

如何理解近期地产政策加速松绑及其影响？

——中国银河“总量和政策”团队联合解读

核心要点：

1.政策综述：8月25日住建部、人民银行、金融监管总局联合发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，之后重点城市也陆续发布“认房不认贷”的通知。8月31日人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》两个文件，不再区分“限购”和“不限购”城市，将首套和二套住房贷款的最低首付比例下限统一为不低于20%和30%；二套住房利率政策下限调整为LPR+20BP，首套住房利率政策下限仍为LPR-20BP。

2.存量按揭利率调整，重点解决新增房贷利率与存量利率差距大问题，对银行息差和利润影响可控。 LPR加点幅度较多阶段集中在2017年7月至2022年6月，期间累计净增贷款规模为18.76万亿元，占同口径金融机构人民币贷款增量比重为20.44%。假设未有调整月供周期，测算加权平均利率为5.49%，与增量贷款利率（4.11%）拉开差距，调降存量利率的必要性提升。假设统一下调30BP、50BP、100BP，对银行净息差的影响分别是-0.34BP、-0.53BP、-3.28BP，对银行净利润的影响分别是-0.19%、-0.3%、-1.86%。高利率除影响地产销量外，也会制约投资和消费。假设100万按揭贷款利率下调100BP，预计节约月供558元，拓展到所有需要调整的存量房贷，第一年累计节约利息约1866亿元，同时提前还款率下降大约释放资金1.7万亿元，假设居民消费意愿为25%左右，累计用于消费的资金为4687.6亿元，带动社会零售消费品总额增长约1.77%。

3.“认房不认贷”主要受益群体有两类：本地置换群体、在本地购首套房但在地有贷款记录的异地刚需群体。截至2023年8月30日，全国有9个重点城市执行“认房又认贷”，包括北京、上海、厦门、西安等，考虑到政策时滞，也将广州和深圳也纳入列表。2021年以上10个城市（不含厦门）的商品住宅销售面积1.58亿方。且由于高能级城市存量房市场较活跃，根据我们测算，以上10个城市新房和二手房成交面积合计为2.4亿方。假设全面执行“认房不认贷”，按照一线城市和非一线城市受益于此次“认房不认贷”的成交面积占总成交面积的比例分别为60%、30%来估算，我们测算出以上10个城市新建商品住宅和二手房成交面积合计或增加42.1%至34741万方。

4.综上，预计认房不认贷和存量房贷利率下行两项政策在2023年和2024年分别拉动GDP上行0.17%和0.18%。虽然幅度不大，但由于是增量拉动，也就意味着房地产持续下行势头得以遏制，房地产流动性逐步好转，带动市场信心逐步恢复。信心对于当前经济复苏而言极其重要。

5.历次重大利好政策对市场的催化效果：历史上房地产利好政策有8轮，其中3轮在短期内对销售面积有提振效果，4轮短期内对于平均房价有提振效果。对于A股市场而言，历次地产放松政策的短期影响并不十分显著，但适当拉长时间维度，仍有助于推动市场整体回暖，其中对银行业行情的效果较为明显，对地产产业链尤其是钢铁、建筑材料、建筑装饰、房地产、家电等也有提振效果。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

宏观分析师：高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

策略分析师：杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

宏观分析师：许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

银行业分析师：张一纬

☎：010-80927617

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

房地产分析师：胡孝宇

☎：huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

风险提示：

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

目 录

一、房地产政策对宏观经济的影响.....	3
二、存量按揭利率调整的影响测算.....	7
三、“认房不认贷”措施的影响测算.....	10
四、房地产利好政策的市场效应	13
（一）当前房地产周期所处的位置	13
（二）历次重要房地产利好调控政策的效果	18
（三）房地产调控政策对 A 股市场的影响	19

7月24日中央政治局会议要求下半年经济工作要加大宏观政策调控力度,着力扩大内需、提振信心、防范风险,不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解。目前扩大内需的政策组合正在陆续出台。货币政策方面,MLF收益率在6月、8月分别调降10BP、15BP,1年期LPR在6月、8月都调降10BP,5年期LPR只在6月调降10BP;截止2023Q2金融机构贷款加权平均利率再次降至历史低位。财政政策方面,8月28日十四届全国人大常委会第五次会议明确“专项债9月底前发行完毕、10月底前力争资金使用完毕、研究扩大专项债投向和用作资本金范围”。资本市场方面,8月27日出台了证券交易印花税减半、优化IPO节奏与再融资机制、限制减持、调降融资保证金等措施;同时明确了“房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制”。

对于房地产市场,7月24日中央政治局在“防范化解重点领域风险”的部分提出,适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策,因城施策用好政策工具箱,更好满足居民刚性和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展。8月下旬重要政策开始出台。

8月25日住建部、人民银行、金融监管总局联合印发的《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》。居民家庭申请贷款购买商品住房时,家庭成员在当地名下无成套住房的,不论是否已利用贷款购买过住房,银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此次通知主要有两方面作用:一是在居民购房时,银行业金融机构对于首套房的认定门槛下降,贷款记录不再作为首套房认定的标准,仅需满足家庭在当地城市名下无房即可执行首套住房信贷政策;二是通知提到政策纳入“一城一策”工具箱,供城市自主选用,便于地方因城施策,各地具有自主选用的空间。此通知发布5日后,广州和深圳陆续发布通知实行“认房不认贷”。

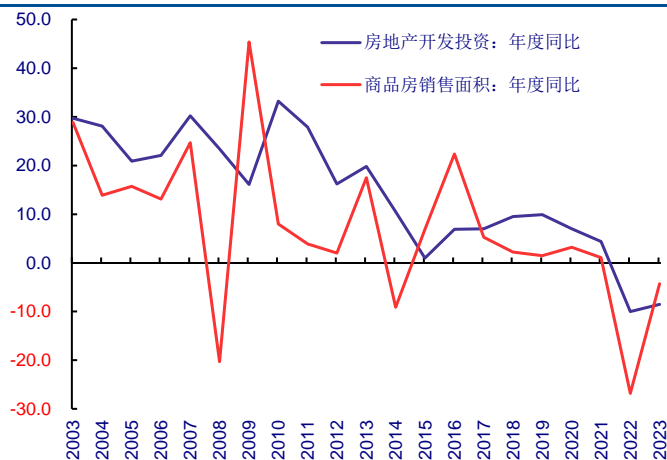
8月31日,人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市,首套住房和二套住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%。二套住房利率政策下限调整为相应期限LPR+20BP;首套住房利率政策下限仍为相应期限LPR-20BP。

一、房地产政策对宏观经济的影响

如果没有政策调整,房地产投资可能持续低位运行。房地产投资增速在2022年同比下降10.0%的基础上,2023年1-7月又同比下降8.5%。新开工面积增速领先房地产投资增速大约2.5年左右,但在2022年下降39.4%的基础上,2023年1-7月又同比下降24.5%,预示房地产投资将持续下行。

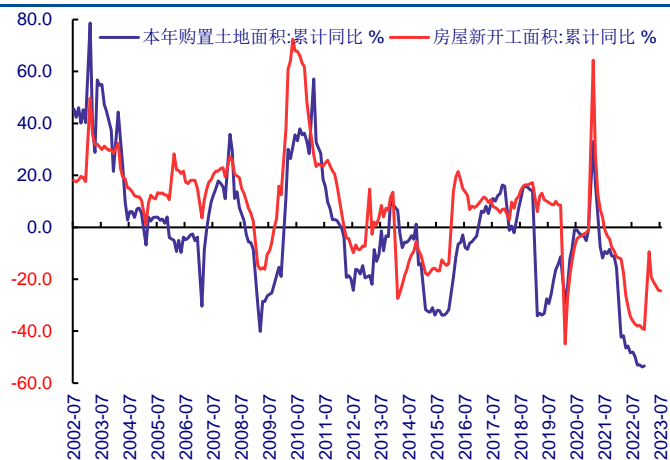
房地产行业持续低迷,首先会直接影响固定资产投资增速,并导致工业品库存周期见底而不回升。截止2023年7月房地产开发投资要占固定资产投资总额的24.6%,房地产行业是中国工业最重要的需求来源之一,因此也是库存周期的主要驱动力。图3显示房地产销售面积增速领先于库存周期约12个月。房地产销售持续低迷,可能会导致库存周期见底但不回升。

图 1. 房地产销售与开发投资增速都处于历史低位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

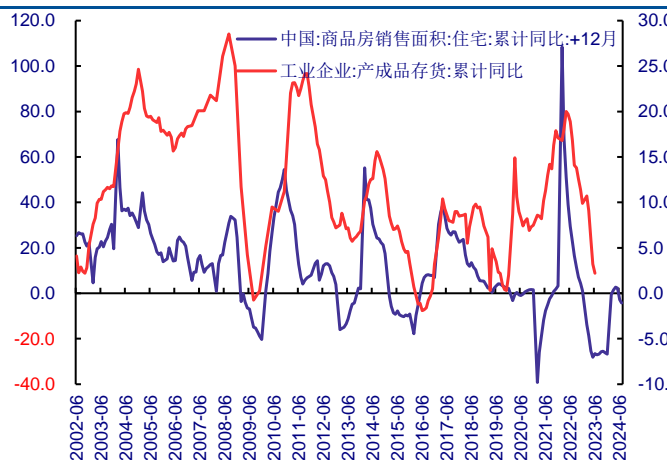
图 2. 土地购置面积增速与房屋新开工面积增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

房地产行业持续低迷, 会加重地方政府财政收入压力, 加剧地方政府债务问题, 限制财政政策空间。全国住宅销售面积增速在 2022 年下降 26.8% 的基础上, 2023 年 1-7 月又同比下降 4.3%, 这也导致土地购置面积增速明显下降, 以及土地出让收入在 2022 年同比下降 23.3% 的基础上, 2023 年 1-7 月又下降 19.1%, 这又会对地方政府的收支平衡进而基建投资形成制约。

图 3. 住宅销售面积增速大约领先库存周期 12 个月 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 土地出让收入在 2022 年至 2023 年都出现大幅下降 (%)

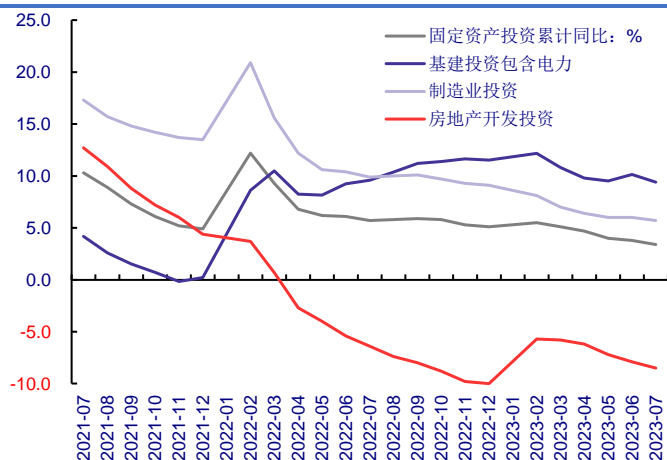


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

房地产行业持续低迷, 会影响民营企业的信心与投资意愿。房地产行业持续性低迷会加剧内需不足, 叠加外需下行与逆全球化趋势强化, 2023 年 1-7 月民间固定资产投资同比下降 0.5%, 出现负值, 占固定资产投资比重降至 52.3% (去年同期为 55.7%, 最高在 2015 年为 65% 以上); 制造业投资 1-7 月累计同比 5.7% (2022 年为 9.1%), 也出现降速。

