

2023年03月30日

专题研究

政策研究

研究所

证券分析师:

夏磊 S0350521090004

xial@ghzq.com.cn

什么是房地产新的发展模式？

最近一年走势



当前是我国进入新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局的关键时期，房地产新的发展模式，是扩内需、转方式、调结构的重要支点。2021年底中央经济工作会议针对房地产首次提出“探索新的发展模式”。

什么是新模式？模式切换反映的是行为的变化。房地产新发展模式，包括：一是市场参与者（消费者、企业、政府）新的行为模式；二是房地产业继续发挥经济支柱作用的新内涵；三是新的行业基本制度。

本文探讨这三个维度。

■ 房地产市场参与主体新的行为模式

1、消费者行为转变，由买房转向租购并举

过去居民住房消费以购房为主。一是自住需求旺盛，城镇化进程快速推进，在过去很长一段时间内，我国处于住房短缺时期。**二是**房地产投资属性强，房价持续上涨，全国商品住宅销售均价从1999年的1843元/平方米上涨到2022年的10185元/平方米，年化增速7.7%，核心城市房价涨幅更大。**三是**东方置业文化影响。**四是**住房租赁市场尚不成熟，制度不完善，难以有效替代购房需求。

在大城市租房住逐步成为一种新选择。根据统计局七普数据，2020年底北京、上海、广东、浙江城镇家庭户租房住比例分别为35.8%、36.7%、50.4%、39.8%，大城市中租房住非常普遍，原因有四：**一是能更灵活地能满足各个群体的住房需求。**对于高收入群体，虽具备买房实力，由于工作变动，或是子女上学，都需要就近租房；对于中等收入群体，以应届毕业生、自由职业者、外来务工人员等新市民人群为主，是租赁市场的主要需求群体，租房能满足基本居住需求；对于低收入人群，可选择租金较低的房源来满足住房需求。**二是房价高，还款压力大，租房住为买房过渡。**大城市就业机会多，人才、资本等要素更集聚，医疗、教育、基础设施等城市配套功能更完善，对人才吸引力强，旺盛的住房需求支撑下房价高是必然趋势。对于刚就业的大学生等群体来说，可通过租房缓解购房压力。**三是多主体供给，可选择房源类型更多。**除了可选择市场化的个人房源、长租公寓之外，还可以选择保障性质的保障性租赁住房、公租房、廉租房等。2021年全国40城筹集保障性租赁住房94.2万套（间）、2022年预计240万套（间）、“十四五”计划新增650万套（间）。**四是住房观**

相关报告

《开年看地产系列——二线城市房地产市场怎么走？*夏磊》——2023-03-16

《扩大内需的三大路径*夏磊》——2023-03-11

《开年看地产系列——一线城市房地产市场有没有开门红？*夏磊》——2023-02-15

《2023年房地产市场展望（政策篇）*夏磊》——2023-01-07

《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

《中央经济工作会议的六大政策内涵*夏磊》——2022-12-18

《曙光乍现*夏磊》——2022-12-10

《俄乌冲突之后的俄罗斯经济：韧性和隐忧*夏磊》——2022-11-12

《房地产这十年——六普七普数据对比*夏磊》——2022-09-23

《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

《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

念变化。对于一部分人来说，“房子是用来住的”，买还是租都一样，不仅能通过相对更低的门槛享受与买房同样的居住品质，而且可以自由切换居住环境，还可以拥有更多现金流来提升生活质量。

租购并举是发达经济体住房市场的显著特征。国际经验看，租赁是发达经济体住房市场的重要供给力量。对比租赁人口比重，欧盟 27 国平均水平 30.1%（2020）、瑞士 57.8%（2021）、德国 50.9%（2021）、奥地利 45.8%（2021）、美国 34.2%（2022）、日本 36.0%（2021）、韩国 44.8%（2018），租房住在一些国家甚至是主流。大城市租房住更为普遍，2017 年美国迈阿密 66.7%、纽约 64.6%、波士顿 63.1%、洛杉矶 60.1%、旧金山 56.6% 的人租房住，2018 年中国香港 49%、2020 年日本东京 51.2%、2021 年德国柏林 85% 的人选择租房住。

2、房企行为转变，由追求速度转向注重品质

房企“三高”模式走向终结。在过去，房企在房地产金融弱监管、项目去化快、房价持续较快上涨等因素叠加刺激下，普遍采取“高负债、高杠杆、高周转”的开发模式快速获取土地和金融资源。但当前这一模式运转的前提已发生变化：**一是在融资端**，预售资金强监管、非标融资收紧，大幅削弱房企“高杠杆”能力；**二是在购房需求端**，以广大三四线城市为代表的房地产市场较大幅度回调，销售市场冷淡导致房企项目去化显著变慢，“高周转”失灵；**三是在融资需求端**，中大型房企陆续爆雷，房企加速去杠杆，总融资需求大幅减少，“高负债”意味着高风险；**四是在投资端**，房企爆雷、销售低迷传导至投资端，房企开发投资的意愿和能力不足。

房企利润将来源于提升产品和服务品质获取溢价。根据杜邦分析，净资产收益率可拆解为营业净利润率、总资产周转率、权益乘数三者乘积。过去房企主要靠高周转和高杠杆获得规模收益，未来利润来源将主要通过提升住房品质来获得溢价、提升净利率。有两方面原因：**一是需求侧，消费升级。**消费者观念在变化，品质意识觉醒，住房要求从“有没有”转向“好不好”，更加重视开发商央企国企背景、品牌知名度、社区服务、产品是否绿色低碳智能等多个维度。**二是政策端，提升产品力符合政策导向。**2023 年全国住房和城乡建设工作会议指出，要“大力提高住房品质，为人民群众建设好房子”；2023 年 1 月，住建部部长倪虹表示“以努力让人民群众住上更好的房子为目标，从好房子到好小区，从好小区到好社区，从好社区到好城区，进而把城市规划好、建设好、管理好，让城市更宜居、更韧性、更智慧”。

3、政府行为转变，大部分城市财源面临切换

过去地方政府高度依赖于土地财政。过去十多年，房地产业长期扮演地方政府的融资工具，通过垄断土地一级市场和行政化配置土地资源的方式快速获取资本积累，来扩大基建投资等支出，从而推动区域经济高速增长和城镇化快速发展。2022 年，五项房地产专项税达 1.9 万亿元、国有土地使用权出让收入 6.7 万亿元，两者合计占地方综合

财政收入(地方一般公共预算收入+地方政府性基金收入)的 47.1%，这一比例在 2020、2021 年高达 54.6%、52.6%，且不计以土地为抵押获得的债务收入和与土地间接相关的其他税费收入。

未来多数城市财政收入来源面临切换。土地出让金收入的头部效应显著，据中指院统计数据，2022 年全国土地出让金 TOP100 城市占全国土地出让金总额的 83.1%，其余 242 个城市土地出让金比重仅为 16.9%。同时，三四线城市库存水平高，据财联社报道，克而瑞数据显示，截至 2023 年 2 月，三四线城市整体去化周期达 26 个月，有 50 城去化周期在 20 个月以上。随着人口持续向大城市、城市群和都市圈集聚，部分城市土地需求量将持续收缩，叠加目前多数三四线城市库存形势严峻、人口持续净流出，房企继续拿地的意愿将显著下降，未来多数城市经济发展方式面临转型，在降低非必要地方财政支出的同时，可依托地方特色，培育发展新经济，开源节流。

■ 房地产业继续发挥经济支柱作用的新内涵，对经济的贡献将由“建房”向“空间服务”升级

房地产行业在国内国际都是经济的重要组成部分。从典型经济体的房地产行业增加值占 GDP 比重看，2022 年新加坡为 6.2%、德国 10.0%，2021 年美国为 12.6%、日本 11.9%、英国 12.9%。无论是房地产民生属性较突出的新加坡和德国，还是房地产高度市场化的美国、日本、英国，房地产行业增加值占 GDP 比重普遍超过 10%，房地产业都是国民经济支柱行业。从国内看，2013 至 2022 近十年房地产业增加值占 GDP 比重均值为 6.6%，与国际相比，差距较大主要源于居民自有住房服务的统计方法差异，我国未来较长一段时间内仍有较大潜力保持甚至超出这一比重规模。

我们测算未来十年仍有年均 13~14 亿平米的商品房需求。从中长期看，我国因人口持续流动(农村人口持续进城和人口跨城流动)、住房改善升级、家庭规模持续小型化等客观因素存在，衍生了因城镇人口增长、居住条件改善、城市更新改造带来的自住房需求。我们测算，未来十年仍有年均 13~14 亿平商品房需求规模，商品房开发建设规模依然大。

未来房地产业如何继续发挥经济支柱作用？拓展房地产行业新内涵，向“空间服务”升级。

一是存量房屋提质改造。根据七普数据，2020 年末我国仍有 35.0% 的家庭住在 1999 年前修建的住房，按住建部披露的 2022 年全国城乡房屋建筑存量近 6 亿栋简单推算，我国有约 2 亿栋房屋楼龄超过 20 年，存量房屋提质改造需求强烈。按住建部倪虹部长表述，存量旧房改造有“三个革命”：一是“楼道革命”，消除安全隐患，有条件加装电梯；二是“环境革命”，完善配套设施，加装充电桩等和适老化改造；三是“管理革命”，党建引领、物业服务。存量房提质改造

也将成为房地产业新的内涵和新的经济增长点。

二是房地产中介服务。2015年前后，深圳、上海、北京二手房/新房成交套数比均突破1，率先迈入存量房市场。根据成都市住建局信息，2022年成都二手住宅成交量首次超过新房，多数城市步入存量房时代是大势所趋。根据贝壳研究院统计，2020、2021年我国二手房交易规模均超7万亿元，这一数据将随着存量房时代不断深入而扩大，房地产咨询、房地产价格评估、房地产经纪等服务需求将日渐旺盛，对经济的拉动作用能有效弥补因开发建设规模减少形成的拖累。

三是物业管理服务。我国虽未公布房地产物业管理服务的行业增加值，但从地方看，2018年石家庄的物业管理业增加值占GDP比重为0.38%、2017年大连和济南分别为0.33%、0.49%，占比较低。随着政策继续明确支持物业管理发展，叠加未来十年年均约7亿平米的房屋竣工面积，在增量供应和存量渗透两方面支撑下，物管行业对经济的贡献比重将显著上升。

四是养老、托幼、教育、家政等基于住宅而衍生的生活服务。目前中国社区大约有3.1亿个城镇家庭，随着居民收入不断提升，社区经济在崛起，以社区为中心、以家庭为主体，围绕健康、教育、商业服务、生活服务等方面衍生了如社区养老、社区医疗、社区教育、社区托育、社区金融等更多的消费和服务场景，拉动经济增长。

■ 房地产行业新的基本制度

1、商品房预售制度升级

商品房预售制是时代的特殊产物，“弱监管”下爆出制度漏洞。20世纪90年代房改初期，住房短缺严重，市场住房供应严重不足，而房企建房缺乏资金，为了快速增加供应，从香港引入商品房预售制度。预售制度的核心是预售资金监管，包括监管范围、监管额度和支取节点管理等内容。理论上，预售资金监管范围包括全部购房款；监管额度管理方式有按房价款固定比例监管、按建设资金总额上浮一定比例监管、按单位面积定额监管三类；资金支取方面，房企达到规定的工程建设进度节点后，即可申请支取相应比例的预售款。但在实际执行时，各地监管力度有所不同，有的地方是严格监管，但有的只监管首付款或按揭贷款，也存在房企虚报工程进度来提前预支监管资金的情况，也有银行违规放贷的情况出现，最终在房地产行业放缓之下暴露出问题，导致项目无法复工、无法交楼。

购房者自然选择现房，倒逼预售制度升级。2021年以来，多个大中型房企爆雷引发全国多个城市出现项目停工烂尾，严重影响购房者对期房的信心。对于现房销售，购房者不仅不用担心交付，而且“所见即所得”，交付质量一目了然。购房者买现房的核心担忧是交付问题，但期房制度“一刀切”改为现房销售将大幅加剧开发商资金压力，从供给侧加剧房地产市场波动，这一矛盾将倒逼预售制度进一步完

善，确保项目顺利完工交楼。

香港经验或可再借鉴。香港自 1961 年建立商品房预售制度以来在不断迭代完善，可借鉴的制度要点主要包括：**(1) 开发商承担建安风险。**开发商需要预存建安费到律师楼的信托账户，费用可是自有资金、银行开发贷或无担保贷款合约，具体金额由专业第三方根据项目建安成本测算，即使开发商爆雷，也能确保项目不烂尾。**(2) 规范房企支取预售资金，确保居民购房款安全。**开发商申请预售时预存的建安费和买方的首付及按揭款均存入律师楼独立的信托账户，同时，买家也能获取按月度更新的资金使用动态报告。对于建安资金，开发商根据实际施工进度，凭第三方的“建筑师证明书”申请取回，实报实销；对于居民的预售资金，开发商取用取决于销售回款能否覆盖开发贷和建安费情况，优先覆盖开发贷。

2、房地产金融制度升级，融资方式非标转标

2017 年以来非标融资政策收紧之前，是房企重要的融资方式。除去销售回款，2017 年房地产委托贷款和信托贷款分别为 1.9 万亿和 1.1 万亿，分别占房地产总融资规模的 9.7%和 5.7%。2018 年 4 月资管新规落地，表外理财借道流向房地产受到彻底约束，非标融资显著下降，2018 年房地产委托贷款和信托贷款分别为 1.5 万亿和 0.9 万亿，分别占房地产总融资规模的 7.4%和 4.3%。

非标转标是政策明确的方向。2017 年非标融资监管政策持续收紧，但政策明确支持房企合理拓展融资需求，多聚焦在信贷、债券、股权等标准化融资方式。2022 年 11 月 11 日，“金融支持房地产 16 条”出台；14 日，允许商业银行与优质房企开展保函置换预售监管资金业务；21 日，“第二支箭”射出，明确支持民营房企发债；24 日，六大行宣布和房企签署战略合作协议，意向性融资总额 12750 亿元；28 日，证监会允许符合条件的房企重组上市，恢复上市房企再融资；2023 年 2 月 20 日，证监会启动不动产私募投资基金试点；3 月 5 日，政府工作报告提出今年重点工作之一是“防范化解重大经济金融风险”，对于房企，要“防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。

- **风险提示** 经济恢复不及预期、全球经济超预期、政策不确定性、国际经验适用性风险、病毒变异具有不确定性等风险。

内容目录

1、 房地产市场参与主体新的行为模式	8
1.1、 消费行为转变，由买房转向租购并举	8
1.1.1、 过去居民住房消费以购房为主	8
1.1.2、 在大城市租房住逐步成为一种新选择	11
1.1.3、 租购并举是发达经济体住房市场的显著特征	13
1.2、 房企行为转变，由追求速度转向追求品质	15
1.2.1、 房企“三高”开发模式走向终结	15
1.2.2、 房地产行业进入品质红利时代	17
1.3、 政府行为转变，大部分城市财源面临切换	18
1.3.1、 过去地方政府高度依赖于土地财政	18
1.3.2、 未来多数城市财政收入来源面临切换	18
2、 房地产业继续发挥经济支柱作用的新内涵	19
2.1、 房地产业在国内国际都是经济的重要组成部分	19
2.2、 房地产业对经济的贡献向“空间服务”升级	21
3、 房地产行业新的基本制度	25
3.1、 制度升级，商品房预售制进一步完善	25
3.1.1、 商品房预售制是时代的特殊产物，“弱监管”下爆出制度漏洞	25
3.1.2、 购房者买现房将倒逼预售制度升级	26
3.1.3、 香港鲜有项目烂尾，其经验或可再借鉴	26
3.2、 房地产金融制度升级，融资方式非标转标	28
3.2.1、 非标融资是过去房企重要的融资方式	28
3.2.2、 非标转标是政策明确的方向	29
4、 风险提示	32

图表目录

图 1: 三次人口普查中我国城市人均住房间数及城镇化率情况	8
图 2: 1998 年房改以来全国商品住宅销售均价变化情况	10
图 3: 2004 年以来个人住房贷款余额及增速	10
图 4: 2003-2022 年各类资产年均收益率	11
图 5: 2020 年底全国各地城镇家庭户租赁房比重	12
图 6: 世界各地住房租赁比率	14
图 7: 国际主要大城市租赁人口比重	14
图 8: 房地产开发企业的杠杆种类	15
图 9: 过去房地产 ROE 主要靠的是周转和杠杆	16
图 10: 我国居民购房观念升级进程图	17
图 11: 典型发达经济体房地产行业增加值占 GDP 比重	19
图 12: 2020 年按住房建成时间分的家庭户住房状况	21
图 13: 人口出生率不断下降、城镇化快速突破 65%	22
图 14: 房地产市场拿地、新开工、销售陆续见顶	22
图 15: 2015 年前后，深圳、上海、北京陆续进入存量房时代	23
图 16: 2011-2023 年美国二手房流通率变化	23
图 17: 石家庄、大连和济南的物业管理业占 GDP 比重变化	24
图 18: 全国 65 岁以上老年人口数量及占比	25
图 19: 中国香港商品房预售制度多次调整	27
图 20: 2018 年开始委贷显著降低	31
表 1: 各省、直辖市和自治区住房自有率	9
表 2: 部分省份和城市“十四五”期间保障性租赁住房供应计划	13
表 3: 典型房企销售金额同比增速	16
表 4: 2015-2022 年我国房地产相关收入占地方综合财政比重	18
表 5: 2022 年全国 100 城土地出让金占全国比重	19
表 6: 2021 年房地产业拉动作用测算（基于统计局公布的 2018 年投入产出表）	20
表 7: 未来我国住房市场需求测算	20
表 8: 2017-2018 年房企主要融资渠道规模及占比	29

当前是我国进入新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局的关键时期，房地产新的发展模式，是扩内需、转方式、调结构的重要支点。2021 年底中央经济工作会议针对房地产首次提出“探索新的发展模式”。

什么是新模式？模式切换反映的是行为的变化。房地产新发展模式，包括：一是市场参与者（消费者、企业、政府）新的行为模式；二是房地产业继续发挥经济支柱作用的新内涵；三是新的行业基本制度。

本文探讨这三个维度。

1、房地产市场参与主体新的行为模式

地方政府、购房者、房企是房地产市场的主要参与主体。其中，地方政府负责土地征购、收储、供给，同时兼顾行业调控。房企竞得土地后，完成开工、建设、预售。消费者利用自有资金、银行按揭，完成房屋购买。所以，地方政府、房企主要影响行业的供给状态，购房者影响行业的需求状态。新模式下，供需两端的参与主体行为均出现一些新的变化。

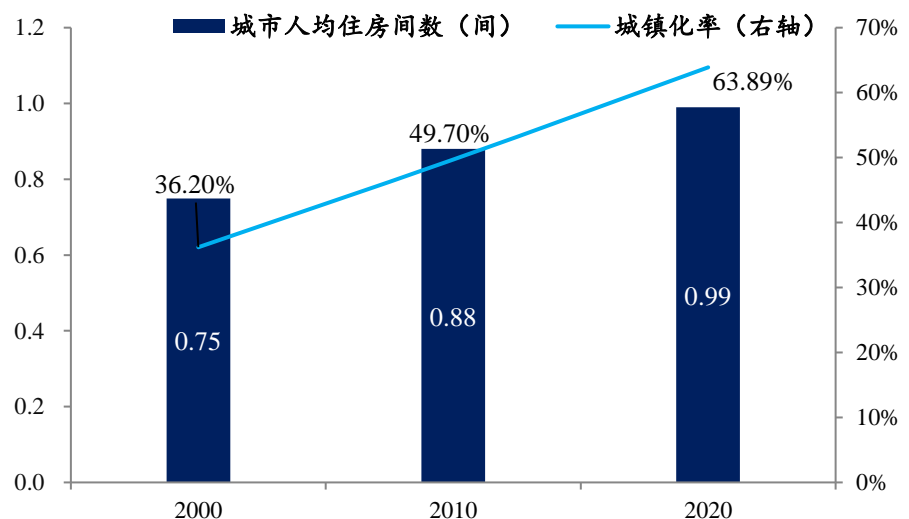
1.1、消费行为转变，由买房转向租购并举

1.1.1、过去居民住房消费以购房为主

为什么我国居民购房需求如此强烈？

一是自住需求旺盛。1998 年房改启动时，城市人均住房建筑面积仅为 18.7 平方米、城镇化率仅为 33.4%，第五次人口普查的 2000 年，我国城市人均住房间数仅为 0.75 间，直到七普 2020 年时才接近 1，为 0.99 间。在过去很长一段时间内，我国都处于住房短缺时期，而人口在快速向城镇流入，购房需求强烈。

图 1：三次人口普查中我国城市人均住房间数及城镇化率情况



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

根据我国第七次人口普查数据，各省、直辖市和自治区从总体、城市和城镇三个维度来看，住房自有率均较高。其中河北、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南的三个维度住房自有率均超过 85%，可见我国的自住需求旺盛。

表 1: 各省、直辖市和自治区住房自有率

	住房自有率（总体）	住房自有率（城市）	住房自有率（镇）
北京	64.6%	64.7%	57.1%
天津	84.3%	81.6%	87.9%
河北	94.3%	88.0%	93.2%
山西	90.8%	84.9%	88.1%
内蒙古	87.8%	82.8%	84.9%
辽宁	92.7%	89.9%	93.9%
吉林	90.2%	85.7%	88.1%
黑龙江	92.3%	90.3%	90.3%
上海	61.3%	64.1%	56.4%
江苏	87.1%	82.9%	88.3%
浙江	66.4%	57.3%	67.9%
安徽	91.1%	83.3%	86.6%
福建	74.7%	57.2%	80.4%
江西	91.8%	82.6%	89.5%
山东	93.7%	87.6%	94.1%
河南	94.6%	88.0%	92.5%
湖北	91.4%	84.4%	91.9%
湖南	93.3%	84.8%	91.8%
广东	58.5%	44.7%	78.8%
广西	89.3%	72.5%	90.1%
海南	81.8%	61.0%	89.6%
重庆	87.6%	81.0%	86.5%
四川	89.3%	78.6%	88.5%
贵州	89.7%	75.4%	87.4%
云南	86.1%	66.4%	83.8%
西藏	79.2%	53.8%	57.4%
陕西	86.6%	75.8%	87.3%
甘肃	91.2%	81.9%	88.7%
青海	88.5%	82.9%	82.3%
宁夏	87.0%	82.9%	82.9%
新疆	88.2%	83.2%	82.0%

资料来源：国家统计局，国海证券研究所

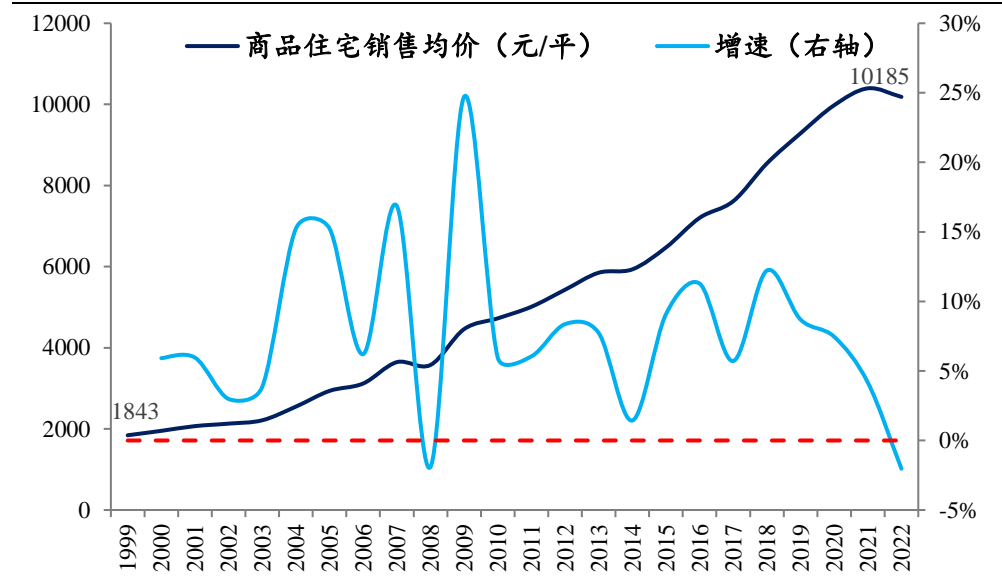
二是房地产金融属性强。

房产已成为我国居民家庭的主要资产。房地产是货币的蓄水池，过去几年，房地产的发展带动了企业和居民的加杠杆行为，所以一定程度上充当了宽货币到宽信用的媒介角色。货币供应增速超过生产活动所需要的资金融通时，资产价格上涨。所以，房产已成为我国居民家庭的主要资产。《2019 年中国城镇居民家庭资产负债

债调查》显示，住房占居民家庭资产比重达 59.1%。

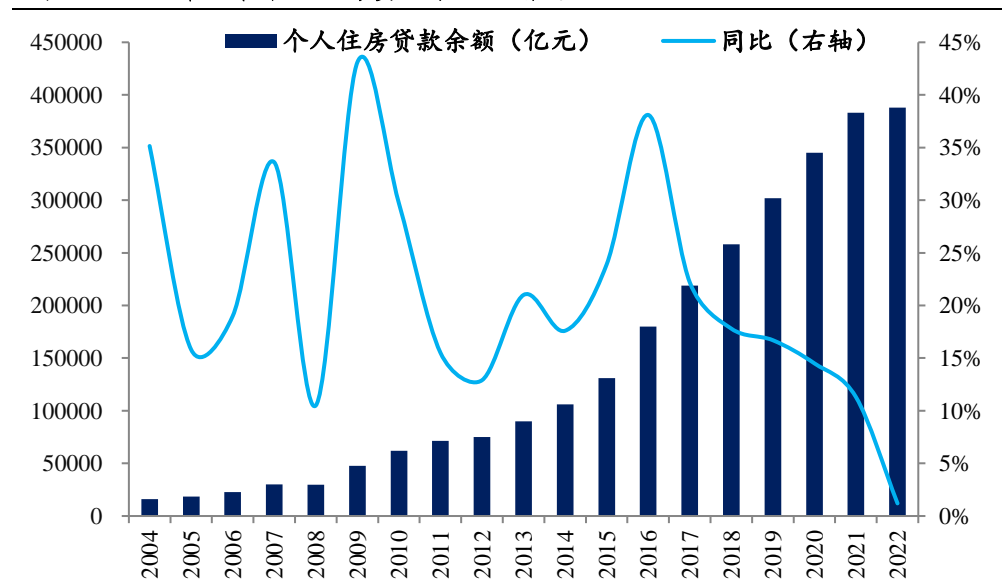
保值需求和投资品受限双重因素驱动下，全国商品住宅销售均价从 1999 年的 1843 元/平方米上涨到 2022 年的 10185 元/平方米，年化增速 7.7%，23 年时间上涨 5 倍。2009 年以来，个人住房贷款余额逐年稳步上升，增速最高时达 43.1%，2022 年个人住房贷款余额达 38.8 万亿元，是 2004 年的 24 倍。

图 2：1998 年房改以来全国商品住宅销售均价变化情况



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 3：2004 年以来个人住房贷款余额及增速

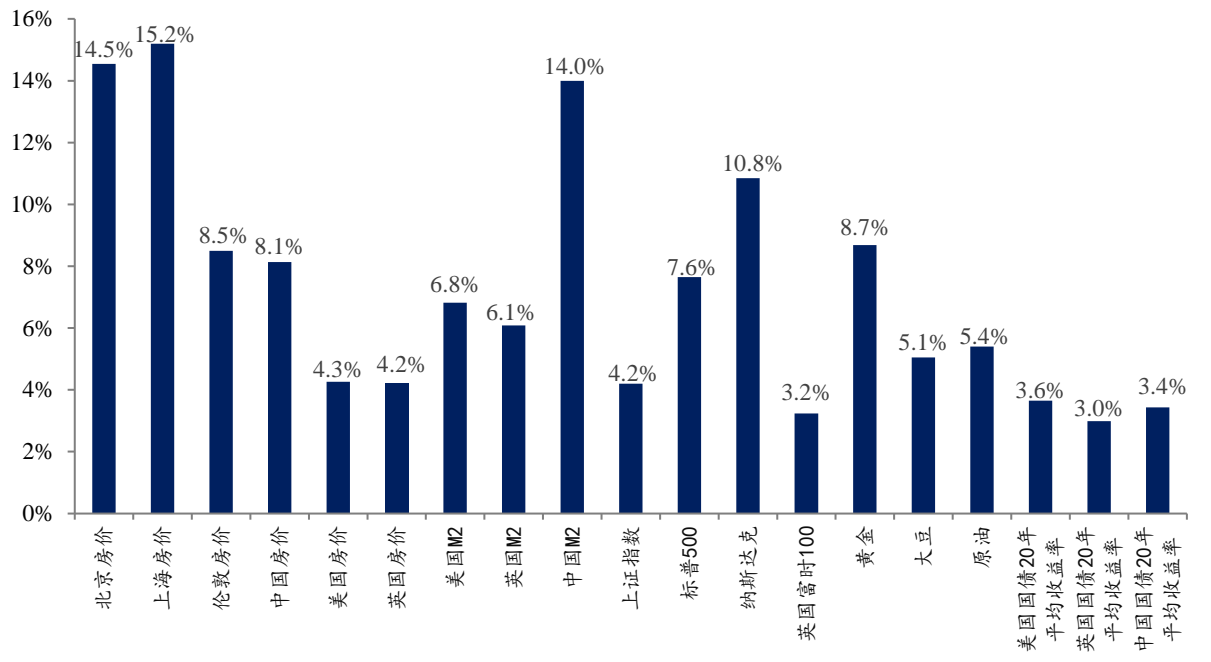


资料来源：Wind，国海证券研究所

国际国内经验表明，核心城市房价涨幅大于货币供应量增速，加大核心城市房价上涨幅度。2003-2022 年各类资产年化收益率显示，绝大部分工业品、大宗商品、

债券、股票等收益率低于 M2 年均增速，而核心城市房价年均增速能跑赢 M2。

图 4：2003-2022 年各类资产年均收益率



资料来源：Wind，Numbeo，美联储，英国房价指数网，国海证券研究所

三是东方置业文化影响。东方文化中家庭观念和乡土观念更重，民族性格和文化基因决定了东方的置业理念更重。在大部分中国人眼里，拥有属于自己的房子才算具备坚实的生活基础，才算拥有安身立命之所。“有房才有家”的观念深刻影响中国居民的购房行为。所以，结婚置业需求，催生出大量的刚需群体，推动乡县人口进城买房、推动城市人口为子女另外单独置备房产。

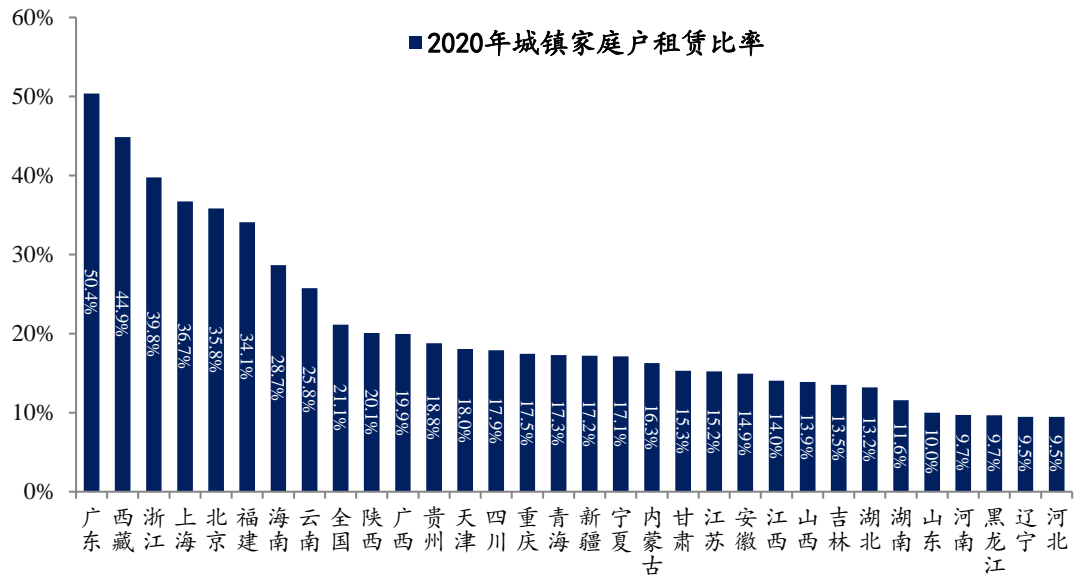
四是住房租赁市场尚不成熟，制度不完善，难以有效替代购房需求。其一，租购同权未真正实现。住房需求者大都选择直接购买房屋，而非租赁房屋，主要原因在于购房者可以在子女教育、落户和医疗等方面享受比租房者更多的权利。其二，租赁市场管理难。从我国租赁房源供给主体来看，由一般业主直接出租的分散式房源占大多数。分散式房源主导、规模庞大的租赁市场管理存在一定难度。此外，还有租赁供需结构失衡、租赁市场秩序不规范、监管不到位等问题。因此，多重因素叠加，使住房租赁市场在过去难以有效替代购房需求。

1.1.2、在大城市租房住逐步成为一种新选择

政策支持“租”和“购”，目标是让居民安居。2023年1月，住建部倪虹部长明确表示，“对于购买第一套住房的要大力支持；对于购买第二套住房的，要合理支持；以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持；对于购买三套以上住房的，原则上不支持。同时，增加保障性租赁住房的供给和长租房市场的建设，让新市民、青年人能够更好地安居。合力整治房地产市场秩序，让人民群众放心买房、放心租房。”3月5日，政府工作报告也明确提出“推进长租房市场建设”，两次提及住房保障（“加强住房保障体系建设”、“扩大保障性住房供给”），两次强调“支持刚性和改善性住房需求”。

根据统计局七普数据，2020年底全国城镇家庭户租房住比例达21.1%，经济较发达的省市更高，北京、上海、广东、浙江城镇家庭户租房住比例分别为35.8%、36.7%、50.4%、39.8%。

图 5：2020 年底全国各地城镇家庭户租房住比重



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

租房住，尤其是在经济较为发达的大城市，非常普遍，主要原因有以下四个方面：

一是能更灵活地能满足各个群体的住房需求。七普数据显示，全国流动人口达3.76亿，比“六普”增长69.7%，这些流动人口主要流向经济发达的沿海地区和北京、上海、广州、深圳、杭州等大城市。对于高收入群体，虽具备买房实力，由于工作变动，或是子女上学，都需要就近租房；对于中等收入群体，以应届毕业生、自由职业者、外来务工人员等新市民人群为主，是租赁市场的主要需求群体，租房能满足基本居住需求；对于低收入人群，可选择租金较低的房源来满足住房需求。

二是房价高，还款压力大，租房住为买房过渡。根据中国社会科学院社会学研究所与社会科学文献出版社联合发布的《社会蓝皮书：2023年中国社会形势分析与预测》，2022年34.1%的大学生想去北上广工作，想去二线省会城市或经济较为发达的非省会城市的占比39.3%，合计超过70%。大城市就业机会多，人才、资本等要素更集聚，医疗、教育、基础设施等城市配套功能更完善，对人才吸引力强，旺盛的住房需求支撑下房价高是必然趋势。2023届全国普通高校毕业生规模预计达1158万人，对于刚就业的大学生等群体来说，租房是缓解购房压力的重要途径。

三是多主体供给，可选择房源类型更多。除了可选择市场化的个人房源、长租公寓之外，还可以选择保障性质的保障性租赁住房、公租房、廉租房等。2021年全国40城筹集保障性租赁住房94.2万套（间）、2022年预计240万套（间）、“十四五”40个重点城市计划新增650万套（间）。

表 2: 部分省份和城市“十四五”期间保障性租赁住房供应计划

城市	保障性租赁住房新增量 (万套)	占供给总量比例
广州	60	46%
上海	47	40%以上
杭州	33	30%以上
西安	30	30%以上
武汉	25	-
成都	25	-
宁波	21.3	30%以上
济南	20.5	-
青岛	21	30%
金华	16	30%以上
合肥	15	30%以上
嘉兴	13.8	30%以上
温州	13.1	30%以上
南京	12.5	-
贵阳	10	-
珠海	6	-
广东	129.7	-
浙江	120	-
山东	40	-
四川	30	-
江苏	20	-
安徽	11	-
海南	3	-

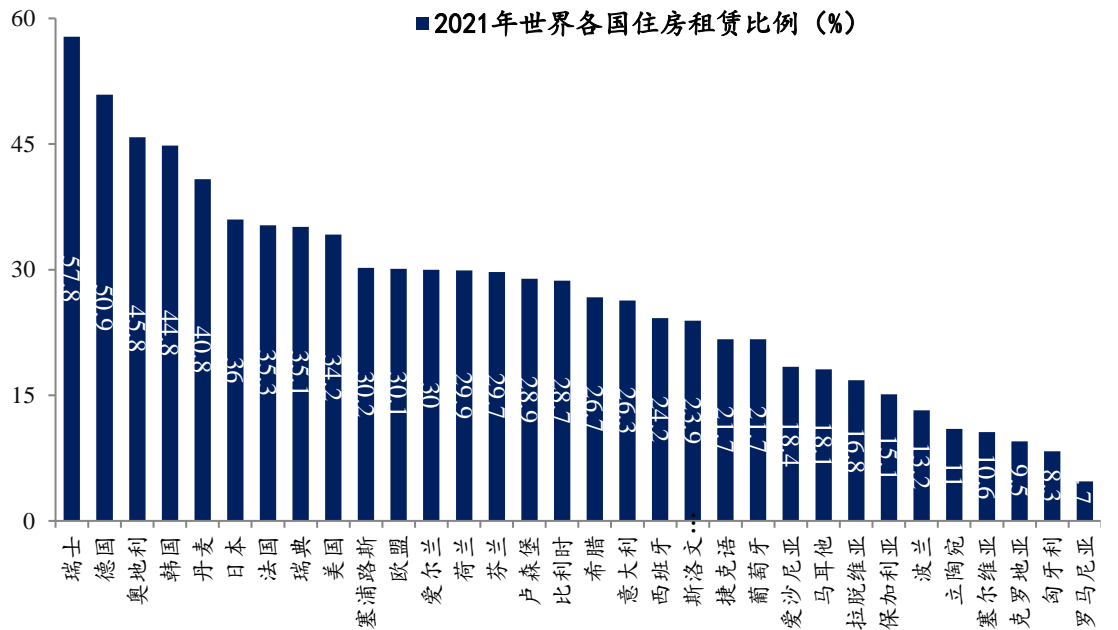
资料来源: 各地方官网, 国海证券研究所

四是住房观念变化。对于一部分人来说,“房子是用来住的”,买还是租都一样,不仅能通过相对更低的门槛享受与买房同样的居住品质,而且可以自由切换居住环境,还可以拥有更多现金流来提升生活质量。

1.1.3、租购并举是发达经济体住房市场的显著特征

国际上,租赁是发达经济体住房市场的重要供给力量。对比租赁人口比重,欧盟 27 国平均水平 30.1% (2020)、瑞士 57.8% (2021)、德国 50.9% (2021)、奥地利 45.8% (2021)、美国 34.2% (2022)、日本 36.0% (2021)、韩国 44.8% (2018),租房住在一些国家甚至是主流。

图 6：世界各地住房租赁比率

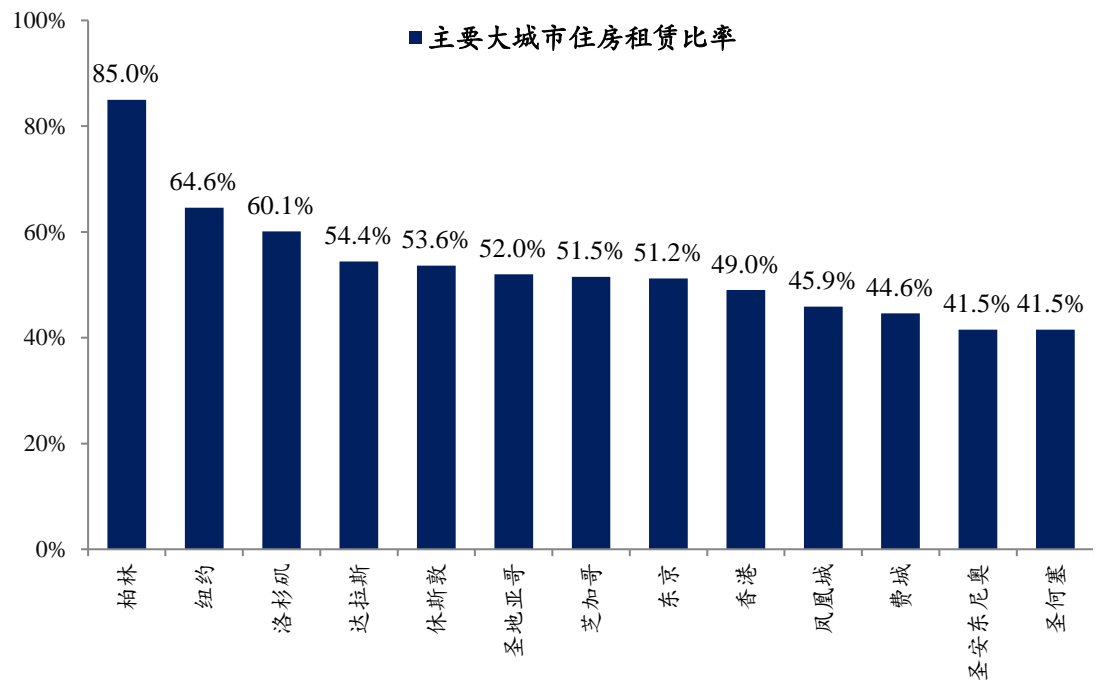


资料来源：EU, Rubyhome, Brookings, Rentcafe, 国海证券研究所

注：美国为 2022 年数据，欧盟为 2020 年数据，韩国为 2018 年数据

国际大都市租房住更为普遍。2017 年美国迈阿密 66.7%、纽约 64.6%、波士顿 63.1%、洛杉矶 60.1%、旧金山 56.6%的人租房住，2018 年中国香港 49%、2020 年日本东京 51.2%、2021 年德国柏林 85%的人选择租房住。

图 7：国际主要大城市租赁人口比重



资料来源：Governing, Rentcafe, 新民网, 国海证券研究所

注：中国香港为 2018、日本东京为 2020、德国柏林为 2021 年数据、其余美国的城市为 2017 年数据

发达经济体租赁住房在住房市场占比较高，主要原因：一是住房租赁制度较为完

善，包括租购同权、立法保护租约、限制租金涨幅大小、税收优惠、租金补贴等，保障租户权益，确保租赁市场规范健康运行；二是专业化、市场化住房租赁机构发挥了重要作用，避免“散户”为主的租赁市场存在租户权益难保障、行业难监管等问题；三是合理的租金回报率。国际上 3%-5% 的租金回报率被认为是合理水平，但根据诸葛找房数据研究中心监测数据显示，2022 上半年中国重点 50 城租金回报率仅为 1.95%，过低的租金回报率大幅削弱市场化机构参与动力；四是注重保障中低收入群体。以德国为例，政府运用金融、税收、土地手段，支持市场主体建设、持有和运营租金优惠的租赁住房来进行实物保障，同时，根据家庭收入水平和人口规模，设定合理的租金负担水平，超额部分由政府予以补贴。

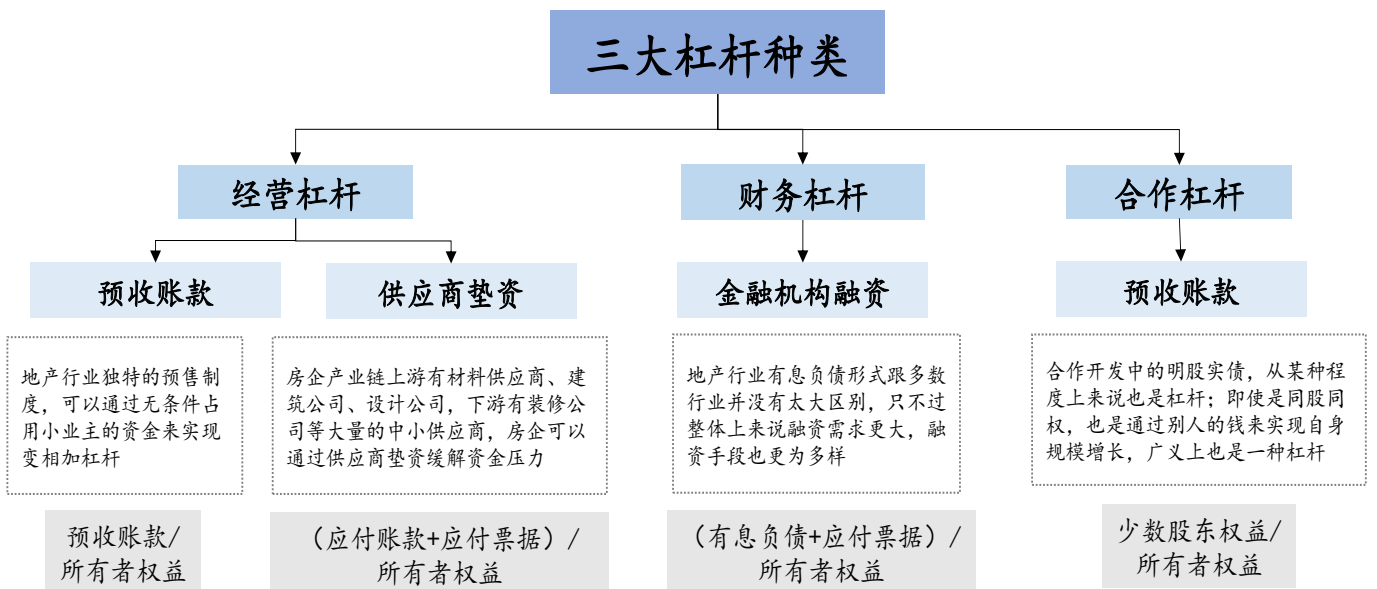
1.2、房企行为转变，由追求速度转向追求品质

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。凭借快周转，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，该链条顺畅运行的前提条件是：融资和销售回款顺畅、集团内资金调度自由。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、预售资金收紧，上述前提条件全部失效。旧循环、旧故事中断，房企需要探寻新的行为模式。

1.2.1、房企“三高”开发模式走向终结

过去十多年，在城镇化红利和经济高速增长红利下，房地产行业总体呈现“量价齐涨”的发展局面，多数房企在此期间借助金融工具，采取“高负债、高杠杆、高周转”的开发模式快速做大规模。

图 8：房地产开发企业的杠杆种类



资料来源：赛普咨询，国海证券研究所

注：1、财务报表科目所代表的杠杆类型，不同年份不同企业内涵不同，同一年份相同内涵表述科目也有不同，但计算方式相对通用；2、香港上市公司的财务报表对于同样内涵的杠杆表述不同，如对于预收账款，恒大表述为合约负债，中海表述为预售楼款。

表 3: 典型房企销售金额同比增速

时间	万科	碧桂园	融创中国	恒大地产	富力地产	旭辉集团
2010	70.5%	41.9%	-	66.4%	33.3%	-
2011	12.4%	31.3%	149.9%	59.4%	-6.8%	-
2012	16.2%	10.2%	78.3%	14.8%	7.2%	-
2013	21.0%	122.7%	61.1%	8.7%	31.1%	60.6%
2014	25.9%	21.5%	29.5%	31.0%	28.8%	38.4%
2015	21.5%	8.8%	3.6%	53.1%	0.0%	42.5%
2016	39.5%	120.3%	120.8%	85.4%	11.9%	75.4%
2017	45.3%	78.3%	140.3%	34.2%	34.5%	96.2%
2018	14.5%	-8.9%	27.3%	10.1%	60.1%	46.2%
2019	3.9%	10.0%	20.7%	9.0%	5.4%	32.0%
2020	11.6%	3.3%	3.4%	20.3%	0.4%	15.2%
2021	-10.8%	-2.2%	3.8%	-	-13.4%	7.0%
2022	-33.6%	-35.9%	-71.7%	-	-68.0%	-49.8%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

过去房地产 ROE 主要靠周转和杠杆。根据杜邦分析, 净资产收益率可拆解为营业净利润率、总资产周转率、权益乘数三者乘积。过去房企主要靠高周转和高杠杆获得规模收益。2007-2020 年, 房企销售净利率、总资产周转率总体趋势是不断下降, 而权益乘数是不断上升的。

图 9: 过去房地产 ROE 主要靠的是周转和杠杆



资料来源: Wind, 国海证券研究所

房企“三高”模式走向终结。在过去, 房企在房地产金融弱监管、项目去化快、房价持续较快上涨等因素叠加刺激下, 普遍采取“高负债、高杠杆、高周转”的开发模式快速获取土地和金融资源。但当前这一模式运转的前提已发生变化: 一是在融资端, 预售资金强监管、非标融资收紧, 大幅削弱房企“高杠杆”能力; 二是在购房需求端, 以广大三四线城市为代表的房地产市场较大幅度回调, 销售市场冷淡导致房企项目去化显著变慢, “高周转”失灵; 三是在融资需求端, 中大型房企陆续爆雷, 房企加速去杠杆, 总融资需求大幅减少, “高负债”意味着高风险; 四是在投资端, 房企爆雷、销售低迷传导至投资端, 房企开发投资的意

愿和能力不足。

1.2.2、房地产行业进入品质红利时代

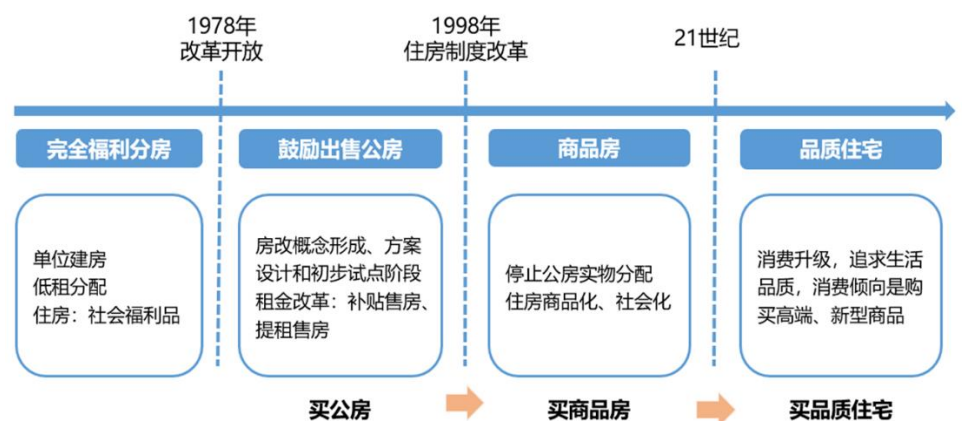
国内住房消费需求已从满足数量型转向追求质量型，居民对品质的要求越来越高。尤其是大疫三年，更能让居民深刻体会到小区物业管理、房屋大小及户型、朝向、隔音效果、周边园林商业医疗等基础配套等因素的重要性。住房消费升级主要体现在三个方面：

一是消费观念升级。1998年前买公房，居民的居住观是如何解决“有房住”的问题，有房就行。1998年房改推进，住房实物分配被叫停，商品住房市场启动，居民开始重视小区配套等便民化居住服务，物业管理行业从无到有、逐渐发展成熟。进入21世纪，居民追求高品质生活，住房消费上表现为对园林绿化、建材品质、智能家居、一体化装修等提出高要求，实现“住好房”。

二是消费区域升级。城市间，住房需求从小城镇向教育医疗就业等条件更完善的大城市集中；城市内部，新老城区并存，新区基础设施好，即使在老城区有房的居民，也要到新区购买改善型住房。

三是疫情影响下的居住品质升级。疫情让居民深刻体会到周边配套、小区物业、房屋户型、朝向等因素的重要性。一方面，对高品质物管的需求提升。居民意识到高品质的物业服务不仅关系居住体验，在非常时期还和业主健康安全密切相关。另一方面，园林绿化好、周边商业医疗等基础配套齐全的楼盘更受欢迎。园林绿化和卫生环境将决定业主身心健康和居住体验，周边具有步行可达的基础配套重要性凸显。

图 10：我国居民购房观念升级进程图



资料来源：国海证券研究所

未来房企利润将来源于提升产品和服务品质获取溢价。根据杜邦分析，净资产收益率可拆解为营业净利润率、总资产周转率、权益乘数三者乘积。过去房企主要靠高周转和高杠杆获得规模收益，未来利润来源将主要通过提升住房品质来获得溢价、提升净利率。有两方面原因：一是需求侧，消费升级。消费者观念在变化，品质意识觉醒，住房要求从“有没有”转向“好不好”，更加重视开发商央国企

背景、品牌知名度、社区服务、产品是否绿色低碳智能等多个维度。二是政策端，提升产品力符合政策导向。2023 年全国住房和城乡建设工作会议指出，要“大力提高住房品质，为人民群众建设好房子”；2023 年 1 月，住建部部长倪虹表示“以努力让人民群众住上更好的房子为目标，从好房子到好小区，从好小区到好社区，从好社区到好城区，进而把城市规划好、建设好、管理好，让城市更宜居、更韧性、更智慧”。

1.3、政府行为转变，大部分城市财源面临切换

1.3.1、过去地方政府高度依赖于土地财政

过去十多年，房地产业长期扮演地方政府的融资工具，通过行政化配置土地资源的方式快速获取资本积累，来扩大基建投资等支出，从而推动区域经济高速增长和城镇化快速发展。2022 年，五项房地产专项税收达 1.9 万亿元、国有土地使用权出让收入 6.7 万亿元，两者合计占地方综合财政收入（地方一般公共预算收入+地方政府性基金收入）的 47.1%，这一比例在 2020、2021 年高达 54.6%、52.6%，且不计以土地为抵押获得的债务收入和与土地间接相关的其他税费收入。

表 4：2015-2022 年我国房地产相关收入占地方综合财政比重

内容		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
五 项 税 收	契税（亿元）	3899	4300	4910	5730	6213	7061	7428	5794
	土地增值税（亿元）	3832	4212	4911	5642	6465	6468	6896	6349
	房产税（亿元）	2051	2221	2604	2889	2988	2842	3278	3590
	城镇土地使用税（亿元）	2142	2256	2360	2388	2195	2058	2126	2226
	耕地占用税（亿元）	2300	2029	1652	1319	1390	1258	1065	1257
5 项房地产专项税收合计（亿元）		14224	15018	16437	17968	19251	19687	20793	19216
国有土地出让收入（亿元）		32547	37457	52059	65096	72517	84142	87051	66854
房地产相关总收入（亿元）		46771	52475	68496	83064	91768	103829	107844	86070
地方综合财政收入（亿元）		121201	129636	149085	169277	181553	190051	205013	182573
房地产相关总收入占比		38.6%	40.5%	45.9%	49.1%	50.5%	54.6%	52.6%	47.1%

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：地方综合财政收入=地方本级一般公共预算收入+地方本级政府性基金收入。

1.3.2、未来多数城市财政收入来源面临切换

土地出让金收入的头部效应显著，据中指院统计数据，2022 年全国土地出让金 TOP100 城市占全国土地出让金总额的 83.1%，其余 242 个城市土地出让金比重仅为 16.9%。同时，三四线城市库存水平高，据财联社报道，克而瑞数据显示，截至 2023 年 2 月，三四线城市整体去化周期达 26 个月，有 50 城去化周期在 20 个月以上。随着人口持续向大城市、城市群和都市圈集聚，部分城市土地需求量将持续收缩，叠加目前多数三四线城市库存形势严峻、人口持续净流出，房企继续拿地的意愿将显著下降，未来多数城市经济发展方式面临转型，在降低地方非必要财政支出的同时，依托地方特色，培育发展新经济，开源节流。

表 5: 2022 年全国 100 城土地出让金占全国比重

区域	2022 年土地出让金 (亿元)	占全国比重
全国	55390	100.0%
一线 4 城	7544	13.6%
二线 34 城	19689	35.5%
三四线 62 城	18813	34.0%
全国 100 城	46046	83.1%
其余 242 城	9344	16.9%

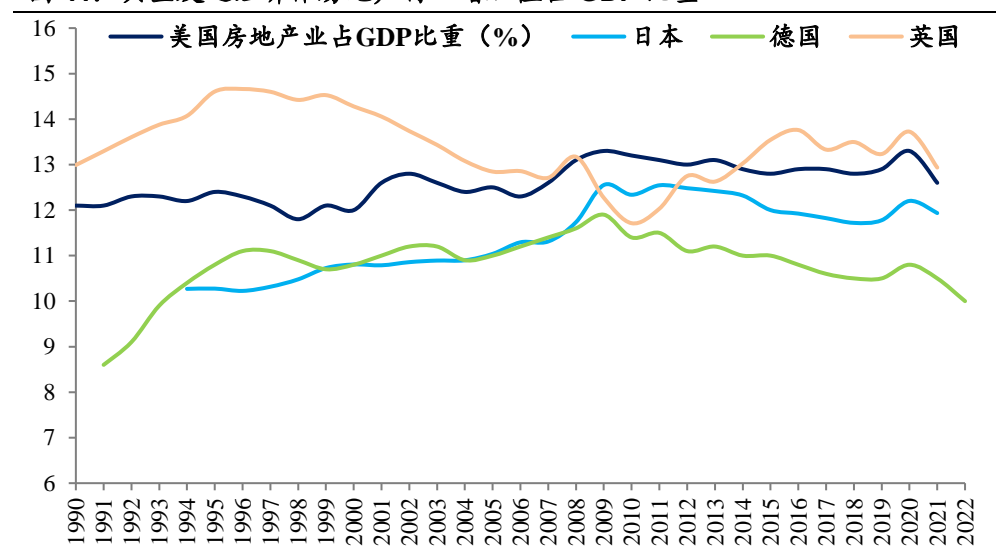
资料来源: 中指院, 国海证券研究所

2、房地产业继续发挥经济支柱作用的新内涵

2.1、房地产业在国内国际都是经济的重要组成部分

从典型经济体的房地产行业增加值占 GDP 比重看, 2022 年新加坡为 6.2%、德国 10.0%, 2021 年美国为 12.6%、日本 11.9%、英国 12.9%。无论是房地产民生属性较突出的新加坡和德国, 还是房地产高度市场化的美国、日本、英国, 房地产行业增加值占 GDP 比重普遍超过 10%, 房地产业都是国民经济支柱产业。

图 11: 典型发达经济体房地产行业增加值占 GDP 比重



资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 美国采用的是房地产和租赁业, 仅房地产业占 GDP 比重在 2022 年也超过 10%

在国内, 房地产是拉动经济增长的重要动力。房地产业体量大、产业链长, 拉动上下游 50 多个行业。其中, 房地产开发投资有力拉动钢铁、有色金属、机械制造、化工等上游制造业和建筑业; 房地产销售, 既拉动与住房有关的家电、家具、建材等制造业和装饰装潢行业, 也带动金融、交通运输、互联网等第三产业; 房地产使用, 持续拉动着公用事业、居民服务业的发展。

2021 年, 房地产业及其完全拉动上下游行业增加值为 28 万亿元, 占 GDP 的 24.5%。房地产业本身增加值为 12.5 万亿元, 占 GDP 的 10.9%。其中, 住宅房

屋建筑、房地产增加值分别为 4 万亿元、8.5 万亿元，分别占 GDP 的 3.4%、7.5%。房地产业完全拉动上下游行业增加值 15.5 万亿元，占 GDP 的 13.6%。其中，住宅房屋建筑、房地产分别完全拉动上下游行业增加值 12.6、3 万亿元，分别占 GDP 的 11%、2.6%；直接拉动上下游行业增加值 5.8 万亿元，占 GDP 的 5.1%，其中，住宅房屋建筑、房地产分别直接拉动上下游行业增加值 4.3、1.5 万亿元，占 GDP 的 3.8%、1.3%。

表 6：2021 年房地产业拉动作用测算（基于统计局公布的 2018 年投入产出表）

类别	数值
房地产业行业增加值及占 GDP 比重	12.5 万亿元，10.9%
其中，房地产行业增加值及占 GDP 比重	8.5 万亿元，7.5%
住宅房屋建筑行业增加值及占 GDP 比重	4 万亿元，3.4%
房地产业完全拉动上下游行业增加值及占 GDP 比重	15.5 万亿元，13.6%
其中，房地产完全拉动行业增加值及占 GDP 比重	3 万亿元，2.6%
住宅房屋建筑完全拉动行业增加值及占 GDP 比重	12.6 万亿元，11%
房地产业直接拉动上下游行业增加值及占 GDP 比重	5.8 万亿元，5.1%
其中，房地产直接拉动行业增加值及占 GDP 比重	1.5 万亿元，1.3%
住宅房屋建筑直接拉动行业增加值及占 GDP 比重	4.3 万亿元，3.8%

资料来源：国家统计局，国海证券研究所

据我们测算，未来十年仍有年均 13~14 亿平方米的商品房需求。六大因素产生三大自住房需求：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。未来十年仍有年均 13~14 亿平商品房销售规模，商品房开发建设规模依然大。

表 7：未来我国住房市场需求测算

时间	城镇常住人口增加需求 (亿平)	其中：人口自然增长需求 (亿平)	其中：农民进城需求 (亿平)	人均住房面积增长 (亿平)	城市更新改造需求 (亿平)	需求漏损 (亿平)	商品住房新增需求 (亿平)	商品房新增需求 (亿平)
2013	7.9	1.4	6.4	6.9	0.2	3.4	11.6	13.1
2014	7.8	1.7	6.0	7.1	0.4	4.7	10.5	12.1
2015	9.2	1.3	7.8	7.3	1.5	6.8	11.2	12.8
2016	9.6	1.9	7.7	7.6	2.5	5.9	13.8	15.7
2017	9.1	1.7	7.4	10.1	3.1	7.9	14.5	16.9
2018	8.2	1.2	6.9	10.4	2.1	5.9	14.8	17.2
2019	7.9	1.1	6.8	7.1	0.5	0.5	15.0	17.2
2020	7.2	0.5	6.7	7.8	0.4	-0.1	15.5	17.6
2021	5.1	0.1	5.0	7.9	0.3	-2.4	15.7	17.9
2022-2030E	5.6	0.4	5.1	7.5	0.5	2.0	11.5	13.2
2022-2025E	5.3	0.8	4.5	8.2	0.4	2.1	11.8	13.5
2026-2030E	5.7	0.2	5.6	7.0	0.5	2.0	11.2	12.8

资料来源：国家统计局，住建部，国海证券研究所

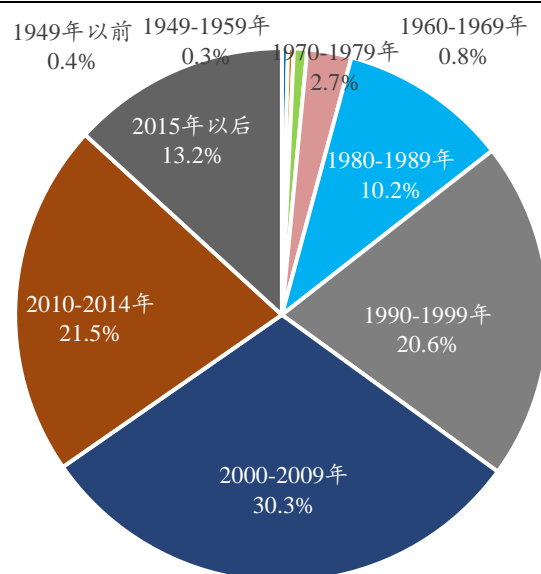
2.2、房地产业对经济的贡献向“空间服务”升级

未来房地产业如何继续发挥经济支柱作用？拓展房地产行业新内涵，向“空间服务”升级。

1、存量房屋提质改造

根据七普数据，2020年末我国仍有35.0%的家庭住在1999年前修建的住房，按住建部披露的2022年全国城乡房屋建筑存量近6亿栋简单推算，我国有约2亿栋房屋楼龄超过20年，存量房屋提质改造需求强烈。

图 12：2020 年按住房建成时间分的家庭户住房状况



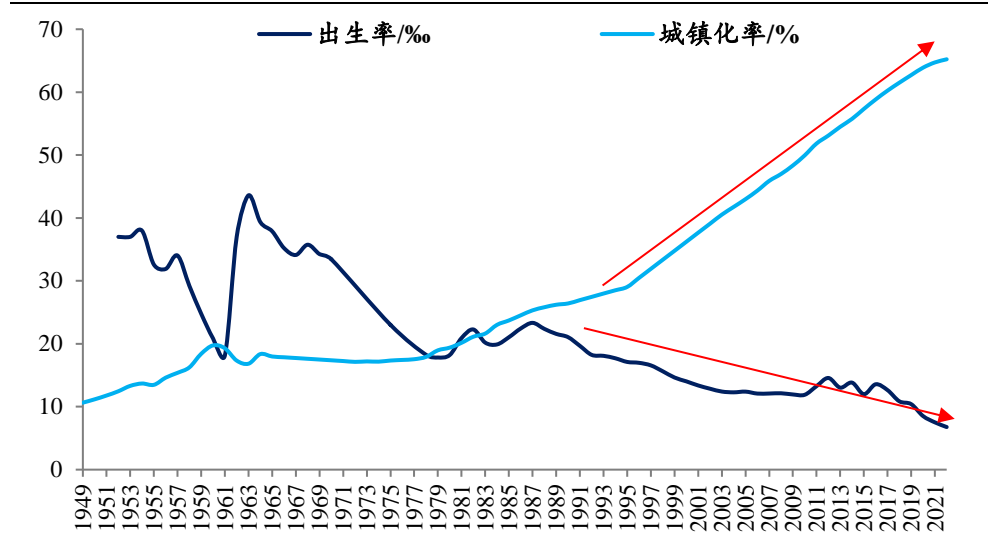
资料来源：国家统计局，国海证券研究所

按住建部倪虹部长表述，存量旧房改造有“三个革命”：一是“楼道革命”，消除安全隐患，有条件加装电梯；二是“环境革命”，完善配套设施，加装充电桩等和适老化改造；三是“管理革命”，党建引领、物业服务。存量房提质改造也将成为房地产业新的内涵和新的经济增长点。

2、房地产中介服务

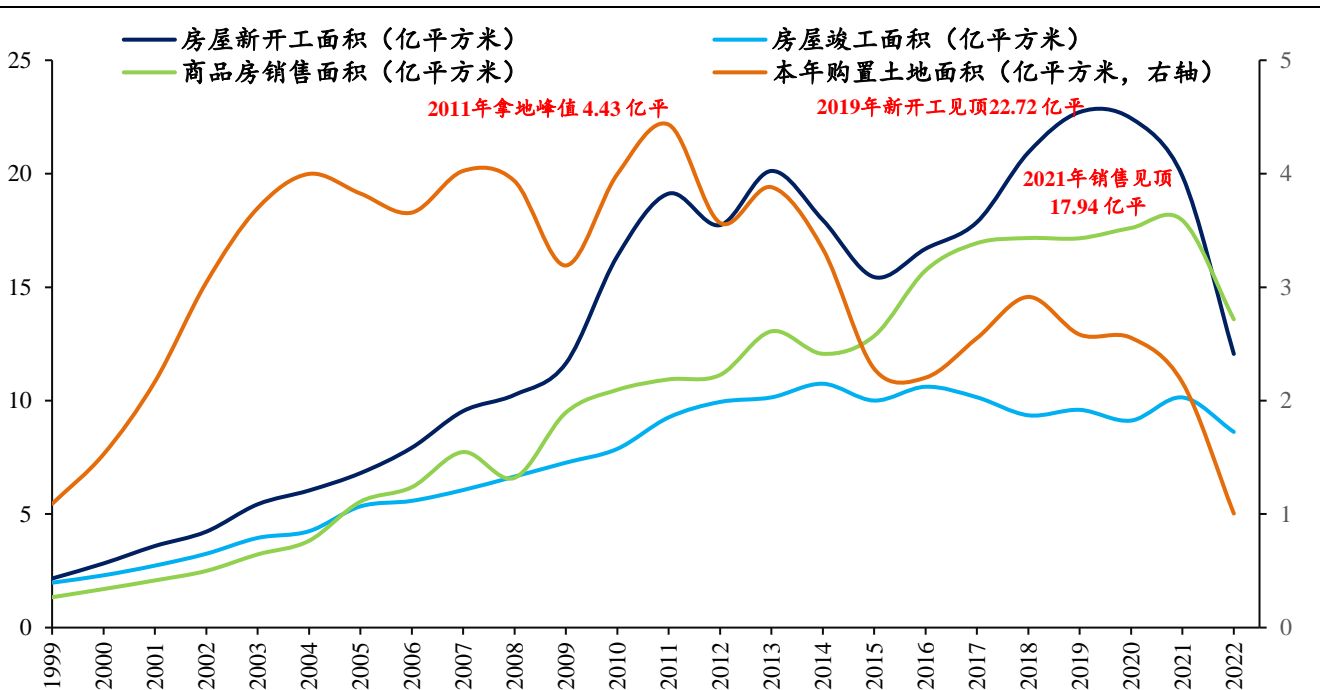
房地产行业经过20多年市场化发展，大建设时代已经过去。从需求端看，2022年末全国总人口比上年末减少85万人，时隔61年再次出现自然负增长，且人口出生率在持续下降、城镇化率突破65%；从供给端看，土地购置面积2011年达到顶峰水平后一路回落，全国商品住宅新开工面积2019年见顶后，也连续三年负增长；从供求关系看，七普数据显示，2020年全国城镇家庭户人均住房间数由2010年的0.9间增加至1.1间，城镇家庭户人均住房建面由2010年的30.3平方米增至38.6平方米，基本告别了住房短缺时代。

图 13: 人口出生率不断下降、城镇化快速突破 65%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

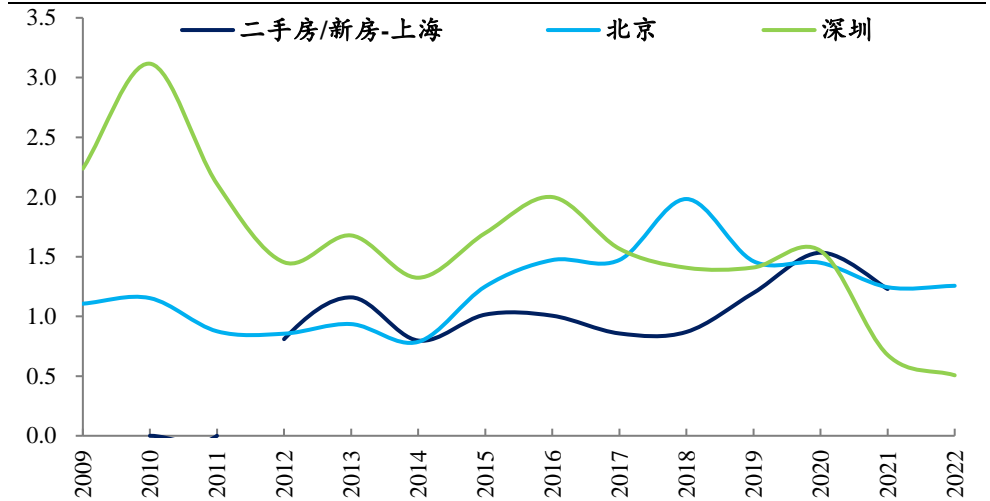
图 14: 房地产市场拿地、新开工、销售陆续见顶



资料来源: Wind, 国海证券研究所

越来越多的城市走向存量房时代。2015年前后,深圳、上海、北京二手房/新房成交套数比均突破 1,率先迈入存量房市场。根据成都市住建局信息,2022年成都二手住宅成交量首次超过新房,多数城市步入存量房时代是大势所趋。这意味着新拿地、新开工会逐渐减少,土地出让收入、房地产建设环节税收对地方财政的贡献将逐步下滑。

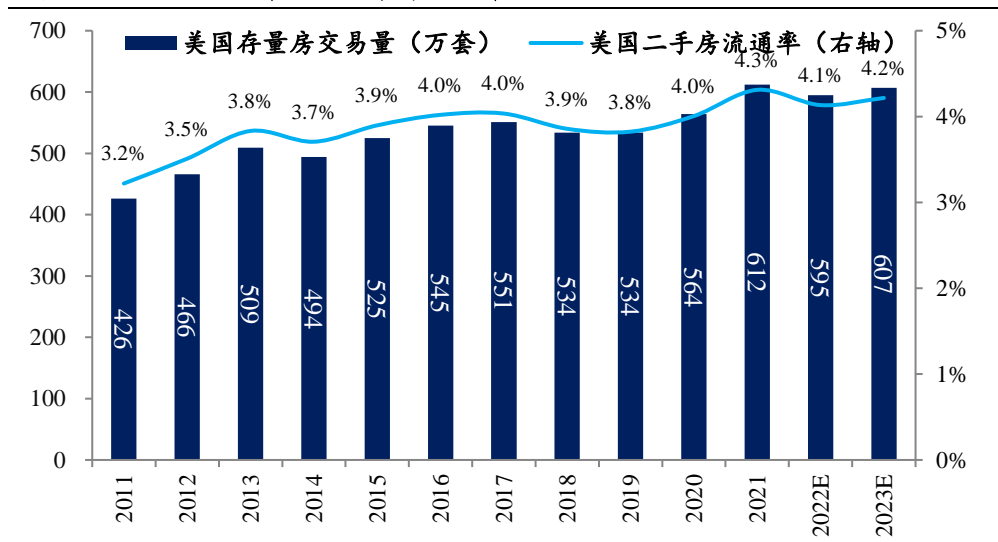
图 15: 2015 年前后, 深圳、上海、北京陆续进入存量房时代



资料来源: Wind, 国海证券研究所

存量房交易规模和流通率有望持续提升。供给侧看, 存量房规模和品质提升。未来十年, 新建商品住宅年均销售 11.5 亿平、竣工 7 亿平, 推动存量房规模稳步增长, 特别是存量中可交易的住房占比提升; 同时, 城市更新行动有助于提升存量房品质、完善配套和环境。需求侧看, 购房者将更加关注住房的区位和配套。随着城市核心区域开发趋于饱和, 新房位置普遍处于城市新区或郊区, 相比之下, 存量房区位更核心、配套设施更完善、周边资源更丰富、交通更便捷等确定性价值进一步凸显。据空白研究院测算, 2020 年我国存量房套数流通率约为 2.0%, 对比美国的 4.0%, 有较大的提升空间。根据贝壳研究院统计, 2020、2021 年我国二手房交易规模分别为 7.3、7.0 万亿元, 较 2014 年的 2.6 万亿元以年化 15.2% 的增速快速增加。这一数据将随着存量房时代不断深入而扩大, 房地产咨询、房地产价格评估、房地产经纪等服务需求将日渐旺盛。

