

【中信期货工业】居民真的买不起房吗？

——基于利率角度

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

今年以来房贷利率已大幅下调至历史低位，但是商品房销售却未见明显改善。其主要原因在于：（1）利率调降政策无法扭转居民购房能力持续偏弱的现状；（2）收入预期悲观、购房收益走低下，居民的购房意愿不断下降。展望未来，利率下调的所剩空间极为有限且作用效果正在边际递减，而提高收入和稳定房价或将成为地产销售回暖的关键因素。

摘要：

今年以来，房贷利率经历了大幅下调，但地产销售情况并未得到明显改善。近期央行降准后，住房贷款利率有望随之迎来普降。本文从能力和意愿两个维度，深入分析了利率调降政策的作用空间，探讨了居民购房需求受到抑制的真正原因。

从全国层面来看，房贷利率下调的所剩空间不大，且无法改变居民购房能力和购房意愿持续偏弱的现状。**购房能力：**（1）**首付支付能力相对合理：**增量视角下，居民平均需要3-7年的时间积攒首付；存量视角下，居民持有的存款和金融资产基本能够满足最低比例（20%-30%）的首付要求。（2）**还本付息能力明显偏弱：**调降房贷利率主要改善的是居民的还本付息能力。今年利率大幅下调后，居民的月供收入比降至50%的安全线以下，但明显超过居民舒适区，而月供储蓄比仍然在100%的安全线之上，居民还贷能力还是相对较差。**购房意愿：**（1）**收入预期：**就业和收入情况恶化下，居民的收入预期趋于悲观。（2）**购房收益：**房价下跌使得居民购房的超额收益率持续下滑至-4.95%。双重不利因素下，居民的购房意愿受到全面抑制。

分不同能级城市来看，结构性分化现象显著。（1）**一线城市：**居民平均购房能力严重不足，但是其供需长期偏紧，因此虽然房贷利率政策并不宽松，但是仍然存在部分购房能力较强的居民，使得住房需求能够得到较快修复。（2）**二三线城市：**相比于调降利率，提升收入和稳定房价可能将对改善购房需求发挥更加重要的作用。

总体来看，今年房贷利率下调在一定程度上提升了居民的购房能力，但并未给购房需求带来明显改善，并且作用效果正在边际递减。而提高收入和稳定房价或将成为未来地产销售回暖的关键因素。

风险提示：疫情发展超预期，政策力度不及预期，经济增长不及预期。



大宗商品研究团队

研究员：

郑非凡

从业资格号 F03088415

投资咨询号 Z0016667

目录

摘要:	1
一、房贷利率已至低位, 销售却未明显改善.....	4
二、能力受限叠加意愿钝化, 利率调降政策效果边际递减.....	8
(一) 购房能力: 首付支付能力尚可, 还本付息能力偏弱.....	9
(二) 购房意愿: 收入预期及购房收益未见好转, 购房意愿难以提升.....	14
三、需求分化持续扩大, 二三线城市成为扭转全局的关键.....	18
(一) 一线城市: 购房压力极高, 但不改变供需紧张的现实.....	19
(二) 二三线城市: 稳定房价或成为销售回暖的重要条件.....	22
免责声明	28

图表目录

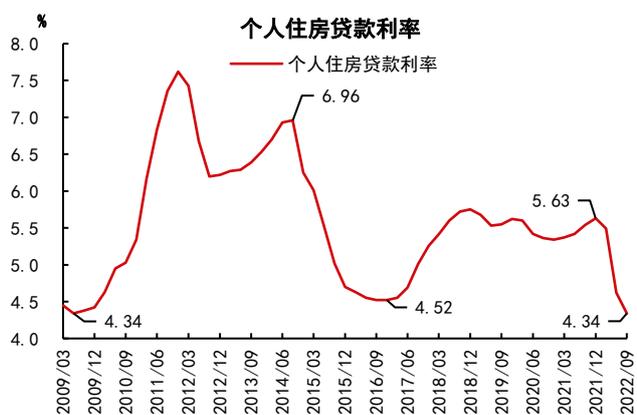
图 1: 个人住房贷款利率今年以来快速下行 129BP	4
图 2: 首套和二套房贷利率均已接近框架下限.....	4
图 3: 重点城市首套房贷利率(截至 2022 年 12 月 08 日)	5
图 4: 重点城市二套房贷利率(截至 2022 年 12 月 08 日)	5
图 5: 10 月商品房销售面积当月同比下滑 23.2%.....	6
图 6: 30 城商品房成交面积 11 月同比下滑 24.8%.....	6
图 7: 上周 30 城商品房成交同比下滑 20.2%.....	6
图 8: 上周 30 城中一线城市商品房成交同比下滑 27.9%.....	6
图 9: 上周 30 城中二线城市商品房成交同比下滑 23.2%.....	7
图 10: 上周 30 城中三线城市商品房成交同比上升 5.21%.....	7
图 11: 居民购房需求分析框架.....	8
图 12: 就业和收入预期悲观是影响居民购房的首要因素.....	8
图 13: 居民首付存储年限在 3-7 年左右.....	9
图 14: 公安部户籍口径下居民户均通货及存款为新房套均总价的 25%左右.....	10
图 15: 人口普查口径下居民户均通货及存款为新房套均总价的 22%左右.....	10
图 16: 73%的首套购房者选择 3 成首付比.....	11
图 17: 48%的二套购房者选择 4 成及以下首付比.....	11
图 18: 72.3%的受访者可接受的月供收入比在 30%以下.....	11
图 19: 首套房月供收入比在 40%-51%左右.....	12
图 20: 二套房月供收入比在 38%-47%左右.....	12
图 21: 首套房月供储蓄比在 107%-135%左右.....	13
图 22: 二套房月供储蓄比在 101%-124%左右.....	13
图 23: 居民储蓄意愿显著增强.....	13
图 24: 月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试.....	14

图 25:	未来 3 个月预计增加购房支出的居民占比为 17%.....	14
图 26:	有购房需求的受访者占比降至低位水平.....	14
图 27:	今年以来城镇居民人均可支配收入累计同比快速下滑.....	15
图 28:	今年以来失业率大幅波动.....	15
图 29:	居民的就业和收入预期趋于悲观.....	15
图 30:	今年上半年以来,商品住宅价格快速下滑.....	16
图 31:	居民对房价上涨的预期趋于悲观.....	16
图 32:	2021 年下半年起购房超额收益率转正为负且快速下行.....	17
图 33:	三四线城市商品房销售面积占比超过 65%.....	18
图 34:	不同能级城市的购房需求存在较大差异.....	18
图 35:	不同能级城市居民购房置业的主要影响因素.....	19
图 36:	不同能级城市居民更期待的调控放松政策类型.....	19
图 37:	一线城市首付存储年限为 20-26 年左右.....	20
图 38:	一线城市居民户均存款占新房均价的 10%左右.....	20
图 39:	一线城市首套房月供收入比在 105%-130%左右.....	21
图 40:	一线城市二套房月供收入比在 68%-84%左右.....	21
图 41:	一线城市首套房月供储蓄比降至 265%-330%左右.....	21
图 42:	一线城市二套房月供储蓄比 173%-212%左右.....	21
图 43:	2021 年下半年起一线城市商品住宅价格增速降低但仍维持正增长.....	22
图 44:	今年以来一线城市购房超额收益率在 0%以上附近波动.....	22
图 45:	二线城市首付存储年限在 10-13 年左右.....	23
图 46:	三线城市首付存储年限在 6-13 年左右.....	23
图 47:	二线城市居民户均存款占新房销售套均价的 15%-17%左右.....	23
图 48:	三线城市居民户均存款占新房销售套均价的 13%-15%左右.....	23
图 49:	二线城市首套房月供收入比超过 50%的安全线.....	24
图 50:	二线城市二套房月供收入比升至 49%-61%左右.....	24
图 51:	二线城市月供储蓄比在 135%-170%左右.....	24
图 52:	二线城市月供储蓄比提升至 127%-157%左右.....	24
图 53:	三线城市首套房月供收入比在 50%的安全线以上.....	25
图 54:	三线城市二套房月供收入比约为 56%-69%.....	25
图 55:	三线城市首套房月供储蓄比约为 146%-185%.....	25
图 56:	三线城市二套房月供储蓄比约为 142%-175%.....	25
图 57:	二线城市月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试.....	26
图 58:	三线城市月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试.....	26
图 59:	二三线城市商品房价格持续负增长.....	27
图 60:	二线城市购房超额收益率自 2021 年末起快速下行.....	27
图 61:	三线城市购房超额收益率自 2021 年下半年起快速下行.....	27

一、房贷利率已至低位，销售却未明显改善

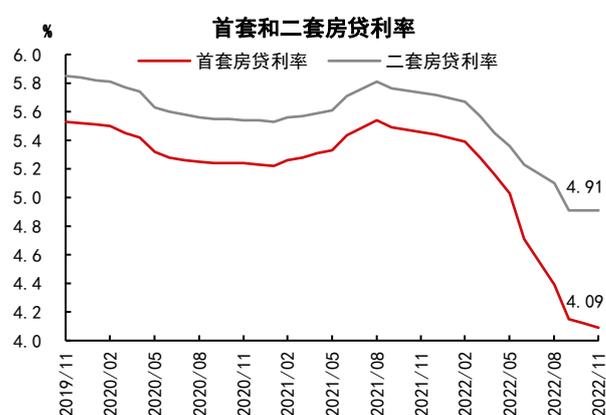
当前房贷利率已下降至历史最低区间。今年以来，在地产周期下行的背景下，引导个人住房贷款利率下降成为从需求端进行地产调控的主要政策之一。根据央行数据，三季度末个人住房贷款利率为 4.34%，相比年初高点下滑了 129BP。其中，二季度由于利率下调政策密集发布，单季度下行幅度最大，达到 87BP。虽然相比上一轮下行周期（2014-2016 年）高达 244BP 的利率降幅，本轮周期的下调力度仅为当时的一半左右，但是目前房贷利率的绝对水平已降至 2009 年以来的历史最低。此外，根据贝壳研究院数据，11 月被监测的 103 个重点城市的主流首套房贷利率为 4.09%，较上月下降 3BP；而主流二套房贷利率为 4.91%，连续三个月维持不变。在当前政策框架下，首套和二套房贷利率均已接近下限水平（首套房 LPR-20BP，二套房 LPR+60BP）。

图 1：个人住房贷款利率今年以来快速下行 129BP



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 2：首套和二套房贷利率均已接近框架下限



资料来源：Wind 贝壳研究院 中信期货研究所

部分城市的首套房贷利率下限突破 4.10%。今年 9 月 29 日，央行、银保监会阶段性调整差别化住房信贷政策，符合条件的城市可自主决定在年底前维持、下调或取消 4.10% 的首套住房贷款利率下限。截至 12 月 8 日，在符合条件的城市中，绝大多数已对首套房贷利率做出调整。其中，天津、武汉、襄阳等 12 个城市的首套利率已降至 3.90%，石家庄、温州等 7 个城市降至 3.80%，清远的下调幅度最大，降至 3.70%；湛江和云浮两地则直接取消了首套利率下限。此外，还有兰州、哈尔滨等少部分城市的首套利率尚未发生变动。而在不符合条件的城市中，大多数经过前期调降，首套利率已达到 4.10% 的下限水平。从重点城市的情况来看，一线城市的首套利率维持在 4.30% 以上，其中，北京甚至达到了 4.85%；南京、杭州等核心二线城市及其他二三线城市的首套利率均已普遍降至 4.10%。因此，目前除一线城市外，各能级城市基本已在政策限制下对首套房贷利率做出了最大程度的调整。

图 3： 重点城市首套房贷利率（截至 2022 年 12 月 08 日）

城市	首套房贷利率	城市	首套房贷利率	城市	首套房贷利率	城市	首套房贷利率
北京	4.85%	武汉	3.90%	南昌	4.10%	宜昌	3.90%
上海	4.65%	长沙	4.10%	南宁	4.10%	襄阳	3.90%
广州	4.30%	成都	4.30%	东莞	4.10%	大理	3.95%
深圳	4.60%	重庆	4.10%	佛山	4.10%	秦皇岛	3.80%
天津	3.90%	济南	4.10%	清远	3.70%	岳阳	4.10%
南京	4.10%	青岛	4.10%	石家庄	3.80%	湛江	-
苏州	4.10%	郑州	4.10%	昆明	3.95%	包头	3.90%
杭州	4.10%	西安	4.10%	兰州	4.10%	安庆	3.95%
宁波	4.10%	大连	3.95%	贵阳	3.90%	济宁	3.95%
福州	4.10%	哈尔滨	4.10%	泉州	3.80%	常德	4.10%
厦门	4.10%	无锡	4.10%	温州	3.80%	北海	4.10%
合肥	4.10%	海口	4.40%	泸州	3.90%	桂林	4.10%

资料来源：中信期货研究所（标红的为国家统计局 70 个大中城市中满足调整首套房贷利率下限要求的城市）

绝大多数城市的二套房贷利率已降至 4.90%。除北京、上海及个别二线城市外，其他各能级城市的二套房贷利率已普遍降至 4.90% 的框架下限水平。相比首套房贷利率，目前尚未有政策支持突破二套房贷利率下限，导致二套利率持续处于“降无可降”的状态，两者之间的差距在上月进一步扩大至 82BP。我们认为，为刺激改善型需求，二套房贷利率还有一定的下降空间。

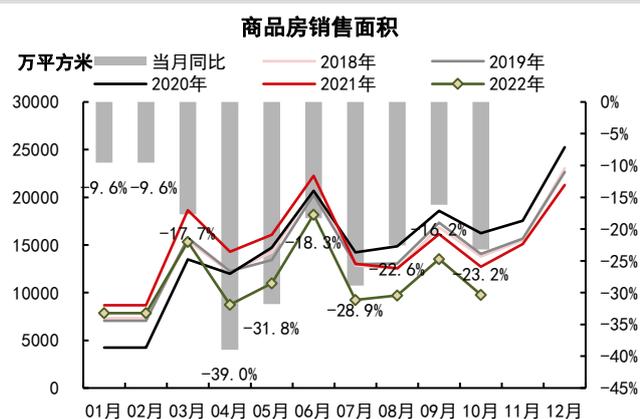
图 4： 重点城市二套房贷利率（截至 2022 年 12 月 08 日）

城市	二套房贷利率	城市	二套房贷利率	城市	二套房贷利率	城市	二套房贷利率
北京	5.35%	武汉	4.90%	南昌	4.90%	宜昌	4.90%
上海	5.35%	长沙	5.05%	南宁	4.90%	襄阳	4.90%
广州	4.90%	成都	5.20%	东莞	4.90%	大理	4.90%
深圳	4.90%	重庆	4.90%	佛山	4.90%	秦皇岛	4.90%
天津	4.90%	济南	4.90%	清远	4.90%	岳阳	4.90%
南京	5.05%	青岛	4.90%	石家庄	4.90%	湛江	4.90%
苏州	4.90%	郑州	4.90%	昆明	4.90%	包头	4.90%
杭州	4.90%	西安	4.90%	兰州	4.90%	安庆	4.90%
宁波	4.90%	大连	5.05%	贵阳	4.90%	济宁	4.90%
福州	4.90%	哈尔滨	4.90%	泉州	4.90%	常德	4.90%
厦门	5.10%	无锡	4.90%	温州	4.90%	北海	4.90%
合肥	4.90%	海口	4.90%	泸州	4.90%	桂林	4.90%

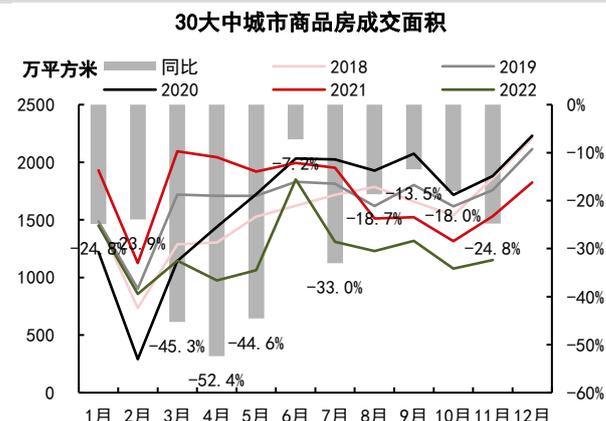
资料来源：中信期货研究所（标红的为当前二套房贷利率尚未降至 4.90% 的城市）

房贷利率下调并未带来销售的明显改善。回顾全年的地产销售情况，1-4 月商品房成交受疫情影响，呈现出加速下滑趋势，4 月当月同比跌幅超过 39%。5 月份，央行下调首套房贷利率下限 20BP，LPR 调降 15BP，地方政府随之频繁出台政策降低房贷利率，调控力度逐渐增强，商品房销售在政策推动下迎来一定回升，

6月当月同比跌幅收窄至18%。但是，居民的购房需求实际上并没有得到根本性提升。在前期疫情积累的需求消化完成后，受断贷事件影响，7月当月成交面积同比跌幅再次扩大，三季度整体销售情况未见明显改善。进入10月份，房贷利率调降政策继续强化，但是居民的购房信心没有因此得到修复，再加上疫情冲击，地产销售再度拐头向下。10月当月同比跌幅再次跌落到23%，目前销售端持续承压。

图 5： 10月商品房销售面积当月同比下滑 23.2%


资料来源：Wind 中信期货研究所

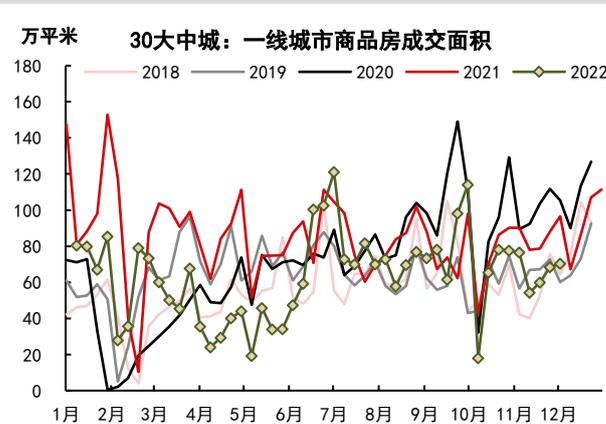
图 6： 30城商品房成交面积 11月同比下滑 24.8%


资料来源：Wind 中信期货研究所

不同能级城市商品房销售存在显著分化。根据商品房销售的高频数据，可以看到当前30大中城市的成交面积仍然表现不佳，上周同比下滑20.2%，相比11月份跌幅没有明显改善。分城市能级来看，一线城市的销售情况相对较好，二线城市目前面临较大压力，三线城市近期在政策推动下有小幅回暖但整体形势依然严峻。城市之间出现显著的分化现象，其主要原因在于供需关系状况的不同。一线城市供需长期偏紧，因此即使调控政策没有大幅度放松，长时间受到压制的需求也在不断释放，对商品房市场形成有效支撑；而二三线城市居民的购房需求被严重抑制，虽然目前需求端利好政策已基本出尽，但地产销售仍未见明显起色。

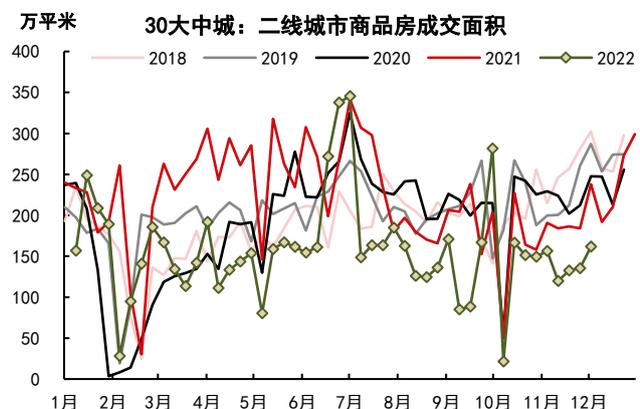
图 7： 上周 30 城商品房成交同比下滑 20.2%


资料来源：Wind 中信期货研究所

图 8： 上周 30 城中一线城市商品房成交同比下滑 27.9%


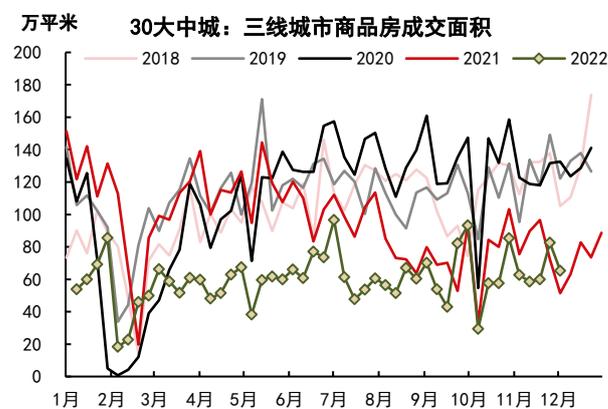
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 9： 上周 30 城中二线城市商品房成交同比下滑 23.2%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 10： 上周 30 城中三线城市商品房成交同比上升 5.21%



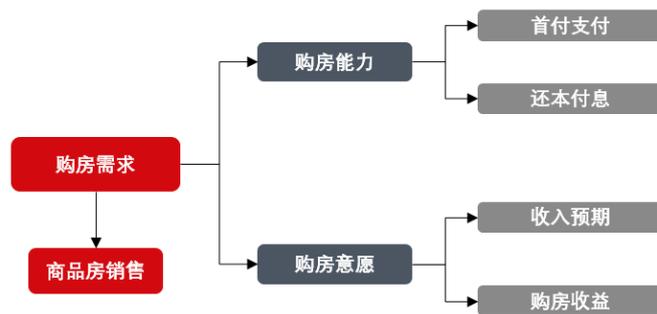
资料来源：Wind 中信期货研究所

整体来看，今年以来房贷利率已经历大幅下调，但对地产销售的改善效果极其有限且持续性偏弱。央行已于 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。我们预计此次降准过后，5 年期以上 LPR 大概率会再次回调，住房贷款利率有望迎来普降。那么，利率调降政策是否还能发挥效用？地产销售为何迟迟不见回暖？本文将从能力和意愿两个维度，深入探讨居民购房需求受到抑制的真正原因。

二、能力受限叠加意愿钝化，利率调降政策效果边际递减

居民对住房的需求受其购房能力和购房意愿的双重影响。其中，购房能力可进一步拆分为首付支付能力和还本付息能力，购房意愿则主要取决于居民对收入的预期情况，以及购房所能带来的超额收益。