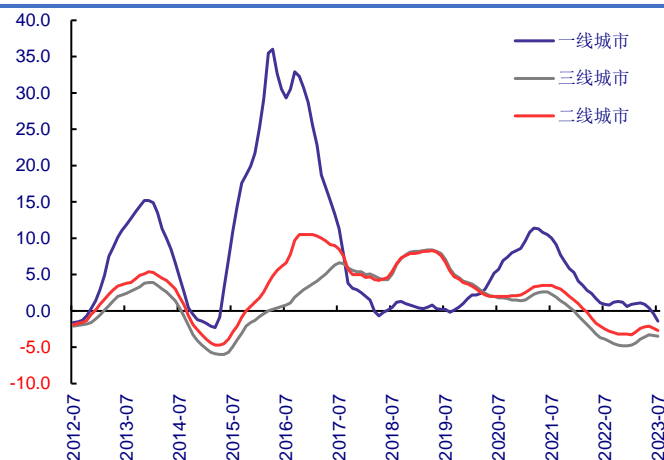
房地产行业持续低迷, 会影响居民消费的能力与意愿。截止 2023 年 7 月, 70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速降至 -3.1%, 其中一二三线分别为 -1.4%、-2.7%、-3.5%, 全部转负。这会导致居民部门收入增长预期与房地产增值预期下降, 消费和购房的能力、意愿都受到影响。此外, 房地产产业链相关的家具、家电、家装等方面消费也受到影响。

图 5: 固定资产投资各部分也都出现降速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

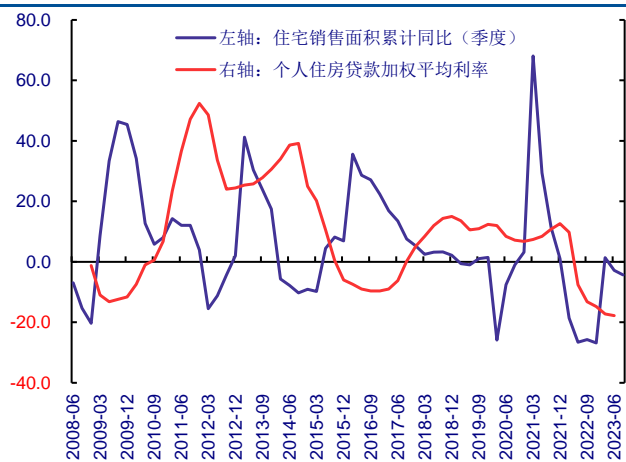
图 6: 70 个大中城市二手住宅价格指数: 一线城市出现负值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

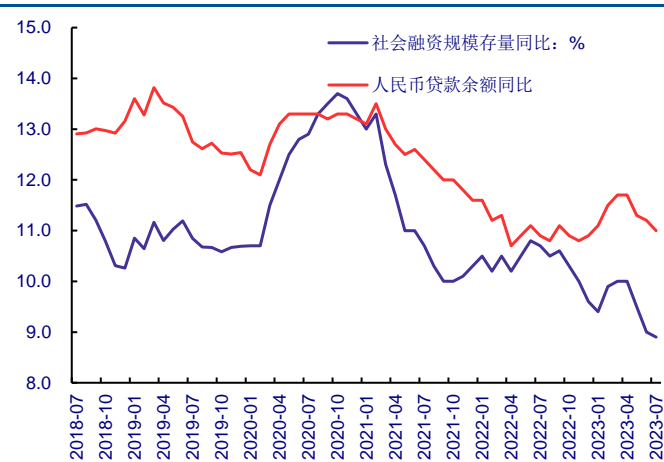
房地产行业持续低迷, 还会影响货币政策的整体效果。个人住房贷款加权平均利率已再次降至历史低位, 根据经验这有助于稳定住房销售。但由于目前通胀率为负, 实际利率被动升高, 货币政策驱动信用扩张的效果明显受限, 因此居民购房与消费意愿尚未明显改善。

图 7. 房贷利率已降至历史地位, 但住房销售增速尚未回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 尽管贷款加权平均利率下行, 但社融和贷款增速未回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总体而言, 房地产政策在逐步放开, 但“认房不认贷”和存量房降利率更多是纠偏型政策, 而不是扶持型政策, 主要目的是扭转房地产市场预期, 托底房地产价格, 避免房价持续下滑。

全面施行认房不认贷后, 预计增加房地产销售面积 10,291.8 万平方米, 预计在 2023 年下半年拉动 GDP 上行 1.08%。2024 年随着市场信心增长, 带来相应房地产投资额增加, 拉动 2024 年 GDP 上行 0.59%。2023 年认房不认贷放开后或直接带动商品房销售额上行 1.06 万亿, 拉动房地产 GDP 上行 5,884.6 万亿, 也即拉动 GDP 直接上行 364.5 亿人民币, 预计会在 2023 年带动 GDP 增速上行 0.0342 个百分点。2024 年额外销售额拉动影响结束, 但可能带动开发商对未来的预期增强, 从而带动 2024 年房地产投资上行 7,489.5 亿元, 预计拉动房地产 GDP 和 2024 年 GDP 额度分别为 4,119.2 亿和 226.6 亿, 拉动 2024 年 GDP 增速 0.0187 个百分点。

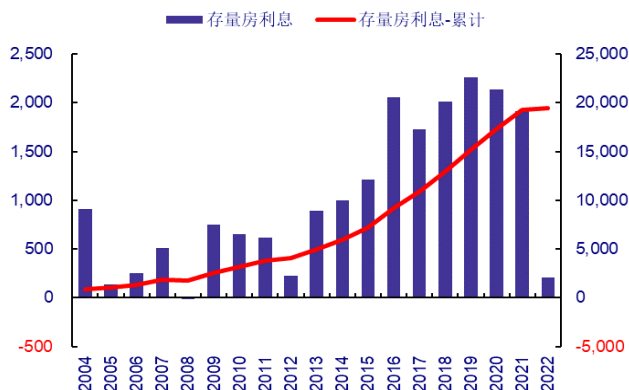
图 9: 认房不认贷对房地产和 GDP 的影响测算

本地置换或异地刚需的成交面积		全国平均房价	预计带动商品房销售额增加	
	万平方米	元/平方米	亿	
	10291.8	10396.00	10699.35	
对房地产和GDP的拉动				
2023年	销售	房地产GDP	GDP额	GDP增速
	亿	亿	亿	%
	10699.35	5884.64	362.49	0.0342
2024年	拉动次年投资	拉动房地产GDP	拉动GDP	拉动2024年GDP增长
	亿	亿	亿	%
	7489.55	4119.25	226.56	0.0187

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

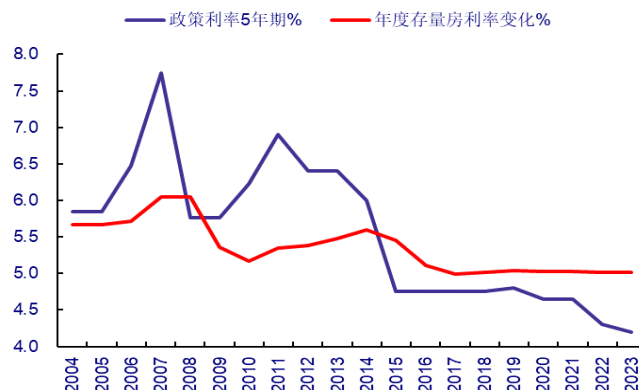
存量房贷利率的下调对房地产影响不大, 主要是商业银行把利润让渡给了房产所有者。我们估算, 存量房整体利息约 2 万亿左右。同时商业银行在自主选择之下应会通过合同调整或置换的方式进行, 综合考虑存量房贷的剩余时间、利率、规模、借款人自身的历史信用等因素, 按照依法有序的原则渐近推进。这就意味着, 商业银行向房产持有者让渡利润是小幅推进的。我们预计第一年累计节约利息约为 1,866 亿元, 同时利率下降提前还贷中止大约能释放消费 4,687 亿元。我们预计这两项消费增加带动 2023 年和 2024 年 GDP 增速分别为 0.13% 和 0.15%。

图 10. 存量房利息 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11. 政策利率和存量房贷利率比较 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

综上, 认房不认贷和存量房贷利率下行两项政策预计能在 2023 年和 2024 年分别拉动 GDP 上行 0.17% 和 0.18%。虽然幅度不大, 但由于是增量拉动, 也就意味着房地产持续下行的势头得以遏制, 房地产流动性逐步好转, 并且市场信心逐步恢复, 这些才是对经济更重要的作用。

图 12: 存量房利率下行释放的资金对 GDP 的影响

	社会零售品消费总额	提前还贷节约	最终消费	GDP 额度	拉动 GDP 增速
	亿	亿	亿	亿	%
2023 年	622.00	2343.80	2031.57	1422.10	0.1342
2024 年	1866.00	2343.80	2883.71	2018.60	0.1598
认房认贷和存量房利率下行对 GDP 的影响 (%)					
2023 年			0.1684		
2024 年			0.1785		

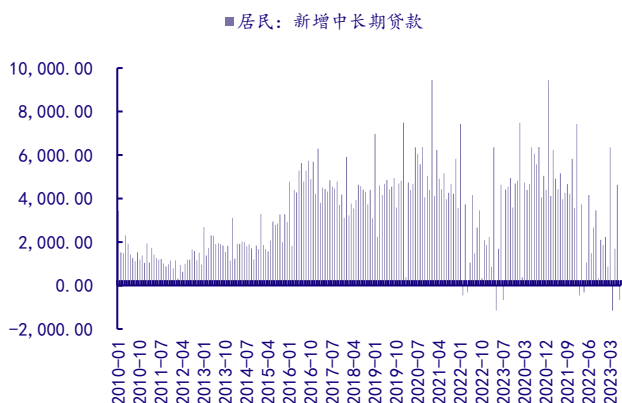
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、存量按揭利率调整的影响测算

1. 重点解决存量与增量贷款利率差距大问题

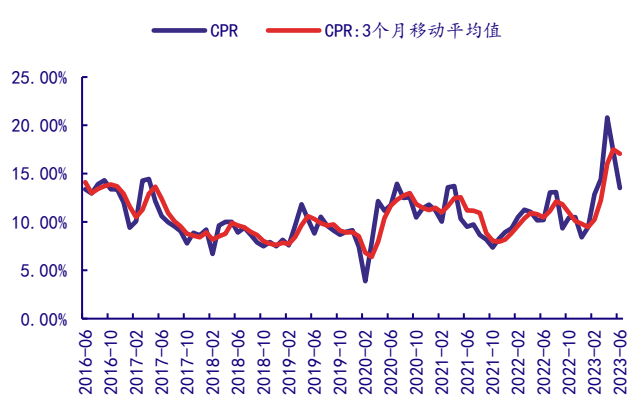
房贷利率过高推升购房成本，是影响地产销量的重要因素之一，同时在一定程度上制约了居民投资与消费意愿，给经济复苏和资本市场回暖带来挑战。从央行发布的金融数据来看，2023年1-7月，居民部门新增中长期贷款1.39万亿元，同比少增3158亿元，而中长期贷款投放中又以按揭贷款为主。其中，4和7月居民中长期贷款出现负增长。与此同时，按揭早偿现象严重，居民投资和消费意愿不强。依据惠誉博华披露的数据，2023年以来RMBS的提前还款率走高，多维持在10%以上，4月一度高达20.81%，6月末最新数据为13.51%。2023年以来，居民存款虽然有所释放，但对消费和投资的提振效应并不明显，预计更多地用于提前偿还房贷。此外，全国城镇储户问卷调查显示，2023年6月末，倾向于更多储蓄的储户占比达58%，而主张更多消费和投资的储户仅有24.5%和17.5%，均位于历史低位。

