

调整购房首付，带动多少销售？ ——“周期的力量”系列研究之二

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

联系人 谢钰

Xieyu01@ctsec.com

相关报告

1. 《地产调控转松，政策空间多大？——“周期的力量”系列研究之一【财通宏观陈兴团队】》2023-07-28

核心观点

重要会议对房地产做出“供求关系发生重大变化的新形势”判断后，相关部门也纷纷跟进发声，明确指出要引导个人住房贷款利率和首付比例下行、落实好个人住房贷款“认房不用认贷”等措施。那么，在因城施策的背景下，这些政策一旦落实，会在多大程度上改善地产的销售情况？

- ❖ **重点城市限购，调整力度温和。**自 2022 年以来，济南、天津和南京等多个二线城市调整了限购政策，但这些城市核心区域的限购仍未松绑。截至 8 月初，在 35 个一二线城市中，27 个城市仍实行限购政策。一方面，在实行限购的城市中，城市核心区限购均较严格；另一方面，不同城市要求缴纳的个税或社保期限有所差异，其中一线城市最为严格。在大多数二线热点城市限购尚未放开的情况下，一线城市或难有快速和明显的松动，因此限购层面的放松或二线城市先行，具体举措上或表现为非核心地区限购门槛的降低或外地户籍的纳税社保缴纳期缩短等。
- ❖ **哪些城市还在“认房又认贷”？**目前包括北上广深在内的约 20 个一二线城市仍执行“认房又认贷”，若这些地区全部优化“双认”，之前“卖一买一”被认定为二套房的部分人群可以享受一套房更低的首付比例和房贷利率，4 个一线城市的首付比例能够调降 15%-25%不等、房贷利率可以降低 0.3-0.7 个百分点不等；对于 16 个二线城市来说，首付比例能调降 5%-20%不等、“卖一买一”的房贷利率可降低 0.6-1.8 个百分点不等，居民的改善型置换需求有望加快释放。
- ❖ **首付比例下调，带动多少销售？**在二套房首付比例方面，一方面，“认房认贷”放松变相地降低了二套房的首付比和房贷利率；另一方面，从二套住房的首付比例来看，近一半的重点城市二套首付比可下调。政策放松会刺激观望群体对二套房的新增需求；此外，一定程度也提高了原计划购置二套房居民的购置面积。我们分别测算了这两块对地产销售面积增速的提振，整体来看，首先，若重点城市二套首付比均下调至政策下限，预计能拉动全国商品房销售面积增速 3.6-4.1 个百分点左右；其次，若所有仍执行“认房又认贷”的城市均调整为“认房不认贷”，有望拉动全国商品房销售面积增速 4.2-4.7 个百分点左右；最后，若二套房首付比例下调和“双认”放松两项政策均落地，能拉动商品房销售面积累计增速 4.7-5.2 个百分点，平均约 5 个百分点。
- ❖ **风险提示：**政策解读存在偏差；政策更新不及时或推进力度不及预期；地产行业发生信用风险事件，房企流动性恶化超预期；经济恢复不及预期。

内容目录

1	重点城市限购，调整力度温和.....	3
2	哪些城市还在“认房又认贷”？	5
3	首付比例下调，带动多少销售？	7

图表目录

图 1. 35 个一二线城市的限购政策概况.....	3
图 2. 对多孩家庭和有老人家庭增购一套购房资格的城市	4
图 3. 限购城市商品房销售面积（万平方米）	5
图 4. 一线城市二手住宅价格指数当月同比（%）	5
图 5. 2022 年以来放松“认房又认贷”政策的二线城市	6
图 6. 调整“双认”前后半年二手房成交面积同比增速（%）	6
图 7. 调整“双认”前后半年新房成交面积同比增速（%）	6
图 8. “双认”城市首/二套首付比例和房贷利率（%）	7
图 9. 一二线城市首付比例（%）	8
图 10. 部分城市二套的首付比例仍有调降空间（%）	8
图 11. 二套房首付比例存在调降空间的城市	9
图 12. 政策放松不同情境下不同购房群体带动的增量面积.....	10

重要会议对房地产做出“供求关系发生重大变化的新形势”判断后，相关部门也纷纷跟进发声，明确指出要引导个人住房贷款利率和首付比例下行、落实好个人住房贷款“认房不用认贷”等措施。那么，在因城施策的背景下，这些政策一旦落实，会在多大程度上改善地产的销售情况？本报告对此进行展开分析。

1 重点城市限购，调整力度温和

重点城市限购大多未松绑。自 2022 年以来，济南、天津和南京等多个二线城市调整了限购政策，但这些城市核心区域的限购仍未松绑。根据不完全统计，截至 2023 年 8 月初，在 35 个一二线城市中，27 个城市仍实行限购政策，仅重庆、哈尔滨、长春、呼和浩特、贵阳、银川、西宁和乌鲁木齐 8 个城市未对居民购房套数设限，另外也有少数城市如石家庄和昆明对本市户籍居民不限购。

图1.35 个一二线城市的限购政策概况

城市	本市户籍限购套数		非本市户籍 限购套数	限购范围
	一般家庭	单身人士		
北京	2	1	1	全市
上海	2	1	1	全市
深圳	2	1	1	全市
广州	2	1	1	全市
天津	2	1	1	全市（滨海新区除外）
重庆				不限购
哈尔滨				不限购
长春				不限购
沈阳	2		1	二环内
呼和浩特				不限购
石家庄			1	长安区、桥西区、裕华区、新华区、高新区
郑州	2	1	1	二环内
济南	2	2	1	二环内
太原	2		1	城六区
合肥	2		1	核心区
武汉	3		1	二环内
南京	2	1	1	全市（六合、溧水、高淳和浦口对本市户籍不限购）
杭州	2	1	1	核心区
长沙	2	1	1	长沙市区和长沙县
南昌	2	2	1	南昌市区、新建长堦片区及南昌县莲塘片区
福州	2		1	五城区
南宁	2	2	1	全市
海口	2	2	1	全市
成都	2	1	1	一、二圈层
贵阳				不限购
昆明			1	核心城区对外地人限购
兰州	2		1	城关区、七里河区、安宁区（不包括高新区榆中园区）
银川				不限购
西宁				不限购
宁波	2	2	1	市六区
厦门	2	1	1	全市
青岛	2		1	市南区和市北区
西安	2	2	1	核心区
大连	2		2	中山区（不含东港商务区）、西岗区、沙河口区
乌鲁木齐				不限购

数据来源：各地方政府网站，本地宝，财通证券研究所

城市核心区限购均较严格。在 27 个实行限购城市中，多数城市仅在核心区域实行套数购买限制，而对于较偏远的郊区不限购。对于本市户籍家庭，部分一二线城市均规定只可购买两套住房，不过今年 2 月，武汉放宽至三套；对于本市户籍的单身人士而言，一线城市均限制只允许购买一套住房，其余二线城市则可购一套或二套不等。对于非本市户籍，大部分一二线城市均仅可购买一套，不过去年 5 月，大连放宽外地户籍居民的购房政策，可购买两套住房并取消了缴纳社保或个税的要求。

纳税和社保缴纳期有缩短空间。对非本市户籍购房者来说，不同城市要求缴纳的个人所得税或社会保险期限有所差异，其中一线城市要求最为严格，北上广深均要求连续 5 年缴纳社保或个税才可购房，其余二线城市的纳税和社保缴纳期限为 6 到 36 个月不等。此外，部分一二线城市有特殊的优惠政策，约 17 个二线城市允许多孩或有老人的家庭增购一套住房，即符合条件的家庭每户最多可在限购区域购买三套住房。

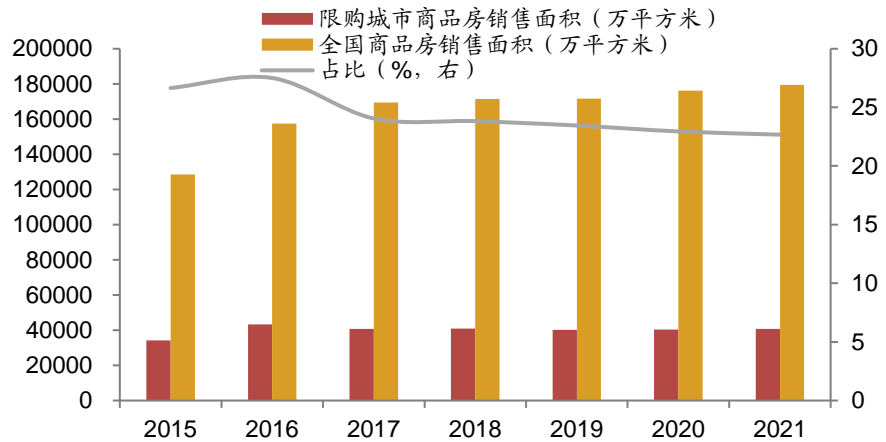
图2.对多孩家庭和有老人家庭增购一套购房资格的城市

城市	对多孩家庭	对有老人家庭
天津	可增购一套	
沈阳	可增购一套（仅本市户籍）	
郑州	-	可增购一套
济南	可增购一套（仅本市户籍）	
太原	可增购一套（仅本市户籍）	
合肥	可增购一套（仅本市户籍）	
武汉	可增购一套	
南京	可增购一套	
杭州	可增购一套	-
长沙	可增购一套（仅本市户籍）	-
福州	可增购一套（仅本市户籍）	-
成都	可增购一套	
兰州	可增购一套	
宁波	可增购一套（仅本市户籍）	-
厦门	可增购一套（仅本市户籍）	-
青岛	可增购一套	-
西安	可增购一套	-

数据来源：各地方政府网站，本地宝，财通证券研究所

二线热点城市限购或先有松动。从商品房销售面积来看，2021 年一二线限购城市商品房销售面积占全国比重超两成，且该比例自 2017 年以来较为稳定。若这部分城市对限购政策进行优化调整，将会对地产销售产生影响。不过，在大多数二线热点城市限购尚未放开的情况下，一线城市或难有快速和明显的松动，限购层面的放松或二线城市先行，具体举措上或表现为非核心地区限购门槛的降低或外地户籍的纳税和社保缴纳期缩短等。

图3.限购城市商品房销售面积（万平方米）

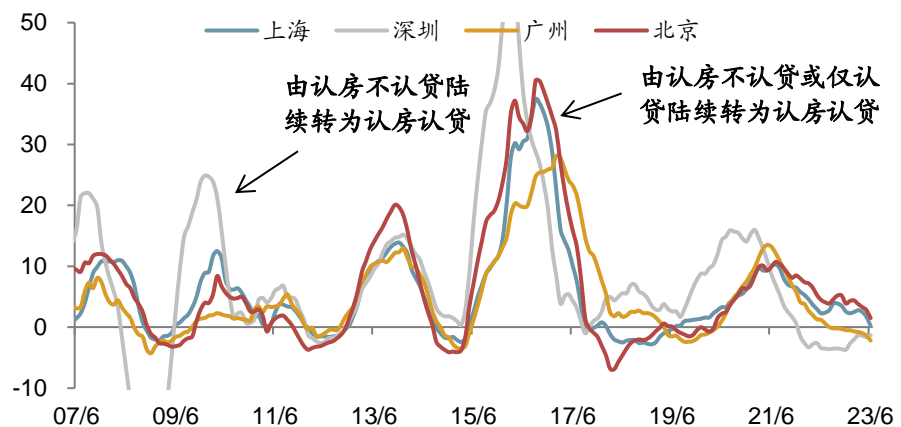


数据来源：WIND，财通证券研究所

2 哪些城市还在“认房又认贷”？

“认房又认贷”下房市降温。“认房”或“认贷”指的是银行在发放住房按揭贷款时评判首套或二套房的标准，按照严格程度排序，可分为“认房又认贷”、“认房不认贷”、“认贷不认房”三类。在房地产市场过热的背景下，2016年末至2017年初一线城市陆续重启“认房又认贷”，2017年，深圳和北京二手住宅成交套数较2016年分别下降32.9%和50.5%、上海二手住宅成交面积显著下滑43.2%。回顾来看，历次“认房又认贷”政策出台后，地产市场均有明显降温，表现为地产销售和房价涨势的放缓。

图4.一线城市二手住宅价格指数当月同比 (%)

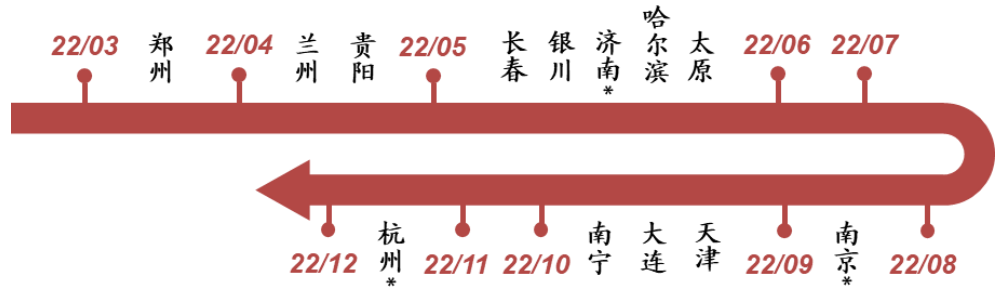


数据来源：WIND，财通证券研究所

多地“双认”政策已有放松。在因城施策的地产调控背景下，2021年末起，多个城市公积金贷款取消“认房又认贷”。2022年3月，郑州成为首个在按揭贷款层面放松“认房又认贷”的城市，调整后执行“认贷不认房”政策，此前郑州从

2016年12月以来就一直执行严格的“双认”政策。紧接着，兰州、贵阳和长春等9个二线城市陆续调整“认房又认贷”为“认贷不认房”，济南、南京和杭州调整“认房又认贷”为“认房不认贷”，各地持续释放地产维稳的信号。

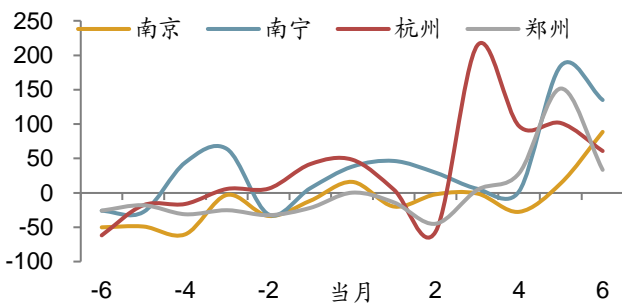
图5.2022年以来放松“认房又认贷”政策的二线城市



数据来源：各地方政府网站，地方房地产协会网站，人民网，财通证券研究所，带*号城市调整为“认房不认贷”，其余均调整为“认贷不认房”，其中郑州市于2023年8月3日由“认贷不认房”调整为“认房不认贷”

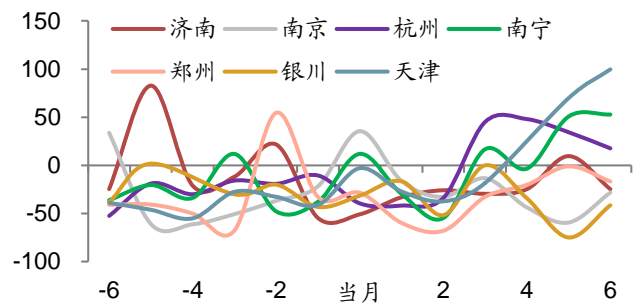
“双认”调整对二手房提振更明显。“双认”的放松可以降低居民的置换成本，加快改善性需求的释放。贝壳研究院调研显示，近年来全国每年平均约300至400万的家庭换房，卖旧买新对新房市场的贡献较高，其中一线和二线城市分别占到53%和21%。以南京、南宁、杭州和郑州为代表，在“双认”调整后的半年，各城市的二手房成交增速有明显改善，南京、杭州和郑州的月度平均增速均由半年前的负值转正。不过，新房的成交情况暂未有明显改善，在南京、杭州、南宁和郑州等城市在“双认”调整后的半年内，新房成交面积增速保持低位震荡。

图6.调整“双认”前后半年二手房成交面积同比增速(%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

图7.调整“双认”前后半年新房成交面积同比增速(%)

