

房地产行业深度报告

地产收储，该几多期许，效果当几何？

增持（维持）

2024 年 06 月 06 日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

投资要点

■ 我国当前的库存情况究竟如何？目前全国库存处于历史相对高位，约为历史最高点的 85%；新房销量不断下滑，去化周期迅速攀升，当前已创 2010 年来新高为 27.2 个月；一/二/三线城市库存分布处于历史最高位的 90%/75%/96%，近 1 年来整体均保持稳定；一二三线城市去化周期均已达历史新高，三线城市去化周期上涨速度最快，形势最为严峻。

■ 2014 年周期中“去库存”如何拉动地产量价复苏？2010 年限购政策陆续出台后，行业基本面迅速下行，房地产库存迅速累积，2015 年达到历史峰值；2014 年政策放松以“去库存”为主导目标，聚焦限购限贷放松和棚改货币化。在一揽子政策的刺激下，购房需求迅速提振，房价随之上涨。本轮去库存可以分为两个阶段：阶段一（2014 年 9 月-2016 年 3 月）：月度供应面积>月度成交面积，80 城库存面积未出现明显下降；阶段二（2016 年 3 月-2017 年 6 月）：月度供应面积<月度成交面积，80 城库存水位迅速下降。2016 年月度供应面积的下降主要是由于前期拿地投资减少的作用开始逐步显现

我们认为在 2014 年周期中，去化周期的下降是后续“量-价-供需”三者正向循环的启动点。通过分析我们得到了以下结论：（1）本轮周期中去化周期的下降更大程度上是因为销售面积的提升而非库存下降。（2）量在价先：房价下跌/上涨滞后于销售面积 3 个月/2 个月。（3）本轮放松去化周期下降 21%至 16.9 月后带动楼市进入“量-价-供需”的正向循环。

■ 本轮收储政策的实施路径和作用？本轮收储分为收新房的“保障性住房再贷款”政策和收二手房的“以旧换新”政策，收新房是地方国企向开发商收购已建成未出售的存量新房，而“以旧换新”是地方国企向居民收购存量住宅用作保障房，居民出售二手房后需要购买更高总价的新房。总体而言，收购新房政策的落地操作性和可复制性更强，而收购二手房对市场需求的提振作用更强。

我们认为收储模式的作用主要有（1）为保障性租赁住房提供增量；（2）消化库存改善供需关系，稳定房价预期；（3）缓解被收储开发商流动性压力，助力保交楼。在落地过程中也可能遇到收益覆盖问题导致地方政府动力不足等问题。

■ 本轮收储政策需要多少资金方可起效？我们预计 5000 亿收储资金可以收购存量新房 46.7-53.4 万套，单套收购成本在 100 万元左右。而全国新房+二手房住宅库存套数约 963 万套。借鉴 2014 年周期的经验，我们假设去化周期下降 21%或去化周期降至 16.9 个月左右，地产销售的量价情况会显著复苏，若要使去化周期下降 21%或下降至 16.9 个月，所需的收购资金为 2.04 或 3.67 万亿元。若其中 60%为央行的保障性住房再贷款，则需要再贷款 1.22 或 2.20 万亿元。基于此，我们期待后续央行追加再贷款资金支持，促进房地产市场的企稳复苏。

■ 投资建议：本轮收储政策着力于供给端，有望降低库存水位，改善供需关系，稳定房价预期；同时助力保障房和保交楼工作。结合需求端政策，有望带动地产销售基本面温和复苏。推荐：1）财务稳健、土储集中在核心城市的优质标的。推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华润置地、越秀地产、华发股份，建议关注：万科 A；2）拥有充沛优质持有型物业资产、现金流有望边际改善的房企。推荐：新城控股、金地集团，建议关注：龙湖集团；3）物业公司：华润万象生活、保利物业、绿城服务、越秀服务；4）代建及中介公司：绿城管理控股、贝壳。