图 13. 居民部门新增中长期贷款走弱（亿元）



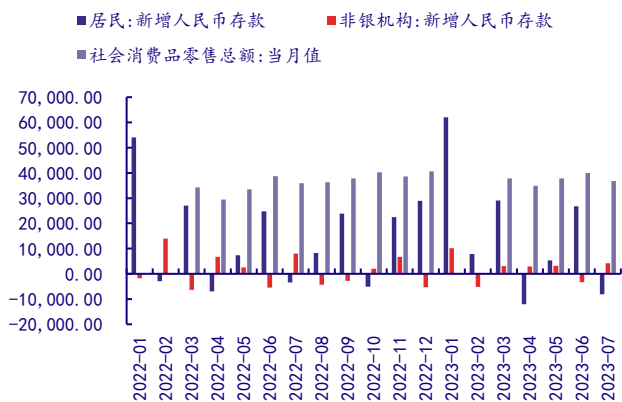
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图 14. RMBS 早偿率升高



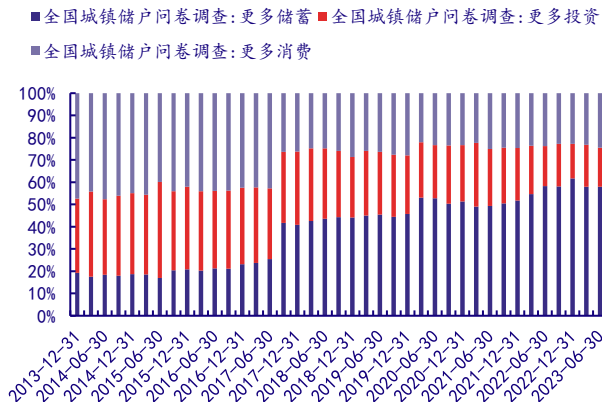
资料来源：惠誉博华，中国银河证券研究院

图 15. 居民部门存款释放对消费投资提振效应不明显（亿元）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

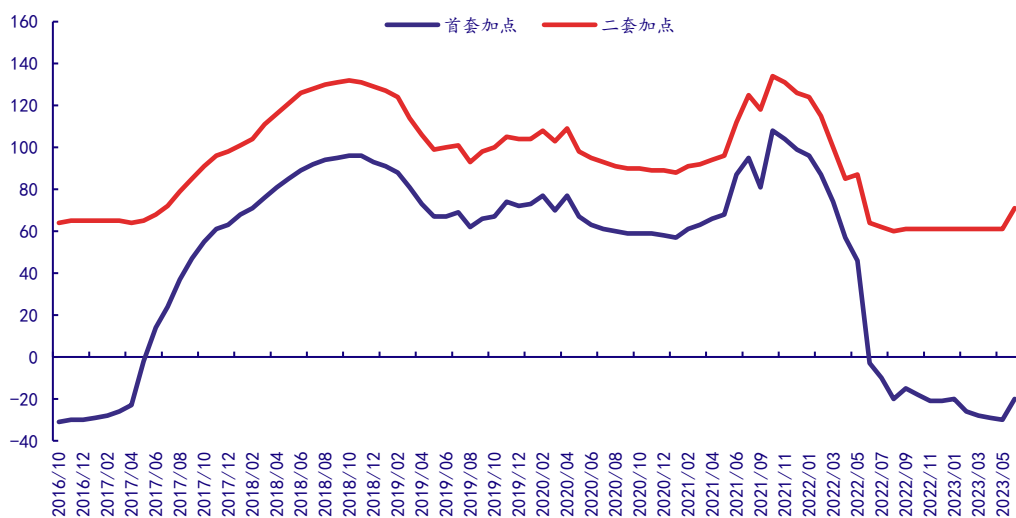
图 16. 居民投资和消费意愿处于历史低点



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院

从结构上看，新增房贷利率已降至低点，由利率过高引起的购房成本门槛已由增量转为存量，因此存量贷款利率调整的核心在于解决增量利率和存量利率差距过大的问题。依据不同时期的增量和定价测算，LPR 加点幅度较多阶段集中在 2017 年 7 月至 2022 年 6 月，样本内累计净增贷款规模为 18.76 万亿元，占同口径金融机构人民币贷款增量比重为 20.44%。假设未有调整月供周期，样本内贷款加权平均利率为 5.49%，2017 年以来发放全部按揭贷款加权平均利率为 5.47%，与增量贷款利率（4.11%）拉开差距，调降存量利率的必要性提升。

图 17: LPR 加点幅度较高的房贷集中在 2017 年三季度至 2022 年二季度 (BP)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

2. 存量利率调整对银行息差和利润的影响有限

依据最新数据测算，存量按揭利率调整对银行息差和利润影响有限。具体来看：假设 2017 年 7 月至 2022 年 6 月累计发放的住房贷款加点幅度全部下调 30BP/50BP/100BP，而相应提前还贷率为 13%/10%/8%，测算对金融机构整体贷款定价影响-0.36BP/-0.56BP/-3.51BP，对银行净息差影响-0.34BP/-0.53BP/-3.28BP，对银行净利润影响-0.19%/-0.3%/-1.86%。由于存量贷款利率调整大概率会采取自主协商和存量置换形式，依据风险收益匹配原则，调降更多地集中于部分优质客户而非统一调降，因此实际影响预计会小于测算值。

3. 居民购房成本有望下降，释放消费潜力

相比于 LPR 调整先行影响增量房贷，存量利率调整有助于解决重定价滞后等问题，降低居民购房成本，释放消费潜力。假设新增按揭贷款期限为 25 年且月供期数量并未主动调整，依据增量贷款分布，测算平均剩余期限约为 21 年。假设 100 万按揭贷款，现有存量利率为 5.49%，期限为 21 年，如果下调存量利率 100BP，预计节约月供 558 元，拓展到所有需要调整利率的存量房贷的话，第一年累计节约利息约 1866 亿元，同时依据表 1 提前还款率将由 17% 降至 8%，释放资金 16884 亿元，假设居民消费意愿为 25%左右，累计用于消费的资金为 4687.61 亿元，带动社会消费品总额增长约 1.77%。

表 1. 存量按揭利率调整对金融机构贷款利率、银行息差净利润的影响

	不降息	降 30BP	降 50BP	降 100BP
提前还款率	17%	13%	10%	8%
需要调整利率的按揭规模(万亿元)	18.76	18.76	18.76	18.76
剔除早偿后的金融机构贷款余额(万亿元)	227.39	228.14	228.70	229.08
样本按揭贷款平均利率	5.49%	5.49%	5.49%	5.49%
提前还贷改善(BP)	0.00	1.79	3.13	4.02
剔除早偿后的待调整利率按揭规模(万亿元)	15.57	16.32	16.88	17.26
存量按揭贷款损失(BP)	0.00	-2.15	-3.69	-7.53
对金融机构贷款利率累计影响(BP)	0.00	-0.36	-0.56	-3.51
利息净收入影响(亿元)	0.00	-82.90	-130.18	-810.30
净息差影响(BP)	0.00	-0.34	-0.53	-3.28
利息净收入占比	78.20%	78.20%	78.20%	78.20%
营业收入影响(亿元)	0.00	-64.83	-101.80	-633.65
净利率	36.84%	36.84%	36.84%	36.84%
利润影响(亿元)	0.00	-23.88	-37.51	-233.45
利润影响(%)	0.00%	-0.19%	-0.30%	-1.86%

资料来源: ifind, 东方财富 choice, 央行, 国家金融监督管理局, 惠誉博华, 中国银河证券研究院

表 2. 存量按揭利率调整对居民购房成本和消费的影响

	调整前	调整 100BP	变化
房贷(万元)	100	100	--
贷款平均剩余期限(年)	21	21	--
房贷利率	5.49%	4.49%	-1.00%
等额本息月供(元)	6693.98	6135.71	-558.27
累计利息总额(万元)	68.68	54.62	-14.06
累计本息合计(万元)	168.68	154.62	-14.06
全行业需要调整房贷(万亿元)	18.76	18.76	--
第一年累计利息支出(亿元)	10177.35	8310.92	-1866.43
提前还款率降低释放资金(亿元)	0	16884	16884
居民消费意愿	24.50%	25%	0.50%
预计用于消费的增量资金(亿元)		4687.61	
累计社会零售总额(亿元)	264348.40	269036.01	1.77%

资料来源: ifind, 东方财富 choice, 中国银河证券研究院

三、“认房不认贷”措施的影响测算

1. 本地置换群体和异地刚需群体或为主要受益群体

根据8月25日住建部、央行、金融监管总局联合印发的《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》：居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此次通知主要具有如下作用：**1）在居民购房时，银行业金融机构对于首套房的认定门槛下降**，贷款记录不再作为首套房认定的标准，仅需满足家庭在当地城市名下无房即可执行首套住房信贷政策；**2）通知提到政策纳入“一城一策”工具箱**，供城市自主选用，便于地方因城施策，各地具有自主选用的空间。在此项通知发布5日后，广州和深圳陆续发布通知，两地均实行“认房不认贷”。

根据《广州市人民政府办公厅关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》的解读，“**认房不认贷”措施主要的受益群体为两类购房群体：本地置换群体、在本地购首套房但外地有贷款记录的异地刚需群体**。假设购房家庭卖掉家庭唯一住房满足置换需求，或在本地无房但在地有贷款记录，在“认房又认贷”的要求下，此类客群虽购买本地首套住房，但是若存在贷款记录（包含公积金贷款、商业贷款），在申请贷款时，首付比例和贷款利率均按照二套房的标准执行；在“认房不认贷”政策落地后，此类客群卖掉家庭唯一住房后，在申请贷款时，不论是否有贷款记录，首付比例和贷款利率均按照首套房的标准执行。

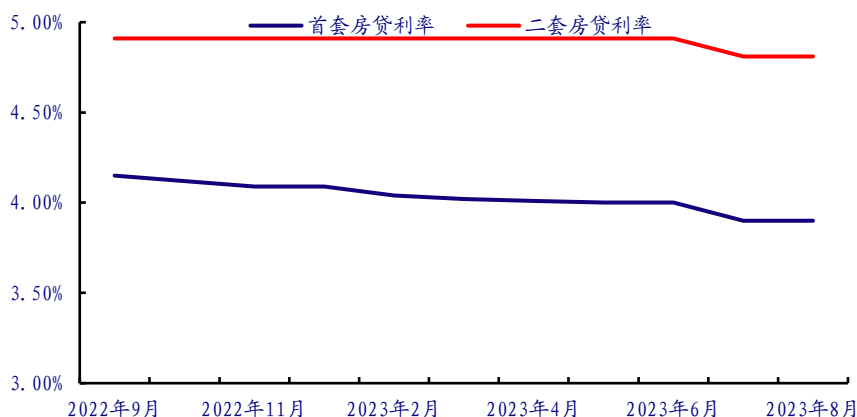
以全国统一的非限购区域的首付标准为例，此类群体的首付比例由30%（二套的首付比例）最低降至20%（首套的首付比例）。若按照广州的首付标准，“认房又认贷”的政策下，此类群体的首付比例最低为70%（购买非普通商品住房首付比例为70%，购买普通商品住房首付比例不低于40%），“认房不认贷”落地后，此类群体的首付比例为30%，首付比例最多下降40pct。贷款利率上，广州的首套房贷款利率为5年期LPR，二套房贷利率为5年期LPR上浮60bp，在“认房不认贷”的政策下，此类群体的购房按揭利率下降60bp。**首付比例和购房贷款利率下降幅度明显，购房成本得到有效降低。**

