

房地产行业 2025 年投资策略

消化超量库存的两种路径

优于大市

核心观点

2024 年回顾：楼市寻底，政策积极。销售端，二手明显好于新房，核心仍是价格。2024 年 10 月，21 城商品住宅去化周期约为 20 个月，较 2021 年翻倍，二手房则表现更为平稳。土地端，供需双弱，下滑明显。2024 年 1-10 月全国住宅用地供应/成交建筑面积分别同比下降 24%/20%，均创下自 2011 年以来的新低。政策端，本年支持政策不断，“止跌回稳”态度积极。

超量库存：需消化超量库存 5 到 8 亿平方米。当前房地产总库存 35.2 亿平方米，其中土地库存 20.8 亿平方米，占比 59%，未竣库存 7 亿平方米，占比 20%，竣工库存 7.4 亿平方米，占比 21%，总库存去化周期为 3.5 年。要将去化周期降至 2.3 年左右的合理水平，假设 2025 年自发需求 10 亿平方米，则超量库存未 5 到 8 亿平方米。能否弥补这 5 到 8 亿平方米的需求缺口，将是 2025 年能否走向供需均衡的关键所在。

超量库存的消化路径：供给侧与需求侧。基于当前的政策方向，消化超量库存分为供给侧和需求侧两种路径。**供给侧**，即收回存量土地，资金需求约 2 万亿元，对上下游带动较小。**需求侧**，即创造增量需求，城中村改造和收储是主要切入点，资金需求约 4 万亿元，对上下游带动较大。需要明确的是，相关政策都有一些核心堵点，打通堵点，辅以资金，才能有较快进展。

2025 年展望：两种路径的宏观表现。考虑到增量政策的不确定性，我们给出悲观和乐观两种情形。**悲观情形（不考虑任何增量政策）**下，销售额 8.3 万亿元（-14.4%），销售面积 9.6 亿平方米（-5.9%），新开工 9.1 亿平方米（+12.2%），投资 9.1 万亿元（-4.9%），竣工 5.8 亿平方米（-26.2%）。

乐观情形（完全消化超量库存）下，销售额 9.1 万亿元（-5.8%），销售面积 11 亿平方米（+8.2%），新开工 11.8 亿平方米（+45.9%），投资 9.7 万亿元（+1.1%），竣工 6.8 亿平方米（-13.3%）。

投资建议：审慎观察，勇敢博弈。房价决定中期趋势，政策带来短期波动。价值角度建议对房价保持关注，若房价企稳，看好保利发展、华润置地、中国海外发展、越秀地产、贝壳-W。同时，在房价整体止跌之前，仍会有各种支持政策出台，板块仍然有周期性的博弈机会。增量政策中，存量土地收回盘活和城中村改造的扩围最值得期待。看好具备城投属性的低 PB 标的。

风险提示：市场热度进一步下行的风险、政策落地不及预期或地产政策方向变化的风险、房企现金流改善不及预期、存货持续贬值的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600048.SH	保利发展	优于大市	10.91	1,306	0.92	1.02	11.9	10.7
0688.HK	中国海外发展	优于大市	14.68	1,483	2.38	2.44	5.7	5.6
1109.HK	华润置地	优于大市	26.15	1,722	3.65	3.69	6.6	6.6
0123.HK	越秀地产	优于大市	6.50	242	0.79	0.82	7.6	7.3
2423.HK	贝壳-W	优于大市	56.15	1,879	2.46	2.51	21.1	20.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

房地产

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

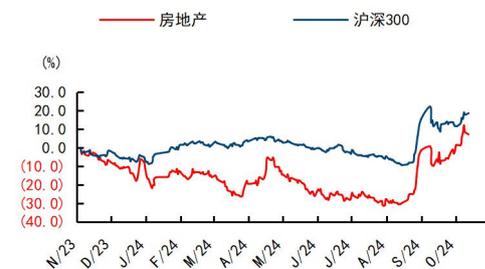
证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《房地产行业 2024 年 11 月投资策略-10 月楼市反弹明显，重点观察能否持续》——2024-10-31

《数据背后的地产行业图景（二）-高层表态政策加码，静候基本面修复》——2024-10-25

《统计局 2024 年 1-9 月房地产数据点评-基本面指标略有改善，政策持续加码提振信心》——2024-10-18

《10 月国新办发布会地产政策解读-“组合拳”新添政策，持续为市场注入信心》——2024-10-18

《9 月中央政治局会议地产新表述解读-直面问题，实事求是》——2024-09-27

内容目录

2024 年回顾：楼市寻底，政策积极	5
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
消化超量库存的两条路径	18
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
2025 年展望：两种路径的宏观表现	23
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
投资建议	31
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
风险提示	33

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 年同期.....	5
图 5: 25 城商品住宅单月供应面积相比 2019 年同期.....	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 年同期.....	7
图 13: 30 城新建商品房单月成交面积相比 2019 年同期.....	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 年同期.....	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 城央企拿地占比.....	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、Wind，国信证券经济研究所整理

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、Wind，国信证券经济研究所整理

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、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：百强房企单月销售额相比 2019 年同期



资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

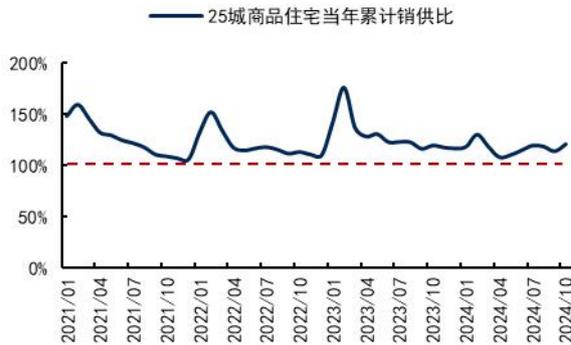
与此同时，新房供给量持续萎缩，但去化周期仍在高位。自 2021 年以来，25 城商品住宅供应面积持续走低，仅 2023Q1 销售回暖时短暂冲高，2024 年 10 月供应面积相比 2019 年同期仅为 32%，销供比始终保持在 100% 以上。较为节制的供应使得商品住宅可售库存自 2023 年以来并未进一步攀升，但去化周期受销售低迷的拖累持续拉长。2024 年 10 月，21 城商品住宅存量可售面积的去化周期约为 20 个月，较 2021 年翻倍，主流城市中仅三成 10 月末的去化周期较 2023 年末缩短。

图5: 25 城商品住宅单月供应面积相比 2019 同期



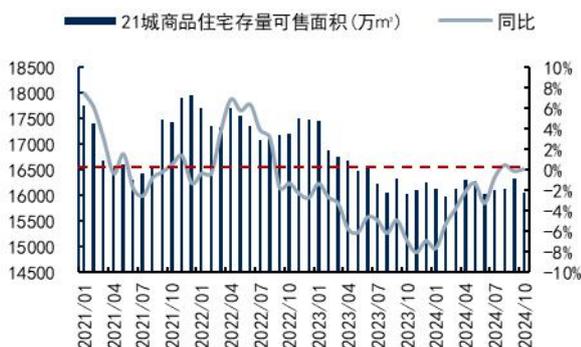
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

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，国信证券经济研究所整理

图7: 21 城商品住宅存量可售面积及同比



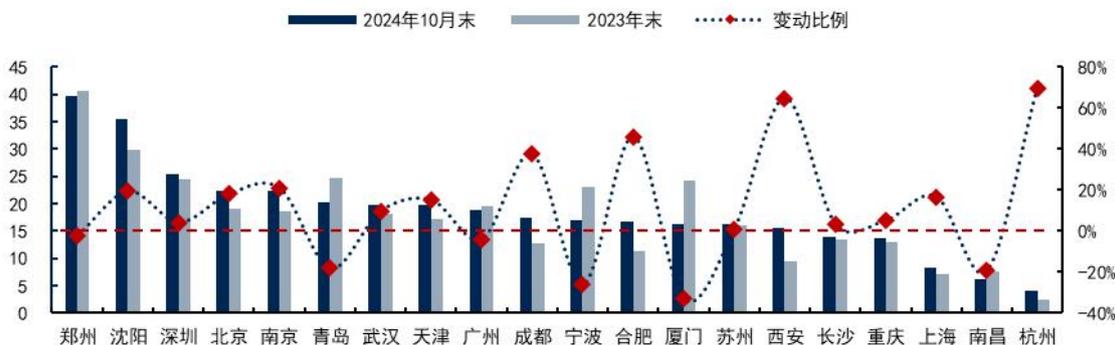
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

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，国信证券经济研究所整理

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，国信证券经济研究所整理

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



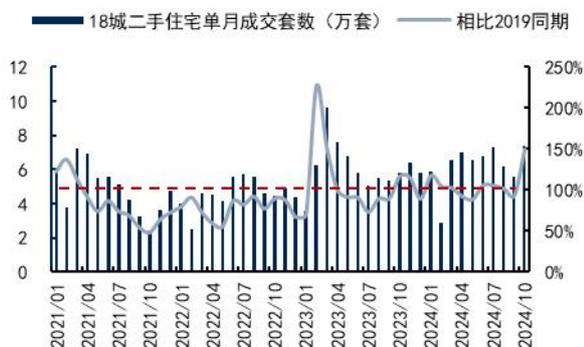
资料来源: 国家统计局、贝壳研究院, 国信证券经济研究所整理

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, 国信证券经济研究所整理

图12: 18城二手住宅单月成交套数相比2019年同期



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

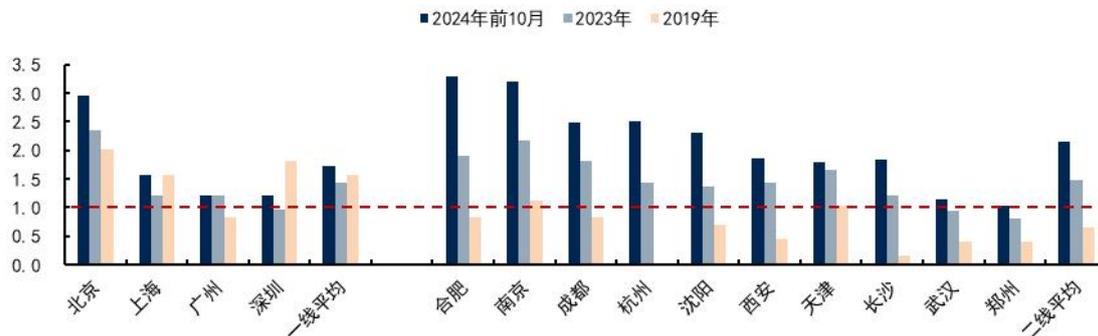
图13: 30城新建商品房单月成交面积相比2019年同期



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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, 国信证券经济研究所整理

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、Wind, 国信证券经济研究所整理

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、Wind, 国信证券经济研究所整理

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 m² (其中一线城市为 89 m²、二线城市为 99 m²), 而新建住宅套均成交面积明显更高, 平均为 121 m² (其中一线城市为 108 m²、二线城市为 126 m²)。

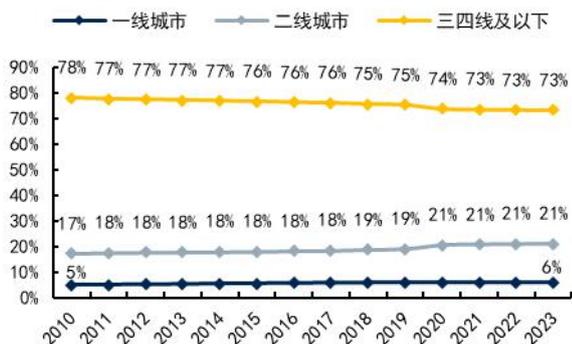
我们推测, 二线城市的二手房市场崛起也受益于人口流入带来的刚需。2019 年, 发改委印发《新型城镇化建设重点任务》, 二线城市的落户政策持续放松。对比各能级城市 2019-2023 与 2010-2019 期间常住人口数量变化, 2019 年以来, 二线城市比一线城市吸引力更强, 而三四线及以下城市人口流出。

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)



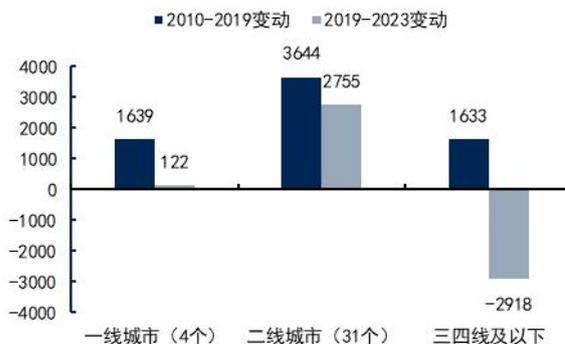
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

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、Wind, 国信证券经济研究所整理

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、Wind, 国信证券经济研究所整理

新房溢价仍高, 渠道依赖加深

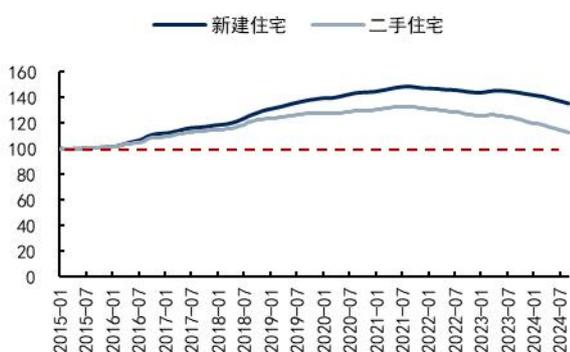
当前, 新房相对二手明显溢价。以 2015 年 1 月价格为基数 100, 计算房价指数。2015 年以来, 70 城整体新建住宅销售价格最高涨幅 49%, 从高点至今下跌 9%; 而二手住宅销售价格最高涨幅 33%, 从高点至今下跌 15%。新建住宅销售价格在上行周期的涨幅大于二手房, 但下行周期跌幅小于二手房, 2024 年 9 月溢价仍有 23%。

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%。

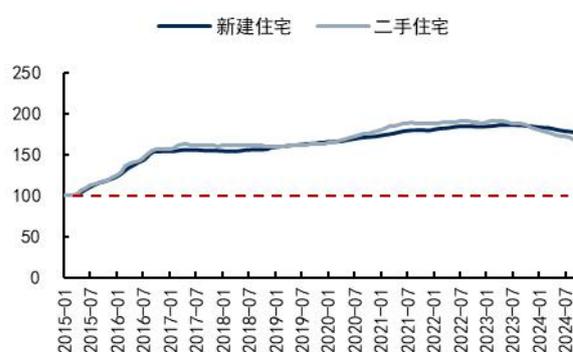
表1: 70城新建住宅和二手住宅销售价格 2015年至今表现

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%

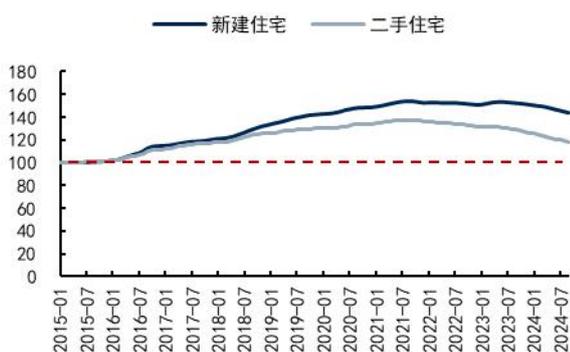
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 70城新建商品住宅及二手住宅销售价格指数


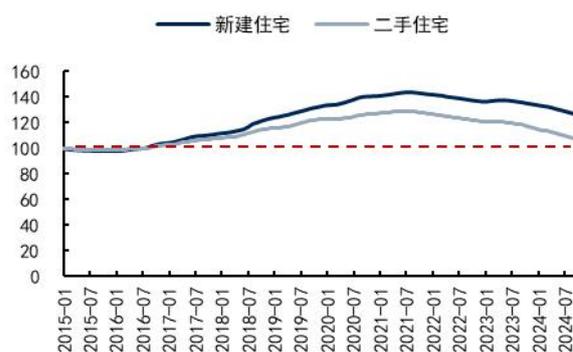
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

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、Wind, 国信证券经济研究所整理

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、Wind, 国信证券经济研究所整理

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、Wind, 国信证券经济研究所整理

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



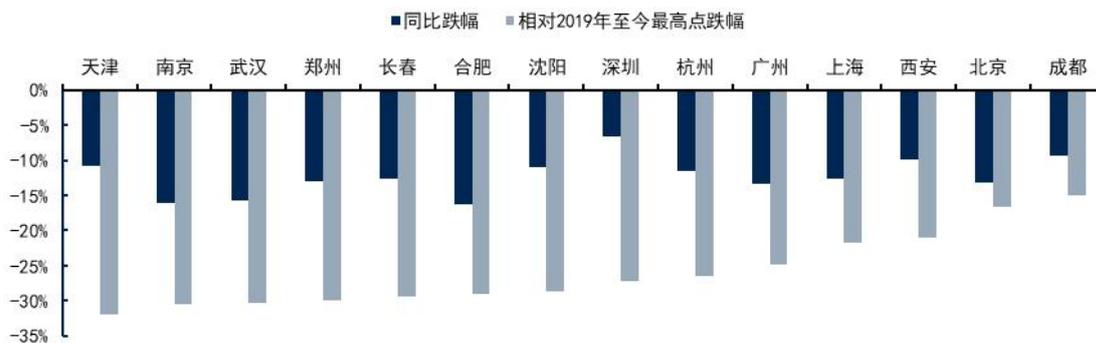
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 贝壳-W 历年新房业务货币化率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

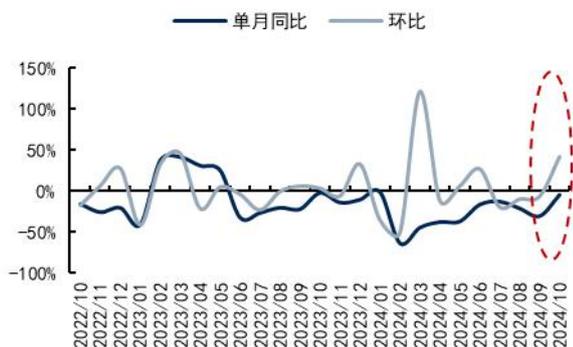
图26: 中国 14 个核心城市二手房边际挂牌价变动比例 (截至 2024 年 11 月 10 日)



资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

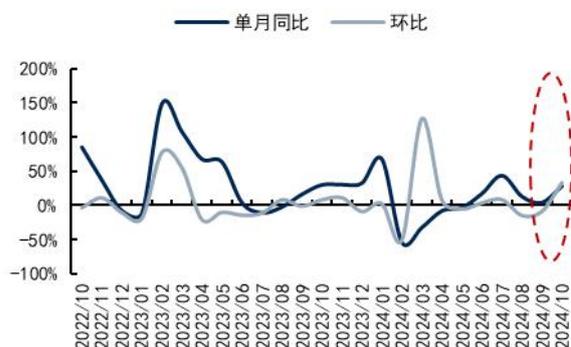
受益于地产政策发力, 2024 年 10 月, 样本城市新房和二手房单月成交量同环比表现均有所好转, 且“以价换量”有望逆转。观察四轮政策后全国冰山指数表现, 此前每轮政策相对上一轮政策的房价跌幅均进一步扩大, 但本轮政策时点二手房最低挂牌价有企稳迹象。再将冰山指数覆盖的 46 城按照 24 年 6 月二手房挂牌价划分为四个能级: ①一线: 北京、上海、深圳、广州。②强二线: 除四大一线外, 最低挂牌价超过 2 万元。③弱二线: 最低挂牌价在 1-2 万元之间。④三四线: 最低挂牌价低于 1 万元。分城市能级观察, 一线城市冰山指数下跌后率先出现企稳, 我们推测是因为限购政策放宽后成交量激增,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



