



Research and  
Development Center

# 按揭利率打破下限，政策宽松加速破冰

2022年5月16日

证券研究报告

行业研究

行业点评报告

房地产行业

投资评级 看好

江宇辉 地产行业分析师

执业编号: S1500522010002

联系电话: +86 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 按揭利率打破下限，政策宽松加速破冰

2022年5月16日

## 摘要:

**全国性信贷政策出台:** 央行和银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，通知指出 1) 对于贷款购买普通自住住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行；2) 在全国统一的贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

**首个全国性房地产调控放松政策，示范效应明显:** 其意义在于：1) 打开了按揭利率下限空间。此前住房按揭利率下限为不低于 5 年期 LPR 水平，调整之后按揭利率可在 5 年期 LPR 下再减 20bp，锚定效应明显，引导按揭利率向 LPR 以下的水平靠拢；2) 按揭利率有望加速下行：自去年 9 月份以来全国首套房和二套房按揭利率已分别下降 57 和 55 个 bp，达到 5.17% 和 5.45%，同时按揭利率下行的速度也不断扩大，在本次调整政策的引导之下，按揭利率有望加速下行；3) 降低购房成本，有效支撑居民购买力：根据简单估算等额本息情况下按揭利率平均下降 100bp，月供支出减少 12%，即购房成本下降 12%，按新政后续按揭利率仍有接近 80 bp 下降空间，能有效支撑居民购买力，促进市场销售恢复；4) 金融端政策有望在全国范围内继续跟进：随着本轮新政的调整，未来金融端政策在全国范围内有望继续跟进，包括全国性的认贷不认房和首付比例的认定与调整（首套和二套）也有望陆续出台。

**历次按揭利率下行周期复盘:** 2014 年以来，分别出现了 2014-2016 年，2018-2019 年和 2019-2020 年三轮按揭利率下行周期，首套房按揭利率来看，三轮周期分别下调 258bp，29bp 和 31bp。从三轮按揭利率调整周期来看，1. 下调原因：直接原因都是销售面积同比转负；2. 下调周期：下调起点几乎与销售同比转负同步，并且早于政策转向；下调周期受到成交市场下行的成因和幅度；下调滞后于政策转向和销售回暖，只有市场过热或房价上涨过快时，下行周期才会结束。

**本轮按揭利率下行空间探讨:** 1) 下行幅度：量价齐跌，叠加企业端资金压力和需求端观望情绪，按揭利率下调幅度将更大。2) 下行周期：行业下行幅度更大，周期更长，按揭利率下调较后两轮周期更长，但考虑价格压力，2014 年利率长期下行情况难以复现。3) 下行空间：按揭利率中枢下移明显，本轮利率中枢向 LPR 靠近。2014 年按揭利率整体下行 258bp，其中基准利率下降 125bp，按揭利率主动下行幅度为 133bp，本轮按揭利率目前下调 56bp，基准利率下行 5bp，按揭利率主动下调幅度为 51bp，政策推动下，按揭利率加速下行 60-70bp，本轮按揭利率主动下调幅度将与 2014 年下行幅度相近。

**风险因素:** 政策风险：政策放松进度不及预期，房地产税、预售资金政策调控超预期。市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

1 全国性信贷政策出台，示范效应明显 .....	4
2 回顾历史，按揭利率下行后 1-3 季度销售企稳 .....	4
2.1 2014 年 6 月-2016 年 7 月：下行周期 25 个月，下行幅度 258bp .....	4
2.2 2018 年 12 月-2019 年 5 月：下行周期 6 个月，下行幅度 29bp .....	5
2.3 2019 年 12 月-2021 年 1 月：下行周期 13 个月，下行幅度 31bp .....	6
3 展望未来，本轮按揭利率下行幅度或近 2014 年 .....	7
风险因素 .....	8

## 图表目录

图表 1：历年房贷利率情况 .....	4
图表 2：2013 年-2016 年商品房销售面积及同比增速 .....	5
图表 3：2013 年-2016 年 70 城商品房住宅价格指数环比增速 (%) .....	5
图表 4：2012 年-2016 年商品房住宅待售面积 .....	5
图表 5：2014 年-2016 年全国首套房平均贷款利率 (%) .....	5
图表 6：2018 年-2019 年商品房销售面积及同比增速 .....	6
图表 7：2018 年-2019 年土地购置面积及同比增速 .....	6
图表 8：2019 年-2020 年商品房销售面积及同比增速 .....	6
图表 9：2019 年-2020 年 LPR5 年期和首套房贷利率 .....	6
图表 10：三轮按揭利率下行周期总结 .....	7

## 1 全国性信贷政策出台，示范效应明显

5月15日央行和银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，通知指出1) 对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行；2) 在全国统一的贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