表3. “认房不认贷”后广州部分购房群体的首付比例下降

首付标准	名下广州无住房且无住房贷款	名下广州无住房担忧住房贷款记录	
		购买普通商品住房	购买非普通商品住房
“认房又认贷”下最低首付比例	30%	40%	70%
“认房不认贷”下最低首付比例	30%	30%	30%
首付比例下降	0	10pct	40pct

资料来源：广州本地宝，中国银河证券研究院

图 18: 近 12 个月百城主流房贷利率

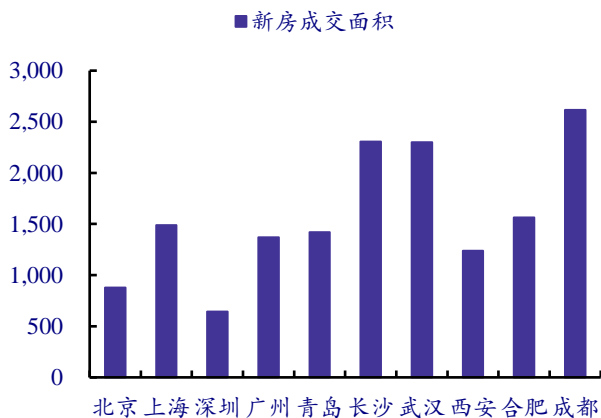


资料来源: 贝壳研究院官方公众号, 中国银河证券研究院

2. 目前执行“认房又认贷”的重点城市销售占比超过 10%

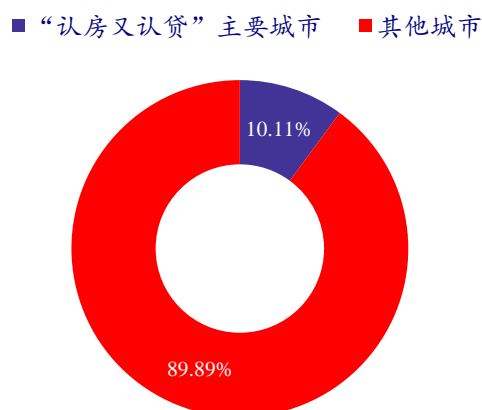
根据目前信息, 截至 2023 年 8 月 30 日有 9 个重点城市执行“认房又认贷”, 包括北京、上海、南京、长沙、厦门、合肥、成都等城市。广州、深圳 8 月 30 日发布最新通知执行“认房不认贷”, 考虑到政策的滞后效应, 我们依然将广州和深圳计入统计列表中。由于部分城市尚未披露最新数据, 我们统一按照统计局口径的 2021 年商品住宅销售面积这一指标计算, 如上 10 个城市 (由于厦门数据披露不完整, 将其剔除) 2021 年全年商品住宅销售面积合计为 1.58 亿方, 我国 2021 年全年商品住宅销售面积为 15.65 亿方, 如上 10 座城市销售面积占全国总销售面积比例为 10.11%。二手房成交上, 2021 年一线城市的二手房成交面积共计 5475.7 万方。由于非一线城市的二手房成交数据披露不完整, 我们按照成都和青岛的成交面积估算。2021 年成都和青岛的二手房成交面积分别为 580.7 万方、466.5 万方, 分别占当年新建商品住宅成交面积的 22.21%、32.86%, 按照二者均值 27.54% 预估以上非一线城市的二手房成交面积为 3150 万方。以上 10 个城市新建商品住宅和二手房成交总面积为 2.4 亿方。

图 19. “认房又认贷”主要城市 (包含广州、深圳) 2021 年新建商品住宅成交面积 (万方)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20. “认房又认贷”主要城市 (包含广州、深圳) 2021 年新建商品住宅成交面积占全国新建商品住宅成交面积比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3.若全面执行“认房不认贷”，成交面积或增加 42.1%

我们假设以上城市全部执行“认房不认贷”，测算新建商品住宅的成交面积所受的影响（测算包含广州、深圳）。

一线城市：2021 年四个一线城市共成交新建商品住宅 4381 万方，二手房 5476 万方，合计成交 9857 万方。假设成交面积中 60%的购房为本地置换或异地刚需（异地有贷款记录本地无房）的群体，即受益于“认房不认贷”政策的成交面积为 5914 万方。

非一线城市：由于上文的非一线城市二手房成交数据披露不完整，按照如上估算，以上非一线城市的 2021 年二手房成交面积为 3150 万方，非一线城市的新建商品住宅和二手房成交面积合计 14592 万方。假设成交面积中 30%的购房受为本地置换或异地刚需（异地有贷款记录本地无房）的群体，即受益于“认房不认贷”政策的成交面积为 4378 万方。

若全部执行“认房不认贷”，则以上城市的住宅成交或受到明显的影响。在全面执行“认房不认贷”政策下，4 个一线城市和非一线城市的成交面积或为 10292 万方。按照首付比例平均下降至原二套（“认房又认贷”）首付比例的 50%估算，在成交均价不变的基础上，或有 10292 万方住宅成交面积额外释放，即以上城市的新建商品住宅和二手房成交面积或增加 42.1%至 34741 万方。

表 4. “认房不认贷”落地的受益销售面积测算

	新建商品住宅成交面积（万方）	二手房成交面积（万方）	成交面积合计（万方）	本地置换或异地刚需的成交面积占比	本地置换或异地刚需的成交面积（万方）
一线城市	4381.34	5475.71	9857.06	60.00%	5914.23
非一线城市	11441.44	3150.44	14591.89	30.00%	4377.57
合计	15822.79	8626.16	24448.94	42.10%	10291.80

资料来源：Wind，中国银河证券研究院测算；注：广州深圳同样包含在上表“一线城市”中

四、房地产利好政策的市场效应

(一) 当前房地产周期所处的位置

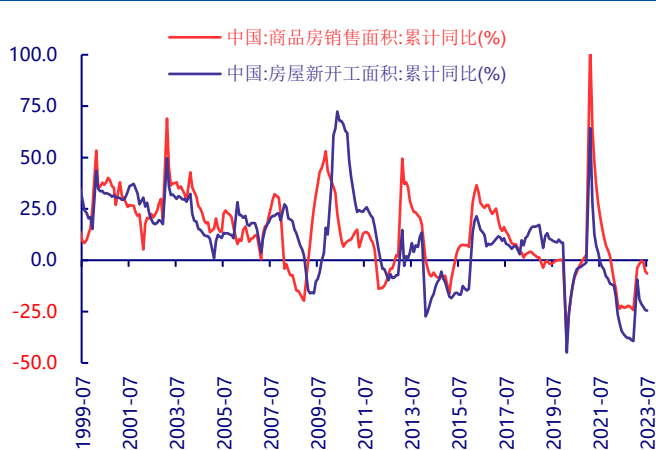
1. 传导路径：新开工—施工—竣工—销售

库兹尼茨周期，又称房地产周期，一般持续 15-25 年。其中，房屋销售与新开工的短周期一般持续 2-3 年。1998 年至 2022 年，房地产发展大致可以分为 3 个阶段：

1998-2007 年，房地产市场化，政策扶持阶段。1998 年《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》文件出台，规定自当年起停止住房实物分配，建立住房分配货币化、住房供给商品化、社会化的住房新体制。这一阶段，市场总体供不应求，且炒房团等投机狂潮涌现，助推房价上涨。2005 年，商品房均价突破 3000 元每平方米。

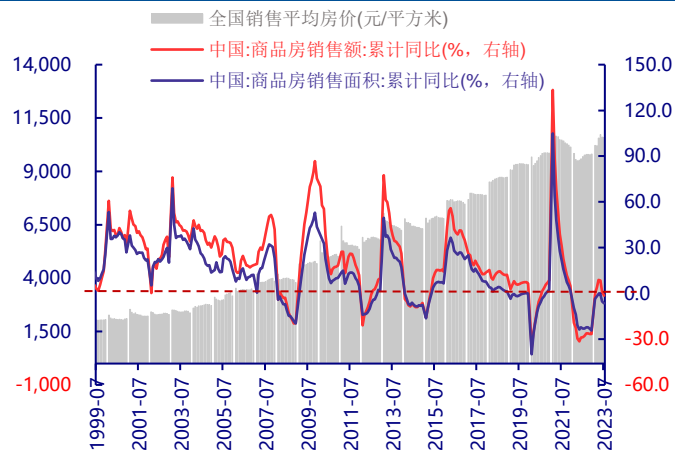
2007-2016 年，房地产金融化，政策调控阶段。这一阶段，房地产市场表现与货币政策、限购限贷政策相关性较大。2008 年国际金融危机爆发，房地产迈入寒冬，但在四万亿投资计划、降首付、降税费、降房贷利率等措施刺激下，2009 年房地产市场全面恢复，房价快速止跌回升，2009 年商品房均价突破 4000 元每平方米。2010-2012 年上半年，政府出台严格调控措施，货币政策紧缩，房地产供过于求，市场下行。2014-2017 年，棚改带动阶段性上升。2014 年，在经济增速下滑与房地产库存高企背景下，房地产行业出现下行调整，商品房销售面积下降 7.6%，新开工面积下降 10.7%。2015 年，房屋新开工面积下降 14%，房屋竣工面积下降 6.9%，房地产开发投资增速降至 1%。2015 年棚改货币化安置是房地产去库存的重要抓手。

图 21. 房屋新开工与商品房销售周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22. 中国商品房销售面积、销售额、均价



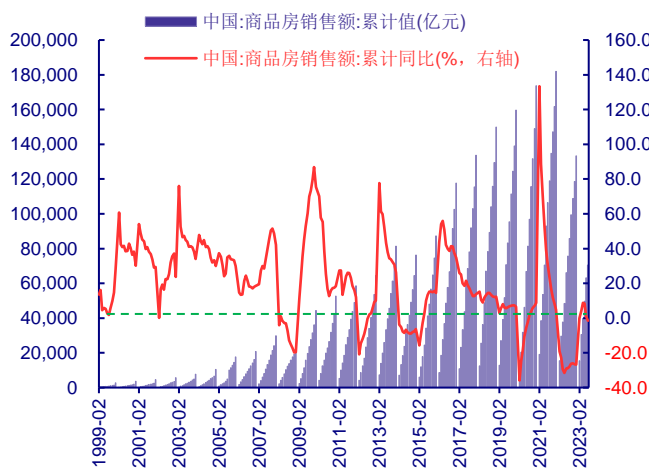
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2017 年至今，房住不炒，政策规范阶段。2016 年 12 月中央经济工作会议首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位。加强住房市场的监管整顿，规范开发、销售、中介等行为。2018-2021 年，进入峰值平台期，期间受疫情影响，房地产销售面积、新开工面积等增速波动较大，但综合来看，商品房销售面积年均增速为 1.4%，房屋新开工面积年均增速为 2.7%。2021 年 2 月 18 日集中供地新规发布，要求 22 个重点城市土地供应“两集中”，即集中发布出让公告、集中组织出让。2022 年，房地产行业进入大周期下行轨道，商

