

研究所

证券分析师:

夏磊 S0350521090004

xial@ghzq.com.cn

当前房地产如何破局?

最近一年走势



投资要点:

2023 年开年, 市场短暂出现小阳春, 主要原因是疫情期间积压需求释放, 但市场回暖基础弱, 4、5 月商品房销售降温明显。

复苏势头未能持续, 引发市场担忧, 这是趋势性的下降还是季节性回调? 供应端总量收缩、结构错配, 需求端预期下行、购买受限, 该如何破局?

我们认为, 破局要以有效供给为基础, 以供给主体的稳健运营为支持, 以释放需求提升预期为抓手, 多主体发力, 对目前市场面临的问题逐个击破。

相关报告

《地方政府如何破解债务难题——财政专题研究报告之二*夏磊》——2023-06-26

《债务管理的国际经验——财政专题研究报告之一*夏磊》——2023-06-10

《三四线房地产市场怎么走?——开年看地产系列*夏磊》——2023-04-16

《金融月度数据能否反映房地产的热度》*夏磊——2023-04-06

《什么是房地产新的发展模式*夏磊》——2023-04-03

《二线房地产市场怎么走?——开年看地产系列*夏磊》——2023-03-17

《一线房地产市场怎么走?——开年看地产系列*夏磊》——2023-02-16

《2023 年房地产市场展望(政策篇)*夏磊》——2023-01-09

《2023 年房地产市场展望(需求篇)*夏磊》——2022-12-23

《2023 年房地产市场展望(供给篇)*夏磊》——2022-12-21

《曙光乍现——2023 年中国宏观经济政策展望*夏磊》——2022-12-10

《房地产这十年——六普七普数据对比*夏磊》——2022-09-22

■ 供应端收缩, 结构性问题突出

土地供应总量下降, 导致新房供应承压。供应主体中, 众多房企陷入流动性危机, 导致部分土地无法开发; 而地方国资平台公司, 供应节奏缓慢。土地供应结构错配, 也导致库存去化难, 区位、品质难以满足当前购房需求。

1、量: 有效供应不足

新房供应量下滑明显。2023 年 1-5 月, 重点 30 城商品房供应量比 2021 年同期下降 42%, 比近五年平均供应量低 25%。供求比从 2020 年 1-5 月至 2023 年同期, 由 1.06 跌至 0.77。**4 月后, 推盘下滑明显, 供应乏力。**4 月、5 月重点 30 城市中超七成的城市新推盘面积环比降低。市场可推售新盘减少, 在售项目以顺销盘、尾盘销售为主。

新房供应不足, 源于 2022 年全国土地供应量下滑。2022 年全国住宅类用地共成交规划建筑面积 12.3 亿平, 同比下降 30.8%, 致使 2023 年无充足的新增商品房可以供应。2023 年 1-5 月全国土地成交建筑面积持续下滑, 给今年下半年及之后的新房供应带来压力。

2、主体: 房企危机后开发能力下降, 地方国资平台公司开发周期长

众多房企陷入流动性危机, 新增供应受阻。据不完全统计, 2020 年全口径销售额 50 强房企中, 已有 22 家出险企业, 2023 年仍旧是还

《政策性银行发力促基建 *夏磊》——2022-07-27

《从新生儿数量看入学压力 *夏磊》——2022-07-22

《平台经济如何发挥稳就业作用？ *夏磊》——2022-07-06

《下半年房地产政策展望 *夏磊》——2022-06-23

《再论房地产的八大行业价值 *夏磊》——2022-05-29

《基建哪些领域会超预期增长？ *夏磊》——2022-05-26

《稳增长的四大大基建发力点 *夏磊》——2022-05-06

《稳增长的专项债进度如何？ *夏磊》——2022-03-22

《从政策松到市场稳要多久？ *夏磊》——2022-03-13

《服务新市民能否成为经济增长点？ *夏磊》——2022-03-07

《开年看地产：三四线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-14

《开年看地产：一线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-12

《开年看地产：二线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-08

《投资篇：稳增长靠什么？进度如何？ *夏磊》——2022-01-17

《稳增长的“两新一重”》——2021-12-31

《预售资金如何才能良性循环 *夏磊》——2021-12-20

《释放消费潜力的四大路径 *夏磊》——2021-12-17

《中央经济工作会议的六大政策内涵 *夏磊》——2021-12-11

《发展保障性租赁住房对投资有多大拉动？ *夏磊》——2021-12-08

《开发的落寞，物业的崛起——房地产行业年度策略报告 *夏磊》——2021-11-30

《房地产市场下行，地方政府怎么办？ *夏磊》——2021-11-09

《房地产税有什么征收效果？——国际版本研究 *夏磊》——2021-11-01

《房地产税征收会有什么影响？——首批房产税试点效果回顾 *夏磊》——2021-10-24

《房地产税要推出了吗？ *夏磊》——2021-10-17

债高峰，房地产开发投资金额也同比持续下降。房企尝试通过收并购解决流动性问题，但整体进度较慢，未能形成有效的新增住宅供应，无法弥补2022年全国土地供应下滑导致的住宅供应缺口。

地方国资平台公司成为待供应主力，但项目开发周期长。2022年地方国资平台公司拿地占比提升，但不同于高周转房企，其项目推进速度比较缓慢，在土拍市场托底拿地，更多是出于稳定市场的考虑，一般会在拿地后再交由专业的开发商开发地块，中间存在较长时差。由于地方国资平台公司拿地后无法快速转化，致使住宅后续入市供应更加不足。

3、结构：区位、户型、品质错位

区位方面，存在错配。过去土地供应郊区化，缺乏核心区土地供应，与需求不符。北京、上海、深圳、广州城市核心区住宅用地供应非常稀缺，经历市场下行后，购房者已经回归理性，更注重通勤时间等实打实的居住功能属性，当前需求逐步向核心区回流，而土地供应郊区化，难以有效匹配需求。

户型方面，供需不匹配。房企高周转时代，产品多为刚需走量，供应以90平上下户型为主，目前的推盘未根据需求及时改变思路。北京、上海、南京、成都均出现刚需产品供大于求的情况。

品质方面，难以契合改善需求。2015年开始，很多企业凭借高周转，实现了规模突进，并利用规模优势实现了更为便利的加杠杆融资，但该时期的住宅同质化现象严重。2020年开始，行业融资监管新规出台，叠加销售下行、预售资金监管收紧，房企利润空间受到挤压，产品建造成本不断压缩，住房品质进一步降低，住房品质无法契合改善需求。

现存库存无法匹配新增需求，部分存量会成为去化不掉的“死库存”。由于2022年成交量缩减，全国商品住宅历史库存处于相对高位，但与目前的市场需求存在偏差，匹配度低，导致存量产品去化缓慢。库存多以地产大建设时代建造的品质较低、同质化产品为主，无法打动改善客户。近期，越来越多城市设置合理土拍价格上限，以摇号作为土拍最终环节，在土地出让环节给开发商预留了充足利润空间，未来这些项目的产品将有可能增加配置，提高性价比，更符合改善新需求，这将会导致之前尚未销售的低品质库存面临去化难问题。

■ 需求端回归理性，改善性需求成为主力

基于城镇化、人口迁移、住房消费升级，中长期的购房需求仍在，但购房回归理性，成交周期拉长。购房需求向改善发展，对住房提出新要求，但现存需求端部分政策限制购买力释放，购房预期也较弱。

《实现共同富裕的房地产路径*夏磊》——2021-10-10

《房企债务周期形成及演化*夏磊》——2021-09-23

1、需求充足，但购房回归理性

我国中长期的新增购房需求仍旧充足。受城镇化水平稳步提升、城市间人口迁移、住房消费升级、住房改善需求增加、经济增长带动居民住房消费、家庭规模小型化等影响，我国中长期新增住房需求充足。但在需求充足的同时，我国全国城镇家庭户人均住房间数已由 2010 年的 0.9 间增加至 1.1 间，**我国已告别住房短缺，购房也回归理性。**

2、购房需求发生变化

从刚需购房到改善购房，改善时代到来。从全国统计口径看，套均面积、套均金额上升，改善群体成交成为主流，2023 年 5 月，全国商品房成交平均价格 11400 元/平，创近几年同期新高。热点城市改善成交比例也呈上升趋势。

新需求群体出现，为产品提出新要求。房地产大建设时代，以刚需客群买房“上车”为主。存量时代，购房者需求从简单的居住要求，逐步向功能、品质改善需求转化，“以旧换新”、“以小换大”等改善性住房需求占比增加，大量置换需求等待释放。随着新需求群体的增多，市场缺乏可匹配产品。品质改善需求，退休改善需求，家庭结构变化导致的功能改善需求等，均是未来的新需求方向。

3、需求被政策因素限制

各地现存政策中，仍存在一定的优化空间。**一线城市**，首套房认定标准严格，执行“认房又认贷”。二套房首付比例高，针对买一卖一等合理置换需求，首付压力大。非户籍人口买房限制严格，部分城市非热点区域也需要连续缴纳 5 年社保，才能获得购房资格，极大延迟刚需购房入市时间。**二线城市**，部分城市二套房首付比例高，限制改善人群购房，多数城市房贷利率加点仍比较高，存在下调空间。**三四线城市**，在支持发展保障性租赁住房，稳定房价，提振购房者信心方面还有待出台政策支持。

4、购房预期亟待改善

当前居民购房意愿整体在下降。中国人民银行 4 月 3 日公布的《2023 年第一季度城镇储户问卷调查报告》显示，问及未来三个月准备增加支出的项目时，17.5%居民选择购房，近六年居民购房意愿总体保持下降态势。

期房交付问题影响购房者信心。2021 年以来，房地产开发企业陆续出现流动性紧张状况，对项目施工进度产生较大影响，新建商品住宅交付难，成为购房者关切问题。2022 年以来多个省市推进“保交楼、稳民生”工作，尽管成效初显，但期房烂尾对购房者信心的冲击仍需时间恢复。

市场下行，购房者观望情绪浓厚。据央行公布的《2023年第一季度城镇储户问卷调查报告》显示，14.4%的居民对下季房价预期“下降”，与历史值比处于较高分位。“买涨不买跌”，对房价下降的预期也使得购房者选择持币观望。

收入预期改变，疫情后居民消费、加杠杆更加谨慎。由于疫情等因素影响，近几年居民对自身收入安全性信心不足，加之青年就业形势不乐观，居民预防性储蓄增加，担心断供问题，买房决策比以往更谨慎。

■ 如何解决当前困局

房地产市场如何走出量稳价平的平稳节奏？我们认为，当前市场需要从多角度共同发力。企业方面，需要根据市场需求供应相匹配的高品质住宅，以满足改善客群需求，同时通过收并购拆解出险企业存量土地，通过代建等方式加速项目开发。政策方面，提升土地供应质量带动企业拿地积极性；根据需求与库存情况，调节供应；因城施策，进一步优化限购限贷等政策，支持需求释放。

1、供应端

企业方面，一要加快转型升级脚步。提升住房品质，根据市场需求优化产品结构。当前，购房者需求从基本的居住属性，逐步向功能、品质改善转化，新推出的住宅设计需符合新需求。在住宅配置、配套设施、运营管理上提高品质，以高品质打动持币观望客群。**二要加大力度盘活存量土地。**针对出险企业项目，国央企、金融机构以及优质民企应承担起社会责任，以收并购形式拆分、盘活存量项目，为市场供应提供补给。**针对开发周期长的存量资产，**可引入专业团队，将项目从投资、开发、运营三个维度分离，具有开发经验的企业可通过代建方式与国资平台公司合作，加快项目开发速度，企业以轻资产方式运作盘活土地，达成双赢。

政策方面，一可提升土地供应质量以带动土地成交。调整新增的供应土地区位结构，增加核心区及优质土地供应占比，提高房企拿地积极性，满足改善客群对住房回归核心区的需求。**二是因地制宜，平衡需求、供应与库存。**房地产市场区域分化明显，增加供应需因地制宜。对于一线及热点城市，如北京、上海、深圳、杭州等，对依然存在因限价而倒挂的项目，应鼓励企业推进取证，加快推售。对于无倒挂市场平稳的二线三线城市，应以销定产，设置土地供应目标，控制市场库存处于合理区间。对于库存较高的三四线城市，应控制土地供应量，维持市场稳定。**三是通过城中村改造腾挪土地增加供给。**在超大特大城市积极稳步推进城中村改造，一方面可以弥补投资，另一方面城中村改造可以腾出好地块。一二线城市核心土地资源稀缺，过去多通过棚改供应核心土地，近年棚改量减少，可出让的核心地块也相应变少，城中村改造可以有效弥补这部分空缺。**四是通过商办用地调规等方式增加住宅供应。**目前商办积压严重，土地供应不足的城市可以

收回部分位置较好的未建商办用地，调规后作为住宅用地重新供应。

2、需求端

一是扩大需求基本盘。放宽生育政策、鼓励生育，并给予多孩家庭购房政策倾斜。家庭结构变化，是多孩改善需求、子女婚房需求能顺利释放的前提。

二是放松需求限制。因城施策，根据不同城市现状，优化限购限贷等政策，支持需求释放。具体来讲：

一线城市人口众多，产业发展成熟，需求旺盛，但限购限贷政策较严格，有较大放松空间。**限购方面**，分区域优化政策，放松非热点区域限购限制。优化非户籍人口买房限购政策，降低需连续缴纳社保年限。**限贷方面**，优化首套房认定标准，适当降低二套房首付比例，支持合理的置换需求。结合市场实际房价，优化调整普宅非普宅的认定标准。

二线城市政策已陆续放松，但在首套房认定标准、限购等方面仍存在放松空间。**限购方面**，优化非户籍人口买房限购政策，降低连续缴纳社保年限；扩围城市不限购区域；优化限购具体细节，如二手房不限购、144 m²以上改善住宅不限购等。**限贷方面**，二线城市首套房认定标准多数已优化，未来可进一步下调利率、降低首付。

三四线城市已成为楼市政策松绑的前沿阵地，“因城施策”的利好政策工具箱已能出尽出。未来地方政府可以从支持发展保障性租赁住房建设出发，一是金融端，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供支持，如鼓励金融机构支持企业发行用于保障性租赁住房建设的债券，创新相关的信贷产品。二是税收端，鼓励企业参与回购存量闲置房屋用作保障性租赁住房运营，对该类企业提供优惠税收政策。三是配套端，加强和完善住房租赁的配套制度，建立国有平台公司运营管理市场房源转化的保障性租赁住房。对保障性租赁住房方面的积极探索，有利于消化市场库存，稳定房价。

- **风险提示**（1）对未来趋势解读偏差；（2）分线城市基本面差异（3）调研样本有限；（4）对房地产政策解读的偏差；（5）数据可得性受限。

内容目录

1、 供应端收缩，结构性问题突出.....	8
1.1、 量：有效供应不足.....	8
1.2、 主体：房企危机后开发能力下降，地方国资平台公司开发周期长	10
1.3、 结构：区位、户型、品质错位.....	11
2、 需求端回归理性，改善性需求成为主力	14
2.1、 需求充足，但购房回归理性	14
2.2、 购房需求发生变化.....	16
2.3、 需求被政策因素限制	18
2.4、 购房预期亟待改善.....	19
3、 破局：多方位共同发力	20
4、 风险提示	21

图表目录

图 1: 2018-2023 年 1-5 月 30 重点城市商品房供应面积.....	8
图 2: 2018-2023 年 1-5 月 30 重点城市商品房供求比	9
图 3: 2017-2022 年土地成交规划建面	9
图 4: 全国土地成交建筑面积及同比增长率	10
图 5: 房地产开发实际到位资金同比增长情况	10
图 6: 2020-2023 年房屋新开工面积累计同比	11
图 7: 2022 年北京供地区位分布	12
图 8: 2022 年上海供地区位分布	12
图 9: 2022 年深圳供地区位分布	12
图 10: 2022 年广州供地区位分布	12
图 11: 过去房地产企业主要靠的是周转和杠杆	13
图 12: 商品房待售面积走高	14
图 13: 购房需求来源	15
图 14: 我国城镇化进程及未来趋势	15
图 15: 2010-2020 年人均住房建筑面积增长情况.....	16
图 16: 全国商品房成交平均价格	16
图 17: 部分城市 120 平米以上住宅成交占比	17
图 18: 北京、上海、南京 90-120 平米住宅成交占比	17
图 19: 北京各城区老旧房源分布	17
图 20: 老人养老住房意愿	18
图 21: 购房意愿下降	19
图 22: 城镇储户中预期房价下降所占比例较高	19
图 23: 居民户存款增加.....	20
图 24: 个人住房贷款增速下降.....	20
表 1: 22 城 2021 年及 2022 年不同企业各批次两集中项目入市情况	11
表 2: 2023 年 1-5 月各城市产品供应占比	13
表 3: 本轮控政策调整.....	18