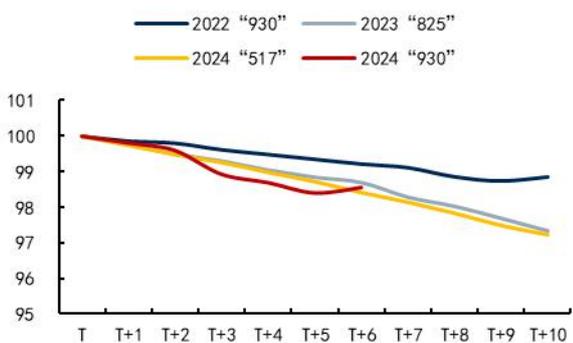
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 18城二手住宅成交套数单月同比及环比



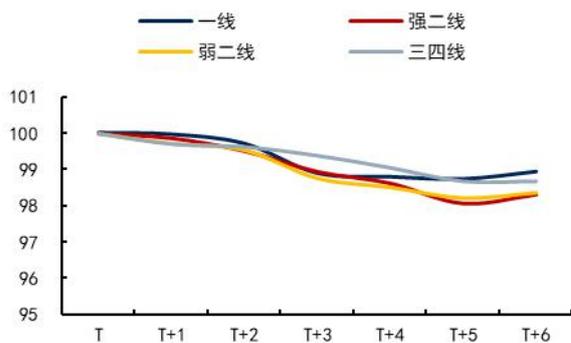
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 全国冰山指数本轮政策时点表现与前三轮政策对比



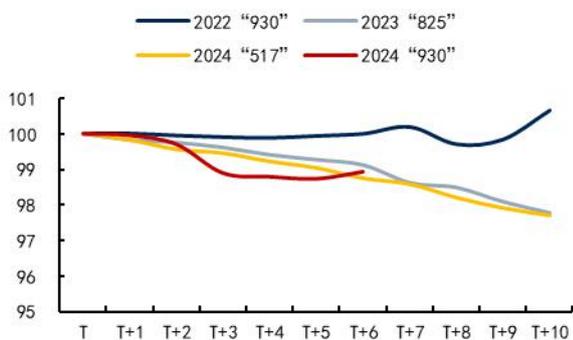
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图30: 本轮政策时点各城市能级冰山指数表现对比



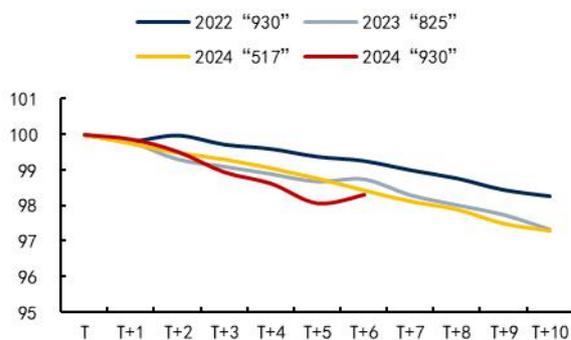
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图31: 一线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比



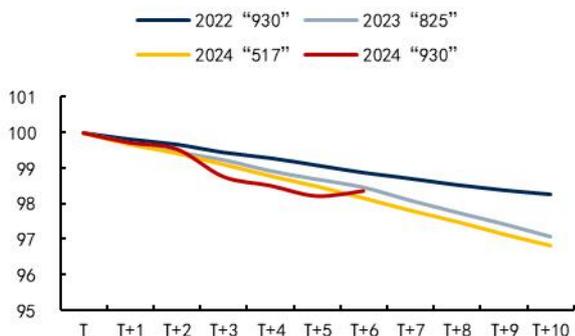
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

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



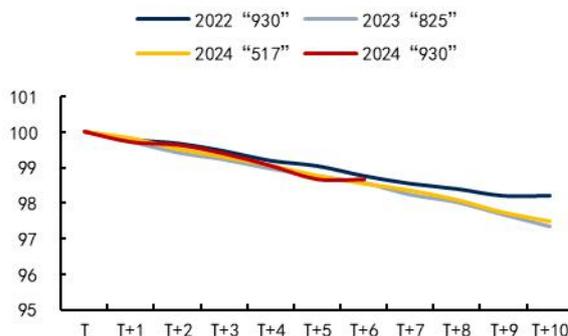
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

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, 国信证券经济研究所整理

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, 国信证券经济研究所整理

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 亿平放米, 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, 国信证券经济研究所整理

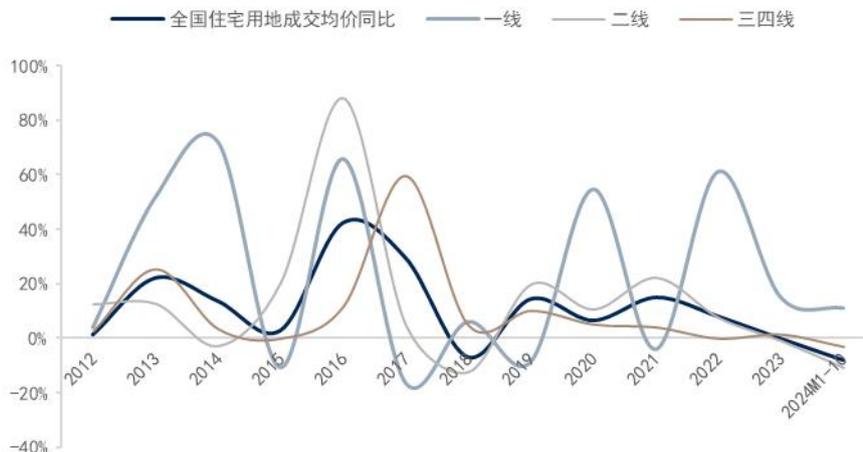
图36: 全国住宅用地成交建筑面积及同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

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%。

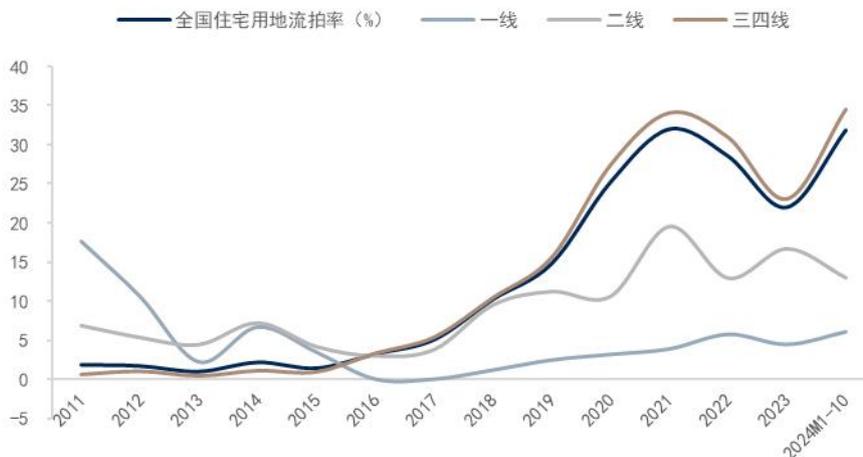
图37: 不同能级城市住宅用地成交均价同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

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。

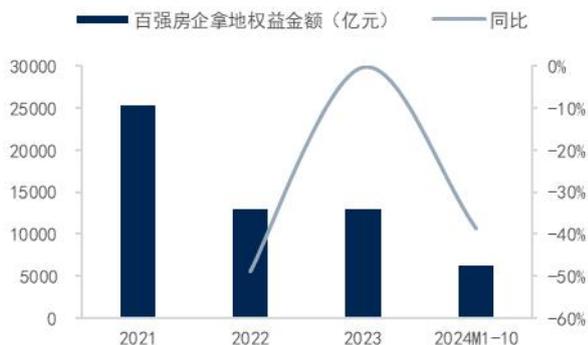
图38: 不同能级城市住宅用地流拍率



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

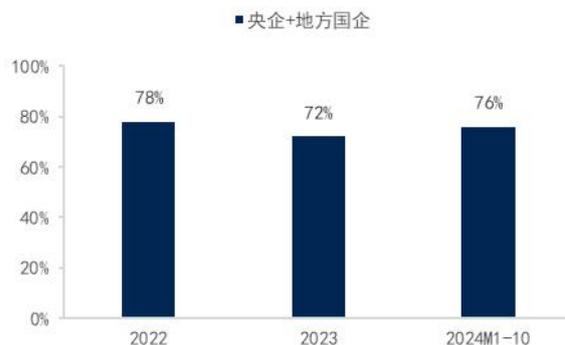
企业端投资谨慎, 国央企仍是拿地主力。从企业端看, 2024年1-10月百强房企拿地权益金额6199亿元, 同比下降39%, 头部企业投资态度谨慎。从拿地结构看, 国央企仍然是市场主力, 根据中指院统计, 2024年1-10月, 核心22城中国央企拿地比例约76%, 在市场下行的背景下连续三年超70%。

图39: 百强房企拿地权益金额及同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图40: 核心 22 城国央企拿地占比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

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”等词汇都是本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。

表2: 2024 年中央重要会议关于房地产的表述及重要政策

日期	表述
2024 年 1 月、2 月	北京: 放松限购, 放松非普宅标准, 下调贷款利率下限。 上海: 放松限购, 放松非普宅标准, 下调贷款利率下限。 广州: 放松限购, 放松非普宅标准, 下调贷款利率下限。 深圳: 放松限购, 放松非普宅标准, 下调贷款利率下限。
2024 年 4 月 30 日	中央政治局会议: 要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策, 压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任, 切实做好保交房工作, 保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待, 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 , 抓紧构建房地产发展新模式, 促进房地产高质量发展。
2024 年 4 月、5 月、6 月	北京: 放松限购, 放松住房认定标准, 下调首付比例。 上海: 放松限购, 下调首付比例。 广州: 放松限购, 放松住房认定标准, 取消利率下限。 深圳: 放松限购, 下调首付比例。
2024 年 5 月 17 日	①设立 3000 亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则, 支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房, 用作配售型或配租型保障性住房, 预计将带动银行贷款 5000 亿元。 ②降低全国层面个人住房贷款最低首付比例。 ③取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。 ④下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点
2024 年 7 月 30 日	中央政治局会议: 要持续防范化解重点领域风险。要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策, 坚持消化存量和优化增量相结合, 积极支持收购存量商品房用作保障性住房, 进一步做好保交房工作, 加快构建房地产发展新模式。
2024 年 9 月 26 日	中央政治局会议: 要促进房地产市场 止跌回稳 , 对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量, 加大“白名单”项目贷款投放力度, 支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切, 调整住房限购政策, 降低存量房贷利率 , 抓紧完善土地、财税、金融等政策, 推动构建房地产发展新模式。
2024 年 9 月	北京: 放松限购, 下调首付比例。 上海: 放松限购, 下调首付比例, 取消非普宅标准, 调整增值税免征。 广州: 取消限购。 深圳: 放松限购, 下调首付比例, 下调贷款利率, 取消限售, 调整增值税免征。
2024 年 10 月 17 日	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 ”。 四个取消: 取消限购、限售、限价、非普宅标准; 四个降低: 降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量房贷利率、税费负担; 两个增加: 新增实施城中村改造规模, 新增白名单项目信贷规模。
2024 年 11 月 8 日	从 2024 年开始, 我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元, 专门用于化债, 累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额, 直接增加地方化债资源 10 万亿元。 专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备, 以及收购存量商品房用作保障性住房方面 , 财政部正在配合相关部门研究制定政策细则, 推动加快落地 。

