

如何看待地产政策发力？



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2024 年 05 月 20 日

★本轮政策的发力思路

5 月 17 日，大量稳地产政策出台。地产市场存在着两个恶性循环，政策升级的必要性上升。一是销售不振、房企资金承压与交付存在问题的循环；二是市场预期恶化、房价下跌与销售继续承压的循环。当前的政策主要针对两方面：一是保交楼。主要的政策包括推进房地产融资协调机制、地方国企收购存量商品房、地方政府回收土地。二是去库存。一者是地方国企直接收储，消化库存；二者是央行降低首付比例、贷款利率，推动居民部门继续加杠杆。和去年 8 月末的稳地产政策相比，本轮政策涉及的领域更为全面，政策稳地产的态度也更坚定。

★政策能够提振市场预期，但对销售的提振效果不宜高估

政策落地前后，地产标的普遍上涨，市场预期得到了提振。

由于政策态度更为坚定，预计随着责任的压实，各个渠道的资金将会流入房地产企业，竣工增速有望回升。但考虑到商业银行贷款意愿不强、地方政府财政压力较大、地方国企增量资金有限，竣工增速回升的幅度相对有限。

政策对新房销售的提振效果有限。对于地方国企而言，一是资金压力仍存，再贷款规模低于市场预期；二是收储是托底行为，难以拉动房价上涨。对于居民而言，贷款利率、首付比例下降能激发一部分增量需求，但从去年的经验来看，地产政策发力后，销售改善可持续性不强，二手房也会分流新房需求。

★债市风险可控，长牛格局未变

地产政策虽发力，但最终效果不宜高估，债市风险尚可控。品种上超长债或弱于短债。策略方面：1) 仍可以以回调买入思路对待。2) 超长债表现弱于短债，曲线走陡。3) TL 基差收敛空间相对明显。4) 较为担忧调整的投资者可关注空头套保策略。

★风险提示：

地产政策持续升级。

张彘东

宏观策略分析师

从业资格号：

F3085356

投资咨询号：

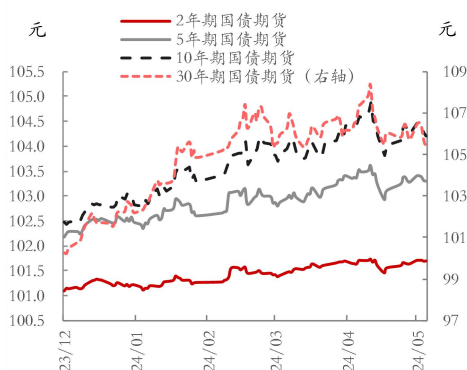
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com



1、稳地产政策不断发力

近期大量稳地产政策公布，主要包括：

- 1) 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。
- 2) 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%。
- 3) 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。
- 4) 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%。
- 5) 进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。
- 6) 城市政府坚持“以需定购”，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品房住房用作保障性住房。
- 7) 妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务。

综合来看，中央保交楼、去库存的态度较为坚决。各类政策中，降低首套、二套房首付比例超市场预期、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限基本符合预期、保障性住房再贷款规模略不及市场预期。在政策全部落地之前，债市表现承压，但在政策公布后，现券利率有所下行。

2、本轮政策的发力思路

笔者在去年末的报告《信用重塑，变中求机》中指出，由于保交楼压力较大，今年年中稳地产政策有望升级。当前地产市场存在着两个恶性循环，政策升级的必要性不断上升。一方面，“市场信心下降-居民购房意愿低迷、金融机构投放金融资源谨慎-期房交付存在压力、房企暴雷风险扩散-市场信心继续下降”这一恶性循环尚未被打破，且从数据来看，地产销售持续负增长，跌幅还在不断扩大。另一方面，“市场预期恶化-房价下跌-居民部门修复资产负债表-市场供大于求-房价继续下跌”的恶性循环也并未破除。两个恶性循环持续存在，最终导致交付端的压力较大，地产库存高企。而破解恶性循环的核心，在于激发市场有效需求、提振新房销售。

当前的政策主要针对两方面。第一方面是保交楼，解决民生问题，提振市场对于新房的信心。政策的主要思路是通过多种渠道向房企注入资金，缓解地产开发商的现金流压力。主要的政策包括进一步发挥城市房地产融资协调机制作用、推动商业银行对合

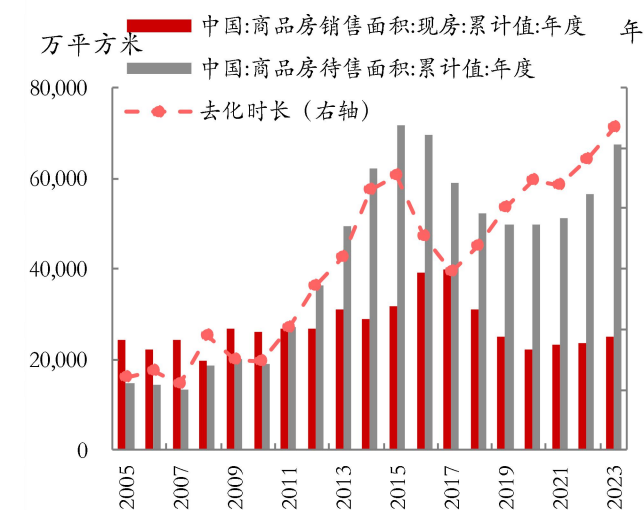
规“白名单”项目“应贷尽贷”。另外，地方国企收购存量商品房、地方政府回收土地也能够为房企提供资金。第二方面是去库存。政策的主要思路是通过多种手段激发市场的增量需求。一者是地方国企直接收储，消化库存；二者是央行降低首付比例、降低贷款利率，推动居民部门继续加杠杆。和去年8月末的稳地产政策相比，本轮政策涉及的领域更为全面。另外，从结构性政策工具的规模来看，央行的政策力度也有所上升，政府正在为私人部门“增信”。

图表1：4月地产数据一览

分类	指标 (%)	变化	24/04	24/03	24/02	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	走势图
房企资金来源	合计:累计同比	1.1	-24.9	-26.0	-24.1	-13.6	-13.4	-13.8	-13.5	-12.9	
	国内贷款:累计同比	-1	-10.1	-9.1	-10.3	-9.9	-9.8	-11.0	-11.1	-12.8	
	自筹资金:累计同比	4.5	-10.1	-14.6	-15.2	-19.1	-20.3	-21.4	-21.8	-22.9	
	其他资金:定金及预收款:累计同比	0.3	-37.2	-37.5	-34.8	-11.9	-10.9	-10.4	-9.6	-7.3	
	其他资金:个人按揭贷款:累计同比	1.3	-39.7	-41.0	-36.6	-9.1	-8.1	-7.6	-6.9	-4.3	
销售	商品房销售面积:累计同比	-0.8	-20.2	-19.4	-20.5	-8.5	-8.0	-7.8	-7.5	-7.1	
	商品房销售额:累计同比	-0.7	-28.3	-27.6	-29.3	-6.5	-5.2	-4.9	-4.6	-3.2	
投资	竣工面积:累计同比	0.3	-20.4	-20.7	-20.2	17.0	17.9	19.0	19.8	19.2	
	施工面积:累计同比	0.3	-10.8	-11.1	-11.0	-7.2	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	
	新开工面积:累计同比	3.2	-24.6	-27.8	-29.7	-20.4	-21.2	-23.2	-23.4	-24.4	
	开发投资完成额:累计同比	-0.3	-9.8	-9.5	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	

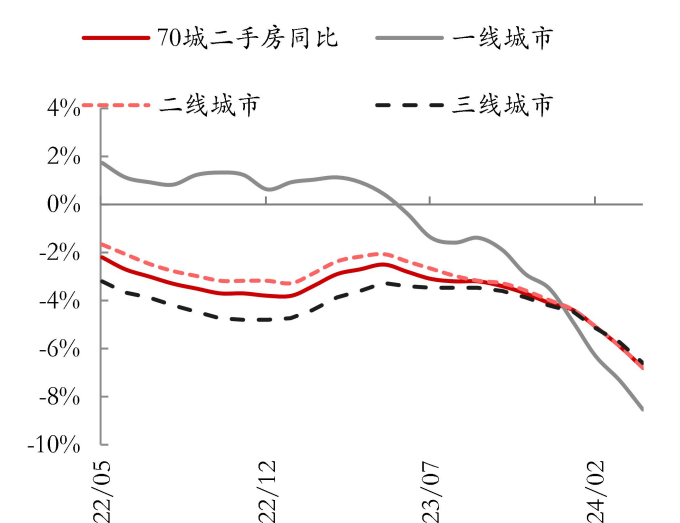
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：库存规模上升，去化时间拉长



