

# 内容目录

<b>2024 年回顾：楼市寻底，政策积极</b> .....	<b>5</b>
新房销量依旧低迷，二手房表现相对较好 .....	5
新房溢价仍高，渠道依赖加深 .....	9
土地市场供需双弱格局延续 .....	13
首提“止跌回稳”，一线频繁放松 .....	15
<b>消化超量库存的两条路径</b> .....	<b>18</b>
超量库存 5 到 8 亿平方米，土地占比近 60% .....	18
路径一：供给入手，收回存量土地 .....	20
路径二：需求入手，创造增量需求 .....	21
政策“堵点”与期待 .....	21
两种路径的组合方式：收回土地为主，创造需求为辅 .....	23
<b>2025 年展望：两种路径的宏观表现</b> .....	<b>23</b>
悲观情形：暂不考虑增量政策影响 .....	24
供给路径下的政策影响：提振竣工和投资，销售和新开工无影响 .....	29
需求路径下的政策影响：对主要数据均有明显提振 .....	30
乐观情形：组合路径实现企稳下的数据表现 .....	30
<b>投资建议</b> .....	<b>31</b>
近年复盘：趋势看房价，波动看政策 .....	31
投资策略：审慎观察，勇敢博弈 .....	32
<b>风险提示</b> .....	<b>33</b>

# 图表目录

图 1: 历年全国商品房销售面积及同比	5
图 2: 历年末全国商品房待售面积及同比	5
图 3: 全国商品房单季度销售面积相比 2019 年同期	5
图 4: 百强房企单月销售额相比 2019 同期	5
图 5: 25 城商品住宅单月供应面积相比 2019 同期	6
图 6: 25 城商品住宅销供比 (当年累计销售面积/供应面积)	6
图 7: 21 城商品住宅存量可售面积及同比	6
图 8: 21 城商品住宅存量可售面积去化周期	6
图 9: 中国主流城市新建商品住宅库存去化周期 (单位: 月, 销售面积回滚 6 个月)	6
图 10: 历年全国住宅交易额中二手房交易额及同比	7
图 11: 历年全国住宅交易额中新房及二手房占比	7
图 12: 18 城二手住宅单月成交套数相比 2019 同期	7
图 13: 30 城新建商品房单月成交面积相比 2019 同期	7
图 14: 中国核心 14 城二手住宅/新建住宅成交套数	8
图 15: 全国商品住宅分类型单季度销售面积相比 2019 同期	8
图 16: 全国商品住宅分类型单季度销售均价	8
图 17: 中国核心 14 城二手住宅/新建住宅套均成交面积 (2024 年前 10 月)	9
图 18: 历年中国各城市能级常住人口占比	9
图 19: 各城市能级分时间段常住人口数量变化 (单位: 万人)	9
图 20: 70 城新建商品住宅及二手住宅销售价格指数	10
图 21: 一线城市新建商品住宅及二手住宅销售价格指数	10
图 22: 二线城市新建商品住宅及二手住宅销售价格指数	10
图 23: 三线城市新建商品住宅及二手住宅销售价格指数	10
图 24: 贝壳-W 历年新房业务交易额市占率	11
图 25: 贝壳-W 历年新房业务货币化率	11
图 26: 中国 14 个核心城市二手房边际挂牌价变动比例 (截至 2024 年 11 月 10 日)	11
图 27: 30 城新建商品房成交面积单月同比及环比	12
图 28: 18 城二手住宅成交套数单月同比及环比	12
图 29: 全国冰山指数本轮政策时点表现与前三轮政策对比	12
图 30: 本轮政策时点各城市能级冰山指数表现对比	12
图 31: 一线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比	12
图 32: 强二线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比	12
图 33: 弱二线本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比	13
图 34: 三四线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比	13
图 35: 全国住宅用地供应建筑面积及同比	13
图 36: 全国住宅用地成交建筑面积及同比	13
图 37: 不同能级城市住宅用地成交均价同比	14