资料来源: 中国政府网、北京市住建委、上海市住建委、广州市住建局、深圳市住建局, 国信证券经济研究所整理

我们可以从一线城市因城施策、房贷利率、收储落地三方面持续关注后续政策发展方向:

- 1) 截至目前, 除一线城市外, 需求端限制政策已全部放开, 一线城市放松幅度加大, 但后续仍有限购端、税收端的放松空间。
- 2) 截至 2024 年 9 月末, 全国首套/二套房贷平均利率分别为 3.26%/3.63%, 相对年初已有较大降幅, 且 10 月以来存量房贷利率也以调整完毕, 一定程度上减少了居民购房和还贷压力。对比前两轮周期的利差峰值 146BP (2009 年 12 月) 和 113BP (2016 年 9 月), 当前利差仅为 87bp, 故我们认为**房贷利率仍有下降空间**。
- 3) 11 月 8 日财政部部长蓝佛安表示: “专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备, 以及收购存量商品房用作保障性住房方面, 财政部正在配合相关部门研究制定政策细则, 推动加快落地”。当前收储仍存在诸多不确定性, 如收储价格、收储规模等, 后续可以期待是否有进一步相关细则的出台和实操落实情况。

表3: 一线城市限制政策一览

	限购	首付比例		商贷利率		普宅标准、其他
		首套	二套	首套	二套	
北京	1、非本市户籍居民家庭连续3年缴纳社保或个税,可在五环内购房;连续2年缴纳社保或个税,可在五环外购房;符合本市经济社会发展需要的高层次和急需紧缺人才连续1年缴纳社保或个税,可在本市购房。 2、居民家庭购买通州区商品住房,按全市统一政策执行。 3、本市户籍成年单身人士与未成年子女共同生活的,可享受本市户籍居民家庭的购房待遇。	15%	20%	LPR-45 基点	五环内 LPR-5 基点 五环外 LPR-25 基点	取消普通住房和非普通住房认定标准
上海	1、非本市户籍居民家庭&单身人士连续1年缴纳社保或个税,可在外环外购1套住房。 2、非本市户籍居民家庭连续3年缴纳社保或个税,可享受本市户籍居民家庭的购房待遇。 3、在自贸区临港新片区实施更加差异化的购房政策,对在新片区工作、存在职住分离的群体,在执行现有住房限购政策的基础上,可在新片区增购1套住房,促进职住平衡。	15%	市区 25% 特定区域 20%	LPR-45 基点	市区 LPR-5 基点 特定区域 LPR-25 基点	1、取消普通住房和非普通住房认定标准 2、将个人对外销售住房增值税征免年限从5年调整为2年
广州	全市取消限购。	15%	25%	本轮尚未调整	本轮尚未调整	1. 容积率≥1.0 2. 建筑面积≤144 m ² 3. 实际成交价格≤同级别土地上住房平均交易价格的1.2倍
深圳	1、本市户籍居民家庭限购2套住房,本市户籍成年单身人士(含离异)限购1套住房。在此基础上,在特定区域可再购买1套住房。 2、非本市户籍居民家庭及成年单身人士(含离异)限购1套住房,社保或个税缴纳年限要求为1年,在特定区域无年限要求。 3、有两个及以上未成年子女的居民家庭,购买第二套住房的,在办理个人住房贷款业务时可适用首套住房贷款政策。 4、深汕特别合作区按照其现行政策执行,与深圳市区(不含合作区)持有的住房情况独立计算。	15%	20% 深汕 15%	LPR-45 基点 深汕取消利率下限	LPR-5 基点 深汕取消利率下限	1、将个人住房转让增值税征免年限由5年调整到2年 2、取消商品住房和商务公寓转让限制(原商品住宅限售3年,商务公寓限售5年,从取得产证之日开始计算),现在取得产证即可上市交易

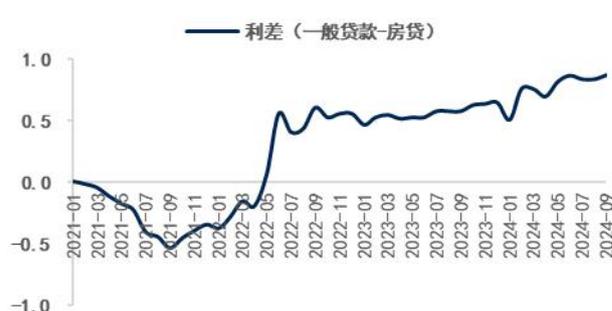
资料来源:北京市住建委、上海市住建委、广州市住建局、深圳市住建局,国信证券经济研究所整理

图41: 全国房贷利率



资料来源:贝壳研究院,国信证券经济研究所整理

图42: 一般贷款与房贷利差



资料来源:ifind,国信证券经济研究所整理

消化超量库存的两条路径

超量库存 5 到 8 亿平方米，土地占比近 60%

库存下降但去化周期再创新高，土地库存占比近 60%

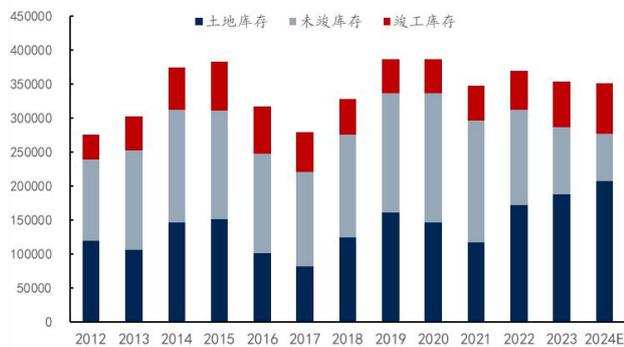
截至 2024 年末（因 2024 年全年数据未知，故采用前 3 季度增速推算，下同），房地产总库存为 35.2 亿平方米，其中存量未开工土地（下称土地库存）对应的建筑面积为 20.8 亿平方米，占比 59%，已开工未竣工未销售库存（下称未竣库存）为 7 亿平方米，占比 20%，已竣工未销售库存（下称竣工库存）为 7.4 亿平方米，占比 21%。

按照 2024 年的预计销售面积计算，总库存去化周期为 3.5 年，其中土地库存去化周期 2.1 年，未竣库存去化周期 0.7 年，已竣库存去化周期 0.7 年。2024 年整体库存去化率为 28.4%，相对 2023 年下降 1.8pct，相对 2018 年高点下降 33pct。

可以看到：

- **总量方面：**尽管 2024 年末总库存相对于 2023 年末小幅下降，但由于 2024 年销售面积出现了更加明显的回落（预计为-10%），总库存去化周期反而上升了 3 到 4 个月。——供需关系进一步恶化；
- **结构方面：**库存结构延续了 2023 年的趋势，即土地库存和竣工库存的占比继续上升，而未竣库存的占比继续下降（仅占 20%），呈现“源头淤积”型的库存结构。——这与景气度上行时期是截然相反的。

图43: 历年总库存（单位：万平方米）



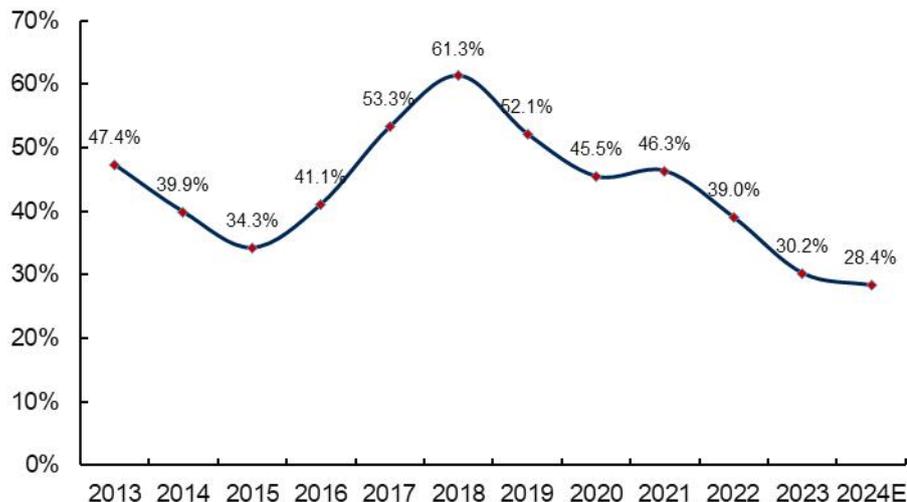
资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图44: 历年总库存去化周期（单位：年）



