

2023年09月01日

一揽子地产组合拳的效果与敏感性测算

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

事件：2023年8月31日，央行、金融监管总局印发《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》、《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。

7月以来，地产放松政策已覆盖了城中村改造、认房不认贷、首付比例、房贷利率下限、存量贷款利率的一揽子组合拳，市场不乏对标2012、2014-2015年两轮地产周期的声音。一揽子地产政策有望提振2023年商品房销售面积同比6个百分点；房贷少偿部分占社零0.2个百分点。我们判断8月下旬-9月为政策密集出台期，重点关注化债、地产、基建等增量政策，预计将显著改善市场风险偏好，继续看多权益，关注周期相关板块；债市谨慎。

● 下调首付比例、二套房利率下限：拉动商品房销售面积5%

对历史上两轮地产放松周期进行归因，测算本次下调首付比例、二套房利率下限有望拉动商品房销售面积TTM 23.0个百分点，两者分别贡献17.4、5.6个百分点，其中2023年全年改善幅度可能为5个百分点。

● 存量房贷利率的调降空间与敏感性测算

(1)空间：上限50BP，合理幅度25BP，实际可能稍低。调降措辞略低于市场预期，但提示存量房贷利率下调与认房不认贷可能存在联动效应。从银行存量个贷利率和新发按揭利率的利差来看，降幅上限为50BP。考虑到银行净息差已连续3个季度低于1.8%的MPA考核线，9月1日存款利率降息落地（农行工行3年期、5年期均下调25个基点）。我们判断，存量房贷利率的合理降幅在25BP左右，实际可能稍低。

(2)测算2023Q2存量房贷的偿债比率为7.08%，即100元收入有7.08元用于偿还房贷本息。从4.6%开始每降低10BP，对应居民每年减少偿付本息约301亿元、偿债比率降低0.056个百分点。若降幅为25BP，对应居民每年减少偿付本息约751亿元，偿债比率降低0.14个百分点，占社零比重为0.2%。

● “认房不认贷”：拉动2023年商品房销售面积1.2%-1.4%

(1)2023年8月25日，三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。8月30日广深先行落实，信号意义明显，后续关注北上的政策跟进。

(2)“认房不认贷”或拉动全国商品房销售面积1.2%-1.4%。据我们不完全统计，2022年有超过10个城市调整“认房不认贷”，在调整后1、2、3、4、5个月，商品房销售面积累计增速平均改善了4.9、7.3、9.7、9.6、8.4个百分点。截至2023年8月初，至少有18个城市还未执行“认房不认贷”（其中广州、深圳、武汉、厦门8月底相继官宣落实“认房不认贷”）。假设18个城市中一线城市改善20%-30%，其余城市改善10%，测算“认房不认贷”拉动2023年商品房销售面积（按半年计）1588-1888万平，拉动全国房地产销售面积1.2%-1.4%。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《库存周期熨平下的上涨行情：1999、2016启示录——7月企业利润点评——宏观经济点评》-2023.8.28

《不确定与谨慎行动——2023 Jackson Hole 鲍威尔发言点评——宏观经济点评》-2023.8.26

《财政收支增速边际改善——7月财政数据点评——宏观经济点评》-2023.8.22

目 录

1、 下调首付比例、二套房利率下限：拉动商品房销售面积 5%	3
2、 存量房贷利率的调降空间与敏感性测算	4
3、 “认房不认贷”：拉动 2023 年商品房销售面积 1.2%-1.4%	6
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 三轮降息周期的降幅对比	4
图 2： 居民偿债比率高于 2014 年	4
图 3： 三轮地产放松的归因分析	4
图 4： 2023 年商品房销售面积或改善 5 个百分点	4
图 5： 银行存量个贷平均利率约 4.4%-4.6%	5
图 6： 新发按揭利率连续 3 个季度低于 LPR	5
图 7： 居民存量房贷降息的敏感性测算	5
图 8： “认房不认贷”提振商品房销售面积增速 5%-10%	6
图 9： “认房不认贷”或拉动 2023 年商品房销售增速 1.2%-1.4%	7

事件：2023年8月31日，央行、金融监管总局印发《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》、《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。要点有三：一则首套、二套最低首付款比例政策下限分别统一为不低于20%和30%；二则将二套房贷利率下限调整为不低于LPR+20bp（较此前降低40BP）；三则支持鼓励银行与借款人协商调整存量首套住房贷款利率，可以变更加点幅度或是新发贷款置换。

(1)此次地产放松有一定力度，8月31日夜盘人民币汇率短线升值3个BP予以反应。7月以来，地产放松政策已覆盖了城中村改造、认房不认贷、首付比例、房贷利率下限、存量贷款利率的一揽子组合拳，市场不乏对标2012、2014-2015年两轮地产周期的声音。

(2)政策效果：一揽子地产政策有望提振2023年商品房销售面积增速5-6个百分点；房贷少偿部分占社零0.2个百分点。具体来看：下调首付比例、二套房“定向降息”约拉动地产销售面积5个百分点，认房不认贷约拉动地产销售面积1.2-1.4个百分点，合计拉动幅度可能为6个百分点。我们判断存量房贷利率的合理降幅为25bp，实际可能为10BP。若降幅为25BP，对应居民每年减少偿付本息约751亿元，偿债比率降低0.14个百分点，占到社零0.2%。

(3)资产观点：8月下旬-9月为政策密集出台期，重点关注化债、地产、基建等增量政策，预计将显著改善市场风险偏好，继续看多权益，关注周期相关板块；债市谨慎。

1、下调首付比例、二套房利率下限：拉动商品房销售面积5%

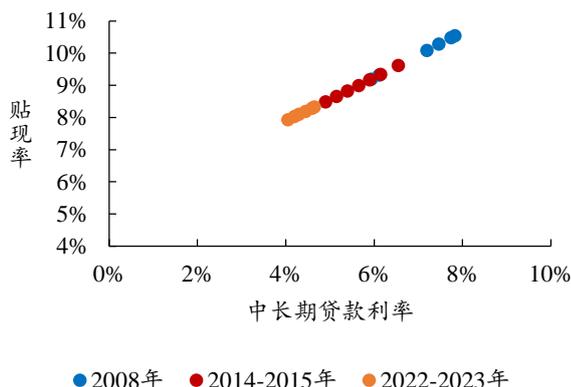
本次通过调整LPR加减点的方式对二套房“定向降息”40BP，2015-2022年公积金发放贷款的首套房占比在76%-87%，则实际降息力度为 $40*(1-80\%)=8BP$ 。

对标历史上两轮降息周期，2008年下调首付比例+降息190BP（月均降幅45BP），商品房销售面积TTM增速改善了61.3个百分点；2014-2015年下调首付比例+降息165BP（月均降幅15BP），商品房销售面积TTM增速改善了31.3个百分点。粗略测算，月均1BP的降息速率的作用为 $(61.3-31.3)/(45-15)=0.93\%$ 。据此，我们可以将三轮降息周期的地产改善进行简单归因。

2023年6月15日LPR 5年期降息10BP，8月31日实际定向降息8BP，即月均降幅6BP。2008、2014-2015年从“地产底”到“地产顶”分别用时14、21个月，若按照历史规律，本次下调首付比例、二套房利率下限有望拉动商品房销售面积TTM 23.0个百分点，两者分别贡献17.4、5.6个百分点，2023年全年改善幅度可能为5个百分点。

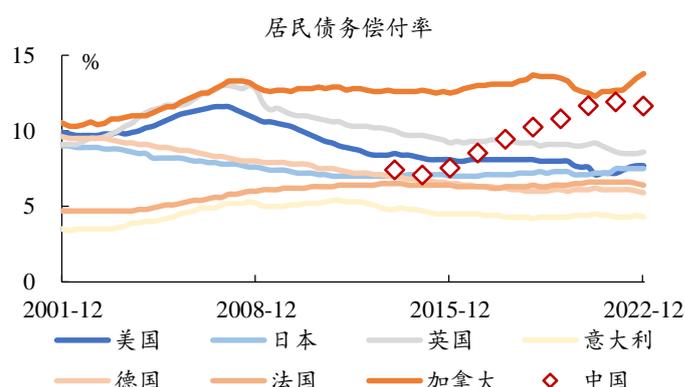
需要指出的是，棚改货币化以来居民偿债比率持续上行至2022年的11.6%，接近美国、英国、西班牙、葡萄牙发生金融危机时的居民偿债水平（11.6%、13.0%、11.7%、10.8%）。偿债比率掣肘下，地产新政的实际效果可能会低于测算值。

图1：三轮降息周期的降幅对比



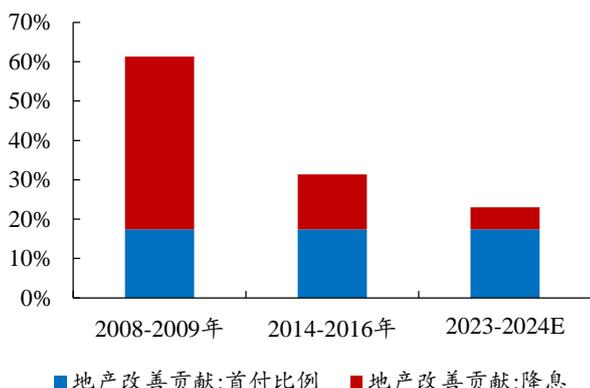
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：居民偿债比率高于2014年



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：三轮地产放松的归因分析



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023年商品房销售面积或改善5个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

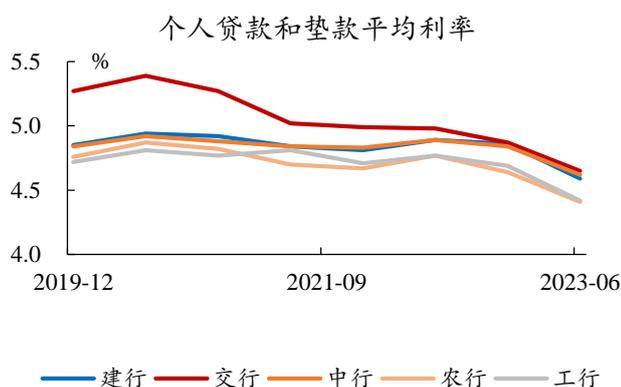
2、存量房贷利率的调降空间与敏感性测算

(1)上限 50BP，合理幅度或为 25BP，实际可能稍低。央行指出“不能低于原贷款发放时所在城市的首套住房贷款利率政策下限”，关键词为“首套房”、“原贷款发放时”、“所在城市”，意味着调降幅度或不大。我们提示存量房贷利率下调与认房不认贷可能存在联动效应，则所在城市调整为“认房不认贷”后，此前手里一套房但按二套房利率申请的按揭可能通过新发贷款置换进一步降低。从 2023H1 各银行财报来看，个人贷款和垫款的平均利率为 4.4%-4.6%¹，同期新发按揭利率为 4.11%，据此来看即降幅上限为 50BP。央行在 Q2 货币政策执行报告专栏讨论《合理看待我国商业银行利润水平》，8 月 20 日央行等三部门联合电视会议指出“统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系”。考虑到银行净息差已连续 3 个季度低于

¹ 商业银行个贷以房贷为主，此处以“个人贷款和垫款平均利率”来替代“存量房贷平均利率”，消费贷、经营贷虽然利率低，但占比不高，对整体利率水平影响不大。

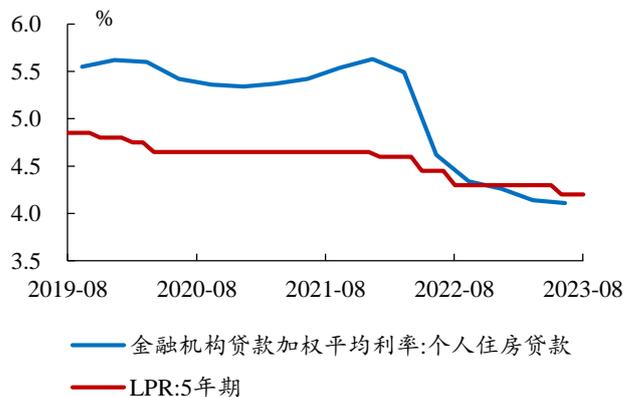
1.8%的MPA考核线，存款利率需同步调降。根据财联社统计，9月1日已有11家银行下调中、长期定期存款挂牌利率。农行工行3年期、5年期均下调25个基点。综合来看，存量房贷以市场化、法制化为原则有序下调，合理降幅可能在25BP左右，但实际可能稍低。

图5：银行存量个贷平均利率约4.4%-4.6%



数据来源：各银行财报、Wind、开源证券研究所

图6：新发按揭利率连续3个季度低于LPR

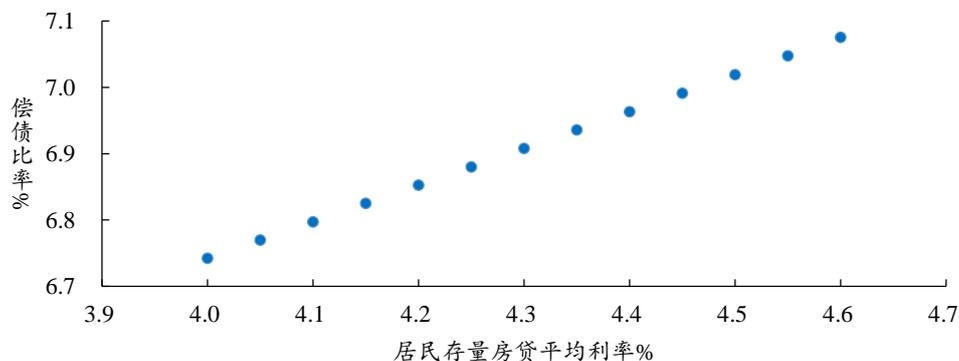


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)偿债比率可以衡量居民每年用多少收入来偿还本金和利息，此处我们测算了“存量房贷”部分的偿债比率。2023Q2 存量房贷规模约 45.9 万亿（商业贷款 38.6 万亿+住房公积金 7.3 万亿），平均利率按 4.6%，房贷剩余年限按 BIS 和央行的 18 年进行贴现。由此测算 2023Q2 存量房贷的偿债比率约为 7.08%，即每年 100 元可支配收入有 7.08 元用于偿还房贷本息。

(3)利率与偿债比率近似于线性关系。存量房贷平均利率从 4.6% 开始每降低 10BP，对应居民每年减少偿付本息约 301 亿元、偿债比率降低 0.056 个百分点。若降幅为 25BP，对应居民每年减少偿付本息约 751 亿元，偿债比率降低 0.14 个百分点，占 2022 年社零比重为 0.2 个百分点。

图7：居民存量房贷降息的敏感性测算



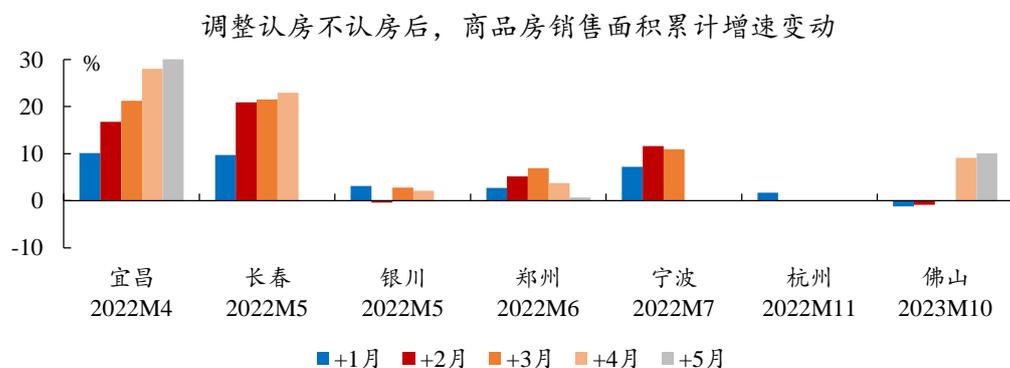
数据来源：各银行财报、Wind、开源证券研究所

3、“认房不认贷”：拉动 2023 年商品房销售面积 1.2%-1.4%

2023 年 8 月 25 日，住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。8 月 30 日广深先于北上落实“认房不认贷”，信号意义明显，后续关注北上的政策跟进。

“认房不认贷”或拉动全国商品房销售面积 1.2%-1.4%。据我们不完全统计，2022 年有超过 10 个城市调整“认房不认贷”，包括郑州、长春、杭州等城市，2023 年尤其 7 月以来明显提速，调整后房地产短期内有所回暖。在调整“认房不认贷”后 1、2、3、4、5 个月，商品房销售面积累计增速平均改善了 4.9、7.3、9.7、9.6、8.4 个百分点。对于已经放松、放开限购的城市而言，认房不认贷的政策效力可能偏弱，主要增量来自于一线和二线高能级城市。我们统计截至 2023 年 8 月初，北京、上海、广州、深圳、西安、厦门、成都、长沙、合肥、福州、武汉、青岛、宁波、重庆等 18 个城市还未执行“认房不认贷”（其中广州、深圳、武汉、厦门 8 月底相继官宣落实“认房不认贷”）。假设 18 个城市中一线城市改善 20-30 个百分点，其余城市改善 10 个百分点，测算“认房不认贷”拉动 2023 年商品房销售面积（按半年计）1588-1888 万平，拉动全国房地产销售面积 1.2%-1.4%。

图8：“认房不认贷”提振商品房销售面积 5%-10%



数据来源：各地人民政府网、Wind、开源证券研究所；注：宁波为非限购区认房不认贷

图9：“认房不认贷”或拉动2023年商品房销售增速1.2%-1.4%

	认房不认贷 改善幅度	2022年商品房 销售面积(万平)	认房不认贷增量(万平)	
			中性	乐观
北京	[20%, 30%]	1040.0	104.0	156.0
上海	[20%, 30%]	1852.9	185.3	277.9
广州	[20%, 30%]	1736.0	173.6	260.4
深圳	[20%, 30%]	694.2	34.7	104.1
西安	10%	1666.9		83.3
厦门	10%	593.0		29.7
成都	10%	2773.0		138.7
长沙	10%	1699.4		85.0
合肥	10%	1459.2		73.0
福州	10%	1741.9		87.1
武汉	10%	2759.4		138.0
青岛	10%	1563.7		78.2
宁波	10%	1128.8		56.4
重庆	10%	4439.0		221.9
石家庄	10%	628.3		31.4
珠海	10%	339.6		17.0
中山	10%	506.9		25.3
东莞	10%	500.3		25.0
18城合计		27122.3	1587.6	1888.4
对2023年全国的拉动水平		135836.9	1.2%	1.4%

数据来源：各地人民政府网、住建局、Wind、开源证券研究所

4、风险提示

1. 政策执行力度不及预期；
2. 俄乌冲突反复超预期；
3. 美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn