

地产政策集中落地，影响几何？债市怎么看？



走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2023年09月03日

张粲东 宏观策略分析师
从业资格号： F03085356
投资咨询号： Z0018866
Tel: 8621-63325888-4110
Email: candong.zhang@orientfutures.com

★政策落地，地产销售、居民中长贷有望改善，空间不宜高估

近期地产相关指标持续走弱，出台政策的必要性上升。本周大量的地产政策集中落地，主要包括一线城市“认房不认贷”、存量首套住房贷款利率下降、调整优化差别化住房信贷政策等。

“认房不认贷”和统一首二套首付比例的政策主要有利于高能级城市改善性需求的释放，随着高能级城市销售改善，市场情绪也会得到提振，叠加“金九银十”的季节性改善动力，商品房销售增速跌幅有望收窄。但仍有一些因素可能会压制本轮地产销售改善的空间，比如高能级城市限制性政策放松对于低能级城市的虹吸效应、刚需释放的空间相对有限等等。另外，由于居民杠杆率较高，且收入和收入预期并未得到明显改善，地产数据改善的可持续性也需要进一步观察。

对于商业银行而言，一方面，存量房贷利率的下降会减少贷款利息收入，但由于商业银行也在降低存款利率，存贷利差受到的影响相对可控。另一方面，居民中长贷有望改善。

展望未来，地产政策仍有放松空间，这主要集中在高能级城市上，主要包括：1) 逐渐下降二套房首付比例；2) 降低交易环节税费。限售、限价等政策的放松会比较谨慎。

★短期债市承压，但调整空间比较有限

债市调整尚未结束，但考虑到地产市场改善的空间有限且货币宽松仍然可期，利率上行的空间不大，10Y国债利率的顶可能在2.7%左右，且债市调整持续的时间可能也不长。

策略方面：1) 短期债市存在调整压力，可以考虑止盈，仍建议待利率调整到位后继续买入；2) 关注TS上的正套机会；3) 建议关注空头套保策略，考虑到套保成本和未来收益率曲线形态的变化，比较推荐使用TF来进行空头套保。

★风险提示：

地产政策效果不及预期。

1、地产政策集中落地

近期地产政策出台较多，主要包括：

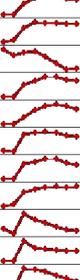
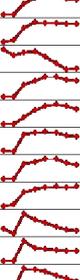
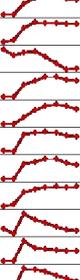
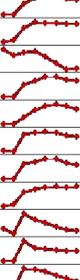
- 1) 四个一线城市以及多个二线及以下能级的城市落实首套房贷款“认房不认贷”政策。
- 2) 存量首套住房贷款利率下降，最低可降至原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
- 3) 调整优化差别化住房信贷政策：首套、二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例分别调整为20%和30%；另外，二套住房商业性个人住房贷款政策利率下限调整为LPR+20BP，较此前下降40BP，首套住房利率政策下限仍为LPR-20BP。

整体来看，策略略超市场预期。随着地产政策不断落地，9月1日国债期货全线收跌，10年期主力合约跌0.30%至102.110元。

1.1 地产数据持续走弱，政策托底必要性上升

地产相关指标的持续走弱是政策推出的主要触发因素。供给端：1) 地产债券违约风险再度出现扩散迹象，部分头部民营房企和混合所有制房企出现负面舆情，受此影响，龙湖、金地等财务基本面相对比较健康的房企所发的债券价格也出现大幅下跌。2) 房企资金来源继续承压，1-7月全部资金规模同比增速为-11.2%，比前值低1.4个百分点。结构上，定金及预收款和个人按揭贷款的降幅相对更大。需求端：1) 销售持续低迷，1-7月商品房销售面积累计同比增速为-6.5%，跌幅较前值扩大1.2个百分点。2) 新开工面积依旧深度负增长，且跌幅同样较前值扩大。地产开发投资累计增速录得-8.5%，跌幅较前值扩大0.6个百分点。供需两端同时收缩，市场预期也在转弱，“预期转弱-销售承压-房价下跌”的恶性循环出现的风险有所增加，因此，出台地产政策托底市场的必要性上升。7月政治局会议对地产政策的表述相对积极，当前的政策也是在落实政治局会议的精神。

