



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 按揭利率动态调整机制形成，需求端政策加大力度可期

—央行首套房贷利率动态调整政策点评

2023 年 1 月 15 日

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

房地产行业

投资评级 看好

上次评级 看好

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号: S1500519100002

联系电话: +86 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindas.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

## 按揭利率动态调整机制形成, 需求端政策加大力度可期

2023年1月15日

摘要:

**降息与下调按揭利率或为后续需求端发力主要政策。**1)从历史来看降息与下调房贷利率为历次下行周期中重要调控工具:从历次房地产周期来看,全国商品房销售金额持续下行时,贷款基准利率下调,同时房贷利率也随之下调,下调幅度与周期持续时长和幅度相关,而本轮下行周期当前已经超过08年和14年,目前5年期LPR较2021年仅下降35BP,金融机构人民币个人住房贷款加权平均利率截至2022年9月下降至4.34%,较2021年12月高点下降129BP,与2014年下行周期仍有一定差距,因此按揭利率仍有下行空间。2)从按揭利率与房价走势来看,按揭利率谷底基本对应70个大中城市商品房价格指数同比跌幅收窄或转正,本次动态调整房贷利率下限政策节奏是首套房贷款利率下限调节与房价挂钩,我们预计本轮房贷利率的政策调整较5月和9月的两次调整,对于扭转房价下跌预期的作用可能更大。

**利率政策较08年和14年救市力度仍有空间。**1)基准利率(LPR)与GDP增速之比处在高位,降息仍有空间。从历年基准利率与GDP增速关系来看,可以看到近年来LPR与GDP增速之比近年来处于高位,若保持社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,当前仍有降息空间。同时2022年在疫情等因素扰动之下,经济下行压力加大,作为国民经济支柱产业的房地产行业出现下行风险在2023年稳经济的总目标下亟待解决,结构性下调5年期LPR具备较大可能性。2)房贷利率政策较08年和14年的房地产救市利率政策也有较大空间。复盘2008年和2014年两轮较大的下行周期中利率方面救市政策,房贷利率下限均调整至基准利率7折,较基准利率下降至少150bp,考虑到本轮下行周期无论从下行幅度和下行周期都已经超过2008年和2014年,我们认为后续政策有望进一步从需求端发力,其中利率政策如果想要达到2008年和2014年的救市效果的话,房贷利率下限可能需要低于基准利率150BP以上,如果按照当前5年期LPR 4.30%,则首套房贷款利率下限则需要低至2.80%,较此前5月发布的首套住房商业性个人住房贷款利率不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)减20BP下限有130BP的空间。

**动态调整机制形成,政策力度明显加强。**1月5日人民银行、银保监会发布稳健建立首套住房贷款利率政策动态调整机制,这一政策将此前9月阶段性调整差别化住房信贷政策常态化,这一政策信号从购房者情绪上来说有望扭转房价下跌预期,从需求端来看持续下调房贷利率、降低购房成本有望提振购房者购房意愿,提振需求端。住建部也表态大力支持刚性和改善性住房需求,需求端政策力度明显加强,后续各地有望沿住建部导向出台更多力度较大的需求端政策。

**房价上涨容忍度可能更高,需求端或将保持合理、适度刺激。**2022年房地产市场整体下行趋势下,仍有部分热度相对较好的城市例如北京、上海、杭州、南京等房价同比保持正增长,这些城市虽然房价涨幅可能仍然相对较高,但往往能够带动周边销售稍弱城市复苏。因此我们认为今年在稳经济、稳地产的目标之下,对于部分城市房价上涨的容忍度可能会更高,预计2023年市场有望呈现量稳价升局面。同时企业端来看,随着行业格局改善,即使部分城市房价上涨过快引起调控反复,企业在相对改善的行业格局和市场环境下经营的调整转圜余地较大,引发企业经营恶化的风险较小。需求端政策方面我们认为未来或着力于:1)适度的加杠杆;2)合理需求的认定;3)购房成本边际改善等方面。

**风险因素:**房地产政策放松不及预期、房地产市场调整超预期。

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 降息与下调按揭利率或为后续需求端发力主要政策 .....     | 4  |
| 1.1 降息与下调房贷利率为历次下行周期中重要调控工具 .....   | 4  |
| 1.2 本轮周期中销售恶化后往往贷款市场利率相应下调 .....    | 5  |
| 2. 利率政策较 08 年和 14 年救市力度仍有空间 .....   | 6  |
| 3. 按揭利率动态调整机制形成，政策力度明显加强 .....      | 7  |
| 4. 房价上涨容忍度可能更高，需求端或将保持合理、适度刺激 ..... | 9  |
| 风险因素 .....                          | 10 |

## 图 表 目 录

|                                                   |   |
|---------------------------------------------------|---|
| 图表 1: 历史上房地产销售下行带动基准利率和按揭利率下行 .....               | 4 |
| 图表 2: 历史上按揭利率谷底基本对应 70 大中城市商品房价格指数同比跌幅收窄或转正 ..... | 5 |
| 图表 3: 本轮周期贷款市场报价利率（LPR）政策不断放松 .....               | 5 |
| 图表 4: 基准利率与 GDP 增速关系 .....                        | 6 |
| 图表 5: 9-11 月 70 大中城市符合动态下调按揭利率条件的有 38 城 .....     | 7 |
| 图表 6: 房价上涨城市市场维持相对较好热度 .....                      | 9 |

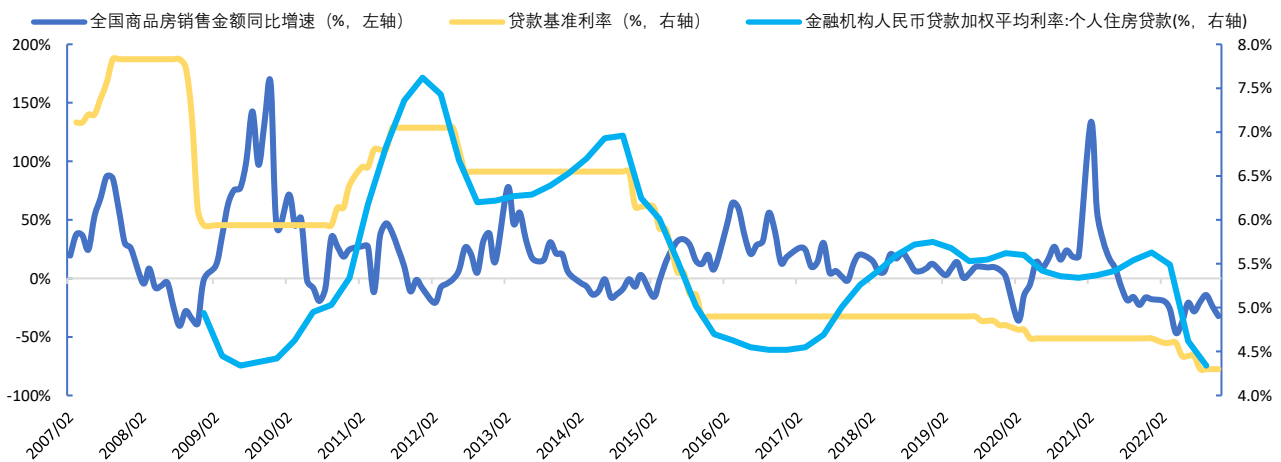


## 1. 降息与下调按揭利率或为后续需求端发力主要政策

### 1.1 降息与下调房贷利率为历次下行周期中重要调控工具

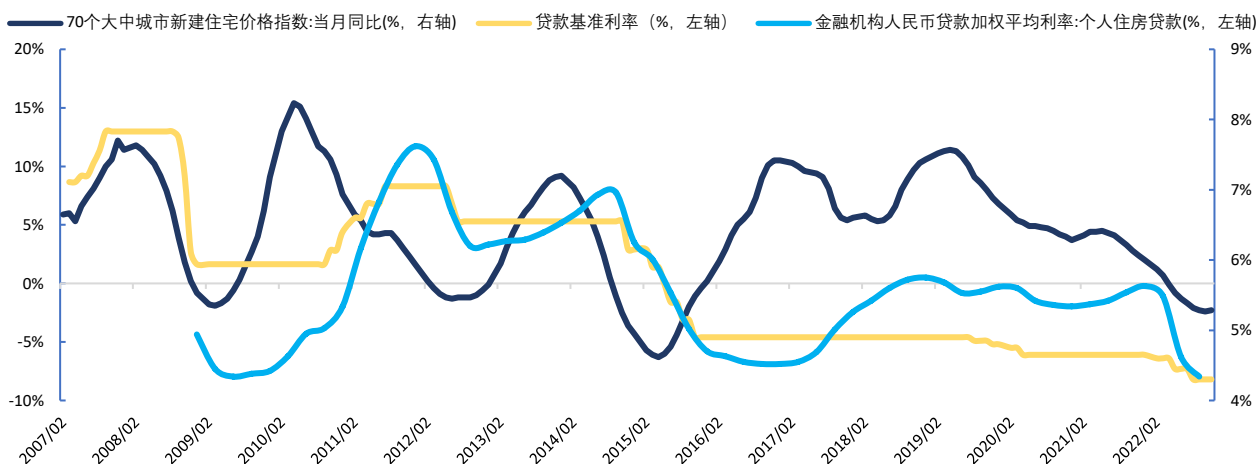
从历次房地产周期来看，全国商品房销售金额持续下行时，贷款基准利率下调，同时房贷利率也随之下调，下调幅度与周期持续时长和幅度相关。从 2008 年地产下行周期来看，2008 年 2 月起全国商品房销售金额同比转负，中长期贷款基准利率从 2008 年 8 月高点 7.83% 降至 12 月 5.94%，下调幅度 189BP，而金融机构人民币个人住房贷款加权平均利率在 2009 年 6 月降至 4.34%；2014 年下行周期中，全国商品房销售金额在 