图 16: 2011-2023 年美国二手房流通率变化

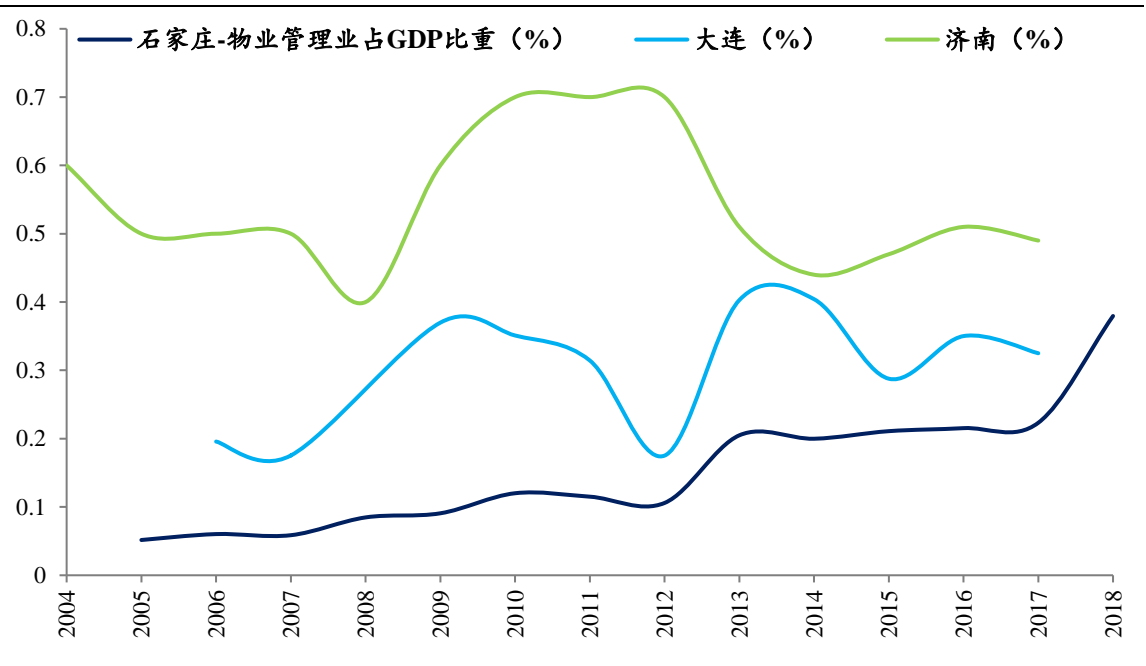


资料来源: Statista, 圣路易斯联储, 国海证券研究所

3、物业管理服务

当前物业管理业对经济贡献规模仍较低。我国未公布房地产物业管理服务的行业增加值，但从地方看，2018 年石家庄的物业管理业增加值占 GDP 比重为 0.38%、2017 年大连和济南分别为 0.33%、0.49%，占比较低。

图 17: 石家庄、大连和济南的物业管理业占 GDP 比重变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

政策继续支持和鼓励物业管理发展。2020 年 12 月，住建部等十部委印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，鼓励物业服务企业统一管理在管项目周边老旧小区，逐步实现物业管理全覆盖；2021 年 11 月，国家发改委发文提出推进社区物业延伸发展基础性、嵌入式服务；2022 年 3 月，国家发改委印发《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》的通知，提及加强基层社会治理，推动社区居民委员会设立环境和物业管理委员会、公共卫生委员会，促进提高物业管理覆盖率和群众满意度；2022 年 10 月，住建部、民政部联合印发《关于开展完整社区建设试点工作的通知》，重点围绕社区服务设施、宜居生活环境、智能化服务、社区治理机制四方面探索可复制、可推广经验；2023 年 2 月，中共中央、国务院印发《质量强国建设纲要》提出，促进物业管理、房屋租赁服务专业化、规范化发展。

全国物业管理面积稳定增加。根据克而瑞发布《2022-2023 年度中国物业管理行业发展白皮书》，2022 年物业管理行业在管面积达 353 亿平，预计 2025 年达 388 亿平方米，2021-2025 年年复合增长率 3.2%。

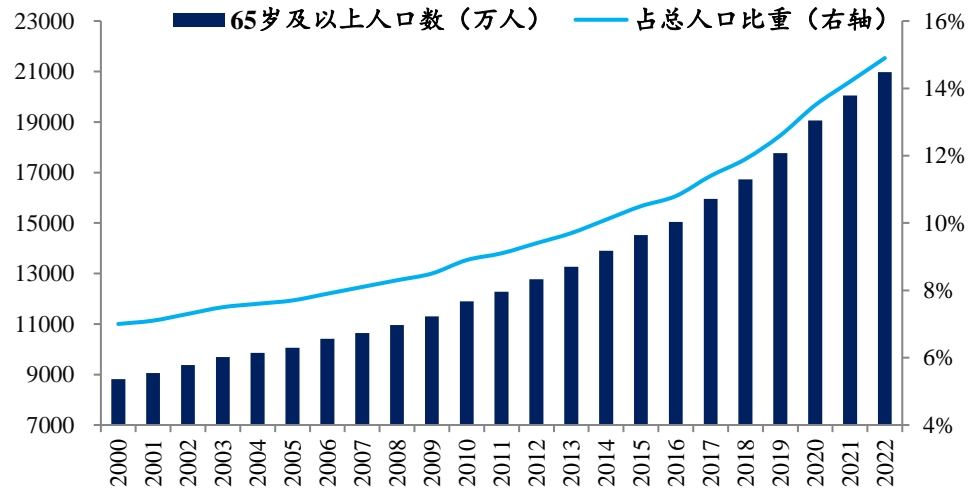
随着政策继续明确支持物业管理发展，叠加未来十年年均约 7 亿平米的房屋竣工面积，在增量供应和存量渗透两方面支撑下，物管行业对经济的贡献比重将显著上升。

4、养老、托幼、教育培训、家政等基于住宅而衍生的生活服务

我国老年人口数量多、老龄化进程快。截至 2022 年，全国 65 岁及以上老年人

口超 2 亿，占总人口的 14.9%，已进入深度老龄化社会，将进一步推动养老产业消费水平和服务需求提升。与国际相比，欧美等发达国家养老产业占 GDP 比重都在 20% 以上，2021 年初我国这一占比仅为 7%，发展空间大。

图 18: 全国 65 岁以上老年人口数量及占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

托育供给缺口大。光明日报报道，截至 2021 年，我国每千人口托位数为 2.03 个，入托率仅为 5.5%，与发达经济体 34% 左右的入托率相比，有很大上升空间，意味着现有托位数供给缺口较大。

此外，教育培训、家政等服务需求也是扩大消费、拉动经济的重要组成部分。

目前中国社区大约有 3.1 亿个城镇家庭，随着居民收入不断提升，社区经济在崛起，以社区为中心、以家庭为主体，围绕健康、教育、商业服务、生活服务等方面衍生了如社区养老、社区医疗、社区教育、社区托育、社区金融等更多的消费和服务场景，拉动经济增长。

3、房地产行业新的基本制度

3.1、制度升级，商品房预售制进一步完善

3.1.1、商品房预售制是时代的特殊产物，“弱监管”下爆出制度漏洞

商品房预售制度对推进房地产开发和城镇化建设发挥了重要作用。20 世纪 90 年代房改初期，住房短缺严重，市场住房供应严重不足，而房企建房缺乏资金，为了快速增加供应，从香港引入商品房预售制度。允许房地产开发商通过卖期房，通过市场化的手段，帮助解决房企资金短缺和项目开发时间周期长的两大问题。开发商利用预售制可以快速回款，从而推动下一个项目开发，形成滚动开发模式，市场住房供应速度显著加快。

在过去，部分城市商品房预售制度在实际执行中走样。1994年11月原建设部发布的《城市商品房预售管理办法》规定，“商品房预售款监管的具体办法，由房地产管理部门制定”，“省、自治区建设行政主管部门、直辖市建设行政主管部门或房地产行政管理部门可以根据本办法制定实施细则”。预售资金监管没有全国统一规定，各地区“一城一策”，具体分工是省住房和城乡建设行政主管部门负责监督指导全省商品房预售资金的收缴使用；人民银行、银监部门负责监督检查监管银行的预售资金监管行为。理论上，预售资金监管范围包括全部购房款；监管额度管理方式有按房价款固定比例监管、按建设资金总额上浮一定比例监管、按单位面积定额监管三类；资金支取方面，房企达到规定的工程建设进度节点后，即可申请支取相应比例的预售款。但在实际执行时，各地监管力度有所不同，有的地方是严格监管，但有的只监管首付款或按揭贷款，也存在房企虚报工程进度来提前预支监管资金的情况，也有银行违规放贷的情况出现，最终在房地产行业放缓之下暴露出问题，导致项目无法复工、无法交楼。

3.1.2、购房者买现房将倒逼预售制度升级

购房者自然选择现房，倒逼预售制度改革。2021年以来，多个大中型房企爆雷引发全国多个城市出现项目停工烂尾，严重影响购房者对期房的信心。对于现房销售，购房者不仅不用担心交付，而且“所见即所得”，交付质量一目了然。购房者买现房的核心担忧是交付问题，但期房制度“一刀切”改为现房销售将大幅加剧开发商资金压力，从供给侧加剧房地产市场波动，这一矛盾将倒逼预售制度进一步完善，确保项目顺利完工交楼。

2022年初全国性关于预售资金新管理办法出台，住建部、央行、银保监会联合发文，进一步规范预售资金监管范围、监管期限、监管额度，加强缴存使用管理等。2023年全国住房和城乡建设工作会议上明确提出，“有条件的可以进行现房销售，继续实行预售的，必须把资金监管责任落到位，防止资金抽逃，不能出现新的交楼风险”。

多地已开始试点现房销售。2021年7月，杭州第二批集中供地推出10幅地块试点现房销售；2022年1月，北京首批供地中50%的项目设置了竞现房销售面积环节；2023年1月末至2月，山东、安徽、四川、河南四省陆续宣布开展现房销售试点。

3.1.3、香港鲜有项目烂尾，其经验或可再借鉴

香港自1961年建立商品房预售制度以来在不断迭代完善。

1950年代，香港开始出现预售。1953年底，由霍英东在香港油麻地新建楼盘时，首创动工前先交订金、分期付款方式售楼，有如开花（付钱）结果（建成），称作“卖楼花”。随后预售情况在香港盛行。但楼花买方风险极大，因为期房无法在香港田土厅登记，其购房款也未经监管或存入第三方账户。因此，一旦出现诈骗、烂尾等问题，楼花买方权益无法得到保障。此外，当时的预售实际上违反了批地契约中规定在建筑期不允许转让的批地条件。

1961年，香港发文正式建立预售制度。为了规范销售楼花和保障买方权益，1961

年港府正式发布“预售楼花同意方案”，有两个重要的规定：开发商须证明拥有足够的财力完工；买方购房款须存入律师楼户下监管的独立帐户。开发商在满足“同意方案”有关规定，才能获得地政总署签发的预售楼花同意书。

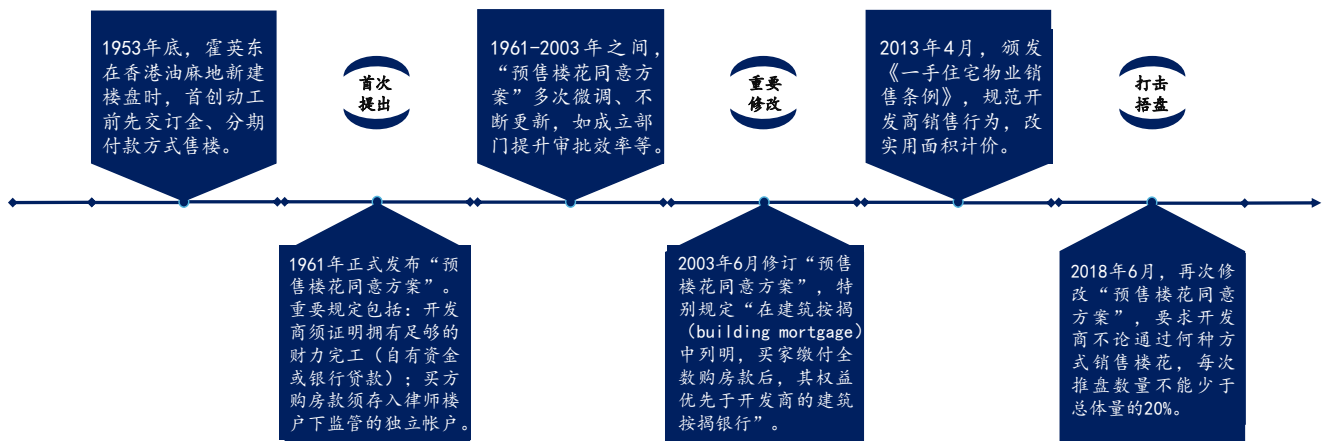
2003年，政府修改预售制，进一步保障买方权益。2003年5月，茵翠豪庭和爱琴湾两个项目烂尾引起香港各方高度关注。核心问题在于项目一旦烂尾，银行是第一债权人，有权拍卖楼盘，而对于有按揭的小业主则不仅无法收楼，还需要继续还房贷。6月，港府重新修订“预售楼花同意方案”，除了改善监管资金账户、开发商和监管角色之间的关系透明化以外，还特别规定了“在建筑按揭中列明，买家缴付全数购房款后，所享有的权益优先于按揭银行”。

2013年，政府出台文件规范新房销售行为。2013年4月，政府颁发《一手住宅物业销售条例》，在售楼说明书、价单、示范单位、披露成交资料、广告、销售安排、临时买卖合同和买卖合同须载有的条文等方面，订立详细规定。规定一手房销售必须以实用面积计价，不包括窗台、阁楼、花园、天台、空调机房等；违反本条例相关规定的行为，最高将面临刑罚500万港元及监禁7年处罚。进一步保障买方权益。

2018年，港府再次修订预售制，防止开发商捂盘惜售。2018年6月，港府再次修改“预售楼花同意方案”，要求开发商不论通过何种方式销售楼花（包括招标及拍卖），每次推盘数量不能少于预售楼花同意书所涵盖的住宅单位总数的20%。如果剩余未卖出的住宅单位数目少于总数的20%，发展商须一次性推出。此举主要是为了规范销售手段，避免开发商“挤牙膏”式惜售。

图 19：中国香港商品房预售制度多次调整

香港商品房预售制演变过程



资料来源：香港地政总署，香港立法会，国海证券研究所

香港预售制度在预售证申请环节和预售资金监管方面严格按照规定执行。

一是在预售证申请环节确保开发项目能完工。

开发商申请预售楼花同意书有四大前提条件：一是确保地价已全部支付；二是确保有财力完工；三是起草 DDH（The Design, Disposition and Height Clause），

报规划部门审查；四是工程形象进度方面，要求正负零，地基完成验收后，总包进场。

开发商预存建安费，确保不烂尾。申请预售时，确保有财力完工的具体举措是开发商在律师楼的信托账户里预存建安费（Construction Cost），费用可以是自有资金、银行开发贷或无担保贷款合约，具体金额由专业的第三方人士根据项目建安成本测算。此举是项目不烂尾的有力保障，即使开发商爆雷，也有充足资金保障项目完工。

二是监管资金独立专户管理，开发商取用门槛高。

律师楼独立的信托账户里有两类资金，取用都有严格规定。

一类是开发商申请预售时预存的建安费。这类资金是专款专用，开发商根据实际工程进度，凭“建筑师证明书”申请取回，用于及时支付项目工程款，实报实销。同时，买家也能向律师或开发商付费索取按月度更新的报告，了解建安费用总额、已产生及已动用建安费的动态。引入律师、第三方证明，确保资金用于建安。

二是买方的首付款和选择即供付款方式业主按揭款。在预售环节，买方签署购房合同后，先支付房屋总价款的5%作为定金，总定金一般不超过10%。剩余尾款有即供付款和建筑期付款两种支付方式：（1）根据开发商提供的方案，自由选择90、180、270天等即供付款的方式，越短时间内支付，价格越便宜，到时间后，银行按时放按揭款到监管账户中；（2）按建筑期付款方式，即交楼时付尾款，如有按揭，银行将直接汇到开发商账户，不再汇到监管账户。以90天按揭付尾款的即供付款方式为例，90天后银行将放款至律师楼的信托账户中。交楼前买方支付的所有定金和按揭款将汇入律师楼户下的信托账户，开发商提取使用取决于销售回款能否覆盖开发贷和建安费情况，优先覆盖开发贷。根据项目施工进度动态调整开发商可动用的监管资金额度，确保项目能完工的同时，防止房企违规挪用加杠杆。

3.2、 房地产金融制度升级，融资方式非标转标

3.2.1、 非标融资是过去房企重要的融资方式

房地产非标融资是房企和金融机构以专项合约形式进行的债权性融资，主要包括委托贷款、信托贷款、带回购条款的资产或受益权转让、融资租赁、小贷和财务公司贷款、债务重组。房地产非标融资中，大部分是委托贷款和信托贷款，少量来自融资租赁、小贷和财务公司贷款。由于只有银行和信托具有放贷资格，来自银行理财、信托、资管计划和基金的资金，通过银行委贷或信托贷款通道，投资房地产非标准化债权。

2017年非标融资政策收紧之前，是房企重要的融资方式。除去销售回款，2017年房地产委托贷款和信托贷款分别为1.9万亿和1.1万亿，分别占房地产总融资规模的9.7%和5.7%。2018年4月资管新规落地，表外理财借道流向房地产受到彻底约束，非标融资显著下降，2018年房地产委托贷款和信托贷款分别为1.5

万亿和 0.9 万亿，分别占房地产总融资规模的 7.4% 和 4.3%。

表 8：2017-2018 年房企主要融资渠道规模及占比

融资渠道		2017 年	2017 年占比	2018 年	2018 年占比
银行贷款 (亿元)	开发贷	35600	18.2%	46719	23.0%
	并购贷	3281	1.7%	2030	1.0%
	共计	38881	19.9%	48749	24.0%
非标融资 (亿元)	委托贷款	18942	9.7%	14954	7.4%
	信托贷款	11092	5.7%	8710	4.3%
	共计	30034	15.4%	23664	11.6%
境内证券市场 (亿元)	股权融资	283	0.1%	138	0.1%
	信用债融资	3682	1.9%	5814	2.9%
	资产证券化	1415	0.7%	2614	1.3%
	共计	5380	2.8%	8566	4.2%
海外融资 (亿元)	海外股权融资	309	0.2%	301	0.1%
	海外债	3112	1.6%	3813	1.9%
	共计	3421	1.8%	4114	2.0%
个人住房金融 (亿元)	商业个贷	64714	33.2%	69786	34.3%
	公积金贷款	9535	4.9%	10698	5.3%
	消费贷	9552	4.9%	561	0.3%
	共计	83802	42.9%	81045	39.8%
应付款 (亿元)	应付工程款	17967	9.2%	19442	9.6%
	其他应付款	15688	8.0%	17832	8.8%
	共计	33655	17.2%	37274	18.3%
总计		195173	100.0%	203412	100.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2.2、非标转标是政策明确的方向

非标转标是政策明确的方向。2017 年以前，非标融资缺乏标准化的金融监管。2017 年底中央经济会议定下金融系统去杠杆、强监管、防风险的基调，非标融资监管政策持续收紧，但政策明确支持房企合理拓展融资需求，多聚焦在信贷、债券、股权等标准化融资方式。2018 年资管新规出台，正式拉开政策端非标转标的序幕。此后，银监会、银保监会、央行发布一系列新规和标准化融资管理办法，开展专项整治活动规范金融业务中不合规的融资行为。由此，房企融资逐渐转向标准化，2022 年末以来，证监会恢复涉房上市公司标准化融资，启动不动产私募投资基金试点，非标转标是地产领域政策明确的趋势。

具体来看：

2017 年以前，对银行投资非标缺乏统筹的交叉金融监管，非标成为监管套利的重要工具。比如，2013 年银监会 8 号文要求银行理财投资非标余额不超过产品余额 35% 或银行上年度总资产 4%，但随着理财规模扩大、投资非标规模也增加；2014 年央行 127 号文规定银行购买非标不能放入买入返售的同业项下，但银行仍可计入应收款项类投资。

2017 年开始，政策持续加强整治非标融资。

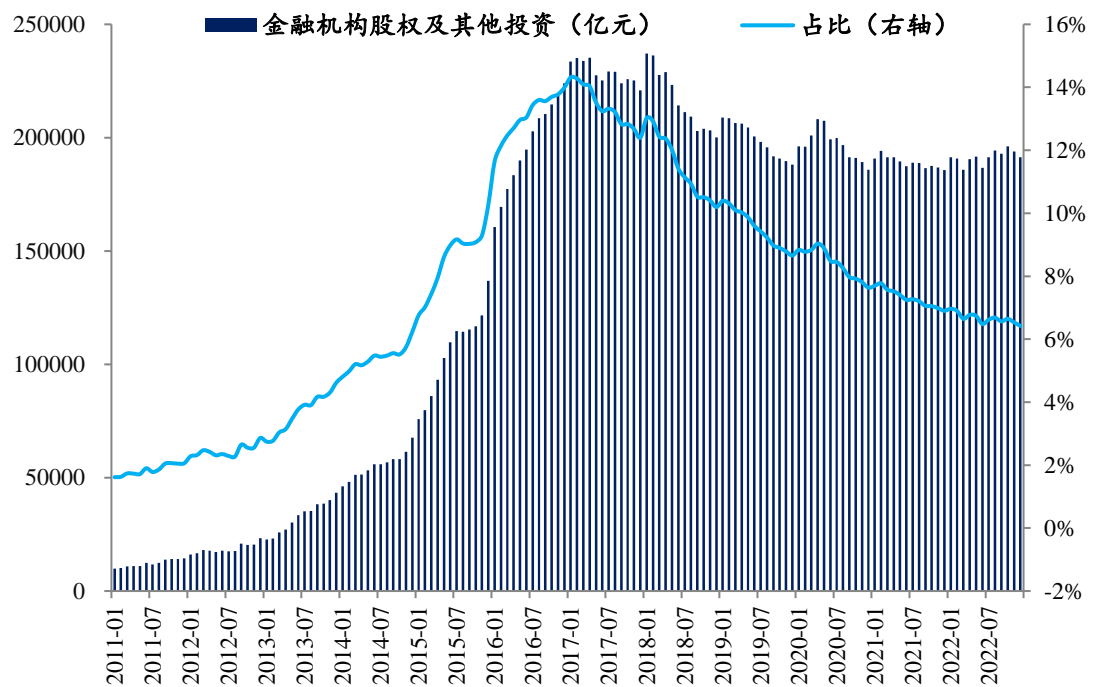
2017 年 3 月，银监会启动“三三四十”专项整治行动，在银行业全系统开展的“三违反、三套利、四不当、十乱象”大检查，遏制表外业务等不规范行为。在“三套利”专项治理中，涉及金额 3.78 万亿元，主要集中在监管套利部分，突出表现在同业、理财（资管业务）、银信合作、部分表外业务等跨市场、跨行业交叉性金融业务中。

2017 年 11 月，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局等部门起草了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》；**2018 年 4 月**资管新规正式印发，重点针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题。

2017 年 12 月，银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，明确提出“商业银行和信托公司开展银信类业务，应贯彻落实国家宏观调控政策，遵守相关法律法规，不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域”。

2018 年 1 月，银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》，禁止商业银行资管产品投放委贷。在资金来源方面，不得接受受托管理的他人资金、银行的授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等发放委托贷款；在资金用途方面，不得用于生产、经营或投资国家禁止的领域和用途，不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资，不得作为注册资本金、注册验资，不得用于股本权益性投资或增资扩股等。银行在表内和表外均涉及非标资产。表内部分记入金融机构信贷收支表的“股权及其他投资”，表外部分主要是银行理财投资非标。根据央行公布的金融机构资金运用情况，金融机构“股权及其他投资”余额在 2018 年 1 月达到历史高点 23.7 万亿后持续回落，占本外币资金运用总额的比重在 2017 年 2 月达到 14.3%的最高点后持续回落，2022 年 12 月余额降至 19.1 万亿，占比降至 6.4%。

图 20: 2018 年开始委贷显著降低



资料来源：Wind，国海证券研究所

2018 年 5 月，银保监会发布《商业银行流动性风险管理办法》（2017 年 12 月 6 日发布征求意见稿），设立流动性匹配率监管指标（流动性匹配率=加权资金来源/加权资金运用），用来衡量商业银行主要资产与负债的期限配置结构，对表内非标所在的其他投资无论期限均给 100% 的最高权重，相较其他资产明显不鼓励。

2019 年 5 月，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，针对银行及非银机构，列明多向整治要点，其中多处提及房地产融资。

2022 年 11 月以来，政策密集出台支持房企合理拓展融资需求，多聚焦在信贷、债券、股权等标准化融资方式。

2022 年 11 月 8 日，中国银行间市场交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。

2022 年 11 月 12 日，银保监会办公厅、住房城乡建设部办公厅、人民银行办公厅联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金。

2022 年 11 月 23 日，中国人民银行、银保监会公布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，推出 16 条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。为保持房地产融资平稳有序，通知提出，稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资基本稳定，保持信托等资管产品融资稳定。

2022 年 11 月 24 日，六大国有行（工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、

交通银行、邮储银行) 共与 17 家房企开展合作 (其中民营房企数量为 9 家), 共计提供意向性融资总额 12750 亿元。

2022 年 11 月 28 日, 证监会恢复涉房上市公司并购重组及配套融资, 恢复上市房企和涉房上市公司再融资。

2023 年 2 月 20 日, 证监会启动不动产私募投资基金试点, 满足不动产领域合理融资需求。

2023 年 3 月 5 日, 政府工作报告提出今年的重点工作之一是“有效防范化解重大经济金融风险”, 对于房企, 要“有效防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债状况”。

4、风险提示

经济恢复不及预期的风险。当前我国经济恢复的基础尚不牢固, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大, 外部环境动荡不安, 给我国经济带来的影响加深。

全球经济超预期衰退。在各国收紧货币、疫情反复和地缘政治等负面因素的共同作用下, 全球经济衰退预期加深。

政策不确定性风险。宏观政策是中国经济保持平稳运行、实现高质量发展的重要推动力; 产业政策则对促进科技创新和产业结构升级、推动经济高质量发展具有重要意义。但政策推出具有不确定性。

国际经验适用性风险。不同国家的体制机制、人口规模、经济发展阶段、文化等方面具有显著差异, 国际经验仅供参考。

病毒变异具有不确定性。当前疫情感染在我国还处于零星的、局部性的散发状态, 从目前对新冠的认识和理解来看, 新冠病毒将会在地球上与人类长期共存。根据相关专家的预测, 可能会出现第二波疫情, 甚至是第三波和第四波疫情。

【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R3，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。