

政策刺激下，有多少失去的需求能够回来？

证券研究报告

2023 年 01 月 11 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-一致预期已经部分被市场定价-1 月第 1 周资产配置报告》2023-01-08
- 2 《宏观报告：地产链的再定位-各行业对房地产的依赖度正在发生变化》2023-01-07
- 3 《宏观报告：宏观-PMI 数据的最后一跌？》2022-12-31

2023 年 1 月 5 日，央行、银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》（下称“《通知》”），允许新房价格环比、同比均连续 3 月下降的城市，阶段性维持、下调或取消首套贷款利率下限。

关于这一政策的效果，我们几点看法：

第一点，从《通知》的内容来看，政策“支持刚需购房”的同时，依然坚持了“房住不炒”的基调。

第二点，按照“新房售价同环比均连续下跌月数”的标准来看，当前商品房销售压力超过了 2012 年，但尚未达到 2014-2015 年的程度。

第三点，政策的受益范围主要集中在三线和弱二线城市，部分城市政策已经放松，且部分城市人口在第七次人口普查期间已经有净流出的趋势，预计本次政策对地产销售更多是边际改善的作用。

第四点，可以期待的是，一部分 2022 年的刚性购房需求可能延迟到 2023 年兑现。

第五点，从经验规律来看，房贷利率对商品房销售在某些时期能够起到调节作用。

风险提示：疫情发展可能超预期，进而导致商品房销售压力加大；政策效果不及预期，进而改变政策出台的节奏；本文部分测算依赖主观判断，可能导致测算结果存在偏差。

2023年1月5日，央行、银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》（下称“《通知》”），允许新房价格环比、同比均连续3个月下降的城市，阶段性维持、下调或取消首套房利率下限。¹

关于这一政策的效果，我们有几点看法：

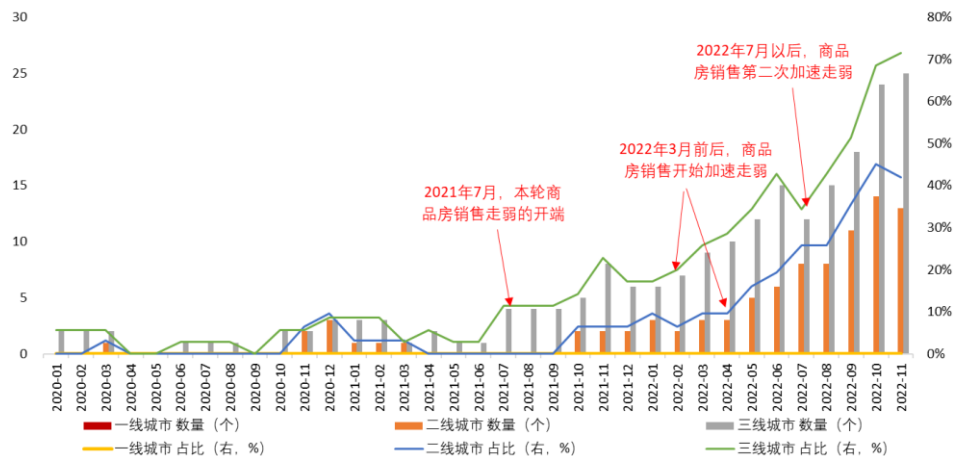
第一点，从《通知》的内容来看，政策“支持刚需购房”的同时，依然坚持了“房住不炒”的基调。

首先，《通知》只针对首套住房的房贷利率下限，并不涉及二套及以上的住房，作用范围仅面向刚性购房需求。其次，《通知》明确了如果后续评估过程中“新房售价同环比均连续3个月上涨”，则应在下一季度起恢复执行全国统一的首套房利率下限，即政策在遏制房价连续下跌的同时，也在防范房价持续上涨，并未放开对投机性需求的约束。

第二点，按照“新房售价同环比均连续下跌月数”的标准来看，当前商品房销售压力超过了2012年，但尚未达到2014-2015年的程度。

根据《通知》要求，截至2022年11月，70个大中城市当中符合“新房售价同环比均连续3个月下跌”标准的城市共有38个，占54%。

图1：2020年以来，70个大中城市中“新房售价同比、环比均连续3个月下跌”的城市数量及占比

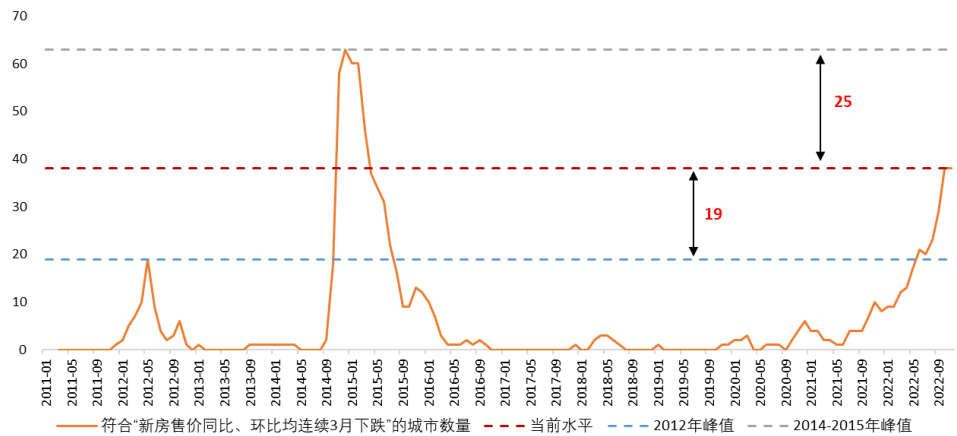


资料来源：WIND，天风证券研究所

2012年商品房销售压力最大时（5月），70个大中城市有19个符合“新房售价同环比均连续3个月下跌”的标准；而2014年商品房销售压力最大时（12月），70个大中城市中有63个城市符合标准，占比接近90%。如果认为符合调整首套房利率的城市是央行评判标准中存在销售压力的城市，那么从这一点来看，当前房地产需求端的压力介于2012年和2014-2015年之间。再考虑当前的潜在需求水平低于2014-2015年（详见《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》），当前的房地产需求端的压力可能已经逼近甚至超过2014-2015年。但是，从政策出台的情况来看，当前对如限购、限售等约束性政策因城施策的放松，可能已经达到2012年的放松力度，但距离2015年6月棚改货币化的力度仍有一定的差距。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4755755/index.html>

图 2：当前商品房销售压力远超 2012 年，但尚未达到 2014-2015 年的程度（单位：个）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第三点，政策的受益范围主要集中在三线和弱二线城市，部分城市政策已经放松，且部分城市人口在第七次人口普查期间已经有净流出的趋势，预计本次政策对地产销售更多是边际改善的作用。

分城市能级来看，当前调整符合标准的城市主要在三线及弱二线，一线尚无符合标准的城市。其中三线城市共有 25 个符合下调或取消首套房贷款利率下限的标准，在三线城市中的占比为 71%；二线城市共有 13 个符合标准，在 31 个二线城市中的占比为 42%。

表 1：截至 2022 年 11 月，符合下调或取消首套房贷款利率下限标准的城市名单

城市能级	符合下调或取消首套房贷款利率下限标准的城市	数量	占比
一线城市	-	0	0%
二线城市	天津、石家庄、太原、沈阳、大连、长春、哈尔滨、福州、厦门、郑州、武汉、南宁、兰州	13	42%
三线城市	唐山、秦皇岛、丹东、锦州、吉林、牡丹江、无锡、徐州、扬州、温州、金华、蚌埠、九江、济宁、洛阳、平顶山、宜昌、襄阳、岳阳、常德、韶关、湛江、惠州、桂林、北海	25	71%
合计		38	54%

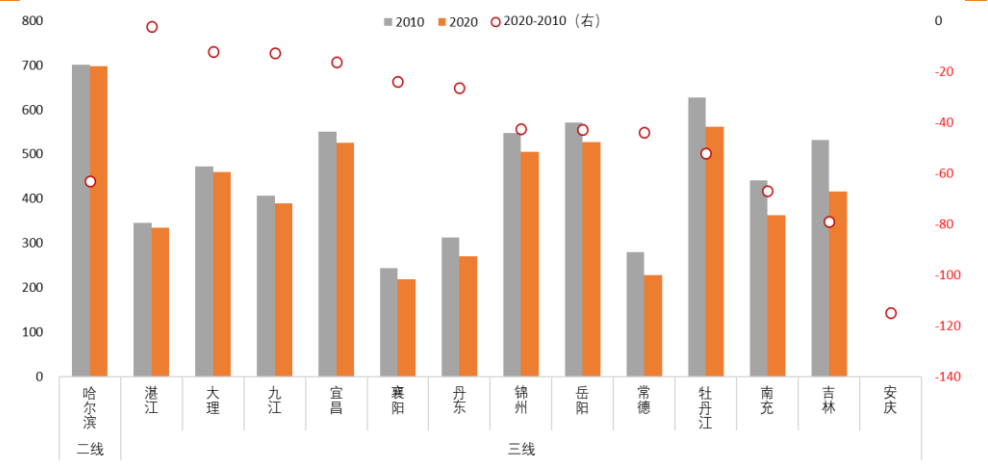
资料来源：WIND，天风证券研究所

注：本表“占比”指的是“符合下调或取消首套房贷款利率下限标准的城市数量”在 70 个大中城市中对能级城市总数量比重

但是对三线和弱二线城市来说，部分约束性政策在 2022 年已经在因城施策的框架下进行了放松，因此此次调整首套房贷款利率下限的政策对这些城市房地产销售的改善只是起到边际作用。政策的实际效果，既和三线和弱二线城市的刚性购房需求有关，也和房贷利率对首套房、刚需房销售的影响弹性有关。

但从人口流动来看，三线及以下城市的刚性购房需求空间受限于人口流出。第七次人口普查期间（2010-2020 年），70 个大中城市中有 13 个三线城市常住人口负增长，占 35 个三线城市的 37%，而一二线城市中则仅有哈尔滨人口负增长。合理推断，三线以下城市的人口流出压力会更大。

图 3：70 个大中城市中，第七次人口普查期间（2010-2020）常住人口负增长的城市（单位：万人）

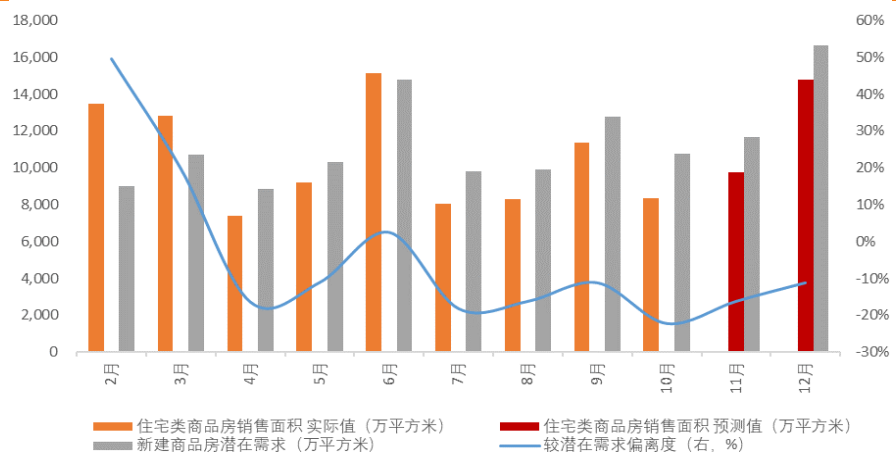


资料来源：WIND，天风证券研究所

第四点，可以期待的是，一部分 2022 年的刚性购房需求可能延迟到 2023 年兑现。

根据我们在《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》中的测算，2022 年住宅类商品房实际销售面积相较于潜在需求存在一定程度的负偏离，预计全年的实际销售面积较潜在需求中枢偏离-5.2%，缺口约为 6500 万平方米。这个销售缺口的原因可能是受疫情、居民收入预期、部分项目停工烂尾等因素共同导致的。根据《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》里的测算，2022 年潜在需求中“刚性需求：改善性需求”的比例关系约为 0.9：1，预计 2022 年被“误伤”的刚性需求约为 2900 万平方米，这部分需求对应商品房销售面积大约 2 个百分点。

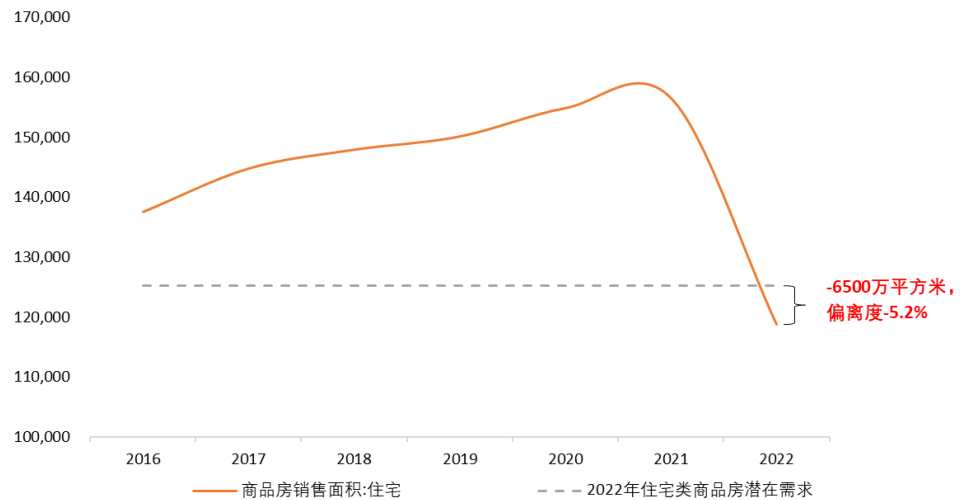
图 4：2022 年多数月份，住宅类商品房实际销售面积较潜在需求存在负偏离



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：2022 年 12 月实际销售面积为预计值。

图 5：2022 年，住宅类商品房实际销售面积预计较潜在需求偏离-5.2%（单位：万平方米）

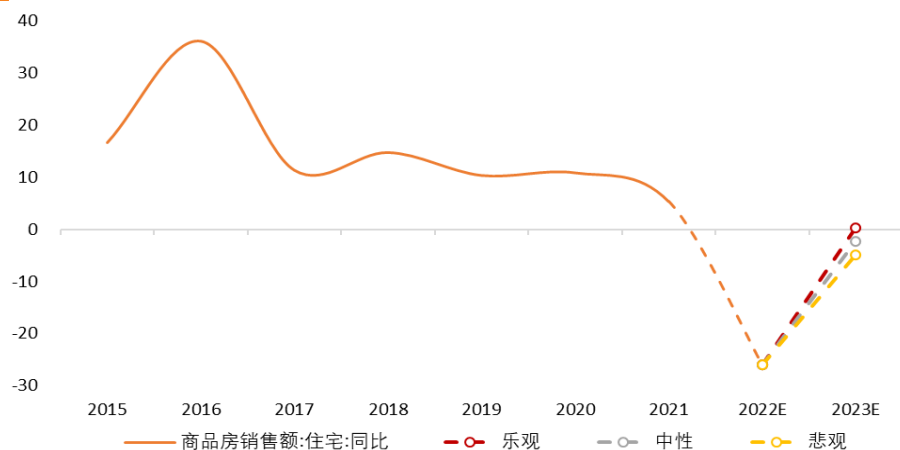


资料来源：WIND，天风证券研究所

注：2022 年实际销售面积为预计值。

根据统计局数据，目前不符合调整首套房贷利率标准的一二线城市共有 22 个，占全国住宅销售面积的 19%（按 2021 年数据计算），扣掉这部分之后，2900 万平方米被“误伤”的刚需还剩下约 2400 万平方米。如果今年房地产政策能够大力度地支持刚性需求得到满足，那么去年被误伤的刚需延迟到今年兑现，也能最多支持 2023 年住宅类商品房销售面积增速约 2%。乐观情况下，2023 年住宅类商品房销售面积同比增速有望提升至 0%。

图 6：乐观预计下，2023 年住宅类商品房销售面积增速有望提升至 0%



资料来源：WIND，天风证券研究所

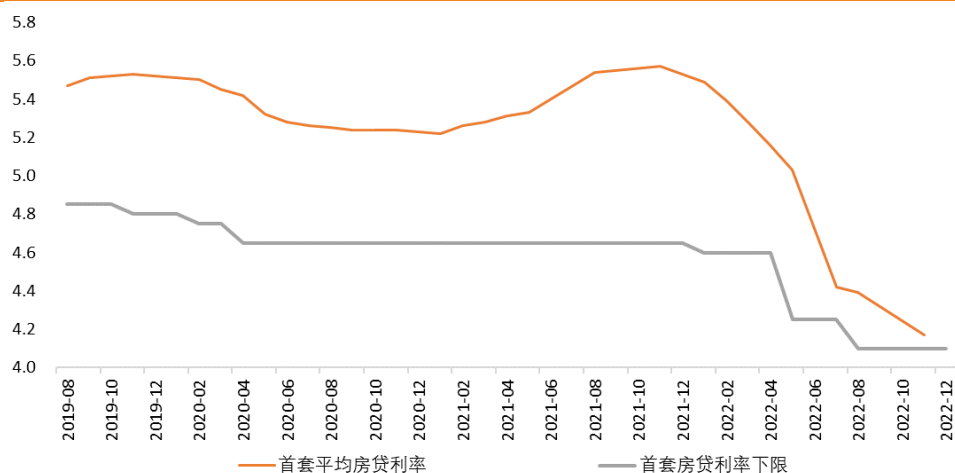
注：2022 年实际销售面积为预计值。

第五点，从经验规律来看，房贷利率对商品房销售在某些时期能够起到调节作用。

从历史数据来看，当首套房贷利率下限被下调的时候，首套房的实际贷款利率也会随之下降。在两轮下调首套房贷利率下限的阶段中，2019 年 10 月到 2020 年 4 月，首套平均

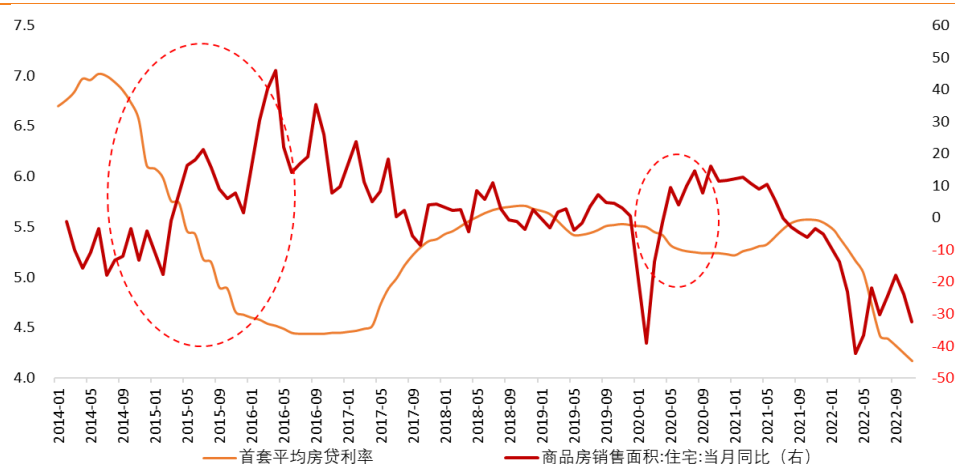
房贷利率与首套房贷利率下限的相关性为 0.89，而在 2021 年 11 月到 2022 年 8 月，二者的相关性为 0.9。而从 2014-2015 以及 2020 年的经验来看，在首套平均房贷利率持续下降的阶段，商品房销售能够实现较为不错的正增长。

图 7：当首套房贷利率下限被下调时，首套房实际贷款利率随之下降（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：2014-2015 年、2020 年，首套房贷利率的下降对商品房销售有促进作用（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：由于 2020 年疫情冲击造成基数不可比，2021 年“商品房销售面积:住宅:当月同比”使用两年复合增速。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com