	5.1	2.1	4.5	0.5	62.8	139.7	66.3	3.0%	122.6%	-52.6%				
0960.HK	龙湖集团	14.25	4.08	3.71	3.78	3.5	3.7	3.6	0.6	243.6	244.6	249.3	2.1%	0.4%	1.9%				
1109.HK	华润置地	28.45	3.94	4.34	4.70	7.2	6.6	6.1	0.8	280.9	309.7	334.8	-13.3%	10.3%	8.1%				
0688.HK	中国海外发展	14.23	2.13	2.34	2.56	6.7	6.1	5.6	0.4	232.6	255.6	280.4	-42.1%	9.9%	9.7%				
1908.HK	建发国际集团	16.53	2.84	3.18	3.68	5.8	5.3	4.6	1.7	49.3	58.7	67.9	55.6%	18.9%	15.7%				
0123.HK	越秀地产	7.20	1.78	1.03	1.17	5.6	5.4	4.7	0.5	39.5	41.5	47.0	10.2%	5.0%	13.2%				
	平均值		1.92	2.29	2.29	9.2	6.3	5.7	0.8	119.9	134.4	140.4	-13.4%	37.2%	8.9%				

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，取 2023/11/23 收盘价，汇率为 0.91）

**表 24：主流 AH 上市物业管理企业估值情况**

公司代码	公司简称	收盘价			EPS			市盈率			市净率 PB			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速		
		11/23	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E		
001914.SZ	招商积余	13.86	0.56	0.72	0.89	24.8	18.7	15.2	1.5	5.9	7.7	9.4	15.7%	29.4%	22.6%				
002968.SZ	南大正	13.96	0.82	0.75	0.92	17.0	12.4	9.1	2.7	1.9	1.7	2.1	11.8%	-7.9%	22.2%				
603506.SH	南都物业	12.17	0.77	0.89	1.01	15.8	13.1	11.2	2.1	1.5	1.7	1.9	-10.7%	15.1%	13.6%				
06098.HK	碧桂园服务	7.85	0.58	1.20	1.37	13.6	6.6	5.8	0.6	19.4	40.1	45.8	-51.8%	106.5%	14.0%				
02869.HK	绿城服务	3.06	0.17	0.22	0.26	18.0	13.9	11.8	1.3	5.5	7.0	8.5	-35.3%	27.9%	-21.1%				
02669.HK	中海物业	6.33	0.35	0.46	0.60	18.3	12.7	9.7	5.5	11.4	15.1	19.6	41.4%	32.9%	29.8%				
01755.HK	新城悦服务	3.97	0.50	0.66	0.76	7.9	6.0	5.3	1.2	4.2	5.8	6.6	-19.4%	35.9%	14.5%				
01209.HK	华润万象生活	28.59	0.97	1.23	1.58	29.6	23.2	18.1	4.3	22.1	28.1	36.0	27.9%	27.6%	27.9%				
02602.HK	万物云	23.11	1.28	1.61	1.94	18.1	14.4	11.9	1.6	15.1	18.9	22.8	-9.5%	25.3%	20.2%				
	平均值		0.67	0.86	1.04	18.1	13.4	10.9	2.3	9.7	14.0	17.0	-3.3%	32.5%	20.7%				

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：以上单位均为人民币，招商积余、南都物业、新城悦服务为 wind 一致预期，其余公司盈利预测为申万宏源房地产团队预测，取 2023/11/23 收盘价，汇率为 0.91。

## 6.风险提示：政策再收紧，资金再恶化，出险房企再增加

- 1) 房地产调控政策进一步收紧，导致居民购房资格收紧、按揭信贷收紧、购房意愿下降；
- 2) 房地产税试点力度超预期推出，导致居民购房意愿下降；
- 3) 房企销售回款进一步下行，导致经营现金流走弱、房企基本面下行；
- 4) 房企融资现金流进一步下行，导致房企出险情况增加；
- 5) 房企受限资金占比进一步提升，导致可动用现金持续承压、增加房企资金端压力。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。