■ 风险提示：收储政策后续落地进度不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期

行业走势



相关研究

《新房成交环比增长，沪广深下调首付比例及房贷利率》

2024-06-04

《527 上海新政点评：全方位多角度松绑限购，超预期下调首付比例及房贷利率》

2024-05-28

内容目录

1. 我国当前的库存情况究竟如何？	4
1.1. 不同口径的房地产库存指标.....	4
1.2. 当前库存和去化周期的情况.....	4
2. 2014 年周期中“去库存”如何拉动地产量价复苏？	7
2.1. 2014 年去库存周期回顾.....	7
2.2. 去化周期下降是 2014 年周期“量-价-供需”三者正向循环的启动点	10
3. 本轮收储政策需要多少资金方可起效？	13
3.1. 收储模式介绍.....	13
3.2. 收储模式的作用与问题.....	17
3.3. 收储政策起效所需资金测算.....	20
4. 总结及投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	库存的三种统计口径之间的关系.....	4
图 2:	2010 年至今我国 80 大中城市的狭义口径库存和去化周期.....	5
图 3:	2010 年至今不同能级城市的狭义库存变化情况.....	6
图 4:	2010 年至今不同能级城市的去化周期变化情况.....	6
图 5:	2015 年 1 月 80 城商品住宅库存达到峰值.....	7
图 6:	2014 年周期央行连续六次降息.....	8
图 7:	2014 年周期房贷利率迅速下降.....	8
图 8:	2014 年周期商品房销售量价同比及关键政策节点.....	9
图 9:	2014 年放松周期时间轴.....	10
图 10:	房地产市场“量-价-供需”三者正向循环的逻辑链条示意图	10
图 11:	2014 年周期去库存的两个阶段.....	11
图 12:	2014 年周期中库存、去化周期、销售面积、房价的走势变化.....	12
图 13:	3000 亿保障性住房再贷款收储流程图.....	13
图 14:	部分城市收储类“以旧换新”政策一览.....	15
图 15:	郑州“以旧换新”示意图	16
图 16:	收购新房及二手房的优劣势对比.....	16
图 17:	全国保租房 2021-2023 年的完成进度	17
图 18:	部分重点城市的保租房完成情况.....	18
图 19:	部分重点城市 2024-2025 年保租房筹集目标	18
图 20:	2021 年至今 70 大中城市新房和二手房价指数同比.....	19
图 21:	2020 年至今房企信用债净融资额（季度）	19
图 22:	2018 年至今中国百城住宅租金收益率.....	20
图 23:	2024 年 3 月重点城市租售比一览.....	20
图 24:	2024 年 4 月商品住宅待售面积达 3.91 亿方.....	20
图 25:	2024 年 2 月-4 月不同能级城市挂牌量	21
图 26:	2024 年 4 月百城二手房挂牌量达 475 万套.....	21
图 27:	2024 年 5 月一二线城市二手房均价.....	22
图 28:	两种情况下收储政策起效所需资金测算.....	23
图 29:	去化周期变化比例的敏感性分析.....	23
表 1:	保障性住房再贷款和租赁住房贷款支持计划对比.....	14

1. 我国当前的库存情况究竟如何？

1.1. 不同口径的房地产库存指标

一般来说，商品房住宅的库存分为三种不同口径：商品房待售面积（小口径），商品住宅狭义库存量（中口径）以及商品住宅广义库存量（大口径）。

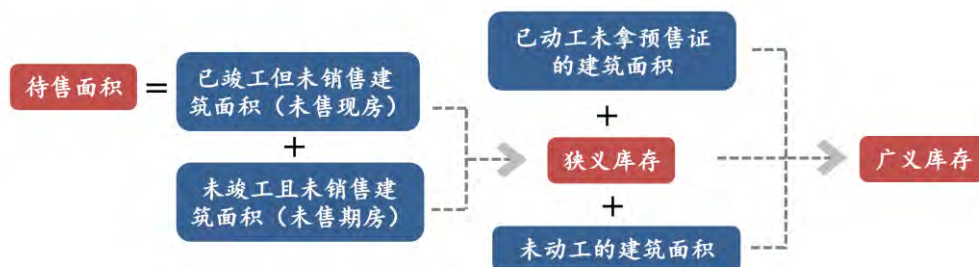
商品房待售面积：根据国家统计局，待售面积指报告期末已竣工的可供销售或出租的商品房屋建筑面积中，尚未销售或出租的商品房屋建筑面积，包括以前年度竣工和本期竣工的房屋面积，但不包括报告期已竣工的拆迁还建、统建代建、公共配套建筑、房地产公司自用及周转房等不可销售或出租的房屋面积。

狭义房地产库存：是指已批准可供销售的商品住宅建筑面积中，尚未销售的商品住宅面积，它与待售面积的区别在于，狭义库存包含了尚未竣工的期房。狭义库存是最常用的库存指标，本文中的“库存”若无特别说明，均指“狭义库存”。