商品房销售面积下降 24.3%，房屋新开工面积下降 39.4%，房地产开发投资下降 10%，降幅均创历史新高。

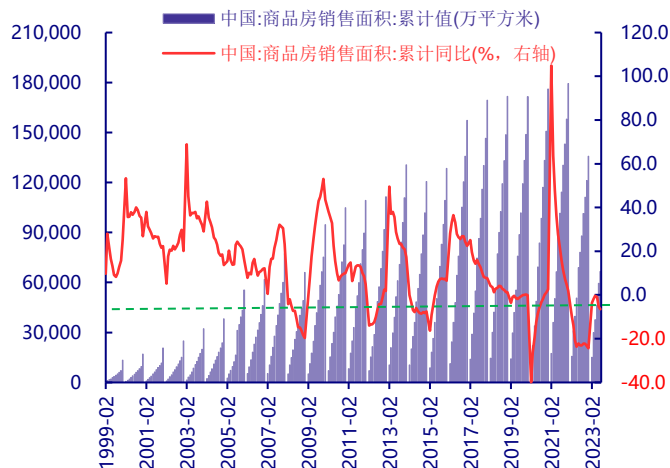
2022 年以来，商品房销售面积累计同比增速连续为负，而房屋新开工面积累计同比增速自 2021 年 7 月以来连续为负值。2023 年 1-7 月，商品房销售面积累计同比下降 6.5%，较去年末-24.3%的增速大幅好转，但 5 月以来累计同比增速持续下降。1-7 月商品房销售额 70450.21 亿元，同比下降 1.5%，3 月至 6 月连续四个月累计同比增速为正，但 7 月又转负。新房销售方面，一季度销售市场回暖主要源于经济转暖、防疫调整后刚需购房者抓紧低信贷利率窗口期，积压购房需求的集中释放。从时间上来看，2020 年以来的短周期已经持续 3 年，当前大概率处于周期底部，即房屋销售增速仍在底部徘徊。

图 23. 中国商品房销售额及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 24. 中国商品房销售面积及同比增速



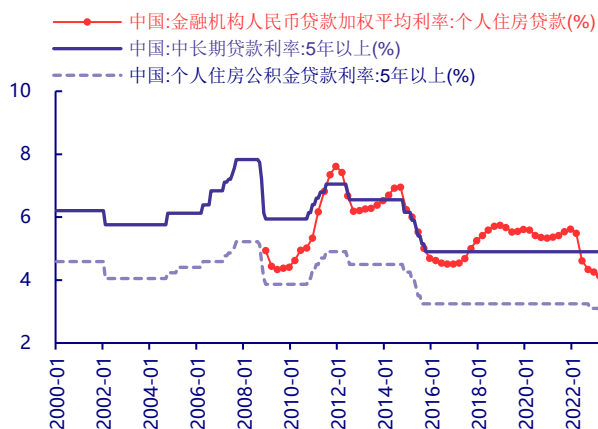
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

房企预售的先决条件之一是需要项目开工建设，从增速上看，新开工面积周期与销售面积周期基本同步，2023 年 1-7 月，房屋新开工面积累计同比下降 24.5%，降幅较上年末降幅收窄，但年初至今持续下降，表明受长远预期影响，开工意愿仍较弱。

“商品房销售面积”和“房屋新开工面积”作为反映房地产景气周期的核心指标：其中房地产下游产业和商品房销售面积同步变化，房地产上游产业链和房屋新开工面积同步变化。从估值上说，上下游估值都跟房地产销售面积增速趋势大体一致。

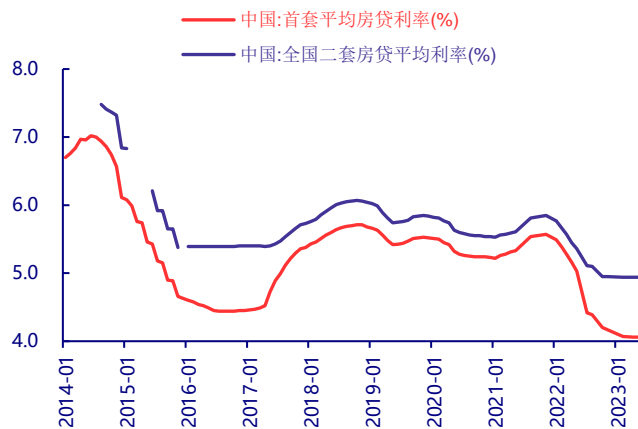
在以往几轮周期中，货币政策宽松往往是房地产回升的主要动力。2022 年，个人住房贷款加权平均利率多次调低，年末降至 4.26%，2023 年 3 月再次调降至 4.14%，6 月调降至 4.11%，创 2000 年以来新低。同时，个人住房公积金自 2022 年 10 月份降至 3.10%，再创新低。首套平均房贷利率 2022 年末降至 4.17%，二套房贷平均利率降至 4.95%，分别较 2021 年末降低 1.4 个百分点、降低 0.9 个百分点。2023 年 4 月始，首套房平均放贷利率再降至 4.06%，二套房平均房贷利率降至 4.94%，对消费者购房支持力度持续增大。

图 25. 个人住房贷款加权平均利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

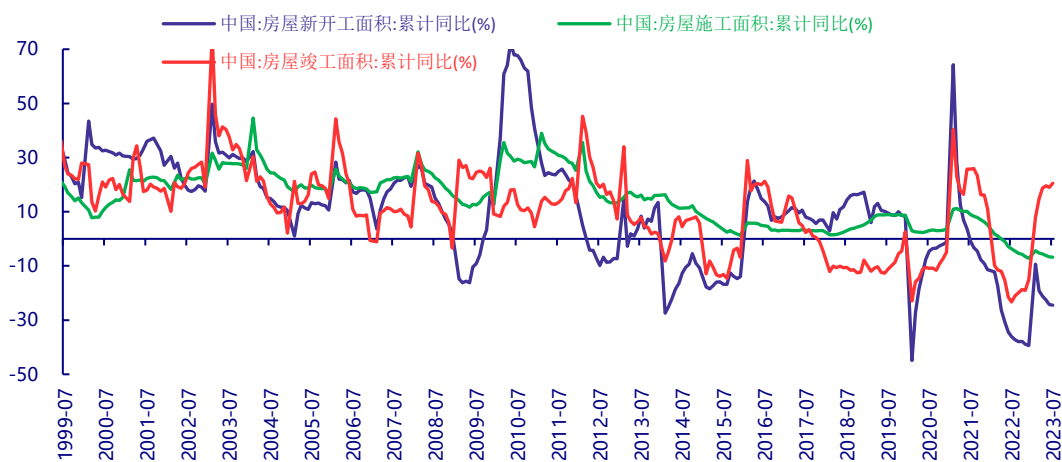
图 26. 首套、二套房贷平均利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从房地产新开工-施工-竣工的传导路径来看, 2023 年 1-7 月, 房屋新开工面积 56969 万平方米, 下降 24.5%。地产开发企业房屋施工面积 799682 万平方米, 同比下降 6.8%。房屋竣工面积 38405 万平方米, 增长 20.5%, 年初至今增速持续为正且不断上升。

图 27: 房屋新开工-施工-竣工面积累计同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

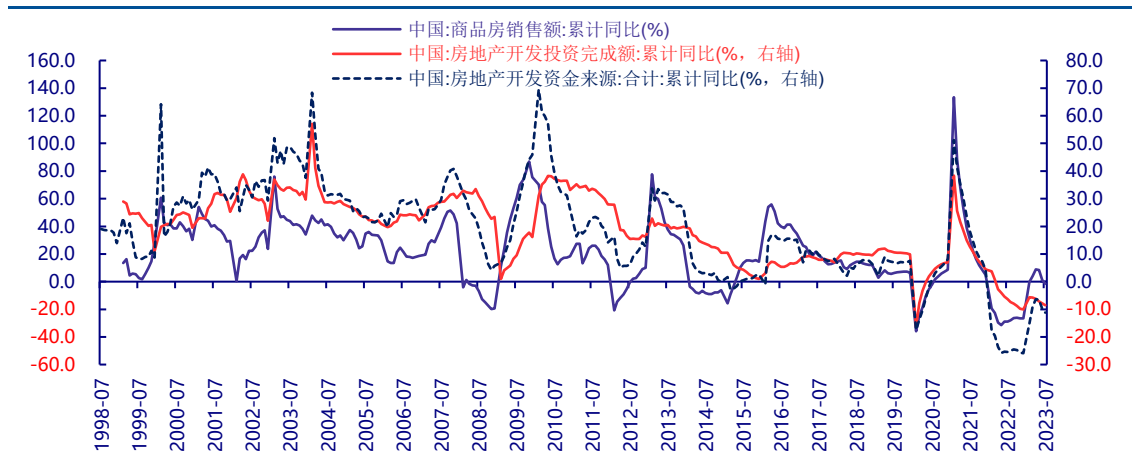
从周期角度来看, 施工面积累计同比增速长期比较稳定, 长期增速为正, 但 2022 年 5 月以来, 施工面积累计同比增速持续为负。一方面, 受新开工面积下滑影响, 新开工面积自 2021 年下半年以来连续负增长; 另一方面, 疫情防控以及融资端政策收紧, 均影响施工进度。2023 年以来, 房屋新开工和竣工规模增速已由底部回升。随着房企资金面情况改善以及停工项目陆续被盘活, 后续建安投资在下半年仍将呈现积极回升的态势, 有利于房屋施工面积回升。

房屋施工面积逐渐转变为竣工面积, 2023 年初房屋竣工面积累计同比增速转正, 主要受“保交楼”政策影响。新开工与竣工作为施工的两端, 前者往往可以预判施工需求, 后者则是建材装潢、家具、家电等后地产周期消费的重要指向标。

2. 资金链: 开发—投资—销售

从资金端来看，2023 年房地产开发资金、投资额、销售额增速均明显回暖。据国家统计局数据，1-7 月，全国房地产开发投资完成额 67717 亿元，同比下降 8.5%，较去年末的 10% 降幅收窄，但年初至今降幅不断加深。投资规模和增速的大幅回升主要源于两个方面：一是房企资金面的突出改善。随着 1-7 月份，房地产开发企业到位资金 78217 亿元，同比下降 11.2%。二是以房屋新开工和房屋竣工为主的建安投资显著提升。

图 28: 房地产开发-投资-销售资金累计同比增速

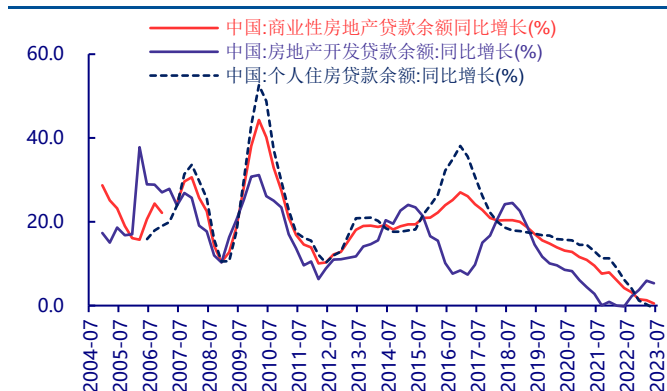


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2023 年 6 月末，商业性房地产贷款余额为 53.4 万亿元，同比增长 0.5%，增速持续下滑。个人住房贷款余额 38.6 万亿元，同比下降 0.7%；房地产开发贷款余额 13.1 万亿元，同比增长 5.3%，其中住房开发贷款余额 9.8 万亿元，同比增长 3.9%。可见房地产投资端资金需求增速高于消费端。

