

# 政策刺激下，有多少失去的需求能够回来？

证券研究报告

2023 年 01 月 11 日

## 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**张伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-一致预期已经部分被市场定价-1 月第 1 周资产配置报告》2023-01-08
- 2 《宏观报告：地产链的再定位-各行业对房地产的依赖度正在发生变化》2023-01-07
- 3 《宏观报告：宏观-PMI 数据的最后一跌？》2022-12-31

2023 年 1 月 5 日，央行、银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》（下称“《通知》”），允许新房价格环比、同比均连续 3 月下降的城市，阶段性维持、下调或取消首套贷款利率下限。

关于这一政策的效果，我们几点看法：

第一点，从《通知》的内容来看，政策“支持刚需购房”的同时，依然坚持了“房住不炒”的基调。

第二点，按照“新房售价同环比均连续下跌月数”的标准来看，当前商品房销售压力超过了 2012 年，但尚未达到 2014-2015 年的程度。

第三点，政策的受益范围主要集中在三线和弱二线城市，部分城市政策已经放松，且部分城市人口在第七次人口普查期间已经有净流出的趋势，预计本次政策对地产销售更多是边际改善的作用。

第四点，可以期待的是，一部分 2022 年的刚性购房需求可能延迟到 2023 年兑现。

第五点，从经验规律来看，房贷利率对商品房销售在某些时期能够起到调节作用。

**风险提示：**疫情发展可能超预期，进而导致商品房销售压力加大；政策效果不及预期，进而改变政策出台的节奏；本文部分测算依赖主观判断，可能导致测算结果存在偏差。

2023 年 1 月 5 日，央行、银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》(下称“《通知》”), 允许新房价格环比、同比均连续 3 月下降的城市, 阶段性维持、下调或取消首套房贷利率下限。<sup>1</sup>

关于这一政策的效果, 我们几点看法:

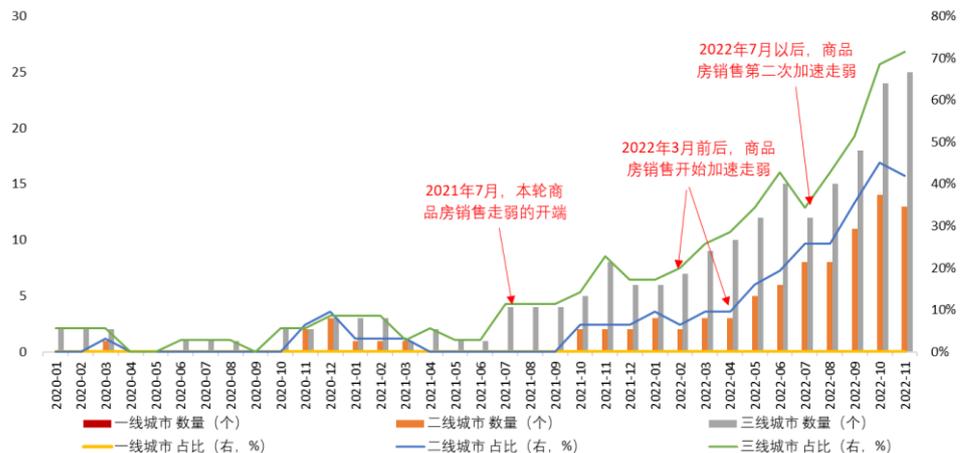
**第一点, 从《通知》的内容来看, 政策“支持刚需购房”的同时, 依然坚持了“房住不炒”的基调。**

首先, 《通知》只针对首套住房的房贷利率下限, 并不涉及二套及以上的住房, 作用范围仅面向刚性购房需求。其次, 《通知》明确了如果后续评估过程中“新房售价同环比均连续 3 个月上涨”, 则应在下一季度起恢复执行全国统一的首套房贷利率下限, 即政策在遏制房价连续下跌的同时, 也在防范房价持续上涨, 并未放开对投机性需求的约束。

**第二点, 按照“新房售价同环比均连续下跌月数”的标准来看, 当前商品房销售压力超过了 2012 年, 但尚未达到 2014-2015 年的程度。**

根据《通知》要求, 截至 2022 年 11 月, 70 个大中城市当中符合“新房售价同环比均连续 3 个月下跌”标准的城市共有 38 个, 占 54%。

图 1: 2020 年以来, 70 个大中城市中“新房售价同比、环比均连续 3 个月下跌”的城市数量及占比

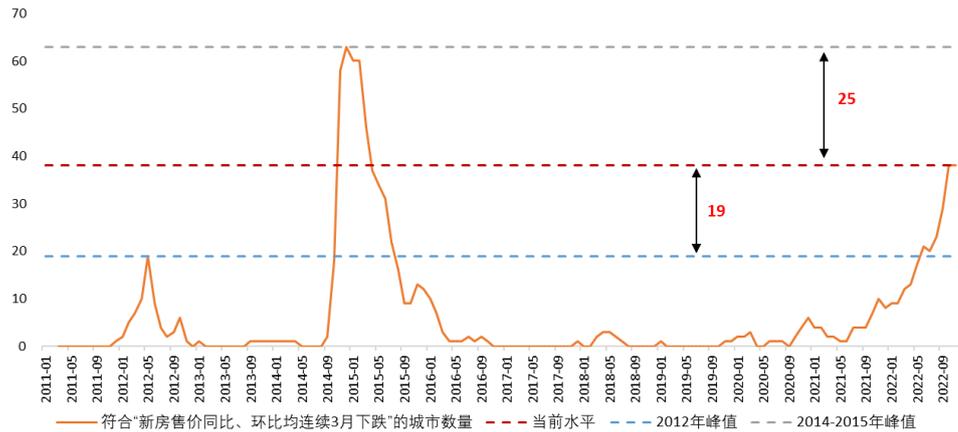


资料来源: WIND, 天风证券研究所

2012 年商品房销售压力最大时 (5 月), 70 个大中城市有 19 个符合“新房售价同环比均连续 3 个月下跌”的标准; 而 2014 年商品房销售压力最大时 (12 月), 70 个大中城市中有 63 个城市符合标准, 占比接近 90%。如果认为符合调整首套房贷利率的城市是央行评判标准中存在销售压力的城市, 那么从这一点来看, 当前房地产需求端的压力介于 2012 年和 2014-2015 年之间。再考虑当前的潜在需求水平低于 2014-2015 年 (详见《地产下行的尽头: 多少亿平是终点? ——中国房地产市场的长期需求测算》), 当前的房地产需求端的压力可能已经逼近甚至超过 2014-2015 年。但是, 从政策出台的情况来看, 当前对如限购、限售等约束性政策因城施策的放松, 可能已经达到 2012 年的放松力度, 但距离 2015 年 6 月棚改货币化的力度仍有一定的差距。

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4755755/index.html>

图 2：当前商品房销售压力远超 2012 年，但尚未达到 2014-2015 年的程度（单位：个）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第三点，政策的受益范围主要集中在三线和弱二线城市，部分城市政策已经放松，且部分城市人口在第七次人口普查期间已经有净流出的趋势，预计本次政策对地产销售更多是边际改善的作用。

分城市能级来看，当前调整符合标准的城市主要在三线及弱二线，一线尚无符合标准的城市。其中三线城市共有 25 个符合下调或取消首套房贷款利率下限的标准，在三线城市中的占比为 71%；二线城市共有 13 个符合标准，在 31 个二线城市中的占比为 42%。

表 1：截至 2022 年 11 月，符合下调或取消首套房贷款利率下限标准的城市名单

城市能级	符合下调或取消首套房贷款利率下限标准的城市	数量	占比
一线城市	-	0	0%
二线城市	天津、石家庄、太原、沈阳、大连、长春、哈尔滨、福州、厦门、郑州、武汉、南宁、兰州	13	42%
三线城市	唐山、秦皇岛、丹东、锦州、吉林、牡丹江、无锡、徐州、扬州、温州、金华、蚌埠、九江、济宁、洛阳、平顶山、宜昌、襄阳、岳阳、常德、韶关、湛江、惠州、桂林、北海	25	71%
合计		38	54%

资料来源：WIND，天风证券研究所

注：本表“占比”指的是“符合下调或取消首套房贷款利率下限标准的城市数量”在 70 个大中城市中对能级城市总数量比重

但是对三线和弱二线城市来说，部分约束性政策在 2022 年已经在因城施策的框架下进行了放松，因此此次调整首套房贷款利率下限的政策对这些城市房地产销售的改善只是起到边际作用。政策的实际效果，既和三线和弱二线城市的刚性购房需求有关，也和房贷利率对首套房、刚需房销售的影响弹性有关。

但从人口流动来看，三线及以下城市的刚性购房需求空间受限于人口流出。第七次人口普查期间（2010-2020 年），70 个大中城市中有 13 个三线城市常住人口负增长，占 35 个三线城市的 37%，而一二线城市中则仅有哈尔滨人口负增长。合理推断，三线以下城市的人口流出压力会更大。

图 3：70 个大中城市中，第七次人口普查期间（2010-2020）常住人口负增长的城市（单位：万人）

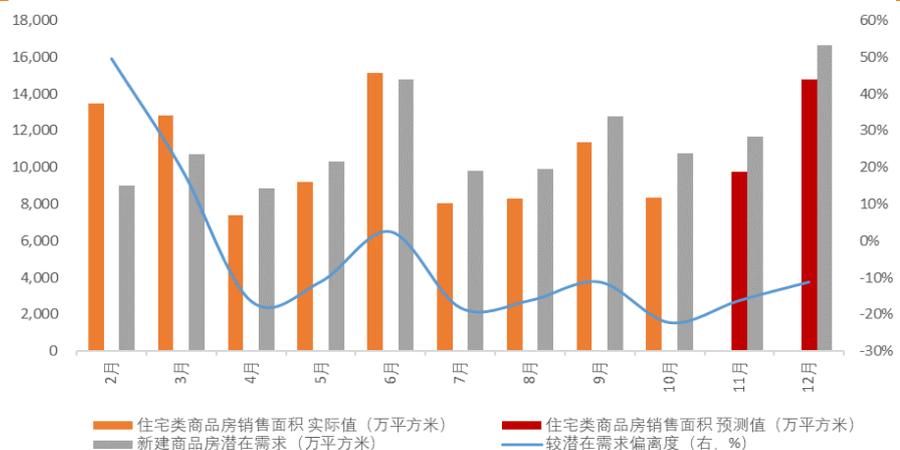


资料来源：WIND，天风证券研究所

#### 第四点，可以期待的是，一部分 2022 年的刚性购房需求可能延迟到 2023 年兑现。

根据我们在《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》中的测算，2022 年住宅类商品房实际销售面积相较于潜在需求存在一定程度的负偏离，预计全年的实际销售面积较潜在需求中枢偏离-5.2%，缺口约为 6500 万平方米。这个销售缺口的原因可能是受疫情、居民收入预期、部分项目停工烂尾等因素共同导致的。根据《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》里的测算，2022 年潜在需求中“刚性需求：改善性需求”的比例关系约为 0.9：1，预计 2022 年被“误伤”的刚性需求约为 2900 万平方米，这部分需求对应商品房销售面积大约 2 个百分点。

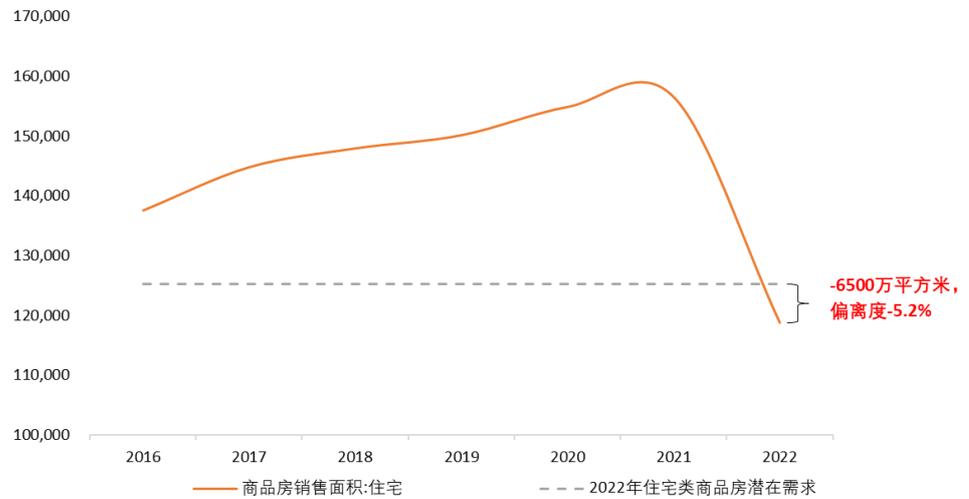
图 4：2022 年多数月份，住宅类商品房实际销售面积较潜在需求存在负偏离



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：2022 年 12 月实际销售面积为预计值。

图 5：2022 年，住宅类商品房实际销售面积预计较潜在需求偏离-5.2%（单位：万平方米）



资料来源：WIND，天风证券研究所  
注：2022 年实际销售面积为预计值。

根据统计局数据，目前不符合调整首套房贷利率标准的一二线城市共有 22 个，占全国住宅销售面积的 19%（按 2021 年数据计算），扣掉这部分之后，2900 万平方米被“误伤”的刚需还剩下约 2400 万平方米。如果今年房地产政策能够大力度地支持刚性需求得到满足，那么去年被误伤的刚需延迟到今年兑现，也能最多支持 2023 年住宅类商品房销售面积增速约 2%。乐观情况下，2023 年住宅类商品房销售面积同比增速有望提升至 0%。

图 6：乐观预计下，2023 年住宅类商品房销售面积增速有望提升至 0%



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\\_51219](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51219)

