

# 正文目录

一、 中国房地产调整的现状 .....	5
1、销售：住宅销售减半，现房偏好增加 .....	5
2、价格：新房和一线城市相对坚挺 .....	6
3、投资：高位回落三成，土地成本攀升 .....	8
4、库存：绝对意义去库 vs 相对意义累库 .....	10
二、 房地产止跌回稳的基础 .....	12
1、历史上的房地产止跌回稳 .....	12
2、中国房地产的潜在需求空间 .....	14
3、当前房地产止跌回稳的条件与堵点 .....	16
三、 房地产止跌回稳再思考 .....	20
1、当前房地产调整有没有到位？ .....	20
2、如何实现房地产止跌回稳？ .....	21
3、如何平衡严控地产增量与稳定地方财收？ .....	23
四、 风险提示 .....	24

# 图表目录

图表 1	我国商品房销售面积历史变化情况	6
图表 2	按面积分类的房价指数走势	6
图表 3	按城市层级分类的房价指数走势	6
图表 4	不同分类及口径下的本轮房价调整幅度对比	7
图表 5	中原领先指数反应的大城市二手房价格走势	7
图表 6	我国期房与现房销售平均价格走势	7
图表 7	房地产开发投资中用于住宅的比例达到历史高位	8
图表 8	土地购置费在房地产投资中的占比进一步攀升	8
图表 9	土地市场呈现“量跌价涨”	9
图表 10	房地产开发资金来源收紧主要归因于销售下滑	9
图表 11	房屋竣工面积存在系统性低估	10
图表 12	三种方法推算的实际竣工面积在 2024 年收敛	10
图表 13	成交土地和房屋新开工面积已降至销售面积之下	10
图表 14	一个背离：房地产广义库存绝对水平下降，但去化周期拉长	11
图表 15	中国按用途划分的狭义房地产库存面积	11
图表 16	住宅销售面积领先房价约 4 个月	12
图表 17	房企新开工与调整房价的行为往往基本同步	13
图表 18	房屋新开工面积增速比施工面积和投资增速更加灵敏	13
图表 19	房地产投资包含施工和土地购置两部分	14
图表 20	2014 年来单位建筑面积包含的土地成本显著抬升	14
图表 21	中国住房增量需求预测（至 2050 年）	15
图表 22	中国住房改善性需求预测（至 2050 年）	15
图表 23	2024 年住宅销售面积已低于潜在需求估算	16
图表 24	近年来房地产调整带来居民储蓄积累	17
图表 25	房贷利率已较 2021 年下降超过 2 个百分点	17
图表 26	本轮房价连续下跌持续时间明显长于过往	18
图表 27	中国近五年房价收入比	18
图表 28	中国一线城市房价收入比在全球偏高，但平均房价收入比处于中位数水平	18
图表 29	2020 年以来中国失业率水平中枢抬升	19
图表 30	2022 年 4 月以来收入预期指数下台阶	19
图表 31	2021 年以来大城市薪酬增长停滞	19
图表 32	全国来看居民的住房购买能力是趋于增强的	19
图表 33	各省 2023 年住房购买能力示意（在不影响消费情况下购买 1 套住房所需年限）	20
图表 34	全球主要国家 2000 年以来的房价最大调整幅度	21
图表 35	10 月以来样本城市新房成交回温	22
图表 36	10 月以来样本城市二手房成交进一步回暖	22

图表 37	一、二、三四线城市新建商品住宅存销比 .....	23
图表 38	土地出让收入减半是地方财政欠收压力的重要来源 .....	24
图表 39	2008 年以来拿地未开工面积累计超 30 亿平 .....	24

2024年9月26日中央政治局会议研究部署经济工作，其中一大看点是明确要求“促进房地产市场止跌回稳”。此后，住建部、财政部、自然资源部、央行、金融监管总局等中央五部门联合，进一步明确了促进房地产市场止跌回稳的组合拳，概括为“四个取消、四个降低、两个增加”<sup>1</sup>。

本文详细梳理了截至2024年9月本轮房地产销售、价格、投资、库存各项相关指标的调整程度，进而从房地产止跌回稳传导链条、中国房地产长期潜在需求测算、当前居民购房能力与成本变化测算三个角度，综合判断中国房地产是否具备了止跌回稳的客观基础，并指出当前制约房地产止跌的主要堵点。基于以上研究，回答目前市场尚未辨明的三个问题：当前房地产调整是否已经到位？房地产止跌回稳的核心抓手是什么？如何平衡房地产严控增量与地方财政收入之间的关系？

我们认为，从国际经验来看，目前还很难得出中国房价行将止跌的判断，若不能采取有效措施扭转预期，则居民购房行为可能一再延后。今年10月以来，新房和二手房销售面积都出现了更明显的好转，要稳固房地产销售向好势头，将已经存在的购房能力转化为购房意愿，还需要进一步夯实稳经济、稳就业、从而稳预期的基础，同时打通“保障房收储”政策的堵点。需要看到，“土地财政”模式不可持续，开发地方财政新主体来源是大势所趋；而短期内通过激活房地产销售，可在市场力量的作用下使地方政府土地出让自然回温。

## 一、中国房地产调整的现状

我们以2024年1-9月的累计同比增速，推测若四季度房地产市场没有明显改善的情况下，各项指标2024年全年将达到的水平，以观测本轮房地产市场调整的程度。

### 1、销售：住宅销售减半，现房偏好增加

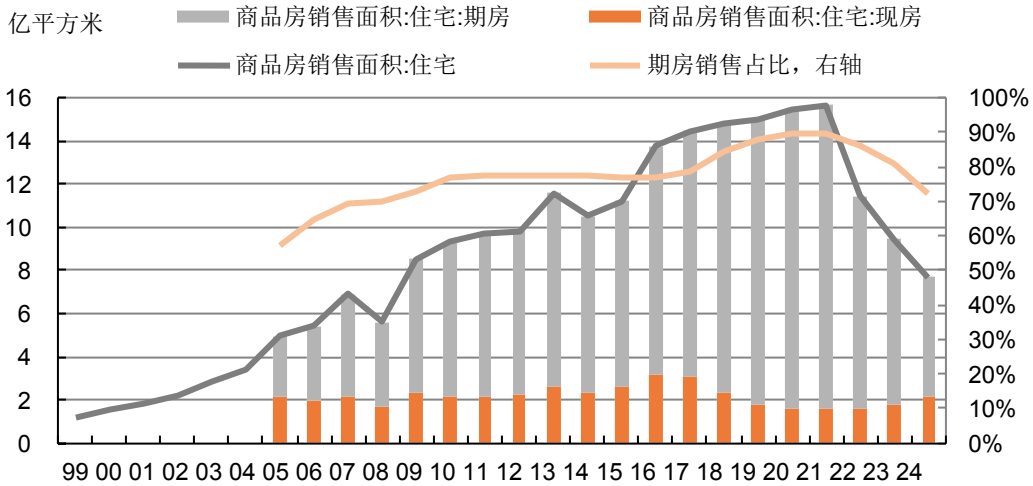
1998年7月国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，宣布从同年下半年开始全面停止住房实物分配，实行住房分配货币化，首次提出建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系。自此打开商品房从无到有的发展大门。到2021年，我国商品住宅年度销售面积达到15.7亿平方米，此后在“三条红线”约束下，逐年回落，预计2024年降至7.7亿平方米，降幅过半。

我国房地产销售以期房为主导，2005-2010年，期房销售占比从57.4%上升到76.7%；2017年开始进一步上行，到2020-2021年期房销售占比已近90%。2022年以来，市场转冷情况下购房者对现房偏好增加。2024年前9个月期房销售占比降至72.2%，从现房与期房平均销售价格的差距拉大来看（图表6，前9个月现房与期房价格分别为8384和10921元/平方米），现房销售占比提高在一定程度上可能与此前期房滞销变为现房后降价有关。

---

<sup>1</sup>四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。四个降低：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。两个增加：通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造；年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。此外，还包括支持收购房企存量土地。

图表1 我国商品房销售面积历史变化情况

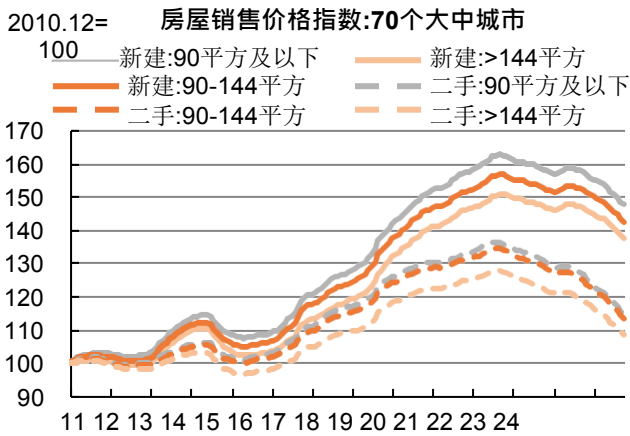


资料来源：国家统计局；注：若无特殊说明，本文图中 2024 年年度数据均为按照 1-9 月累计同比增速推测的年化数据

## 2、价格：新房和一线城市相对坚挺

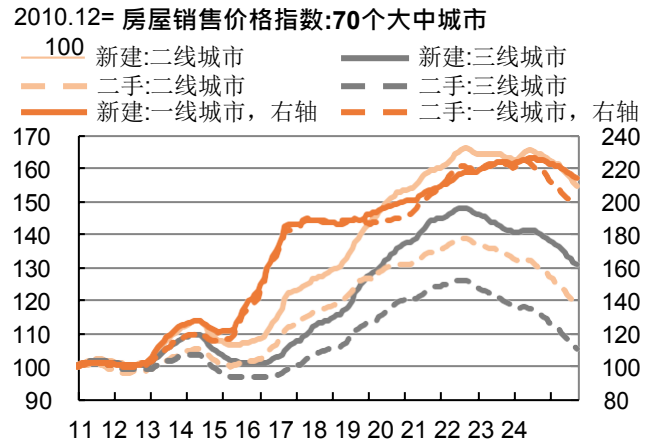
以国家统计局发布的70个大中城市商品房价格指数观察，目前房价调整呈现两个特点：一方面，新房价格较为坚挺。截至2024年9月，二手房价格相比 2021年高点回调 15.4%，新房价格回调 9%。且在2016年以来房价上涨过程中，二手房累计涨幅也小于新房。另一方面，一线城市房价坚挺。一则，一线城市房价跌幅较小，新房和二手房从高点调整幅度分别为 4.9% 和 12.2%；而三线城市新房和二手房分别调整 11.6%和 16.4%；二则，一线城市新房和二手房价格差距较小，2011年以来涨幅基本相同，侧面体现出一线城市住房的稀缺性，不过在本轮房价回调中新房价格更坚挺；三则，一线城市 2015 年房价先行开启上涨（二三线城市从 2016 年开启），2023 年房价才滞后下跌（二三线城市则始于 2021 年）。

图表2 按面积分类的房价指数走势



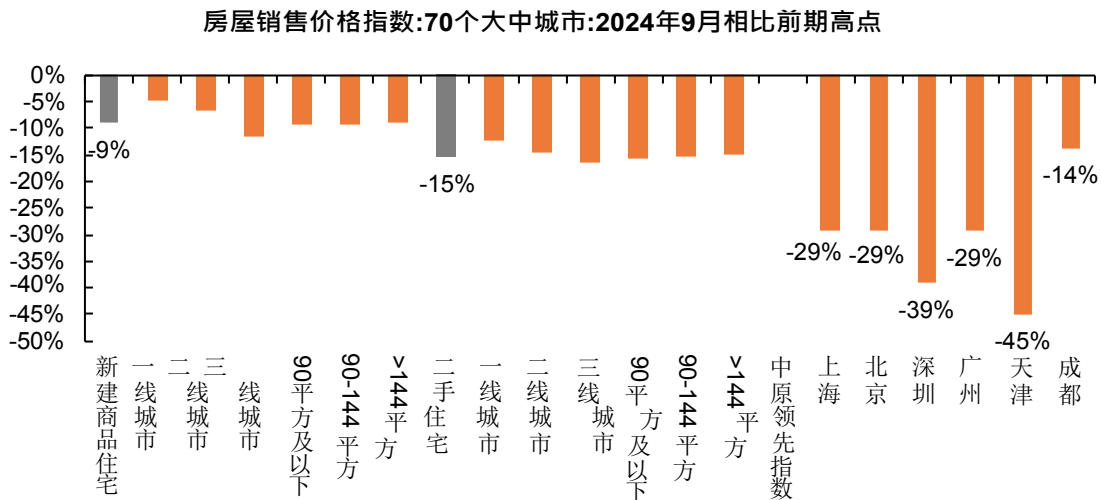
资料来源：国家统计局

图表3 按城市层级分类的房价指数走势



资料来源：国家统计局

图表4 不同分类及口径下的本轮房价调整幅度对比



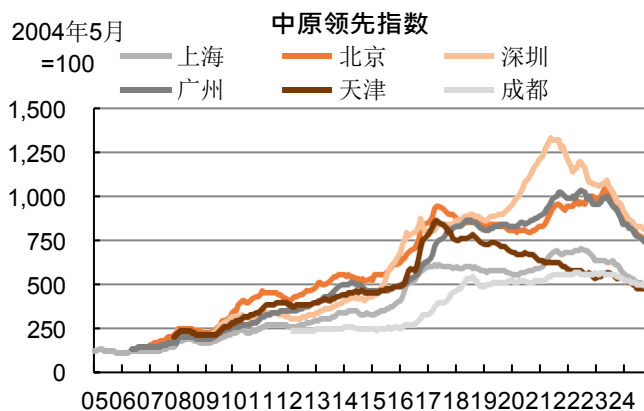
资料来源: ,

与历史水平比较,截至2024年9月,新房销售价格大约回到2019年6-7月水平,其中不同层级城市分化明显,一线城市新房价格大约回到2021年5月,二线城市大约回到2020年3月,三线城市大约回到2019年4月。二手房销售价格大约回到2017年6-7月水平,其中,一线城市二手房价格回到2020年4月水平,表现明显坚挺;二线和三线城市二手房价格大约回到2017年12月水平,回吐了2015年以来上涨周期中的大部分涨幅。

以中原领先指数观测北、上、广、深和天津、成都六大城市,可见其二手房价格分别较最高点回调了29%、29%、39%、29%和45%、14%,四个一线城市的回调幅度均明显高于国家统计局发布的房价指数。与历史水平比较,天津大约回到2015年6月,上海回到2016年3月,北京回到2016年8月,深圳回到2017年2月,广州回到2017年4月,成都回到2018年3月,相比于国家统计局一线城市二手房价格指数的调整程度也明显更深。

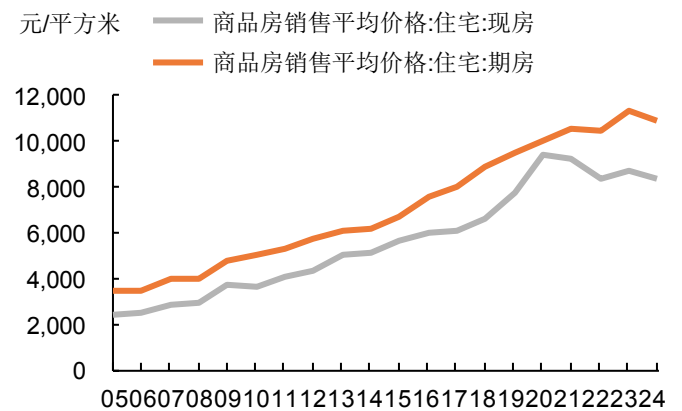
中原领先指数(简称CLI),是以中原实际成交数据和监测数据为基础,采用“改进重复交易法”,遵循同质可比的原则观测样本楼盘前后期成交价格的变化,以计算价格走势。可作为国家统计局70大中城市房屋销售价格指数——这一更全面统计的补充,说明局部房价的调整幅度可能比标准统计意义上更大。

图表5 中原领先指数反应的大城市二手房价格走势



资料来源: ,

图表6 我国期房与现房销售平均价格走势



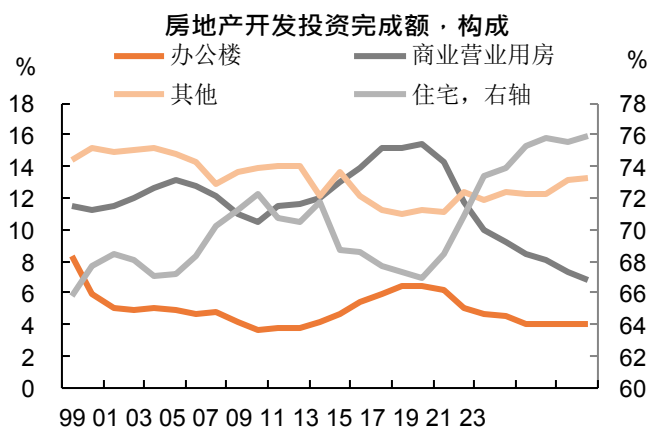
资料来源: ,

### 3、投资：高位回落三成，土地成本攀升

按照今年前 9 个月房地产开发投资额累计同比增速推算，2024 年房地产开发完成投资额约在 10.1 万亿，相比 2021 年高点 14.7 万亿下降约 32%，回到了略低于 2016 年的水平。

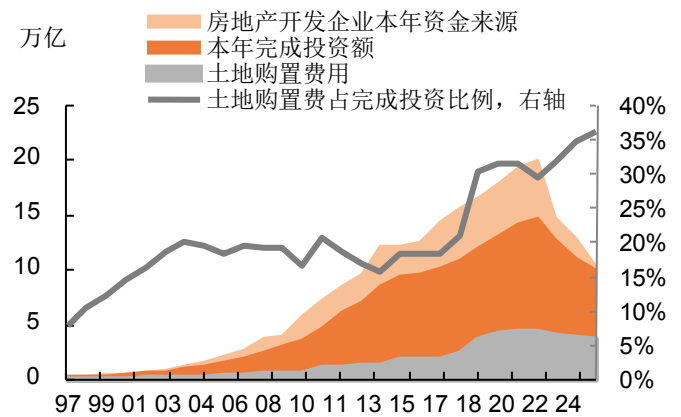
房地产投资按照用途包括住宅、商业营业用房、办公楼和其他。2024 年住宅开发投资约占 76%，处于历史最高水平，2016 年其占比低点为 67%，主要在于 2009-2016 年商业和办公地产开发快速发展，此后其占比则不断回落。2024 年住宅开发投资完成额预计约在 7.6 万亿，比 2021 年高点的 11.1 万亿也下降约 32%。房地产开发投资完成额中包含了愈发不容忽视的土地购置费。2024 年这部分约为 3.6 万亿，约占房地产投资额的 36%。该比例在历史上没有这么高，2002-2017 年稳定在 19%左右平台上，可见房地产开发（及房价）中的土地成本近年来显著上升。

图表7 房地产开发投资中用于住宅的比例达到历史高位



资料来源：，

图表8 土地购置费在房地产投资中的占比进一步攀升

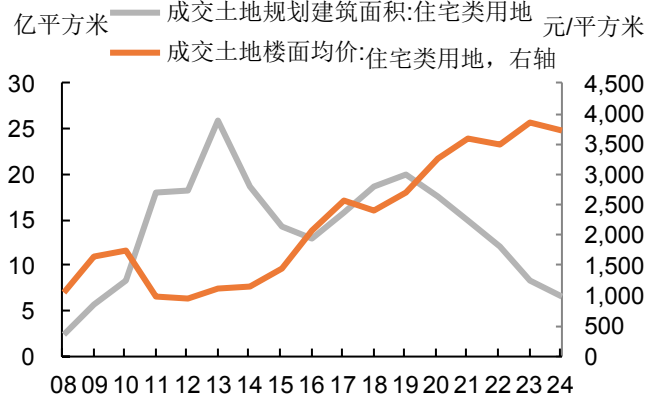


资料来源：，

事实上，2019 年住宅成交土地规划建筑面积在 19.9 亿平方米见顶后，到 2024 年预计降幅达到 66.8%；但同期住宅成交土地楼面均价从 2686 元/平方米进一步攀升到 3704 元/平方米，涨幅达到 37.9%。土地市场呈现“量跌价涨”，反映出地方出让地块质量的提升，在一定程度上帮助支持了地方政府土地出让收入。但要促进房地产销售、房地产投资止跌回稳，可能也要求土地市场上的“以价换量”。

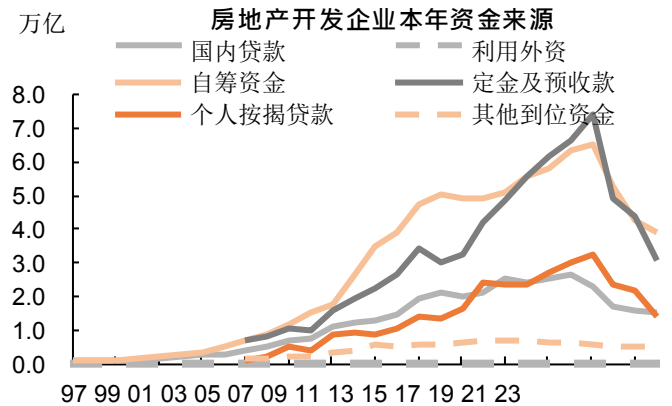
本轮房地产投资下滑伴随房地产开发资金来源更快的收紧。2021 年房地产开发本年资金来源稳定在本年完成投资额的 1.36 倍，此后快速下降，预计 2024 年仅为 1.03 倍。其绝对金额比 2021 年高点下降 48.2%，至 10.4 万亿，其中，源于居民购房的定金及预收款和个人按揭贷款下滑分别贡献了 21.5 和 9.1 个百分点，房企自身解决的自筹资金和国内贷款下滑分别贡献了 13.2 和 4 个百分点。也就是说，销售下滑是房企投资减少的更主要原因。

图表9 土地市场呈现“量跌价涨”



资料来源： ，

图表10 房地产开发资金来源收紧主要归因于销售下滑



资料来源： ，

值得一提的是，房屋竣工面积指标或存在系统性低估。1999年以来累计住宅销售面积与累计住宅竣工面积存在巨大裂口，到2024年裂口达到79.9万亿平方米，而这一理论上的竣工未售出住宅库存，与4万亿平方米的“商品房待售面积:住宅”完全不可比。这主要是房地产开发商通过统计报表报送竣工面积的及时性和准确性相对较差，往往是年底统一报送一批且不完整。我们采用三种方法估算实际房屋竣工面积<sup>2</sup>：

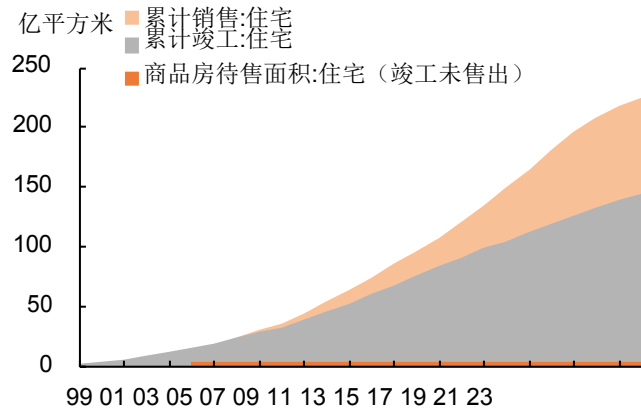
- 用施工面积推算·房屋竣工面积=当年房屋新开工面积-当年房屋施工面积增加值，据此计算，今年前9个月预示的2024年房屋竣工面积约为12.9万亿平方米。
- 用新开工面积推算·从房地产开发流程来讲，一般情况下，开发商从动工到拿到预售许可证大约需要一年左右，拿到预售许可证到工程主体封顶大约需要6个月左右，主体封顶之后至交房需要一年到一年半左右时间，而竣工到交房需要3-6个月。也就是说，从房屋新开工到房屋竣工的时滞正常情况下应在2年半左右。我们采用2年前和3年前的房屋新开工面积计算均值，推测房屋竣工面积，据此计算，今年前9个月预示的2024年房屋竣工面积约为11.7万亿平方米。这一计算的主要缺点在于没有考虑停工烂尾项目，因而在不同年份存在不同程度的低估。
- 用销售面积推算·按照上述开发流程，期房销售到竣工大约需要1年半左右时间，现房销售则体现在当年竣工中。我们采用，房屋竣工面积=2年前和1年前的期房销售面积均值+当期现房销售面积+商品房待售面积增加值，由此计算，今年前9个月预示的2024年房屋竣工面积约为11.6万亿平方米。

上述三种算法得到2024年竣工面积均在12万亿平方米附近，显著高于国家统计局所公布的住宅竣工面积（约为5.5万亿平方米）。而三种方法推算的竣工面积在2024年得到收敛，说明这一时期“保交楼”工作取得明显进展，在近3年来新开工和销售面积显著下降的情况下，住房施工仍能保持一定强度。但从建筑施工流程来看，房屋新开工面积下滑始于2020年，并在2022年加速，“保交楼”工作对房地产投资的拉动到今年底就可能进入衰减阶段。

<sup>2</sup>以下计算全部采用住宅口径面积指标。

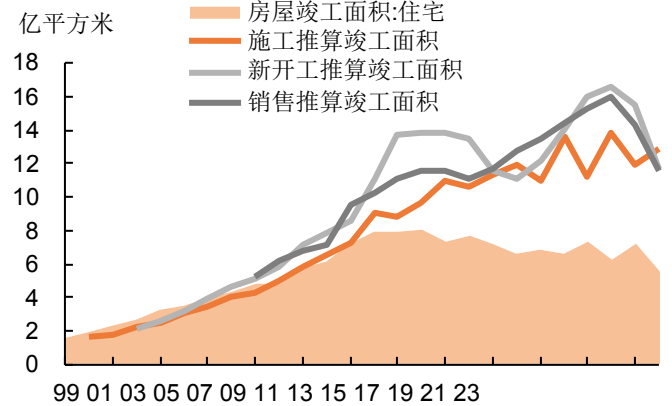


图表11 房屋竣工面积存在系统性低估



资料来源: ,

图表12 三种方法推算的实际竣工面积在 2024 年收敛

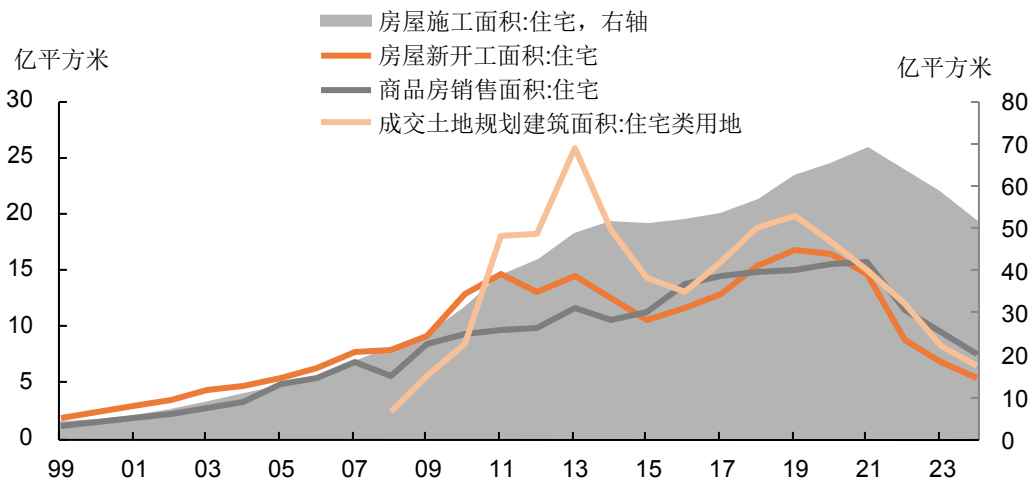


资料来源: ,

#### 4、库存：绝对意义去库vs 相对意义累库

从房地产投资的实际面积指标来看，本轮全国住宅开发在 2019 年就已见顶，当年住宅成交土地规划建筑面积达到 19.9 万亿平方米，房屋新开工面积达到 16.7 万亿平方米。不过，住宅销售和施工面积到 2021 年才见顶，存量项目的施工支持房地产投资继续增长。如果保持前 9 个月增长情况，则 2024 年住宅成交土地规划建筑面积和房屋新开工面积预计分别为 6.6 万亿平方米和 5.4 万亿平方米，均低于 7.7 万亿平方米的住宅销售面积，已在绝对意义上处于“去库存”状态。

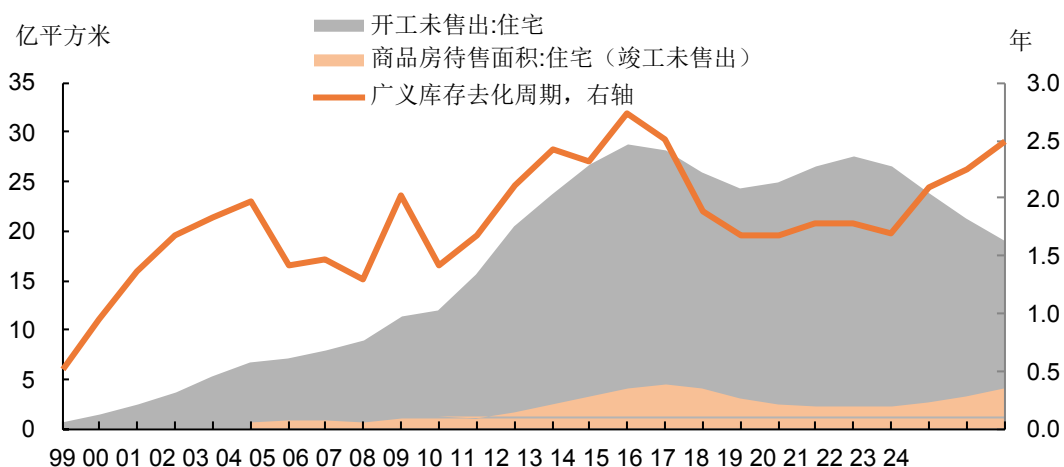
图表13 成交土地和房屋新开工面积已降至销售面积之下



资料来源: ,

采用 1999 年以来累计的住宅新开工面积和住宅销售面积计算“开工未售出”的住宅库存，其两次峰值分别在 2014 年和 2020 年达到 28.8 万亿平方米和 27.6 万亿平方米，对应去化周期分别约为 2 年 9 个月和 1 年 10 个月。2015 年中央经济工作会议提出“三去一降一补”，房地产去库存拉开帷幕。但 2022 年以来库存变化形势不同于以往，表现为绝对库存规模的减少和库存去化周期的拉长，也就是房地产销售更大幅度的缩减带来去库存压力。前 9 个月形势预示的 2024 年广义库存去化周期在 2 年 6 个月。因此，本轮去库存须更多从销售端着手。

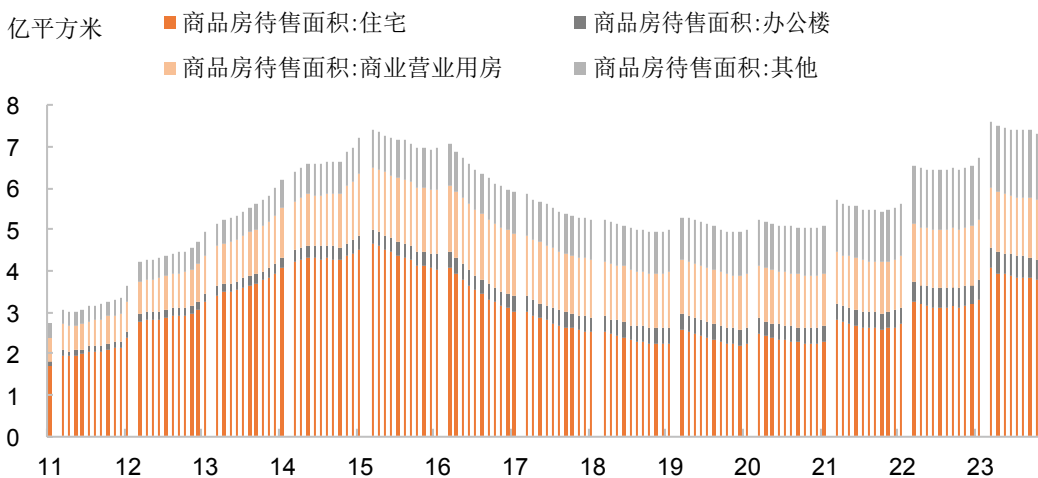
图表14 一个背离：房地产广义库存绝对水平下降，但去化周期拉长



资料来源： ，

需要指出的是，本文的分析聚焦于住宅地产，前述除房地产开发资金来源、土地购置费等数据无法获取住宅分项外，其余各项指标均是对住宅口径的观测和分析。但当前中国非住宅地产的库存问题或更为严峻，截至 2024 年 10 月，商品房待售面积（即已竣工未售出的狭义房地产库存）共约 7.3 亿平，其中住宅库存 3.8 亿平，仅为总库存的一半；还有商业营业用房库存 1.4 亿平、办公楼库存 0.5 亿平、其他库存 1.6 亿平。

图表15 中国按用途划分的狭义房地产库存面积



资料来源： ，

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/728062041055007004>