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图45: 历年年初库存去化率



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

注: 年初库存去化率=T 年销售面积/ (T-1) 年末总库存

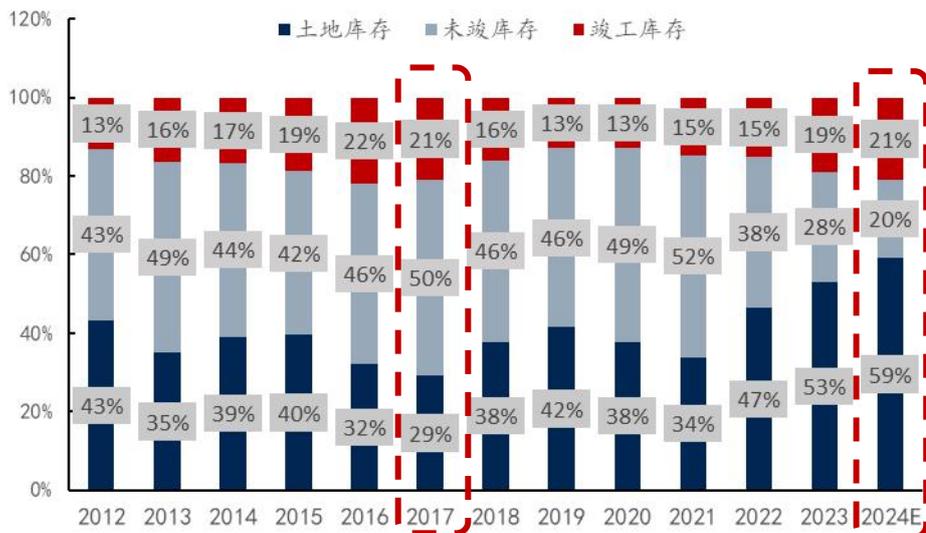
表4: 存量土储测算

	土地购置费 亿元	地价 万元/平方米	本年购地 万平方米	新开工面积 万平方米	年末存量土储 万平方米
2012	12100	0.21	58244	177334	40196
2013	13502	0.26	52839	201208	35547
2014	17459	0.30	58168	179592	49136
2015	17675	0.33	52900	154454	50906
2016	18779	0.41	45307	166928	34252
2017	23169	0.53	43318	178654	27395
2018	36387	0.55	65853	209304	41799
2019	41675	0.57	73161	227154	54064
2020	43505	0.68	64333	224433	49186
2021	43505	0.82	52898	198895	39585
2022	40907	0.91	44862	120587	57898
2023	38616	0.95	40648	95376	63226
2024E	25100	0.93	28410	76301	69836

资料来源: 国家统计局, 中指院, 国信证券经济研究所整理

注: 1. 2024 年前三季度土地购置费为 2.94 万亿元, 但我们全年采用的数据为 2.5 万亿元, 小于前三季度数据; 2. 地价数据为“占地面积”, 大致相当于楼面价的 3 倍。

图46: 当前“源头淤积”型的库存结构



资料来源: wind, 国家统计局, 住建部, 国信证券经济研究所整理

去化周期降至合理水平, 尚有 5 到 8 亿平方米的超量库存

从图 7 和图 8 可以看到, 地产库存去化周期的合理水平大致在 2.3 年左右, 年初库存去化率的合理水平大致在 50% 左右。此时既不会出现 2017 年和 2018 年的供不应求、去化极高导致的“疯狂”, 也不会出现过去三年供大于求、去化极低导致的“萎靡”。(这也是为什么我们常将 2019 年作为“正常年份”, 用于年份间的比较。)

按照 2024 年末的总库存 35.2 亿平方米计算, 若要在 2025 年将库存去化周期和库存去化率降低至合理水平, 2025 年的商品房销售面积需要达到 15 到 18 亿平方米, 相对 2024 年增长 50% 到 80%。

显然, 单纯依靠市场的自发需求不可能达到上述效果。按照上文的分析, 未来十年的商品房自发需求中枢为 8.3 亿平方米, 乐观按照 2025 年自发需求为 10 亿平方米计算 (与 2024 年大致持平), 则距离目标还有 5 到 8 亿平方米的缺口。

能否弥补这 5 到 8 亿平方米的需求缺口, 将是 2025 年能否走向供需均衡的关键所在。

路径一: 供给入手, 收回存量土地

如前所述, 土地库存占到总库存的 59%, 是总库存最核心的组成部分, 因此从土地端入手, 是一个值得期待的路径。

正常的方式当然是通过商品房销售来消化, 但短期内需求有限, 且需求会被未竣库存 (7 亿平方米) 和竣工库存 (7.4 亿平方米) 率先吸收。因此, 直接从源头收回存量土地, 可能是一个釜底抽薪的办法。我们相信, 这也是政策制定者推出闲置存量土地收购专项债的初衷。

若单独考虑这一路径，即 5 到 8 亿平方米的需求缺口完全由收回存量土地来弥补，对此我们的看法是：

- **可行性：**存量土地中大约有 8 亿平方米归于城投，地方政府有意愿。地方政府发行专项债收回存量土地的前提之一，是资金能够留在当地，因此收回城投的土地将是第一选择。而城投拥有大致 8 亿平方米左右，完全可以弥补上述缺口；
- **难点一：资金需求约为 2 万亿元。**按照 3000 元/平方米的楼面价计算，收回 5 到 8 亿平方米的土地，大致需要资金 1.5 万亿到 2.4 万亿。作为参照，土储专项债集中发行的 2017 年至 2019 年，合计发行金额约 1.4 万亿元，与上述资金需求相差并不远；
- **难点二：隐性债务管控。**理论上，土储专项债的偿还来源来自于收回土储的重新出让，即流出的资金需要以土地出让金的形式，回流到地方政府，并用于该笔专项债的偿还。而如果土地市场不见起色，可能涉及隐性债务的管控问题；
- **宏观表现：**若通过收回土储的方式来消化库存，销售、投资、新开工均不会得到改善，对地产链也没有太大正向影响，但竣工或许会受到少量提振。

路径二：需求入手，创造增量需求

在收回土地之外，创造增量需求是另一条可能的路径。相对于收回存量土地，此路径从后端入手，对于主要地产数据和地产链都会有明显提振，但需要的资金量也会更大。

若单独考虑这一路径，即 5 到 8 亿平方米的需求缺口完全由创造增量需求来弥补，对此我们的看法是：

- **可行性：**通过城中村改造（或棚户区改造）、城投收储的方式创造增量需求。前者由新增拆迁群体补充需求，后者由地方城投或国企补充需求。逻辑上具备可行性；
- **难点一：资金量较大。**按照 6000 元/平方米计算，需要资金量为 3 到 5 万亿元，远远超过收回土地所需的资金量；
- **难点二：城中村改造的核心难点在于补偿标准的博弈。**在维护群众合法权益和资金平衡两个要求下，推进较慢；
- **难点三：在“法制化市场化”要求下，城投很难在收储中承担“救助者”的角色。**各地“划拨土地成本+建安成本+利润”的定价方式下，不太可能起到消化库存的作用；
- **宏观表现：**若通过创造需求的方式来消化库存，则销售、投资、新开工、竣工等主要地产数据均会得到提振，地产链也会受益。

政策“堵点”与期待

目前的政策方向可以归纳为上述两条路径，方向是正确的。但我们对政策的实际落地也有一些担心，因为每条政策都有一些难点或者“堵点”。“堵点”得到疏通，才能期待政策效果。

城中村改造的堵点与期待

堵点：补偿标准的博弈

我们反复强调，城中村改造的核心问题不在于资金和安置方式，而在于补偿标准的博弈。实际上，城中村不同于城镇土地上的棚户区，往往存在大量的违建（华南区域为甚），这些违建是当地村民重要甚至是最主要的收入来源（收租）。如果不进行补偿，那么拆迁阻力很大，但如果按照村民的诉求来补偿，那么项目的资金平衡会出现问题。

在过去十几年房企进行城中村改造的实践中，补偿标准的博弈只能通过长时间的“拉扯”来解决，这就是所谓的城中村改造“一二级联动”项目往往动辄十年的原因。

而在彻底解决补偿标准博弈的问题之前，不管是房票安置、货币化安置、还是实物安置，都无法将城中村改造提速。

期待：司法支持 + 扩围

我们认为，疏通城中村改造堵点的方向有二：

- **司法支持。**违建就是违建，按照相关法律法规理应拆除。期待在城中村拆迁过程中，司法系统能够在司法裁决和司法执行方面给予更多的支持；
- **扩围。**相对于高能级城市核心区域的城中村，低能级城市相对边缘区域的城中村，以及城镇建设用地上老旧房屋（棚户区），拆迁难度明显小的多。期待城中村改造的相关政策可以扩围至以上区域。

在此基础上，辅以资金方面的支持，才能起到立竿见影的效果。

收储的堵点与期待

堵点：过度的市场化

收储的堵点有二，一是市场化原则下，城投基于自身的新建成本确定收储价格，即“划拨土地成本+建安成本+利润”定价，一般只能达到普通住宅成本价的4折左右，房企很难接受；二是市场化原则下，城投收储后会立刻投向市场（出租或者出售），且由于成本低，其租金或售价也明显低于市场（6到7折），并不能起到消化库存的作用。

期待：适当的“非市场化”

我们认为，疏通收储堵点的方向有二：

- **按市场成本收购。**提供长期资金，要求收储主体按照成本价（可以有少量折扣）收储。按照6000元/平方米计算，将库存去化周期降低至合理水平，大致需要3到5万亿资金支持；
- **收储后短期内不进入市场。**至少在市场明确企稳之前，不将收储房源重新投放市场，即需要降低对短期内资金平衡的要求。

收回存量土地的堵点与期待

相对于城中村改造和收储，收回存量土地的堵点更容易解决：

- 资金方面，大约需要 2 万亿资金支持。相对于城中村和收储中较为复杂的博弈（不仅是钱的事），收回土地的参与方都有较强的参与动机。只要资金到位，推进起来更容易（主要是钱的事）；
- 隐债管控方面，需要适当放宽城投拿地对应的隐债管控，以及降低发行专项债对项目受益或偿还时间的要求。

两种路径的组合方式：收回土地为主，创造需求为辅

我们认为，更实际的路径应该是以上两种路径的组合。考虑到收回存量土地的难度明显低于城中村改造和收储，需要的资金量也更小，实际的企稳路径应当以收回土地为主，创造需求为辅。具体而言：

- **城中村改造（或棚改）**：由于城中村改造难度最大，在看到前文所述的“堵点”被彻底打通之前，认为 2025 新增创造 30 万套需求已经是上限，按照户均 200 平方米计算，可新增需求 0.6 亿平方米，占库存消化任务（取均值 6.5 亿平方米）的 9%；
- **收储**：收储由于仍然与保障房政策绑定，且打通“堵点”的难度同样较大，预计 2025 年新增收储 200 万套（间）。按照套均 40 平方米计算（并非都是成套房源），可新增需求 0.8 亿平方米，占库存消化任务的 13%；
- **收回存量土地**：剩余的 5.1 亿库存通过收回存量土地实现消化，占库存消化任务的 78%。