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：70城二手房价格同比增速持续下降

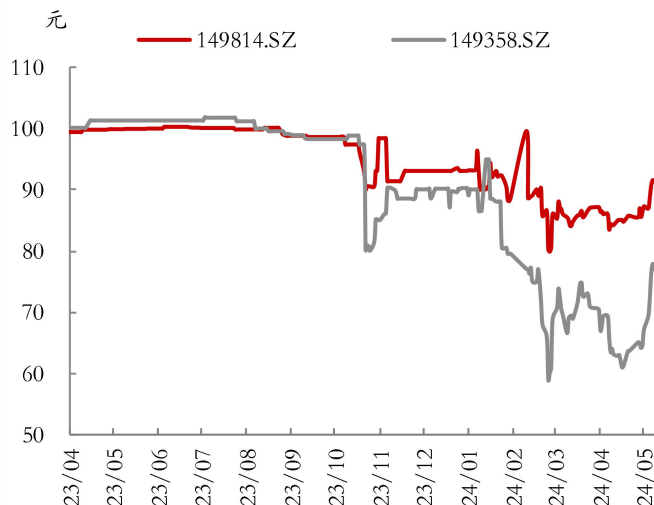


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、政策能够提振市场预期，但对销售的提振效果不宜高估

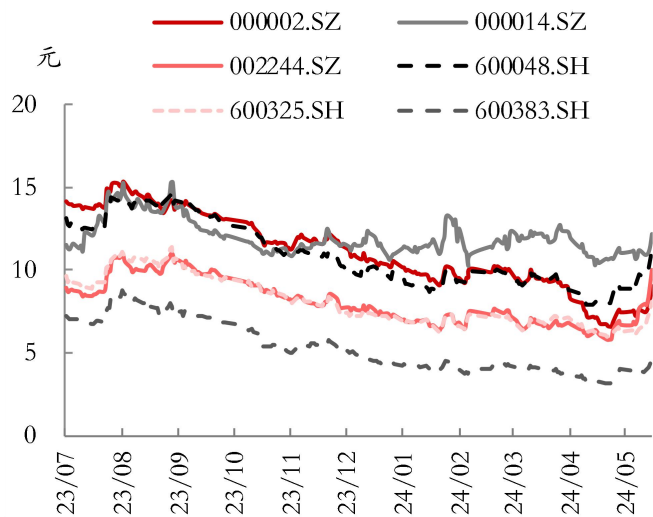
对于地产行业而言，当前的政策能够提振市场预期，短期内也会激发一部分增量的需求，竣工增速也有望回升，但政策的最终效果尚待观察，新房销售的企稳回升或尚需时间。政策落地前后，地产股、债价格均出现了上涨，市场预期已经得到了提振。

图表4：龙湖债券价格上涨



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：近期万科等多只地产股价格上涨



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

预计随着政策的不断落地，竣工增速将会得到提振，但回升幅度尚有待观察。本轮政策发力的态度较为坚决，17日新闻发布会上，相关领导指出，“深刻认识房地产工作的人民性、政治性”，可见中央对于稳地产、保交楼工作的重视。随着各方责任被压实，多渠道资金流向地产开发商，预计竣工、交付的节奏会加快。但竣工增速回升的幅度尚有待观察。对于商业银行而言，其救助剩余货值较低项目的意愿不高。在“白名单”等相关政策推出之后，房企资金来源中的银行贷款分项仍深度负增长，改善幅度相对有限。对于地方政府而言，其债务压力较高，大规模回购土地的难度较大；若使用专项债资金，土地项目的质量就要比较高。对于地方国企而言，其同样较为依赖债务融资，但监管对于无隐债的要求较为明确，增量资金规模尚需观察。从当前情况来看，各地收储的规模尚比较有限。

本轮政策对于销售端的提振效果不宜高估。提振新房销售需要满足两个前提条件：一是交付的节奏明显加快，市场预期得到改善，预计政策基本能够实现这一条件。二是居民部门收入、收入预期、资产预期改善，当前政策难以实现这一条件。

对于地方国企而言，一方面资金端的压力不容忽视。央行的结构性政策工具规模低于市场此前预期，且商业银行投放贷款的意愿也需要观察。再贷款的利率水平为1.75%，银行加点后贷款利率就要更高，而我国核心城市的租售比偏低，项目成本和收益如何平衡是一个比较重要的问题。实际上，央行在2023年初就创设了1000亿元的租赁住房贷款支持计划，该工具主要用于支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给，但截止2024年3月末，这一工具的余额仅为20亿元。另一方面，地方国企折价收购存量房是个托底行为，减少当期的新房库存，增加远期的租房供应，这一行为难以推动房价上涨、提振未来的销售中枢。

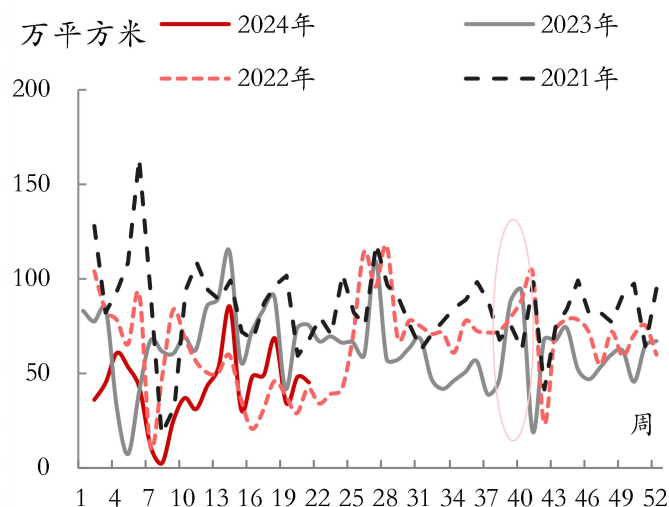
图表6：部分地产相关的结构性政策工具情况（截止2024年3月末）

工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期）	额度（亿元）	余额（亿元）
保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	86
租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	20
房企纾困转向再贷款	到期	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	209

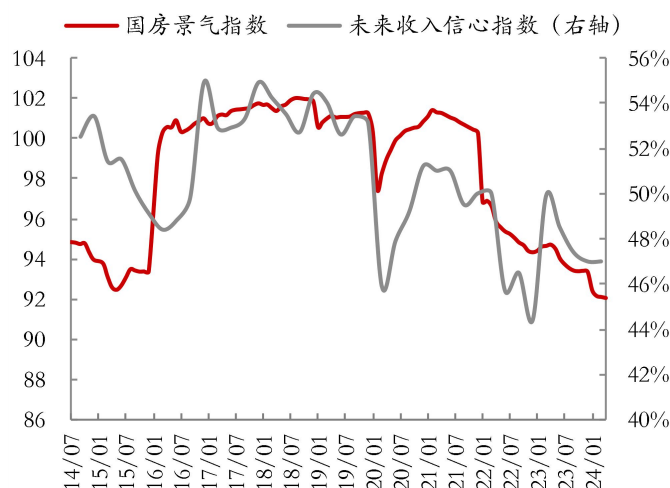
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

对于居民部门而言，增量的购房需求规模应有限。诚然，随着房贷利率、首付比例的下降，一部分居民加杠杆购房的意愿会上升，但其规模应有限。首先，实际的政策力度比较有限。此前60多个地级市已经取消了房贷利率的下限，多个地区也大幅压降了首付比例。其次，从去年的经验来看，地产政策发力后，销售会得到暂时性的改善，政策效力的半衰期基本在两周至一个月之内。当前单凭居民自身的力量、市场的自发机制或难以打破地产行业的负面循环。若要稳定居民的收入预期、资产价格预期，财政发力的必要性比较强，在国际收支平衡的情况下，财政的净支出对应着私人部门的净收入。最后，即使信贷条件放松，部分刚需被激发，这部分居民也愿意购买性价比更高的房产，二手房仍会分流新房的需求。

图表7：去年9月政策带动一线城市新房销售短暂回升 图表8：国房景气指数下降，居民收入预期承压



资料来源：Wind，东证衍生品研究院



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

由于居民杠杆率难以进一步上升，新房销售中枢上移的难度较大，有限的增量经营性、融资性现金流会被开发商优先用于竣工，政策对于前端的拿地和新开工的利好相对有限，地产开发投资增速仍会受到前端投资的拖累。

中长期来看，地方国企收储这一政策对于新房销售的利好也是有限的。一方面，若收储大规模展开，后续保障房供应量明显上升，居民部门增量的购房需求将会下降。另

一方面，若租房市场供应持续上升，租金价格或也将受到影响。租金是房价的锚，租金下降也会影响到房价预期。

4、地产政策对债市的冲击相对可控

地产对债市影响最大的基本面因素，当前政策对于债市的冲击是相对可控的。首先，由于居民部门的购房需求难以被大量激发，增量融资需求有限、M1增速回升的空间也不大，通胀预期难以得到明显提振。其次，当前财政、地产政策发力的节奏已经比较清晰，增量利空相对有限。而从配合财政、地产政策发力的逻辑来看，货币政策发力的概率也存在，后续不能排除降准降息预期上升的可能。最后，由于增量的融资需求规模相对有限，而央行稳资金面的意愿有较为明确，资金利率上行的风险相对可控。实际上，地产政策落地之后，市场走出利空落地行情，现券利率震荡下行。综合来看，当前地产政策对于债市的冲击比较有限，若后续政策加码力度不强，债市长期偏牛的格局仍然未被改变。

策略方面：1) 债市风险相对可控，仍可以以回调买入思路对待。2) 超长债表现弱于短债，曲线走陡。3) TL基差收敛空间相对明显。4) 较为担忧调整的投资者可关注空头套保策略。

3、风险提示

地产政策持续升级。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com