

提振信心，激活需求

——房地产一揽子新政联合解读

5月17日，央行发布四项房地产重大政策。一是《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》（与国家金融监督管理总局联合发布），下调首套及二套房贷最低首付比例。二是《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，取消全国层面首套和二套房贷利率下限。三是《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，下调公积金贷款利率。四是设立3,000亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国企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。招商银行研究院对此进行了联合解读。

I. 宏观：提振信心，激活需求

一揽子重磅“救市”政策的出台，标志着房地产政策全面由限制性转向支持性，特别是响应4月末中央政治局会议的要求，通过提振信心、托底需求，着力去库存、化风险。

一、政策内容：释放空间、降低成本、消化库存

此次房地产新政延续去年8月31号政策优化调整，不再区分实施“限购”和“不限购”的城市，主要内容包括三方面。

第一，下调首付比例，激活居民购房需求。2023年8月底¹，央行和金监总局将首套/二套房贷最低首付款比例要求统一为不低于20%/30%。此次新政将两者进一步下调5个百分点，至不低于15%/25%，为历史最低。去年政策实施以来，绝大部分城市首付比例已参照下限执行。截至今

¹ 央行和金监总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策通知》。



年 1 月，仅北上广深，以及杭州和成都的部分区域首付比例高于全国下限。此次调整后，预计各地区将因城施策，跟进调整首付比例，降低购房者门槛。

第二，下调房贷利率，降低居民购房融资成本。

一是取消房贷利率下限。新政发布前，全国首套房利率下限为 LPR - 20bp，二套下限为 LPR + 20bp。首套方面，考虑到大部分城市首套房利率已低于全国下限水平，新政影响或相对有限。2022 年 12 月，央行与原银保监会建立了首套房贷利率动态调整机制，对评估期内新建住宅售价环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套房贷利率下限。截至 4 月末，除北上广深外，各地首套房贷利率均已持平或低于全国下限。二套方面，房贷利率下行幅度或显著大于首套。由于房贷利率动态调整机制仅针对首套，二套房贷利率仍需执行全国下限（LPR + 20bp）。截至 4 月末，仅北上广深、南京、无锡、苏州、杭州（不含非限购区）、厦门（不含岛外）等城市二套房贷利率高于全国下限水平，其他城市二套房贷利率均已低至全国下限水平。此次调整打开了各地二套房贷利率进一步下行的空间。

二是个人住房公积金贷款利率下调 0.25pct，降至历史新低²。当前普通房贷利率与住房公积金贷款利率的利差快速收敛，濒临倒挂。此次下调有助于提振住房公积金缴存人用款需求，提高住房公积金使用效率。

第三，设立保障性住房再贷款，消化已建成未出售的新房库存。这一工具有着多重政策意图。

一是消化库存，降低风险。近期房地产销售端仍呈现“量价齐跌”的态势，4 月商品房销售面积累计同比下降两成，70 个大中城市住房价格回落至 2019 年 12 月水平。销售低迷导致库存高企，已竣工待售面积升至历史高位，去化周期升至 24 个月，达到历史峰值。房企销售回款承压，房企

² 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%。



债务风险进一步上升。

二是民生保障，完成地方政府保障房任务，改善低收入家庭居住条件。今年有 14 个省市明确保障房建设具体目标，其中 9 个省市较去年边际下调，一季度“三大工程”仅拉动房地产投资 0.6pct，低于市场预期。4 月政治局会议隐去“三大工程”相关表述，指向保障房建设思路发生变化，重心由增量新建转为存量收购，预计未来各地或加快保障房投放节奏。

二、经济影响：提振信心，激活需求，化解风险

首先是提振信心。本次政策力度大超市场预期，释放了明确的“稳地产”信号。一是加杠杆空间超预期，呈现逆周期特征。目前全国首套房首付比例下限要求为 15%，已经降至历史最低水平³。二是房贷利率下行空间进一步打开。3 月央行新发放个人住房贷款利率为 3.69%，已低于 5 年期 LPR 利率 26bp，未来或进一步小幅下行。三是房地产收储政策打开了房地产“去库存”政策的想象空间。不同口径下，房地产库存的范围和规模存在极大差异，从 1.6 亿平到 11.7 亿平不等，对应的资金需求区间在 7,000 亿至 10.9 万亿⁴。此次政策出于可行性考量，将收储范围严格限定为已竣工待售新房。若将这部分新房的去化周期从当前的 24 个月降至 2019 年末的 14 个月，需要降低 1.6 亿平现房库存，若按销售均价 5-8 折收购，需要收储资金 7,000 亿至 1.1 万亿，明显高于此次 3,000 亿央行再贷款所能撬动的 5,000 亿收储资金。后续政策仍有加码空间，特别是考虑到收储范围可能扩大至在建新房（去库存资金需求预计达 3.3-5.3 万亿）。收储主体为地方国企，为的是不增加地方政府的债务负担。但收储对象如何选择、商业可持续性如何保障（租金收入至少应覆盖利息支出），均是收储

³ 以官方文件为依据，从全国层面看，目前首套房首付比例下限要求已降至历史最低。不包括极少数城市、极个别时期的地产商非常规操作。

⁴ 若将去化口径扩展至所有未售新房，包括完工和在建，需要降低 6.8 亿平新房库存，对应资金量在 3.3 万亿至 5.3 万亿。进一步将去化口径扩展至全部库存，包括新房和二手房，需要降低 11.7 亿平库存，对应资金量 6.8 万亿至 10.9 万亿。

政策落地过程中需要面对的挑战。

其次是激活需求。此次政策调整聚焦需求端，思路由“松绑”彻底转向“支持”，有助于释放前期积压的刚性和改善性需求，激活商品房交易。但仍需关注高品质保障房入市对商品房市场的潜在挤出效应。长期看，居民购房需求的实质性提升有赖于对收入和房价预期的改善。

最后是化解风险。此次政策将通过以价换量加速出清风险。无论是降低居民购房成本，还是低于市场价的水平收购已建成未出售商品房，都有助于房企尽快去库存、回笼资金、内生化险。目前房企到位资金已持续收缩 26 个月，今年 1-4 月销售回款同比继续收缩 38.1%，仅相当于 2021 年同期的 43%。一揽子政策有助于恢复房地产市场的内生造血功能，修复房企的资产负债表，托底房地产投资，改善土地市场疲弱现状，畅通房地产市场内生循环。

（作者：谭卓 牛梦琦 张冰莹）

II. 行业：新政亮点主要在“政府收储”、再贷款，项目层面的落地是下一步跟踪重点

本次新政是为了响应中央政治局会议“消化存量房产”的要求，住建、央行等多部委集中打出组合拳，合力推进房地产供需两端政策优化，并进一步引导增量政策资金进场。接下来，将从当前房地产政策放松所处的位置、近期政策的作用与空间、地产销售端的传导观测等三方面详细分析。

一、当前地产政策放松行至何处？常规工具箱政策接近到位，“政府收储”、再贷款等增量政策进场

自去年中央金融工作会议以来，房企融资支持政策持续细化，一线城市开启降首付比例和放松限购，政策的力度、精准度均有升级。在今年 4 月末中央政治局会议提出“消化存量房产”后，北京、深圳、杭州等一、二



线重点城市进一步出台限购放松政策，各地也加快推进住房“以旧换新”活动，以促进待售新房和二手房的去化。本次房地产集中出台一揽子新政，亮点主要在于“政府收储”、再贷款等增量政策，而常规工具箱政策的空间和效果比较有限。

截至目前，需求端的“四限”政策接近放松到位，其中首付比例下限甚至已创历史新低。本次央行下调最低首付比例 5 个百分点至首套 15%、二套 25%，这是继去年“831 新政”后的又一次下调，并已超过过去两轮地产周期的低点（2009、2016 年首套首付比例下限均为 20%）。实际执行上，除一线城市距首付比例下限有 10-20%的空间外，其余城市几乎均已执行最低首付比例（仅杭州略高），无进一步下调空间。房贷利率方面，本次央行取消全国层面的首套和二套房贷利率下限，主要是从顺应市场趋势考虑。目前，已有超过 60 城取消了房贷利率下限。根据贝壳研究院统计，2024 年 3 月百城首套、二套房利率分别为 3.59%、4.16%。其中，首套房贷款利率已突破原有政策利率下限（LPR-20bp）约 16bp，二套房贷利率已接近原有政策利率下限（LPR+20bp），仅略高 1bp。限购方面，随着成都、杭州、天津、西安于近期放开限购后，仅有四大一线城市及三亚处于未完全放开的状态，但也已逐渐出台实质性放松政策⁵。综合来看，当前房地产需求端的政策放松已经接近到位，本次央行下调首付比例下限、取消房贷利率政策下限，更为偏向信号意义。

供给端支持政策今年以来不断细化，并已取得可见的融资效果。城市融资协调机制正在多轮推进，两部委合力对房企融资的堵点进行疏导，政策精准度和力度均在加强。截至到 5 月 16 日，全国 297 个地级及以上城市已经建立融资协调机制，商业银行已审批通过了“白名单”项目贷款金额 9,350 亿元。2024Q1 全国房企贷款余额增长 7,570 亿元，略强于季节性规

⁵ 一线城市出台实质性限购放松：广州放开全市 120 平以上商品住房购房资格（1.27）；北京放开通州区限购（2.6），2 套房京籍家庭可在五环外新购 1 套房（4.30）；深圳放开福田、南山、罗湖、新安\西乡街道以外的限购（5.6）。



律，亦说明房地产协调机制对此起到一定助推作用。

各地推进住房“以旧换新”活动，但存在“旧房”评估难的问题，最终效果有待观察。住房“以旧换新”是指通过政府收购或中介推盘等模式，促进待售二手房的成交，并且引导置换需求定向释放在待售新房，以帮助新房库存去化。目前已有深圳、南京、哈尔滨、郑州等超 50 个城市支持住房“以旧换新”。从各类模式对成交的推动力度来看，“政府旧房收购模式”>“中介推盘模式”>“税费优惠模式”。但在实操中，“以旧换新”的主要矛盾点集中在二手房评估价，为促进“旧房”售出，不管是中介推盘模式还是政府旧房收购模式，都倾向将评估价压低。因此，截至目前对成交促进效果总体不大。

二、“政府收储商品房”的资金来源与效果预估：新增资金可能主要依赖再贷款及金融机构配套资金，预计万亿以上规模或可对销售端起到一定效果

本次新政亮点主要在于“政府收储”、再贷款等增量政策。会议提出，对于商品房库存较多的城市，地方政府可“酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”。央行在随后的政策吹风会上表示将设立 3,000 亿元保障性住房再贷款，按照贷款本金的 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5,000 亿元，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。但需要注意的是，政府酌情收购商品房，既包括推盘未售的新房库存，也包括待售二手房库存；而央行再贷款主要是针对新房库存，“以旧换新”的旧房收购暂不在再贷款范围内。

收储资金可能将主要依赖再贷款及配套。今年以来，地方收储的主要资金来源是租赁住房贷款支持计划，地方财政与城投自筹资金相对有限。租赁住房贷款支持计划是 2023 年初央行专门设立的 1,000 亿结构性货币政策工具，本次央行设立再贷款，将成为新的资金来源补充。但是，再贷款对地方收购主体、收购对象、市场化运作有严格要求，因此项目层面的

落地节奏有待观察。

收储资金规模预计或需在万亿级别。具体可从三个维度来对标：**1) 库存去化维度**。根据统计局数据，2024年4月全国已竣工未售商品住宅面积3.9亿平，开工未售的广义新建商品住宅库存口径约为19亿平，接近三年全国商品住宅销售均价10,482元/平，以及库存折价9折计，上述两种口径（竣工未售、开工未售）的库存价值分别约为3.7、18万亿。**2) 交易增量资金维度**。参考贝壳研究院统计的近两年全国新建+二手住宅销售金额约16-17万亿，考虑政府收储给住宅交易市场带来增量资金角度，若占比10-20%，则约有2-3万亿。**3) 参考历史救市经验**。上一轮棚改货币化资金量（PSL）2014-2019年累计投放3.5万亿，加上配套资金合计超过6万亿。因此，从上述三个维度考虑，收储资金规模预计或需在万亿级别，可对销售交易端起到一定效果。结合前文提到的项目层面落地节奏待观察，那么未来政府收储对房地产销售端的传导力度、时间还需持续跟踪。

三、对销售端的传导观测：政府收储存量房用作保障房的商业模式可能正在被跑通，项目层面落地是下一步跟踪重点

根据央行再贷款和银行配套支持资金的“市场化运作”要求，收储存量房用作保障房的“经济账”需要明晰。通过住宅租售比与无风险利率的比较，由于30年国债收益率下行，以及住宅租售比随着房价下跌有所上行，我们发现住宅租赁的市场化商业模式正在接近跑通。2024年3月百城住宅租售比为2.18%，如果考虑城市不同区位的租售比存在方差的话，实际上一些城市的特定区域住宅租售比已经超过国债收益率，可达到2.5-3%，进入到了住宅租赁投资的价值区间⁶。

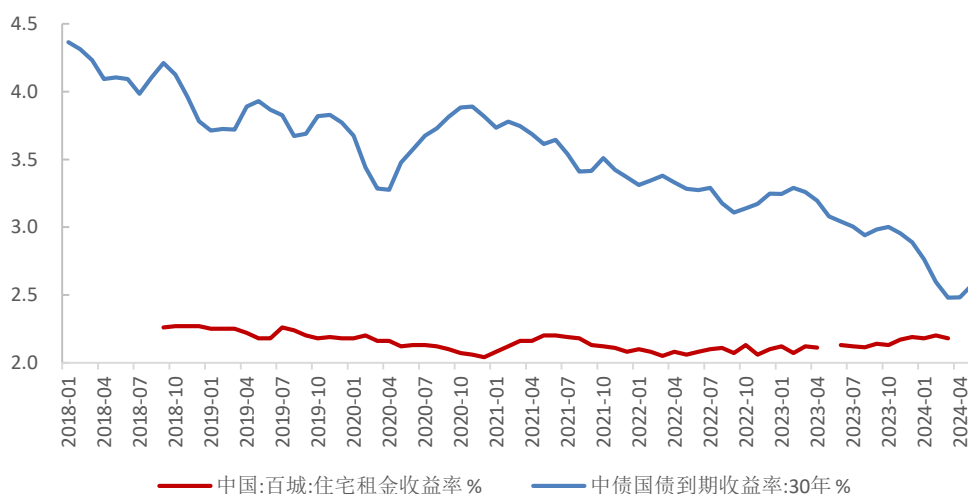
考虑到保租房体系的租金约为市场租金7-8折，同时参考1,000亿租

⁶ 住宅租赁投资的收益率≈租售比-住宅持有税费成本%-年化折旧摊销比例+资产增值收益率。此处假定后三项变化不大的情况下，仅用租售比代替分析住宅租赁投资的收益率。长期来看，住宅租金作为租赁消费支出，租金水平将随通胀增长，带来住宅租赁投资收益的提升。

赁住房支持计划的利率底线是 1.75%，意味着当前市场化租售比达到 2.19%（用 1.75%/0.8 估算）以上的住宅项目，可以进入到有租赁住房支持资金配套的项目收购底线范围。如果考虑城市存在特定区位的高租售比情况的话，政府收储存量房用作保障房的“经济账”可能逐步接近平衡。这为收储落地提供了利好条件。

展望后市，可继续关注一些租售比相对比较高的二线城市，跟踪该项政策的实际落地情况。如果后续该项政策落地情况较好，可能对房地产销售起到托底作用。

图 1：百城住宅租金收益率与 30 年国债收益率对比



资料来源：WIND，招商银行研究院

（作者：夏雪）

III. 资本市场：利率下行空间收窄，股票趋稳关注红利加

5月17日地产相关政策公布后，境内股票资产表现好于债券。截至下午收盘，上证指数上涨 1.01%，沪深 300 上涨 1.03%，10 年期国债利率走平。

展望未来，预计地产政策的积极变化有利于风险偏好保持稳定，甚至能刺激市场有回升的预期，这可能使得股票大盘表现趋稳，债券利率下行的空间收窄。分资产来看：

一、固收市场：债券利率下行空间或收窄，债券产品净值震荡为主

短期而言，经济数据企稳，外需偏强，目前地产政策落地提振市场预期，基本面信号不支持利率大幅下行。考虑到地产政策落地，到地产链条出现好转，还需要一定的时间，因此市场可能会进入到等待和观察阶段。期间，债券利率估计以低位震荡为主，中途有小幅多次的波动。这主要是考虑到债券供给规模上升的影响，5月17日起，第一批特别国债开始发行，未来会持续7个月至11月底。由于此次特别国债发行节奏偏缓，短期对利率的影响不大。中期而言，随着债券供给进一步上升，流动性和债券利率仍有波动可能。

后需关注地产链是否出现企稳信号。经过一段时间后，在多项政策的积累托举下，一旦去库存政策效果较好，量价出现边际回升，则利率的下行空间会被封住，转为震荡或小幅回升的走势。

曲线形态方面，考虑到银行间流动性整体上会保持合理充裕，因此中短债利率会比较平稳。而长债方面，随着超长期国债的发行，长期国债的利率压力会偏大，更有可能小幅上行。

基于上述判断，固收产品净值短期震荡为主，波动较前期会有上升。在产品配置上，一方面短债类产品仍是较好选择，例如公募短债基金、期限匹配理财，目前期限匹配理财久期较短；另一方面也可以阶段性增加防御，在短久期的基础上，关注成本法计价资产占比高的产品，例如类成本法或含优先股等积极策略的理财，降低产品净值波动。

二、A股市场：三个判断

一是股价已然反映了政策变化。本次地产政策组合中，降低首付比例

等措施超市场预期，其信号意义大于实际影响；而政府收储等措施符合市场预期，对新房销售的改善和地产公司风险的化解起到了积极作用。实际上，股价自4月25日起就已开始反映地产政策的变化，市场博弈4月末中央政治局会议可能出台地产放松政策。此后，地产行业股票持续上涨，至5月17日累计涨幅达到30%。家居和建材等地产链股票也随之大幅上涨，沪深300指数创下年内新高。

二是股价已然反映了全年业绩增长。此次地产政策将有助于地产销售和投资降幅的收窄，但要彻底扭转持续三年的下行趋势仍有难度。地产链业绩基本面的改善不会一蹴而就，投资者对相关行业股价的涨幅要有合理预期。在政策推动下，名义经济增速和A股业绩增速有望改善，全年增速可能在5%左右，上证指数3200点已基本反映全年业绩增长预期。未来估值的进一步扩张需要更多利好政策的累加以及政策效果的切实体现。

三是地产政策不改变“红利加”策略。顺周期板块在经济强势时有超额收益，而红利板块在经济偏弱时有超额收益。当前经济刚走出悲观预期不久，正处于缓慢修复的过程中。我们认为，反映弱周期的红利低波方向仍可关注，同时反映经济温和修复的消费红利也可关注。

（作者：刘东亮 柏禹含 石武斌 苏畅）