

地产放松新政，刺激效果几何？

华金宏观·双循环周报（第58期）

投资要点

- ◆ **央行购房杠杆放松“三支箭”的内在平衡逻辑。**央行三项新政共同指向提升居民加杠杆购房能力，从而试图激活存量的、观望中的刚性和改善性住房需求的政策意图，而市场期待的以增量流动性投放直接对接城中村改造等类似于2015-2018年“货币化棚改”的政策本次新政并未提及，这意味着在货币政策并未直接创造增量需求的背景下，央行本轮放松的潜在效果更大概率是短期放慢需求收缩的斜率而非抬升由长期结构性因素所决定的需求底部。总体上来看，本轮放松仍然是地产供需周期下行阶段的兜底性、约束放开性政策，而不是直接的增量刺激性政策，预计有望带动部分产业结构较好的二线城市为龙头区域地产需求企稳或下跌斜率阶段性缓和，但全国范围内迅速改善需求的概率不大。
- ◆ **“收储”要求高库存、以需定购，改善房企流动性效果更大。**高库存城市“以需定购”、“酌情以合理价格”收购商品房用于保障房供给，预计二三线城市有望受益，但在三大前置条件约束下，最终效果仍将取决于城镇化再平衡在二三线城市可能带动的新增人口地产内生性需求强度。在房地产投资连续两年大幅下滑的背景下，当前二三线城市高库存的原因很大程度上并非绝对供给增长过快，而恰恰可能是有效增量需求收缩过快，从而保障房市场需求量可能并不很大，以需定购的要求下预计收储量相对不大。此外，在二三线城市普遍已经房价跌幅较深，绝对水平较低的情况下，“酌情以合理价格”收购的要求，一定程度上或有助于对房价收入比较低的城市形成一定的房价边际稳定效果。对于这些区域居民因房价连续下跌、财富缩水而导致的可选商品消费意愿下降问题或同样形成一定的边际改善效果。
- ◆ **3000亿再贷款对房企流动性改善效果预计较为明显。**我们认为央行此举旨在化解地方政府债务风险和房地产市场风险的同时对存量商品住宅进行消化；加之本轮3000亿再贷款也并非如“货币化棚改”一般直接发放至居民部门手中以刺激增量房地产市场需求，预计本轮增量流动性投放仍然不会引起房地产市场的新一轮泡沫，而是将助力化解存量商品住宅库存，考虑到近年来房地产开发贷款的内生投放规模，本次再贷款如有效推动5000亿左右对应贷款，对于房企流动性压力的缓解预计将起到较为明显的积极作用。此外，因再贷款工具所对接贷款的承借方严格限制于非平台国企，并且要求与地方隐性债务风险严格隔离，我们预计地方政府专项债和2024年超长期特别国债资金将不会被用于高库存城市“收储”项目，地方债务风险因此而再度加剧的概率相对较低。
- ◆ **地产放松新政，刺激效果几何？**纵观此次央行“三大新政”、高库存城市“收储”开闸和央行3000亿再贷款的“组合拳”，共同显示对于约束居民内生性的刚性和改善性住房需求释放的历史积累的限制性措施，正在加快以更大的范围放松，对于有助于房地产企业避免因流动性风险而导致交付出现问题的供给侧缓和性措施，也在综合加快推进；但供需两侧政策都非常强调结构性和适配性，需求侧放松至今，央行对于直接提供流动性创造增量需求的激进刺激模式都非常审慎的进行规避，而供给侧的政策放松和纾困措施，也非常强调针对高库存问题突出地区、还需强调以需定购，实际上供需两侧都着力于挖掘现有存量潜力，而并非激进创造增量。近期地产新政组合拳对于房地产市场供需两侧下跌斜率缓和无疑将起到重要作用，但长期来看，房地产市场当前困境的本质是与产业布局、各类要素流动性、城镇化模式转变等深层次问题高度相关的，深谋远虑的顶层机制设计如果推出，所带来的积极改变预计才是趋势性的、更加广泛而深远的。
- ◆ **风险提示：**房地产市场恢复力度不及预期风险。

定期报告

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 美国“二次通胀”风险是否已经解除？——美国CPI点评（2024.4） 2024.5.16
- 社融创纪录负增长，会否常态化？ 2024.5.11
- 消费品补贴落地，核心CPI温和回升——CPI、PPI点评（2024.4） 2024.5.11
- 货币政策开始向中性收敛——货币政策执行报告（24Q1）点评 2024.5.10
- 限购放松，争夺人才，成效几何？——华金宏观·双循环周报（第57期） 2024.5.10



内容目录

央行购房杠杆放松“三支箭”的内在平衡逻辑.....	3
“收储”要求高库存、以需定购，改善房企流动性效果更大.....	4
3000 亿再贷款对房企流动性改善效果预计较为明显.....	5
地产放松新政，刺激效果几何？.....	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）.....	8

图表目录

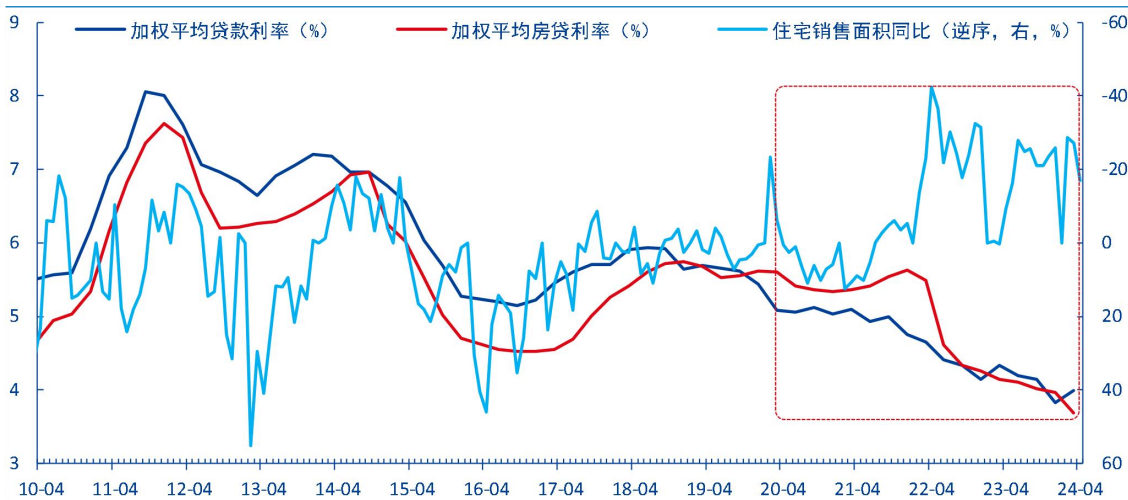
图 1：2020 年以来房贷已经历数轮下调，但住宅销售面积同比却并未同步大幅改善.....	3
图 2：新增个人住房贷款及房地产开发贷款（万亿元）与余额同比（%）.....	4
图 3：全国及各线城市新建商品住宅销售价格指数同比（%）.....	5
图 4：全国及各线城市二手住宅销售价格指数同比（%）.....	5
图 5：M2 同比及贡献结构（%）.....	6
图 6：30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年同期均值之比（%）.....	7
图 7：全球股市：本周欧美股市普遍上涨，A 股科创 50 跌幅最深.....	8
图 8：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股房地产及相关板块大幅上涨.....	8
图 9：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股 IT 板块领涨，能源、材料跌幅较深.....	8
图 10：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体上行，长端上行较多.....	9
图 11：中国国债收益率变动幅度：本周中国国债收益率整体下行.....	9
图 12：本周中国国债短端收益率下行约 1BP（%）.....	9
图 13：中美 10Y 利差有所缩小（%）.....	9
图 14：10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）.....	10
图 15：1Y、3Y 信用利差基本持平（BP）.....	10
图 16：美联储本周资产规模有所减少（USD bn）.....	10
图 17：主要央行政策利率（%）.....	10
图 18：全球汇率：美元指数回落至 105 以下.....	10
图 19：CNY 小幅升值.....	10
图 20：本周金价有所上行.....	11
图 21：本周布伦特原油价格有所下行.....	11
图 22：5 月上旬煤炭价格有所上行.....	11
图 23：本周铜价大幅上行.....	11

5月17日，人民银行就个人住房公积金贷款利率、个人住房商业贷款利率和个人住房贷款最低首付比例连续颁布三条重磅政策，并宣布创设3000亿保障房再贷款；同日全国切实做好保交房工作视频会议在北京召开，何立峰副总理表示，商品房库存较多城市，政府可酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房；近日杭州市临安区、大理市等地政府已经开始进行相关政策的探索实施。至此，本轮房地产市场放松政策达到迄今为止最大力度，但刺激政策究竟能收获多大成效？本报告中我们进行详细分析。

央行购房杠杆放松“三支箭”的内在平衡逻辑

央行宣布降首付、取消全国商贷利率下限、下调公积金贷款利率三项促进房地产需求释放、促进居民加杠杆的新政策。(1) 17日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布通知，首套和二套房贷最低首付款比例分别降至不低于15%和不低于25%。此前于2023年8月底，中国人民银行和国家金融监督管理总局统一了全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，当时规定首套和二套房贷最低首付款比例分别为不低于20%和不低于30%。本次将首套和二套房全国首付比例下限再下调5%。(2) 同日，中国人民银行宣布，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。央行强调，银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。注意到此项政策是直接取消商贷利率下限而不是LPR基础上的加减点下限，并且特别提到商业银行可逐笔确定商贷利率，可能为二三线城市改变现有的LPR定价模式提供了潜在空间，这可能意味着在当前长端利率水平较低的背景下，部分城市或可探索以固定利率机制发放商贷。(3) 央行决定自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。

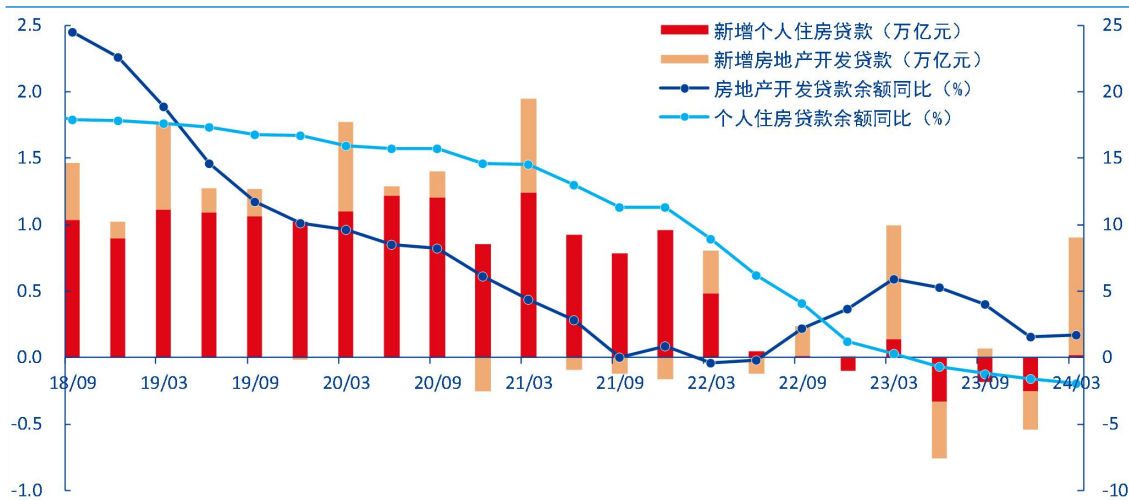
图1：2020年以来房贷已经历数轮下调，但住宅销售面积同比却并未同步大幅改善



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年住宅销售面积同比为两年平均增速

本轮央行贷款相关政策放松更大的效果可能是短期放慢需求收缩的斜率而非抬升由长期结构性因素所决定的需求底部。央行三项地产新政共同指向提升居民加杠杆购房能力，从而试图激活存量的、观望中的刚性和改善性住房需求的政策意图，而市场期待的以增量流动性投放直接对接城中村改造等类似于 2015-2018 年“货币化棚改”的政策本次新政并未提及，这意味着在货币政策并未直接创造增量需求的背景下，央行本轮放松的潜在效果更大概率是短期放慢需求收缩的斜率而非抬升由长期结构性因素所决定的需求底部。此外，房价收入比明显过高的一线城市在此前的货币政策——房地产市场传导机制中就持续采取较全国下限更严的杠杆限制措施，本轮调整后一线城市也可能仅小幅跟随性下调利率加点，核心区域首付比例下调概率不高。而对于广大的二三线城市来说，当前房价的绝对和相对水平都已经调整较深，房价收入比明显更友好，居民购房需动用的金融杠杆比例和金额都很低，公积金贷款已经能够较大程度满足需求，商贷使用非常少，约束二三线城市地产需求释放改善节奏和幅度的核心问题还是产业布局区域倾斜所导致的结构性的新增人口吸引力较弱的现状，也就是说，此次政策放松力度最大的区域可能恰恰是住房需求内生性疲弱最突出的地区。总体上来看，本轮放松仍然是地产供需周期下行阶段的兜底性、约束放开性政策，而不是直接的增量刺激性政策，预计有望带动部分产业结构较好的二线城市为龙头区域地产需求企稳或下跌斜率阶段性缓和，但全国范围内迅速改善需求的概率不大。

图 2：新增个人住房贷款及房地产开发贷款（万亿元）与余额同比（%）



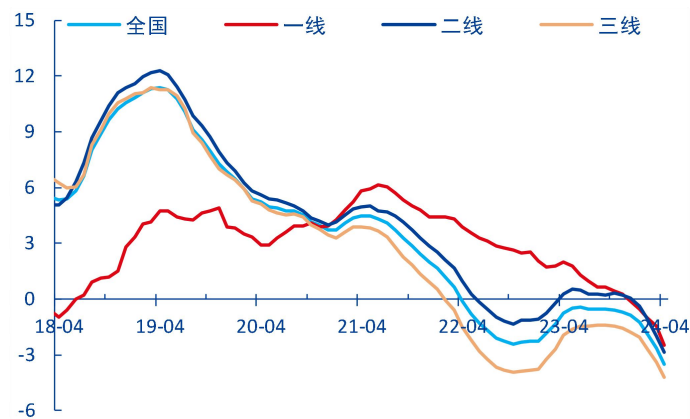
资料来源：CEIC，中国人民银行，华金证券研究所

“收储”要求高库存、以需定购，改善房企流动性效果更大

高库存城市可“以需定购”、“酌情以合理价格”收购商品房用于保障房供给，预计二三线城市有望不同程度受益于此项政策，但在三大前置条件约束下，最终效果仍将取决于城镇化再平衡在二三线城市可能带动的新增人口地产内生性需求强度。各地房价加速下跌，政府可以酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房，一方面稳步推进商品房市场“一轨拆两轨”，另一方面也有助于有效化解房地产市场风险。正如我们此前一再强调的观点，各地商品房价格见底将是政府“收储”的重要前提。据统计局 5 月 17 日公布的数据，截至 4 月全国新建商品住宅和二手住宅销售价格同比已分别连续下跌长达 25 个月和 27 个月，其中，一线城市新建和二手住宅销售价格近期开启了加速下跌的过程，4 月同比分别大幅下跌 2.5% 和 8.6%，二手住宅价格跌幅更是远超二、三线城市和全国平均水平。而从本轮地产深度调整至

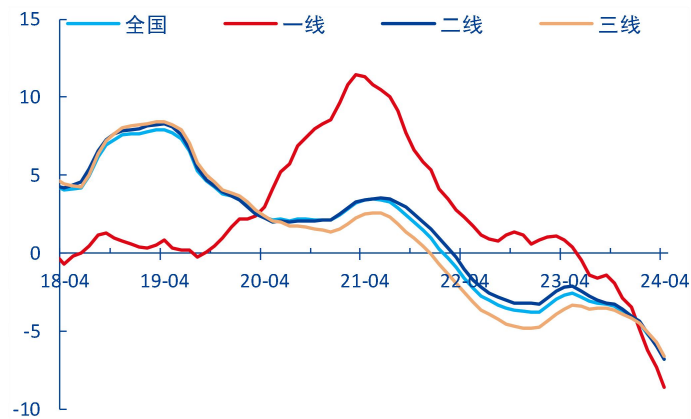
今的累计跌幅来看，二三线城市二手房、新房都较一线城市明显更深，一线与二三线城市之间房价收入比的差距进一步趋于扩大。5月17日，全国切实做好保交房工作视频会议在北京召开，何立峰副总理在会上指出，“相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困”，并强调“商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”，至此，市场期待已久的政府“收储”正式落地，也意味着我们前期提出的商品房市场“一轨拆两轨”的进程在稳步推行。其中，“库存较多”“以需定购”“酌情以合理价格”三大条件尤为值得关注。当前二三线城市多数商品房库存较高，一线城市则相对偏低，从而前者“收储”用作保障房供给的概率更大。但在房地产投资连续两年大幅下滑的背景下，当前二三线城市高库存的原因很大程度上并非绝对供给增长过快，而恰恰可能是有效增量需求收缩过快，从而保障房市场需求量可能并不很大，以需定购的要求下预计收储量相对不大，杭州临安区首批仅计划收购不多于10000平米就是一例。此外，在二三线城市普遍已经房价跌幅较深，绝对水平较低的情况下，“酌情以合理价格”收购的要求，一定程度上或有助于对房价收入比较低的的城市形成一定的房价边际稳定效果。对于这些区域居民因房价连续下跌、财富缩水而导致的可选商品消费意愿下降问题或同样形成一定的边际改善效果。另一方面，何副总理也同时强调“全力支持应续建项目融资和竣工交付”、“继续做好房地产企业债务风险防范处置”，高库存城市启动以需定购合理价格“收储”，也有助于缓和部分房企流动性紧张、经营风险持续提升的困境，从资金流活化的角度，也将一定程度上有助于已预售在建项目加速竣工交付，切实保障购房人的合法权益。

图 3：全国及各线城市新建商品住宅销售价格指数同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：全国及各线城市二手住宅销售价格指数同比（%）



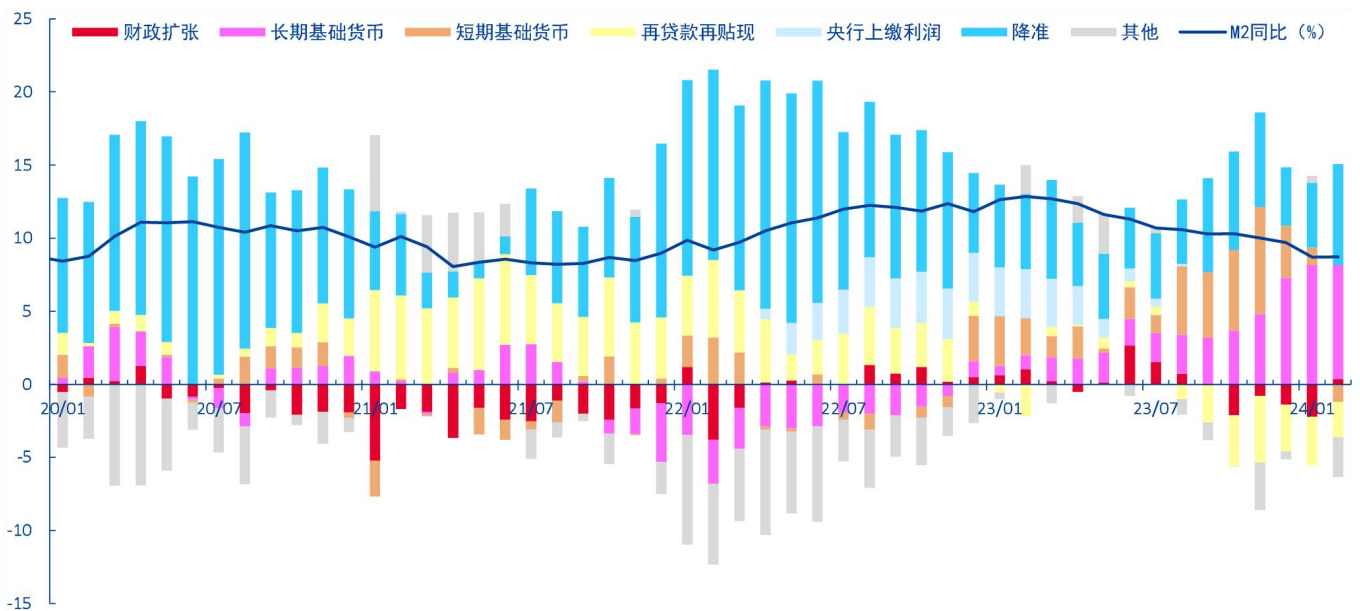
资料来源：CEIC，华金证券研究所

3000 亿再贷款对房企流动性改善效果预计较为明显

央行设立 3000 亿保障性住房再贷款，以本金的 60%支持地方国企以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房，并强调被选定的收购主体及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，结合“白名单”机制进一步推动消化存量商品住宅、促进土地资源高效利用，预计对房企流动性的改善效果将较为明显。据新华社 5 月 17 日报道，人民银行在国新办吹风会上表示，拟设立规模为 3000 亿元的保障性住房再贷款，对相应贷款本金的 60%进行再贷款支持，“支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，

预计将带动银行贷款 5000 亿元”。虽然央行此举以增量流动性投放直接促进政府购买存量房用于保障房供给等政策，但额外强调了本次“被选定的地方国企及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不得为政府融资平台”，对收购主体实行了严格限制，意味着高库存城市政府的“收储”操作将与政府债务进行严格隔离，也对非平台国企收储后用于配售或配租的项目收益性提出了较高的要求；同时，也将结合“白名单”机制对合规项目应贷尽贷。我们认为央行此举旨在化解地方政府债务风险和房地产市场风险的同时对存量商品住宅进行消化；加之本轮 3000 亿再贷款也并非如“货币化棚改”一般直接发放至居民部门手中以刺激增量房地产市场需求，预计本轮增量流动性投放仍然不会引起房地产市场的新一轮泡沫，而是将助力化解存量商品住宅库存，考虑到近年来房地产开发贷款的内生投放规模，本次再贷款如有效推动 5000 亿左右对应贷款，对于房企流动性压力的缓解预计将起到较为明显的积极作用。此外，因再贷款工具所对接贷款的承借方严格限制于非平台国企，并且要求与地方隐形债务风险严格隔离，我们预计地方政府专项债和 2024 年超长期特别国债资金将不会被用于高库存城市“收储”项目，地方债务风险因此而再度加剧的概率相对较低。

图 5: M2 同比及贡献结构 (%)



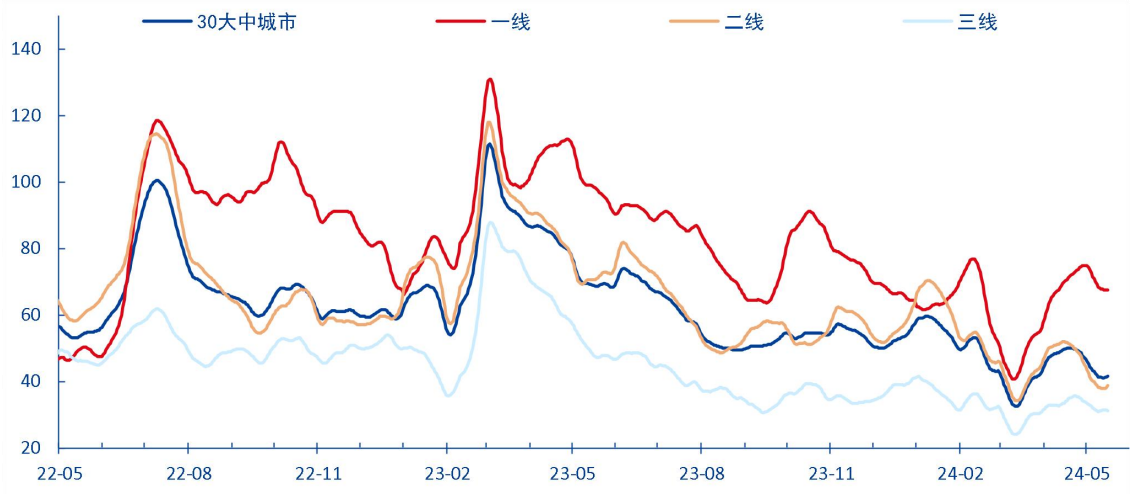
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

地产放松新政，刺激效果几何？

纵观此次央行“三大新政”、高库存城市“收储”开闸和央行 3000 亿元再贷款的“组合拳”，共同显示对于约束居民内生性的刚性和改善性住房需求释放的历史积累的限制性措施，正在加快以更大的范围放松，对于有助于房地产企业避免因流动性风险而导致交付出现问题的供给侧缓和性措施，也在综合加快推进；但供需两侧政策都非常强调结构性和适配性，需求侧放松至今，央行对于直接提供流动性创造增量需求的激进刺激模式都非常审慎的进行规避，而供给侧的政策放松和纾困措施，也非常强调针对高库存问题突出地区、还需强调以需定购，实际上供需两侧都着力于挖掘现有存量潜力，而并非激进创造增量。这意味着当前房地产市场的决定性因素仍集中在人口老龄化加速、产业布局的区域倾斜导致的人口吸引力与

房价收入比之间的结构性矛盾等中长期结构性因素方面。近期地产新政组合拳对于房地产市场供需两侧下跌斜率缓和无疑将起到重要作用，但长期来看，房地产市场当前困境的本质是与产业布局、各类要素流动性、城镇化模式转变等深层次问题高度相关的，深谋远虑的顶层机制设计如果推出，所带来的积极改变预计才是趋势性的、更加广泛而深远的。

图 6: 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年同期均值之比 (%)

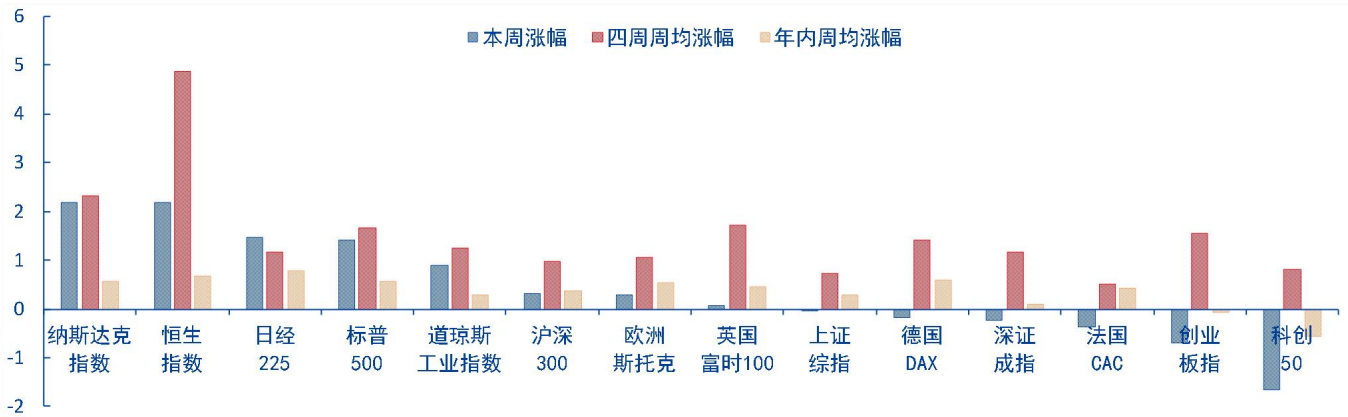


资料来源: Wind, 华金证券研究所

风险提示: 房地产市场恢复力度不及预期风险。

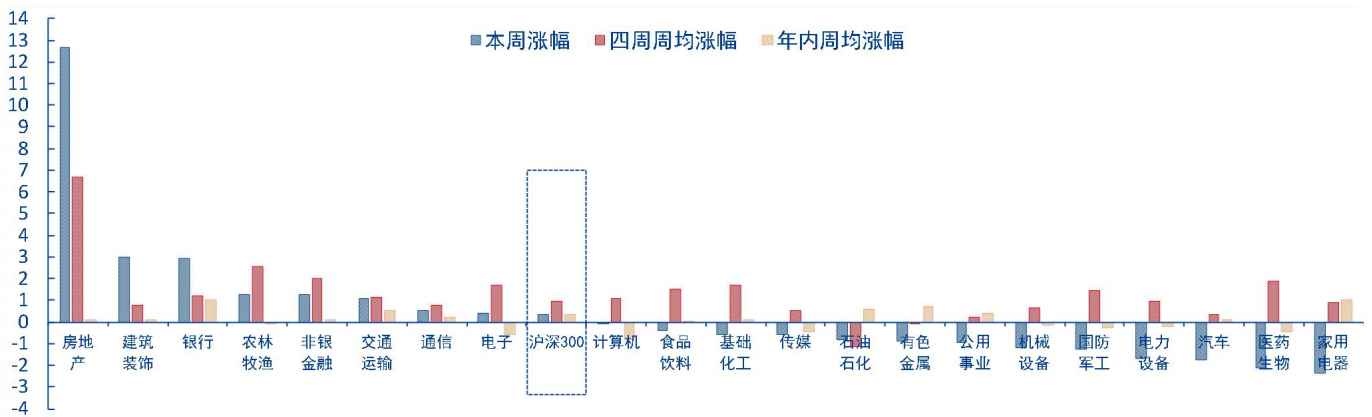
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 7: 全球股市: 本周欧美股市普遍上涨, A 股科创 50 跌幅最深



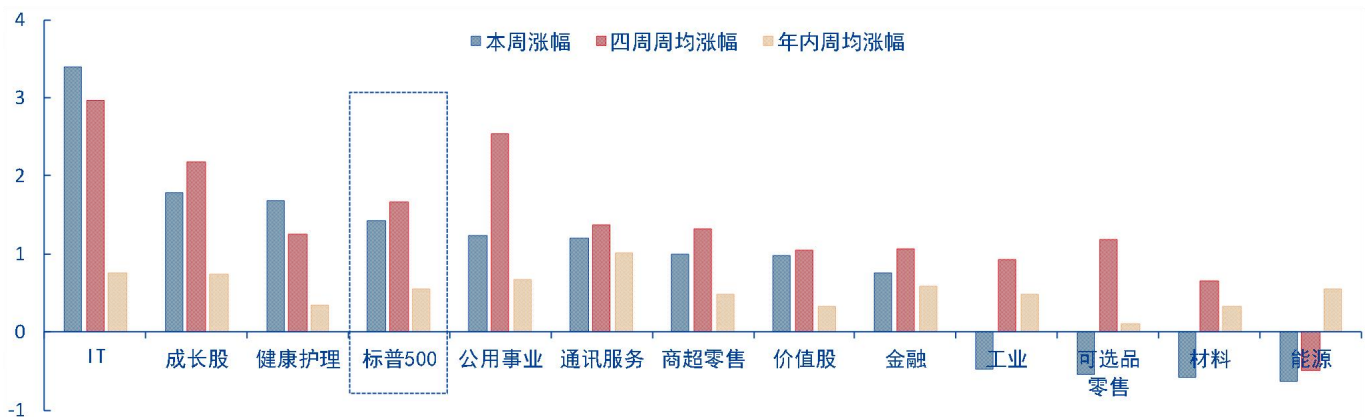
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股房地产及相关板块大幅上涨



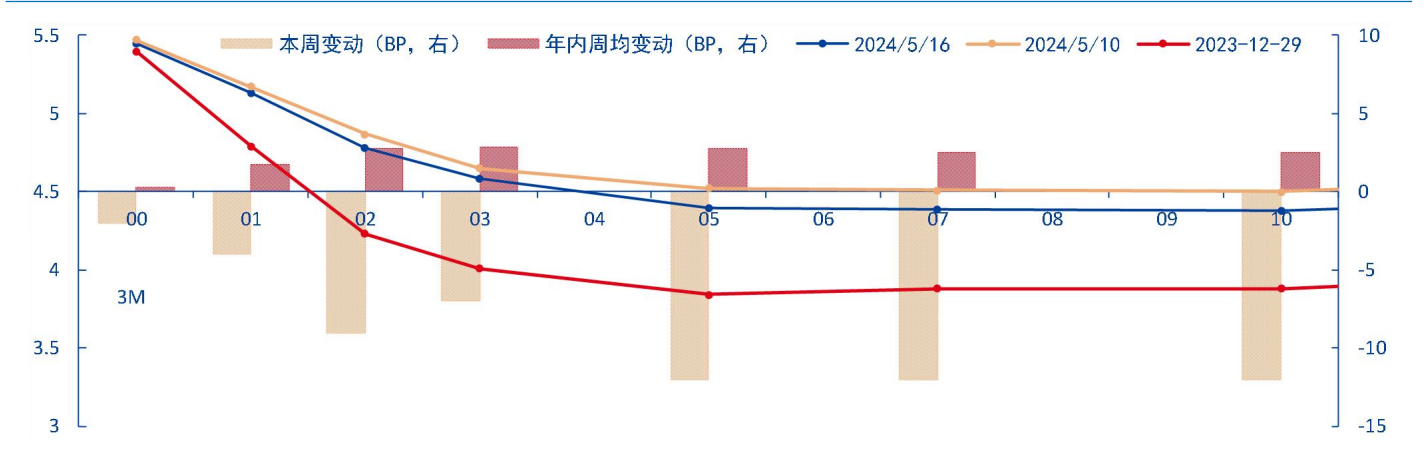
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股 IT 板块领涨, 能源、材料跌幅较深



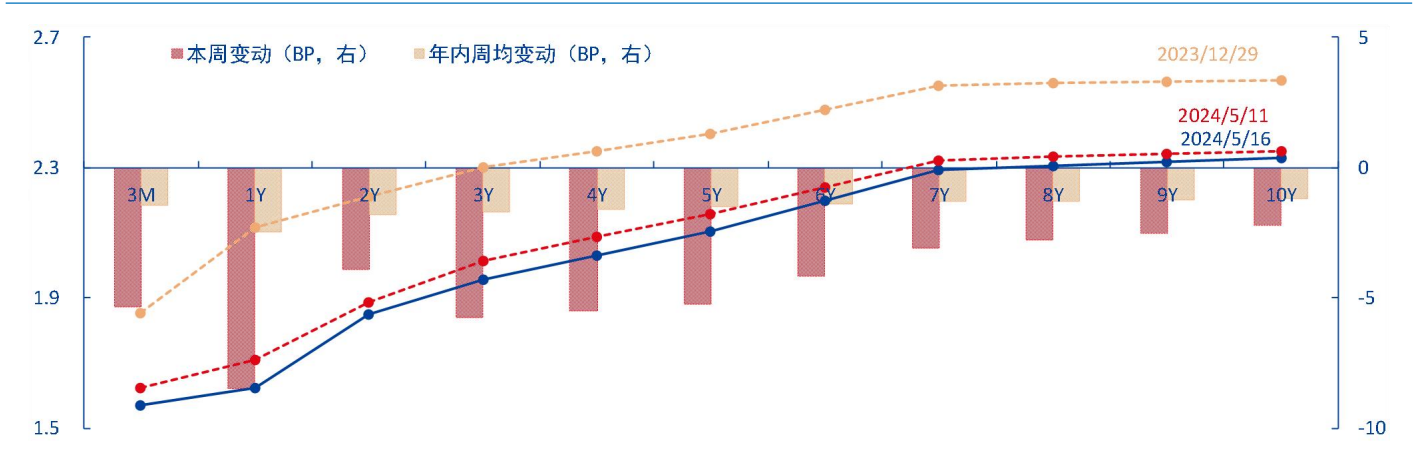
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 美国国债收益率变动幅度: 本周美债收益率整体上行, 长端上行较多



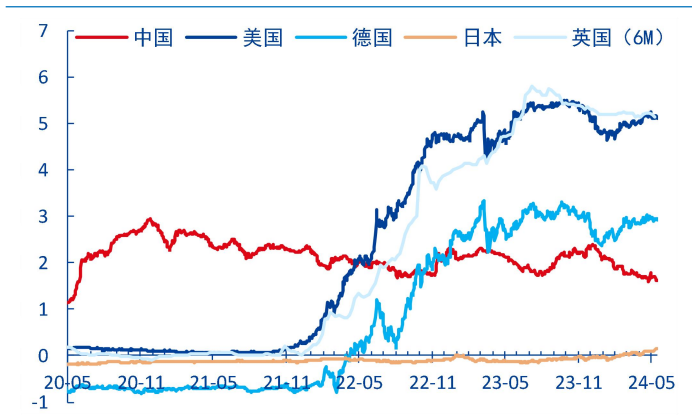
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 中国国债收益率变动幅度: 本周中国国债收益率整体下行



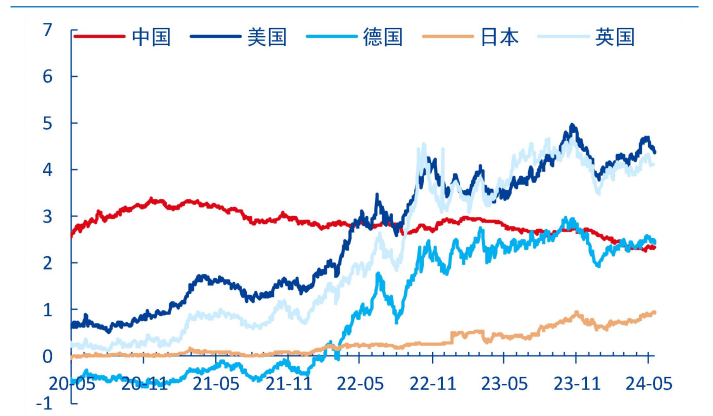
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 本周中国国债短端收益率下行约 1BP (%)



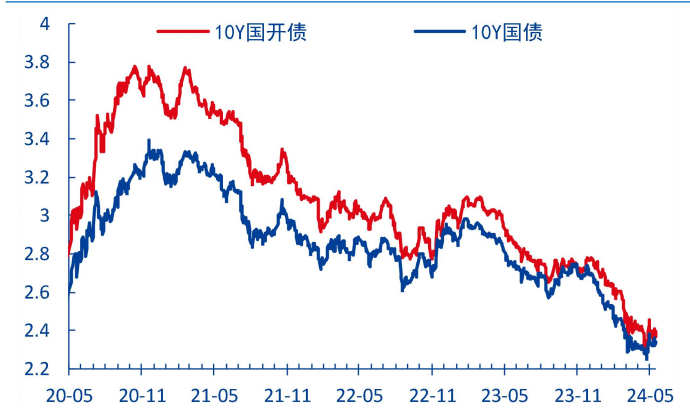
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 中美 10Y 利差有所缩小 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



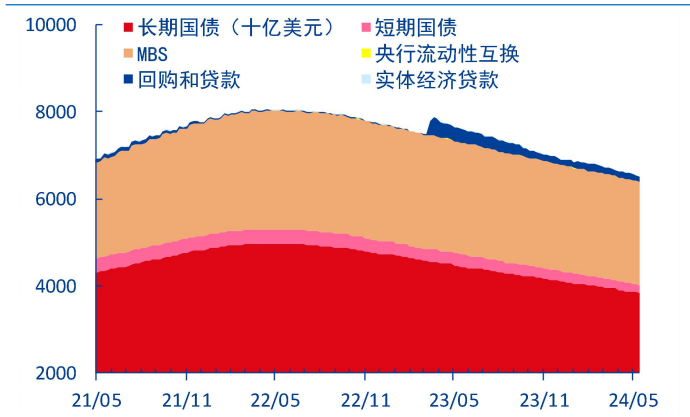
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 1Y、3Y 信用利差基本持平 (BP)



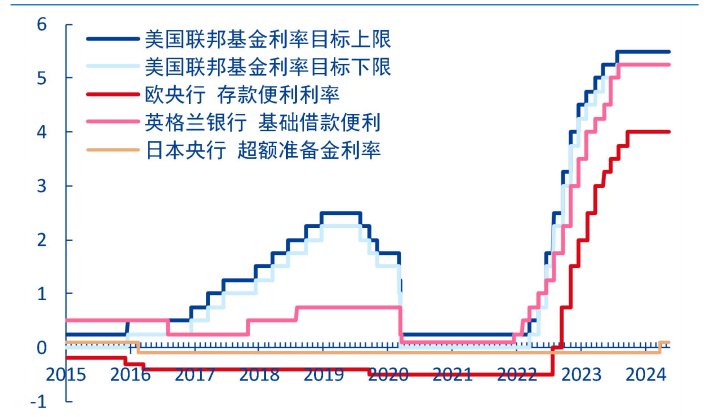
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn)



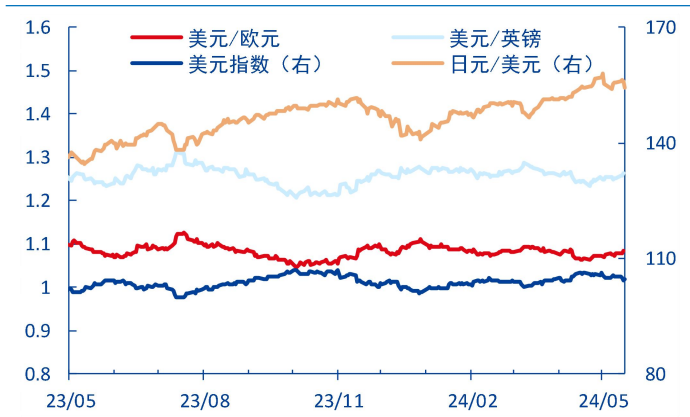
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 主要央行政策利率 (%)



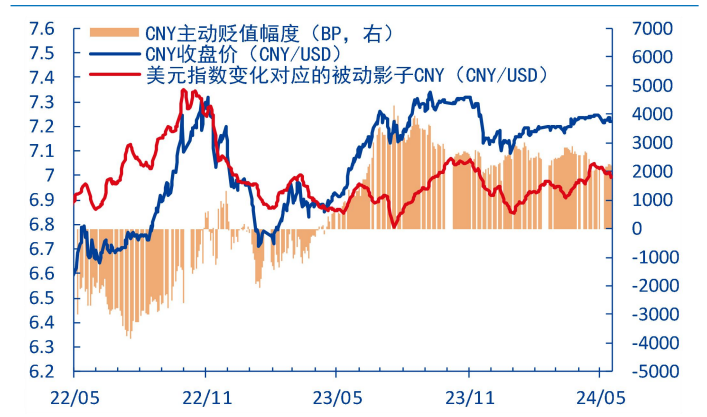
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 全球汇率: 美元指数回落至 105 以下



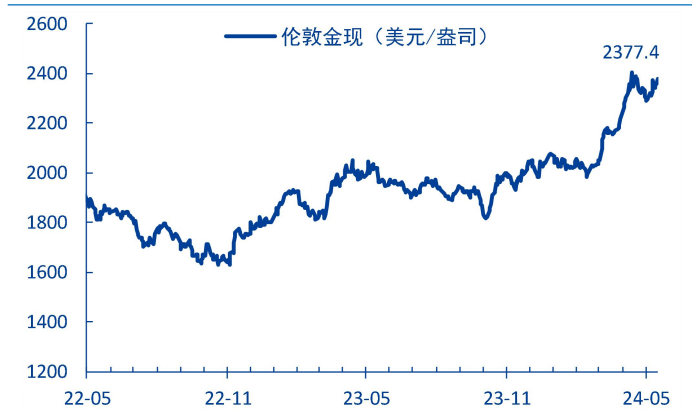
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: CNY 小幅升值



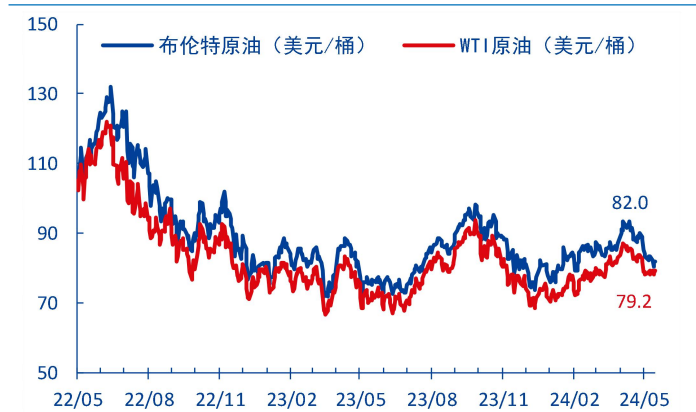
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 本周金价有所上行



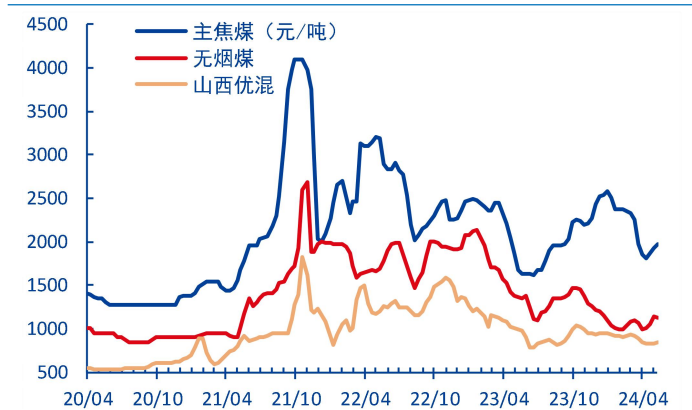
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 本周布伦特原油价格有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 5 月上旬煤炭价格有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 本周铜价大幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn