

宏观点评 20230801

地产放松“鸣哨”，哪些城市可能“领跑”？

2023年08月01日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《7月PMI：天真的要亮了
吗？》

2023-07-31

《美欧加息的“终点站”？—海
外宏观经济周报》

2023-07-31

■ **房地产新一轮放松已是“箭在弦上”，不过政策以怎样的形式落地仍有悬念。**通过观察政治局定调后各部委及地方响应中的表述，我们认为本轮地产放松主要聚焦三个方向：①降低首房利率；②存量房贷下调；③“认房又认贷”解绑；那么在政策出台以“因城施策”为主的背景下，哪些城市的地产调控空间更大？

■ **本轮地产放松的可能走向：**7月14日央行发布会表态“地产过热阶段出台政策有调控空间”结合7月27日住建部的响应、8月1日央行再提“调整存量房贷”，勾勒出本轮调控重点：降首套利率、减存量利率、与松绑二套房认定；而月底的国常会再提“不同需求、不同城市”也基本坐实政策主要集中在地方层面出台。

■ **降低首套房贷利率，哪些城市或率先行动？**我们认为各地主要根据央行首套房贷利率动态调整机制来决定下调房贷利率的必要性，二线城市中的沈阳、贵阳、福州及厦门，一线城市中的广州、深圳在6月房价均明显回落。（城市能级根据国家统计局70大中城市名单分类，下同）另外，房价持续疲软指向需求转弱，或使财政依赖土地出让及地产交易程度更高的城市政策调控压力加大。以此为线索，我们认为二线城市中的贵阳、厦门，一线城市中的广州在下半年进一步下调首套房贷利率的可能性较大。

■ **存量按揭利率下调，哪些城市最易松动？**存量房贷降息自二季度初的“提前还贷潮”时已有预期，8月1日召开的央行下半年工作会议中进一步明确“指导商业银行调整存量个人住房贷款利率”，我们认为各银行即将根据不同城市情况着手存量房贷降息。

如何确定“存量”的时间区间？2018-2021年房贷的利率与新增规模维持高位，而2020年3月开始央行降存量贷款利率定价转为浮动，则将2018-2019年房贷利率作为“存量利率”更加合适。考虑到存量房贷降息的下限最多是最新的首套房贷利率，由此我们判断2018-2019年与目前房贷利率加点的“势能差”越大，存量房贷下调的压力越大。二线城市存量与新发房贷加点利差普遍较高，其中南宁、武汉、郑州逼近160bp，这些城市近期的存量房贷调整动态值得关注。

■ **“认房又认贷”解绑，哪些城市还有空间？**作为最具代表性的“地产过热阶段出台”的限购措施，“认房又认贷”已在多地地产下行时期放松或取消，而目前15个仍继续施行该政策的城市（11个二线、4个一线）优化空间较大，我们认为其中除一线城市核心地带以外的地区均有限购解绑可能，以释放刚需与改善型需求，其中二线城市中的西安、南宁、厦门，一线城市中的广州、深圳受二套房认定放松带来的利率与首付比例下降受益最大。

■ **风险提示：**政策定力十足，地产政策出台不及预期。海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。政策及数据统计不完全。

图1: 2023年3月-5月评估期的符合首套房贷下调的城市数量边际减少, 但6月房价整体再度转弱

城市	2022年9月		2022年10月		2022年11月		2022年12月		2023年1月		2023年2月		2023年3月		2023年4月		2023年5月		2023年6月		
	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	
一线城市	北京	100.2	106.1	100.4	105.9	100.1	105.7	100.2	105.8	100.4	105.2	100.2	104.7	100.3	104.6	100.6	104.5	100.2	104.3	100.1	103.5
	上海	100.2	103.8	100.3	104.0	100.3	104.0	100.4	104.1	100.7	104.2	100.2	103.9	100.4	104.1	100.4	104.6	100.3	104.9	100.4	104.8
	广州	99.7	100.1	99.7	100.2	99.5	100.2	99.6	100.4	99.8	99.7	100.3	99.4	100.2	99.8	100.2	99.9	100.1	99.6	99.9	99.2
	深圳	99.5	100.9	99.3	100.5	99.5	100.0	99.7	99.8	99.8	99.1	100.2	98.9	100.4	98.5	100.3	98.9	99.8	98.2	99.7	97.6
二线城市	天津	99.8	95.7	99.7	95.9	99.4	96.0	99.3	96.0	100.3	97.0	100.9	97.8	100.8	98.4	100.6	99.1	100.2	99.7	100.3	100.2
	石家庄	99.7	95.6	99.3	95.9	99.8	96.8	99.4	97.1	100.1	97.6	100.2	97.8	100.7	98.2	100.7	98.7	100.5	99.4	99.9	99.5
	太原	99.4	95.5	99.6	95.3	99.3	95.1	99.4	95.4	100.2	95.6	100.5	96.5	100.1	96.8	100.3	97.7	100.7	98.6	99.8	98.4
	呼和浩特	100.1	97.3	100.0	97.7	100.0	98.2	98.6	96.9	99.7	96.7	100.6	97.4	100.5	98.0	100.3	98.8	100.1	98.7	100.2	99.4
	沈阳	99.7	95.5	99.4	95.2	99.3	94.9	99.4	94.8	99.6	95.0	99.9	95.4	100.5	96.2	100.2	96.6	100.3	97.0	99.7	96.6
	大连	99.5	96.3	98.8	95.4	99.5	95.1	99.6	95.1	99.9	95.2	99.7	95.3	99.6	95.6	99.6	95.3	99.7	95.3	100.2	95.8
	长春	99.3	97.7	99.3	96.9	99.2	96.5	98.9	95.7	99.5	95.0	99.7	95.0	100.3	95.2	100.4	95.6	99.8	95.5	100.5	96.7
	哈尔滨	99.2	92.5	99.4	92.2	99.1	92.0	99.6	92.4	99.6	93.0	100.1	94.0	100.4	95.1	100.7	96.4	100.3	97.1	100.3	98.0
	南京	99.6	100.3	99.5	99.9	100.3	100.6	99.9	100.3	100.0	100.2	100.3	99.7	100.5	100.1	100.5	101.2	99.7	101.5	99.8	100.9
	杭州	100.4	106.5	100.3	106.4	100.7	106.6	100.3	106.4	100.4	106.5	100.2	106.2	100.2	105.8	100.1	105.3	100.2	105.1	100.4	104.5
	宁波	100.2	100.4	100.4	100.9	100.1	101.2	100.2	101.8	100.6	101.9	100.9	102.2	100.6	102.6	100.2	103.1	100.4	103.8	100.3	104.1
	合肥	100.7	100.7	100.6	101.5	100.1	101.9	99.9	101.6	100.7	102.4	100.3	103.3	100.3	104.0	100.1	104.3	100.2	104.4	99.9	103.8
	福州	99.3	98.2	99.5	97.9	99.7	98.0	99.8	97.7	100.2	97.5	100.3	97.6	100.4	98.6	100.2	99.4	100.1	99.6	99.8	99.1
	厦门	99.7	97.0	99.3	96.1	99.8	96.4	99.9	96.1	99.7	96.1	100.1	96.7	100.5	97.4	100.1	98.1	99.8	98.3	99.7	97.6
	南昌	100.3	101.2	99.9	101.5	99.9	101.9	99.7	101.8	100.3	101.7	100.3	101.7	100.6	101.9	100.5	101.9	100.4	102.2	100.1	102.9
	济南	100.3	100.9	100.1	101.5	99.9	102.0	99.9	101.9	99.8	101.6	100.9	102.4	100.7	102.8	100.6	103.6	100.7	103.8	100.2	103.7
	青岛	99.9	100.1	99.8	100.1	99.8	100.2	100.3	100.6	100.4	101.5	100.5	102.1	100.5	102.1	100.2	102.2	100.3	102.3	100.1	101.9
	郑州	99.7	96.2	99.5	96.2	99.6	96.4	99.4	96.6	100.2	97.0	100.6	97.8	100.9	99.4	100.5	100.2	99.8	100.1	99.7	100.0
	武汉	99.1	93.9	99.4	93.6	99.8	94.2	99.9	94.4	100.2	94.3	100.6	95.3	101.3	96.9	100.7	98.3	100.2	99.2	100.0	99.6
	长沙	100.1	102.7	100.2	102.7	100.5	103.0	100.5	103.2	100.3	103.4	100.0	103.3	100.6	103.5	100.5	103.6	100.4	103.8	100.2	103.6
	南宁	99.4	97.5	99.0	97.0	99.4	96.5	99.8	96.6	99.9	96.0	100.5	96.9	100.9	98.0	100.3	98.1	100.4	98.2	99.7	97.8
	海口	100.2	100.6	99.9	100.5	99.8	100.8	99.8	101.0	99.9	100.9	100.4	101.5	100.5	101.5	100.7	101.8	100.4	100.4	100.4	102.3
	重庆	100.3	101.4	99.4	100.8	99.7	100.7	99.5	100.0	100.3	99.4	100.7	99.6	100.9	100.0	100.7	101.2	99.9	101.3	99.8	100.6
	成都	100.7	106.2	100.3	107.2	100.5	108.0	100.5	109.0	100.6	108.6	100.7	108.6	100.7	108.5	100.9	108.7	100.5	108.3	100.2	107.2
	贵阳	100.0	98.0	99.6	98.0	99.2	98.4	99.8	98.6	99.6	97.9	99.7	98.0	100.7	98.4	100.2	97.9	100.4	98.5	99.8	98.5
	昆明	99.4	97.3	99.2	97.3	100.2	97.5	99.3	97.0	100.3	96.9	100.9	97.3	101.2	98.8	100.1	99.0	99.6	99.1	99.5	98.9
西安	99.5	102.5	99.7	101.8	99.7	101.4	100.1	102.0	100.2	102.2	100.0	101.2	100.4	101.2	100.6	101.6	100.4	101.7	100.3	101.7	
兰州	99.1	94.5	99.6	94.2	99.9	94.5	99.5	94.4	99.9	94.4	100.5	95.2	100.6	96.2	100.4	97.2	100.5	98.0	100.2	98.8	
西宁	99.7	95.5	99.4	95.3	100.0	95.7	99.7	96.4	100.5	97.3	100.3	98.4	100.2	99.2	100.3	99.2	100.2	100.5	100.1	100.2	
银川	99.9	103.5	99.8	102.7	99.3	101.8	100.1	102.3	100.1	100.9	100.5	101.4	100.6	101.7	101.0	102.6	100.2	102.5	100.4	102.8	
乌鲁木齐	99.7	101.1	99.8	101.2	100.0	101.7	99.7	101.7	100.3	101.8	100.4	101.5	100.8	101.3	100.1	100.9	100.3	100.5	99.6	100.3	