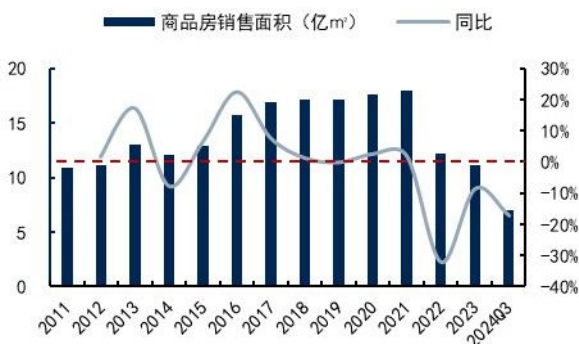
图 38: 不同能级城市住宅用地流拍率.....	14
图 39: 百强房企拿地权益金额及同比.....	15
图 40: 核心 22 城国企拿地占比.....	15
图 41: 全国房贷利率.....	17
图 42: 一般贷款与房贷利差.....	17
图 43: 历年总库存 (单位: 万平方米).....	18
图 44: 历年总库存去化周期 (单位: 年).....	18
图 45: 历年年初库存去化率.....	19
图 46: 当前“源头淤积”型的库存结构.....	20
图 47: 季度相对销售额 (相对 2019 年).....	25
图 48: 季度相对销售面积 (相对 2019 年).....	25
图 49: 销售额累计增速.....	25
图 50: 销售面积累计增速.....	25
图 51: 以销定产的宏观表现: 当年去化率稳定在 40%到 45%之间.....	26
图 52: 新开工面积与累计增速 (单位: 万平方米).....	27
图 53: 房地产投资与累计增速 (单位: 万元).....	28
图 54: 未竣库存增速与自发竣工增速存在较为稳定的领先滞后关系.....	29
图 55: 2022 年至 2024 年的自发竣工增速受到扰动.....	29
图 56: 地产股超额收益复盘.....	32
表 1: 70 城新建住宅和二手住宅销售价格 2015 年至今表现.....	10
表 2: 2024 年中央重要会议关于房地产的表述及重要政策.....	16
表 3: 一线城市限制政策一览.....	17
表 4: 存量土储测算.....	19
表 5: 两种企稳路径对比.....	24
表 6: 两种情形下的数据表现.....	24
表 7: 2025 年不同销售面积对应的新开工面积及增速.....	26
表 8: 房地产开发投资测算 (单位: 万元).....	27

# 2024 年回顾：楼市寻底，政策积极

## 新房销量依旧低迷，二手房表现相对较好

新建商品房销售自 2021 年以来表现持续低迷，尚未发生根本性的好转。2023 年，商品房销售面积 11 亿 $m^2$ ，较 2021 年最高点 18 亿 $m^2$ 下降 38%。2024 年前三季度，商品房销售面积 7.0 亿 $m^2$ ，同比再降 17%。截至 2024 年 9 月末，商品房待售面积为 7.3 亿 $m^2$ ，同比+13%，库存自 2021 年以来持续增加，目前已处于历史绝对高位。与历史同期相比，2024Q3，商品房销售面积 2.2 亿 $m^2$ ，仅为 2019 年同期的 52%。2024 年 10 月，虽受益于 9 月末政策发力，百强房企单月销售额 4654 亿元，环比+70%，同比长达 17 个月以来首次转正，但仅为 2019 年同期的 44%，仍在低位。

图1: 历年全国商品房销售面积及同比



资料来源：国家统计局、

图2: 历年末全国商品房待售面积及同比



资料来源：国家统计局、

图3: 全国商品房单季度销售面积相比 2019 年同期



资料来源：国家统计局、

图4: 百强房企单月销售额相比 2019 年同期



资料来源：克而瑞、

与此同时，新房供给量持续萎缩，但去化周期仍在高位。自 2021 年以来，25 城商品住宅供应面积持续走低，仅 2023Q1 销售回暖时短暂冲高，2024 年 10 月供应面积相比 2019 年同期仅为 32%，销供比始终保持在 100%以上。较为节制的供应使得商品住宅可售库存自 2023 年以来并未进一步攀升，但去化周期受销售低迷的拖累持续拉长。2024 年 10 月，21 城商品住宅存量可售面积的去化周期约为 20 个月，较 2021 年翻倍，主流城市中仅三成 10 月末的去化周期较 2023 年末缩短。

图5: 25城商品住宅单月供应面积相比 2019 同期



资料来源：中指研究院，

图6: 25城商品住宅销供比（当年累计销售面积/供应面积）



资料来源：中指研究院，

图7: 21城商品住宅存量可售面积及同比



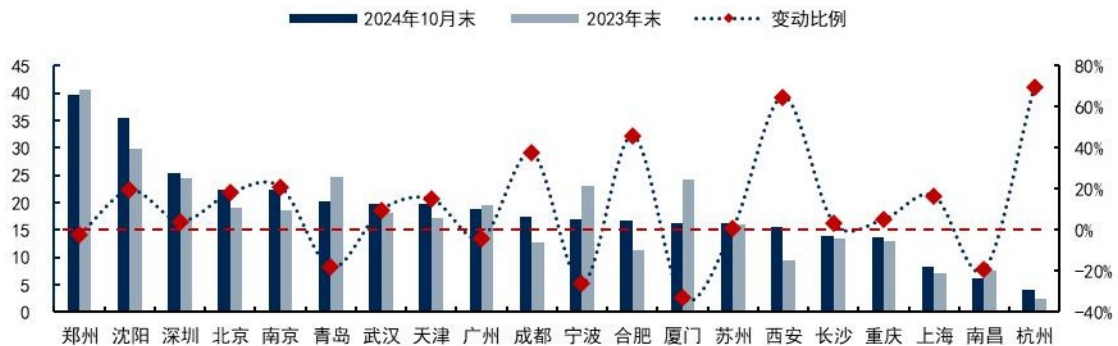
资料来源：中指研究院，

图8: 21城商品住宅存量可售面积去化周期



资料来源：中指研究院，

图9: 中国主流城市新建商品住宅库存去化周期（单位：月，销售面积回滚 6 个月）



资料来源：中指研究院，



但二手房成交基本保持平稳，与新房销售的低迷形成鲜明对比。2023 年，全国住宅交易总额 17.4 万亿元，其中二手房交易额 7.1 万亿元，占比 41%，较 2021 年上升 11 个百分点。2024 年以来，二手房销售情况仍始终好于新房，与历史同期相比，2024 年 10 月，18 城二手住宅单月成交套数相当于 2019 年同期的 150%，而 30 城新建商品房单月成交面积仅相当于 2019 年同期的 67%。

图10: 历年全国住宅交易额中二手房交易额及同比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，

图11: 历年全国住宅交易额中新房及二手房占比



资料来源：国家统计局、贝壳研究院，

图12: 18城二手住宅单月成交套数相比2019同期



资料来源： ，

图13: 30城新建商品房单月成交面积相比2019同期



资料来源： ，

从单城市维度看，中国主流城市近年来二手住宅的成交表现相较新房明显更好。2024 年 1-10 月，核心 14 城二手住宅/新建住宅成交套数的平均比值为 2.0（其中一线城市为 1.7、二线城市为 2.1），较 2023 年的 1.5、2019 年的 0.9 明显提升。尤其是二线城市，成交结构已经显著扭转了 2019 年新房为主的局面。整体来看，二手房的优势在于价格和现房，新建商品住宅中具备价格优势的现房也比期房的销售表现更好。

图14：中国核心 14 城二手住宅/新建住宅成交套数



资料来源：中指研究院，

图15：全国商品住宅分类型单季度销售面积相比 2019 同期



资料来源：国家统计局、

图16：全国商品住宅分类型单季度销售均价



资料来源：国家统计局、

从套均成交面积看，二手主要承接刚需，而新房承接改善需求。2024 年前 10 月，核心 14 城二手住宅套均成交面积平均为 96 m<sup>2</sup>（其中一线城市为 89 m<sup>2</sup>、二线城市为 99 m<sup>2</sup>），而新建住宅套均成交面积明显更高，平均为 121 m<sup>2</sup>（其中一线城市为 108 m<sup>2</sup>、二线城市为 126 m<sup>2</sup>）。

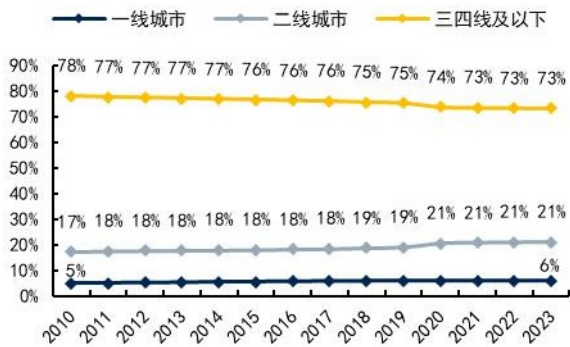
我们推测，二线城市的二手房市场崛起也受益于人口流入带来的刚需。2019 年，发改委印发《新型城镇化建设重点任务》，二线城市的落户政策持续放松。对比各能级城市 2019-2023 与 2010-2019 期间常住人口数量变化，2019 年以来，二线城市比一线城市吸引力更强，而三四线及以下城市人口流出。

图17：中国核心 14 城二手住宅/新建住宅套均成交面积（2024 年前 10 月）



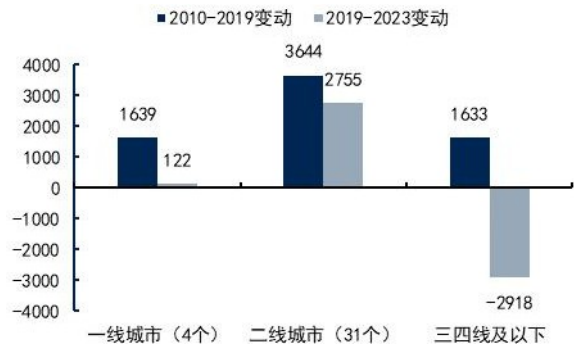
资料来源：中指研究院，

图18：历年中国各城市能级常住人口占比



资料来源：各地统计局、

图19：各城市能级分时间段常住人口数量变化（单位：万人）



资料来源：各地统计局、

## 新房溢价仍高，渠道依赖加深

**当前，新房相对二手明显溢价。**以 2015 年 1 月价格为基数 100，计算房价指数。2015 年以来，70 城整体新建住宅销售价格最高涨幅 49%，从高点至今下跌 9%；而二手住宅销售价格最高涨幅 33%，从高点至今下跌 15%。新建住宅销售价格在上行周期的涨幅大于二手房，但下行周期跌幅小于二手房，2024 年 9 月溢价仍有 23%。

**各能级城市新房均明显溢价。**2015 年至今，一线城市新建住宅和二手住宅的销售价格涨幅分别为 76%和 68%，二线城市新建住宅和二手住宅的销售价格涨幅分别为 44%和 17%，三线城市新建住宅和二手住宅的销售价格涨幅分别为 27%和 8%。2024 年 9 月，一线、二线、三线城市新房相对于二手房的溢价分别为 8%、27%、19%。

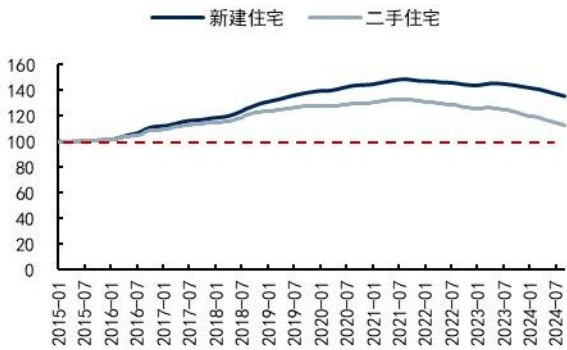


表1: 70 城新建住宅和二手住宅销售价格 2015 年至今表现

以 2015 年 1 月为基数	新建住宅销售价格				二手住宅销售价格			
	70 城整体	一线城市	二线城市	三线城市	70 城整体	一线城市	二线城市	三线城市
期初 (2015 年 1 月)	100	100	100	100	100	100	100	100
最高点	149	185	154	144	133	191	138	129
最高点时间	2021 年 8 月	2023 年 5 月	2021 年 8 月	2021 年 7 月	2021 年 7 月	2023 年 4 月	2021 年 7 月	2021 年 6 月
期末 (2024 年 9 月)	135	176	144	127	112	168	117	108
2015 年至最高点涨幅	49	85	54	44	33	91	38	29
最高点至今跌幅	-9	-5	-7	-12	-15	-12	-15	-16

资料来源: 国家统计局、

图20: 70 城新建商品住宅及二手住宅销售价格指数



资料来源: 国家统计局、

图21: 一线城市新建商品住宅及二手住宅销售价格指数



资料来源: 国家统计局、

图22: 二线城市新建商品住宅及二手住宅销售价格指数



资料来源: 国家统计局、

图23: 三线城市新建商品住宅及二手住宅销售价格指数



资料来源: 国家统计局、

由于新房的价格劣势，房企去化越发依赖房产中介引流，且支付的佣金费率持续提升。以中国最大的房产交易和居住服务平台贝壳为例，其常年深耕二手房市场，拥有客源优势，2018 年以来逐渐参与新房市场，市场份额和议价能力均快速增长。2024Q2，贝壳的新房交易额在全国商品住宅销售额的市占率为 10.3%，较 2018 年提升了 8 个百分点，而新房佣金费率为 3.37%，较 2018 年提升了 0.7 个百分点，创历史新高。贝壳新房业务的强势表现充分反映出当前房企面临的销售困境。

图24: 贝壳-W 历年新房业务交易额市占率



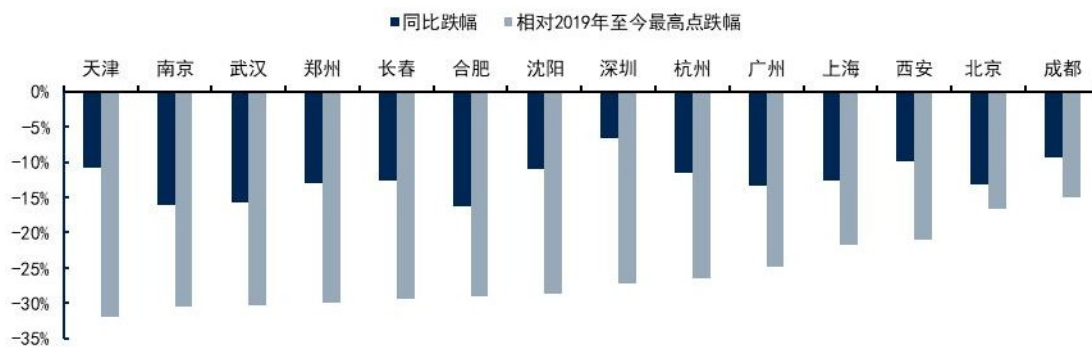
资料来源: 公司公告、

图25: 贝壳-W 历年新房业务货币化率



资料来源: 公司公告、

图26: 中国 14 个核心城市二手房边际挂牌价变动比例 (截至 2024 年 11 月 10 日)



资料来源: 冰山大数据,

受益于地产政策发力, 2024 年 10 月, 样本城市新房和二手房单月成交量同环比表现均有所好转, 且“以价换量”有望逆转。观察四轮政策后全国冰山指数表现, 此前每轮政策相对上一轮政策的房价跌幅均进一步扩大, 但本轮政策时点二手房最低挂牌价有企稳迹象。再将冰山指数覆盖的 46 城按照 24 年 6 月二手房挂牌价划分为四个能级: ①一线: 北京、上海、深圳、广州。②强二线: 除四大一线外, 最低挂牌价超过 2 万元。③弱二线: 最低挂牌价在 1-2 万元之间。④三四线: 最低挂牌价低于 1 万元。分城市能级观察, 一线城市冰山指数下跌后率先出现企稳, 我们推测是因为限购政策放宽后成交量激增, 快速消化了低价房源; 而二线城市紧随其后, 冰山指数趋势相似; 三四线城市受政策影响最小, 但下跌趋势也放缓。

图27: 30城新建商品房成交面积单月同比及环比

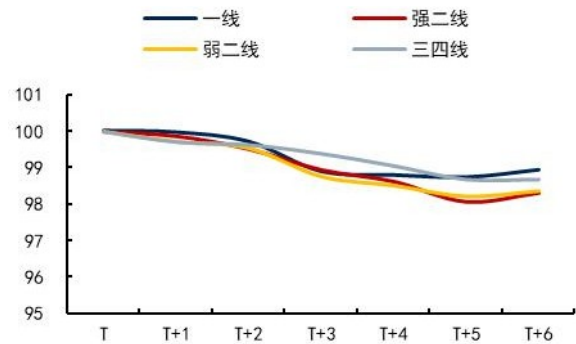
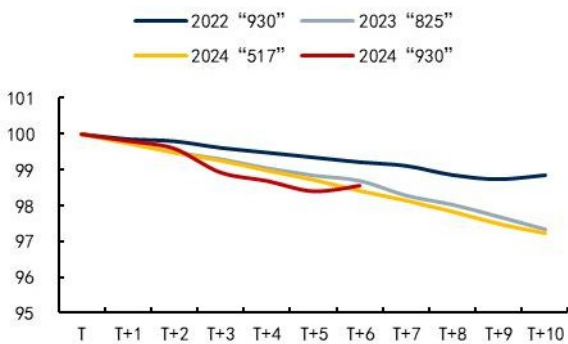
图28: 18城二手住宅成交套数单月同比及环比

资料来源: ,

资料来源: ,

图29: 全国冰山指数本轮政策时点表现与前三轮政策对比

图30: 本轮政策时点各城市能级冰山指数表现对比

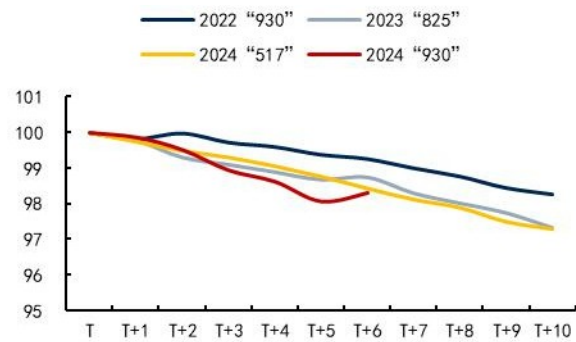
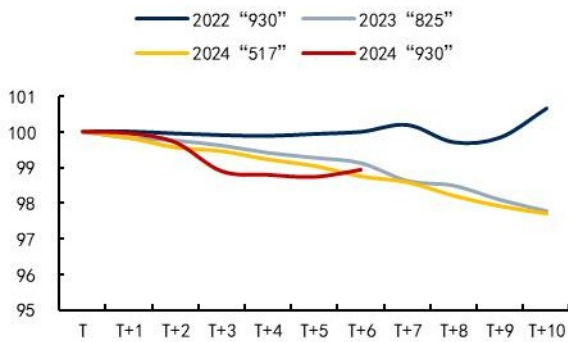


资料来源: 冰山大数据,

资料来源: 冰山大数据,

图31: 一线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比

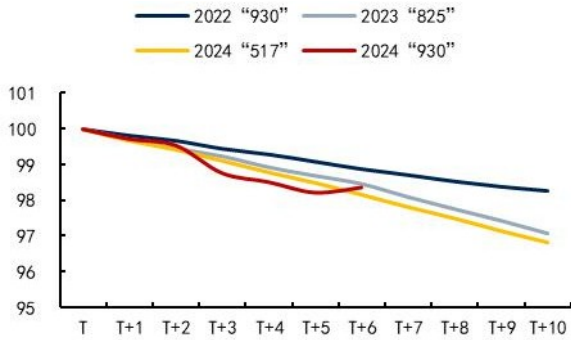
图32: 强二线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比



资料来源: 冰山大数据,

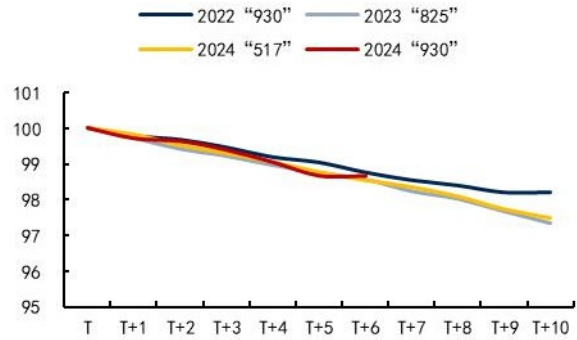
资料来源: 冰山大数据,

图33: 弱二线本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比



资料来源: 冰山大数据,

图34: 三四线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比



资料来源: 冰山大数据,

### 土地市场供需双弱格局延续

**供需双弱，下滑明显。**全国土地供应和成交自 2022 年起连续三年下滑，2024 年 1-10 月全国住宅用地供应/成交建筑面积分别为 5.1/3.3 亿平方米，分别同比下降 24%/20%，均创下自 2011 年以来的新低，呈供需双弱格局。