2014 年 2 月转负，贷款基准利率从 6.55% 下调至 2015 年 10 月的低点 4.90%，下调幅度 165BP，而金融机构人民币个人住房贷款加权平均利率从 2014 年 9 月高点 6.96% 降至 2016 年 9 月的 4.52%，下降幅度 244BP。而本轮下行周期当前已经超过 08 年和 14 年，目前 5 年期 LPR 较 2021 年仅下降 35BP，金融机构人民币个人住房贷款加权平均利率截至 2022 年 9 月下降至 4.34%，较 2021 年 12 月高点下降 129BP，与 2014 年下行周期仍有一定差距。进一步从更高频月度的首套房贷款利率来看，2014 年下行周期中下降 258BP，本轮周期截至 2022 年 12 月下降 165BP，下行幅度仍弱于 2014 年，因此按揭利率仍有下行空间。

图表 1：历史上房地产销售下行带动基准利率和按揭利率下行



资料来源：Wind，信达证券研发中心

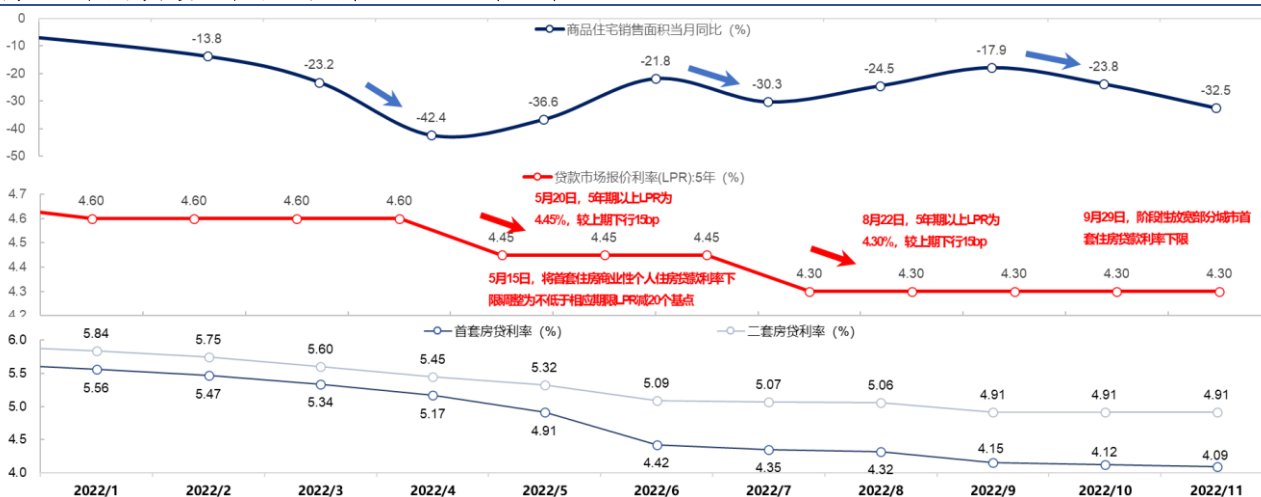
从按揭利率与房价走势来看，按揭利率谷底基本对应 70 个大中城市商品房价格指数同比跌幅收窄或转正，本次政策对于扭转房价下跌预期作用可能更大。例如 2009 年 6 月个人住房贷款加权平均利率低点 4.34%，对应 2009 年 7 月房价结束 6 个月同比下跌趋势；2012 年 9 月按揭利率低点 6.2% 对应房价同比跌幅从 1.2% 收窄至 12 月的 -0.1%；2015 年 12 月个人住房贷款加权平均利率下降 226BP 后，当月房价同比转正。因此我们认为，房贷利率的持续下降，在下行周期中对于提振销售、扭转房价预期有较大作用。本次动态调整房贷利率下限政策实施后，个人住房贷款加权平均利率有望继续下降，叠加政策动态调整节奏是首套房贷款利率调节与房价挂钩，我们预计本轮房贷利率的政策调整较 5 月和 9 月的两次调整，对于扭转房价下跌预期的作用可能更大。

**图表 2：历史上按揭利率谷底基本对应 70 大中城市商品房价格指数同比跌幅收窄或转正**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 本轮周期中销售恶化后往往贷款市场利率相应下调

复盘本轮下行周期中销售与利率关系，住宅销售当月同比跌幅扩大后，往往贷款市场利率相应下调。第一轮始于5月。2022年4月，受深圳、上海疫情影响，商品住宅销售面积单月同比跌幅扩大至-42.4%，5月15日央行将首套房个贷利率下限调整为LPR-20bp，5年期LPR在5月20日下调15bp至4.45%。随后住宅销售同比跌幅收窄。第二轮始于8月。7月到8月，“断供”风波导致住宅销售面积跌幅再度扩大，8月22日5年期LPR再度下行15bp，至4.30%。8月-9月，商品住宅单月销售面积同比跌幅有所收敛。第三轮始于9月末。10到11月，疫情影响下住宅销售再度转弱，9月29日，央行阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限。

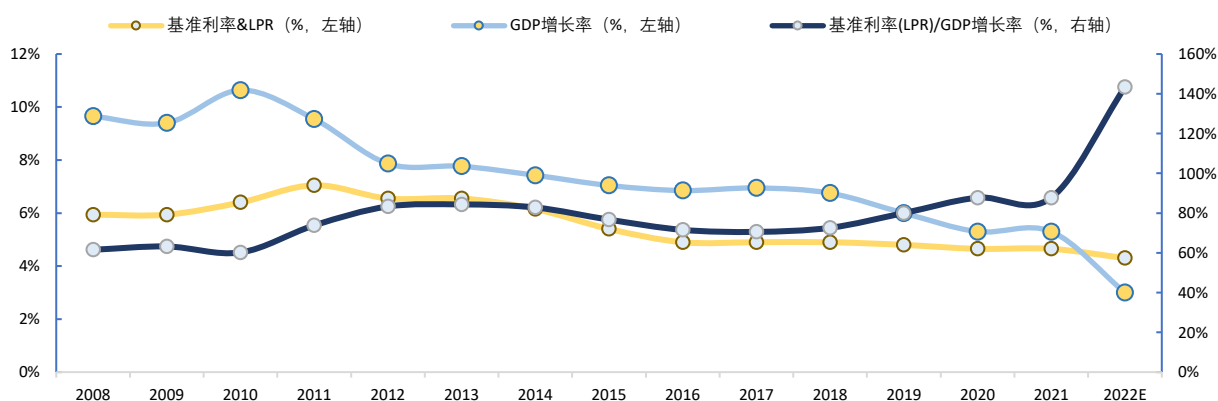
**图表 3：本轮周期贷款市场报价利率（LPR）政策不断放松**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2. 利率政策较 08 年和 14 年救市力度仍有空间

**基准利率 (LPR) 与 GDP 增速之比处在高位，仍有降息空间。**从历年基准利率与 GDP 增速关系来看，可以看到近年来 LPR 与 GDP 增速之比近年来处于高位，特别是 2022 年经济受疫情冲击下，经济增速放缓，按照 2022 年前三季度 GDP 累计增速 3% 计，当前 LPR/GDP 增速已经达到 143.33%，若保持社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，我们认为 2023 年如果要想实现 GDP 保 5% 的增速，参照 2019 年 LPR/GDP 增速比值 80%，则 LPR 回归合理水平可能在 4.00%，仍有降息空间。同时 2022 年在疫情等因素扰动之下，经济下行压力加大，作为国民经济支柱产业的房地产行业出现下行风险在 2023 年稳经济的总目标下亟待解决，结构性下调 5 年期 LPR 具备较大可能性。