2023 年开年，市场短暂出现小阳春，主要原因是疫情期间积压需求释放，但市场回暖基础弱，4、5 月商品房销售降温明显。

复苏势头未能持续，引发市场担忧，这是趋势性的下降还是季节性回调？供应端总量收缩、结构错配，需求端预期下行、购买受限，该如何破局？

我们认为，破局要以有效供给为基础，以供给主体的稳健运营为支持，以释放需求提升预期为抓手，多主体发力，对目前市场面临的问题逐个击破。

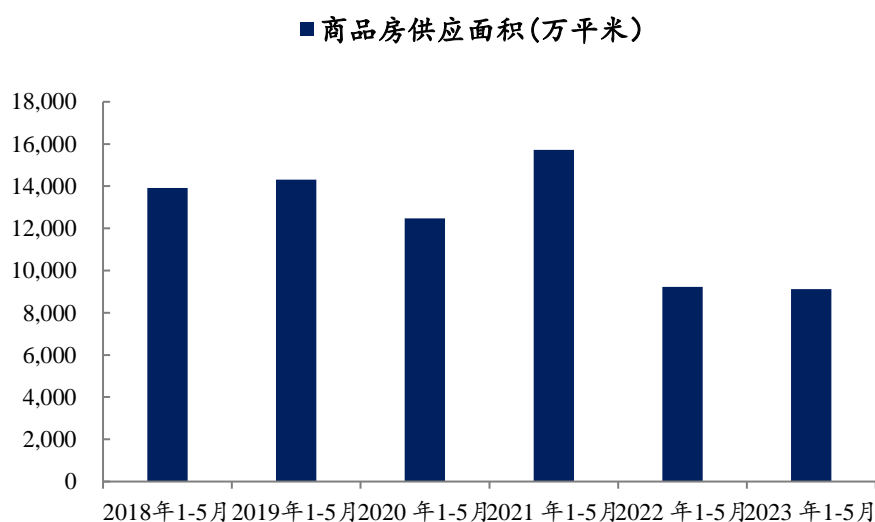
1、供应端收缩，结构性问题突出

土地供应总量下降，导致新房供应承压。供应主体中，众多房企陷入流动性危机，导致部分土地无法开发；而地方国资平台公司，供应节奏缓慢。土地供应结构错配，也导致库存去化难，区位、品质难以满足当前购房需求。

1.1、量：有效供应不足

新房供应下滑明显。2023 年 1-5 月，重点 30 城商品房供应量比 2021 年同期下降 42%，比近五年平均供应量低 25%。供求比从 2020 年 1-5 月至 2023 年同期，由 1.06 跌至 0.77。4 月后，推盘下滑明显，供应乏力。重点 30 城市中，4 月有 23 个城市新推盘面积环比降低，5 月有 24 个城市新推盘面积环比降低。市场可推售新盘减少，在售项目以顺销盘、尾盘销售为主。

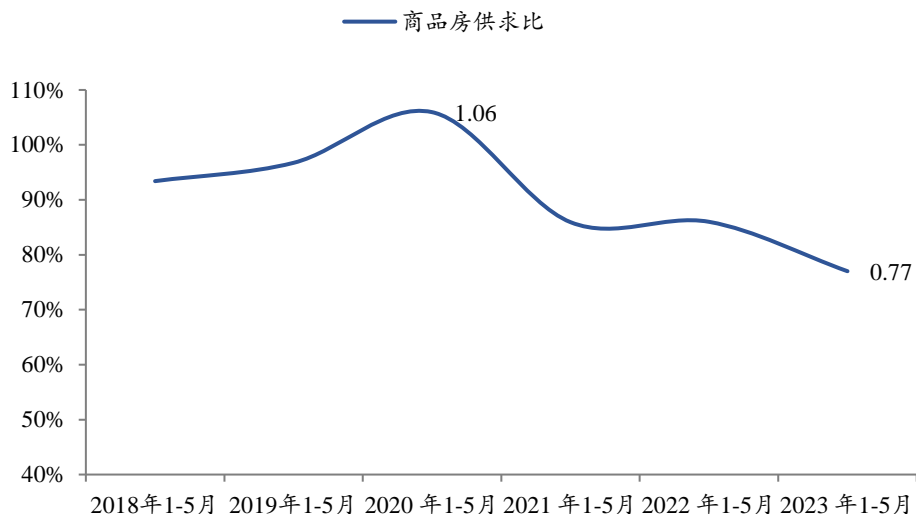
图 1：2018-2023 年 1-5 月 30 重点城市商品房供应面积



资料来源：克尔瑞数据库，国海证券研究所

注：30 重点城市：上海、北京、广州、深圳、成都、福州、杭州、合肥、济南、昆明、南京、南宁、宁波、青岛、厦门、苏州、天津、武汉、西安、长沙、郑州、重庆、常州、东莞、佛山、嘉兴、无锡、徐州、南昌、沈阳

图 2：2018-2023 年 1-5 月 30 重点城市商品房供求比

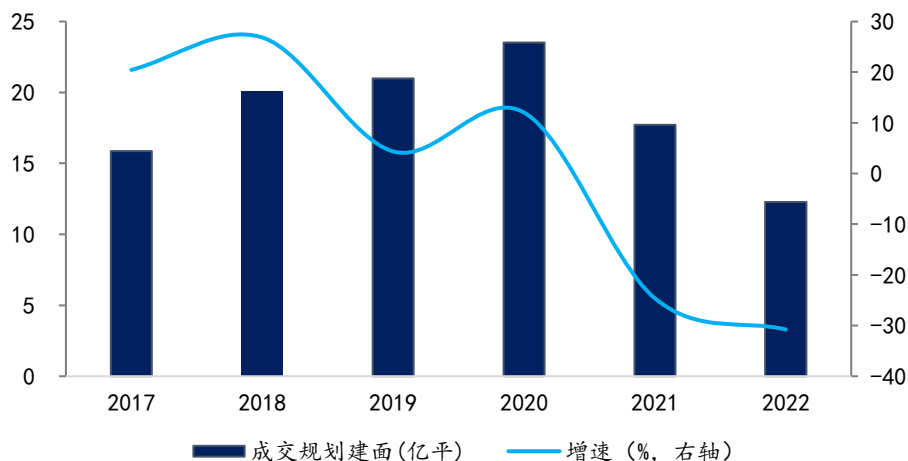


资料来源：克而瑞，国海证券研究所

备注：供求比=商品房供应面积/商品房成交面积

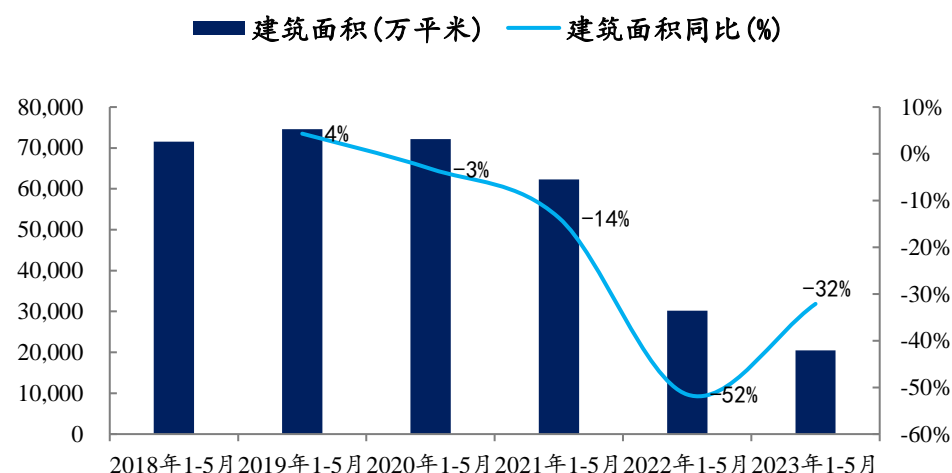
新房供给不足，源于 2022 年全国土地供应量下滑。2022 年全国土地供应量与历年比较，呈量级性下滑，2022 年全国住宅类用地共成交规划建筑面积 12.3 亿平，同比下降 30.8%，致使 2023 年无充足的新增商品房可以供应。2023 年 1-5 月全国土地成交建筑面积持续下滑，同比减少 32%，不足 2021 年 1-5 月土地成交的三分之一，给今年下半年以及之后的新房供应带来压力。

图 3：2017-2022 年土地成交规划建面



资料来源：中指院，国海证券研究所

图 4：全国土地成交建筑面积及同比增长率

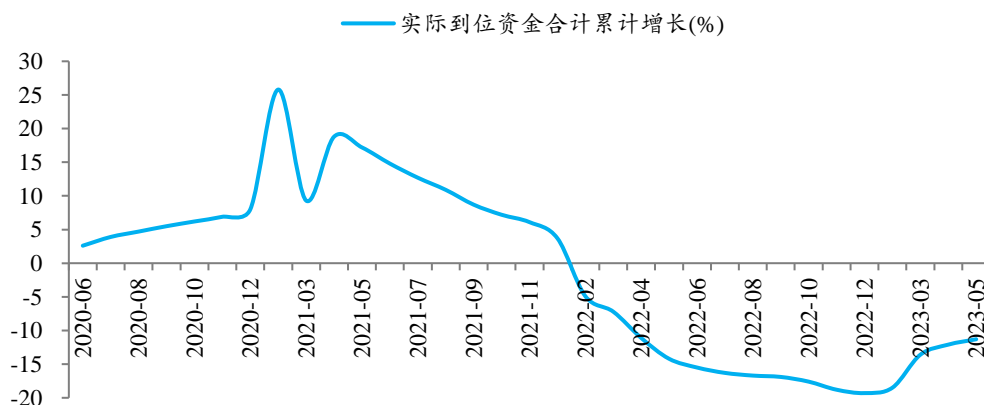


资料来源：中指数据库，国海证券研究所

1.2、主体：房企危机后开发能力下降，地方国资平台公司开发周期长

众多房企陷入流动性危机，新增供应受阻。据不完全统计，2020 年全口径销售额 50 强房企中，已有 22 家出险企业，2023 年仍旧是还债高峰，房地产开发实际到位资金同比持续下降。房企尝试通过收并购解决流动性问题，但整体进度较慢，且目前已出售资产以两部分为主：优质持有型商业及其他优质资产股权，将优先被选择，无法为市场带来新增商品住宅供应；地方国资企业任务性接盘土地或股权，建设转化时间长，短期难以形成新增住宅供应。通过盘活出险企业存量，无法弥补 2022 年全国土地供应下滑导致的住宅供应缺口。

图 5：房地产开发实际到位资金同比增长情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

地方国资平台公司成为待供应主力，但项目开发周期长。2022 年地方国资平台公司拿地占比提升，22 城地方国资平台公司拿地宗数超五成，但不同于高周转房企，其项目推进速度比较缓慢，在土拍市场托底拿地，更多是出于稳定市场的考虑，一般会在拿地后再交由专业的开发商开发地块，中间存在较长时差。由于地方国资拿地后无法快速转化，致使住宅的后续入市供应更加不足。据中指院统计，截至 2023 年 3 月末，地方国资平台公司 2021 年项目入市率 20%，2022 年项目入市率仅为 6%，开发滞后明显。国家统计局数据显示，2023 年 1-5 月房屋新开工面积累计同比下降 22.6%，据此推算 2023 年地方国资项目新开工比率依旧不乐观。

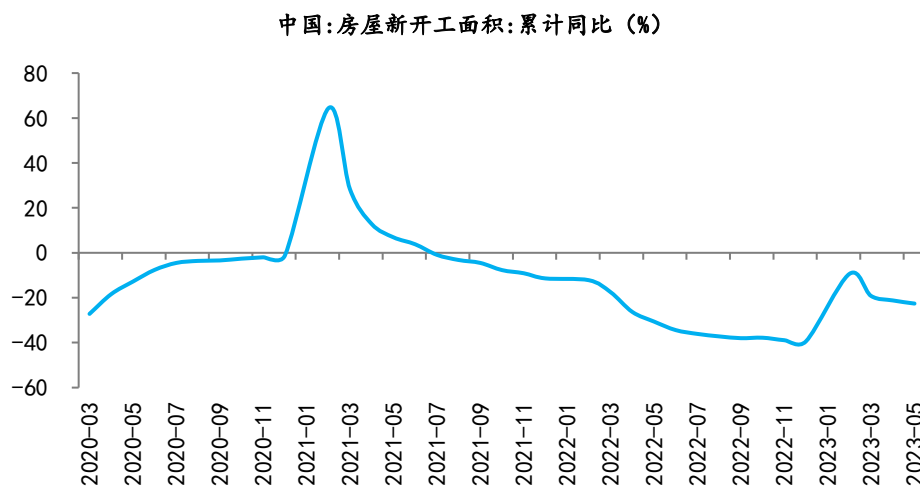
表 1：22 城 2021 年及 2022 年不同企业各批次两集中项目入市情况

企业类型	2021 年			2022 年		
	成交宅地宗数	入市项目数量	入市率	成交宅地宗数	入市项目数量	入市率
央国企	556	334	60%	369	147	40%
混合所有制	102	86	84%	44	33	75%
地方国资	420	86	20%	798	44	6%
民企	885	453	51%	340	96	28%

资料来源：中指院，国海证券研究所

注：计算土地宗数时，对于联合拿地地块，在各类企业中均纳入计算；剔除纯安置房、租赁住房、保障房等用地。

图 6：2020-2023 年房屋新开工面积累计同比



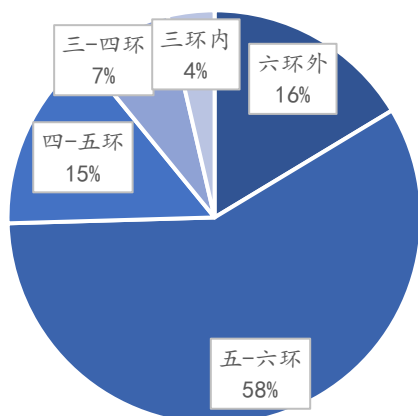
资料来源：Wind，国海证券研究所

1.3、结构：区位、户型、品质错位

区位方面，存在错配。过去土地供应郊区化，缺乏核心区土地供应，与需求不符。北京、上海、深圳、广州城市核心区住宅用地供应非常稀缺，经历市场下行后，购房者已经回归理性，更注重通勤时间等实打实的居住功能属性，当前需求逐步

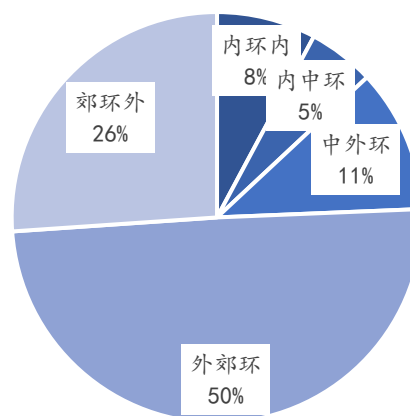
向核心区回流，而土地供应郊区化，难以有效匹配需求。如，2022年北京成交住宅用地55宗，其中四环内成交仅6宗，占比11%，五环外土地41宗，占比75%；上海成交住宅用地115宗，其中内环内成交9宗，占比8%，外郊环及郊环外87宗，占比76%；深圳成交住宅用地34宗，福田、罗湖、南山仅南山供应并成交1宗，占比3%；广州成交住宅用地58宗，越秀区无供应，其余城区供应较均衡，其中白云区供应最多占比17%，从化区最少占比2%。一线城市核心区新增住宅用地非常稀缺，土地供应区位结构错位。

图 7：2022 年北京供地区位分布



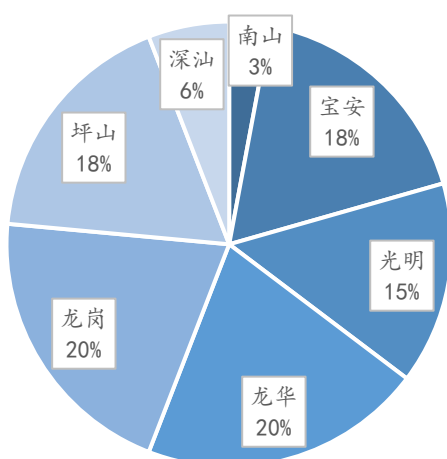
资料来源：克尔瑞数据库，国海证券研究所

图 8：2022 年上海供地区位分布



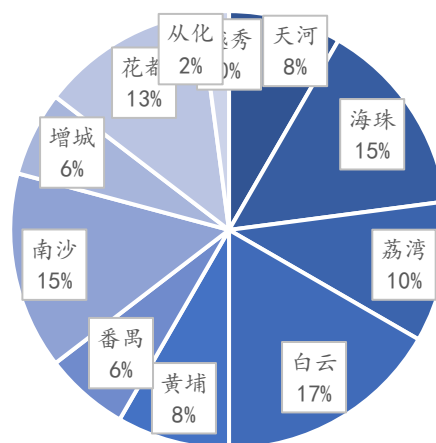
资料来源：克尔瑞数据库，国海证券研究所

图 9：2022 年深圳供地区位分布



资料来源：克尔瑞数据库，国海证券研究所

图 10：2022 年广州供地区位分布



资料来源：克尔瑞数据库，国海证券研究所

户型方面，供需不匹配。房企高周转时代，产品多为刚需走量，供应以 90 平上下户型为主，目前的推盘未根据需求及时改变思路。据克尔瑞数据库显示，以部分城市为例：功能改善型为主的城市，如北京，2023 年 1-5 月，90 平方米以下产品供应占比 44.3%，成交占比 34.6%，90 平方米以上产品供应占比 35.1%，

成交占比 45.9%。上海，2023 年 1-5 月，90 平方米以下产品供应占比 35.8%，成交占比 31.8%，90 平方米以上产品供应占比 64.2%，成交占比 68.4%。南京，2023 年 1-5 月，90 平方米以下产品供应占比 27.4%，成交占比 21.1%，120 平方米以上产品供应占比 72.6%，成交占比 78.9%。品质改善型为主的城市，如成都，2023 年 1-5 月，120 平方米以下产品供应占比 38%，成交占比 33.8%，120 平方米以上产品供应占比 62%，成交占比 66.2%。均呈现改善类产品供应小于成交的情况。

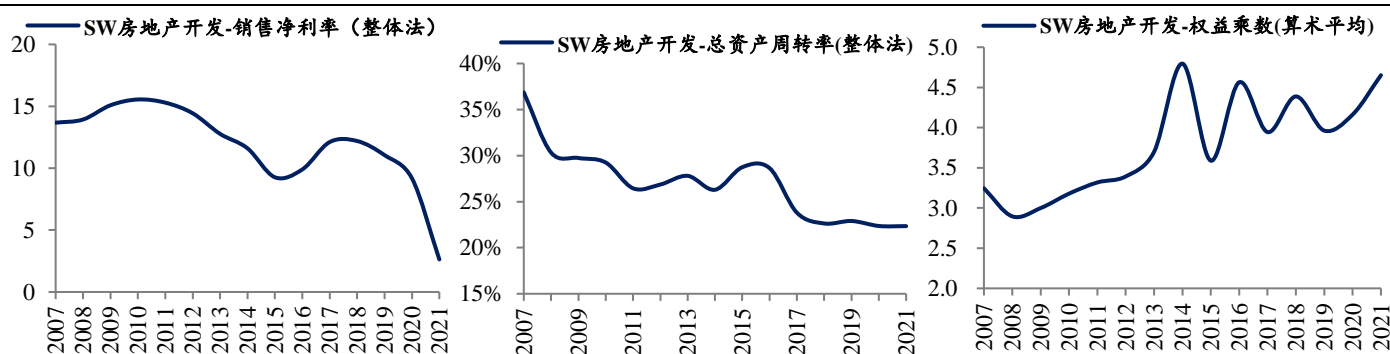
表 2：2023 年 1-5 月各城市产品供应占比

城市	90 平以下产品（成都为 120 平以下）		90 平以上产品（成都、南京为 120 平以上）	
	供应占比	成交占比	供应占比	成交占比
北京	44.3%	34.6%	35.1%	45.9%
上海	35.8%	31.8%	64.2%	68.4%
南京	27.4%	21.1%	72.6%	78.9%
成都	38%	33.8%	62%	66.2%

资料来源：克而瑞数据库，国海证券研究所

品质方面，难以契合改善需求。2015 年开始，“快周转、冲规模”逐渐成为行业尤其是大型民营地产商的主要战略选择。凭借高周转，很多企业实现了规模突进，并利用规模优势实现了更为便利的加杠杆融资。“高周转-冲规模-更好融资-高负债、高杠杆”成为房企争相复制的循环链条。但是，该链条顺畅运行的后果是住宅同质化现象严重，房企追逐利润忽略了品质。不同地区、不同受众的项目高度同质化。2020 年开始，随着行业融资层面新监管规范的出台，叠加销售下行、预售资金监管收紧，导致房企利润空间受到挤压，产品建造成本不断压缩，住房品质降低。

图 11：过去房地产企业主要靠的是周转和杠杆

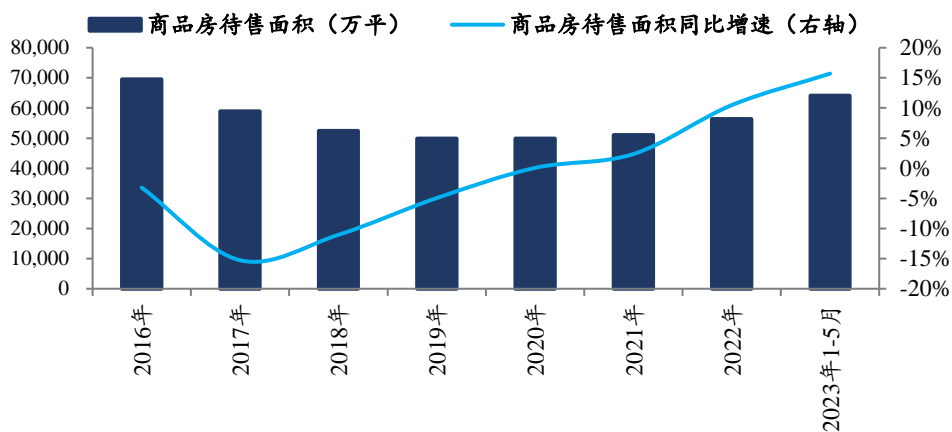


资料来源：Wind，国海证券研究所

现存库存无法匹配新增需求，部分存量会成为去化不掉的“死库存”。由于 2022 年成交量缩减，全国商品住宅历史库存处于相对高位，商品房待售面积走高，但与目前的市场需求存在偏差，匹配度低，导致存量产品去化缓慢。库存多以地产大建设时代建造的品质较低的同质化产品为主，无法打动改善客户。在限价初期，企业对限价政策存在侥幸心理，希望从销售端突破限价，仍旧以高溢价获取土地，然而随着补充政策不断完善，造成房企利润空间下降甚至亏损，房企被迫不断降

低项目成本，从而造成住房品质下降。据北京仲裁委员会统计，2021 年房地产案件中因房企降本增效导致的房屋质量问题和违规改造问题增加。近期，越来越多城市设置合理土拍价格上限，以摇号作为土拍最终环节，在土地出让环节给开发商预留了充足利润空间，未来这些项目的产品将有可能增加配置，提高性价比，更符合改善新需求，这将会导致之前尚未销售的低品质库存面临去化难问题。

图 12：商品房待售面积走高



资料来源：Wind，国海证券研究所

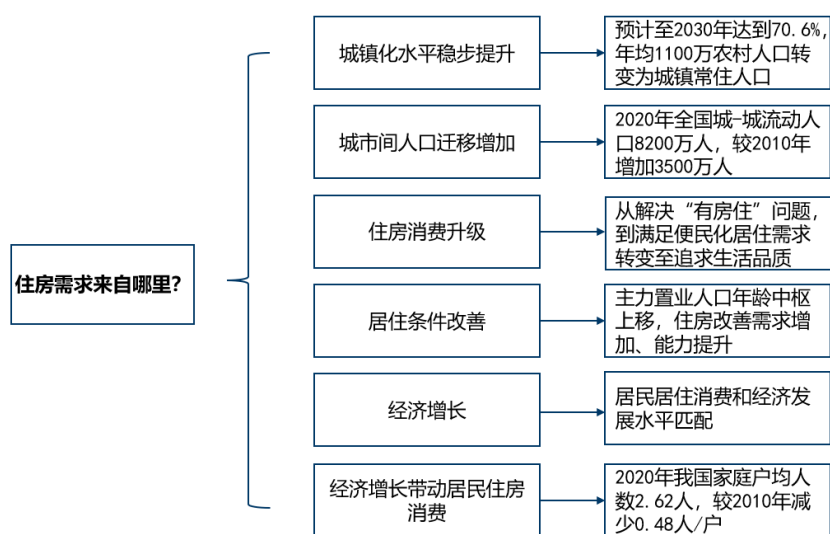
2、需求端回归理性，改善性需求成为主力

基于城镇化、人口迁移、住房消费升级，中长期的购房需求仍在，但购房回归理性，成交周期拉长。购房需求向改善发展，对住房提出新要求，但现存需求端部分政策限制购买力释放，购房预期也较弱。

2.1、需求充足，但购房回归理性

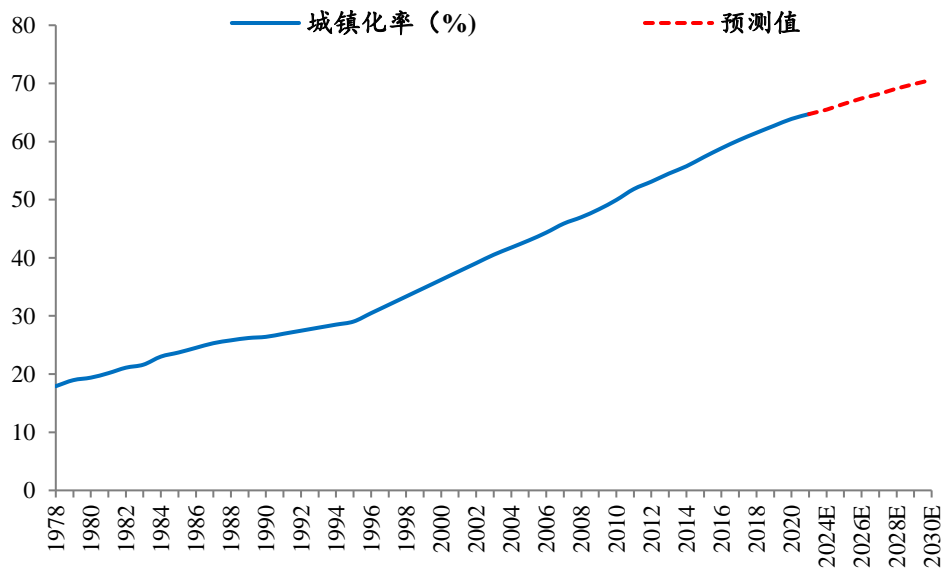
我国中长期的新增购房需求仍旧充足。第一，城镇化水平稳步提升，农村人口持续进城。目前我国城镇化仍处于较快发展阶段，根据联合国预测数据，预计至2030 年达到 70.6%，据此推算年均 1100 万农村人口转变为城镇常住人口。第二，城市间人口迁移增加。据七普数据，2020 年全国城-城流动人口 8200 万人，较 2010 年增加 3500 万人。城市间经济发展不平衡，将推动人口持续向较发达城市迁移，并在高能级城市安居置业。第三，住房消费升级。从解决“有房住”问题，到满足便民化居住需求到追求生活品质，住房消费持续升级。第四，居住条件改善。住房质量改善空间大，主力置业人口年龄中枢上移，住房改善需求增加、能力提升。第五，经济增长带动居民住房消费。居民居住消费和经济发展水平匹配。第六，家庭规模小型化。据国家统计局数据，2020 年我国家庭户均人数 2.62 人，较 2010 年减少 0.48 人/户。六大因素产生三大自住住房需求。一是城镇人口增长需求，来自于城镇化推进和城市间人口迁移增加。二是城市更新改造需求，来自于住房质量提升和住房消费区域升级。三是居住条件改善需求，来自于置业人口中改善群体占比提高，经济增长带动住房消费增加，住房消费升级以及家庭结构变化导致的家庭小型化。

图 13: 购房需求来源



资料来源：国海证券研究所

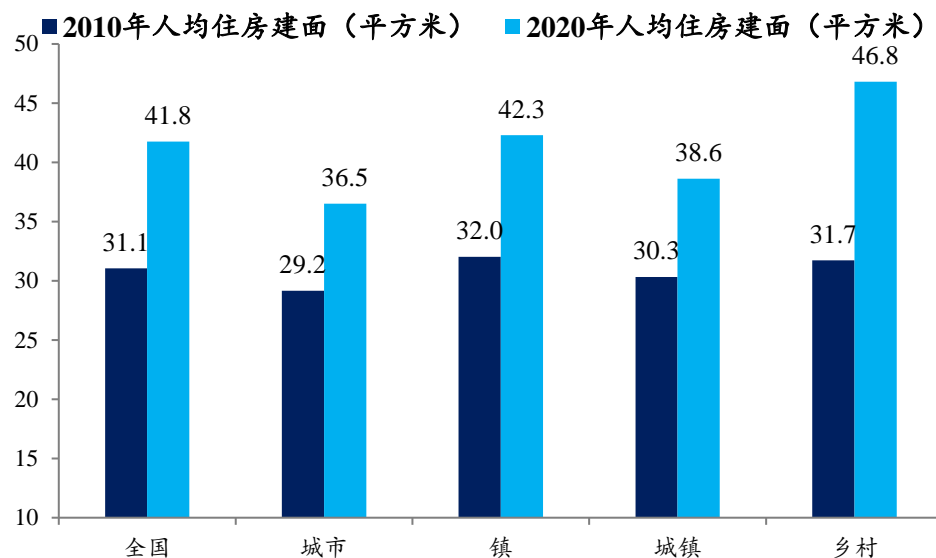
图 14: 我国城镇化进程及未来趋势



资料来源：联合国，国海证券研究所

告别住房短缺，购房回归理性。根据七普数据显示，2020 年全国城镇家庭户人均住房间数由 2010 年的 0.9 间增加至 1.1 间，城镇家庭户人均住房建面由 2010 年的 30.3 平方米增至 38.6 平方米，基本告别了住房短缺时代，市场将不再急于购置房屋。刚需客户对期房存在担忧，改善客户延长了置换的周期，购房群体对市场持观望态度，除非市场推出性价比高、房屋配置优、户型配置合理、拥有完善配套的产品，否则很难促使购房者支付。

图 15: 2010-2020 年人均住房建筑面积增长情况

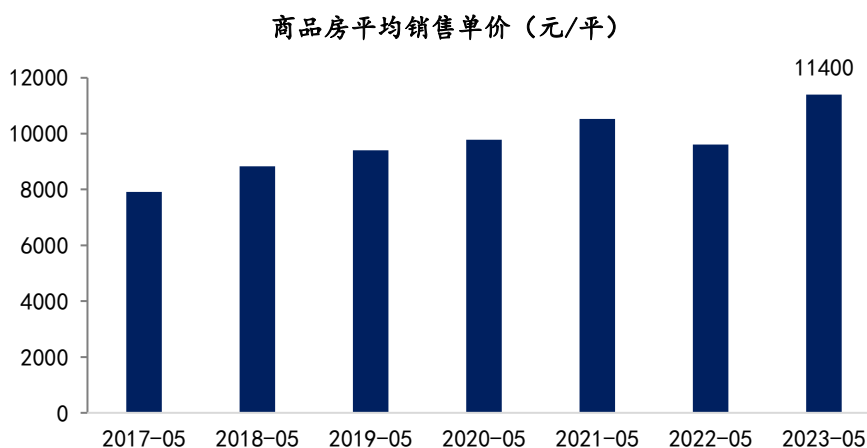


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、购房需求发生变化

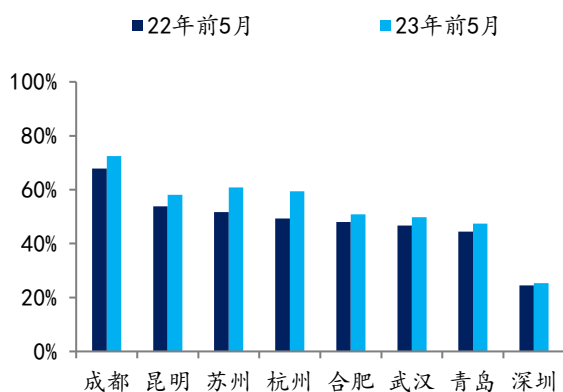
从刚需购房到改善购房, 改善时代到来。从全国统计口径看, 套均面积、套均金额上升, 改善群体成交成为主流, 2023 年 5 月, 全国商品房成交平均价格 11400 元/平, 创近几年同期新高。热点城市改善成交比例上升。2023 年 1-5 月多城市 120 平米以上改善型商品住房成交比例提高明显, 杭州、苏州、昆明、成都等地涨幅领先。上海、北京、南京以功能改善客户增加为主, 90-120 平米成交比例增加明显。

图 16: 全国商品房成交平均价格



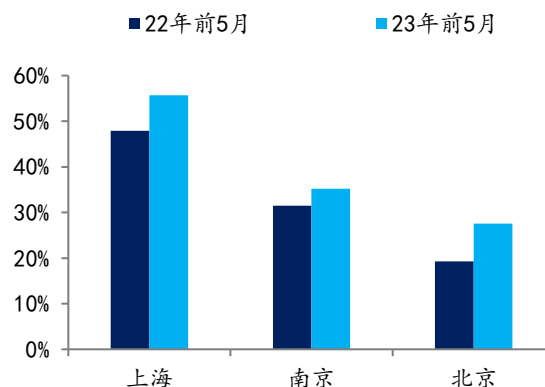
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 部分城市 120 平米以上住宅成交占比



资料来源: 克而瑞, 国海证券研究所

图 18: 北京、上海、南京 90-120 平米住宅成交占比

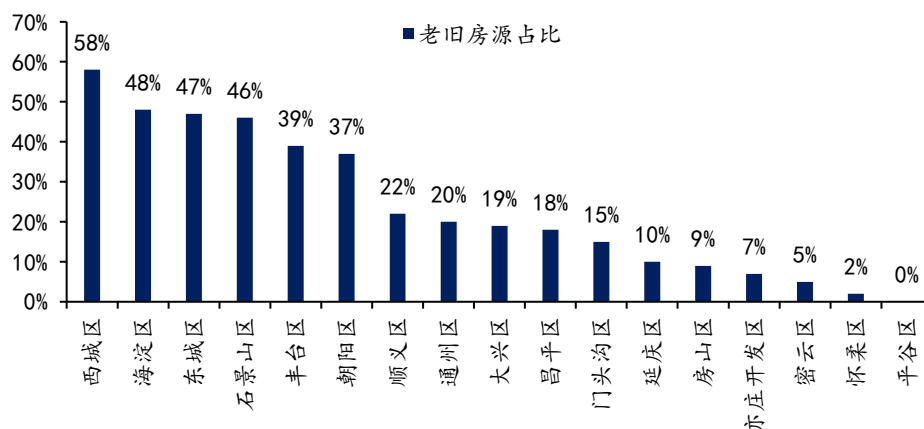


资料来源: 克而瑞, 国海证券研究所

新需求群体出现, 为产品提出新要求。市场上购房者可分为刚需、刚改、品质改善、终极改善。房地产大建设时代, 以刚需客群买房“上车”为主, 90 平左右的产品去化最快, 房企把握客户需求大量复制同类产品, 以刚需产品为主不断做大规模。存量时代, 购房者需求逐步向功能、品质改善转化, 大量的换房需求等待释放。新需求群体出现市场上可匹配的产品无法满足需求, 是阻碍市场发展的重要原因。新需求偏向个性化、细分化, 反应居民生活水平的提升。具体来讲:

品质改善需求。我国教育资源分布不平衡, 多采用就近入学制度, 多数学区房是房龄较大的“老破小”, 老旧小区一般都集中在城市教育资源丰富的老城区。以北京为例, 据贝壳统计, 西城近 6 成是老旧小区, 海淀、东城老旧房源占比在 47% 左右。家庭购买价格高昂但品质较次的学区房主要是为了子女上学便利, 随着子女学业完成、储蓄积累到一定程度的父母, 不再需要因为子女学业牺牲居住品质, 急于在市场寻找可以匹配的产品类型。

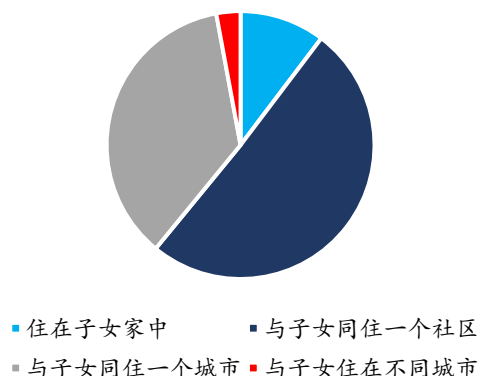
图 19: 北京各城区老旧房源分布



资料来源: 贝壳, 国海证券研究所

退休改善需求。该阶段的退休老人，对品质生活有较为清晰的概念，同时有一定储蓄，据贝壳 2022 年 12 月一项对 650 名老人的调研结果显示，希望住在子女家中养老的占比较小，所以形成一类新型需求群体，不需要与子女共居，对生活空间要求较高，反映到产品上就是 120 平以上的大两居，但目前市场上存量项目 120 平多是三居到四居。

图 20：老人养老住房意愿



资料来源：贝壳，国海证券研究所

家庭结构导致的功能改善需求，多孩家庭需要在有限空间内，充分满足每个家庭成员的独立空间需求，这类人群对户型设计提出了较高要求。

2.3、需求被政策因素限制

本轮政策调控，已从放松限购限贷、下调房贷利率、放松税费、降低首付比例、调整首套房认定标准等维度进行优化。**各地现存政策中**，仍存在一定的优化空间。**一线城市**，首套房认定标准严格，执行“认房又认贷”。二套房首付比例高，针对买一卖一等合理置换需求，首付压力大。非户籍人口买房限制严格，部分城市非热点区域也需要连续缴纳 5 年社保，才能获得购房资格，极大延迟刚需购房入市时间。**二线城市**，部分城市二套房首付比例高，限制改善人群购房，多数城市房贷利率加点仍比较高，存在下调空间。**三四线城市**，在支持发展保障性租赁住房，稳定房价，提振购房者信心方面还有待出台政策支持。

表 3：本轮控政策调整

政策类型	内容
放松限购	低能级城市取消限购（廊坊、扬州等）
	高能级城市结合民生政策松限购，如：出租自住房新增购房指标（成都等）、多孩家庭新增购房名额，降低社保要求（杭州、无锡、济南等）
	养老投亲家庭新增购房名额（郑州、济南等）

放松限价	取消限价房（天津） 对高品质住宅提升限价标准（临沂）
放松税费	按所缴纳契税税额给予购房补贴（玉林、岳阳等）
下调房贷利率	2022 年 5 月，首套房贷利率下限降为 LPR-20bp，二套房贷利率下限为 LPR+60bp
降低首付比例	多数不限购城市和部分限购城市的非限购区域最低首付比已降至首套房 20%、二套 30%的底线
调整首套房认定标准	对已有 1 套住房并已结清购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，可按首套房贷款标准进行贷款（杭州、太原等）

资料来源：各地方政府官网，中国人民银行，克尔瑞地产研究，国海证券研究所

2.4、购房预期亟待改善

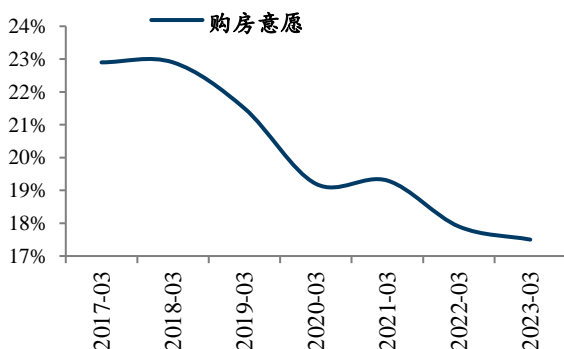
当前居民购房意愿整体在下降。中国人民银行 4 月 3 日公布的《2023 年第一季度城镇储户问卷调查报告》显示，问及未来三个月准备增加支出的项目时，17.5% 居民选择购房，近六年居民购房意愿总体保持下降态势。

期房交付问题影响购房者信心。2021 年以来，房地产开发企业陆续出现资金链吃紧状况，加之各方面因素对施工进度的影响，新建商品住宅一度难以按时交付。2022 年以来多个省市推进“保交楼、稳民生”工作，尽管成效初显，但期房烂尾对购房者信心的冲击仍需时间恢复。

市场下行，购房者观望情绪浓厚。据央行公布的《2023 年第一季度城镇储户问卷调查报告》显示，14.4% 的居民对下季房价预期“下降”，与历史值比处于较高分位。“买涨不买跌”，对房价下降的预期也使得购房者选择持币观望。

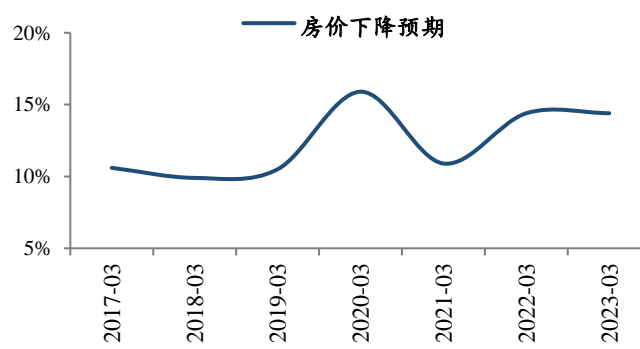
收入预期改变，疫情后居民消费、加杠杆更加谨慎。由于疫情等因素影响，近几年居民对自身收入安全性信心不足，加之青年就业形势不乐观，居民预防性储蓄增加，担心断供问题，买房决策比以往更谨慎。

图 21：购房意愿下降



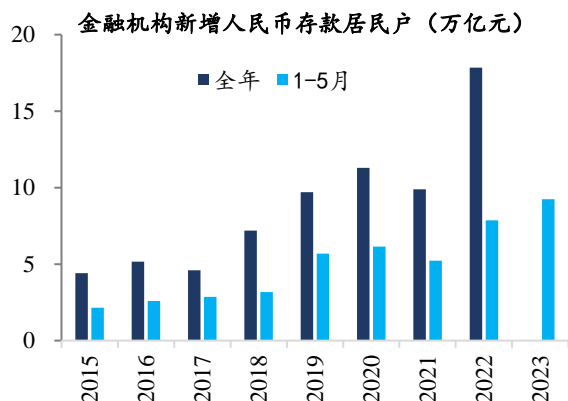
资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

图 22：城镇储户中预期房价下降所占比例较高



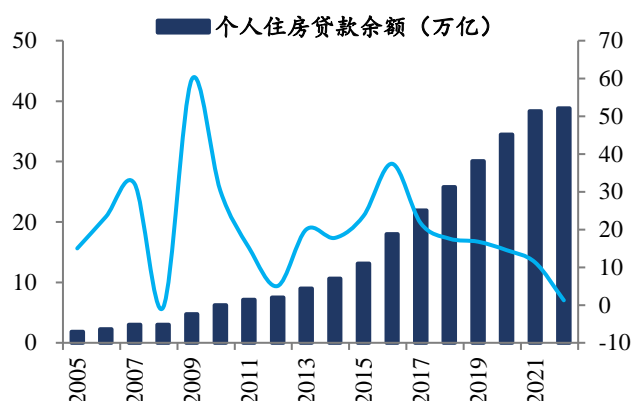
资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

图 23: 居民户存款增加



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 个人住房贷款增速下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、破局：多方位共同发力

房地产市场如何走出量稳价平的平稳节奏？我们认为，当前市场需要从多角度共同发力。企业方面，需要根据市场需求供应相匹配的高品质住宅，以满足改善客群需求，同时通过收并购拆解出险企业存量土地，通过代建等方式加速项目开发。政策方面，提升土地供应质量，带动企业拿地积极性；根据需求与库存情况，调节供应；因城施策，进一步优化限购限贷等政策，支持需求释放。

1、供应端

企业方面，一要加强转型升级脚步。提升住房品质，根据市场需求优化产品结构。当前，购房者需求从基本的居住属性，逐步向功能、品质改善转化，新推出的住宅设计需符合新需求。在住宅配置、配套设施、运营管理上提高品质，以高品质打动持币观望客群。**二要加大力度盘活存量土地。**针对出险企业项目，国央企、金融机构以及优质民企应承担起社会责任，以收并购形式拆分、盘活存量项目，为市场供应提供补给。**针对开发周期长的存量资产，**可引入专业团队，将项目从投资、开发、运营三个维度分离，具有开发经验的企业可通过代建方式与国资平台公司合作，加快项目开发速度，企业以轻资产方式运作盘活土地，达成双赢。

政策方面，一是提升土地供应质量，以带动土地成交。调整新增供应土地区位结构，增加核心区优质土地供应占比，提高房企拿地积极性，满足改善客群住房回归核心区的需求。**二是因地制宜，平衡需求、供应与库存。**房地产市场区域分化明显，增加供应需因地制宜。对于一线及热点城市，如北京、上海、深圳、杭州等，对依然存在因限价而倒挂的项目，应鼓励企业推进取证，加快推售。对于无倒挂市场平稳的二线三线城市，应以销定产，设置土地供应目标，控制市场库存处于合理区间。对于库存较高的三四线城市，应控制土地供应量，维持市场稳定。**三是通过城中村改造腾挪土地增加供给。**在超大特大城市积极稳步推进城中村改造，一方面可以弥补投资，另一方面城中村改造可以腾出好地块。一二线城市核心土地资源稀缺，过去多通过棚改供应核心土地，近年棚改量减少，可出让的核心地块也相应变少，城中村改造可以有效弥补这部分空缺。**四是通过商办用地**

调规等方式增加住宅供应。目前商办积压严重，土地供应不足的城市可以收回部分位置较好的未建商办用地，调规后作为住宅用地重新供应。

2、需求端

一是扩大需求基本盘。放宽生育政策、鼓励生育，并给予多孩家庭购房政策倾斜。家庭结构变化，是多孩改善需求、子女婚房需求能顺利释放的前提。

二是放松需求限制。因城施策，根据不同城市现状，优化限购限贷等政策，支持需求释放。具体来讲：

一线城市人口众多，产业发展成熟，需求旺盛，但限购限贷政策较严格，有较大放松空间。**限购方面**，分区域优化政策，放松非热点区域限购限制。优化非户籍人口买房限购政策，降低需连续缴纳社保年限。**限贷方面**，优化首套房认定标准，适当降低二套房首付比例，支持合理的置换需求。结合市场实际房价，优化调整普宅非普宅的认定标准。

二线城市政策已陆续放松，但在首套房认定标准、限购等方面仍存在放松空间。**限购方面**，优化非户籍人口买房限购政策，降低连续缴纳社保年限；扩围城市不限购区域；优化限购具体细节，如二手房不限购、144㎡以上改善住宅不限购等。**限贷方面**，二线城市首套房认定标准多数已优化，未来可进一步下调利率、降低首付。

三四线城市已成为楼市政策松绑的前沿阵地，“因城施策”的利好政策工具箱已能出尽出。未来地方政府可以从支持发展保障性租赁住房建设出发，一是金融端，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供支持，如鼓励金融机构支持企业发行用于保障性租赁住房建设的债券，创新相关的信贷产品。二是税收端，鼓励企业参与回购存量闲置房屋用作保障性租赁住房运营，对该类企业提供优惠税收政策。三是配套端，加强和完善住房租赁的配套制度，建立国有平台公司运营管理市场房源转化的保障性租赁住房。对保障性租赁住房方面的积极探索，有利于消化市场库存，稳定房价。

4、风险提示

- (1) 对未来趋势解读偏差。
- (2) 分线城市基本面差异，导致市场判断存在局限性。
- (3) 调研样本有限，报告仅反映了可观测样本情况。
- (4) 对房地产政策解读的偏差。
- (5) 数据可得性受限，部分数据口径不是完全一致，斟酌比对使用。

【政策研究小组介绍】

夏磊，国海证券首席经济学家、首席政策&地产分析师。

【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。