2025 年展望：两种路径的宏观表现

基于目前的政策导向，2025 年的政策支持大致就是上文总结的供给和需求两个方向，对主要行业数据的展望也基于两条路径来展开。我们采用的方法是，先不考虑政策的影响，估算一套数据作为基准情况（悲观情形），然后考虑两种政策方向带来的扰动（如前所述，**两种企稳路径带来的影响是截然不同的**）。我们的预测结果为：

- **悲观情形（不考虑增量政策）**：销售额 8.3 万亿元，同比-14.4%，销售面积 9.6 亿平方米，同比-5.9%，新开工面积 9.1 亿平方米，同比+12.2%，开发投资 9.1 万亿元，同比-4.9%，竣工面积 5.8 亿平方米，同比-26.2%；
- **乐观情形（增量政策消化库存 5 到 8 亿平方米）**：销售额 9.1 万亿元，同比-5.8%，销售面积 11 亿平方米，同比+8.2%，新开工面积 11.8 亿平方米，同比+45.9%，开发投资 9.7 万亿元，同比+1.1%，竣工面积 6.8 亿平方米，同比-13.3%。

表5: 两种企稳路径对比

企稳路径	主要方式	资金需求	难点	期待	直接影响			
					销售	投资	新开工	竣工
供给路径	存量土地收回	1.5 到 2.4 万亿	专项债要求、隐债管控	降低要求, 放松管控	无影响	小幅改善	无影响	小幅改善
需求路径	城中村改造(棚改) 存量房收储	3 到 5 万亿	拆迁标准博弈 过度市场化	司法支持、扩围 适当的“非市场化”	明显改善	明显改善	明显改善	小幅改善

资料来源: 国信证券经济研究所整理

表6: 两种情形下的数据表现

	简述	销售额	增速	销售面积	增速	新开工面积	增速	开发投资	增速	竣工面积	增速
		万亿元		亿平方米		亿平方米		万亿元		亿平方米	
悲观情形	不考虑增量政策效果, 基准情形	8.3	-14.4%	9.6	-5.9%	9.1	12.2%	9.1	-4.9%	5.8	-26.2%
乐观情形	供给为主, 需求为辅, 较为现实的路径	9.1	-5.8%	11.0	8.2%	11.8	45.9%	9.7	1.1%	6.8	-13.3%
供给路径	完全通过供给路径实现企稳, 难度较低	8.3	-14.4%	9.6	-5.9%	9.1	12.2%	9.3	-3.8%	6.8	-13.3%
需求路径	完全通过需求路径实现企稳, 难度较高	12.3	27.0%	15.9	59.0%	/	/	11.2	16.5%	6.8	-13.3%

资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 注: 1. 作为增速计算的基数, 预计 2024 年全年: 销售额为 9.7 万亿元, 同比-16.9%, 销售面积 10.2 亿平方米, 同比-9%, 新开工面积 8.1 亿平方米, 同比-15%, 开发投资 9.6 万亿元, 同比-13.3%, 竣工面积 7.8 亿平方米, 同比-22%。2. 单纯的供给路径和需求路径仅仅是预测乐观情形下数据的辅助, 相应的预测数据并不代表我们的观点。

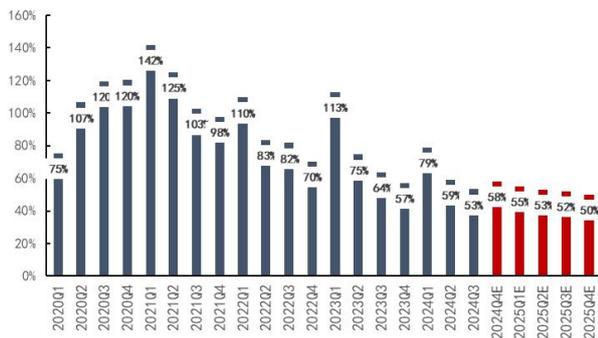
悲观情形: 暂不考虑增量政策影响

销售额-14.4%, 销售面积-5.9%

仅考虑目前已出台的政策(降首付降利率放松限购等), 预计 2024 年全年销售额为 9.7 万亿元, 同比-16.9%, 销售面积 10.2 亿平方米, 同比-9%。展望 2025 年, 预计全年销售额为 8.3 万亿元, 同比-14.4%, 全年销售面积为 9.6 亿平方米, 同比-5.9%。节奏方面, 单季度增速呈现“两头低, 中间高”, 2025 年第三季度增速最高。上述预测基于以下逻辑:

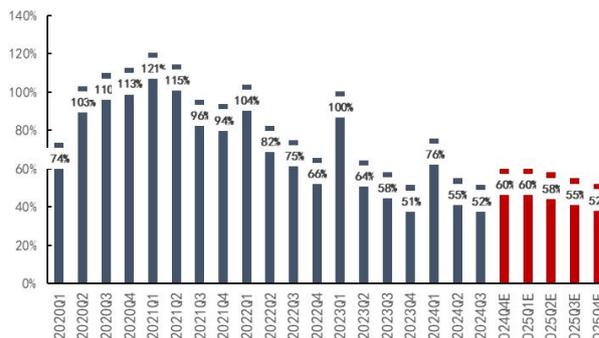
- 2024 年 10 月能够观察到部分城市明显的销售改善, 且上年同期基数明显低, 因此 2024 年四季度给了相对乐观的预期;
- 多数城市并未出现明显改善, 且改善的城市边际上也有所回落, 且本部分暂不考虑增量政策影响, 在整体经济彻底改善之前, 认为后劲不足, 因此 2025 年呈现逐渐回落的趋势;
- 开发商会做适当的以价换量, 体现为销售面积降幅小于销售额。但认为并不会出现踩踏式的“土地斩仓”行为, 愿意“扛”的还是绝大多数。

图47: 季度相对销售额（相对2019年）



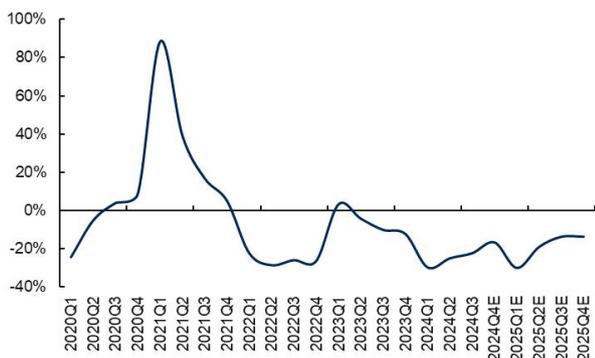
资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图48: 季度相对销售面积（相对2019年）



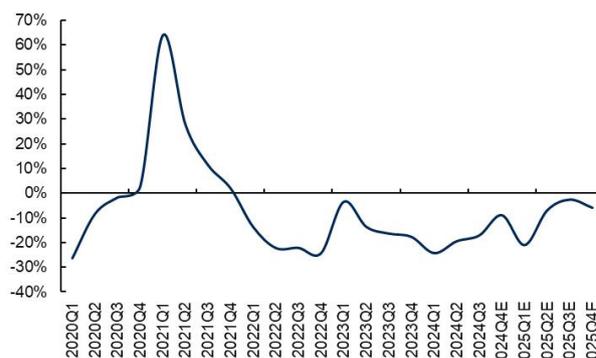
资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图49: 销售额累计增速



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图50: 销售面积累计增速



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

新开工：以销定产，新开工预计+12.2%

新开工分析框架：如何刻画房企的“以销定产”

新开工取决于土储存量和开工意愿。土储存量，即前文的土地库存，土地库存越多，意味着潜在的新开工规模越大。而开工意愿则取决当年的供需情况（以销定产），当年供需情况越好，新开工越积极。

如前文所述，2024年末土地库存同比+10%，土地库存去化周期达到2.1年，十年均值高出1年有余，土储存量显然是充足的。因此，2025年的供需关系对于房企的开工意愿更为重要。

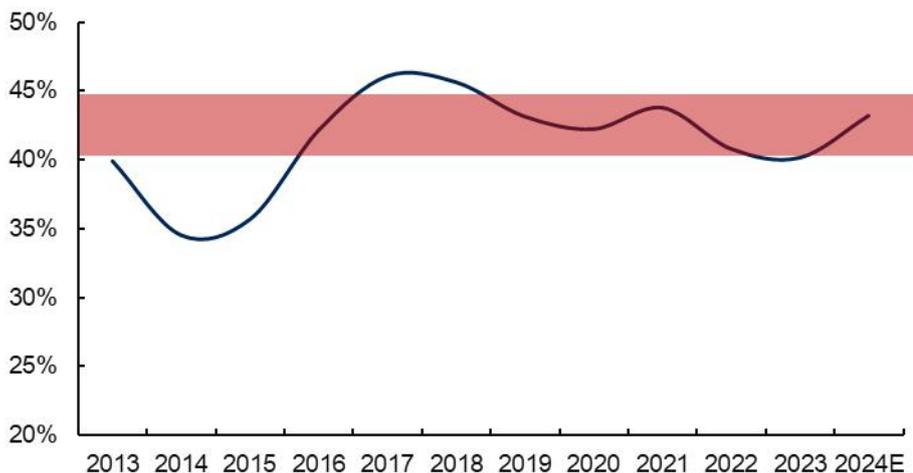
如何通过数据刻画房企的“以销定产”呢？微观上，房企T年的总供给由(T-1)年末的滚存货值和T年全年新推货值构成，前者在宏观上体现为(T-1)年末的未竣库存+竣工库存，后者体现为T年全年的新开工。

【严格来说，T年新推货值在宏观上并不完全对应于当年的新开工，因为存在已开工但未推盘的情况。但这部分已经体现于(T-1)年末的未竣库存+竣工库存。】

回溯数据发现，以 T 年销售面积、(T-1) 年末的未竣库存+竣工库存、T 年新开工对应的可售面积三个指标，计算出的当年去化率，在过去十年间稳定在 40%到 45%之间。——我们认为这一指标可以在宏观上刻画房企的“以销定产”。

【当年去化率=当年销售面积/（上年末未竣库存+上年末竣工库存+当年新开工*0.85）】

图51：以销定产的宏观表现：当年去化率稳定在 40%到 45%之间



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

2025 年新开工将有小幅反弹

从上面的指标可以看出，当年销售越高于年初预期，指标越大，反之越小，但整体稳定在 40%到 45%之间。（2024 年之所以向上，是因为我们适当上调了四季度的销售数据。）

展望 2025 年，我们预测全年销售面积为 9.6 亿平方米，同比-6%。假设 2025 年全年的“当年去化率”为与 2024 年持平（全年新开工增速预计为-15%），可以反推出 2025 年新开工面积为 9.1 亿平方米，同比+12.2%，相当于 2019 年峰值的 40%。

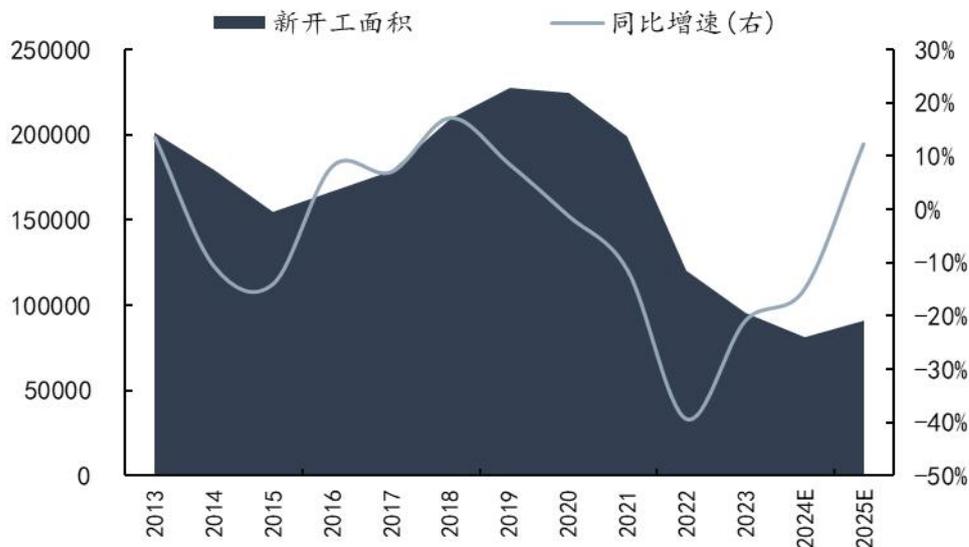
考虑到我们对销售面积的判断并不一定准确，因此下面列出不同销售面积下的新开工增速供参考：

表7：2025 年不同销售面积对应的新开工面积及增速

销售面积：亿平方米	7	8	9	10	11	12
新开工面积：亿平方米	3.6	6.0	8.3	10.2	11.8	13.7
新开工增速	-55%	-26%	-2%	26%	46%	70%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理 注：增速以 2024 年新开工 8.1 亿平方米为基础测算

图52: 新开工面积与累计增速 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

房地产投资预计-4.9%

房地产投资主要由建安投资和土地购置组成, 两者合计占到开发投资的 95%, 共同决定开发投资的方向。

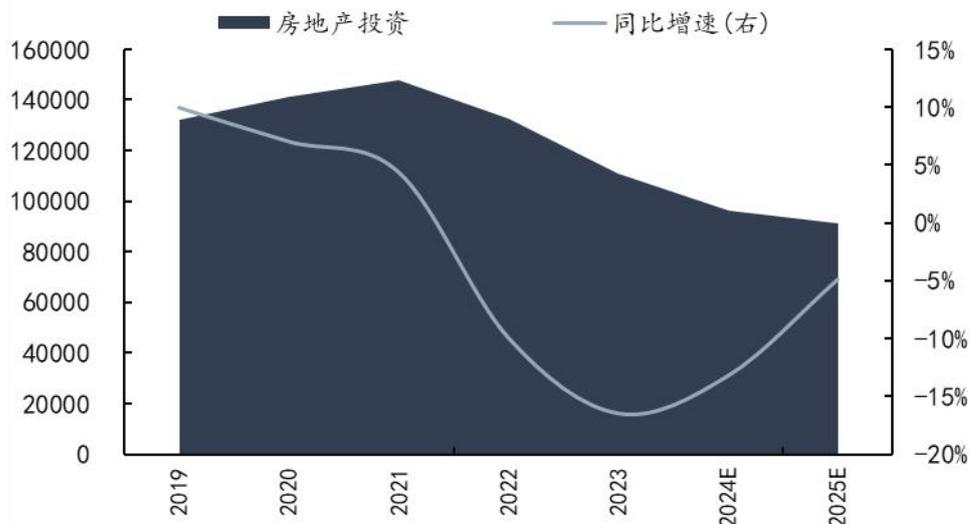
- 建安投资增速预计为-5%。理论上, 建安投资由施工面积和施工强度决定, 前者的变化取决于新开工面积和竣工面积, 后者则取决于施工阶段和建材价格 (主要是螺纹钢和水泥)。从 2024 年的新开工、竣工和建材价格来看, 预计 2024 年建安投资增速为-15%。考虑到 2025 年新开工面积有所改善, 预计 2025 年建安投资增速为+5%;
- 土地购置费增速预计为-20%。从本年的土地出让和新开工看, 前三季度-6.9% 的增速有较大的下行空间。预计 2024 年全年土地购置费增速为-10%, 2025 年土地购置费增速为-20%;
- 房地产开发投资增速预计为-4.9%。开发投资的判断难度较大, 准确度不高, 但我们认为开发投资在 2025 年跌幅持续收窄, 应该是概率较大的。

表8: 房地产开发投资测算 (单位: 万元)

	建安投资	建安投资增速	土地购置费	购置费增速	其他	其他增速	房地产投资	房地产投资增速
2019	81963	11.8%	41675	14.5%	8556	5.5%	132194	9.9%
2020	87755	8.8%	44452	6.7%	9236	7.9%	141443	7.0%
2021	94246	15.1%	43505	-2.1%	9851	6.7%	147602	4.4%
2022	83921	-11.0%	41030	-5.7%	7944	-19.4%	132895	-10.0%
2023	65486	-22.0%	38617	-5.9%	6810	-14.3%	110913	-16.5%
2024E	55663	-15.0%	34755	-10.0%	5788	-15.0%	96207	-13.3%
2025E	58447	5.0%	27804	-20.0%	5209	-10.0%	91460	-4.9%

资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图53: 房地产投资与累计增速 (单位: 万元)



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

竣工预计-26.2%

由于竣工是后端指标，其判断难度相对较低。基于未竣库存的增速，可以较为明确的给出竣工的趋势。

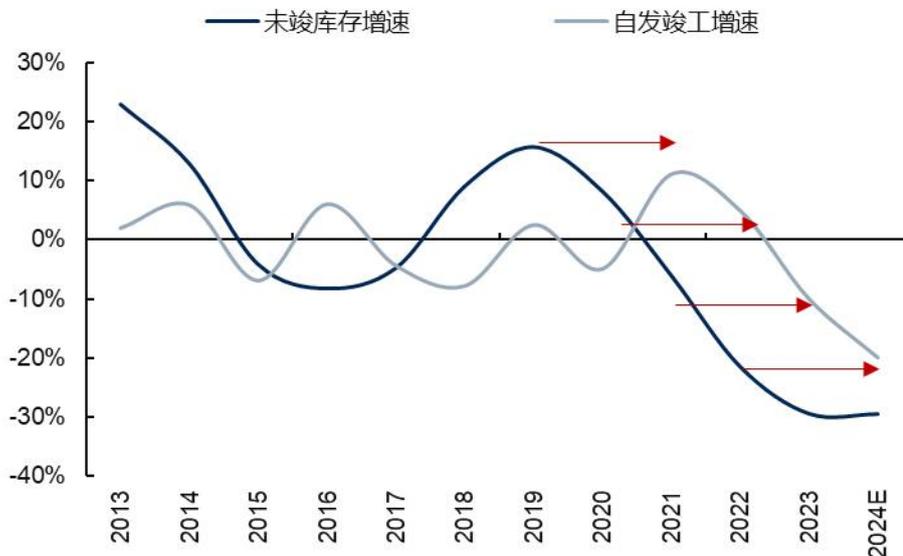
先回顾一下过去三年实际竣工增速大幅波动的原因。2022年至2024年的竣工增速分别为-15%、+15.8%、-22.4%（前三季度），波动明显比历史数据更大。其核心原因在于期间疫情和部分房企流动性困境的干扰。具体说来：

- 根据未竣库存增速滞后两年估计，2022年自发竣工（即假设没有扰动因素）面积为10.6亿平方米，同比+5%。但由于疫情和房企困境的扰动，22年实际竣工面积为8.6亿平方米，差值2亿平方米就是扰动带来的；
- 2023年的自发竣工面积为9.6亿平方米，相对于2022年的自发竣工下降10%，即竣工从2023年开始就已经进入下降通道，相对于未竣库存恰好滞后2年。但是，由于2022年扰动面积的回补（0.4亿平方米），加上2022年扰动带来的低基数（相对自发竣工少了2亿平方米），使得2023年的竣工增速反而达到了15.8%；
- 2024年的自发竣工面积为7.7亿平方米，相对于2023年的自发竣工下降20%，反映的是2022年末竣库存增速的进一步回落（-22%）。此时，由于2023年承接2022年回补面积（0.4亿平方米）导致基数偏高，而“保交楼”在2024年推进并未加速，导致实际竣工增速略低于-20%的自发降幅；

展望2025年，考虑到2024年的未竣库存增速进一步回落至-30%，预计2025年自发竣工增速将进一步回落至-25%左右，对应的竣工面积为5.8亿平方米，同比2024年增速为-26.2%。

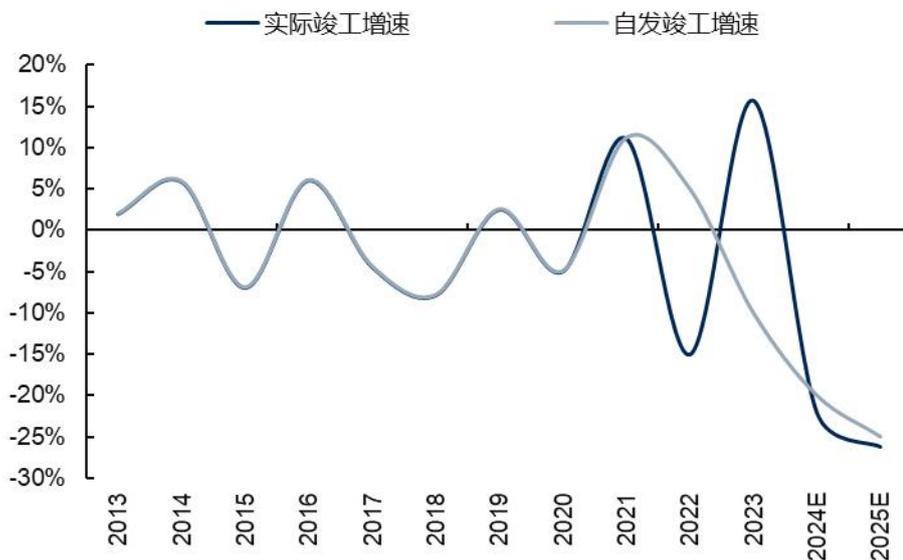
当然，若“保交楼”有所推进，增速并不会这么低。乐观情况下，若剩余保交楼任务可以在2025年全部完成，那么在自发竣工面积5.8亿平方米的基础上，还有较大的回补空间（估计在2亿平方米左右），则2025年竣工面积可与2024年持平。——但我们并不建议对这种情况抱以过高期待。

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



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 注: 2019 年之前这一关系并不明显, 原因在于 2015 年至 2019 年间“快周转”模式的盛行。具体论述详见《竣工之谜: 微观层面的解释和估算》(2019. 10. 11)

图55: 2022 年至 2024 年的自发竣工增速受到扰动



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

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

如期所述，供给入手的企稳路径主要指收回存量土地，直接从源头解决库存问题，使得总库存去化周期回归合理。规模上，需要收回大约 5 到 8 亿平方米（建筑面积）的存量土地，资金需求大约为 1.5 到 2.4 万亿元。这里主要分析，假如仅考虑供给路径，主要的地产数据，相对于上文的“基准情形”会有怎样的变化。

- **销售**：土地交易并不会直接影响销售；
- **新开工**：从供给端入手来去库存，意味着土地被收回后，不会立刻投向市场，否则就起不到去库存的作用，因此对**新开工也不会有直接影响**；
- **竣工**：从相关文件表述和政策导向看，土地的出售方出售土地获得现金后，理应优先用于保交楼，因此 2025 年 5.8 亿平方米的自发竣工面积基础上，会增加部分回补竣工，按照 2 亿平方米的 50% 计算，2025 年竣工面积将达到 6.8 亿平方米，同比增速由**基准情形下的-26.2%上升至-13.3%**；
- **投资**：由于竣工增速提升，则投资测算中 5% 的建安投资增速要做适当上调。但由于竣工增速仍然是负的，上调空间有限。若将建安投资增速上调至 7%，则 2025 年房地产投资额为 9.3 万亿元，同比增速由**基准情形下的-4.9%上升至-3.8%**。

需求路径下的政策影响：对主要数据均有明显提振

需求入手的企稳路径主要指通过城中村改造（或扩大至棚改）、存量房收储的方式创造新增需求，以消化过量的库存。规模上，需要消化大约 5 到 8 亿平方米（建筑面积）的存量房已开工库存，资金需求大约为 3 到 5 万亿元。这里主要分析，**假如仅考虑需求路径，主要的地产数据，相对于上文的“基准情形”会有怎样的变化。**

- **销售**：若不考虑通过股权收购形式实现的收储，仅考虑正常的购买方式（即整栋收储也通过正常交易过户的形式），则对销售会有显而易见的巨大拉动。假如在一年内完成，则销售面积将达到 16 亿平方米（取均值），同比+59%，销售额将达到 12.3 万亿元（价格按照七折计算），同比+27%；
- **新开工**：如此巨大的市场变化可能已经超过了我们上文所刻画的“以销定产”规律。但可以肯定的是会达到非常高的增速；
- **竣工**：大体相当于供给路径的影响，即竣工增速由**基准情形下的-26.2%上升至-13.3%**；
- **投资**：由于新开工会有显著提升，则在供给路径中建安投资增速 7% 的基础上，进一步的上调至 12%（近 10 年最高）。同时，土地购置费增速也应上调至 23%（参考 2017 年），则 2025 年房地产投资额为 11.2 万亿元，同比增速由**基准情形下的-4.9%上升至 16.5%**。

乐观情形：组合路径实现企稳下的数据表现

按照上文的分析，组合路径下，需求端承担过量库存的 22%（1.4 亿平方米），供给端承担过量库存的 78%（5.1 亿平方米）。我们认为这是相对更加实际的企稳路径。**在此路径下，主要数据的表现（此为乐观情形）：**

- **销售**：销售面积 11 亿平方米，同比+8.2%，销售额 9.1 万亿元，同比-5.8%；
- **新开工**：对应销售面积 11 亿平米的新开工面积为 11.8 亿平方米，同比+45.9%；
- **竣工**：竣工面积为 6.8 亿平方米，同比-13.3%；
- **投资**：房地产投资额为 9.7 万亿元，同比+1.1%。

投资建议

近年复盘：趋势看房价，波动看政策

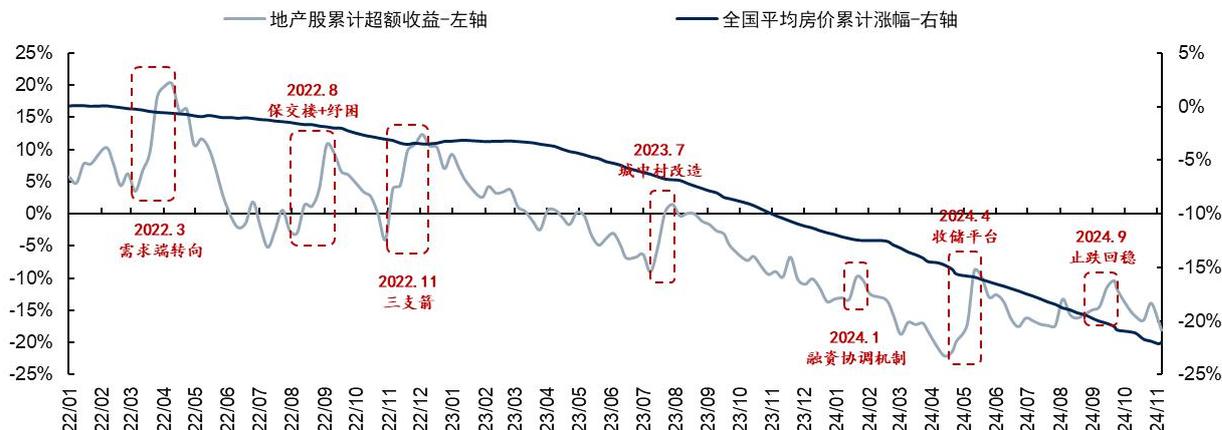
复盘 2022 年至今地产股超额收益（万得房地产精选指数相对于万得全 A 的超额收益），可以看到非常明显的规律：房价决定中期趋势，政策带来短期波动。

房价决定中期趋势。2022 年至今，房价大体经历了两个阶段，即 2023 年 4 月之前的缓慢下降和 2023 年 4 月之后的加速下降。第一阶段房价累计-3.5%，地产股超额收益累计-2.5%。第二阶段房价累计-18.5%。地产股超额收益累计-15.6%。整体上，房价走势基本决定了地产股中期超额收益的变化。这也是我们反复强调“房价不止跌就没有趋势性行情”的原因。

政策带来短期波动。2022 年至今，地产股超额收益大致经历了 7 次较为明显的脉冲，均来自政策面：

- **2022 年 3 月的“需求端转向”：**郑州大放松、“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”、鼓励房企并购重组、“年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”等一系列事件或表述，让市场对需求端放松产生了较强预期。**这些在当下看起来或许寻常，但在当时，说是“转向”毫不为过；**
- **2022 年 8 月的“保交楼+纾困”：**高层表态支持“保交楼”（6 月份的“停贷”风波）、郑州百亿纾困、华融纾困阳光城等事件，在当时大幅扭转了市场的悲观情绪；
- **2022 年 11 月的“三支箭”：**一系列地产融资支持措施出台，在此不赘述。此举再次提升了市场对于地产主体的信心，部分观点认为“保项目”走向“保主体”；
- **2023 年 7 月的“城中村改造”：**市场将城中村改造类比为“棚改”，即在较短时间内创造增量需求；
- **2024 年 1 月的“融资协调机制”：**部分观点认为会大幅改善房企融资环境；
- **2024 年 4 月的“收储平台”：**部分观点认为将成立“全国性收储平台”，实现去库存；
- **2024 年 9 月的“止跌回稳”：**“促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地”。

图56: 地产股超额收益复盘



资料来源: wind, 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

投资策略：审慎观察，勇敢博弈

一方面，在房价整体止跌之前（个别城市止跌是不够的），很难给出房企的合理估值，因此从价值角度建议对房地产市场特别是房价保持关注。若房价企稳，看好保利发展、华润置地、中国海外发展、越秀地产、贝壳-W。

另一方面，在房价整体止跌之前，仍会有各种支持政策出台，板块仍然有周期性的博弈机会。增量政策中，存量土地收回盘活和城中村改造的扩围最值得期待。看好具备城投属性的低 PB 标的。

风险提示

市场风险

不排除后续因居民收入预期、房价上涨预期、经济形势改善不及预期而出现市场热度进一步下行的风险。

政策风险

不排除后续地产政策出台力度和进度不及预期或现有政策落地不及预期而带来的市场修复减弱的风险，亦不排除后续因宏观环境的不确定性带来地产政策方向变化的风险。

房企经营风险

不排除因销售复苏过慢、房价持续下跌导致房企现金流改善不及预期、存货持续贬值所带来的房企经营风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032