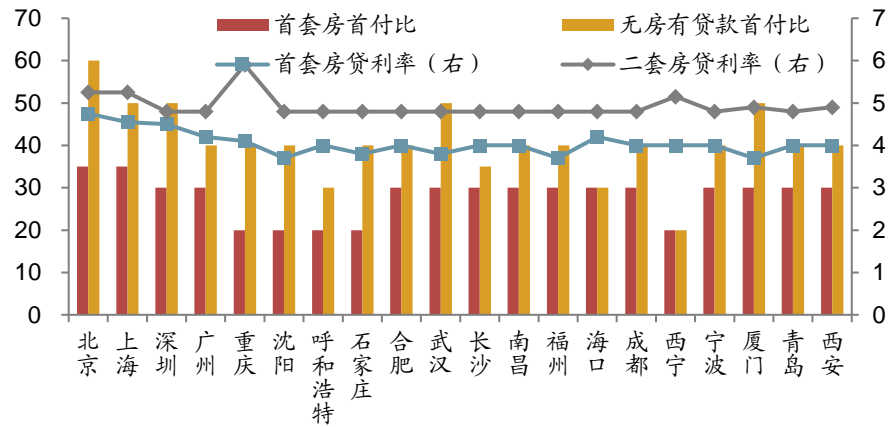


数据来源：WIND，财通证券研究所

“卖一买一”更低的首付比和房贷利率。当前，约20个一二线城市仍执行“认房又认贷”，其中包括北上广深4个一线城市以及其余16个二线城市。如这些地区优化“双认”后，部分区域或部分定向人群，之前“卖一买一”被认定为二套房的可以享受一套房更低的首付比例和房贷利率。若“双认”全面调整为“认房不认贷”后，4个一线城市的首付比例能够调降15%-25%不等、房贷利率可以降低0.3-0.7个百分点不等；对于16个二线城市来说，首付比例能调降5%-20%不

等、“卖一买一”的房贷利率可降低 0.6-1.8 个百分点不等，居民的改善型置换需求有望加快释放。

图8. “双认”城市首/二套房首付比例和房贷利率 (%)



数据来源：中指研究院，WIND，财通证券研究所

3 首付比例下调，带动多少销售？

两条路径下调二套房首付比。我们在报告《地产调控转松，政策空间多大？——“周期的力量”系列研究之一》中已经总结过，在首套房首付比例方面，除北京、上海还有 5% 的下调余地外，其他城市都已达到现行政策的下限。在二套房首付比例方面，正如前文所述，**一方面**，“认房又认贷”放松后，变相地降低了调整城市二套房的首付比和房贷利率；**另一方面**，单从二套房的首付比例来看，部分城市也仍有下调空间。若居民名下已经拥有一套住房且贷款尚未结清（严格二套），各城市购置改善性住房所需的首付比例在三成到七成不等，其中广州和深圳要求的首付比例最高，而呼和浩特、西宁、南宁和银川等二线城市要求的二套房首付比较低。

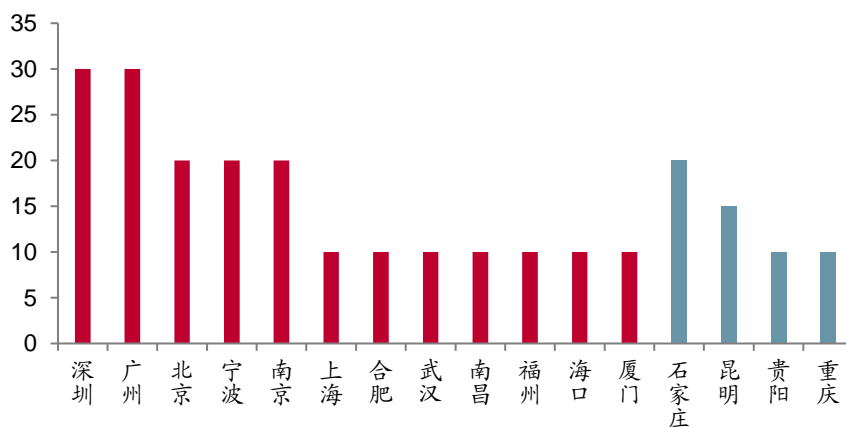
图9.一二线城市首付比例 (%)

城市	无房无贷款记录	无房有贷款记录	有1套房无贷款记录	有1套房且贷款未结清	城市	无房无贷款记录	无房有贷款记录	有1套房无贷款记录	有1套房且贷款未结清
	严格首套	首套/二套	首套/二套	严格二套		严格首套	首套/二套	首套/二套	严格二套
北京	35	60			重庆	20	40		
上海	35	50			西宁	20	30		
深圳	30	50	70		杭州	30	40		
广州	30	40	50	70	南京	30		60	
合肥	30	40		50	郑州	30		40	
南昌	30	40	30	40	济南	30	40		
武汉	30	50			天津	30			40
沈阳	30	40			太原	30	40		
长沙	30	35		40	大连	30	40	30	40
福州	30	40		50	南宁	20	30	20	30
海口	30		40	50	兰州	20	30	20	30
宁波	30	40		60	贵阳	30	40	20	40
厦门	30	50	40	50	昆明	20	45	20	45
成都	30	40			银川	20	30	20	30
西安	30	40			哈尔滨	20	30	20	30
青岛	30	40			长春	20	30	20	30
呼和浩特	20	30			乌鲁木齐	20	30	20	30
石家庄	30	40		50					

数据来源：各地方政府网，本地宝，吉屋网，财通证券研究所，灰色为不限购城市（其中石家庄、昆明对本市户籍不限购），蓝色为“认房认贷”城市，红色为“认房不认贷”城市，绿色为“认贷不认房”城市

近半重点城市二套首付比可下调。根据 2015 年央行、住建部和银监会发布的《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，限购城市“拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭”购置改善性住房所要求的首付比例下限为 40%，而不限购城市为 30%。对照此标准来看，在主要 34 个一二线城市中，当前仍有 12 个限购城市和 4 个不限购城市有继续调降的空间，可以期待的下调幅度从 10%到 30% 不等。

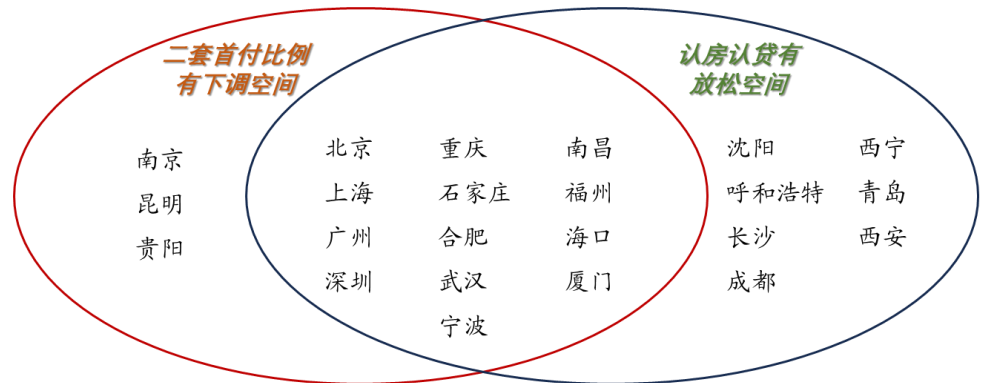
图10.部分城市二套的首付比例仍有调降空间 (%)



数据来源：各地方政府网，本地宝，吉屋网，财通证券研究所，蓝色为不限购城市

总结来看，当前二套首付比例下调和“双认”可调整兼具空间的城市包括北上广深和重庆、石家庄等共 13 个一二线城市，仅二套首付比可下调的城市仅有南京、昆明和贵阳，仅“双认”可优化的城市有沈阳、呼和浩特等 7 个城市。

图11.二套房首付比例存在调降空间的城市



数据来源：各地方政府网，本地宝，吉屋网，中指研究院，财通证券研究所

新增需求提振销售面积约 2.5 到 3 个百分点。一方面，政策的放松会刺激部分观望群体对二套房的新增需求。基于“双认”已有放松的济南、南京和杭州等城市的销售变化，我们以各城市“双认”放松当月的销售为基准，放松后 1-2 个月较放松前 1-2 个月相比，整体销售面积增长 3.4-4 个百分点左右。考虑到本轮剩余 20 个一二线城市如若放松后首付比例平均下调约在 12.6%，幅度小于上述样本城市下调的平均水平 17.1%，据此，我们预计，后续“双认”放松带动地产销售面积增长约 2.5-3 个百分点。

存量需求扩大购房面积带动销售面积增长 1.1-2.2 个百分点。另一方面，二套房首付比下调和“认房认贷”调整会一定程度提高原计划购置二套房居民的购置面积。根据中国消费者报联合贝壳研究院发布的《2021 消费者置业信心指数报告》（以下简称《报告》），在购房者群中，出于首次置业和改善住房需求的分别占 51.2%、36.2%，剩下的 12.6%为投机和其他需求，由此我们大致推断商品房销售中的二次置业占比在 36%左右。

