

【中信期货工业】居民真的买不起房吗？ ——基于利率角度

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

今年以来房贷利率已大幅下调至历史低位，但是商品房销售却未见明显改善。其主要原因在于：（1）利率调降政策无法扭转居民购房能力持续偏弱的现状；（2）收入预期悲观、购房收益走低下，居民的购房意愿不断下降。展望未来，利率下调的所剩空间极为有限且作用效果正在边际递减，而提高收入和稳定房价或将成为地产销售回暖的关键因素。

摘要：

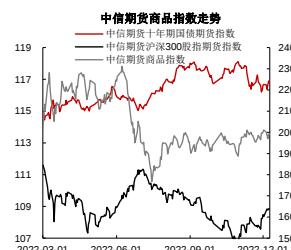
今年以来，房贷利率经历了大幅下调，但地产销售情况并未得到明显改善。近期央行降准后，住房贷款利率有望随之迎来普降。本文从能力和意愿两个维度，深入分析了利率调降政策的作用空间，探讨了居民购房需求受到抑制的真正原因。

从全国层面来看，房贷利率下调的所剩空间不大，且无法改变居民购房能力和购房意愿持续偏弱的现状。**购房能力：**（1）**首付支付能力相对合理：**增量视角下，居民平均需要3-7年的时间积攒首付；存量视角下，居民持有的存款和金融资产基本能够满足最低比例（20%-30%）的首付要求。（2）**还本付息能力明显偏弱：**调降房贷利率主要改善的是居民的还本付息能力。今年利率大幅下调后，居民的月供收入比降至50%的安全线以下，但明显超过居民舒适区，而月供储蓄比仍然在100%的安全线之上，居民还贷能力还是相对较差。**购房意愿：**（1）**收入预期：**就业和收入情况恶化下，居民的收入预期趋于悲观。（2）**购房收益：**房价下跌使得居民购房的超额收益率持续下滑至-4.95%。双重不利因素下，居民的购房意愿受到全面抑制。

分不同能级城市来看，结构性分化现象显著。（1）**一线城市：**居民平均购房能力严重不足，但是其供需长期偏紧，因此虽然房贷利率政策并不宽松，但是仍然存在部分购房能力较强的居民，使得住房需求能够得到较快修复。（2）**二三线城市：**相比于调降利率，提升收入和稳定房价可能将对改善购房需求发挥更加重要的作用。

总体来看，今年房贷利率下调在一定程度上提升了居民的购房能力，但并未给购房需求带来明显改善，并且作用效果正在边际递减。而提高收入和稳定房价或将成为未来地产销售回暖的关键因素。

风险提示：疫情发展超预期，政策力度不及预期，经济增长不及预期。



大宗商品研究团队

研究员：
郑非凡
从业资格号 F03088415
投资咨询号 Z0016667

目录

摘要:	1
一、房贷利率已至低位, 销售却未明显改善	4
二、能力受限叠加意愿钝化, 利率调降政策效果边际递减	8
(一) 购房能力: 首付支付能力尚可, 还本付息能力偏弱	9
(二) 购房意愿: 收入预期及购房收益未见好转, 购房意愿难以提升	14
三、需求分化持续扩大, 二三线城市成为扭转全局的关键	18
(一) 一线城市: 购房压力极高, 但不改变供需紧张的现实	19
(二) 二三线城市: 稳定房价或成为销售回暖的重要条件	22
免责声明	28

图表 目录

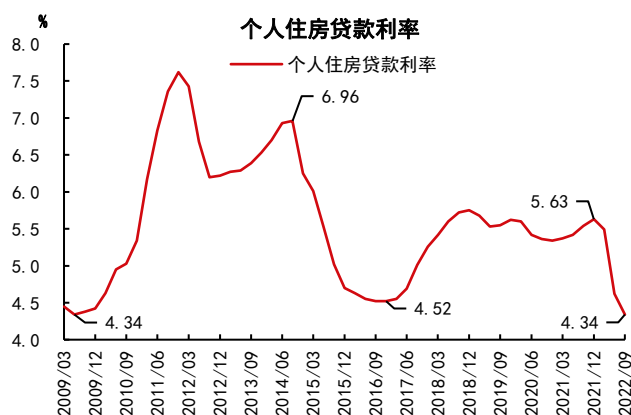
图 1:	个人住房贷款利率今年以来快速下行 129BP	4
图 2:	首套和二套房贷利率均已接近框架下限	4
图 3:	重点城市首套房贷利率(截至 2022 年 12 月 08 日)	5
图 4:	重点城市二套房贷利率(截至 2022 年 12 月 08 日)	5
图 5:	10 月商品房销售面积当月同比下滑 23.2%	6
图 6:	30 城商品房成交面积 11 月同比下滑 24.8%	6
图 7:	上周 30 城商品房成交同比下滑 20.2%	6
图 8:	上周 30 城中一线城市商品房成交同比下滑 27.9%	6
图 9:	上周 30 城中二线城市商品房成交同比下滑 23.2%	7
图 10:	上周 30 城中三线城市商品房成交同比上升 5.21%	7
图 11:	居民购房需求分析框架	8
图 12:	就业和收入预期悲观是影响居民购房的首要因素	8
图 13:	居民首付存储年限在 3-7 年左右	9
图 14:	公安部户籍口径下居民户均通货及存款为新房套均总价的 25%左右	10
图 15:	人口普查口径下居民户均通货及存款为新房套均总价的 22%左右	10
图 16:	73%的首套购房者选择 3 成首付比	11
图 17:	48%的二套购房者选择 4 成及以下首付比	11
图 18:	72.3%的受访者可接受的月供收入比在 30%以下	11
图 19:	首套房月供收入比在 40%-51%左右	12
图 20:	二套房月供收入比在 38%-47%左右	12
图 21:	首套房月供储蓄比在 107%-135%左右	13
图 22:	二套房月供储蓄比在 101%-124%左右	13
图 23:	居民储蓄意愿显著增强	13
图 24:	月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试	14

图 25:	未来 3 个月预计增加购房支出的居民占比为 17%.....	14
图 26:	有购房需求的受访者占比降至低位水平.....	14
图 27:	今年以来城镇居民人均可支配收入累计同比快速下滑.....	15
图 28:	今年以来失业率大幅波动.....	15
图 29:	居民的就业和收入预期趋于悲观.....	15
图 30:	今年上半年以来,商品住宅价格快速下滑.....	16
图 31:	居民对房价上涨的预期趋于悲观.....	16
图 32:	2021 年下半年起购房超额收益率转正为负且快速下行.....	17
图 33:	三四线城市商品房销售面积占比超过 65%.....	18
图 34:	不同能级城市的购房需求存在较大差异.....	18
图 35:	不同能级城市居民购房置业的主要影响因素.....	19
图 36:	不同能级城市居民更期待的调控放松政策类型.....	19
图 37:	一线城市首付存储年限为 20-26 年左右.....	20
图 38:	一线城市居民户均存款占新房均价的 10%左右.....	20
图 39:	一线城市首套房月供收入比在 105%-130%左右.....	21
图 40:	一线城市二套房月供收入比在 68%-84%左右.....	21
图 41:	一线城市首套房月供储蓄比降至 265%-330%左右.....	21
图 42:	一线城市二套房月供储蓄比 173%-212%左右.....	21
图 43:	2021 年下半年起一线城市商品住宅价格增速降低但仍维持正增长.....	22
图 44:	今年以来一线城市购房超额收益率在 0%以上附近波动.....	22
图 45:	二线城市首付存储年限在 10-13 年左右.....	23
图 46:	三线城市首付存储年限在 6-13 年左右.....	23
图 47:	二线城市居民户均存款占新房销售套均价的 15%-17%左右.....	23
图 48:	三线城市居民户均存款占新房销售套均价的 13%-15%左右.....	23
图 49:	二线城市首套房月供收入比超过 50%的安全线.....	24
图 50:	二线城市二套房月供收入比升至 49%-61%左右.....	24
图 51:	二线城市月供储蓄比在 135%-170%左右.....	24
图 52:	二线城市月供储蓄比提升至 127%-157%左右.....	24
图 53:	三线城市首套房月供收入比在 50%的安全线以上.....	25
图 54:	三线城市二套房月供收入比约为 56%-69%.....	25
图 55:	三线城市首套房月供储蓄比约为 146%-185%.....	25
图 56:	三线城市二套房月供储蓄比约为 142%-175%.....	25
图 57:	二线城市月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试.....	26
图 58:	三线城市月供收入比和月供储蓄比对房贷利率变动的敏感性测试.....	26
图 59:	二三线城市商品房价格持续负增长.....	27
图 60:	二线城市购房超额收益率自 2021 年末起快速下行.....	27
图 61:	三线城市购房超额收益率自 2021 年下半年起快速下行.....	27

一、房贷利率已至低位，销售却未明显改善

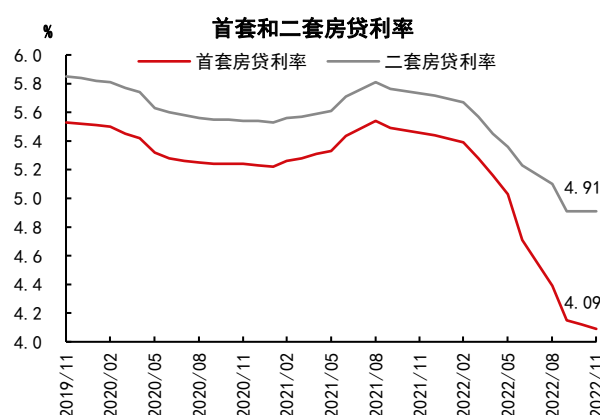
当前房贷利率已下降至历史最低区间。今年以来，在地产周期下行的背景下，引导个人住房贷款利率下降成为从需求端进行地产调控的主要政策之一。根据央行数据，三季度末个人住房贷款利率为 4.34%，相比年初高点下滑了 129BP。其中，二季度由于利率下调政策密集发布，单季度下行幅度最大，达到 87BP。虽然相比上一轮下行周期（2014-2016 年）高达 244BP 的利率降幅，本轮周期的下调力度仅为当时的一半左右，但是目前房贷利率的绝对水平已降至 2009 年以来的历史最低。此外，根据贝壳研究院数据，11 月被监测的 103 个重点城市的主流首套房贷利率为 4.09%，较上月下降 3BP；而主流二套房贷利率为 4.91%，连续三个月维持不变。在当前政策框架下，首套和二套房贷利率均已接近下限水平（首套房 LPR-20BP，二套房 LPR+60BP）。

图 1： 个人住房贷款利率今年以来快速下行 129BP



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 2： 首套和二套房贷利率均已接近框架下限



资料来源：Wind 贝壳研究院 中信期货研究所

部分城市的首套房贷利率下限突破 4.10%。今年 9 月 29 日，央行、银保监会阶段性调整差别化住房信贷政策，符合条件的城市可自主决定在年底前维持、下调或取消 4.10% 的首套住房贷款利率下限。截至 12 月 8 日，在符合条件的城市中，绝大多数已对首套房贷利率做出调整。其中，天津、武汉、襄阳等 12 个城市的首套利率已降至 3.90%，石家庄、温州等 7 个城市降至 3.80%，清远的下调幅度最大，降至 3.70%；湛江和云浮两地则直接取消了首套利率下限。此外，还有兰州、哈尔滨等少部分城市的首套利率尚未发生变动。而在不符合条件的城市中，大多数经过前期调降，首套利率已达到 4.10% 的下限水平。从重点城市的情况来看，一线城市的首套利率维持在 4.30% 以上，其中，北京甚至达到了 4.85%；南京、杭州等核心二线城市及其他二三线城市的首套利率均已普遍降至 4.10%。因此，目前除一线城市外，各能级城市基本已在政策限制下对首套房贷利率做出了最大程度的调整。

图 3： 重点城市首套房贷利率（截至 2022 年 12 月 08 日）

城市	首套房贷利率	城市	首套房贷利率	城市	首套房贷利率	城市	首套房贷利率
北京	4.85%	武汉	3.90%	南昌	4.10%	宜昌	3.90%
上海	4.65%	长沙	4.10%	南宁	4.10%	襄阳	3.90%
广州	4.30%	成都	4.30%	东莞	4.10%	大理	3.95%
深圳	4.60%	重庆	4.10%	佛山	4.10%	秦皇岛	3.80%
天津	3.90%	济南	4.10%	清远	3.70%	岳阳	4.10%
南京	4.10%	青岛	4.10%	石家庄	3.80%	湛江	-
苏州	4.10%	郑州	4.10%	昆明	3.95%	包头	3.90%
杭州	4.10%	西安	4.10%	兰州	4.10%	安庆	3.95%
宁波	4.10%	大连	3.95%	贵阳	3.90%	济宁	3.95%
福州	4.10%	哈尔滨	4.10%	泉州	3.80%	常德	4.10%
厦门	4.10%	无锡	4.10%	温州	3.80%	北海	4.10%
合肥	4.10%	海口	4.40%	泸州	3.90%	桂林	4.10%

资料来源：中信期货研究所（标红的为国家统计局 70 个大中城市中满足调整首套房贷利率下限要求的城市）

绝大多数城市的二套房贷利率已降至 4.90%。除北京、上海及个别二线城市外，其他各能级城市的二套房贷利率已普遍降至 4.90% 的框架下限水平。相比首套房贷利率，目前尚未有政策支持突破二套房贷利率下限，导致二套利率持续处于“降无可降”的状态，两者之间的差距在上月进一步扩大至 82BP。我们认为，为刺激改善型需求，二套房贷利率还有一定的下降空间。

图 4： 重点城市二套房贷利率（截至 2022 年 12 月 08 日）

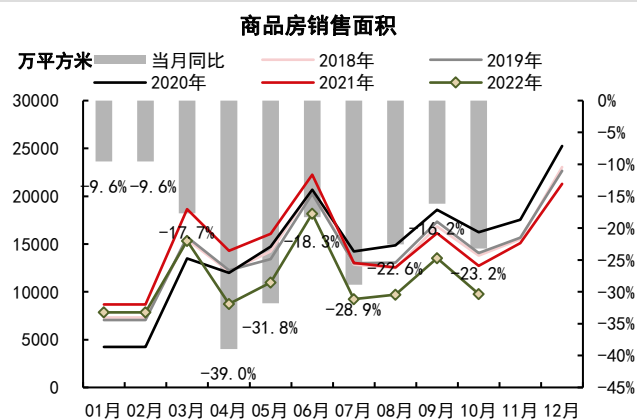
城市	二套房贷利率	城市	二套房贷利率	城市	二套房贷利率	城市	二套房贷利率
北京	5.35%	武汉	4.90%	南昌	4.90%	宜昌	4.90%
上海	5.35%	长沙	5.05%	南宁	4.90%	襄阳	4.90%
广州	4.90%	成都	5.20%	东莞	4.90%	大理	4.90%
深圳	4.90%	重庆	4.90%	佛山	4.90%	秦皇岛	4.90%
天津	4.90%	济南	4.90%	清远	4.90%	岳阳	4.90%
南京	5.05%	青岛	4.90%	石家庄	4.90%	湛江	4.90%
苏州	4.90%	郑州	4.90%	昆明	4.90%	包头	4.90%
杭州	4.90%	西安	4.90%	兰州	4.90%	安庆	4.90%
宁波	4.90%	大连	5.05%	贵阳	4.90%	济宁	4.90%
福州	4.90%	哈尔滨	4.90%	泉州	4.90%	常德	4.90%
厦门	5.10%	无锡	4.90%	温州	4.90%	北海	4.90%
合肥	4.90%	海口	4.90%	泸州	4.90%	桂林	4.90%

资料来源：中信期货研究所（标红的为当前二套房贷利率尚未降至 4.90% 的城市）

房贷利率下调并未带来销售的明显改善。回顾全年的地产销售情况，1-4 月商品房成交受疫情影响，呈现出加速下滑趋势，4 月当月同比跌幅超过 39%。5 月份，央行下调首套房贷利率下限 20BP，LPR 调降 15BP，地方政府随之频繁出台政策降低房贷利率，调控力度逐渐增强，商品房销售在政策推动下迎来一定回升，

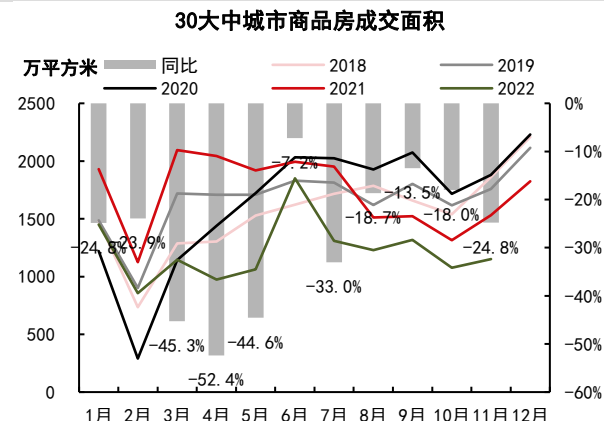
6月当月同比跌幅收窄至18%。但是，居民的购房需求实际上并没有得到根本性提升。在前期疫情积累的需求消化完成后，受断贷事件影响，7月当月成交面积同比跌幅再次扩大，三季度整体销售情况未见明显改善。进入10月份，房贷利率调降政策继续强化，但是居民的购房信心没有因此得到修复，再加上疫情冲击，地产销售再度拐头向下。10月当月同比跌幅再次跌落到23%，目前销售端持续承压。

图 5： 10月商品房销售面积当月同比下滑23.2%



资料来源：Wind 中信期货研究所

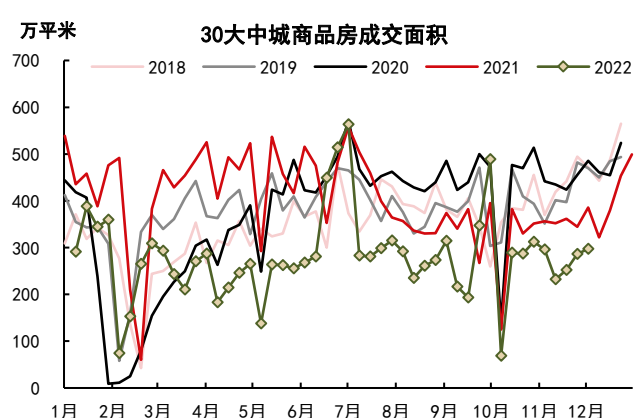
图 6： 30城商品房成交面积11月同比下滑24.8%



资料来源：Wind 中信期货研究所

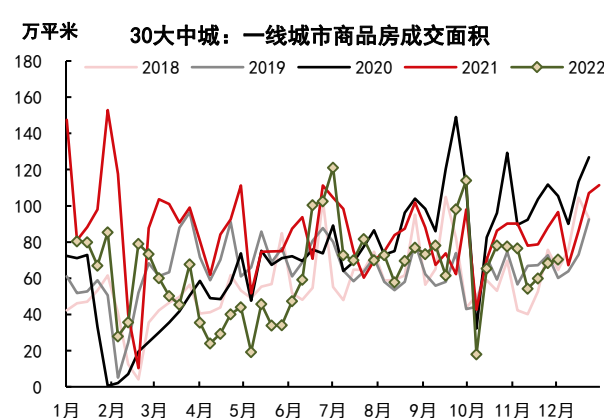
不同能级城市商品房销售存在显著分化。根据商品房销售的高频数据，可以看到当前30大中城市的成交面积仍然表现不佳，上周同比下滑20.2%，相比11月份跌幅没有明显改善。分城市能级来看，一线城市的销售情况相对较好，二线城市目前面临较大压力，三线城市近期在政策推动下有小幅回暖但整体形势依然严峻。城市之间出现显著的分化现象，其主要原因在于供需关系状况的不同。一线城市供需长期偏紧，因此即使调控政策没有大幅度放松，长时间受到压制的需求也在不断释放，对商品房市场形成有效支撑；而二三线城市居民的购房需求被严重抑制，虽然目前需求端利好政策已基本出尽，但地产销售仍未见明显起色。

图 7： 上周30城商品房成交同比下滑20.2%



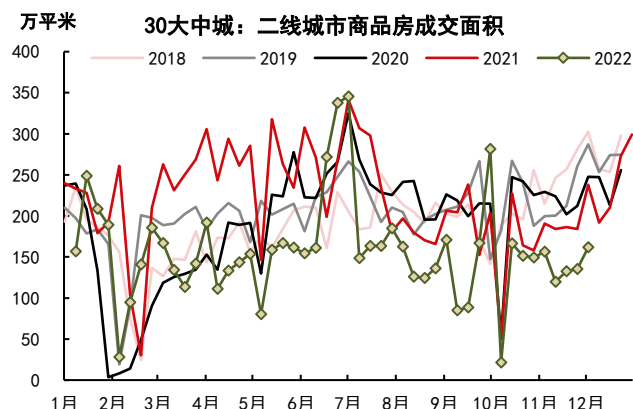
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 8： 上周30城中一线城市商品房成交同比下滑27.9%



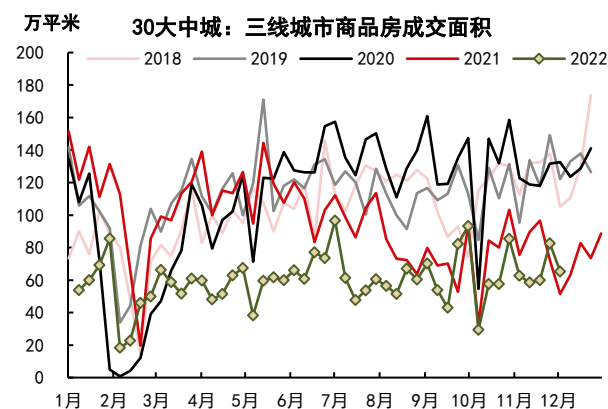
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 9： 上周 30 城中二线城市商品房成交同比下滑 23.2%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 10： 上周 30 城中三线城市商品房成交同比上升 5.21%



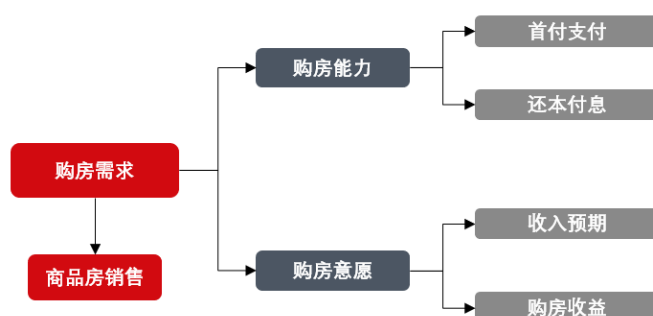
资料来源：Wind 中信期货研究所

整体来看，今年以来房贷利率已经历大幅下调，但对地产销售的改善效果极其有限且持续性偏弱。央行已于 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。我们预计此次降准过后，5 年期以上 LPR 大概率会再次回调，住房贷款利率有望迎来普降。那么，利率调降政策是否还能发挥效用？地产销售为何迟迟不见回暖？本文将从能力和意愿两个维度，深入探讨居民购房需求受到抑制的真正原因。

二、能力受限叠加意愿钝化，利率调降政策效果边际递减

居民对住房的需求受其购房能力和购房意愿的双重影响。其中，购房能力可进一步拆分为首付支付能力和还本付息能力，购房意愿则主要取决于居民对收入的预期情况，以及购房所能带来的超额收益。

图 11：居民购房需求分析框架



资料来源：中信期货研究所

悲观的收入预期和较高的还贷压力是当前抑制居民购房的首要因素。根据中指研究院的调查数据，在影响居民购房需求的因素中，目前最为重要的两个是对未来就业/收入的悲观预期和较高的还贷压力，分别占比 51%和 49%。这反映出购房需求减少的主要原因，即居民认为当下买房不仅会面临沉重的还贷负担，未来还可能因为就业和收入情况变差，使得压力进一步加大。此外，预期房价下跌也是当前影响购房需求的一个重要因素，占比近 40%。房价下跌的预期，会导致居民的购房收益降低，从而严重影响投资性购房需求，也会使得有刚性和改善型住房需求的居民推迟其购房计划，等待更好的购房时机。而相比于前述的三个因素，首付对居民购房的影响相对较小，仅占 26%，首付压力总体可控。

图 12：就业和收入预期悲观是影响居民购房的首要因素

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50100