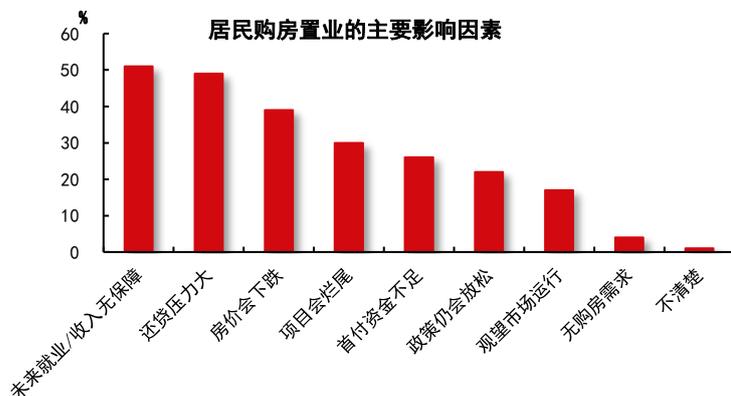
图 11：居民购房需求分析框架



资料来源：中信期货研究所

悲观的收入预期和较高的还贷压力是当前抑制居民购房的首要因素。根据中指研究院的调查数据，在影响居民购房需求的因素中，目前最为重要的两个是对未来就业/收入的悲观预期和较高的还贷压力，分别占比 51%和 49%。这反映出购房需求减少的主要原因，即居民认为当下买房不仅会面临沉重的还贷负担，未来还可能因为就业和收入情况变差，使得压力进一步加大。此外，预期房价下跌也是当前影响购房需求的一个重要因素，占比近 40%。房价下跌的预期，会导致居民的购房收益降低，从而严重影响投资性购房需求，也会使得有刚性和改善型住房需求的居民推迟其购房计划，等待更好的购房时机。而相比于前述的三个因素，首付对居民购房的影响相对较小，仅占 26%，首付压力总体可控。

图 12：就业和收入预期悲观是影响居民购房的首要因素



资料来源：中指研究院 中信期货研究所

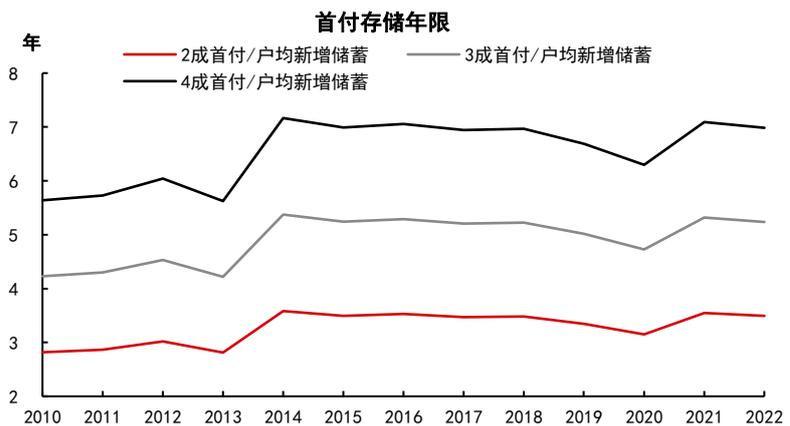
基于以上对购房需求的定性分析，为准确衡量居民的购房能力和购房意愿，判断利率调降政策的作用效果，我们对居民的首付支付和还本付息能力，以及收入预期和购房收益进行了定量讨论。

（一）购房能力：首付支付能力尚可，还本付息能力偏弱

1. 首付支付能力：处在相对合理区间

从增量角度来看，居民的首付存储年限处在相对合理的区间之内。居民的首付存储年限为首付金额与户均新增储蓄之比， $\text{新增储蓄} = \text{人均可支配收入} - \text{人均消费性支出}$ 。分别以 2-4 成的首付比计算，居民家庭平均需要花费 3-7 年的时间积攒首付，这是一个相对合理的年限。

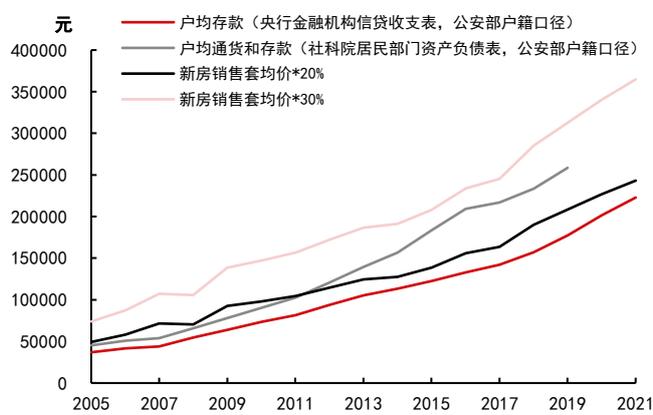
图 13：居民首付存储年限在 3-7 年左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

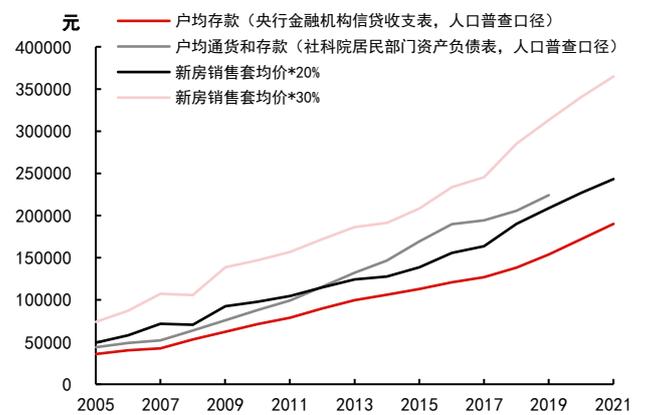
从存量角度来看，居民手中的存款和金融资产基本能够完成最低比例（20%-30%）的首付支付。根据社科院居民部门资产负债表口径的数据，分别以 2.67 人（人口普查口径）和 3.08 人（公安部户籍口径）的户均规模进行测算，得到 2019 年我国居民部门户均通货和存款为 22 万元和 26 万元，占当年新房销售套均总价的 22%和 25%。根据口径较小的央行金融机构信贷收支表进行测算，2021 年居民家庭户均存款在 19-22 万元左右，占套均房价的 15%-18%。但是该数据体现的是全国居民的平均水平，考虑到城镇居民家庭户均存款一般明显高于全国平均，再加上购房时家庭储蓄普遍会在代际间进行转移，因此以上测算结果对居民实际的首付支付能力有所低估。此外，居民家庭户均持有超过 8 万元的理财、基金和股票等其他金融资产，也可以减轻一定的首付压力。因此，我们认为居民的首付支付能力基本可以满足最低要求。

图 14： 公安部户籍口径下居民户均通货及存款为新房套均总价的 25%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 15： 人口普查口径下居民户均通货及存款为新房套均总价的 22%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 还本付息能力：整体偏弱，且提升空间有限

居民的还本付息能力可以用月供收入比和月供储蓄比两个指标来进行衡量，体现的是在支付过首付款以后，每月用于偿还贷款的支出对居民的压力大小。月供收入比和月供储蓄比的计算方式如下：

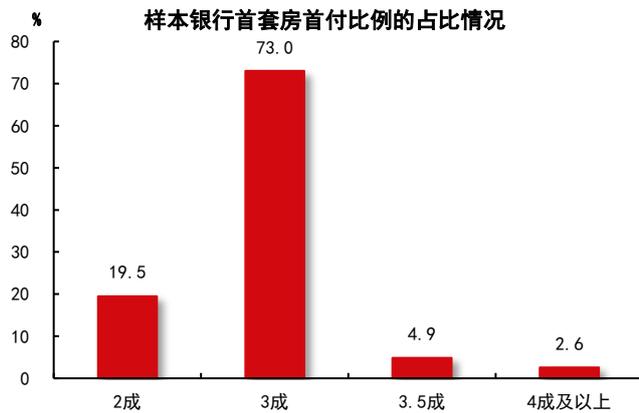
月供收入比=居民家庭年还本付息支出/户均可支配收入

月供储蓄比=居民家庭年还本付息支出/户均新增储蓄

新增储蓄=城镇居民人均可支配收入-城镇居民人均消费性支出

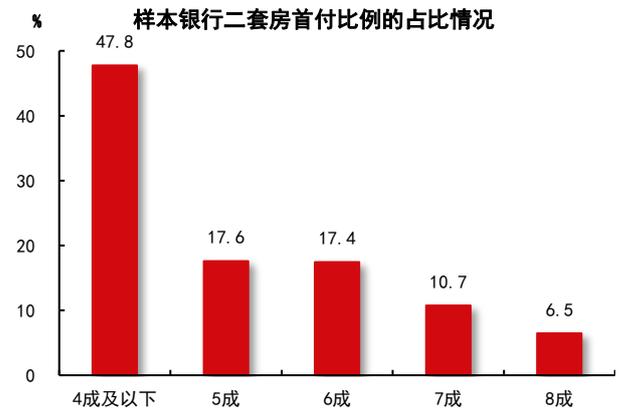
其中，居民家庭年还本付息支出为，新房销售套均总价扣除首付款后的贷款部分，按照一定的贷款期限（20 年/30 年）和等额本息的还款方式进行模拟测算所得。我们对居民首套房和二套房的还本付息能力分别进行了计算。首付比使用大多数人购房时所选择的比例，即首套房为 30%，二套房为 40%。2008-2021 年的房贷利率采用贝壳研究院发布的首套和二套房贷利率月度数据的年度平均值，2022 年的房贷利率采用最新的 11 月的首套和二套利率，分别为 4.09%和 4.91%。此外，我们在控制人均可支配收入、人均消费性支出等数据不变的情况下，进行了 2022 年月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试，考察了今年以来房贷利率下调对居民还本付息能力的改善程度，以及未来利率调降政策继续强化下居民还本付息能力的提升空间。

图 16: 73%的首套购房者选择 3 成首付比



资料来源: Wind 中信期货研究所

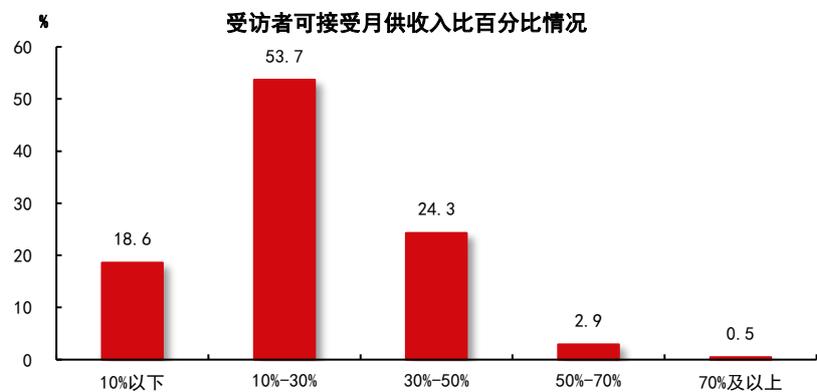
图 17: 48%的二套购房者选择 4 成及以下首付比



资料来源: Wind 中信期货研究所

月供收入比和月供储蓄比的安全线分别为 50%和 100%。根据贝壳研究院的调查数据, 72.3%的受访者可接受的月供收入比在 30%以下, 这是一个大多数人认为相对舒适的区间; 只有极少数人可以接受还贷支出在收入的 50%以上, 50%即为居民月供收入比的安全线。月供储蓄比进一步考虑到了居民储蓄倾向的变动, 安全线为 100%。月供储蓄比超过 100%意味着居民处于入不敷出的状态。

图 18: 72.3%的受访者可接受的月供收入比在 30%以下



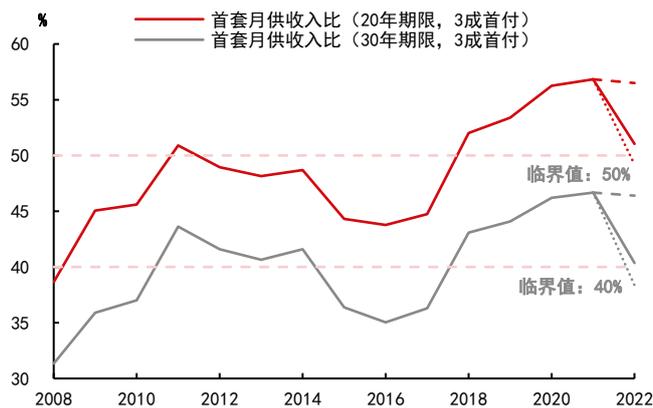
资料来源: 贝壳研究院 中信期货研究所

月供收入比: 仍处于较高水平, 且改善空间有限。测算结果显示, 今年以来, 居民月供收入比的上升趋势发生了根本性扭转, 回到了 2018 年前后的水平。在 30 年和 20 年贷款期限下, 居民当前购买首套房的月供收入比分别为 40%和 51%, 购买二套房的月供收入比分别为 38%和 47%, 基本位于安全线以下, 但明显超过居民舒适区。此外, 以 2021 年的房贷利率进行测算, 得到在今年房贷利率未发生调降的假设下, 首套房月供收入比为 47%-57%, 二套房为 41%-50%, 比目前实际情况分别高 6 个和 3 个百分点左右。所以, 利率下调在一定程度上改善了居民的还贷能力。但是整体来看, 由于月供收入比前几年的快速上升, 居民目前仍然面临较

高的还贷负担，购房需求因此受到明显抑制。

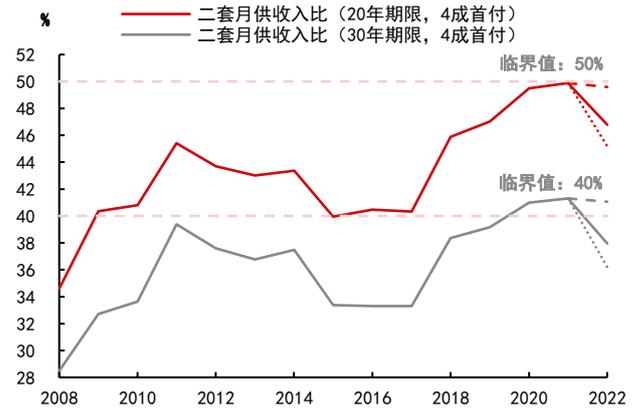
考虑到之后房贷利率大概率会延续下降趋势，我们以极限情况下首套 3.70%、二套 4.50%的房贷利率进行测算，得到首套房月供收入比约为 38%-49%，二套房约为 37%-45%，相比当前实际水平并没有显著降低。因此，我们认为即使后续利率下调政策继续加码，也不会对居民的还本付息能力产生明显的改善作用。

图 19： 首套房月供收入比在 40%-51%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所（虚线为利率下调前水平，点线为利率下调至首套 3.70%、二套 4.50%的水平，下同）

图 20： 二套房月供收入比在 38%-47%左右

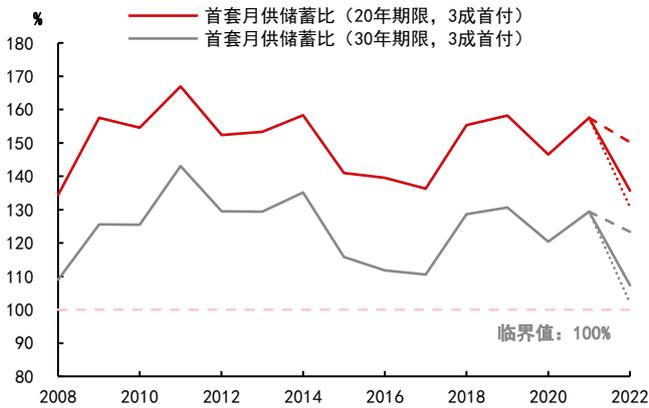


资料来源：Wind 中信期货研究所

月供储蓄比：长期呈现下降趋势，但可能是居民储蓄意愿提升所致。与月供收入比不同，月供储蓄比整体呈现波动下行趋势，尤其是今年以来，经过快速下滑后已至 2008 年以来的历史最低区间。但是这里有两点需要注意：（1）居民当前的首套房月供储蓄比为 107%-135%左右，二套房月供储蓄比为 101%-124%左右，仍然位于 100%的安全线以上，居民还贷负担并不低。（2）月供储蓄比之所以与月供收入比呈现不同的变动趋势，关键不在于月供，而在于储蓄。近几年，由于疫情和宏观经济下行等因素影响，居民的风险厌恶情绪上升，储蓄意愿显著增强，导致新增储蓄的整体增速高于月供增速，从而使得月供储蓄比呈现长期下降趋势。因此，虽然今年房贷利率下调使得以月供储蓄比衡量的还贷负担加速下滑，居民的住房购买能力随之提高，但是其储蓄意愿也空前高涨，居民实际的购房行为不增反降。

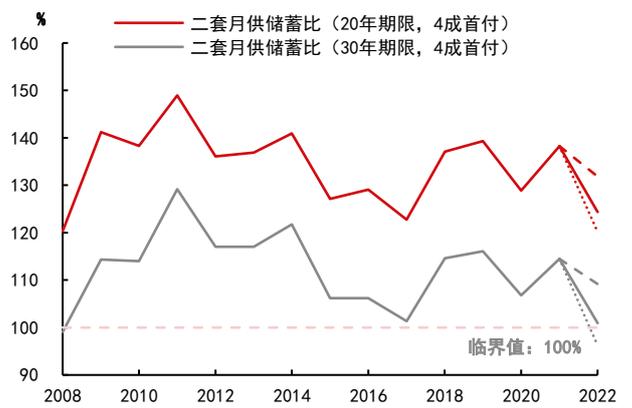
此外，同样对极限情况下居民未来的月供储蓄比变动情况进行测算，得到首套房为 102%-131%，二套房为 96%-120%，相比当前分别降低了 5 个和 4 个百分点左右，降幅极其有限。值得关注的是，此时 30 年贷款期限的二套房月供储蓄比为 96%，已降至 100%的安全线以下。但是，我们认为如果居民的风险厌恶情绪得不到改善，即使在这种情况下也无法真正激发其购房需求。

图 21: 首套房月供储蓄比在 107%-135%左右



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 22: 二套房月供储蓄比在 101%-124%左右



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 23: 居民储蓄意愿显著增强



资料来源: Wind 中信期货研究所

综合以上分析, 我们认为居民当前的购房能力整体偏弱, 且未来房贷利率继续下调所带来的改善空间也相对有限。在其他外部因素不发生改变的情况下, 仅依靠利率调降政策, 很难大幅提升居民的购房需求。

图 24： 月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试

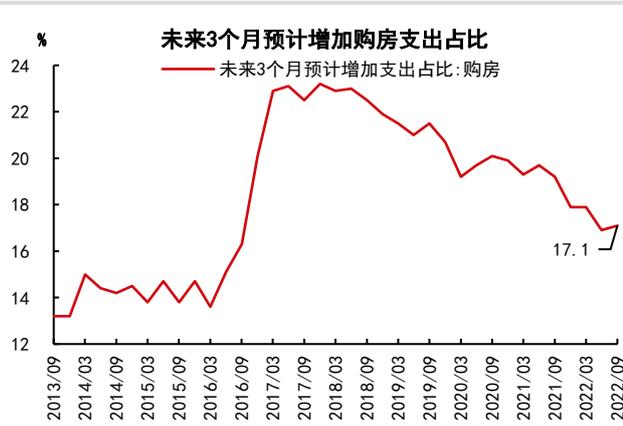
	房贷利率	月供收入比% (20年期限)	下降幅度	月供收入比% (30年期限)	下降幅度	月供储蓄比% (20年期限)	下降幅度	月供储蓄比% (30年期限)	下降幅度
2021年房贷利率	5.36%	56.7	-	46.6	-	151	-	124	-
首套房									
当前房贷利率	4.09%	50.9	10.2%	40.2	13.7%	135	10.2%	107	13.7%
利率继续下调-中性	4.00%	50.5	10.9%	39.8	14.6%	134	10.9%	106	14.6%
利率继续下调-极限	3.70%	49.2	13.2%	38.4	17.7%	131	13.2%	102	17.7%
2021年房贷利率	5.65%	49.7	-	41.2	-	132	-	110	-
二套房									
当前房贷利率	4.91%	46.8	5.9%	38.0	7.9%	124	5.9%	101	7.9%
利率继续下调-中性	4.80%	46.4	6.8%	37.5	9.1%	123	6.8%	100	9.1%
利率继续下调-极限	4.50%	45.2	9.1%	36.6	12.2%	120	9.1%	96	12.2%

资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 购房意愿：收入预期及购房收益未见好转，购房意愿难以提升

居民购房意愿持续位于较低水平。根据央行储户问卷调查数据，今年以来，居民中未来3个月预计增加购房支出的人数占比持续下滑，到三季度已降至17.1%的较低水平。根据中指研究院的调查数据，有购房需求的受访者占比自今年5月份以来同样经历了明显下降，近几个月虽然没有延续第二季度的下行趋势，但是也尚未有任何改善迹象。直接反映出居民当前的偏低的购房意愿。

图 25： 未来3个月预计增加购房支出的居民占比为 17%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 26： 有购房需求的受访者占比降至低位水平



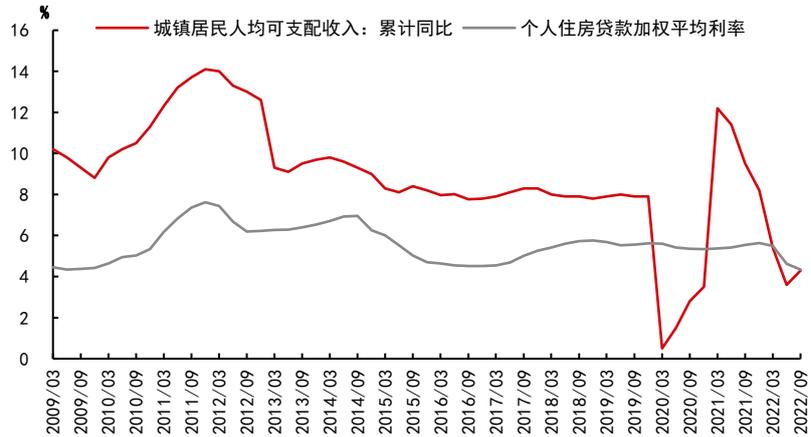
资料来源：中指研究院 中信期货研究所

1. 收入预期：持续悲观，抑制以刚需为主的购房需求

居民可支配收入增速下滑，收入预期趋于悲观。过去，即使在购房压力偏高的情况下，居民仍具备较强的购房意愿，其重要原因之一在于可支配收入增速高于房贷利率。这意味着居民在购房后的还贷能力是不断提升的，所以对未来抱有相对乐观的预期。而今年一季度，城镇居民人均可支配收入同比增长 5.4%，已低

于 5.5% 的住房贷款利率。到二季度时收入增速继续降低至 3.6%，同期房贷利率为 4.6%，两者之间的差距进一步扩大。居民收入预期因此快速下行，购房意愿受到严重抑制。虽然到三季度，收入增速已逐渐回升至与房贷利率相同水平，居民的悲观情绪也有所缓和，但整体仍处于较低水平，所以购房意愿也没有明显改善。

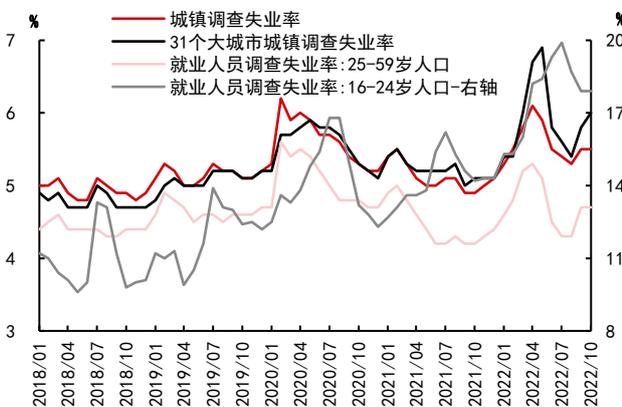
图 27： 今年以来城镇居民人均可支配收入累计同比快速下滑



资料来源：Wind 中信期货研究所

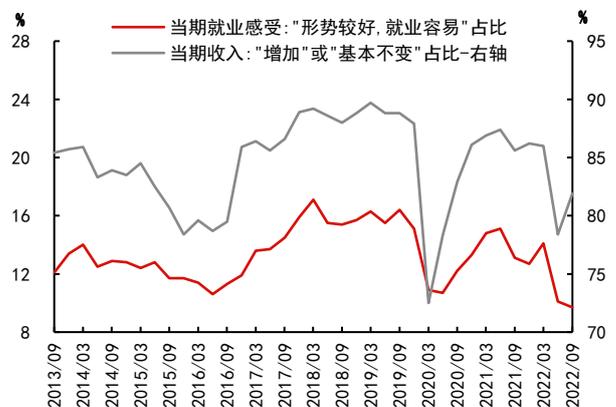
失业率大幅波动下居民就业预期悲观，进一步降低其收入预期。2021 年末起，失业率开始急剧上行，尤其是 31 个大城市以及 16-24 岁年轻群体的就业情况快速恶化。直至今年 5 月份左右，失业率又迅速回落。但是好转趋势延续三个月之后，进入 8 月份，失业率再次攀升，目前稳定在较高位置，就业形势依旧严峻。在失业率大幅波动下，居民对未来的就业预期持续下行。央行储户问卷调查数据显示，认为当前“就业形势较好，就业容易”的人数占比自今年年初以来快速下滑，即使在就业情况有所好转的二季度也没有出现回升。到三季度该比重已降至 9.7%，突破了 2013 年以来的历史最低水平。居民对就业的悲观情绪持续扩散，导致对未来的收入情况缺乏信心，购房意愿随之降低。

图 28： 今年以来失业率大幅波动



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 29： 居民的就业和收入预期趋于悲观



资料来源：Wind 中信期货研究所

此外，相比于有投资性和改善型购房需求的居民，刚性需求购房者的首付和还贷能力更依赖于当期的收入情况，所以刚性需求对居民就业和收入情况的变动具有更高的敏感性。因此，当下较差的收入预期抑制的是以刚需为主的购房需求。

2. 购房收益：不断下行，抑制以投资需求为主的购房需求

房价跌幅持续扩大，居民预期降至低点。过去居民购房意愿不断上升的另一个重要原因是对房价持续上涨的乐观预期。但是时隔7年，房价再次罕见地进入下行通道。今年4月份，70城商品住宅价格指数当月同比由正转负，且跌幅持续扩大。到10月份，当月同比已降至-2.40%，相比上月下降0.10pct。根据央行储户问卷调查数据，今年以来居民对房价的上涨预期持续走低，到三季度，受访者中预计未来房价还会继续上涨的人数占比已降至14.8%的历史最低点，很大程度上抑制了居民的购房意愿。

图 30： 今年上半年以来，商品住宅价格快速下滑



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 31： 居民对房价上涨的预期趋于悲观



资料来源：Wind 中信期货研究所

我们就房价下跌对居民购房超额收益率的影响进行测算。购房超额收益率主要取决于4个因素：房价上涨收益、购房成本、借贷成本及机会成本，其计算方式如下：

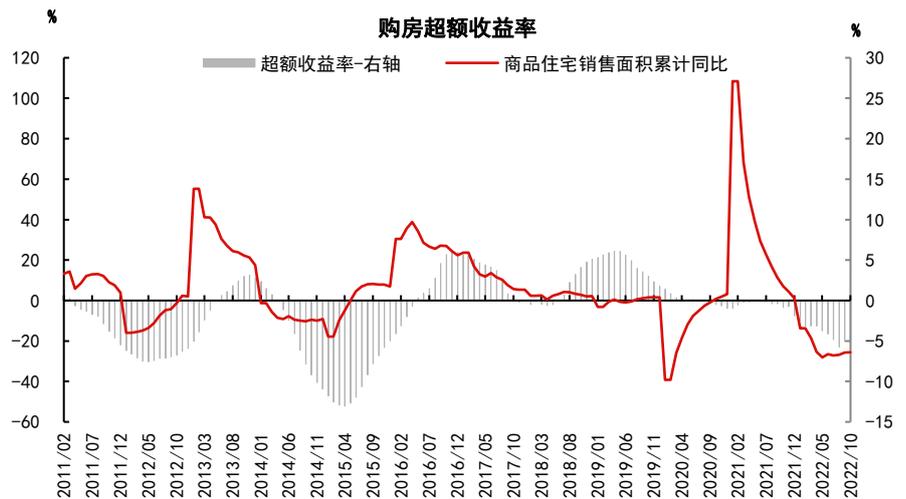
$$\text{购房超额收益率} = (\text{房价上涨收益} - \text{借贷成本}) / \text{购房成本} - \text{理财收益率}$$

其中，房价上涨收益是指房价上涨所带来的差价收益，受房价同比涨跌幅影响；购房成本是指购房时总的房价支出；借贷成本是指购房贷款的利息部分，受房贷利率影响；机会成本是指将房价支出用于理财所产生的收益，受理财收益率影响。

购房超额收益率为负且快速下行，严重抑制购房需求。根据测算结果，2021

年下半年，购房的超额收益率转正为负，当时对居民购房意愿的负面影响就已开始显现。进入 2022 年，购房超额收益率开始快速下行，到 8 月份已降至-5.77%，随后两个月小幅回升，10 月份购房超额收益率升至-4.95%。但是，这主要源于理财收益率的下降，购房本身的收益情况没有任何改善，反而更加恶化。一旦理财收益率有所回升，购房超额收益率又将延续下行趋势。购房收益的走低，不仅对投资性需求造成严重抑制，也推迟了刚性和改善型需求的释放。

图 32： 2021 年下半年起购房超额收益率转正为负且快速下行



资料来源：Wind 中信期货研究所

综合上述分析，我们认为居民当前较弱的购房意愿主要源于悲观的收入预期，以及持续为负且未见好转的购房超额收益。未来居民购房意愿提升的关键可能在于居民收入的提升和房价的稳定。

总体来看，今年以来房贷利率下调已在一定程度上减轻了居民的购房负担，但是仅依靠利率调降政策无法改变居民购房能力和购房意愿持续偏弱的现状。而提高居民可支配收入，不仅能缓解首付和房贷的双重压力，而且也有助于提高居民购房意愿，从而有效提升购房需求。因此，现阶段来看，下调房贷利率的效果将边际递减，而提高居民收入很有可能成为需求改善的首要前提。

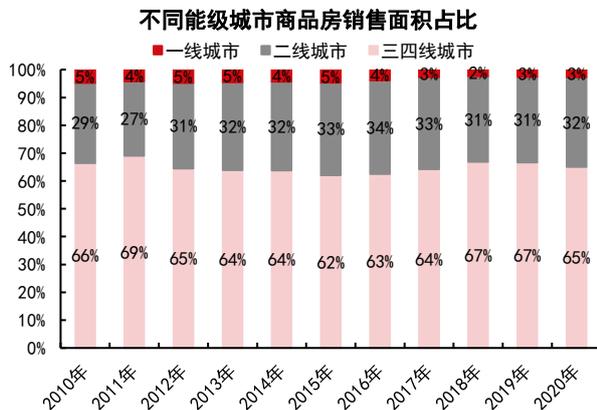
三、需求分化持续扩大，二三线城市成为扭转

全局的关键

二线及以下城市占据商品房销售面积的绝大部分。从过去 10 年左右的时间来看，不同能级城市商品房销售面积的占比存在较大差距且相对稳定。2020 年，一线城市的地产销售面积占比仅为 3%，二线城市为 32%，而三四线城市占比高达 65%，超过全国销售面积的一半。因此，虽然一线城市的商品房销售降幅较小、回暖最快，但是对全国层面的影响极为有限。而二线及以下，尤其是三四线城市的销售情况对全局具有非常重要的影响，应当受到重点关注。

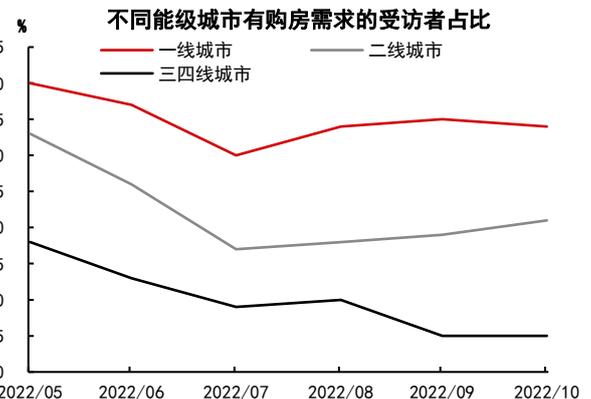
购房需求的结构性差异持续扩大。根据中指研究院的调查数据，今年 5 月份以来，受访者中有购房需求的人数占比不断下降。但是，不同能级城市的下降趋势和下降幅度不同，有购房需求的受访者占比也存在较大差异。其中，一线城市的购房需求在 7 月份降至低点，随后又逐渐小幅上升，到 10 月份稳定在 74%左右，相比 5 月下降了 6 个百分点；二线城市购房需求的变动趋势与一线城市类似，但整体下降幅度明显提高，10 月份有购房需求的受访者占比为 61%，相比 5 月降幅达到 12 个百分点；而三四线城市的购房需求在这段时间内始终维持下行态势，到 10 月份占比仅为 45%，且降幅最大，达到了 13 个百分点。目前来看，一线、二线和三四线城市之间购房需求的差异平均高达 15%，且一线城市稳定性较好，二三四线城市受到的影响较大，因此差距还在持续上升。

图 33： 三四线城市商品房销售面积占比超过 65%



资料来源：中指研究院 中信期货研究所

图 34： 不同能级城市的购房需求存在较大差异

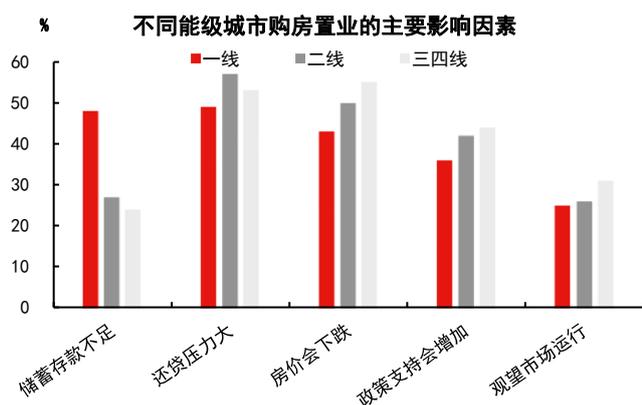


资料来源：Wind 中信期货研究所

不同能级城市居民购房的主要影响因素存在差异。对于一线城市，储蓄存款不足对居民购房的影响最大，占比为 48%，限购放松是受访者最期待的调控放松政策类型，占比为 38%，均远高于其他能级城市，反映出一线城市特有的商品房市场情况。一方面，因为房价过高，存在大量购房能力严重不足的居民；另一方面，也有不少居民有能力买房但受到限购政策约束而无法实际购房。对于二线和

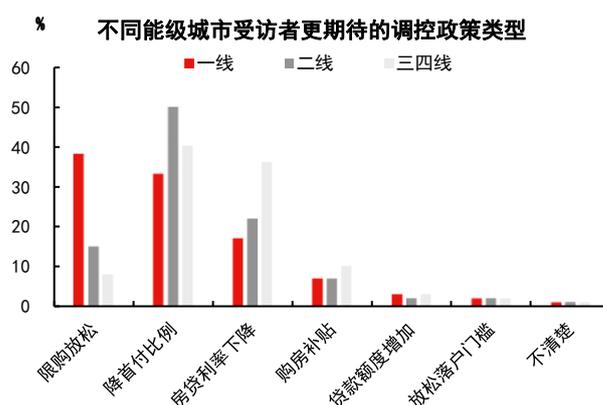
三四线城市，相同的是，较高的还贷压力都是影响居民购房置业极其重要的因素，占比超过 50%；不同的是，降低首付比是二线城市居民最期待的政策类型，而下调房贷利率对三四线城市来说最受欢迎，反映出不同城市居民购房压力结构的不同。值得关注的是，预期房价下跌对二三四线城市居民购房的影响程度相当之大，尤其是三四线城市，甚至超过了还贷压力，凸显出稳定房价的重要性。

图 35： 不同能级城市居民购房置业的主要影响因素



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 36： 不同能级城市居民更期待的调控放松政策类型



资料来源：Wind 中信期货研究所

根据上述分析，我们认为有必要对不同能级城市的购房需求情况分别进行深入讨论。（注：以下对不同能级城市的分析主要依据样本城市的平均情况，其中一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括苏州、南京、天津、厦门、杭州、武汉、长沙、成都、大连、南昌、青岛、济南、郑州、合肥、西安，三线城市包括石家庄、佛山、东莞、南宁）

（一）一线城市：购房压力极高，但不改变供需紧张的现实

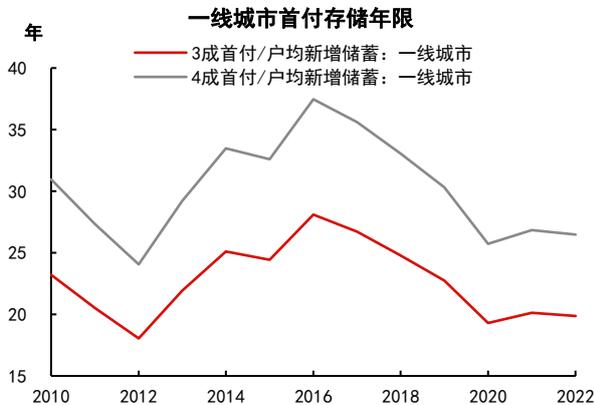
1. 购房能力：首付支付和还本付息能力均严重偏弱

首付支付能力：平均水平极低。从增量角度来看，居民的首付存储年限过长。分别以 3 成和 4 成首付比对居民的首付存储年限进行测算，结果显示，虽然一线城市的存储年限相比前几年有明显降低，但是居民还是平均至少需要花费 20-26 年的时间积蓄首付，远超合理水平。

从存量角度来看，居民户均存款无法满足最低首付要求。由于缺乏社科院居民部门资产负债表口径的省级数据，这里我们仅根据央行的金融机构信贷收支表数据对户均存款进行测算，得到 2021 年一线城市居民户均存款约为 41-49 万元，占新房销售套均价的 8%-10%左右。虽然考虑到计算口径较小、城镇家庭户均存款高于全国平均、储蓄的代际转移及持有的其他金融资产等问题，居民实际的首付支付能力在一定程度上高于测算结果，但是与一线城市 30% 以上的首付比相比，

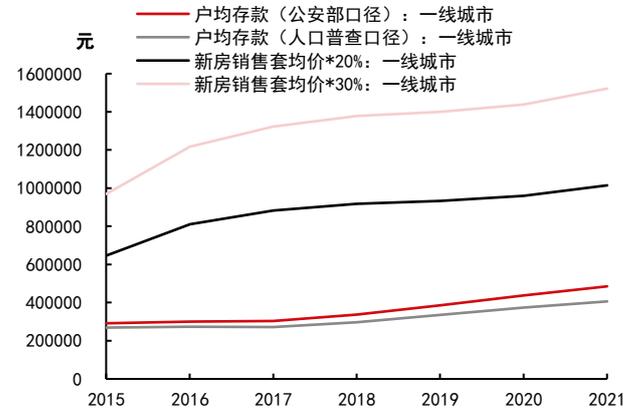
居民拥有的存款和金融资产还是完全无法满足最低要求。因此，一线城市居民总体的首付支付能力极低。

图 37： 一线城市首付存储年限为 20-26 年左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 38： 一线城市居民户均存款占新房均价的 10%左右

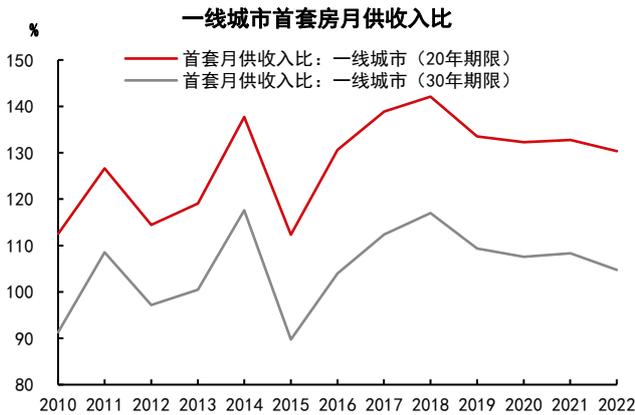


资料来源：Wind 中信期货研究所

还本付息能力：远低于合理水平。 无论从月供收入比还是月供储蓄比来看，居民的还本付息能力都远不能满足购房需求。根据测算结果，一线城市居民的月供收入比于 2018 年小幅下降后逐渐趋于稳定。当前，在 30 年和 20 年贷款期限下，居民购买首套房的月供收入比分别为 105%和 130%，不但高于 50%的安全线，甚至比居民的全部收入还高；购买二套房的月供收入比因为较高的首付比而明显低于首套房，为 68%和 84%，但仍然在安全范围之外。

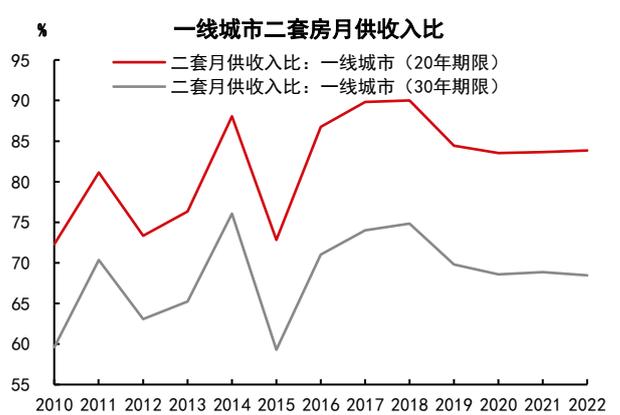
此外，居民当前的月供储蓄比也处于极高位置，首套房约为 265%-330%，二套房约为 173%-212%，均远超 100%的安全线水平，居民还贷负担沉重。但与全国层面不同，一线城市居民的月供储蓄比自 2016 年左右起经历了持续性的大幅下滑（2020 年为疫情导致的特殊情况，当年居民消费性支出明显下降而收入变动相对较小，新增储蓄因此大幅上升，造成月供储蓄比过快下滑，所以 2021 年月供储蓄比小幅回升），反映出居民新增储蓄快速上升的状况。我们认为 2016-2019 年的储蓄上升可能是在当时房价快速上涨的背景下，居民倾向于将收入用于购房而不是消费；而近几年则更可能是因为居民风险偏好降低，储蓄意愿增强。

图 39： 一线城市首套房月供收入比在 105%-130%左右



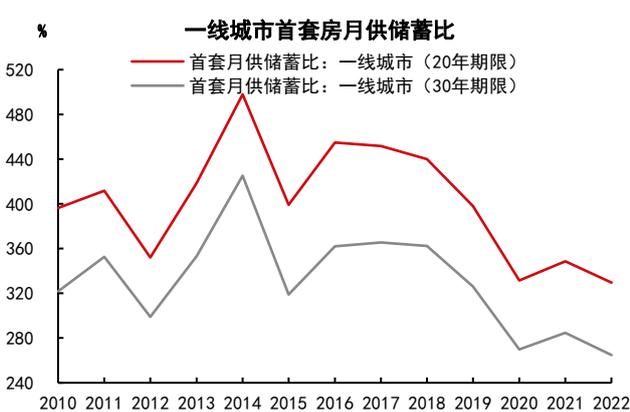
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 40： 一线城市二套房月供收入比在 68%-84%左右



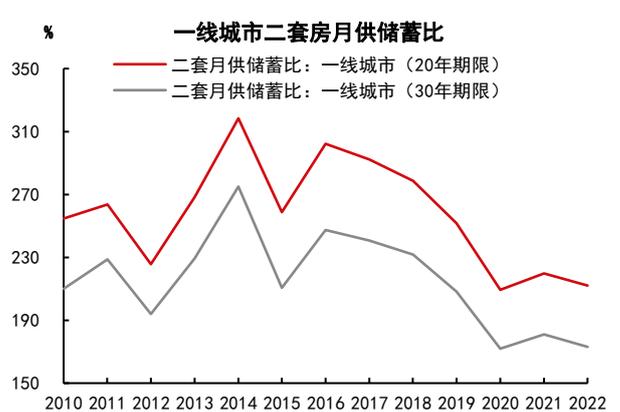
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 41： 一线城市首套房月供储蓄比降至 265%-330%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 42： 一线城市二套房月供储蓄比 173%-212%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

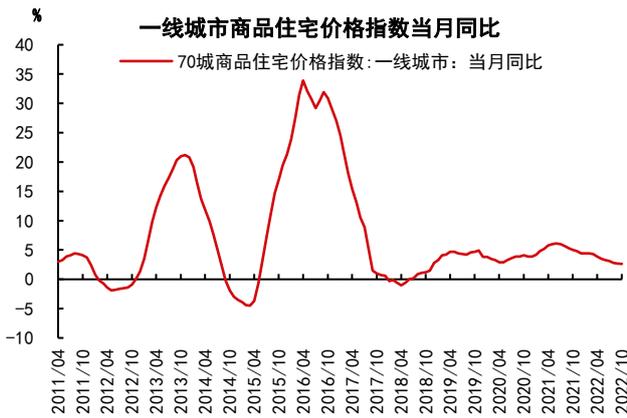
从首付支付和还本付息两方面来看，一线城市居民的购房能力都严重不足。但是即便如此，在全国房地产行业持续低迷的情况下，一线城市住房需求的修复速度也相对较快。其原因主要在于以下两点：（1）供需长期紧张的情况下，即使部分需求短期内受到抑制，也不会对地产销售造成严重影响。（2）有购房能力的一线城市居民，其收入远高于平均水平，因此虽然居民平均的购房能力极低，但是对实际的购房者来说，其购房负担是在承受范围内的。

2. 购房意愿：有一定修复

持续为正的超额收益使得居民的购房意愿得到一定支撑。自 2021 年下半年以来，一线城市商品住宅价格的上涨速度持续降低，到今年 10 月份，已降至 2.60%。但是在全国房价普遍下跌的背景下，一线城市的房价仍然逆势正增长，反映出商

品房需求较强的韧性。在这种情况下，刚性和改善型购房需求不会受到严重削弱。此外，对居民购房收益的测算结果显示，虽然近几年，一线城市的购房超额收益率相比 2016 年左右已有明显降低，但是今年以来，依然基本维持在 0% 以上。也就是说，一线城市居民现在购买住房，仍然能获得超过投资理财产品的收益率，这使得部分对收益率要求不高的投资性需求得到保留，居民的购房意愿因此得到一定支撑。

图 43： 2021 年下半年起一线城市商品住宅价格增速降低但仍维持正增长



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 44： 今年以来一线城市购房超额收益率在 0% 以上附近波动



资料来源：Wind 中信期货研究所

综合上述分析，我们认为一线城市居民的平均购房能力严重不足，使得部分购房需求受到压制，但是这并不改变商品房供需偏紧的现实，大量购房能力较强的居民，其需求依然存在；此外，今年以来购房超额收益率持续为正且有缓慢回升趋势，居民的购房意愿没有大幅降低。因此，一线城市的购房需求未来将以较快的速度获得修复。

（二）二三线城市：稳定房价或成为销售回暖的重要条件

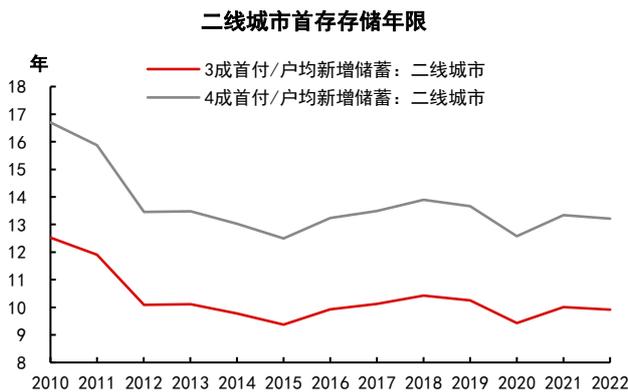
1. 购房能力：已有明显改善，但仍相对偏弱

首付支付能力：二线城市有改善空间，三线城市相对合理。从增量角度来看，二线城市居民的首付存储年限有改善空间，三线城市则相对合理。以 3 成和 4 成首付比测算居民的首付存储年限，结果显示，二线和三线城市的首付存储年限几乎相同，居民基本都需要用 10-13 年的时间积攒首付，这个时间相对偏长。但是由于当前三线城市首套房的最低首付比已普遍降至 2 成，以该比例进行测算，三线城市的首付存储年限可进一步降至 6 年左右，时间相对合理。因此，目前对于二线城市来说，降低首付比或成为减轻部分居民购房压力、提升购房需求的有效方法。

从存量角度来看，二线城市居民的首付支付能力与最低首付要求（30%）还有

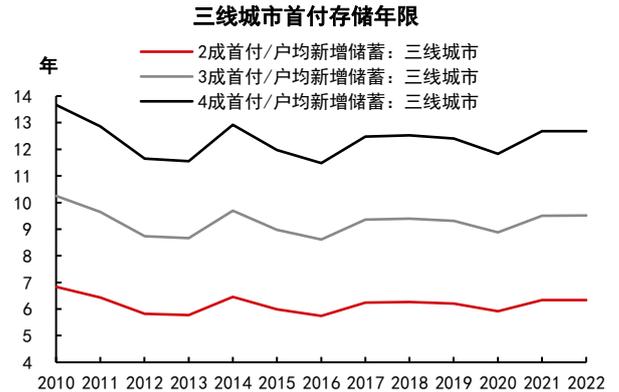
一定距离，三线城市居民则基本可以满足最低要求（20%）。这里我们同样使用央行金融机构信贷收支表口径的数据对户均存款进行测算，得到 2021 年二线城市居民户均存款约为 27-32 万元，占新房销售套均价的 15%-17%左右；三线城市居民户均存款约为 21-25 万元，占房价的 13%-15%左右。考虑到上文所述的计算口径、城镇与全国的存款差异、储蓄的代际转移及持有的金融资产等问题，我们认为三线城市居民的首付支付能力基本可以满足最低比例的首付要求，而二线城市则有一定困难。

图 45： 二线城市首付存储年限在 10-13 年左右



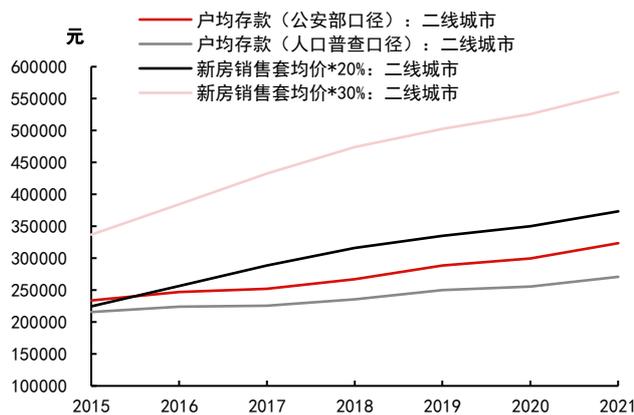
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 46： 三线城市首付存储年限在 6-13 年左右



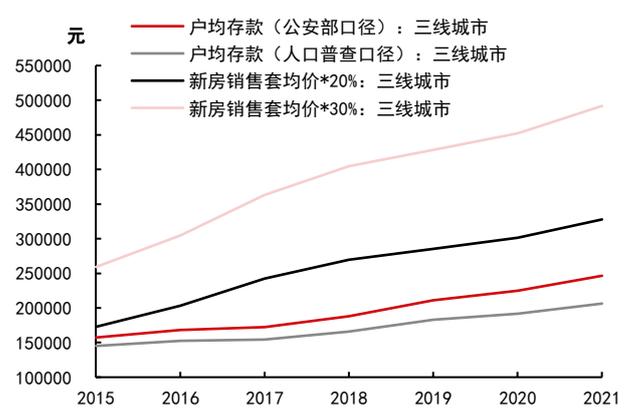
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 47： 二线城市居民户均存款占新房销售套均价的 15%-17%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 48： 三线城市居民户均存款占新房销售套均价的 13%-15%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

还本付息能力：二三线城市均相对较弱。从二线城市的情况来看，今年以来，居民购买首套房的还本付息能力有一定提升，而购买二套房的能力则由于首付比下调反而明显降低。在 30 年和 20 年贷款期限下，二线城市居民的首套房月供收入比分别为 52%和 66%，二套房月供收入比分别为 49%和 61%，基本都位于 50%的

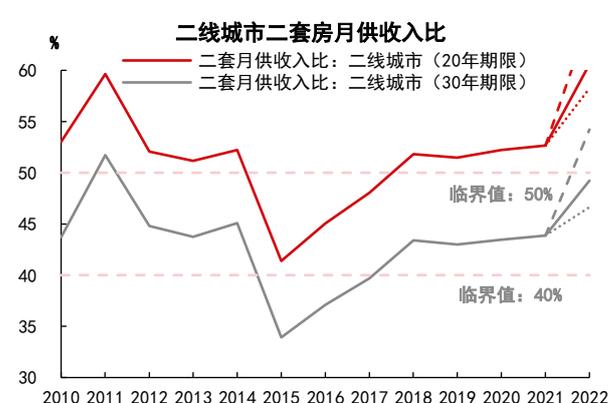
安全线以上。以 2021 年的房贷利率对月供收入比做敏感性分析，得到首套房为 61%-74%，二套房为 54%-65%，比当前实际情况分别高 8 个和 5 个百分点左右。虽然利率下调对居民的还贷能力产生了一定的改善效果，但是其绝对水平仍然处于较高位置，因此购房需求不会出现明显上升。测算未来利率继续下调对居民月供能力的提升空间，得到在极限条件下首套房月供收入比相比当前平均下降 2.5pct，二套房下降 2.4pct，均没有显著的改善作用。此外，二线城市居民的月供储蓄比在今年已有一定下降的情况下，也仍然超过 100%的安全线，且未来仅有 8 个百分点左右的改善空间。因此，我们认为后续的利率调降政策不会改变二线城市居民还本付息能力偏低的情况。

图 49： 二线城市首套房月供收入比超过 50%的安全线



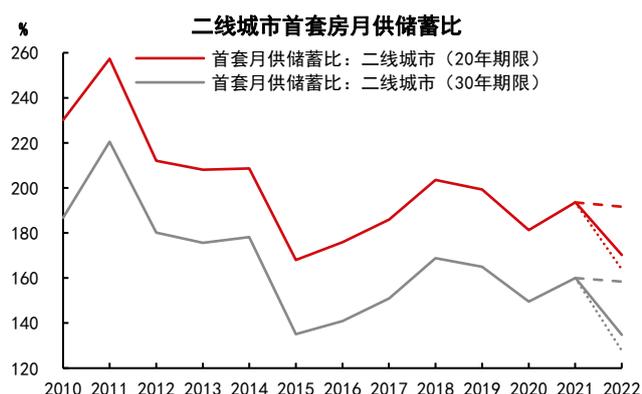
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 50： 二线城市二套房月供收入比升至 49%-61%左右



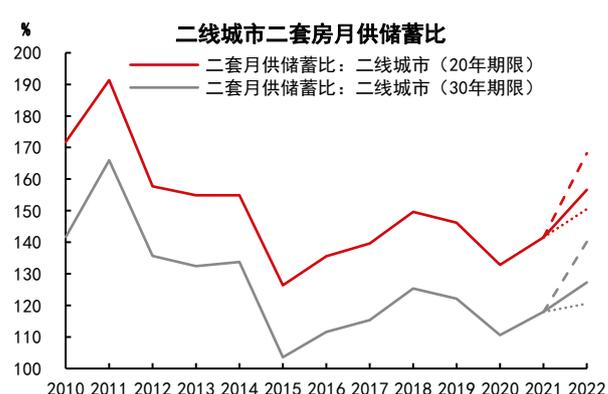
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 51： 二线城市月供储蓄比在 135%-170%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 52： 二线城市月供储蓄比提升至 127%-157%左右

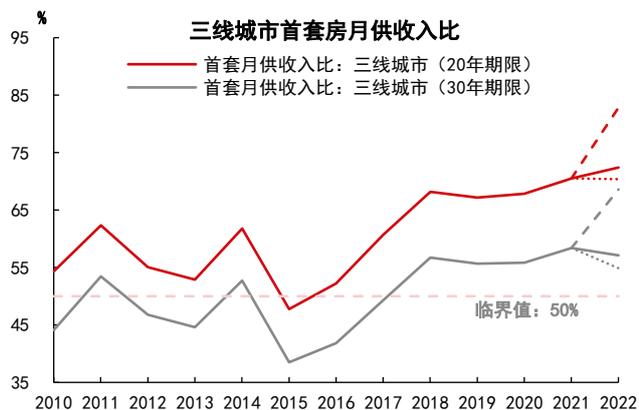


资料来源：Wind 中信期货研究所

三线城市居民的还本付息能力因为今年首付比的普遍下降而有所减弱。从月供收入比来看，居民的还贷压力今年以来明显上升，到达了自 2010 年以来的历史最高点。当前，三线城市居民购买首套房的月供收入比约为 57%-72%，购买二套

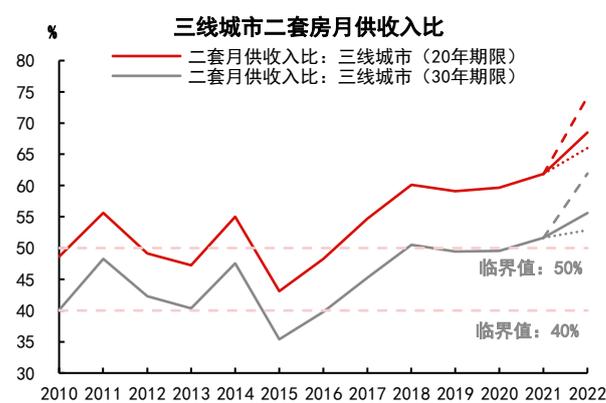
房的月供收入比约为 56%-69%，均超过安全区间。根据测算，相比利率下调前，居民首套房的月供收入比平均下降了 9.5pct，二套房下降了 5.7pct，有一定的改善作用；但是房贷利率下调对首套和二套房月供收入比带来的下降空间也仅剩 1.9pct 和 2.5pct 左右，极为有限。从月供储蓄比来看，居民的还贷负担也基本没有任何缓解，二套房甚至明显上升，且均位于安全范围之外，改善空间同样较小。因此，首付比下调并不是一个万全之策，它在降低首付压力的同时也会大幅提升居民的还贷负担，所以三线城市降低首付比并没有使得其商品房销售的修复速度快于二线城市。

图 53： 三线城市首套房月供收入比在 50%的安全线以上



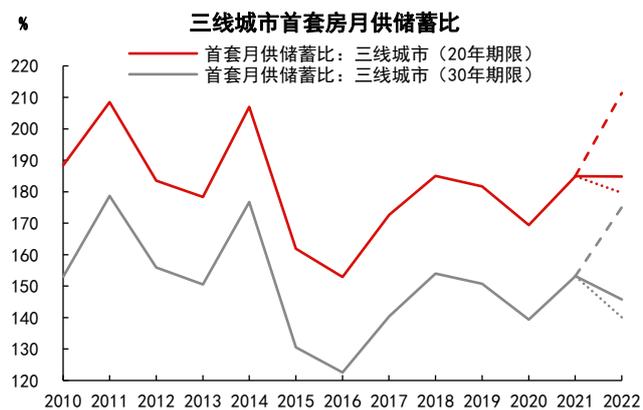
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 54： 三线城市二套房月供收入比约为 56%-69%



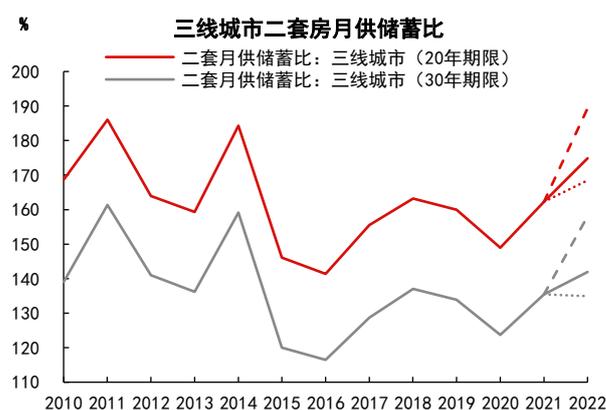
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 55： 三线城市首套房月供储蓄比约为 146%-185%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 56： 三线城市二套房月供储蓄比约为 142%-175%



资料来源：Wind 中信期货研究所

综合上述分析，我们认为今年以来的利率调降政策确实对二三线城市居民的购房能力产生了一定的改善效果。然而，一是所剩空间不多，二是购房能力的提高并没有作用到居民实际的购房需求之上，反映出：（1）居民的购房能力仍然相对偏弱；（2）居民的购房意愿极低，即使在购买力已有提升的情况下依然不愿意

买房。因此，未来仅依靠房贷利率下调无法从根本上改变地产销售低迷的现状。

图 57： 二线城市月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试

	房贷利率	月供收入比% (20 年期限)	下降幅度	月供收入比% (30 年期限)	下降幅度	月供储蓄比% (20 年期限)	下降幅度	月供储蓄比% (30 年期限)	下降幅度
首套房	2021 年房贷利率	5.55%	-	61.3	-	192	-	158	-
	当前房贷利率	4.14%	11.2%	52.2	14.8%	170	11.2%	135	14.8%
	利率继续下调-中性	4.00%	12.3%	51.3	16.3%	168	12.3%	132	16.3%
	利率继续下调-极限	3.70%	14.6%	49.4	19.4%	164	14.6%	128	19.4%
二套房	2021 年房贷利率	5.84%	-	54.2	-	168	-	140	-
	当前房贷利率	4.97%	6.9%	49.2	9.2%	157	6.9%	127	9.2%
	利率继续下调-中性	4.80%	8.3%	48.3	10.9%	154	8.3%	125	10.9%
	利率继续下调-极限	4.50%	10.6%	46.6	14.0%	150	10.6%	121	14.0%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图 58： 三线城市月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试

	房贷利率	月供收入比% (20 年期限)	下降幅度	月供收入比% (30 年期限)	下降幅度	月供储蓄比% (20 年期限)	下降幅度	月供储蓄比% (30 年期限)	下降幅度
首套房	2021 年房贷利率	5.62%	-	68.6	-	211	-	175	-
	当前房贷利率	4.03%	12.6%	57.1	16.8%	185	12.6%	146	16.8%
	利率继续下调-中性	4.00%	12.7%	56.9	17.1%	184	12.7%	145	17.1%
	利率继续下调-极限	3.70%	15.0%	54.9	20.0%	180	15.0%	140	20.0%
二套房	2021 年房贷利率	5.91%	-	61.9	-	189	-	158	-
	当前房贷利率	4.94%	7.7%	55.6	10.2%	175	7.7%	142	10.2%
	利率继续下调-中性	4.80%	8.8%	54.7	11.6%	173	8.8%	140	11.6%
	利率继续下调-极限	4.50%	11.1%	52.9	14.5%	168	11.1%	135	14.5%

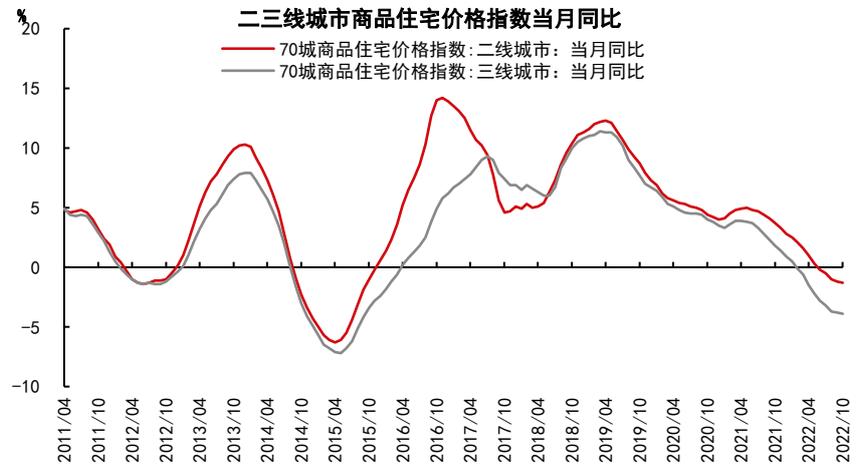
资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 购房意愿：受到严重抑制

超额收益快速下行，居民购房意愿受到严重抑制。二线城市和三线城市的商品住宅价格指数当月同比分别自今年 6 月份和 2 月份起转正为负并持续下滑，到 10 月份，已分别降至-1.30%和-3.90%，且到目前为止下跌趋势仍然没有得到控制。此外，根据测算结果，2021 年底起，二三线城市的购房超额收益率在 0%以下快速下行。到今年 10 月份，二线城市的购房超额收益率为-3.52%，三线城市则为-6.12%。虽然相比上月均回升了 0.11pct，但如上文所述，主要源于理财收益率的明显下降，而非购房收益的提升，且仍处于较低水平。房价下跌导致居民的购房超额收益率快速下行为负值，使得投资性购房需求几乎完全消失，同时也在一定程度上

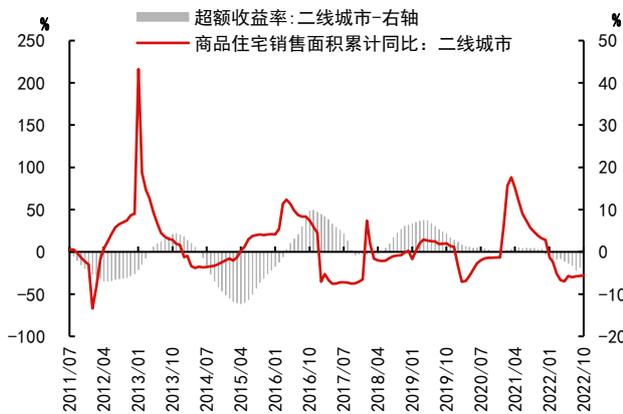
抑制了刚性和改善型需求，严重影响了二三线城市商品房销售。

图 59: 二三线城市商品房价格持续负增长



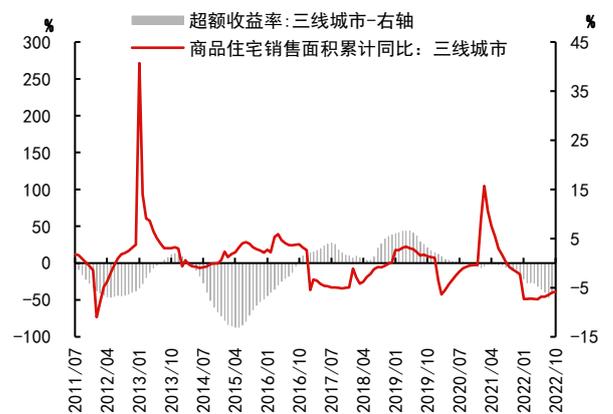
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 60: 二线城市购房超额收益率自 2021 年末起快速下行



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 61: 三线城市购房超额收益率自 2021 年下半年起快速下行



资料来源: Wind 中信期货研究所

总体来看，当前全面改善地产销售情况的关键在于二三线城市，而从前期的政策效果来看，继续强化利率调降政策将无法对提升居民的购房能力和购房意愿产生明显作用。而稳定房价或将成为未来二三线城市，尤其是三线城市商品房销售走出低谷的关键因素。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826