注: 央行首套房贷利率动态调整机制明确: 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(例 2022.12-2022.2、2023.3-2023.5), 评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市可自主决定自下一个季度起, 阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限; 绿色代表该城市曾符合央行首套房贷动态调整机制的下调条件

数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 一、二线城市财政对土地出让及地产交易的依赖程度

一二线城市财政对土地/地产依赖程度(%)				
	城市	依赖度	城市	依赖度
一线城市	北京	34.1	南昌	53.5
	上海	41.7	济南	59.4
	广州	55.2	青岛	45.1
	深圳	37.8	郑州	47.2
二线城市	天津	27.6	武汉	54.6
	石家庄	41.5	长沙	62.1
	太原	33.4	南宁	54.1
	呼和浩特	51.1	海口	42.7
	沈阳	49.6	重庆	49.8
	大连	37.0	成都	62.2
	长春	58.9	贵阳	70.5
	哈尔滨	52.6	昆明	54.0
	南京	54.9	西安	64.3
	杭州	59.5	兰州	45.7
	合肥	55.5	西宁	51.5
	福州	54.7	银川	50.0
	厦门	63.5	乌鲁木齐	46.9

注: 财政对土地/地产依赖度指地方土地财政收入(土地出让金、房产税、契税、土地增值税、城镇土地使用税等)占地方公共财政收入及政府性基金收入的比例。

资料来源: Wind, 各地方财政局, 东吴证券研究所

图3: 住房贷款过去6年明显高于基准利率, 近期回落



注: 数据截至2023年6月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2018-2020年新增的房贷规模较高



注: 数据截至2023年6月

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：哪些城市存量房贷与新发房贷的“势能差”最大？

		首套房贷利率加点 (bp)								利率差(bp)	
		2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017H2	2017H1	存量-新发	
一线城市	北京	55	55	55	56	52	53	35	-42	北京	-3
	上海	35	35	4	4	6	24	4	-48	上海	-20
	广州	0	0	48	37	50	64	39	-58	广州	57
	深圳	30	30	34	33	38	64	47	-47	深圳	21
二线城市	天津	-40	-40	30	31	31	69	36	-40	天津	90
	石家庄	-50	20	/	53	57	67	47	-44	石家庄	112
	太原	-10	-10	49	55	56	54	31	/	太原	65
	呼和浩特	-20	-20	/	48	48	/	/	/	呼和浩特	68
	沈阳	-50	-20	/	85	67	63	36	-51	沈阳	115
	大连	-50	0	19	46	44	51	23	-60	大连	97
	长春	-50	-20	66	69	69	61	34	/	长春	115
	哈尔滨	-20	-20	19	30	56	80	40	-24	哈尔滨	88
	南京	-20	-20	79	82	77	92	57	-48	南京	104
	杭州	-20	-20	50	51	50	79	54	-47	杭州	85
	宁波	-20	-20	80	72	70	79	/	-60	宁波	95
	合肥	-20	-20	123	118	104	78	54	-32	合肥	111
	福州	-50	-20	35	59	50	54	/	/	福州	102
	厦门	-50	-20	30	31	33	40	7	/	厦门	87
	南昌	-20	-20	96	102	90	69	33	-36	南昌	100
	济南	-20	-20	54	67	66	61	46	/	济南	84
	青岛	-20	-20	80	86	77	82	60	-57	青岛	100
	郑州	-50	-20	114	106	108	110	78	-49	郑州	159
	武汉	-40	-40	108	106	113	122	70	-24	武汉	158
	长沙	-20	-20	64	83	72	70	36	-31	长沙	91
南宁	-60	-20	137	130	118	79	/	/	南宁	159	
海口	-10	0	/	51	49	68	43	/	海口	68	
重庆	-20	-20	64	73	69	71	56	-65	重庆	90	
成都	-20	0	130	119	80	64	33	-46	成都	92	
贵阳	-40	-20	85	/	50	/	/	/	贵阳	90	
昆明	-35	-35	46	56	56	48	16	-34	昆明	87	
西安	-25	-15	80	87	80	48	18	-2	西安	89	
兰州	-30	-30	/	/	/	73	/	/	兰州	103	
西宁	/	/	/	/	/	/	/	/	西宁	/	
银川	/	/	/	/	/	/	/	/	银川	/	
乌鲁木齐	/	-20	22	31	41	48	21	8	乌鲁木齐	65	

注：存量房贷利率加点由 2018-2019 年加点平均值代表，存量房贷利率加点减去新发房贷利率加点为利率差；上海、北京利率差为负代表近期的政策加点（而非实际房贷利率）高于 2018-2019 时期；2023 年数据截至 2023 年 7 月。

数据来源：Wind、本地宝、根据公开新闻整理、东吴证券研究所

图6: 哪些城市还有“认房不认贷”松绑空间

		一二线城市二套房认定政策现状		
	城市	“认房又认贷”	首付比例差:二套-首套	贷款利差:二套-首套(bp)
一 线 城 市	北京	√	25%	50
	上海	√	15%	70
	广州	√	40%	60
	深圳	√	40%	30
二 线 城 市	天津	×	10%	100
	石家庄	√	10%	110
	太原	×	20%	80
	呼和浩特	×	10%	80
	沈阳	×	10%	110
	大连	×	10%	110
	长春	×	10%	80
	哈尔滨	×	10%	80
	南京	×	10%	80
	杭州	×	30%	80
	宁波	√	30%	80
	合肥	√	20%	80
	福州	√	20%	110
	厦门	√	20%	130
	南昌	×	10%	80
	济南	×	10%	80
	青岛	√	10%	80
	郑州	×	10%	110
	武汉	√	20%	100
	长沙	√	10%	80
	南宁	×	20%	120
	海口	×	30%	70
	重庆	√	20%	80
	成都	√	30%	80
	贵阳	×	10%	100
	昆明	×	10%	95
	西安	√	40%	95
	兰州	×	10%	90
西宁	/	10%	/	
银川	/	20%	/	
乌鲁木齐	/	10%	80	

注: 二套房与首套房的首付比例差按照同一城市所得数据的最大差值计算; 二套房与首套房贷款利差、首付比例差为 2023 年值; 2023 年数据截至 2023 年 7 月。

数据来源: Wind、中指研究院、根据公开新闻整理、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>