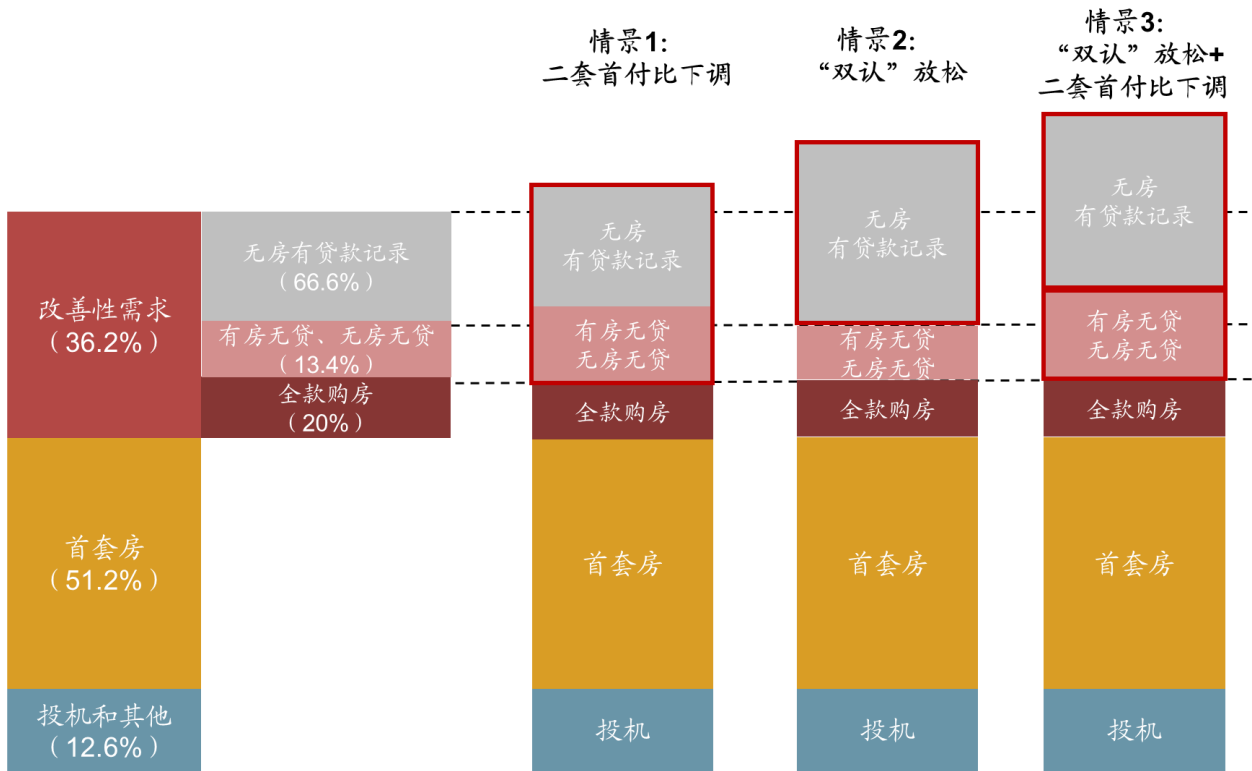
首先，若上述重点城市二套房首付比均下调至政策要求的下限（限购城市 40%、不限购城市 30%），并假设首付比下调带来的可贷款资金规模扩大全部用于购房，则预计二套房首付比例下调能够拉动全国商品房销售面积增速 1.1 个百分点左右。

其次，若所有仍执行“认房又认贷”的城市均调整为“认房不认贷”，则原本名下无房但有贷款记录的首付比例下调至首套房标准。根据《报告》公布的购置首套和二套住房中全款无贷的占比，大致可以推算改善型住房中名下无房但有贷款记录的占比约 67%，叠加各城市优化后销量的改善幅度可以大致得到，“双认”调整有望拉动全国商品房销售面积增速 1.7 个百分点左右。

最后，若二套房首付比例下调和“双认”放松两项政策均落地，维持上述假设，拉动商品房销售面积增速在 2.2 个百分点左右。

综合来看，若下调重点城市二套首付比，能带动地产销售面积增速 3.6-4.1 个百分点左右；若“双认”放松，预计提振地产销售面积增速约 4.2-4.7 个百分点；而如果上述两项政策均落地，地产销售面积有望提升 4.7-5.2 个百分点，平均约 5 个百分点。

图12.政策放松不同情境下不同购房群体带动的增量面积



数据来源: Wind, 财通证券研究所

风险提示: 政策解读存在偏差; 政策更新不及时或推进力度不及预期; 地产行业发生信用风险事件, 房企流动性恶化超预期; 经济恢复不及预期。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。