



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《向正确的方向迈进一小步——美国4月CPI解读》 - 2024.05.17

宏观研究

稳地产政策再加码，市场出清仍需政策加力呵护

● 核心观点

当前房地产供求关系发生新变化，供过于求的关系制约了房地产市场高质量发展。央行出台四项措施，拟设立保障性住房再贷款、降低全国层面个人住房贷款最低首付比例、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限和下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点，从供给和需求两端呵护房地产市场，消化存量房产，维护房地产市场健康平稳发展。

本次房地产政策主旨是托底市场，而非刺激，具有四方面的政策效果：一是可以直接推进保交楼工作，切实保障购房人合法权益，践行房地产工作的人民性、政治性；二是构建保障房体系，推动建立“租售并举”住房体系；三是短期可以为优质房企纾困；四是优化商业银行资产负债表。

从政策效果来看，央行发布的政策对改善房地产供求关系会产生较为积极效果，但政策具体效果有待进一步观察。若政策效果不及预期目的，或可期待纾困房企政策的进一步加码。（1）短期看央行拟设立保障性住房再贷款或可带动房地产市场供求关系向新的均衡回归，但是供过于求的局面或仍难根本扭转。从静态视角观察，以房地产市场供求回归均衡为目标，“收储”需要配套资金2.45万亿元，仍存在较为明显的资金缺口。从动态视角观察，考虑当前各地城市“收储”用作配售型或配租型保障性住房，同时房地产金融属性减弱，在一定程度上会压缩市场有效需求空间，且经济增速换挡期，居民预期尚在修复，当前配套资金缺口仍有所扩大。此外，考虑保障性住房再贷款期限是1年，可展期4次，那么“收储”后的未来收益亦是当前需要重点考虑的问题。未来可能的方式以“收储”作为保障性住房进行出租，则可发行保障房REITS，从而盘活存量资产，同时可偿还保障性

住房再贷款。(2)降低首付比例和降低贷款利率,可降低居民购房门槛,进而扩大有效需求范围。但从全周期测算来看,购房总成本有所上升,短期来看,政策效果或可为居民以时间换空间来实现刚需与居住环境改善。(3)2023年以来,中国人民银行落实首套房贷利率政策动态调整机制,因城施策推动更多城市下调或取消首套房贷利率下限。目前商业银行新发放个人住房贷款利率与公积金贷款利率利差空间不到1个百分点。若考虑商业银行息差平衡,商业银行的贷款利率可下调至3.25%,降息空间40bp左右。若要实现购房总成本下降,则需要将利率调降至更低的利率水平。

● **风险提示:**

中美贸易摩擦超预期加剧;美国商业银行危机超预期演变;海外地缘政治冲突加剧。

目录

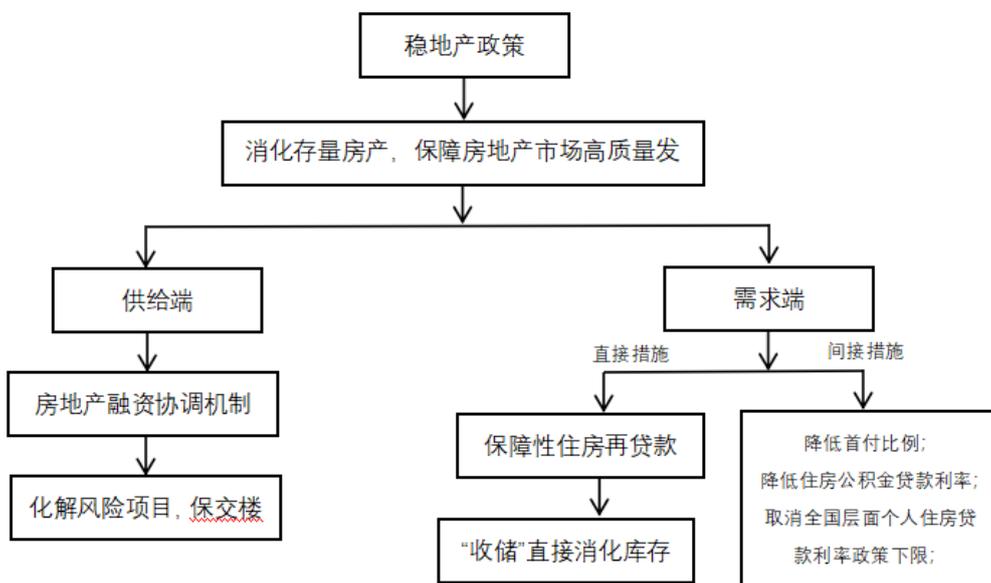
1 保障性住房再贷款+保障房 REITS，或成为消化存量房产的新政策组合拳	5
2 降低首付比例和公积金贷款总利率，总购房成本上升，短期以时间换空间消化库存	8
3 实施房贷利率市场化，降息空间 40bp 左右	8
4 托底而非刺激，此次政策出台可能有四方面效果	9
风险提示	10

图表目录

图表 1: 地产新政.....	5
图表 2: 我国住宅商品房待售面积和去化周期.....	8
图表 3: 我国住宅商品房去化周期与房屋销售价格.....	8

5月17日，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。中国人民银行抓紧认真贯彻落实，立足中央银行货币政策和宏观审慎管理职能定位，推出以下四项政策措施：一是设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，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。二是降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房最低首付比例从不低于20%调整为不低于15%，二套房最低首付比例从不低于30%调整为不低于25%。三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。上述首付比例、房贷利率政策调整后，各地可因城施策，自主决定辖区内首套房和二套房最低首付比例和房贷利率下限，也可不再设置利率下限。四是下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。调整后，五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为2.85%，可更好满足住房公积金缴存人住房需求。

图表1：地产新政



资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

1 保障性住房再贷款+保障房 REITS，或成为消化存量房产的新政策组合拳

当前房地产市场供求关系发生新变化，整体呈现供给大于需求的态势。囿于我国房地产管理采用预售制度，待售面积仅估算了现房库存，会低估商品房真实库存（现房库存+期房库存）情况，本文采用每年“新开工面积”和“销售面积”差额计算每年新增库存，然后从 1999 年开始累加求和，进而可以求出广义住宅商品房库存。我国广义住宅商品房库存从 1999 年的 6170.43 万平方米快速攀升至 2014 年 28.12 亿平方米。2015 年开始，在房地产去库存政策引导下，我国商品房库存一度下降至 2017 年的 23.71 亿平方米。之后再小幅回升至 2020 年的 26.93 亿平方米。近年来，房地产库存去化加快，截至 2024 年 4 月广义住宅商品房库存 20 亿平方米。尽管住宅商品房库存有所回落，但销售亦有所放缓，住宅商品房去化周期拉长，2024 年 4 月住宅商品房去化周期为 27.75 个月，创 2016 年以来高点。

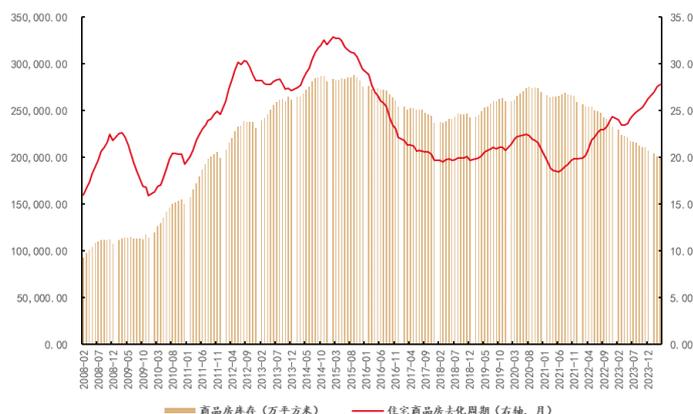
房地产供求平衡点在何处？价格是供求力量博弈的最终结果，从商品房销售价格与商品房去化周期来看，商品房去化周期在 22 个月左右，可以近似看作商品房市场供求均衡点位置。参考历史，2015.1-2016.12，在去库存政策引导下，各城市逐步优化调控政策，并出台棚改等相关配套政策，扩大市场有效需求，供求关系改善，销售再次提速，房企去化周期逐步缩短，同时房屋销售价格指数同比增速逐步由负转正。2015 年 12 月，房屋销售价格指数同比增速由负转正，此时商品房去化周期 29.40 个月；进入 2016 年，房地产市场逐步回归均衡点，商品化去化周期逐步收窄；2017 年去化周期逐步企稳，基本控制在 21-22 个月。仅以数据观察，商品房去化周期在 22 个月左右，可以近似看作商品房市场处于供求均衡的位置。

从静态视角观察，以房地产市场供求回归均衡为目标，“收储”直接消化存量房产，“收储”需要配套资金 2.92 万亿元，存在较为明显资金缺口。房地产市场正处于调整过程中，消化存量房产，使房地产市场供求关系逐步向均衡点回归，是当前政策核心要义，即托底市场，而非刺激市场。当前商品房去化周期 27.75 个月，住宅商品房累计库存面积 20 亿平方米。若以 22 个月左右的商品房去化周期近似看作房地产市场均衡点，当前市场过去 12 个月的月均销售面积在 7194.79 万平方米，处于较低历史水平，而考虑持续加码的政策提振市场信心，销售增速或温和回升，近期央行行长潘功胜亦表示房地产市场已出现一些积极信号，我们

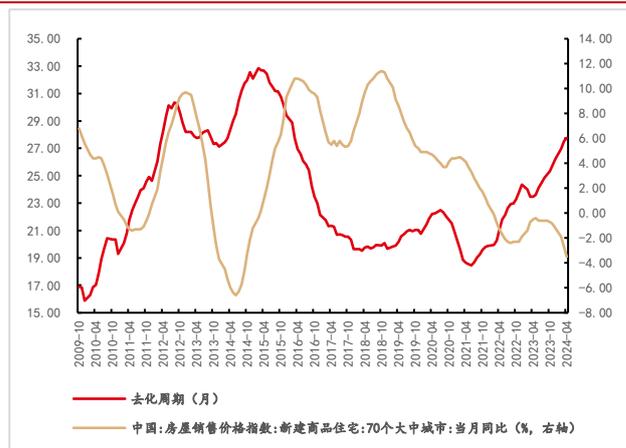
假设月均销售面积亦会温和回升至 7500 万平方米，那么需要去化 3.46 亿平方米库存，房地产市场会逐步向均衡点回归。以国家统计局公布的最新的 2022 年全国住宅房屋平均销售均价 10375 元/平方米为基准，并按照当前房屋销售价格变动进行调整，假设各地按照全国住宅房屋平均销售均价 7 折“收储”，则“收储”需要配套资金 2.45 万亿元。目前央行拟设立保障性住房再贷款，规模 3000 亿元，按照贷款本金的 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。与测算“收储”所需配套资金相比，仍存在较为明显的资金缺口。从静态角度考虑，短期看央行拟设立保障性住房再贷款或可带动房地产市场供求关系向新的均衡回归，但是供过于求的局面或仍难根本扭转。值得注意的是，目前住宅商品房去化周期比较长的一个原因是销售放缓，提振市场信心，扩大市场有效需求，或一定程度上缓解资金缺口压力，但短期显著扩大市场有效需求难度较大。

从动态考虑，资金缺口或仍会放大。与 2015-2016 年相比，若当前各地城市“收储”用作配售型或配租型保障性住房，同时房地产金融属性减弱，在一定程度上会压缩市场有效需求空间，且经济增速换挡期，居民预期尚在修复，住宅商品房销售尚未企稳回暖，使房地产市场供求回归新的均衡点，那各地市“收储”消化存量房地产面积要高于 4.14 亿平方米，则当前配套资金或仍有不足。

此外，考虑保障性住房再贷款期限是 1 年，可展期 4 次，那么“收储”后的未来收益亦是当前需要重点考虑的问题。未来可能的方式是“收储”作为保障性住房进行出租，则可发行保障房 REITS，从而盘活存量资产，同时可偿还保障性住房再贷款。从 2023 年 4 个保障房 REITS 运行情况来看，华润有巢 REIT、深圳安居 REIT、北京保障房 REIT、厦门安居 REIT 表现良好。

图表2：我国住宅商品房待售面积和去化周期


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：我国住宅商品房去化周期与房屋销售价格


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 降低首付比例和公积金贷款总利率，总购房成本上升，短期以时间换空间消化库存

住宅商品房去化周期不仅受住宅商品房累计库存面积影响，同时受到销售速度影响。目前后者对应政策是降低首付比例和降低贷款利率。央行明确“降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房最低首付比例从不低于 20% 调整为不低于 15%，二套房最低首付比例从不低于 30% 调整为不低于 25%”、“下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点”。降低首付比例和降低贷款利率，可降低居民购房门槛，进而扩大有效需求范围。以上仅是从购房门槛考虑，并未考虑综合购房成本。若以一套 200 万商品房为例，政策实施前，首套房的首付比例为 20%，公积金贷款利率 3.1%，则购买商品住房首付款为 40 万元，160 万全部采用公积金贷款，按照等额本金方式偿还贷款，贷款期限 25 年，则购房总成本为 230.13 万元；政策实施后，公积金贷款利率下调至 2.85%，首付比例下调至 15%，则购房总成本 237.89 万元。通过以上分析，改革后，尽管公积金贷款利率有所下调，但首付比例下调，从全周期来看，购房总成本有所上升，而短期来看，政策效果或可为居民以时间换空间来实现刚需与居住条件改善。

3 实施房贷利率市场化，降息空间 40bp 左右

2023 年以来，中国人民银行落实首套房贷利率政策动态调整机制，因城施策推动更多城市下调或取消首套房贷利率下限。根据中国人民银行发布的 2024 年第一季度中国货币政策执行报告显示，截至 3 月末，全国 343 个城市（地级及以上）中，75 个下调了首套房贷利率下限，64 个取消了下限。3 月，新发放个人住房贷款利率为 3.69%，同比下降 0.45 个百分点。公积金贷款利率下调至 2.85%，与新发放个人住房贷款利率差仅为 0.84pct，而考虑商业银行负债成本以及违约率补偿，即使取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，可能下调空间仍相对有限。以 200 万住宅商品房为例，首付比例 20%，房贷利率 3.69%，贷款期限 25 年，则购房总成本为 245.22 万元；若按照改革后制度，首付比例下调至 15%，房贷利率 3.69%，贷款期限 25 年，则购房总成本 260.54 万元。若考虑商业银行息差平衡，商业银行的贷款利率可下调至 3.25%，降息空间 40bp 左右。若要实现购房总成本下降，则需要将利率调降至更低的利率水平。

4 托底而非刺激，此次政策出台可能有四方面效果

当前，房地产市场供求关系发生了重大变化，房地产市场正处于调整过程当中。如果已售出的住房项目烂尾，将损害购房人合法权益，影响房地产市场平稳健康发展。当前政策意图核心是托底房地产市场，促进房地产市场平稳健康发展。央行副行长陶玲明确“所收购的商品房严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房，对不同所有制房地产企业一视同仁。按照保障性住房是用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握所收购商品房的户型和面积标准”。国务院副总理何立峰亦强调“深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作”。本次房地产政策一是可以直接推进保交楼工作，切实保障购房人合法权益，践行房地产工作的人民性、政治性；二是构建保障房体系，推动建立“租售并举”住房体系；三是短期可以为优质房企纾困；四是优化商业银行资产负债表。整体而言，当前政策旨在托底，而非刺激，政策效果显现仍需一段时间。若政策效果不及预期目的，或可期待纾困房企政策的进一步加码。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048