广义房地产库存：在狭义库存的基础上，增加了未动工总建面积和已动工未拿销证面积。

我们可以用一张图来说明三者的联系：

图1：库存的三种统计口径之间的关系



数据来源：国家统计局，克而瑞，东吴证券研究所绘制

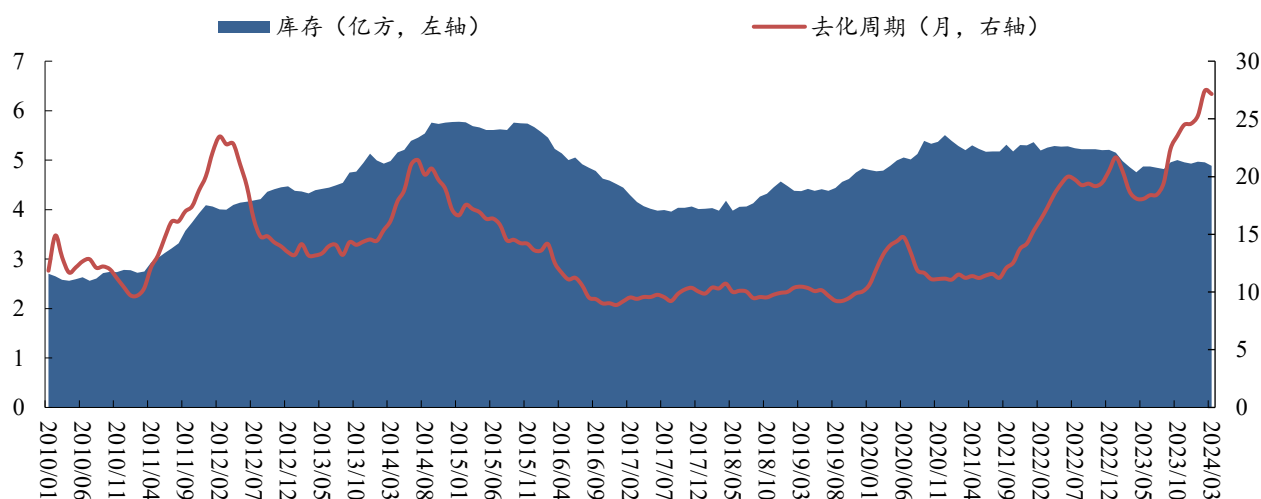
1.2. 当前库存和去化周期的情况

目前全国库存处于历史相对高位，约为历史最高点的 85%。2010 年后房地产政策收紧，基本面下行，地产库存不断累积。2015 年 1 月达到历史高峰，80 城商品住宅狭义库存为 5.78 亿方。之后政府开始强调去库存，2015 年后政策逐渐发挥效力，70 城库存面积持续下降，2017 年 8 月 80 城商品住宅狭义库存降至 3.96 亿方。2018 年 8 月，房地产市场降温，叠加 2020 年新冠疫情的影响，2021 年 9 月狭义库存迎来 5 年内最高峰

5.31 亿方，为 2015 年高点的 92%。2022 年开始房地产进入放松周期，但截至 2024 年 3 月，我国 80 城商品住宅狭义库存仍位于高点为 4.88 亿方，约为 2015 年高点的 85%。

新房销量不断下滑，去化周期迅速攀升，当前已创 2010 年来新高为 27.2 个月。以近十年的数据来看，第一次去化周期高点在 2014 年 7 月份为 21.4 月。经历数轮政策放松后，在 2016 年 12 月份，商品住宅去化周期迎来低点为 8.9 月。2017-2019 三年间，商品房去化周期趋于稳定，一直在 10 个月左右浮动。直到 2020 年初新冠疫情的爆发，去化周期迅速上升至 2020 年 6 月的 14.7 月。2021 年末开始，随着地产景气度下行，民营开发商陆续暴雷，我国商品住宅销售面积和金额不断下滑，去化周期持续上升。2024 年 3 月去化周期已达历史最高点，约为 27.2 个月。

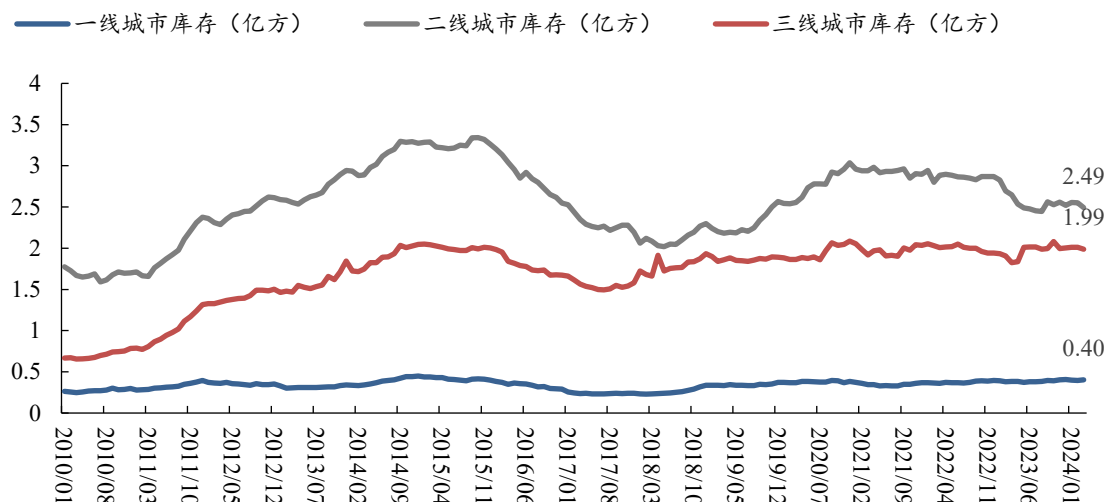
图2：2010 年至今我国 80 大中城市的狭义口径库存和去化周期



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

一/二/三线城市库存分布处于历史最高位的 90%/75%/96%，近 1 年来整体均保持稳定。一线城市的狭义库存高点在 2014 年 12 月为 0.45 亿方，2024 年 3 月为 0.40 亿方，约为历史高点的 90%。二线城市的库存高点在 2015 年 9 月为 3.34 亿方，2024 年 3 月为 2.49 亿方，约为历史高点的 75%。三线城市的库存高点在 2020 年 12 月为 2.09 亿方，2024 年 3 月为 2.00 亿方，约为历史高点的 96%。

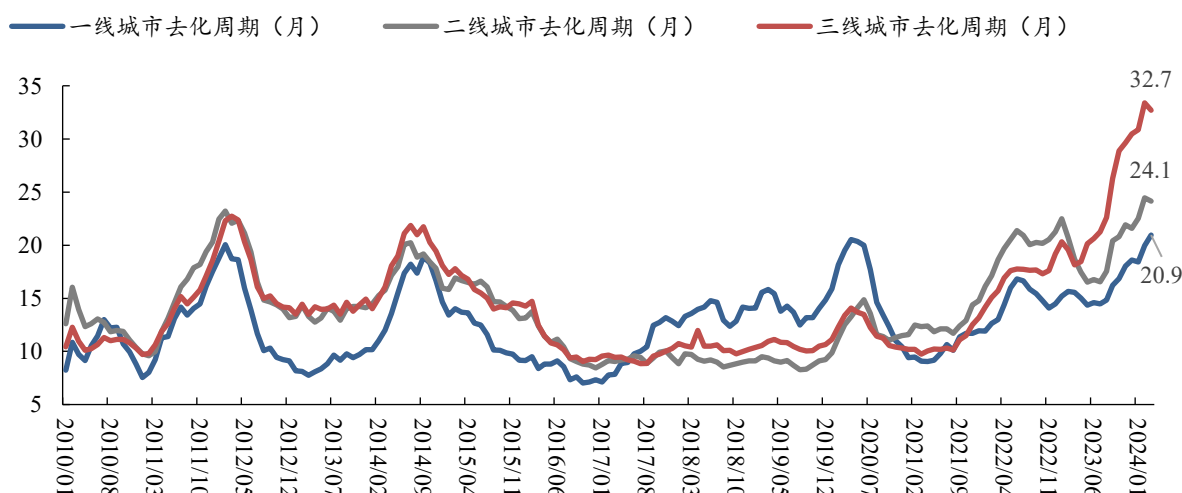
图3：2010年至今不同能级城市的狭义库存变化情况



数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

一二三线城市去化周期均已达历史新高，三线城市去化周期上涨速度最快，形势最为严峻。截至2024年3月，一线城市的去化周期为20.9月，为历史高点（2020年4月，20.5月）的102%；二线城市的去化周期为24.1月，为历史高点（2012年2月，23.2月）的104%；三线城市去化周期为32.7月，为历史高点（2012年3月，22.7月）的144%。三线城市去化周期自2021年8月的10.1月迅速攀升，当前尚无放缓迹象，形势较为严峻。

图4：2010年至今不同能级城市的去化周期变化情况



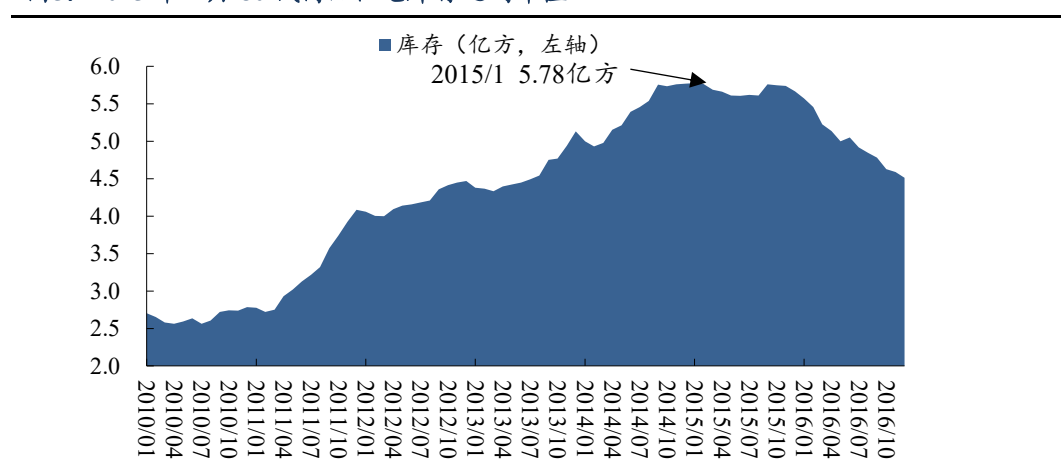
数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

2. 2014 年周期中“去库存”如何拉动地产量价复苏？

2.1. 2014 年去库存周期回顾

2010 年限购政策陆续出台，行业基本面迅速下行，房地产库存迅速累积，2015 年达到历史峰值。2010 年北京、上海、广州等地陆续出台限购政策。2011 年 7 月 12 日国务院常务会议要求房价上涨过快的二三线城市也采取必要的限购措施。限购政策有效减少了投资性购房需求，之后又通过上调购房环节税负、收紧房企融资等政策进一步调控房地产市场。此背景下，房地产库存迅速累积，80 城商品住宅库存在 2015 年 1 月达到峰值 5.78 亿方。

