

强于大市

房地产行业重大事件点评

这轮地产政策能刺激多少需求？

【政策内容】

- 央行发布三条信贷政策调整措施，调整后首付比例、房贷利率均处于历史低点，进一步降低居民购房的首付门槛及购房成本。
- 1) 下调首付比例。调整后，首、二套房首付比例分别下调至不低于15%、25%，较此前各下调5个百分点。这是本轮周期中第二次下调首付比例，前一次为2023年8月。在此前的宽松周期中，首、二套房首付比例最低下调至20%、30%，因此这次调整是我国按揭史上首付比例最宽松的一次，体现了中央对于稳需求的决心。目前大多数城市的首、二套房首付比例基本已经是20%、30%了，而一线城市首付比例仍然较高，首套均为30%，二套在40-50%。此次央行下调首付比例下限后，预计更多城市跟进落实，一线城市也有进一步下调的空间。
- 2) 取消全国层面房贷利率政策下限。此前首套、二套房房贷利率下限分别为LPR-20BP、LPR+20BP，且新房房价同环比连续3个月下跌的城市可阶段性取消首套房利率下限。根据央行一季度货币政策执行报告，截至3月末，全国有64个城市已经取消了房贷利率下限。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。这是历史上个人住房贷款加权平均利率首次低于企业贷款加权平均利率（3月为3.73%）。根据贝壳研究院，3月百城首、二套房房贷利率分别为3.59%、4.16%，均与2月持平，同比分别回落43、75BP。一线城市首、二套平均房贷利率分别为3.88%、4.29%，二线城市首、二套利率分别为3.61%、4.17%，三四线城市首二套利率分别为3.57%、4.15%。
- 3) 下调公积金贷款利率0.25个百分点。调整后，5年以上首套、二套公积金贷款利率由3.1%、3.575%下调至2.85%、3.325%，进一步降低购房者置业成本。当前公积金贷款利率降至历史新低。

【这轮地产政策能刺激多少需求？】

- 那么这轮地产政策能刺激多少需求？我们提出四个问题：
 - 1) 在启动资金不变的前提下，首付比例下调后，最大可以撬动多少杠杆？
 - 2) 在启动资金、购房意愿以及居民收入不变的前提下，首付比例和房贷利率的下调，预计带动多少销售的增长？
 - 3) 在启动资金、收入不变的前提下，首付比例和房贷利率下调，购房意愿需要增加多少，才能用足杠杆（贷款比例）？
 - 4) 当居民收入下降到多少时，政策无效？
- 我们的测算基于以下假设：1) 根据银保监会，个人住房贷款中90%以上用于支持首套房。我们假设首套房占比90%，二套房占比10%。销售额中10%为多套房，多套房不能贷款。2) 在首付比例下调前，一线城市首套首付比例为30%，二套40-50%，取中间值45%；其余城市首套为20%，二套为30%。首付比例下调5个百分点，下调后，一线城市首套首付比例25%，二套40%；其余城市首套15%，二套25%。3) 假设启动资金，即首付规模不变，购房者能拿出的首付和2023年相同，首付比例下调后，意味着可贷款金额增加。
- 测算一：在启动资金不变的前提下，首付比例下调后，最大可以撬动多少杠杆？根据我们的测算，按照2023年的情况，首付规模为3.56万亿元，政策执行前的贷款规模为8.10万亿元，首付比例下调后年内新增贷款规模提升至10.15万亿元（即新政后原首付款可撬动的最大杠杆水平）。首付比例下调后一线城市销售额将增加13%，其余线城市销售额将增加18%。此时，在用足杠杆的极限情况下，全国商品房销售额将达到13.7万亿元，较下调前增加了18%。
- 测算二：在启动资金、购房意愿以及居民收入不变的前提下，利率下调至2.54%-3.2%，将会带动销售增长4.4%-10.9%，居民购买的单套房屋总价和面积增加，购房标的可以向上改善。我们基于以下假设：1) 收入不变。2) 购房意愿（购房套数）与2023年持平。3) 贷款额度使用率不变。2023年我国城镇居民人均可支配收入为5.18万元，以家庭为单位（2人计算），每月可支配收入约为8637元。按揭买房时，大部分银行对购房者的银行流水要求是：家庭收入是月供的2倍以上。因此，以当前的家庭可支配收入来计算，可承担的月供最高为4318元。1) 政策执行前：我们以年利率为3.69%（央行一季度货币政策执行报告中公布的3月新发个人住房贷款利率），还款月数360个月（30年），等额本息来计算，贷款本金可达94万元/套。若我们以2023年1010万套的新房成交套数来计算，当前收入可负担的贷款总规模为9.5万亿元。在测算一中，我们计算得到调整前的实际贷款规模为8.1万亿元，考虑到部分购房者没有足额贷款，或全款购房，或部分购房者将贷款额度使用在了购买二手房，购买新房的贷款额度使用率（实际贷款规模/可负担贷款规模）为85%。2) 首付比例下调、房贷利率下限取消后：假设居民购房意愿与上年持平（即新房成交套数维持不变），当利率降至3.2%时，居民收入可负担的贷款规模会增加6.3%，居民加杠杆的比例也从原来的2.3X（贷款规模/首付款）提升至2.4X，销售金额同比增长4.4%。3) 当利率降至2.54%（30年国债收益率）时，贷款规模会增加15.7%，销售额增加10.9%。
- 测算三：在启动资金、收入不变的前提下，首付比例和房贷利率下调，购房意愿需要增长8.3%-17.9%，才能用足杠杆（贷款比例），此时销售增长17.6%。我们基于以下假设：1) 收入不变。2) 贷款额度使用率不变。根据测算一，我们得到首付比例下调后，原首付款可以撬动的杠杆最大值为10.15万亿元。假设贷款额度使用率维持85%不变，收入可以负担的贷款额度要达到11.9万亿元。当前收入水平下，若利率降至3.2%，每套房的贷款本金为109万元，故新房成交套数需要达到1093万套，同比增长8.3%。另外，在启动资金和收入不变的情况下，假设居民购房意愿与上年持平，若要用足贷款比例，那房贷利率必须下调到1.94%以下才能满足，这种情况不现实。
- 测算四：当居民收入下降到多少时，政策无效？我们基于以下假设：1) 购房意愿不变。2) 贷款额度使用率不变。政策无效意味着首付比例和房贷利率下调并不会增加贷款规模，也就不会增加销售额。贷款规模维持8.1万亿元，对应可贷款额度为8.1万亿元/85%=9.5万亿元，在购房意愿持平的情况下，单套可承担的贷款本金为94万元。当利率降至3.2%时，可承担的月供为4062元，对应每月城镇居民人均可支配收入为4062元，较当前（4318元）下降5.9%；当利率降至2.54%时，可承担的月供为3731元，对应每月城镇居民人均可支配收入为3731元，较当前下降13.6%。在这两种情况下，政策无效。

投资建议

- 目前政策的力度明显加大，需求端的刺激+供给端的化解风险，将在未来一段时间内持续发酵。外债对地产的配置自4月25日以来明显提升，截至5月20日对房地产行业的持股数量占比达到2.03%，达到了3月27日以来的最高点。当下主要逻辑为“定调转向+供需政策宽松加码+外债进场+房企现金流压力及存贷风险减轻预期”，我们预计短期内地产板块行情仍会延续，但是否能有更显著的持续性行情仍取决于最终全国基本面能否兑现。
- 现阶段我们建议关注三条主线：1) 受益于“去库存”下政府收储首选的地方国企：城建发展、华发股份、越秀地产、建发国际集团、合肥城建、京投发展、天地源、栖霞建设。2) 无流动性风险且拿地销售基本面仍然较好的房企：滨江集团、华润置地、绿城中国、保利发展、招商蛇口。3) 二手房成交回暖带动的房地产经纪公司：我爱我家、贝壳。

风险提示：

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《房地产2024年4月统计局数据点评：销售投资降幅扩大，开工降幅收窄但仍承压》(2024/05/19)

《房地产行业2024年4月70个大中城市房价数据点评：70城房价环比创下九年多来最大跌幅；刚需产品房价下行压力较大》(2024/05/19)

《房地产行业重大事件点评：这次地产不一样？》(2024/05/13)

《房地产行业2024年度策略——行业寒冬尚在延续，房企能否行稳致远？》(2024/01/03)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

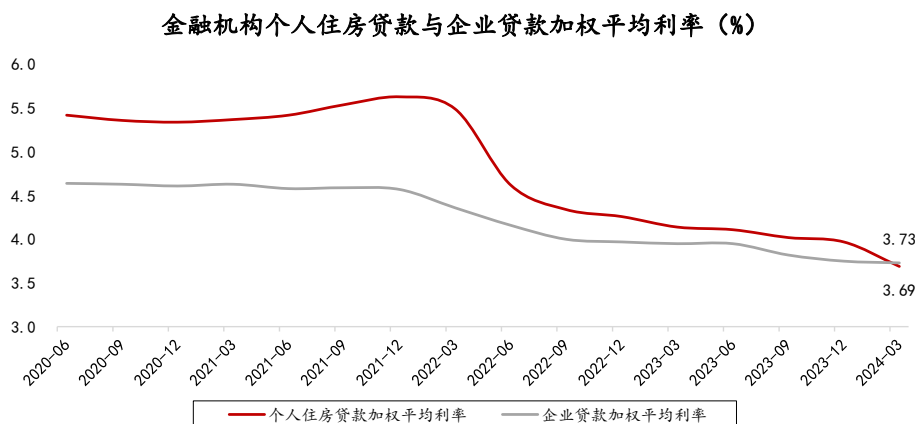
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

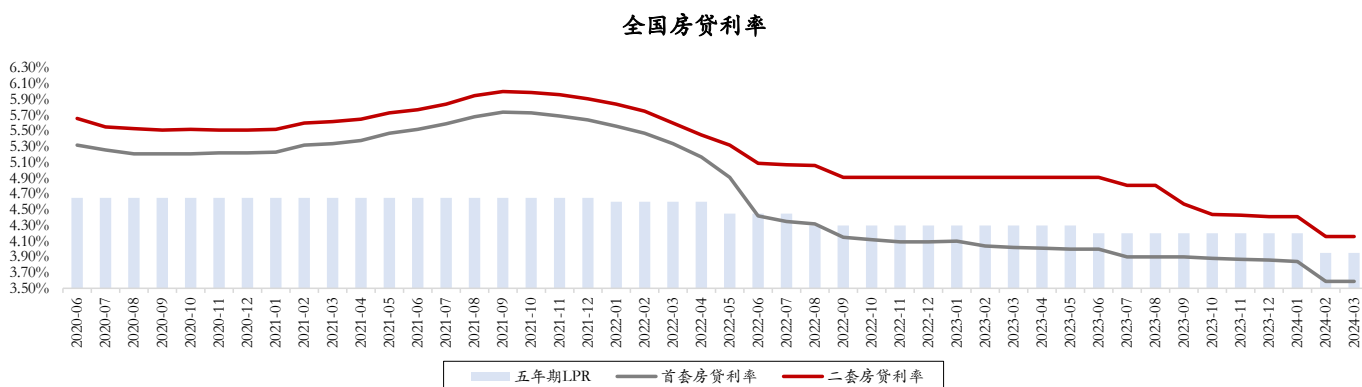
附录:

图表 1. 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，这是历史上个人住房贷款加权平均利率首次低于企业贷款加权平均利率（3月为 3.73%）



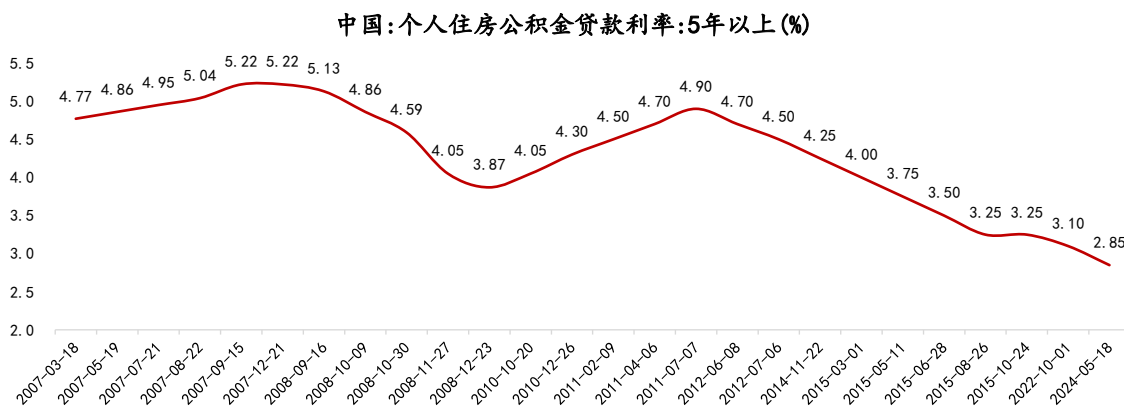
资料来源：央行，中银证券

图表 2. 3月百城首、二套房贷利率分别为 3.59%、4.16%，均与 2月持平，同比分别回落 43、75BP



资料来源：贝壳研究院，中银证券

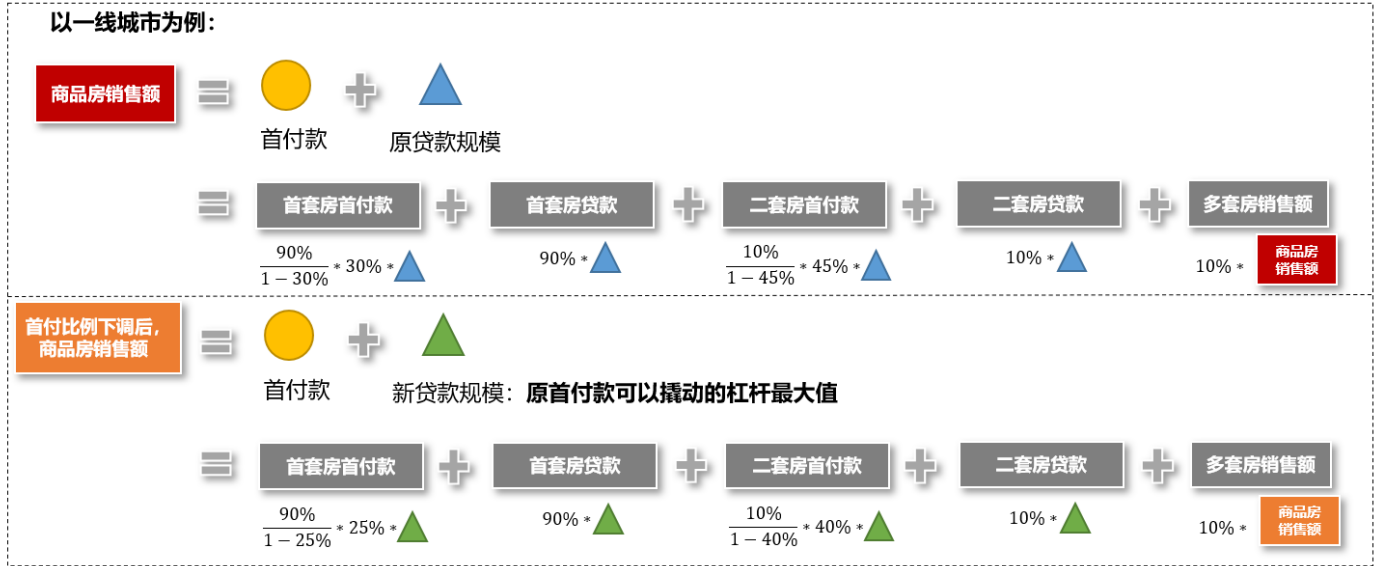
图表 3. 5月 17 日下调公积金贷款利率 0.25 个百分点，调整后，5 年以上首套房公积金贷款利率由 3.1% 下调至 2.85%



资料来源：央行，中银证券

图表 4. 根据我们的测算，首付比例下调后一线城市销售额将增加 13%，其余能级城市销售额将增加 18%，在用足杠杆的极限情况下，全国商品房销售额将达到 13.7 万亿元，较下调前增加了 18%

假设：1) 根据银保监会，个人住房贷款中90%以上用于支持首套房。我们假设首套房占比90%，二套房占比10%。销售额中10%为多套房，多套房不能贷款。2) 在首付比例下调前，一线城市首套首付比例为30%，二套40-50%，取中间值45%；其余城市首套为20%，二套为30%。首付比例下调5个百分点，下调后，一线城市首套首付比例25%，二套40%；其余城市首套15%，二套25%。3) 假设启动资金，即首付款规模不变，购房者能拿出的首付款和2023年相同，首付比例下调后，意味着可贷款金额增加。

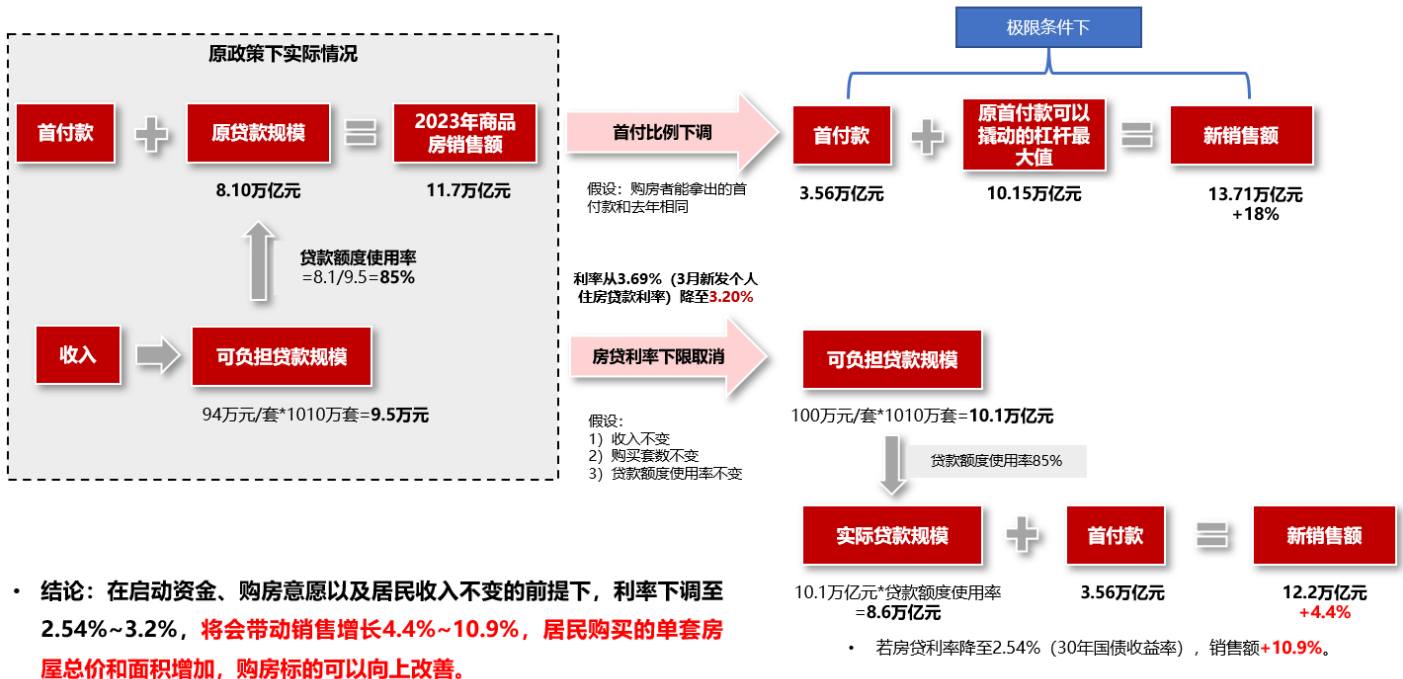


资料来源：国家统计局，中银证券

图表 5. 在启动资金、购房意愿以及居民收入不变的前提下，利率下调至 2.54%~3.2%，将会带动销售增长 4.4%~10.9%，居民购买的单套房屋总价和面积增加，购房标的可以向上改善

在启动资金、购房意愿以及居民收入不变的前提下，首付比例和房贷利率的下调，预计带动多少销售额的增长？

假设：1) 收入不变。2) 购房意愿（购房套数）与2023年持平。3) 贷款额度使用率不变。



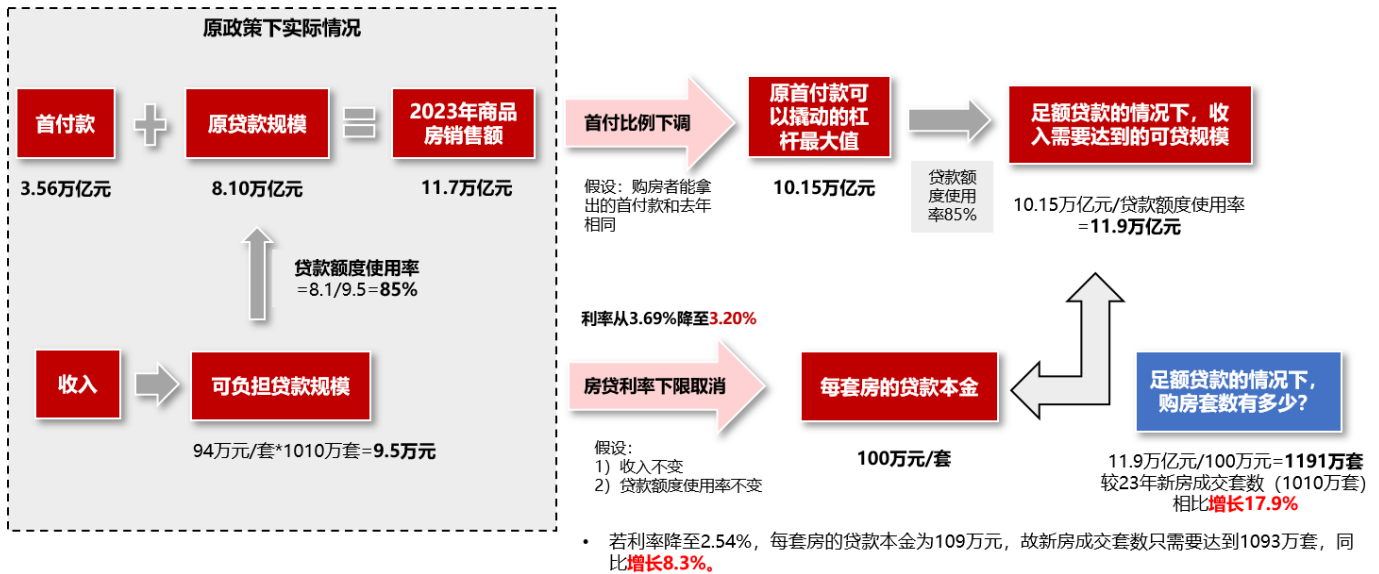
结论：在启动资金、购房意愿以及居民收入不变的前提下，利率下调至 2.54%~3.2%，将会带动销售增长 4.4%~10.9%，居民购买的单套房屋总价和面积增加，购房标的可以向上改善。

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 6. 启动资金、收入不变的前提下，首付比例和房贷利率下调，购房意愿需要增长 8.3%~17.9%，才能用足杠杆

在启动资金、收入不变的前提下，首付比例和房贷利率下调，购房意愿需要增加多少，才能用足杠杆（贷款比例）？

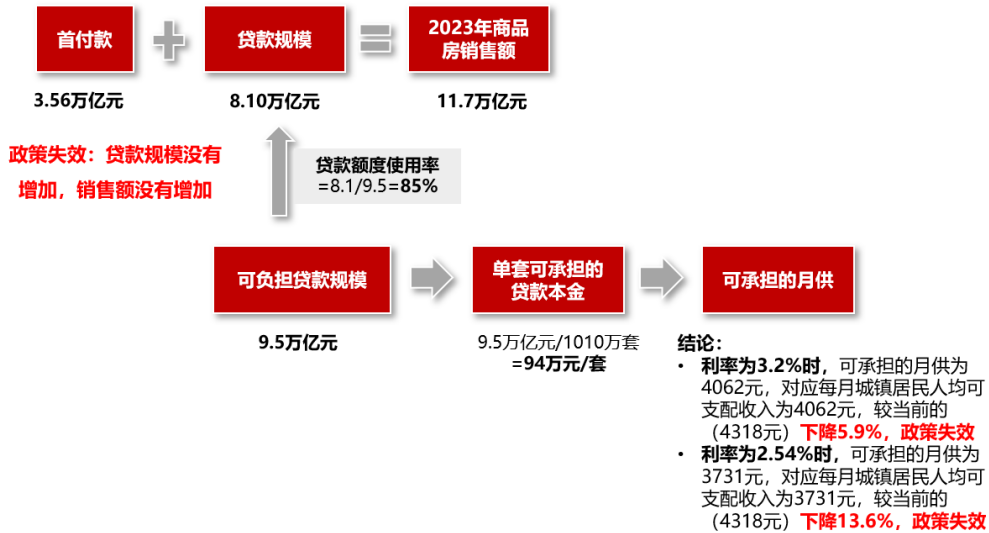
假设：1) 收入不变。2) 贷款额度使用率不变。



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 利率降至 3.2% 时，可承担的月供为 4062 元，对应每月城镇居民人均可支配收入为 4062 元，较当前的下降 5.9%

假设：1) 购房意愿不变。2) 贷款额度使用率不变。



资料来源：国家统计局，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371