图35: 全国住宅用地供应建筑面积及同比



资料来源: 中指研究院,

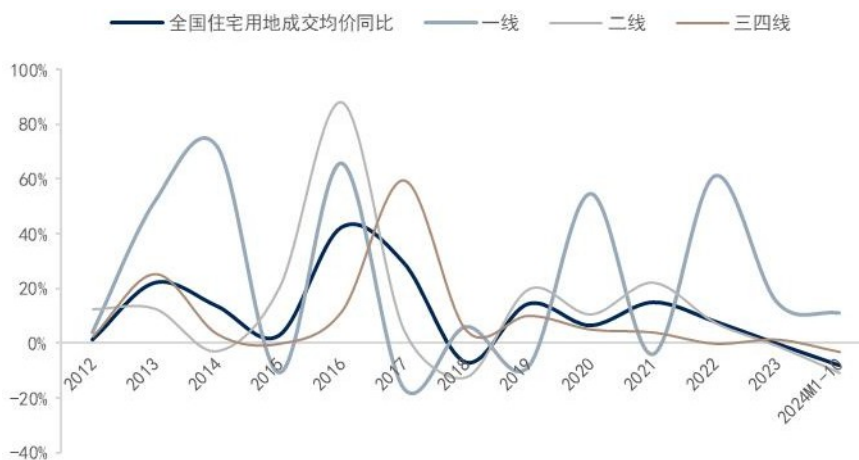
图36: 全国住宅用地成交建筑面积及同比



资料来源: 中指研究院,

**成交价格总体承压，一线城市价格坚挺。**2024 年 1-10 月全国住宅用地成交均价 6345 元/平方米，同比下降 8%。但不同能级城市有所分化，其中二线/三四线价格分别同比下降 11%/3%，一线价格保持坚挺，同比增长 11%。

图37: 不同能级城市住宅用地成交均价同比



资料来源：中指研究院，

**流拍率整体创新高，高能级城市较为稳定。**2024年1-10月全国住宅用地流拍率为31.8%，较2023年上升9.8pct，创下新高。其中一线/二线/三四线流拍率分别为6.1%/13.0%/34.5%，分别较2023年上升1.5%/下降3.7%/上升11.5pct。

图38: 不同能级城市住宅用地流拍率

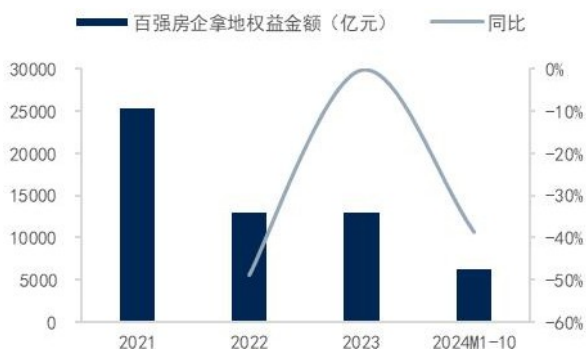


资料来源：中指研究院，

**企业端投资谨慎，国央企仍是拿地主力。**从企业端看，2024年1-10月百强房企拿地权益金额6199亿元，同比下降39%，头部企业投资态度谨慎。从拿地结构看，国央企仍然是市场主力，根据中指院统计，2024年1-10月，核心22城中国央企拿地比例约76%，在市场下行的背景下连续三年超70%。

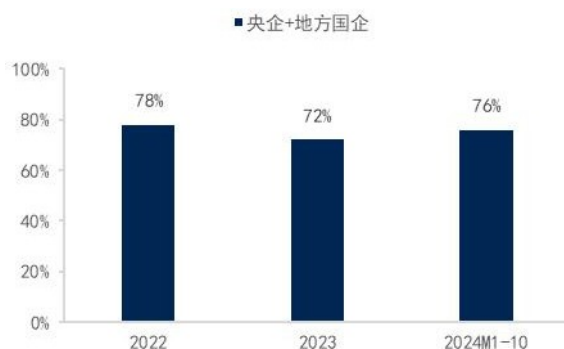


图39: 百强房企拿地权益金额及同比



资料来源：中指研究院，

图40: 核心 22 城国企拿地占比



资料来源：中指研究院，

9月政治局会议提出商品房建设要严控增量，叠加“去库存”的大背景，预计土地出让的总量仍将低位运行。而在企业投资趋于谨慎，保证健康的现金流为首要前提的背景下，预计土地成交仍将承压。

### 首提“止跌回稳”，一线频繁放松

过去一年中央政治局会议对房地产行业提法出现了较大变化：1) 2023年7月提出“房地产市场供求关系发生重大变化”；2) 2024年4月提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策”；3) 2024年9月提出“要促进房地产市场止跌回稳，降低存量贷款利率”。进入2024年，“去库存”、“止跌回稳”等词汇都是这轮地产周期以来首次提及。

10月17日，住建部在促进房地产市场平稳健康发展新闻发布会提出“四个取消、四个降低、两个增加”。总体来看，当前政策在供给端和需求端同时发力：1) 供给端：通过严控供地增量，收储等方式“去库存”；2) 需求端：放松对居民购房的限制，减少居民买卖住房的成本。

从具体实施的政策来看，5月，央行和住建部按照“政府主导、市场化运作”的思路推动收购存量房用作保障性住房。同时，一线城市也在三个季度中多次进行需求端政策的放松，包括放松限购、限售、首付比例、贷款利率、非普宅标准、税费免征等。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/436141023040011002>