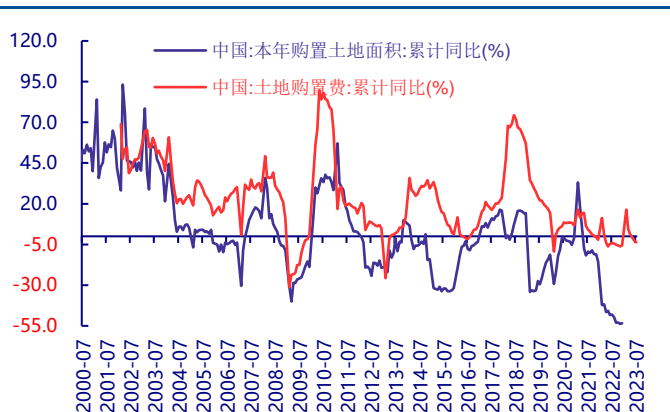
2022 年城市住宅供应建筑面积同比下降 36.7%，成交面积同比下降 30.7%，土地出让金 6.685 万亿，同比下降 14.88%。2021 年 5 月至 2022 年末，土地购置面积累计同比增速持续为负；2022 年土地购置面积降速远高于土地购置费，当年土地购置面积累计同比降低 53.4%，土地购置费累计同比降低 5.7%，表明土地购置向地价更高的区域集中。2023 年 1-7 月，土地购置费累计为 24475.54 亿元，累计同比下降 3.7%，增速自 5 月以来持续为负。

图 29: 商业性房地产贷款余额同比增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30: 土地购置面积与土地购置费

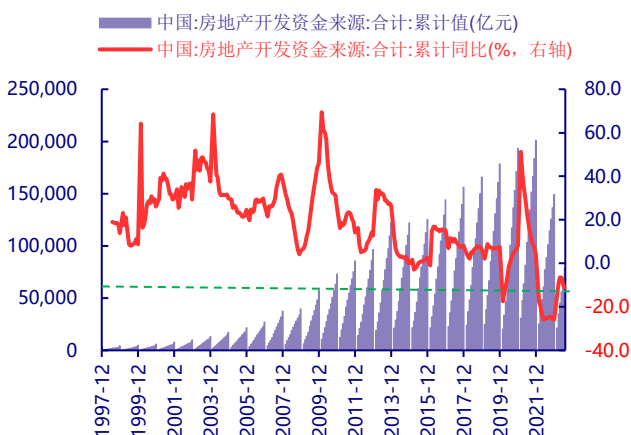


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2023 年，金融层面多措并举支持优质房企改善资产负债表，当前优质房企及白名单房企融资开闸，但行业面融资仍未有全面回暖。

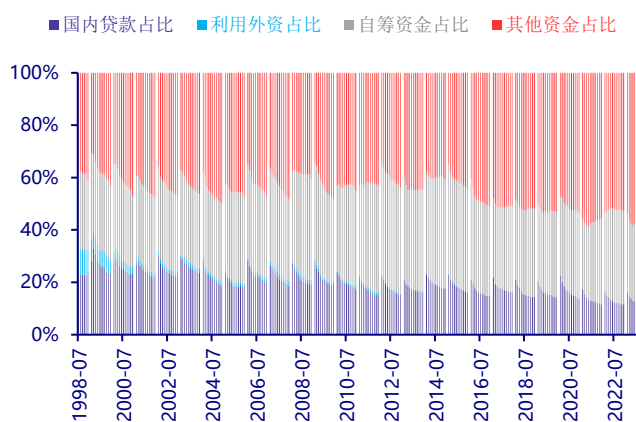
2023 年 1-7 月，房地产开发资金合计 78216.8 亿元，同比下降 11.2%，降幅自 5 月以来持续扩大。其中，1-7 月，房地产开发资金来源中，外资 30.43 亿元，同比下降 43%；国内贷款 9732.39 亿元，同比下降 11.5%；自筹资金 23915.83 亿元，同比下降 23%；其他资金 44538.15 亿元，同比下降 3.58%。其他资金项中，1-7 月，定金及预收款 27377 亿元，同比下降 3.8%，个人按揭贷款 13950 亿元，同比下降 1%。因此，对房地产开发资金来源总额降幅贡献最大的是外资，其次是自筹资金部分，然后是国内贷款。

图 31: 房地产开发资金来源合计



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

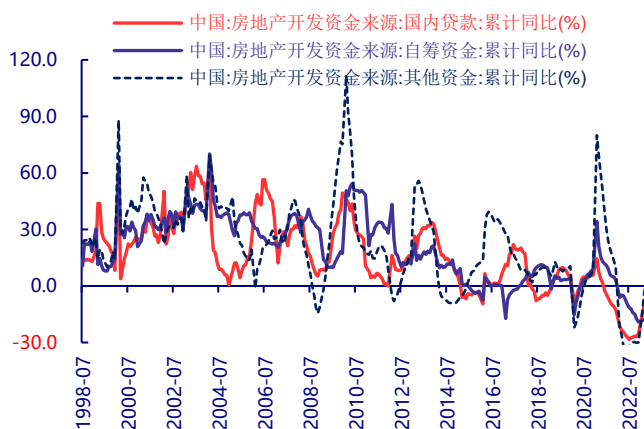
图 32: 房地产开发资金来源分项占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

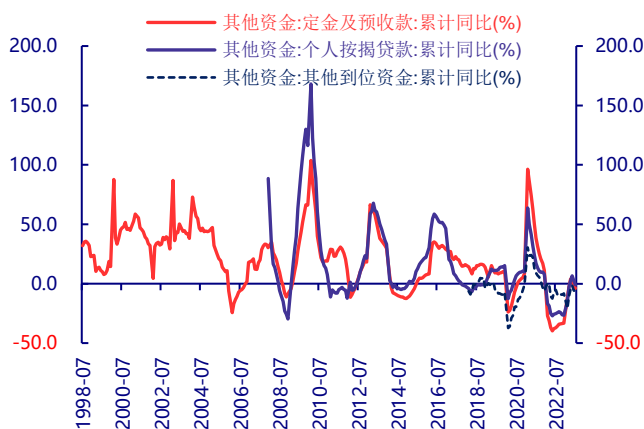
房地产开发资金来源各分项累计同比增速触底回升后又下探，与新开工-施工-竣工-销售面积同比增速趋势比较一致。结合竣工面积同比增速转正、新开工意愿较低来看，当前房地产资金主要用于“保交楼”，盘活停工项目，而非加快新项目建设。

图 33: 房地产开发资金来源分项同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34: 定金及预收款等其他资金来源同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（二）历次重要房地产利好调控政策的效果

历史来看，房地产重磅政策共出台八轮。为了配合全国性住房制度改革，1999年3月，房贷首付比例由不低于30%调整为不低于20%。2008年在金融危机冲击下，我国经济增速下滑，房地产市场进入调整期，2008年10月，财政部出台《加大投入力度解决低收入群众基本生活》通知，将居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款利率的下限扩大为基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整为20%。受2013年楼市调控政策趋严影响，2014年房地产市场行情转冷，房产库存大量积压，2014年到2016年，中央政府对房地产调控政策转为正向，四轮重磅政策相继出台，助力房地产行业回暖。2022年以来，受到多地疫情反复、居民信心偏弱等拖累，房地产市场再度低迷，2022年11月11日，央行和银保监会联合发布254号文《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，随后房企融资“三支箭”1个月内实现了快速落地。2023年7月24日，中央政治局会议对“房地产市场供求关系发生重大变化”作出研判，并提出“适时调整优化房地产政策”。

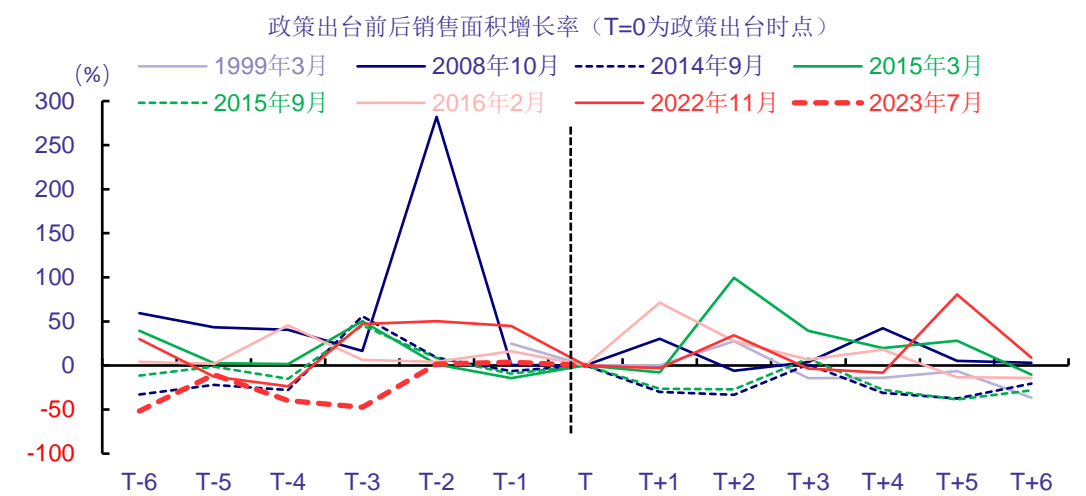
表5. 房地产历次重磅政策出台

出台时间	重大利好政策
1999年3月	房贷首付比例由不低于30%调整为不低于20%。
2008年10月	最低首付款比例为20%，房贷利率下限扩大为基准利率的0.7倍；90平方米及以下普通住房契税下调到1%，暂免征土地增值税和印花税。
2014年9月	拥有1套住房并已结清相应房贷的，第二套住房首付比例可由60%降为30%。
2015年3月	拥有1套住房尚结清相应房贷的，第二套住房首付比例可由60%降为40%；使用住房公积金贷款，对拥有1套住房并已结清相应房贷的二套最低首付款降为30%。
2015年9月	使用住房公积金贷款，对拥有1套住房并已结清相应房贷的二套最低首付款比例由30%降为20%。
2016年2月	购买第二套住房的契税税率降为1%（90平方及以下）、2%（90平以上），2年以上的非普通住宅免征收营业税（北上广深除外）。
2022年11月	2022年11月11日，央行和银保监会联合下发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称“金融十六条”），随后房企融资“三支箭”1个月内便实现了快速落地。
2023年7月	7月24日，中央政治局会议对“房地产市场供求关系发生重大变化”作出研判，并提出“适时调整优化房地产政策”。

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

观察房地产历次重磅政策出台对其销售面积的冲击，可以发现，1999年3月、2008年10月、2016年2月三轮政策在短期内对于销售面积有提振效果，其中2016年2月政策效果显著。2015年3月、2022年11月两轮政策出台后的第二个月销售面积出现回升，政策效果相对滞后。而2014年9月和2015年9月两轮政策出台后，销售面积依然维持弱势状态，后者在一定程度上受到去杠杆思想压制。

