

中诚信托研究周报

投资研究部
2024 年第 45 期
总第 307 期
2024/12/27

热点研究

房地产市场回顾总结与展望

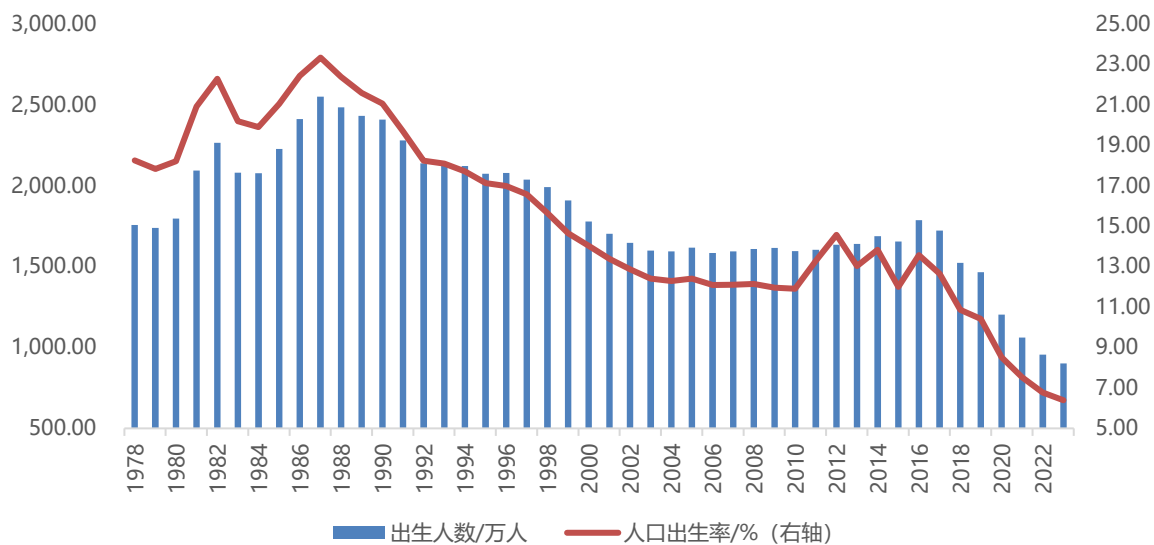
自 2021 年下半年起，本轮房地产市场经历了较为漫长的调整周期。2024 年市场依然呈现大幅下探的态势，全年市场表现以“9·24 新政”为分界岭：前三季度新房销售同比下滑显著；9·26 政治局会议明确提出“要促进房地产市场止跌回稳”，央行、住建部、财政部等各部门相继出台落地一揽子地产支持政策，四季度以来楼市有所回温，居民置业信心开始修复。12 月政治局会议和中央经济工作会议再次强调“稳楼市”，奠定了明年政策总基调。展望 2025 年，市场修复仍面临诸多挑战，整体或仍处于筑底阶段，后续政策落地的力度和节奏有望发挥关键作用，房地产信托面临结构性机会。

一、政策：逆周期调节力度持续加强

回顾近两年的政策基调变化，2023 年 7 月首次表态“房地产市场供求关系发生重大变化”标志着政策转向的开始，2024 年 4 月进一步明确“消化存量和优化增量”，再到 9 月的“止跌回稳”。一路走来，政策表述逐步强化，政策路径逐渐清晰，市场提振效果愈发显著。12 月政治局会议和中央经济工作会议更是奠定 2025 年“稳楼市”总基调，逆周期调节力度有望持续加强。

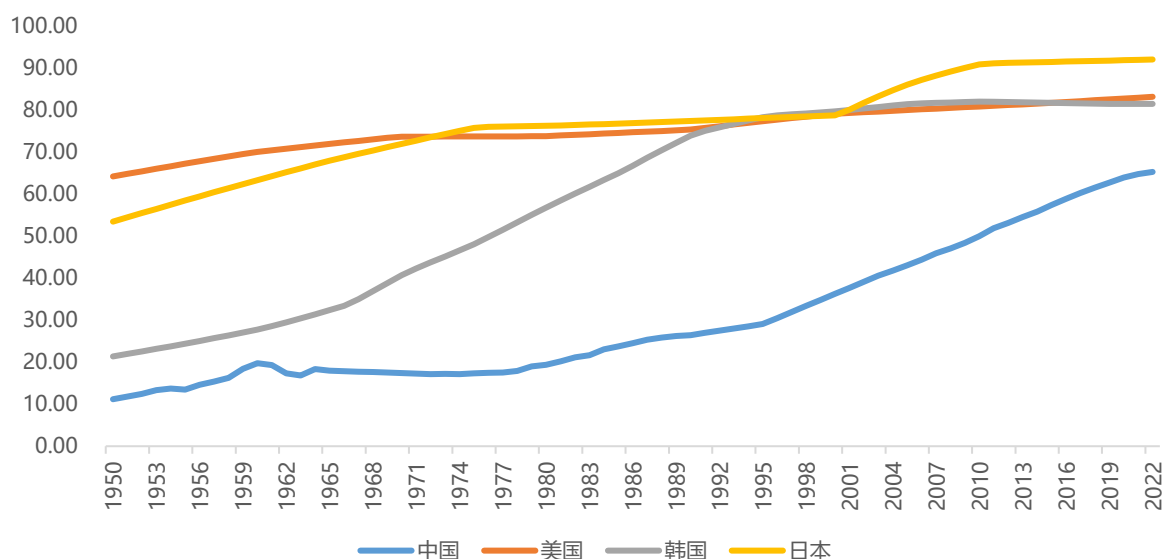
（一）转向：“房地产市场供求关系发生重大变化”