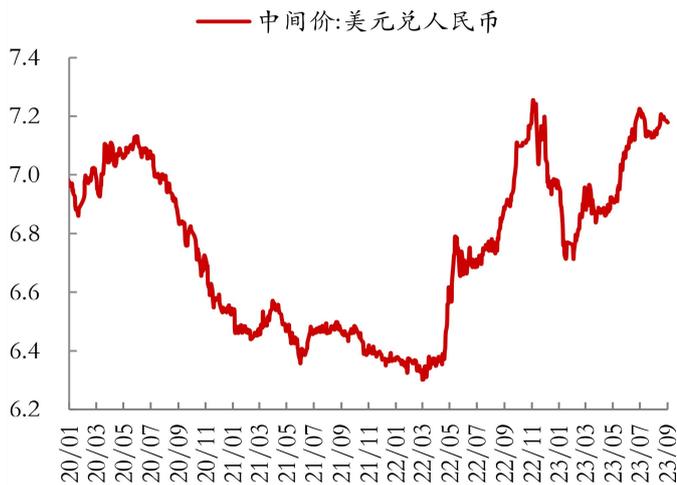
图表1：7月地产数据一览

分类	指标 (%)	变化	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	22/12	22/11	走势图
房企资金来源	合计:累计同比	-1.4	-11.2	-9.8	-6.6	-6.4	-9.0	-15.2	-25.9	-25.7	
	国内贷款:累计同比	-0.4	-11.5	-11.1	-10.5	-10.0	-9.6	-15.0	-25.4	-26.9	
	自筹资金:累计同比	0.4	-23.0	-23.4	-21.6	-19.4	-17.9	-18.2	-19.1	-17.5	
	其他资金:定金及预收款:累计同比	-2.9	-3.8	-0.9	4.4	4.0	-2.8	-11.4	-33.3	-33.6	
	其他资金:个人按揭贷款:累计同比	-3.7	-1.0	2.7	6.5	2.5	-2.9	-15.3	-26.5	-26.2	
销售	商品房销售面积:累计同比	-1.2	-6.5	-5.3	-0.9	-0.4	-1.8	-3.6	-24.3	-23.3	
	商品房销售额:累计同比	-2.6	-1.5	1.1	8.4	8.8	4.1	-0.1	-26.7	-26.6	
投资	竣工面积:累计同比	1.5	20.5	19.0	19.6	18.8	14.7	8.0	-15.0	-19.0	
	施工面积:累计同比	-0.2	-6.8	-6.6	-6.2	-5.6	-5.2	-4.4	-7.2	-6.5	
	新开工面积:累计同比	-0.2	-24.5	-24.3	-22.6	-21.2	-19.2	-9.4	-39.4	-38.9	
	开发投资完成额:累计同比	-0.6	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7	-10.0	-9.8	

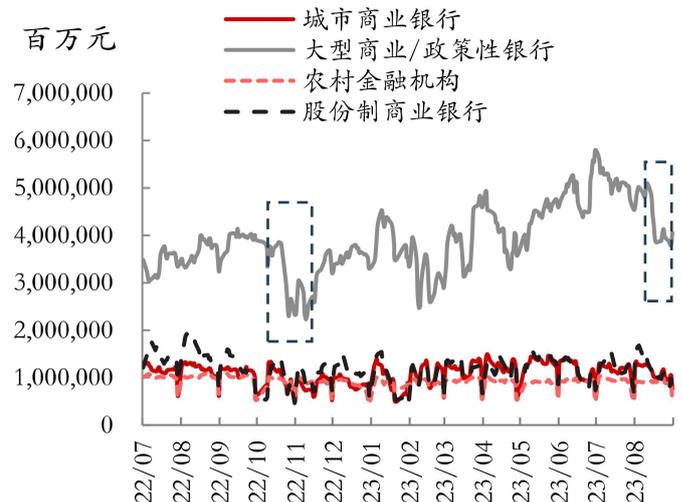
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

本轮地产政策的出台背景和去年11月有类似之处：1) 地产风险出现无序扩散的迹象，

财务基本面较好的房企所发的债券价格也在大幅下跌；2) 地产需求持续走弱，对内需形成一定拖累，人民币汇率贬值压力上升；3) 从资金市场的角度来看，去年10月末和今年8月中下旬均出现了大行融出明显减少的现象，这一现象出现的原因可能是监管机构加大力度稳汇率和敲打资金空转套利、引导资金支持实体经济。大行融出超预期的减少或是特定条件下，稳增长政策即将推出的前兆。

图表2：近期人民币偏弱运行


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：地产政策推出前，大行融出往往减少


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1.2 政策有望提振地产销售，存款利率下降，商业银行存贷利差或较为稳定

政策集中落地，对于地产市场而言，能够起到提振情绪、稳销售的作用，随着“金九银十”到来，商品房销售增速跌幅有望收窄，且一线城市的销售改善情况或更明显。但整体来看，销售改善的空间不宜高估，政策效果的可持续性也需要进一步观察。

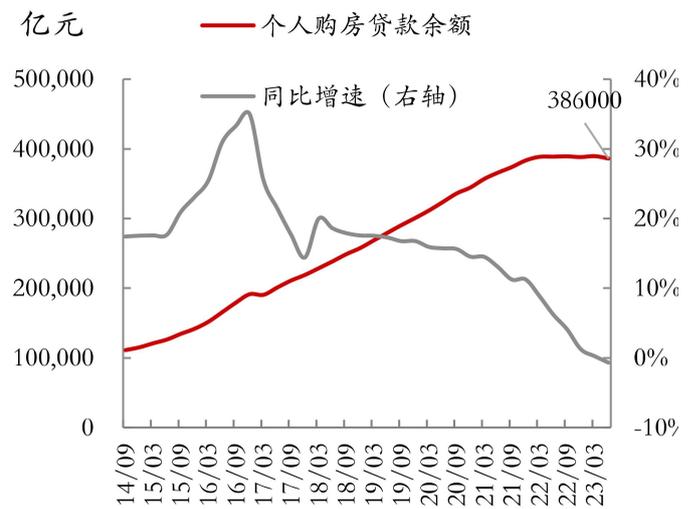
“认房不认贷”和统一首二套房首付比例的政策主要有利于高能级城市改善性需求的释放。“认房不认贷”政策在一二线城市落地后，一方面，有在当地贷款购买首套房记录的改善性需求群体，能够通过卖出置换的方式在再度购房时享受到首套房信贷政策；另一方面，曾经在其他城市贷款买过房的群体，也能够在本轮松绑的城市购房时享受到首套房信贷政策。另外，统一首二套房首付比例的政策不再区分限购城市和非限购城市，对于非限购、低能级城市而言，首二套房首付比例已经分别降至20%和30%，而限购政策较为严格的高能级城市首二套房最低首付比例潜在的下降空间被打开，若后续高能级城市“因城施策”陆续降低首二套房首付比例，那么居民加杠杆的空间也将上升，高能级城市商品房销售数据或将好转。随着高能级城市销售改善，市场情绪也会得到提振，叠加“金九银十”的季节性规律，商品房销售增速跌幅有望收窄。

但仍有一些因素可能会压制本轮地产销售改善的空间。首先，本次出台的政策主要利好高能级城市，尤其是一线城市，但一线城市商品房销售面积占全国的比重不高。其次，

低能级城市商品房销售可能会受到偏负面的影响，一者一线城市落实“认房不认贷”政策后，能够将部分低能级城市的购房者吸引过来；二者中小城市二手房出售的规模可能也会增加，在缺乏增量需求的情况下，二手房实际的成交价可能会下降。最后，本轮政策旨在激发改善性群体的需求，而“卖小买大”的置换成交是改善性需求比较常见的释放方式，这也就意味着购买小户型的刚需群体需求的释放对于地产销售数据的改善意义较大，但影响刚需群体购房的因素较多，包括收入以及预期等，预计刚需难以快速释放。

图表 4: 居民收入和收入预期未明显好转


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 5: 个人购房贷款余额约为 38 万亿元


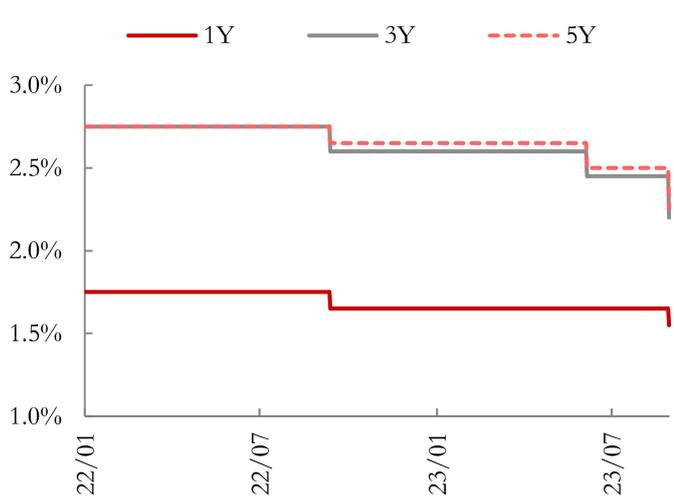
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

另外，地产数据改善的可持续性也需要进一步观察。提振市场情绪、改善房企现金流的核心在于稳销售，而根据历史经验，商品房销售和居民部门中长期贷款增速是同步指标，过去十余年里居民债务增速始终高于收入增速，目前居民部门的杠杆率已经较高，进一步上升的空间比较有限，且居民收入和收入预期均未得到显著改善，继续加杠杆的意愿也会受到影响。从长期来看，购房适龄人口下降也会压低商品房销售的中枢。

对于商业银行而言，一者，存量房贷利率的下降会减少贷款利息收入，但由于商业银行也在降低存款利率，存贷利差受到的影响相对可控。根据券商中国的消息，居民的财务负担平均降幅大约为 80BP，但考虑到居民和银行的协商成本等问题，利率降幅可能低于 80BP。假设在乐观、中性、悲观三种情况下，存量房贷利率的降幅分别为 80、50 和 20BP，根据 22 年末 38 万亿的存量房贷进行测算，商业银行一年利息收入将分别减少 3040、1900 和 760 亿元。为了缓和存量房贷利率下调对于商业银行存贷利差的影响，近期多家国有大行、股份行再度下调了存款利率，1 年期利率普遍下调 10BP，3 年期和 5 年期利率普遍下降 25BP。在乐观的情况下，商业银行人民币存款利率整体下降 10BP 便能够基本保持存贷利差的稳定，考虑到后续各地城商行、农商行也将跟进大行、降低存款利率，商业银行整体的存贷利差不会受到太大影响。

图表 6: 商业银行持续下调存款利率 (以工行为例)

图表 7: RMBS 条件早偿率有所下降



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

二者, 居民提前还贷问题有望逐渐缓解。存量房贷利率下降后, 受益的居民通过提前还贷来减轻债务压力的必要性有所下降。从 RMBS 条件早偿率等指标来看, 近期居民部门提前还贷的行为有所缓解。但也要注意, 由于居民和银行协商需要时间, 存量房贷利率的下降大概率不是一蹴而就的, 另外利率本就为购房时政策下限的居民享受不到政策红利, 不排除少数群体继续提前还贷的可能。三者, 新增居民中长期贷款规模也有望好转。提前还贷行为的缓解能够改善居民中长贷款读数。另外, 高能级城市的改善性购房需求被激发, 这部分居民加杠杆意愿有望上升, 若再配合高能级城市首二套房首付比例下降, 那么居民加杠杆的规模就会更大。

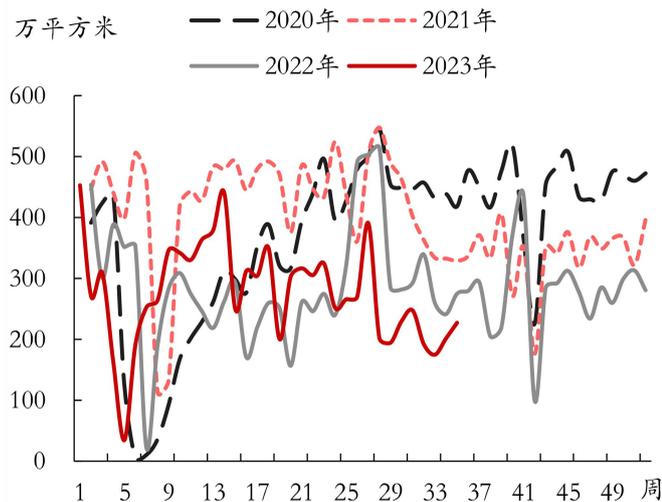
1.3 后续政策仍有发力空间

当前政策托底的意图较为明确, 考虑到仍可能会有一些因素压制商品房销售回暖的空间, 地产政策的放松尚未结束。目前低能级城市的政策基本“应出尽出”, 后续政策的想象空间应该集中在高能级城市上面。首先, 全国各地已经基本落实“认房不认贷”, 且已经统一了二套商品房首付比例下限, 未来高能级城市可能会逐渐下降二套房首付比例, 进一步促进改善性需求释放。其次, 活跃的交易是涨价的基础, 为提高市场活跃度, 未来高能级城市有可能会降低交易环节的税费。最后, 限售、限价类政策的放松可能是比较谨慎的, 如果上述政策放松的节奏过快, 房价会存在着下跌的压力, 金融机构的风险敞口也将随之增加。

2、短期债市承压，但调整空间比较有限

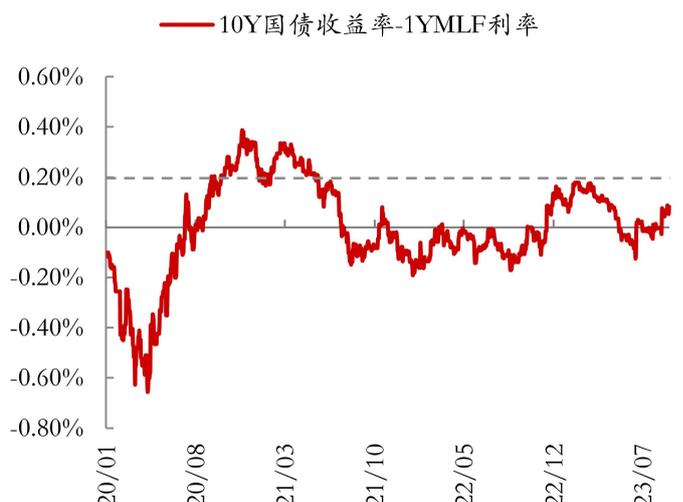
地产政策落地之后，国债收益率快速上行，预计国债市场的调整尚未结束。首先，9月后地产销售、信贷社融等指标大概率将会逐渐改善，而上述指标都是债市最为关注的基本面指标。正如上文所言，地产政策的推出能够提振市场的情绪，且9-10月商品房销售存在着季节性环比回升的动能，预计地产销售增速跌幅将会逐渐收窄。而对于居民部门而言，去杠杆和加杠杆意愿此消彼长，居民中长期贷款有望回升。其次，稳地产政策仍有发力的空间，且近期权益市场相对疲弱，不排除后续继续出台政策提振市场风险偏好的可能。最后，由于上半年债市表现较好，众多机构积累了较为可观的浮盈，在市场出现调整风险的时候，机构止盈的意愿也会有所上升。

图表 8: 30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 9: 1YMLF 利率是 10Y 国债收益率的锚



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

但国债市场调整的空间也相对有限。从基本面上看，地产政策虽然能够在短期提振市场情绪，但也存在着一些偏负面的影响因素，可能压制本轮地产销售改善的空间。从政策面来看，货币政策仍处于宽松期内，考虑到近期专项债集中发行，信贷指标也有望好转，央行降准的概率在逐渐上升，且人民币汇率贬值压力得到了暂时性缓解，汇率可能不是制约降准的主要因素。从历史经验上看，当前政策和 2014 年“930 新政”有类似之处，在政策落地之后，2014 年 4 季度商品房销售跌幅有所收窄，但由于货币政策处于宽松状态中，10 债收益率上行空间非常有限。从点位上看，1 年期 MLF 利率是 10 年期国债收益率的锚，2.5% 应是 10Y 收益率的中枢，但在 8 月降息之后，由于市场担忧政策出台、资金面转紧，叠加部分机构浮盈较多，继续追多动力不足，国债收益率下行受阻，目前约 2.6% 的收益率本就不低。根据历史经验，除非市场形成经济持续向好的共识，否则 10Y 收益率很少高于 1 年期 MLF 利率 20BP 之上，预计 10Y 国债收益率的顶可能在 2.7% 左右。对于短端的品种而言，1 年期国债收益率基本上是围绕着 7 年期 OMO 上下波动的，而当前 1Y 国债收益率已经高于政策利率。即使简单类比去年年底的情况，1Y 国债