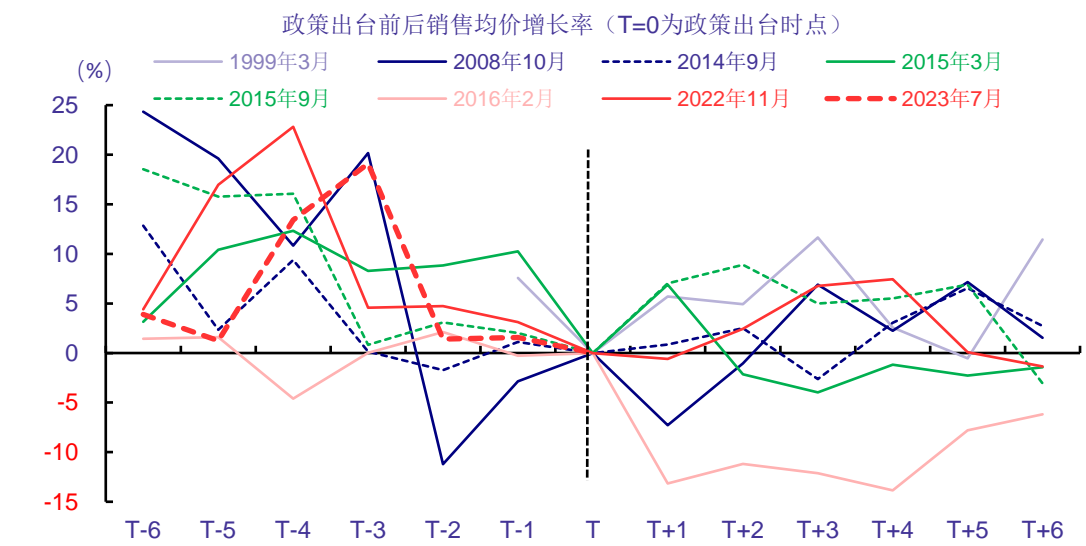
图 35: 房地产历次重磅政策出台对其销售面积的冲击



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

观察房地产历次重磅政策出台对其销售均价的冲击, 可以发现, 1999年3月、2014年9月、2015年3月、2015年9月四轮政策在短期内对于销售均价有提振效果, 其中2015年9月政策效果的持续性更强。2022年11月政策出台后的第二个月销售均价出现回升, 2008年10月政策出台后的第三个月销售均价开始回升, 政策效果相对滞后。而2016年2月政策出台后, 销售均价持续负增长。

图 36: 房地产历次重磅政策出台对其销售均价的冲击



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

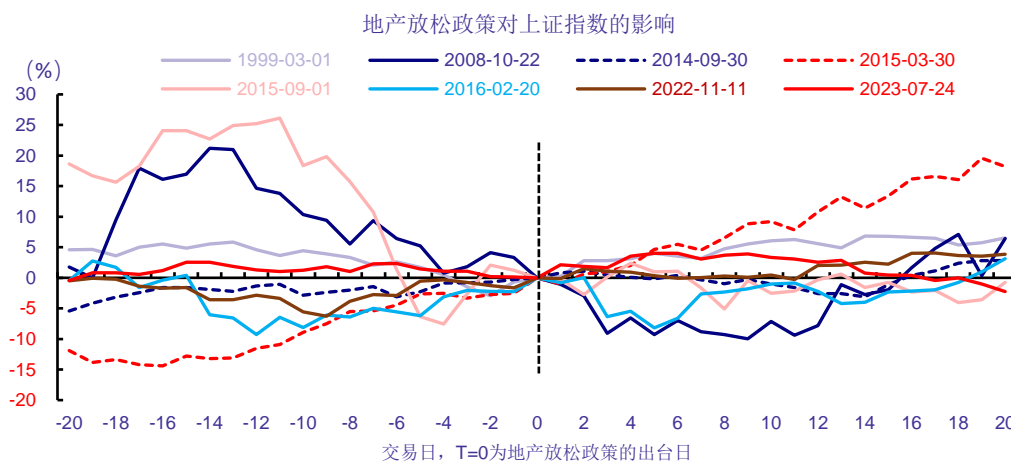
(三) 房地产调控政策对 A 股市场的影响

观察历次地产放松政策对上证指数的影响, 可以发现, 政策出台后第一个交易日, 上证指数只有三次出现上涨, 提振效果并不明显。政策出台后二十个交易日, 仅2015年

9月和2023年7月两轮上证指数延续负收益率，其余六轮上证指数均上涨。整体来看，地产放松政策对于上证指数短期内影响并不显著，但适当拉长时间维度，有助于推动市场整体行业回暖。

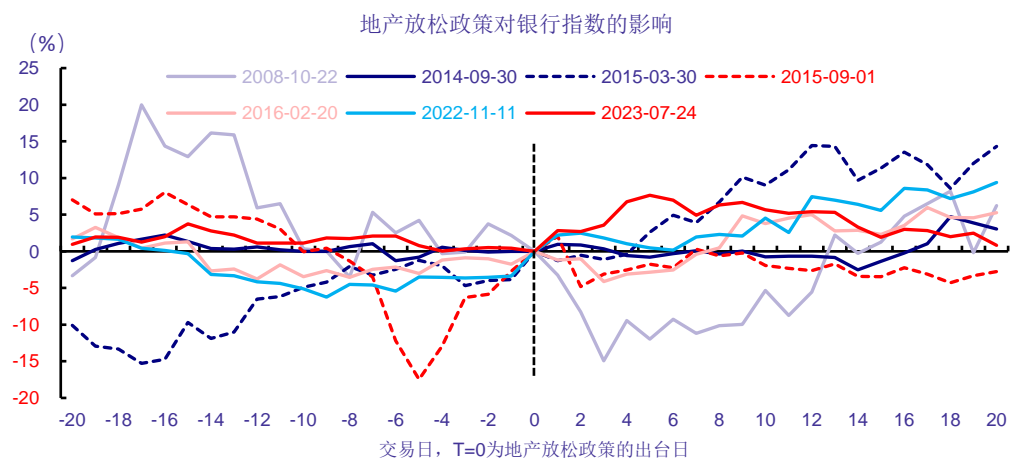
观察历次地产放松政策对银行指数的影响，可以发现，政策出台后第一个交易日，银行指数四次出现上涨，三次出现下跌。政策出台后二十个交易日，仅2015年9月银行指数录得负收益率，该轮受到2015年股市下跌态势影响较大，其余六轮银行指数均上涨。可以判断，地产政策放松对于银行指数有刺激效应。

图 37: 地产放松政策对上证指数的影响



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 38: 地产放松政策对银行指数的影响

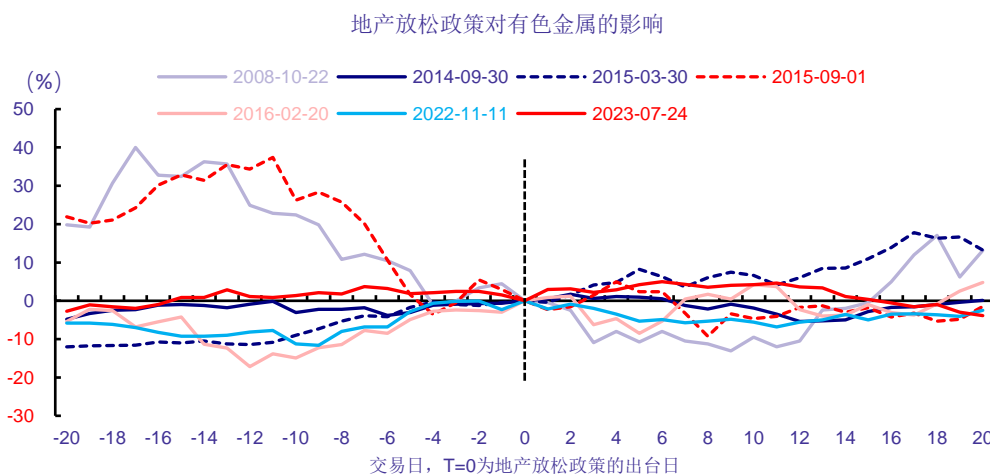


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分行业来看，对于有色金属行业，地产放松政策出台后第一个交易日，有色金属三次出现上涨，四次出现下跌。拉长时间维度来看，政策出台后二十个交易日，有色金属行业共有四轮录得正收益率，其中2008年10月和2015年3月两轮均超13%，但其余三轮均下跌。整体来看，地产放松政策对于有色金属行业的影响相对较弱。

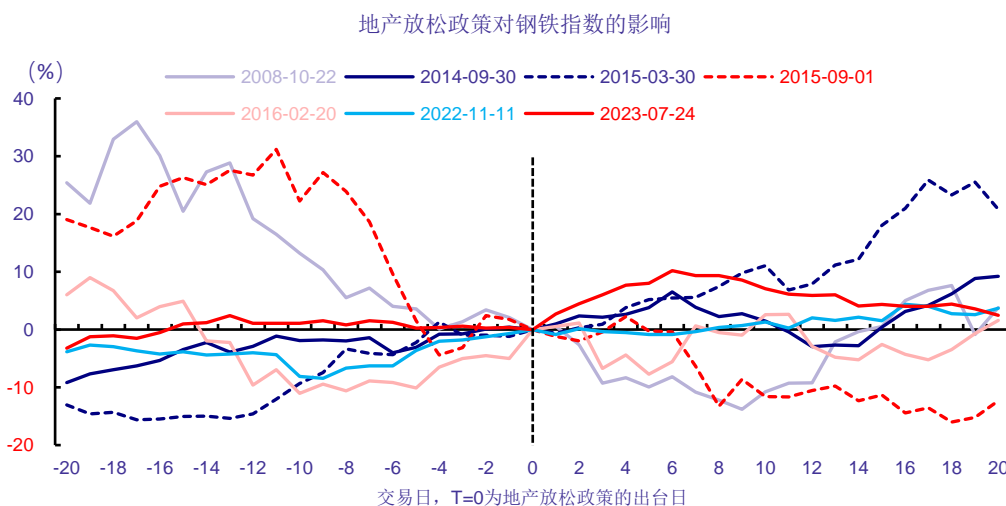
对于钢铁行业，地产放松政策出台后第一个交易日，钢铁指数四次出现上涨，三次出现下跌。政策出台后二十个交易日，仅2015年9月钢铁指数录得负收益率，该轮主要受2015年股市下跌态势拖累，其余六轮钢铁指数均上涨。可以判断，地产政策放松对于钢铁指数有刺激效应。