2023 年二季度以来，市场需求持续转弱，房价延续下行趋势，行业风险不断积聚。在此背景下，2023 年 7 月政治局会议首次提及“房地产市场供求关系发生重大变化”，代表本轮地产调控政策的正式转向。从增量角度看，受总人口转降、城镇化进程趋缓等因素影响，我国城镇新房需求中枢在 2018-2020 年达到顶峰，之后转入长期下行阶段。从存量角度看，我国城镇人均住房建筑面积达到 38.6 平米，城镇家庭户人均住宅间数为 1.06 间（来自“七普”数据），房地产已从“整体供不应求”的增量时代进入“结构性供给不足”的存量时代。



来源：Wind，国家统计局

图 1：我国历年出生人口和出生率情况



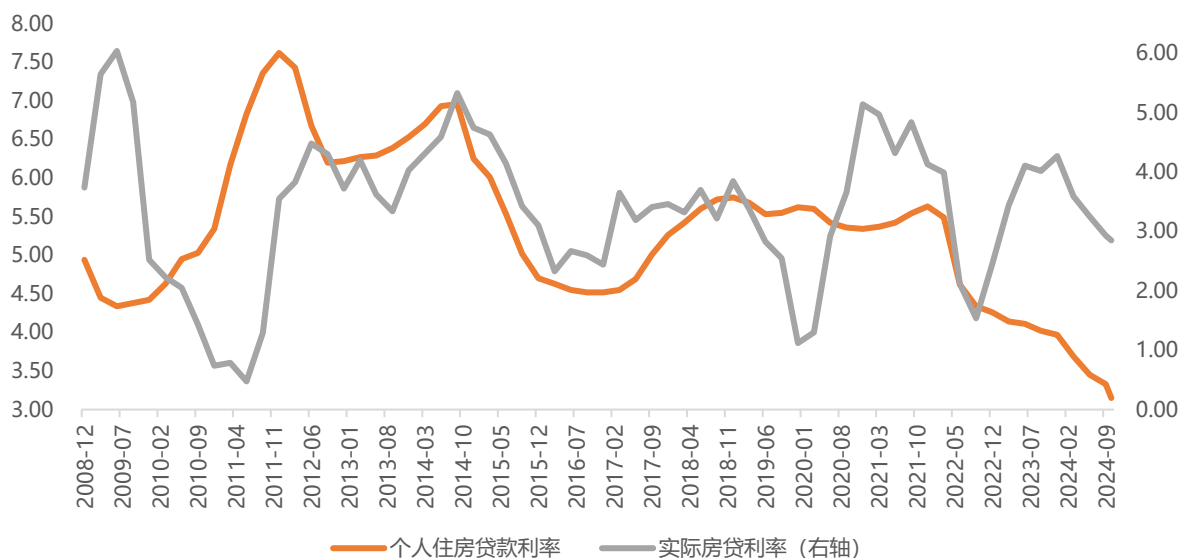
来源：Wind，联合国

图 2：各国城镇化率变化趋势对比（单位：%）

（二）加码：“消化存量和优化增量”

2024 年一季度，地产市场供需两弱，房价加速下行，调控政策迎来加码。4 月政治局会议表示要“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，去库存成为政策调节的重要抓手。5 月 17 日，央行接连发布下调首/二套房贷最低首付比例、取消首/二套房贷利率政策下限、下调公积金贷款利率三项房贷优化政策，并设立 3000 亿保障性住房再贷款支持地方政府“收储”。阶段性供需失衡导致去化承压，是引发本轮行业下行的的重要因素之一，而“5·17 新政”正是在供需两端协同发力以实现去库存、稳市场之政策目标。新政后，市场下行速度放缓但趋势并未扭转，原因在于多个方面，例如实际房贷利

率仍处高位，行业限制性政策仍较多，“白名单”、“收储”、城中村改造等政策落地规模不及预期，等等。



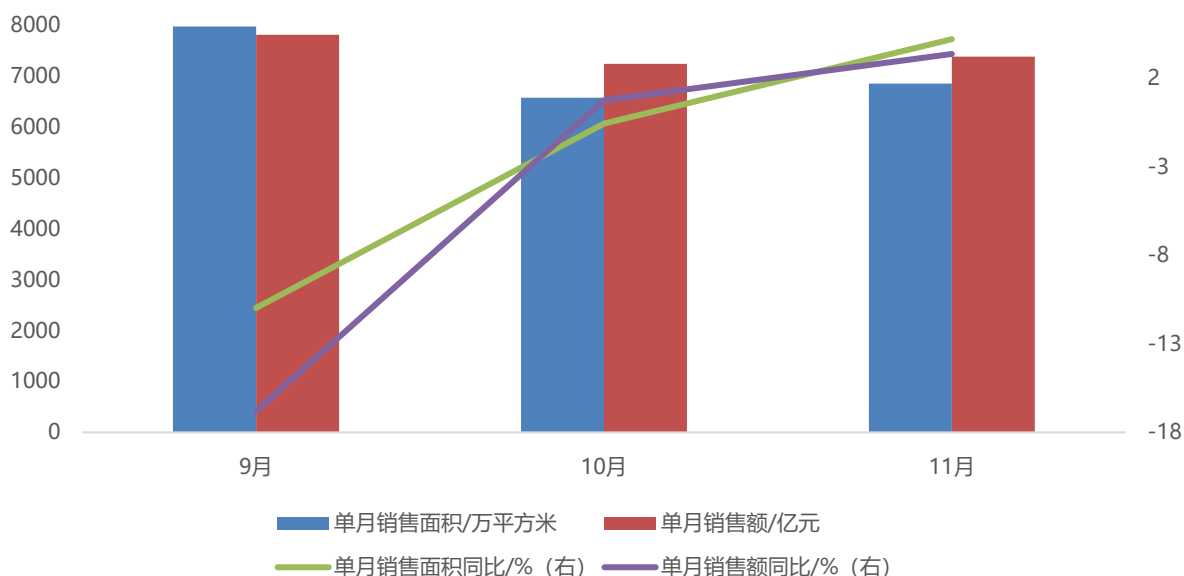
来源：Wind，中国人民银行，国家统计局

图 3：我国名义房贷利率和实际房贷利率水平¹

（三）明确：“促进房地产市场止跌回稳”

步入 9 月，房地产行业基本面仍处于量缩、价降趋势中。在此背景下，9 月 24 日央行在国新办发布会上发布降准降息、调降存量房贷利率、统一下调房贷最低首付比例等一揽子金融政策“组合拳”，意味着政策力度再次升级；9 月 26 日，中央政治局会议非常规时间召开并首次强调“促进房地产市场止跌回稳”，释放了强烈的政策信号；后续发改委、财政部、金融监管总局、住建部等职能部门陆续推出专项债“收储”、契税/增值税优惠、“白名单”扩围增效、100 万套城改货币化安置等一系列增量政策，持续提振市场情绪。综合来看，本轮政策是年初乃至近两年以来力度最大、范围最广的一次，积极回应市场关切，有利于改善市场预期。从实际效果看，相关政策快速落地生效，推动 10、11 月连续两月市场热度回暖，显示居民置业信心已经开始修复。

¹ 实际房贷利率=名义房贷利率-CPI



来源：Wind，国家统计局，中诚信托投研部

图 4：近三个月单月商品住宅销售面积、销售额及同比变化情况

（四）定调：“加强超常规逆周期调节”

12 月，中央政治局会议和中央经济工作会议相继召开，系统部署 2025 年经济工作。其中，中央政治局会议首提“加强超常规逆周期调节”，货币政策定调由“稳健”改为“适度宽松”（2011 年后首次），财政政策定调由“积极”改为“更加积极”（此前仅有 2020 年 7 月政治局会议）。此后，中央经济工作会议也延续政治局会议部署，直面问题，力度空前，并再次明确“稳楼市”。自 9 月底以来，持续的政策利好落地支撑基本面改善，政治局会议和中央经济工作会议对房地产的积极表态，意味着政策呵护仍将延续。展望 2025 年，房地产市场预期修复和基本面企稳的态势，有望在政策加持下进一步夯实。

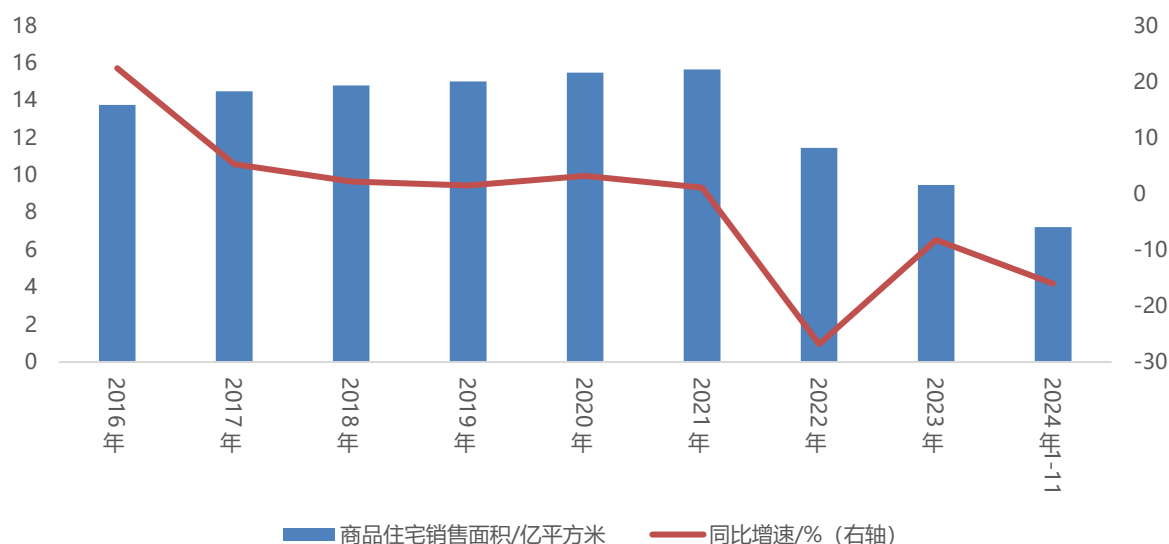
二、市场：政策带动需求边际改善

2022 年以来，房地产市场的量、库、价、投指标均经历了深度调整。其中，量指标在“9·24 新政”之后边际改善，库、价、投指标则依然承压。当前市场修复逻辑的传导路径大致为“量-库-价-投”，2025 年的政策目标应该是在保量稳的基础上，进一步寻求库、价指标的企稳修复。投资端的整体回暖则滞后于需求端，且有赖于供需结构和市场预期的显著改善。

（一）销量：市场持续缩量，政策发力托底

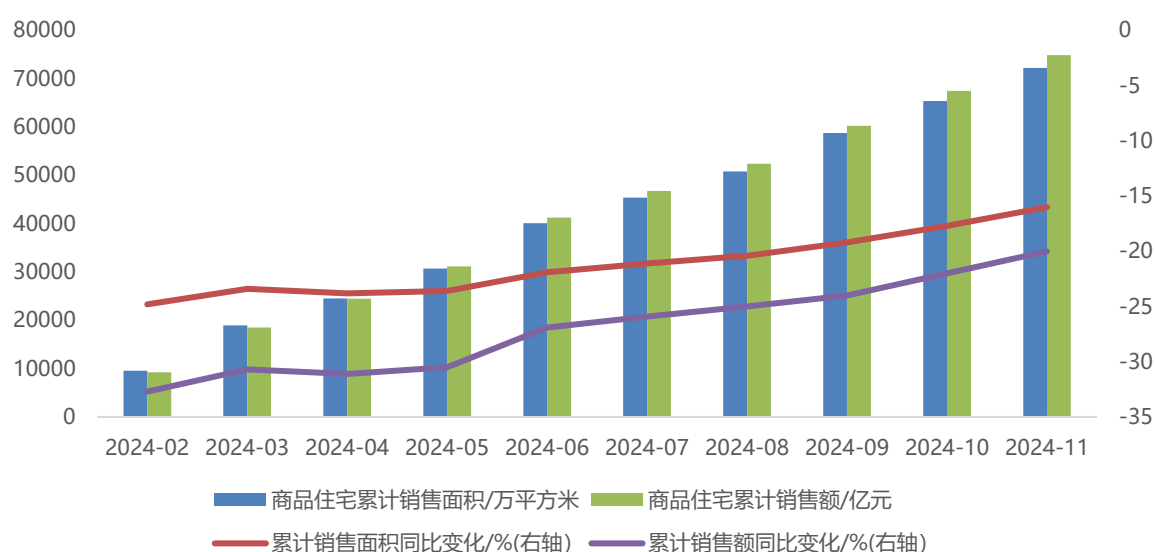
2021 年，我国商品住宅销售面积达到历史高位 15.65 亿平方米后，连续三年快速收缩。2024 年前 11 个月，商品住宅销售面积 7.22 亿平方米，相当于 2010 年同期水平（7.41 亿平方米），商品住宅销售金额 7.49 亿元，介于 2015 年同期（6.25 亿元）和 2016 年同期（8.71 亿元）水平之间。通过“5·17 新政”和“9·24 新政”两轮政策支持，商品住宅销售面积和销售金额累计同比跌幅从 2024 年 5 月开始逐月收窄。特别是“9·24 新政”明确定调“止跌回稳”后，市场修复明显提速，11 月单月销售面积同比实现转正。一方面，本轮

政策调控力度大、范围广，市场预期有所修复；**另一方面**，受益于政策效果，居民购房成本显著降低；**再者**，房价经过一轮快速下行后，性价比有所提升。多方因素共同作用下，潜在居民购房需求在本轮调控中得到有效释放。



来源：Wind，国家统计局，中诚信托投研部

图 5：2016 年以来商品住宅销售面积及同比变化情况



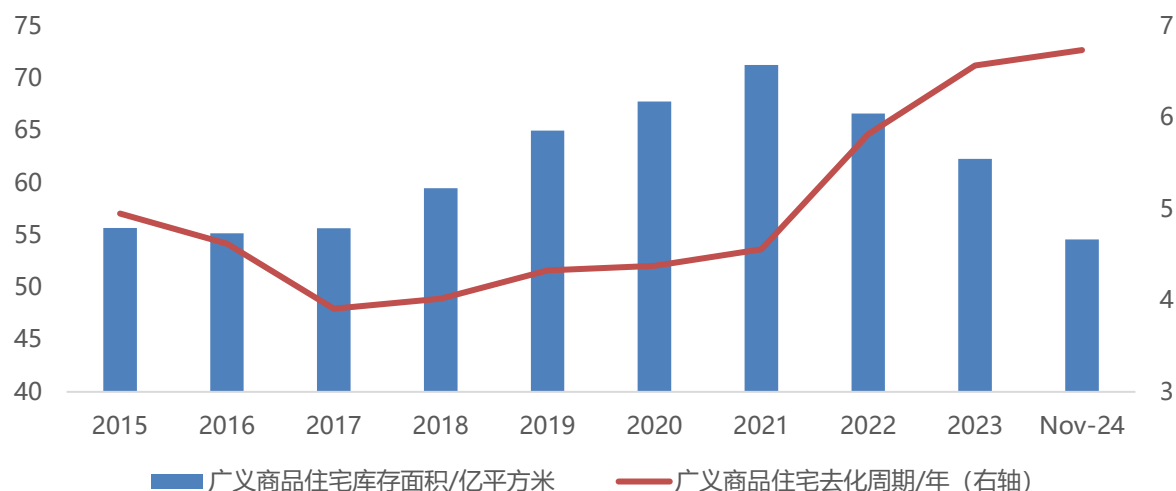
来源：Wind，国家统计局，中诚信托投研部

图 6：2024 年商品住宅累计销售面积、销售额及同比变化情况

（二）库存：仍处历史高位，去化任重道远

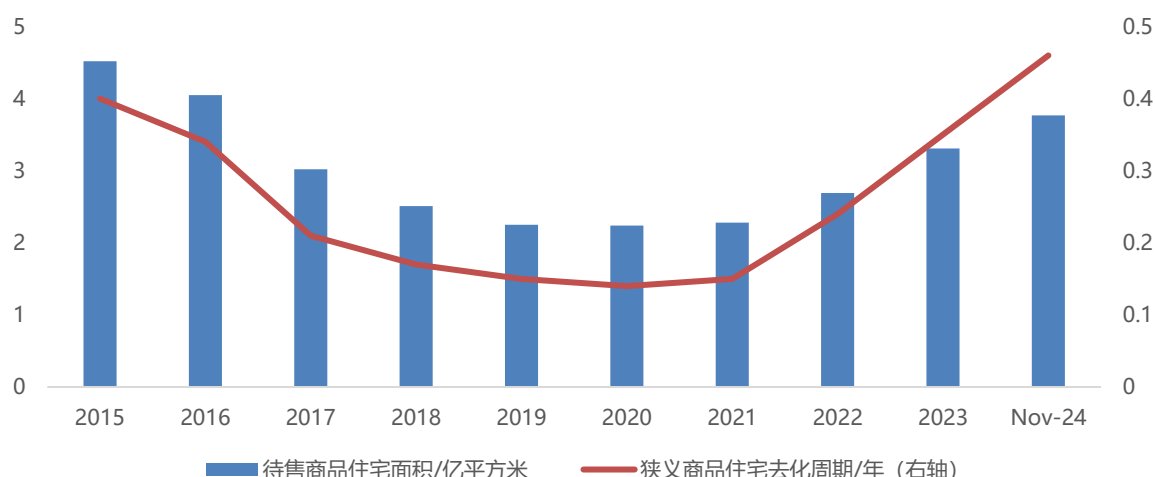
尽管住宅新开工面积、施工面积、竣工面积同比均延续下降趋势，导致新房广义库存绝对值有所下降；但在销售端大幅走弱趋势下，待售面积持续攀升，广义去化周期和狭义去化周期均处历史高位。截至 2024 年 11 月末，全国商品住宅待售面积 3.77 亿平方米，相较于 2015 年历史最高值下降 16.79%，但连续三年抬升，狭义去化周期达到 0.46

年，相较于 2015 年反而提升了 15.40%，创下历史新高；商品住宅广义库存面积 54.60 亿平方米，相较于 2021 年历史最高值下降 23.43%，但广义去化周期为 6.74 年，同样是历史新高。可见，当前新房库存整体去化依然承压。



来源：Wind，国家统计局，中诚信托投研部

图 7：商品住宅广义库存面积、去化周期情况²



来源：Wind，国家统计局，中诚信托投研部

图 8：商品住宅待售面积、去化周期情况³

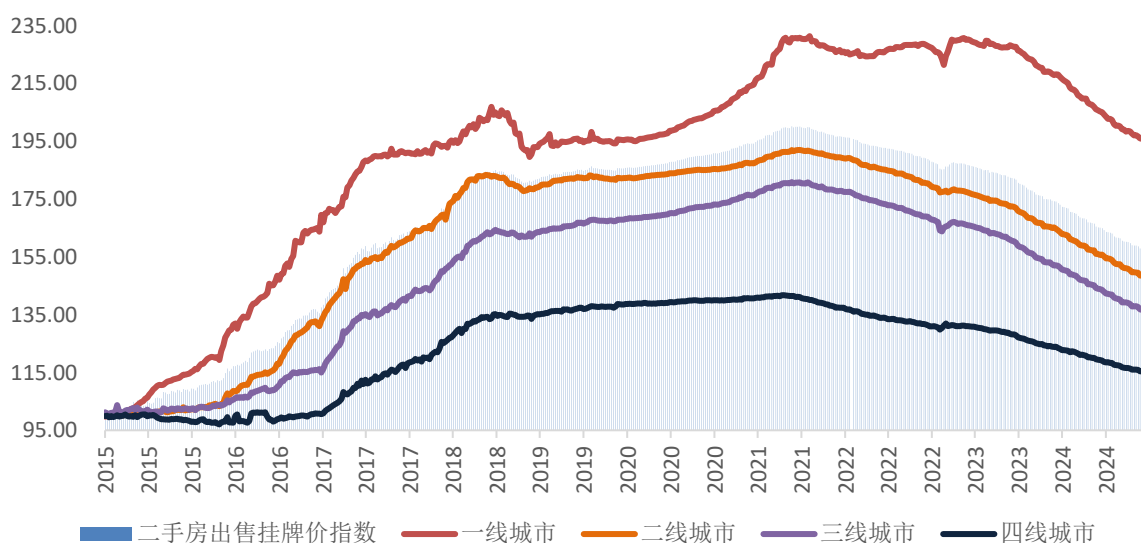
（三）房价：经历大幅回调，一线更具韧性

从房价绝对值来看，本轮下行周期房价整体经历了大幅回调。截至 2024 年 12 月 16 日，全国二手房出售挂牌价指数相较于 2021 年 8 月末的高点跌幅达到 21.22%，其中，一、二、三、四线城市二手房出售挂牌价指数跌幅分别为 15.17%、22.70%、24.42%、