本次信贷政策调整是本轮周期中首个全国性房地产调控放松政策，示范效应明显。其意义在于：1) 打开了按揭利率下限空间。此前住房按揭利率下限为不低于5年期LPR水平，调整之后按揭利率可在5年期LPR下再减20bp，锚定效应明显，引导按揭利率向LPR以下的水平靠拢；2) 按揭利率有望加速下行：自去年9月份以来全国首套房和二套房按揭利率已分别下降57和55个bp，达到5.17%和5.45%，同时按揭利率下行的速度也不断扩大，在本次调整政策的引导之下，按揭利率有望加速下行；3) 降低购房成本，有效支撑居民购买力：根据简单估算等额本息情况下按揭利率平均下降100bp，月供支出减少12%，即购房成本下降12%，按新政后续按揭利率仍有接近80bp下降空间，能有效支撑居民购买力，促进市场销售恢复；4) 金融端政策有望在全国范围内继续跟进：随着本轮新政的调整，未来金融端政策在全国范围内有望继续跟进，包括全国性的认贷不认房和首付比例的认定与调整（首套和二套）也有望陆续出台。

## 2 回顾历史，按揭利率下行后1-3季度销售企稳

2014年以来，分别出现了2014-2016年，2018-2019年和2019-2020年三轮按揭利率下行周期，首套房按揭利率来看，三轮周期分别下调258bp，29bp和31bp。

图表 1：历年房贷利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

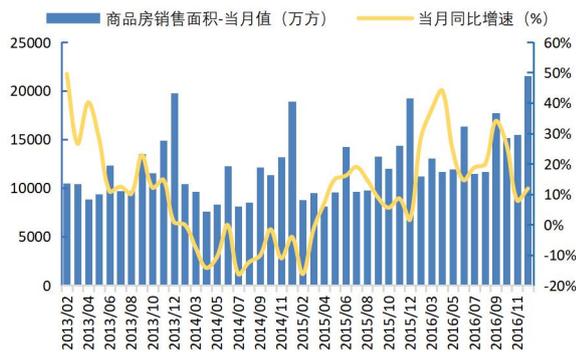
### 2.1 2014年6月-2016年7月：下行周期25个月，下行幅度258bp

**按揭利率下行背景：量价跌、库存压力大、按揭利率下调领先于政策调整。**1) 销售连续5个月同比下降：2012年下半年开始房地产市场过热，2013年房地产调控收紧，出台“国五条”，重申以限购限贷为核心的调控政策，调控收紧后，2014年2月开始商品房销售面积同比转负，在2014年6月按揭利率下调前商品住宅销售面积已经连续5个月同比下跌，跌幅最高达到14.3%。2) 房价同步下跌：除了销售面积，70

城房价在 2014 年 5 月也开始下跌。3) 库存面积大幅上升：商品房量价齐跌，又叠加前期楼市过热累积的库存面积大幅上升，全国商品住宅待售面积从 2012 年的 2 亿平增加至 2016 年高点 4.6 亿平。销售下行、库存累积导致的供需失衡带来的房价下跌压力，叠加 2014 年经济下行压力大，2014 年 6 月按揭利率率先开始下调，紧接着 7 月住建部提出“千方百计地消化库存”，930 新政正式迎来了 2014 年-2015 年的房地产去库存放松周期。

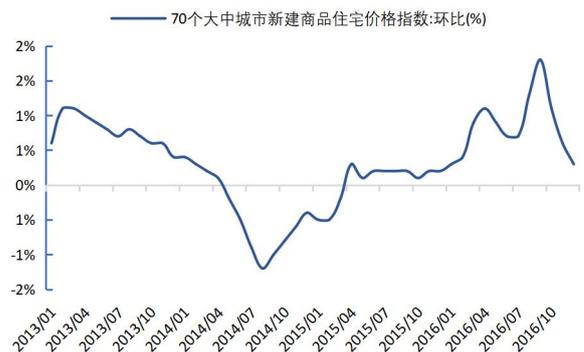
**按揭利率下调后市场反应：销售面积 8 个月后同比转正，下调周期结束时间点也远长于市场回暖。**按揭利率及房地产放松政策叠加宽松下，商品房成交面积于 15 年 4 月同比转正，2015 年 12 月基本恢复至下降前水准，商品房库存也开始下降。但首套房贷款利率仍继续下调，直至 2016 年 7 月下调至 4.44% 结束本轮利率下调周期。

图表 2：2013 年-2016 年商品房销售面积及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 3：2013 年-2016 年 70 城商品房住宅价格指数环比增速 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 4：2012 年-2016 年商品房住宅待售面积



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 5：2014 年-2016 年全国首套房平均贷款利率 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

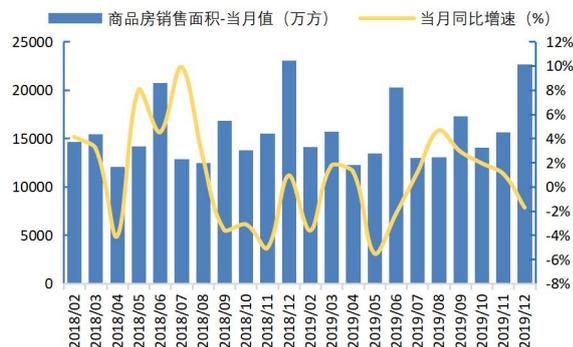
## 2.2 2018 年 12 月-2019 年 5 月：下行周期 6 个月，下行幅度 29bp

**按揭利率下行背景：销售下行，土地市场遇冷，按揭利率下调领先于政策调整。**1) 严监管叠加棚改进入尾声导致销售面积连续 3 个月同比下降：2017-2018 年监管政策延续 16 年以来收紧态势，按揭利率持续上行，2018 年 10 月国务院常务会议明确提出对于库存不足、房价上涨压力大的市县，尽快取消货币化安置政策，标志着持续两年的棚改货币化安置政策宣告进入尾声，三四线城市缺乏支撑销售的有效手段，带动全国商品房销售面积增速自 2018 年 9 月开始连续两个月负增长。2) 土地市场遇冷：受到去杠杆政策影响，行业资金紧张，进而影响土地市场，土地购置面积从 2019 年 2 月开始连续 7 个月同比下降，平均降幅高达 27%，土地流拍率上升。3) 按揭利率率先下调：2018 年 11 月结束房贷利率上涨，12 月开始下调首套房贷款利率，随后 12 月中央经济会议继续强调“因城施策”，广州、菏泽、珠海等地先后放松房地产调控政策，按揭利率下调周期仍领先于政策转向。

**按揭利率下调后市场反应：销售面积 3 个月后同比转正，受到房价上涨约束周期结束较早。**2018 年 12

月开始按揭利率下行，3个月后销售面积增速触底回正，整个降息周期持续6个月，利率共下降29bp。2018年宽松背景有所不同，1)销售下跌幅度较小，房价上升压力一直较大，2)房企资金压力缓解后投资和拿地迅速回暖，因此在销售、土地和投资回暖后，受到房价上涨压力影响，按揭利率下调周期很快结束。

图表 6：2018年-2019年商品房销售面积及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 7：2018年-2019年土地购置面积及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 2.3 2019年12月-2021年1月：下行周期13个月，下行幅度31bp

**按揭利率下行背景：2019年底销售低迷叠加疫情影响销售断崖式下跌，按揭利率下行早于政策转向。**2019年四季度起商品房销售持续低迷，至2019年12月单月销售同比转负，叠加疫情影响2020年1-2月销售面积同比下降40%，销售呈现断崖式下跌的情况。受销售低迷影响，按揭利率自2019年12月率先开始下调，同时疫情影响下经济下行压力大，为迅速稳定经济，央行于2020年2月、2020年4月分别对LPR下调10bp和5bp，进一步带动按揭利率下行，按揭利率主动下行16bp，按揭利率下行领先于2020年初才陆续开始的部分城市出台的临时性的纾困政策。

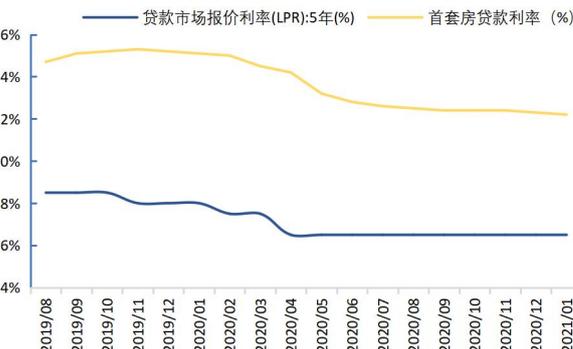
**按揭利率下调后市场反应：疫情影响消退后销售同比回正，下行周期结束晚于政策转向。**2020年的市场下行主要是受到疫情影响下的前期需求抑制，随着疫情结束和按揭利率下调等政策宽松，2020年10月当年累计销售面积同比转正，受疫情抑制的需求释放完毕，本轮调整也接近尾声。随着深圳等热点城市房价大幅上涨，2020年5月政策转向收紧，但首套房按揭利率下调周期仍以较小幅度延续至2021年1月楼市大热才结束。

图表 8：2019年-2020年商品房销售面积及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 9：2019年-2020年LPR5年期和首套房贷利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

从以上三轮按揭利率调整周期来看，有三个方面的共同点：1. 下调原因：直接原因都是销售面积同比转负；2. 下调周期：下调起点几乎与销售同比转负同步，并且早于政策转向；下调周期受到成交市场下行的成因和幅度，例如2014-2016年量价齐跌，且跌幅和持续时间均较长，下调周期也 longer，在市场回暖之后仍持续较长时间，但2019年成交下降幅度较小叠加资金问题缓解，且房价在这一轮中仍保持上涨，市场恢复后房价上涨压力极大，按揭利率下调周期也相应变短；下调滞后于政策转向和销售回暖，只有市场过热或房价上涨过快时，下行周期才会结束。

**图表 10：三轮按揭利率下行周期总结**

时间	2014-2015	2018-2019	2019-2020
下调周期开始	2014年6月	2018年12月	2019年12月
下调周期结束	2016年7月	2019年5月	2021年1月
下调时长	25个月	6个月	13个月
下调幅度	258bp	29bp	31bp
原因	量价跌、库存压力大、前期无序扩张后期房地产调控政策收紧	销售下行，土地市场遇冷	2019年底销售低迷，叠加疫情影响下销售断崖式下跌。
对市场影响	商品住宅成交面积于降息10个月后同比转正，16年2月基本恢复至下降前水准	降息3个月后销售面积增速触底回正，周期短，恢复快。	受疫情影响的下行降息10个月，20年10月当年累计销售基本与19年10月累计面积相近，受疫情抑制的需求释放完毕
下调节点特征	按揭利率下调领先于政策调整，下调周期结束时点也远迟于市场回暖，2016年商品住宅成交面积恢复到下降前水平，按揭利率下调周期直至7月才结束。	受到房价上涨压力影响，按揭利率下调周期结束较早，但仍迟于销售和土地和投资回暖。	按揭利率下调领先于LPR下调和部分城市临时性纾困政策，政策转向收紧、深圳等热点城市房价大幅上涨后按揭利率下调周期才结束。

资料来源：信达证券研发中心

### 3 展望未来，本轮按揭利率下行幅度或近 2014 年

**下行幅度：量价齐跌，叠加企业端资金压力和需求端观望情绪，按揭利率下调幅度将更大。**本轮不仅成交面积下跌幅度大，目前房价下跌压力也较大，70城商品住宅价格指数自去年9月起环比连续7个月下行，考虑到70城二线城市占比较大，三四线城市当前的房价下跌压力可能更大。

**下行周期：行业下行幅度更大，周期更长，按揭利率下调后两轮周期更长，但考虑价格压力，2014年利率长期下行情况难以复现。**本轮商品房销售面积同比转负已经持续9个月，同比跌幅在20%左右，跌幅和下跌周期都已经超过2014年，因此可以预见本轮下行周期较2018年和2020年都会更长。但2014年利率下降周期长达25个月，剔除基准利率影响后，首套房按揭利率主动下行93bp，考虑三个季度的迟滞影响，整个调整周期内房价相对调整前最高上涨36%；而在后面两轮调控周期分别为6个月，14个月，利率分别下行29bp，31bp，调整期结束后房价相对调整前上涨6%，9%。本轮利率下行目前持续7个月，销售均价已下跌5%，因此相较2018、2020年调控可获得更多的下行空间，预计当前降利率对销售均价带来的影响仅够修复至下跌前水平，但考虑目前监管政策基调仍以“稳房价”为主导思想，房价压力下，下行周期难超2014年。

**下行空间：按揭利率中枢下移明显，本轮利率中枢向LPR靠近，仍有近80bp下行空间。**4月全国首套房贷利率为5.17%，较《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》中指出的“首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点”，目前LPR5年期为4.6%，仍有77bp下行空间。2018年调控由5.71%降至5.42%，2019年调控由5.53%降至5.23%，按揭利率中枢不断下移。2014年按揭利率整体下行258bp，其中基准利率下降125bp，按揭利率主动下行幅度为133bp，本轮按揭利率目前下调56bp，基准利率下行5bp，按揭利率主动下调幅度为51bp，在央行和银保监会《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》政策推动下，按揭利率加速下行70bp-80bp，本轮按揭利率主动下调幅度将与2014年下行幅度相近。

**考虑居民信心的修复时间，乐观预期三季度出现市场拐点。**本轮市场下行在居民信心方面不同于2018年和2020年，商品房成交面积至今仍未出现企稳政策，叠加房企频繁暴雷，信心修复时间或许更长，结合2014年情况来看，市场拐点在降息后三个季度出现，乐观预期本轮市场下行在三季度出现拐点。

## 风险因素

---

**政策风险：**政策放松进度不及预期，房地产税、预售资金政策调控超预期。

**市场风险：**地产行业销售下行幅度超预期。

## 研究团队简介

**江宇辉**，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获2015年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。