图5：2015 年 1 月 80 城商品住宅库存达到峰值

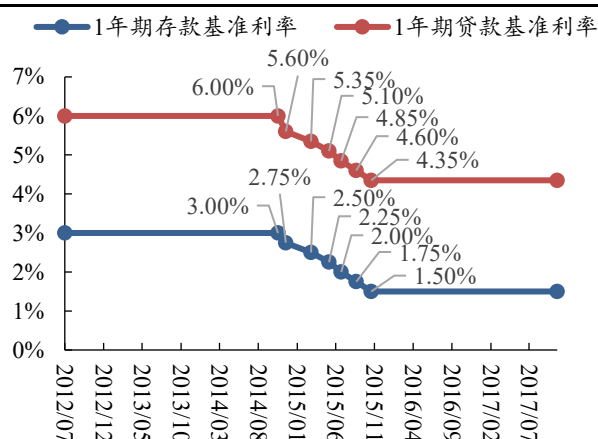


数据来源：克而瑞，东吴证券研究所

2014 年周期的政策以“去库存”为主导目标，聚焦限购限贷放松和棚改货币化。

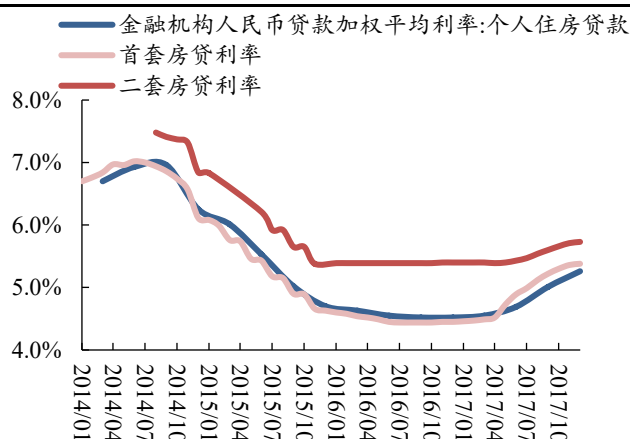
宏观调控政策方面：以降息降准为主，带动房贷利率大幅下降：2014 年 11 月-2015 年 10 月，央行共计五次降准，六次降息。四次降准共计下降 3 个百分点，而 1 年期贷款基准利率由 6.00% 迅速下降至 4.35%，1 年期存款基准利率由 3.00% 迅速下降至 1.50%。

图6：2014年周期央行连续六次降息



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：2014年周期房贷利率迅速下降



数据来源：wind，东吴证券研究所

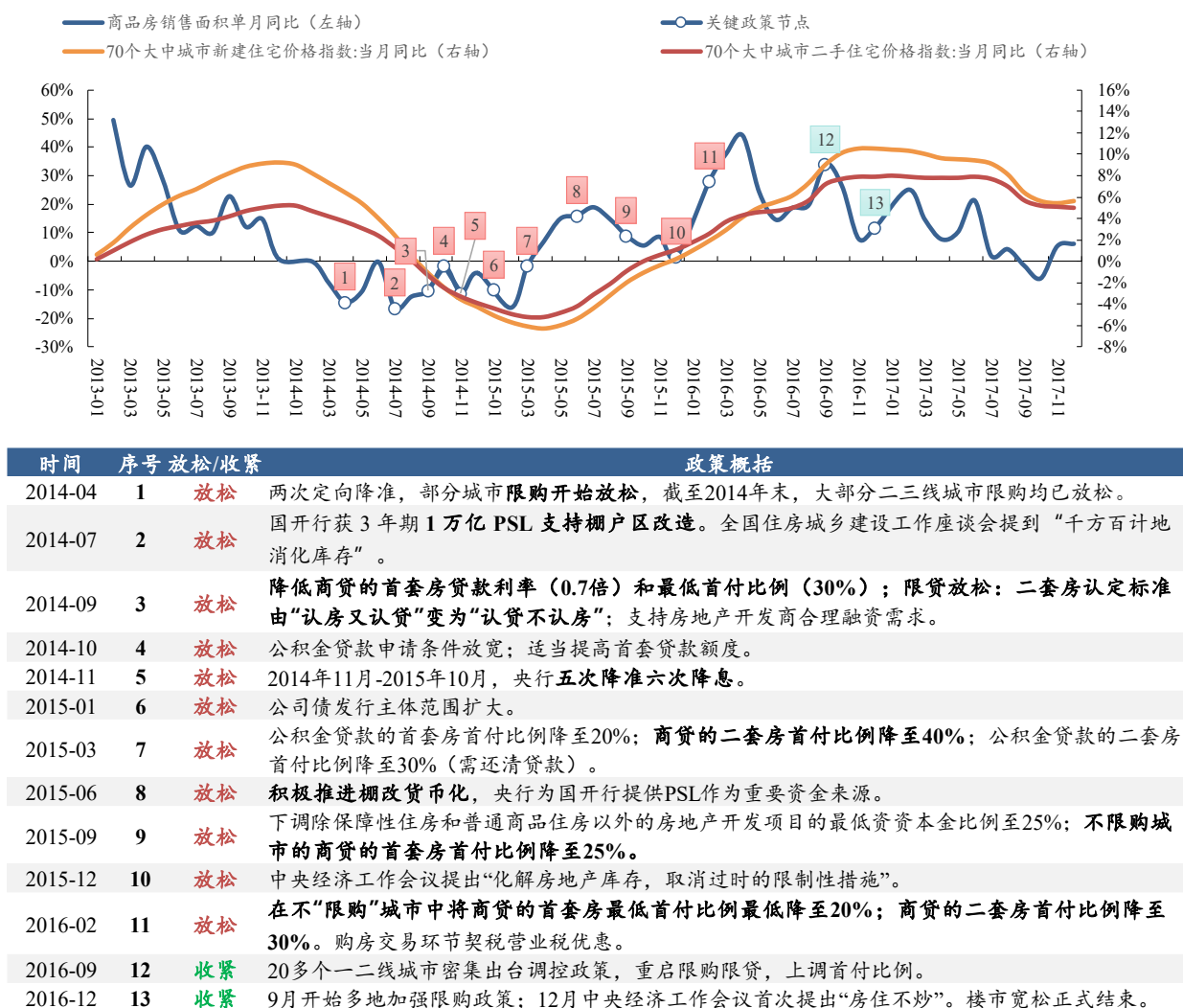
房地产政策方面：主要有以下四点。

- (1) **放松限购政策**：2014年3月6日住建部副部长齐骥就“双向调控”做出权威解释：“所谓双向调控亦可称分类指导，即对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。而对于库存量比较大的城市，要控制供地结构、供应结构。”所谓高库存城市是指去化周期超过12-15个月的城市。随后各地开始放松限购。
- (2) **放松限贷政策**：2014年9月30日，央行、银监会《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（930新政）提出“对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。”二套房的标准由“认房又认贷”变为“认贷不认房”。同时多次降低首付比例，在2016年2月，不限购城市商贷的首套房（含已结清贷款的第二套房）的最低首付比例降至20%；二套房最低首付比例降至最低30%。
- (3) **棚改货币化和PSL**：2015年6月30日国务院《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》提出：“积极推进棚改货币化安置”。在2014年创设PSL之后，国开行在2014年、2015年和2016年新增PSL分别为3831亿元、6981亿元、9714亿元，利率仅为2.75%。国开行的棚改资金占到整个棚改资金来源的65%。
- (4) **降低购房环节税负**：2016年2月17日，财政部、国税总局、住建部《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策通知》提出：“（1）对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税（此前为3%-4%减半征收）。（2）除四个一线城市外，对个人购买家庭第二套住房，

面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。（3）除一线城市外，房屋销售免征营业税的房屋持有年限从 5 年降低至 2 年。”

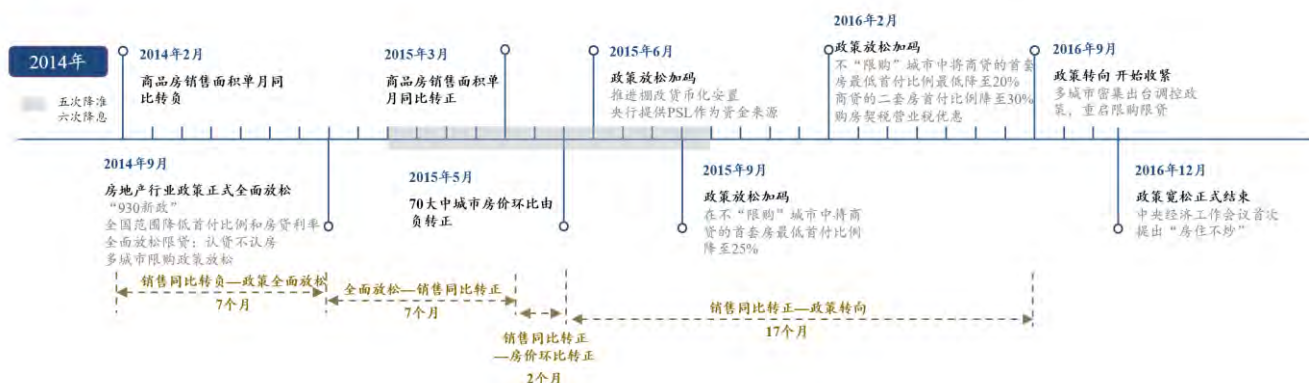
一揽子政策的刺激下，购房需求迅速提振，房价随之上涨。

图8：2014 年周期商品房销售量价同比及关键政策节点



数据来源：wind，政府网站，东吴证券研究所

图9：2014 年放松周期时间轴

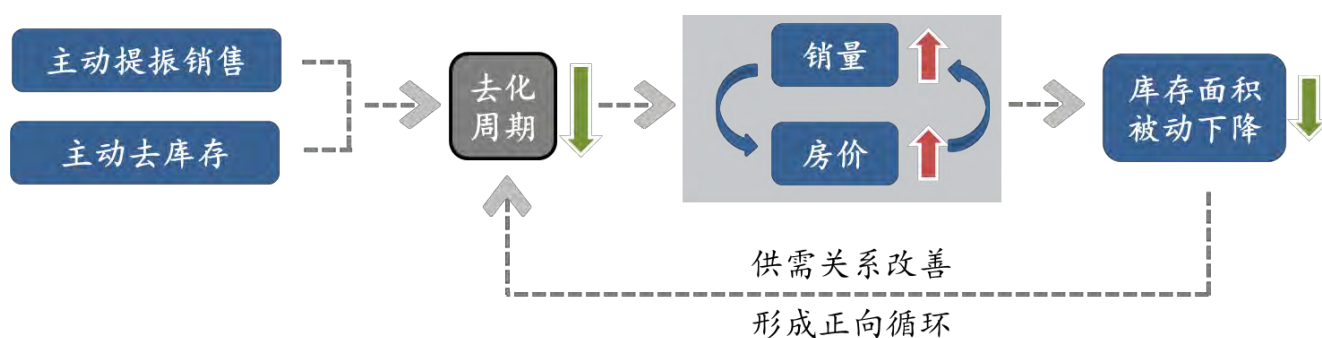


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 去化周期下降是2014年周期“量-价-供需”三者正向循环的启动点

我们认为在2014年周期中，政策对楼市销售基本面起效的逻辑链条如下，去化周期的下降是后续“量-价-供需”三者正向循环的启动点。

图10：房地产市场“量-价-供需”三者正向循环的逻辑链条示意图



数据来源：东吴证券研究所绘制

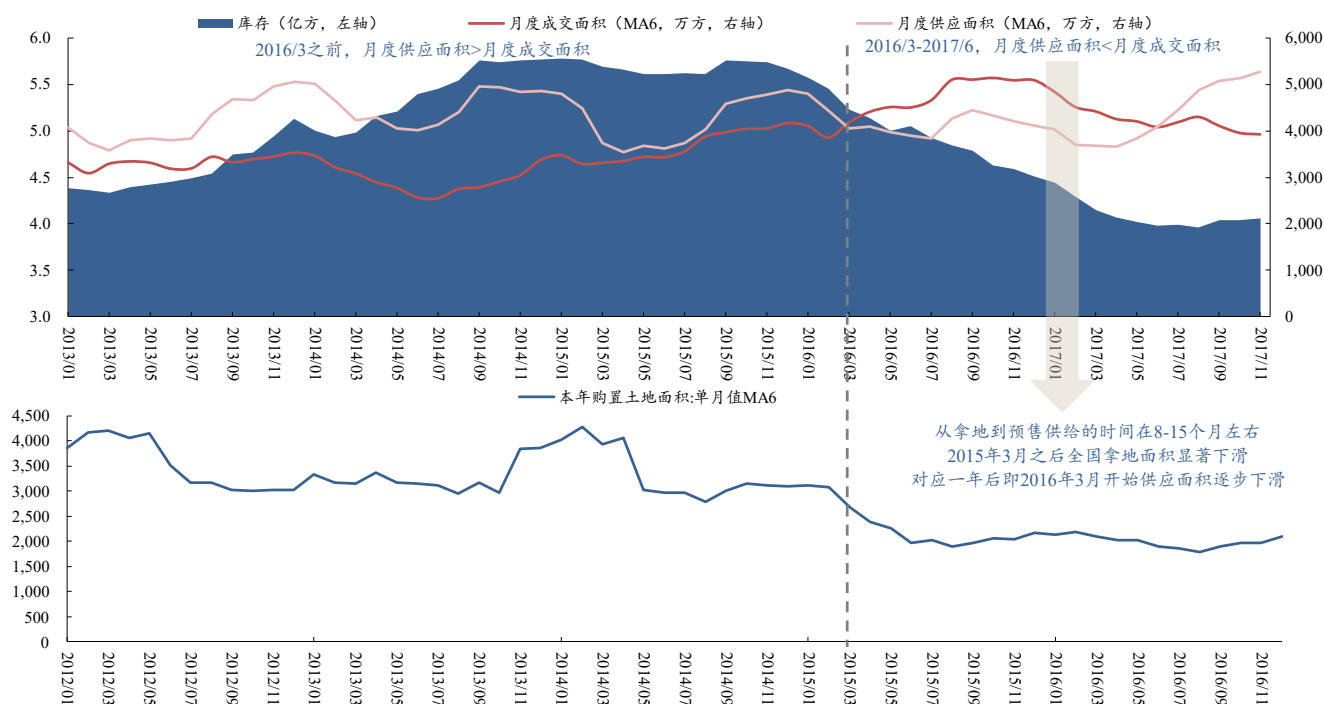
本轮去库存可以按照成交和供应的相对关系可以分为两个阶段：

阶段一（2014年9月-2016年3月）：月度供应面积>月度成交面积，80城库存面积未出现明显下降。

阶段二（2016年3月-2017年6月）：月度供应面积<月度成交面积，80城库存水位迅速下降。

2016 年月度供应面积的下降主要是由于前期拿地投资减少的作用开始逐步显现。通常情况下，房地产开发从拿地到预售的时间在 8-15 个月左右。观察全国的土地购置面积可以发现，在 2015 年 3 月之后，基于以销定产的投资策略，由于销售面积的长期下滑，全国拿地面积开始显著下降，并在 2015 年 6 月-2016 年 8 月期间保持在较低水平。这与供应面积开始减少的 2016 年 3 月正好相差 1 年左右。

图11：2014 年周期去库存的两个阶段



数据来源：wind，克而瑞，国家统计局，东吴证券研究所

通过分析 2014 年前后的新房库存、去化周期、销售面积、新房二手房价格指数等数据，我们得到了以下结论：

(1) 2014 年周期中去化周期的下降更大程度上是因为销售面积的提升而非库存下降。

第一阶段中（2014 年 9 月-2016 年 3 月），库存水位并未明显下降，但由于销售面积不断提升，去化周期显著下降。2015 年 1 月 80 城库存面积达到高点 57756 万方，2015 年 4 月 80 城库存面积为 56848 万方，较高点仅下降 1.6%，但楼市的量价均已进入到修复通道中，新房与二手房价格指数环比即将转正。

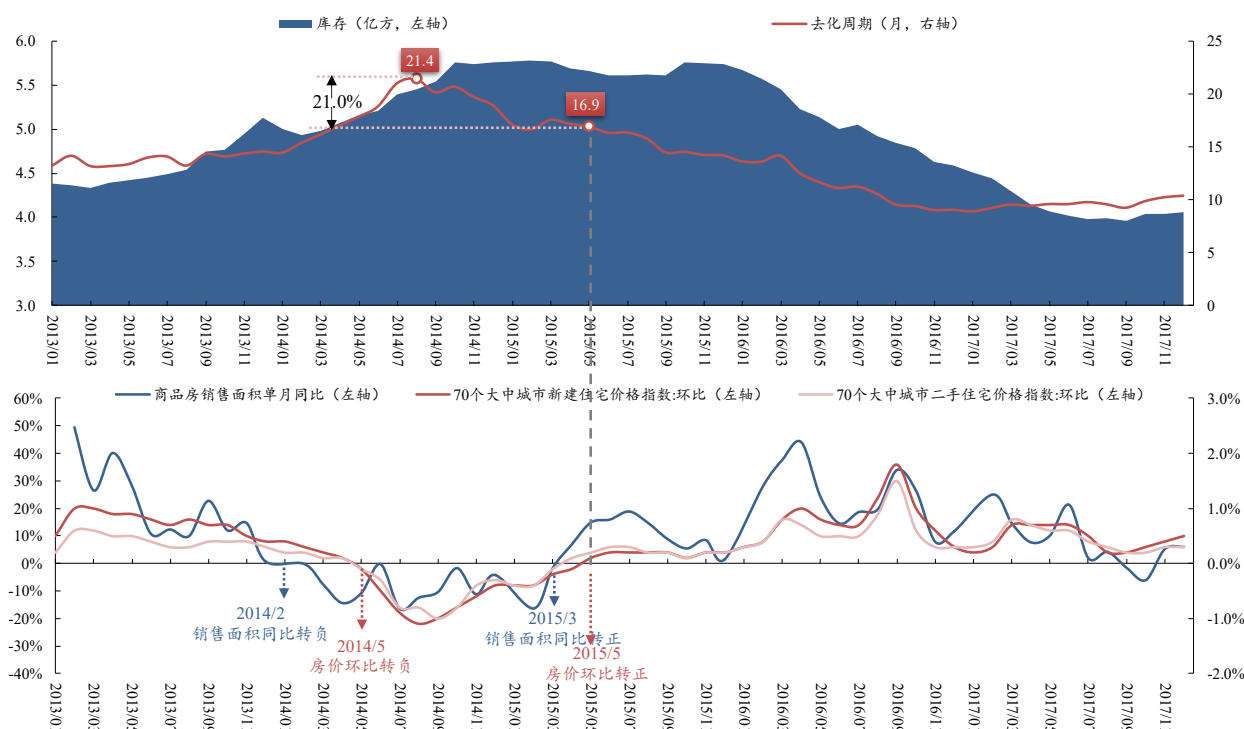
第二阶段中（2016 年 3 月-2017 年 6 月），销售面积仍然处于上升通道，但供给的下滑导致库存水位也开始明显下降，去化周期下降速度加快。此时新房与二手房价格指数环比已经转正近一年。

由此可见本轮周期地产复苏的初始逻辑并非是库存下降导致供不应求，相反是由于销量上升带动房价上涨，房屋的投资属性上升继续刺激销售增长形成循环，进而导致了库存下降。

(2) 量在价先：房价下跌/上涨滞后于销售面积3个月/2个月。2014年2月商品房销售面积同比由正转负，此时70个大中城市的新房和二手房价格指数环比仍为正，直至2014年5月才由正转负；2015年3月商品房销售面积同比由负转正。而新房和二手房价格指数环比在2015年5月均由负转正。

(3) 2014年周期的去化周期下降21%至16.9个月后带动楼市进入“量-价-供需”的正向循环。2014年周期中去化周期的高点出现在2014年8月为21.4个月，后来随着政策放松力度不断加大，基本面好转，在2015年5月新房二手房价格指数环比均由负转正时，去化周期已大幅下降21.0%至16.9个月。从而推动了后续楼市的正向循环，成功实现了“去库存”的目标。

图12：2014年周期中库存、去化周期、销售面积、房价的走势变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

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/587021002030006200>