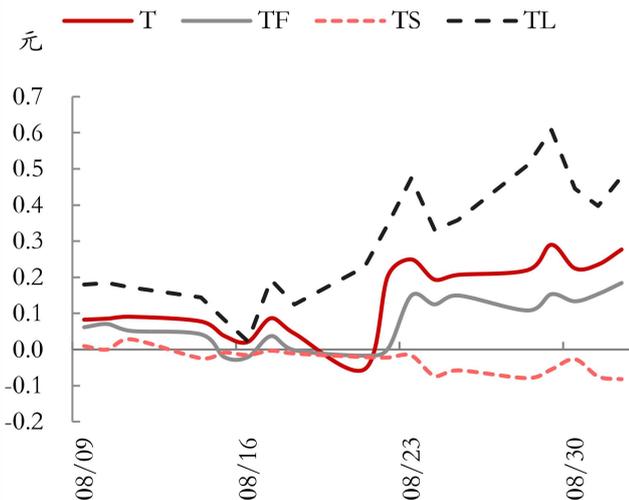
收益率上行的空间也不足 20BP。实际上，后续央行有可能通过降准等方式释放流动性，这将会进一步压缩资金利率、短端国债利率的上行空间。

债市调整的持续时间可能有限。正如前期报告《水流花落去，债牛还复来》中指出的，当前的地产基本面形势已经和 2020 年之前有着本质的不同，政策难以根本性扭转商品房销售长期收缩的态势，因此预计债市调整不会持续太长时间。

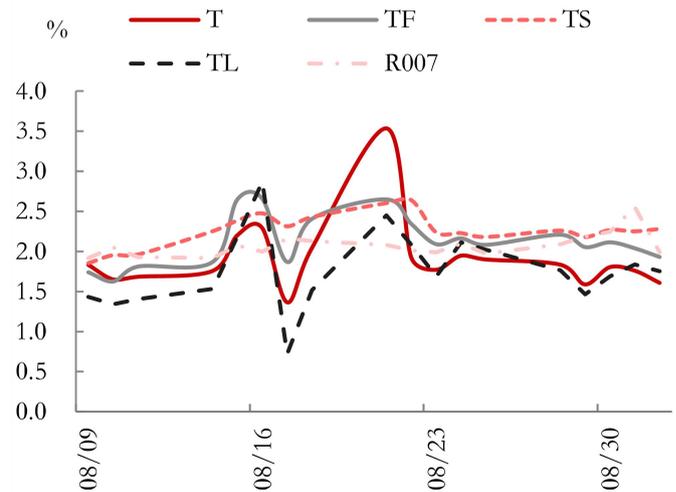
对于想要规避风险、锁定前期收益的投资者而言，空头套保可能是较为有效的策略。根据 R007-IRR 来进行测算，T、TF、TS 和 TL 的主力合约的年化空头套保成本分别为 0.38%、0.06%、-0.29% 和 0.23%，均比较低，TS2312 上面甚至存在着正套的机会。考虑到套保成本和未来收益率曲线形态的变化，比较推荐使用 TF 来进行空头套保。另外，如果市场止盈意愿较强，30 年期国债收益率上行幅度更大，也可以考虑用 TL 来进行套保。

图表 10: 国债期货主力合约基差水平

图表 11: TS 主力合约存在正套机会



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

策略方面: 1) 短期债市存在调整压力, 可以考虑止盈, 仍建议待利率调整到位后继续买入; 2) 关注 TS 上的正套机会; 3) 建议关注空头套保策略。

3、风险提示

地产政策效果不及预期。

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