² 广义商品住宅库存面积=在建商品住宅面积+待售商品住宅面积；广义商品住宅去化周期=广义商品住宅库存面积/过去 12 个月商品住宅累计销售面积

³ 狭义商品住宅去化周期=商品住宅待售面积/过去 12 个月商品住宅累计销售面积

18.28%，除了四线城市由于低基数原因跌幅有限之外，基本呈现出高能级城市更抗跌的总体特征。

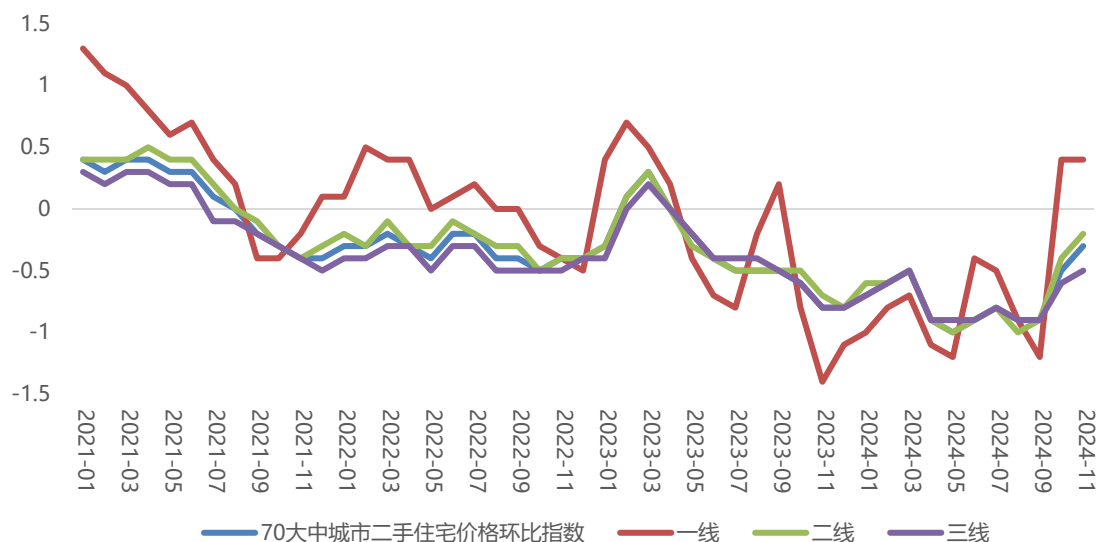


来源：Wind

图 9：2015 年以来全国及各线城市二手房出售挂牌价指数情况⁴

从房价调整节奏来看，以 70 大中城市二手住宅价格环比指数为参考，本轮房价自 2021 年 9 月开始步入下行通道，除在 2023 年一季度略有回升外，整体处于持续加速下行周期。房价下行速度从 2024 年 5 月开始筑底，10 月起下行幅度进一步收窄，可见今年两轮政策均取得了较为显著的市场效果。其中，一线城市自 10 月起已连续两个月环比指数回正，杭州、厦门、重庆、成都等 7 个城市 11 月房价环比上行。一方面，“9·24”以来政策调控力度显著加强，一定程度上扭转了此前过度悲观的市场情绪；另一方面，头部城市供需关系相对紧张，且在本轮调控中政策松绑力度更大，房价韧性凸显。

⁴ 数据基准以 2014 年 12 月 29 日=100

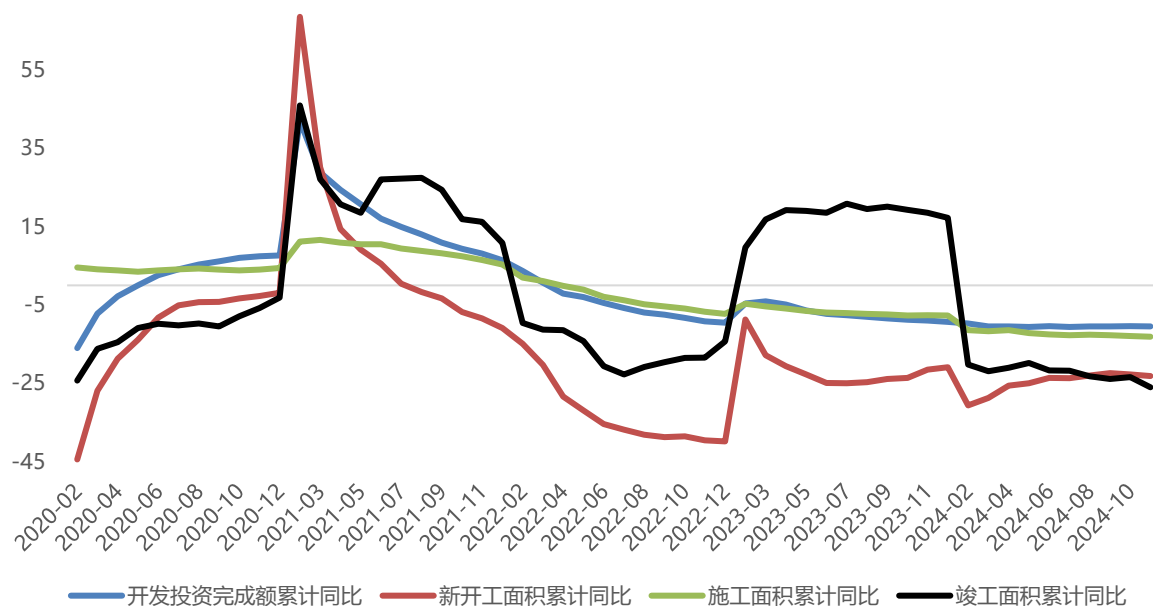


来源：Wind，国家统计局

图 10：2021 年以来 70 大中城市及各线城市二手住宅价格环比指数变化情况

（四）投资：尚在寻底期间，响应相对滞后

行业投资端表现一般滞后于需求端。数据显示，商品住宅开发投资完成额累计同比自 2022 年 4 月开始由正转负，滞后商品住宅销售面积累计同比转负节点（2022 年 2 月）两个月，滞后房价转跌节点（2021 年 9 月）7 个月，此后连续 32 个月持续下行。截至 2024 年 11 月，商品住宅开发投资完成额累计同比下降 10.5%，降幅较上月基本持平，显示还未完全企稳。新开工面积累计同比自 2021 年 8 月开始转负，与房价转跌节点基本一致，此后也是一路下行。竣工面积在“白名单”、“保交楼”等系列政策推进下，降幅有所收窄。鉴于行业已步入存量时代，预计投资端企稳将显著滞后于需求端，且整体回暖有赖于宏观经济、供需结构等行业基本面的显著改善。不过，由于不同区域分化特征明显，部分核心城区投资端表现已出现复苏迹象，例如近期北京、上海、杭州等重点城市土拍热度有所提升。



来源：Wind，国家统计局

图 11：商品住宅开发投资、新开工、在建、竣工情况（单位：%）

三、展望：政策有望持续发力，信托关注结构性机会

房地产关系到投资、就业、财政、金融稳定、居民财富等各个层面，行业“止跌回稳”对防范化解风险、推动经济高质量发展意义重大。2024 年 12 月中央经济工作会议提出，“持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度”。围绕落实中央经济工作会议精神，2025 年政策有望继续适时发力，进一步稳固市场“止跌回稳”态势。信托公司可重点关注结构性机会，积极推进风险处置工作。

（一）宏观经济：以更大力度的逆周期调节应对潜在挑战

中央经济工作会议客观研判内外部复杂严峻形势，传递的宏观政策取向更为积极，在财政政策（扩大赤字、增加特别国债、扩大专项债使用范围等）、货币政策（适度宽松、适时降准降息等）、地产和资本市场（稳住楼市股市）、扩内需（实施提振消费专项行动、提高低收入人群收入和社会保障、加力扩围实施“两新”等），以及产业政策和扩大开放等方面均提出了政策部署。超预期的逆周期调节力度有望推动宏观经济基本面企稳向好，改善居民未来就业和收入预期，让地产调控措施找到“着力点”，更好发挥政策乘数效应。

（二）需求侧：充分释放刚性和改善性住房需求潜力

从经济基本面和实际利率水平来看，未来房贷利率仍存在一定下行空间。首先，当前我国居民杠杆率处于历史高位，高库存与低预期的基本面仍未发生实质性扭转，而实际房贷利率仍处于较高水平，进一步下调显然是高效的市场调控手段。其次，当前重点

城市租金回报率已接近市场无风险利率，但与房贷利率的利差仍较大，房贷利率下行有望显著影响居民住房交易行为，进而加速市场筑底进程。

其他需求端增量政策亦值得关注，包括以房票安置实施城改、降低房产交易成本、继续放宽一线城市限制性政策、多孩家庭购房倾斜支持、购房补贴等直接支持政策，还有就业、销费、生育、社会保障等间接支持政策。

（三）供给侧：推进处置存量商品房工作

政策在供给侧着眼于存量消化和稳融资。**去库存方面**，落实好增量和存量资金支持政策是关键。用好用足保障性住房再贷款、专项债等专项资金推动国企“收储”、城中村改造和“以旧换新”，可有效改善市场供需结构、强化预期引导，后续重点关注相关存量政策落地和增量政策出台情况。**稳融资方面**，预计“白名单”、“金融 16 条”和经营性物业贷展期等政策将继续发挥重要作用。2024 年底“白名单”项目贷款审批通过金额超过 4 万亿元，2025 年亦有望继续扩围增效。“金融 16 条”展期有利于稳定行业融资，缓解房企资金压力，助力保交楼。延期经营性物业贷款支持政策，则有助于房企盘活存量资产，改善现金流状况。

（四）房地产信托：厘清行业发展主线

中央经济工作会议定义了 2025 年房地产行业的两条主线：“持续用力推动房地产市场止跌回稳”和“推动构建房地产发展新模式”。围绕行业发展主线，房地产领域迎来结构性机会。**资产管理信托方面**，一是头部城区市场有望率先“止跌回稳”，建议聚焦重点区域的核心资产；二是把握“政策+市场”双重“窗口期”，利用多重政策支持手段推进风险处置工作、盘活存量资产；三是关注“三大工程”，探索股权、代建、供应链等新业务模式，提供融资需求。**资产服务信托方面**，探索定金、物业费、预付租金等预付交易场景下的预付类资金服务信托；拓展以不动产为底层资产的担保品服务信托和特殊需要服务信托，日前北京已试行不动产信托财产登记；以风险处置服务信托参与企业破产重整和市场化重组，通过实现资产隔离与权益重构解决传统痛点、堵点问题。**新发展模式方面**，存量经营性物业资产、养老地产、重资产盘活（如 REITs 等）、轻资产业态（如代建、物业管理、咨询服务等）等领域有望迎来发展机遇，信托公司可积极谋划布局。

执笔人：韩鸣飞

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的

准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。