图 39: 地产放松政策对有色金属的影响



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

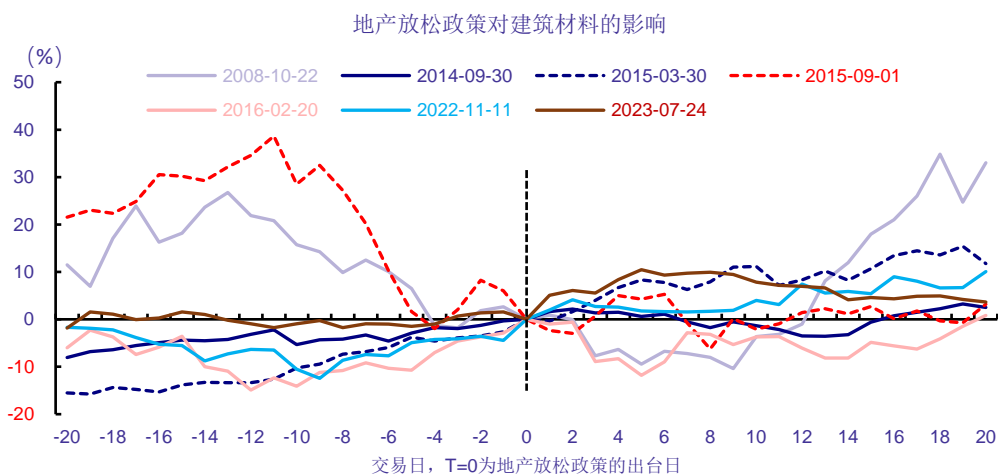
图 40: 地产放松政策对钢铁指数的影响



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

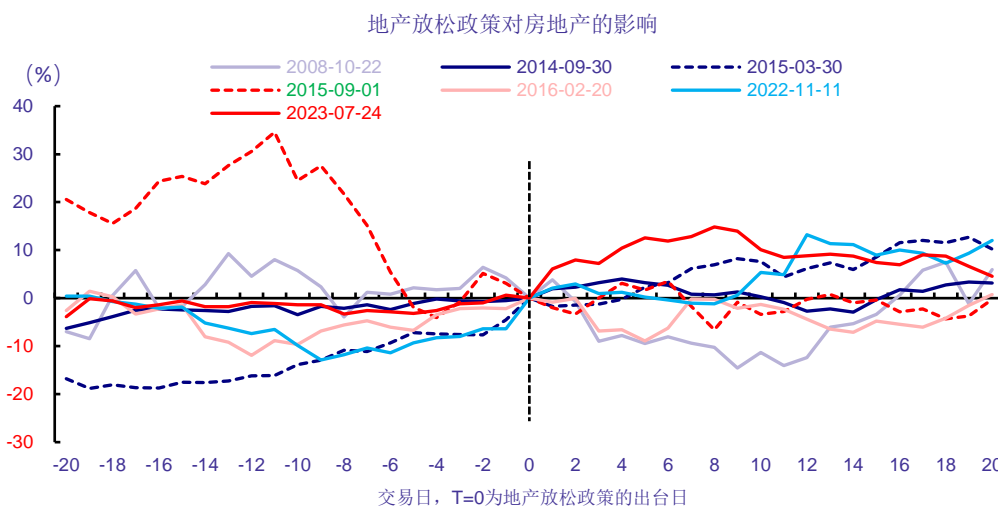
对于建筑材料行业，地产放松政策出台后第一个交易日，建筑材料行业四次出现上涨，三次出现下跌。拉长时间维度来看，政策出台后二十个交易日内，建筑材料行业全部录得正收益率，其中2008年10月建筑材料行业涨幅达33%。可以判断，地产政策放松对于建筑材料行业有显著的提振效果。

图 41: 地产放松政策对建筑材料的影响



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 42: 地产放松政策对房地产的影响

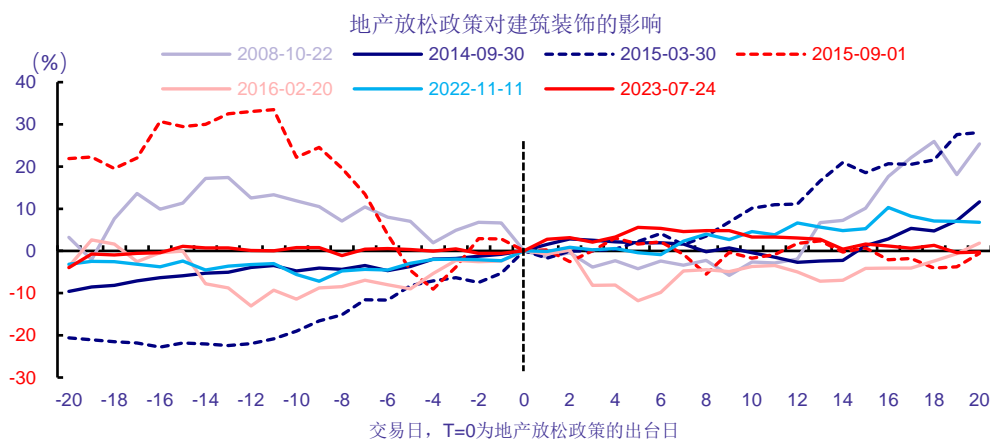


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

对于房地产行业,地产放松政策出台后第一个交易日,房地产行业四次出现上涨,三次出现下跌。政策出台后二十个交易日内,受 2015 年下半年股市整体下跌拖累,仅 2015 年 9 月房地产行业录得负收益率,其余六轮房地产行业均上涨。可以判断,地产政策放松利好房地产行业股价表现。

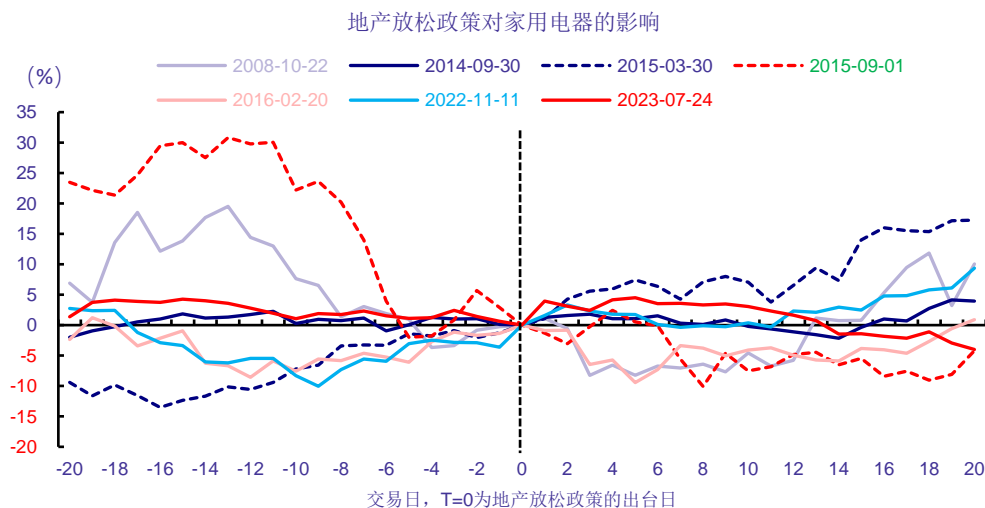
对于建筑装饰行业,地产放松政策出台后第一个交易日,建筑装饰行业三次出现上涨,四次出现下跌。政策出台后二十个交易日内,仅 2015 年 9 月和 2023 年 7 月两轮建筑装饰行业录得负收益率,其余五轮建筑装饰行业均上涨,其中 2008 年 10 月和 2015 年 3 月两轮涨幅均超 25%。可以判断,地产政策放松对于建筑装饰行业提振的概率较大。

图 43: 地产放松政策对建筑装饰的影响



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 44: 地产放松政策对家用电器的影响



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

对于家用电器行业,地产放松政策出台后第一个交易日,家用电器行业五次出现上涨,仅两次出现下跌。政策出台后二十个交易日内,仅2015年9月和2023年7月两轮家用电器行业录得负收益率,其余五轮家用电器行业均上涨,其中2015年3月涨幅达17.26%。可以判断,地产政策放松对于家用电器行业表现存在一定提振效果。

图表目录

图 1. 房地产销售与开发投资增速都处于历史低位 (%)	4
图 2. 土地购置面积增速与房屋新开工面积增速 (%)	4
图 3. 住宅销售面积增速大约领先库存周期 12 个月 (%)	4
图 4. 土地出让收入在 2022 年至 2023 年都出现大幅下降 (%)	4
图 5: 固定资产投资各部分也都出现降速 (%)	5
图 6: 70 个大中城市二手住宅价格指数: 一线城市出现负值	5
图 7. 房贷利率已降至历史地位, 但住房销售增速尚未回升	5
图 8. 尽管贷款加权平均利率下行, 但社融和贷款增速未回升	5
图 9: 认房不认贷对房地产和 GDP 的影响测算	6
图 10. 存量房利息 (亿)	6
图 11. 政策利率和存量房贷利率比较 (%)	6
图 12: 存量房利率下行释放的资金对 GDP 的影响	6
图 13. 居民部门新增中长期贷款走弱 (亿元)	7
图 14. RMBS 早偿率升高	7
图 15. 居民部门存款释放对消费投资提振效应不明显 (亿元)	7
图 16. 居民投资和消费意愿处于历史低点	7
图 17: LPR 加点幅度较高的房贷集中在 2017 年三季度至 2022 年二季度 (BP)	8
图 18: 近 12 个月百城主流房贷利率	11
图 19. “认房又认贷”主要城市 (包含广州、深圳) 2021 年新建商品住宅成交面积 (万方)	11
图 20. “认房又认贷”主要城市 (包含广州、深圳) 2021 年新建商品住宅成交面积占全国新建商品住宅成交面积比例	11
图 21. 房屋新开工与商品房销售周期	13
图 22. 中国商品房销售面积、销售额、均价	13
图 23. 中国商品房销售额及同比增速	14
图 24. 中国商品房销售面积及同比增速	14
图 25. 个人住房贷款加权平均利率	15
图 26. 首套、二套房贷平均利率	15
图 27: 房屋新开工-施工-竣工面积累计同比增速	15
图 28: 房地产开发-投资-销售资金累计同比增速	16
图 29: 商业性房地产贷款余额同比增长	16
图 30: 土地购置面积与土地购置费	16
图 31: 房地产开发资金来源合计	17
图 32: 房地产开发资金来源分项占比	17
图 33: 房地产开发资金来源分项同比增速	17
图 34: 定金及预收款等其他资金来源同比增速	17
图 35: 房地产历次重磅政策出台对其销售面积的冲击	19
图 36: 房地产历次重磅政策出台对其销售均价的冲击	19
图 37: 地产放松政策对上证指数的影响	20
图 38: 地产放松政策对上证指数的影响	20

图 39: 地产放松政策对有色金属的影响.....	21
图 40: 地产放松政策对钢铁指数的影响.....	21
图 41: 地产放松政策对建筑材料的影响.....	22
图 42: 地产放松政策对房地产的影响.....	22
图 43: 地产放松政策对建筑装饰的影响.....	23
图 44: 地产放松政策对家用电器的影响.....	23

表格目录

表 1. 存量按揭利率调整对金融机构贷款利率、银行息差净利润的影响.....	9
表 2. 存量按揭利率调整对居民购房成本和消费的影响.....	9
表 3. “认房不认贷”后广州部分购房群体的首付比例下降.....	10
表 4. “认房不认贷”落地的受益销售面积测算.....	12
表 5. 房地产历次重磅政策出台.....	18

分析师简介及承诺

章俊: 中国银河证券首席经济学家。
高明: 宏观分析师。
杨超: 策略分析师。
许冬石: 宏观分析师。
张一纬: 银行业分析师
胡孝宇: 房地产分析师

本人承诺,以勤勉的执业态度,独立、客观地出具本报告,本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月,行业指数相对于基准指数(沪深 300 指数)

推荐: 预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 预计超越基准指数平均回报。

中性: 预计与基准指数平均回报相当。

回避: 预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月,公司股价相对于基准指数(沪深 300 指数)

推荐: 预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 预计超越基准指数平均回报。

中性: 预计与基准指数平均回报相当。

回避: 预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券)向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者,为保证服务质量、控制投资风险,应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理,完成投资者适当性匹配,并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的具体投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的,所载内容及观点客观公正,但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断,银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接,银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明,所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可,任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区: 李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区: 田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn