

四万亿白名单+货币化安置回归，市场距离企稳还有多远

2024 年 10 月 17 日

要点

- 我们预计，“白名单”项目信贷规模增加到 4 万亿为保交楼提供有力保障，或将扭转房地产开发投资持续下滑的态势。
- 我们估计，新增的货币化安置或将带来 1 万亿新增投资，将对市场需求端产生积极的刺激作用，短期内效果取决于投放效率和集中度。从长期来看，则需要关注后续政策的储备情况以及未来经济形势的变化。
- 我们认为，未来回储土地、收购库存商品房将以市场化的方式进行运作，政策落实情况或取决于对当前较为严格的执行标准的调整程度。

分析师

王璜

北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

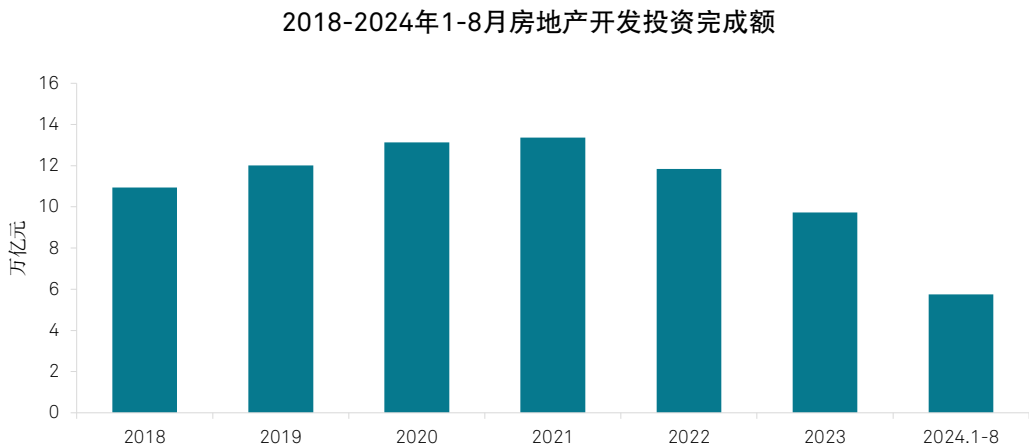
10 月 17 日上午，国务院新闻办公室举行新闻发布会，住房城乡建设部部长倪虹和财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局负责人介绍了促进房地产市场平稳健康发展的有关情况。会上介绍，住房城乡建设部将会同有关部门，出台组合政策，推动市场止跌回稳。主要措施有以下几项：

- 年底前将“白名单”项目信贷规模增加到 4 万亿元，要将所有合格项目都争取纳入“白名单”，下一步要将商品住房项目贷款全部纳入“白名单”。
- 将通过货币化安置房方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造。
- 研究允许政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款收购存量土地。
- 允许专项债券用于土地储备，支持各地结合实际情况与存量土地业主企业合理确定收购价格。
- 专项债收购存量商品房由地方自主决策、自愿实施，需按照市场化运作方式，在确保项目融资收益平衡的基础上收购。

“白名单”扩围将带动房地产开发投资止跌、助力保交楼

我们预计，“白名单”的扩围可能扭转房地产开发投资的颓势，同时为保交楼提供有力保障，稳住新房购房者的信心。本次会议提到，年底前会将“白名单”项目信贷规模增加到 4 万亿，做到应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。我们认为，这不仅体现了中央政府支持房地产“止跌企稳”的积极态度，4 万亿的规模也足以逆转房地产开发投资额的持续跌势。2024 年 1-8 月，房地产开发投资额仅 5.7 万亿，较上年同比下降 9.2%，已连续三年同比下滑。根据我们的测算，若 4 万亿信贷规模能够在年内落地，将会带动全年房地产开发投资额回升至 11.7 万亿，同比增长 5% 左右。不过，我们认为白名单扩容的实际效果仍然取决于各部门之间的协调效率与一致性。一方面，住建部门应秉持“应推尽推”的原则，积极推动符合条件的项目纳入白名单；另一方面，金融部门仍需严格按照要求市场化审核。只有当政策在未来能够协调一致地推进，才能够更快地将政策效果发挥出来。

图1



资料来源：公开资料，标普信评，Choice
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

100 万套货币化安置将推动供需格局演变

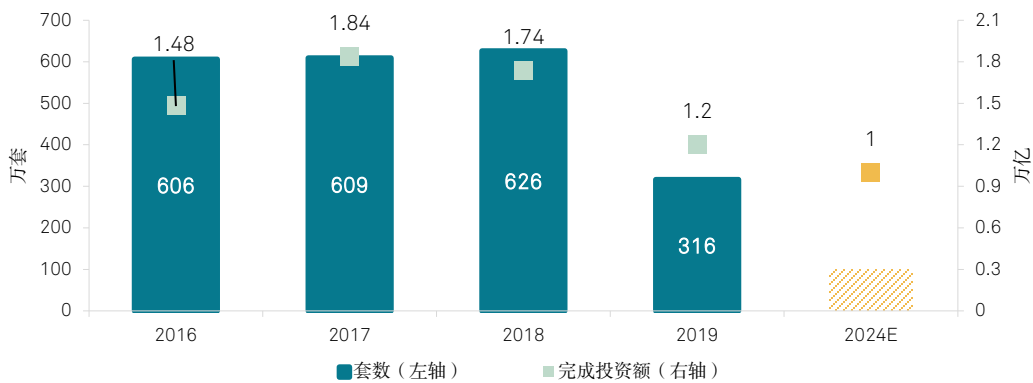
货币化安置重出江湖，将对市场需求端产生积极的刺激作用，而短期内的效果取决于投放效率和集中度。本次会议中，住建部部长倪虹表示，将通过货币化安置房的方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造。这次提出的新增实施 100 万套主要针对条件成熟、通过加大政策力度可以提前干的项目，主要采取货币安置的方式进行。

尽管相对于 2016-2019 年那轮合计超六万亿、超 2000 万套的棚改政策，本次安置 100 万套的规模并不突出，但是我们认为本轮政策仍能对市场起到积极的刺激作用。一方面，不同于 2016-2019 年棚改主要集中在中、低线城市，本次改造将着眼于大中型城市。在上一轮棚改中户均投资规模约 30 万，考虑到本次城市能级差异，若以 100 万每套估计，本次安置如果全部以货币化方式进行，估计将为房地产市场带来 1 万亿左右的资金增量。当前全国商品房市场每年成交量级在 10 万亿左右，当前规模的货币化安置方案若能在短期内集中投放，将增加需求并有效改善市场供需格局。另一方面，我们也认为这不是货币化安置政策的终点。住建部部长倪虹提到，仅在 35 个大中城市，需要改造的城中村就有 170 万套，全国需要改造的危旧房就达到 50 万套。我们认为，未来该项政策具备向中低线城市、向更广的项目种类扩容的空间。

然而，政策能否实现房地产市场止跌的成效，在短期内取决于该项政策的投放周期与投放效率。投放越是集中，就越有机会对市场供需造成冲击，进而形成预期扭转的合力。从长期来看，则需要关注后续政策的储备状况以及未来经济形势的变化。我们认为，对还贷能力的悲观预期乃是限制居民购房需求的主要因素。市场能否止跌，依旧要看各部门组合政策落地的情况下，经济回温的效率如何。

图2

2016-2019年全国各类棚户区改造数量及投资情况



注：2024年数据为估计值，以一百万套住房、每套100万左右为基础估计。
资料来源：公开资料，Choice，标普信评
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

土地回储、库存商品房收购仍将以市场化方式运作

我们认为，如果未来在土地回储、商品房收购上执行较为苛刻的标准限制，那么对市场的刺激效果将非常有限。本次会议中，财政部强调，专项债用于收购存量商品房应由地方自主决策、自愿实施，但要按照市场化运作方式，在确保项目融资收益平衡的基础上运作。在专项债收储土地上，也要求与存量土地业主企业合理确定收购价格。根据本次发布会传递的精神，未来回储土地和收购库存商品房仍将以市场化的方式进行，不会对地方政府有强制性的推动。我们预计，未来地方政府在回储土地和商品房收购时仍将面临苛刻的标准限制。

我们的调研显示，过去相关政策的落地效果并不理想。从许多地市公开披露的信息来看，基本都要求整体项目或者整栋出售，同时部分地区还要求项目具备良好的配套、便利的交通和优越的地理位置，并且收购的价格也较低。另外，专项债用于回储土地所覆盖的主体范围也值得关注。近年来，不少城投企业承担了托底土地市场的任务。专项债回储土地的目的是主要解决这些城投企业的问题，还是更广泛地惠及市场化的房地产开发商？这将显著影响政策的落地效果。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务，包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息，请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](https://PrivateCreditAnalysis(spgchinaratings.cn))，并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。