图表 4：基准利率与 GDP 增速关系



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：2022 年全年 GDP 增速参考前三季度 GDP 增速

**当前房贷利率下限相较 2008 年和 2014 年的房地产救市利率政策也有较大空间。**复盘 2008 年和 2014 年两轮较大的下行周期中利率方面救市政策：2008 年 10 月央行宣布自 2008 年 10 月 27 日起，将商业性个人住房贷款利率的下限由贷款基准利率的 0.85 倍变为 0.7 倍，政策实施后 2008 年 5 年期以上中长期贷款利率最低降至 5.94%，则房贷利率下限降至 4.16%，较基准利率下降 178bp；2014 年“930 新政”提出积极支持居民家庭合理的住房贷款需求，对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，2014 年末基准利率降至 6.15%，则房贷利率下限降至 4.31%，较基准利率下降 185BP。考虑到本轮下行周期无论从下行幅度和下行周期都已经超过 2008 年和 2014 年，我们认为后续政策有望进一步从需求端发力，其中利率政策如果想要达到 2008 年和 2014 年的救市效果的话，我们认为房贷利率下限可能需要低于基准利率 150BP 以上，如果按照当前 5 年期 LPR 4.30%，则首套房贷款利率下限则需要低至 2.80%，较此前 5 月发布的首套住房商业性个人住房贷款利率不低于相应期限贷款市场报价利率 (LPR) 减 20BP 下限有 130BP 的空间。

### 3. 按揭利率动态调整机制形成，政策力度明显加强

1月5日人民银行官网消息，近日人民银行、银保监会发布《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。自2022年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限，对于采取阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限的城市，如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。

**动态调整房贷利率下限常态化，有望扭转房价下跌预期提振需求。**此前9月29日人民银行和银保监会发布的阶段性调整差别化住房信贷政策：对于2022年6-8月新建商品住宅销售价格同、环比均连续下降的城市，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。根据此前首套房按揭利率下限不低于5年期LPR减20BP的利率政策，首套房按揭利率下限为4.1%，而根据贝壳研究院监测的103城房贷利率，截至12月18日，仅有9城首套房主流利率高于4.1%，LPR和按揭利率下限如果不作调整则大多数城市的按揭利率下降空间有限。本次政策在9月差别化信贷政策期限结束之际推出，并且未对政策期限做出限定，相当于将此前的阶段性调整差别化住房信贷政策进行了常态化延长，形成了与房价挂钩的按揭利率动态调整机制。根据9-11月统计局70大中城市新建住宅价格指数环比同比情况来看，目前有38城符合按揭利率调整条件，较6-8月增加15城，结构上来看包括13个二线城市和25个三线城市，释放出更大的按揭利率下行空间，从需求端来看持续下调房贷利率降低了购房成本，进一步释放了购买力。同时，这一机制形成后，给予地方政府因城施策调整房贷利率更大的自主权，原则上房价未扭转下跌趋势前地方政府可以持续下调或取消首套房贷款利率下限。因此从购房者情绪上来说有望扭转房价下跌预期，有望提振购房者购房意愿。

图表 5：9-11 月 70 大中城市符合动态下调按揭利率条件的有 38 城

| 城市能级 | 城市  | 9-11 月是否<br>符合调整条件 | 6-8 月是否<br>符合调整条件 | 新建商品住宅价格指数当月同比<br>(%) |         |         | 新建商品住宅价格指数当月环比<br>(%) |         |         |
|------|-----|--------------------|-------------------|-----------------------|---------|---------|-----------------------|---------|---------|
|      |     |                    |                   | 2022-09               | 2022-10 | 2022-11 | 2022-09               | 2022-10 | 2022-11 |
| 二线城市 | 天津  | 符合                 | 不符合               | -4.30                 | -4.10   | -4.00   | -0.20                 | -0.30   | -0.60   |
| 二线城市 | 石家庄 | 符合                 | 不符合               | -4.40                 | -4.10   | -3.20   | -0.30                 | -0.70   | -0.20   |
| 二线城市 | 太原  | 符合                 | 不符合               | -4.50                 | -4.70   | -4.90   | -0.60                 | -0.40   | -0.70   |
| 二线城市 | 沈阳  | 符合                 | 不符合               | -4.50                 | -4.80   | -5.10   | -0.30                 | -0.60   | -0.70   |
| 二线城市 | 大连  | 符合                 | 符合                | -3.70                 | -4.60   | -4.90   | -0.50                 | -1.20   | -0.50   |
| 二线城市 | 长春  | 符合                 | 不符合               | -2.30                 | -3.10   | -3.50   | -0.70                 | -0.70   | -0.80   |
| 二线城市 | 哈尔滨 | 符合                 | 不符合               | -7.50                 | -7.80   | -8.00   | -0.80                 | -0.60   | -0.90   |
| 二线城市 | 福州  | 符合                 | 不符合               | -1.80                 | -2.10   | -2.00   | -0.70                 | -0.50   | -0.30   |
| 二线城市 | 厦门  | 符合                 | 符合                | -3.00                 | -3.90   | -3.60   | -0.30                 | -0.70   | -0.20   |
| 二线城市 | 郑州  | 符合                 | 符合                | -3.80                 | -3.80   | -3.60   | -0.30                 | -0.50   | -0.40   |
| 二线城市 | 武汉  | 符合                 | 符合                | -6.10                 | -6.40   | -5.80   | -0.90                 | -0.60   | -0.20   |
| 二线城市 | 南宁  | 符合                 | 不符合               | -2.50                 | -3.00   | -3.50   | -0.60                 | -1.00   | -0.60   |
| 二线城市 | 兰州  | 符合                 | 不符合               | -5.50                 | -5.80   | -5.50   | -0.90                 | -0.40   | -0.10   |
| 三线城市 | 唐山  | 符合                 | 不符合               | -1.40                 | -0.80   | -1.30   | -0.40                 | -0.20   | -0.70   |
| 三线城市 | 秦皇岛 | 符合                 | 符合                | -6.50                 | -6.40   | -6.30   | -0.70                 | -0.70   | -0.30   |
| 三线城市 | 丹东  | 符合                 | 符合                | -4.80                 | -5.00   | -4.90   | -0.50                 | -0.10   | -0.10   |
| 三线城市 | 锦州  | 符合                 | 不符合               | -2.40                 | -3.60   | -3.30   | -0.30                 | -0.90   | -0.20   |
| 三线城市 | 吉林  | 符合                 | 不符合               | -3.20                 | -3.20   | -3.30   | -0.60                 | -0.30   | -0.50   |
| 三线城市 | 牡丹江 | 符合                 | 不符合               | -2.30                 | -2.90   | -3.30   | -0.10                 | -1.10   | -1.00   |
| 三线城市 | 无锡  | 符合                 | 不符合               | -0.40                 | -1.20   | -1.20   | -0.40                 | -0.80   | -0.30   |
| 三线城市 | 扬州  | 符合                 | 不符合               | -4.40                 | -4.40   | -3.90   | -0.50                 | -0.40   | -0.20   |
| 三线城市 | 徐州  | 符合                 | 不符合               | -0.50                 | -0.80   | -1.10   | -0.10                 | -0.50   | -0.50   |
| 三线城市 | 温州  | 符合                 | 不符合               | -4.40                 | -5.10   | -5.80   | -0.90                 | -0.70   | -0.80   |
| 三线城市 | 金华  | 符合                 | 不符合               | -1.30                 | -1.70   | -1.90   | -0.60                 | -0.60   | -0.50   |
| 三线城市 | 蚌埠  | 符合                 | 不符合               | -2.60                 | -2.50   | -2.80   | -0.20                 | -0.10   | -0.60   |

|      |      |    |     |        |        |        |       |       |       |
|------|------|----|-----|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 三线城市 | 九江   | 符合 | 符合  | -3.10  | -3.20  | -3.10  | -0.10 | -0.40 | -0.30 |
| 三线城市 | 济宁   | 符合 | 不符合 | -3.70  | -4.20  | -4.90  | -0.10 | -0.60 | -1.10 |
| 三线城市 | 洛阳   | 符合 | 不符合 | -4.00  | -4.80  | -5.00  | -0.40 | -0.70 | -0.40 |
| 三线城市 | 平顶山  | 符合 | 不符合 | -2.40  | -3.00  | -2.90  | -0.20 | -0.30 | -0.20 |
| 三线城市 | 宜昌   | 符合 | 不符合 | -4.50  | -5.10  | -5.10  | -0.70 | -0.90 | -0.20 |
| 三线城市 | 襄阳   | 符合 | 符合  | -5.50  | -5.40  | -5.30  | -0.20 | -0.10 | -0.50 |
| 三线城市 | 岳阳   | 符合 | 符合  | -7.30  | -7.40  | -8.00  | -0.70 | -0.80 | -0.40 |
| 三线城市 | 常德   | 符合 | 不符合 | -5.70  | -5.60  | -5.70  | -0.40 | -0.50 | -0.30 |
| 三线城市 | 惠州   | 符合 | 不符合 | -2.00  | -2.10  | -2.40  | -0.30 | -0.70 | -0.20 |
| 三线城市 | 湛江   | 符合 | 符合  | -8.80  | -8.70  | -8.80  | -0.90 | -0.60 | -0.50 |
| 三线城市 | 韶关   | 符合 | 不符合 | -3.70  | -3.00  | -3.50  | -0.40 | -0.30 | -0.70 |
| 三线城市 | 桂林   | 符合 | 不符合 | -3.90  | -3.50  | -3.80  | -0.40 | -0.30 | -0.80 |
| 三线城市 | 北海   | 符合 | 不符合 | -10.30 | -10.70 | -10.60 | -0.60 | -0.70 | -0.40 |
| 城市数量 | 一线城市 | 0  | 2   |        |        |        |       |       |       |
|      | 二线城市 | 13 | 13  |        |        |        |       |       |       |
|      | 三线城市 | 25 | 8   |        |        |        |       |       |       |
|      | 总计   | 38 | 23  |        |        |        |       |       |       |

资料来源: Wind, 统计局, 信达证券研发中心

开年需求端政策力度加大，政策稳地产决心更为坚定。2022 年末，针对房地产行业的供给端政策力度加大，融资端释放“三支箭”解决房企融资困境。12 月中央经济工作会议中对于房地产行业的表述中重点强调确保房地产市场平稳发展，不仅在供给端强调化解风险、改善资产负债状况，需求端也强调支持刚性和改善性住房需求，并且在扩大国内需求部分时隔多年再提促进住房需求，尤其提及支持住房改善，不仅表明政策发力点聚焦需求端，更对改善型需求的表态更为积极。进入 2023 年，需求端政策首先从按揭利率入手，将首套房贷款利率下限调整与房价挂钩，给予地方政府更多主动权，相较此前 5 月和 9 月的利率端政策力度明显加大。同日，住建部部长表态大力支持刚性和改善性住房需求，“对购买第一套住房的，要大力支持，首付比、首套利率该降的，都要降下来。对购买第二套住房的，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。”，表态强调“因城施策、精准施策，提振市场信心。”，不仅对于首套房利率下降再次强调，同时对于二套房的认定也作出了导向，未来各地对于改善型需求支持有望沿这一导向出台更多力度较大的需求端政策。

#### 4. 房价上涨容忍度可能更高，需求端或将保持合理、适度刺激

经济下行压力下，房价上涨容忍度可能更高。历次对于房地产市场调控收紧均在房价过快上涨的背景下发生，在房地产市场过热，房价快速上涨的时候，通常会收紧限购限贷等政策抑制需求。而 2022 年房地产市场整体下行趋势下，尽管房价下行压力较大，但仍有部分热度相对较好的城市例如北京、上海、杭州、南京等房价同比保持正增长，这些城市虽然房价涨幅可能仍然相对较高，但这些城市往往是能够带动周边销售稍弱城市复苏的市场。今年房地产行业是稳经济的重要一环，因此我们认为今年在稳经济、稳地产的目标之下，对于部分城市房价上涨的容忍度可能会更高，通过核心城市销售热度提升带动周边城市回暖，因此我们预计 2023 年市场有望呈现量稳价升局面。同时企业端来看，随着一年有余的行业出清，行业格局有所改善，因此即使部分城市房价上涨过快引起调控反复，企业在相对改善的行业格局和市场环境下经营的调整转圜余地较大，引发企业经营恶化的风险较小。

图表 6：房价上涨城市市场维持相对较好热度

|                | 北京     | 上海     | 杭州     | 南京     | 天津     | 南宁     | 贵阳     |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2021/07        | 40.0%  | 30.2%  | 2.6%   | 43.1%  | 7.9%   | -42.1% | -32.6% |
| 2021/08        | -31.9% | -5.6%  | 11.4%  | -37.4% | -1.2%  | -46.2% | -52.7% |
| 2021/09        | 1.1%   | -34.0% | 35.5%  | 171.6% | -23.4% | -13.6% | -37.7% |
| 2021/10        | 5.0%   | -39.8% | 21.7%  | -33.4% | -5.1%  | -44.1% | 79.1%  |
| 2021/11        | -23.7% | -13.1% | 87.6%  | -41.5% | -27.5% | -52.7% | 53.3%  |
| 2021/12        | 16.9%  | 71.9%  | 24.2%  | 0.8%   | -2.2%  | -44.3% | 28.6%  |
| 2022/02        | -13.4% | -2.1%  | -37.1% | -40.9% | -27.1% | -9.8%  | 2.1%   |
| 2022/03        | -23.0% | -1.0%  | -53.6% | -49.9% | -47.9% | -22.4% | -13.3% |
| 2022/04        | -24.0% | -71.6% | -55.7% | -58.6% | -48.6% | -30.7% | -29.0% |
| 2022/05        | -12.8% | -69.6% | -53.8% | -42.3% | -56.9% | -22.2% | 7.3%   |
| 2022/06        | 2.9%   | 1.3%   | -25.2% | -27.8% | -23.6% | -17.0% | 1.1%   |
| 2022/07        | -45.5% | 70.6%  | -29.9% | -17.3% | -42.7% | -48.8% | -56.7% |
| 2022/08        | 3.8%   | 51.5%  | -20.2% | -13.0% | -40.4% | -45.9% | -23.6% |
| 2022/09        | -3.3%  | 34.0%  | -16.2% | -59.5% | -12.1% | -11.9% | -75.4% |
| 2022/10        | -1.0%  | 30.1%  | -9.3%  | -41.3% | -29.1% | -42.8% | -48.1% |
| 2022/11        | -16.6% | 24.0%  | -22.4% | -      | -22.6% | -      | -20.1% |
| 11 月房价同比增速 (%) | 5.70%  | 4.00%  | 6.60%  | 0.60%  | -5.00% | -3.50% | -1.60% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

我们认为未来需求端政策或将保持合理、适度的刺激。对于需求端政策的判断，我们认为未来或将长期保持较为合理、适度的刺激，相比起过去而言，需求端政策在普适性，精准性方面会有更高的要求，我们对未来需求端政策发力点的判断有三方面：

1) 适度的加杠杆：我们认为首付比还有下降空间，从长期来看我们认为首付比例的限制、调整、最终比例确定、按揭贷款放款的话语权等，将在行业不断走向高度市场化的环境中逐步向银行等金融机构转移。

2) 合理需求的认定：我们认为未来对于首套房和二套房的认定标准会更符合居住需求，包括置换、二孩、适度改善等需求，将有望迎来更加友善的购房政策。

3) 购房成本的边际改善：目前二手房个税退税政策已经出台，我们认为未来契税减免和优惠、增值税调整、针对首套、二套和多套等差异化的税收政策有望调整推出，此外对于购房的限制、差异化税收等政策也具备进一步调整的空间。

板块方面，我们认为当前底部趋势已较为明显，我们判断行业出清仍将继续，熬过低谷期的房企将有望收获行业回暖的红利。随着政策力度逐步扩大，市场信心有望恢复。我们建议关注四条主线：1.经营改善，如金地集团；2.信用改善，如新城控股；3.收并购机遇，如保利发展、招商蛇口；4.集团资源整合，如华发股份、南山控股。

## 风险因素

---

**风险因素：** 房地产政策放松不及预期、房地产市场调整超预期。

## 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       |
| 华北区销售    | 秘侨  | 18513322185 | miqiao@cindasc.com        |
| 华北区销售    | 李佳  | 13552992413 | lijia1@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 | jiali@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com    |
| 华东区销售    | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@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    | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售    | 刘莹  | 15152283256 | liuying1@cindasc.com      |
| 华南区销售    | 蔡静  | 18300030194 | caijing1@cindasc.com      |
| 华南区销售    | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@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）；<br><br>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。