

2024 年 05 月 23 日

南华宏观研究团队报告 当前地产政策效果如何？

核心观点：

本周地产政策在金融市场反映较为强烈，地产相关股票大幅大涨，黑色商品价格也出现明显的上涨。从情绪端来看，整体市场对本次政策持积极态度。那么，未来政策能对需求产生什么样的效果？对地产供应端能起到什么样的带动作用？未来商品价格走势如何？接下来我们来回答以上三个问题。

1、需求端改善主要看居民收入改善程度和房价

总体来看，从居民购买能力和购买意愿的角度来看，本次购房需求政策在短期内可能效果偏弱。可能需要等到房价不再处于下行通道中，至少趋于稳定，需求政策才能真正发挥作用。

2、供给端政策边际加速地产去库存

从发放的规模以及发放的模式，不难看出若本次只有 3000 亿元保障性住房再贷款，那么很难起到跟棚改一样的效果。

3、未来商品价格易涨难跌

本次地产政策更多地对供需端边际上有一定的好转，地产市场仍处于成交量探底、价格出清的过程中。商品价格可能更多地处于一个易涨难跌的趋势中，主要是受全球制造业复苏、国内经济边际好转、欧洲降息预期增强等因素的支撑。

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：
投资咨询证号：Z0000505

潘响：
期货从业证号：F03107845

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

目录

章节

1. 当前地产政策效果如何?	1
----------------------	---

目录

图表

图 1.1: 收入预期是居民购房能力的一个关键指标	2
图 1.2: 房价是居民购房意愿的一个关键指标.....	2
图 1.3: 保障性住房再贷款会在一定程度上加速地产去库存.....	3
图 1.4: PSL 运行流程图	4
图 1.5: 2014-2020 年棚户区改造投资各类资金来源（亿元）	4
图 1.6: 各国制造业 PMI 数据在 2023 年底开始触底（%）	5
图 1.7: 市场预期欧洲 6 月降息的概率达到 92.4%.....	6

1. 当前地产政策效果如何？

本周地产政策频出，总体来看，需求端政策：1、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2、自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。3、首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套不低于25%。同时，供给端也提出利好政策：央行设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，支持地方国企以合理价格收购已建成未出售商品房。支持地方以合理价格收回土地。对不同所有制房企的“白名单”项目，可采取新增贷款、存量贷款展期以及发放并购贷款等方式，予以融资支持。

本周地产政策在金融市场反映较为强烈，地产相关股票大幅大涨，黑色商品价格也出现明显的上涨。从情绪端来看，整体市场对本次政策持积极态度。那么，未来政策能对需求产生什么样的效果？对地产供应端能起到什么样的带动作用？未来商品价格走势如何？接下来我们来回答以上三个问题。

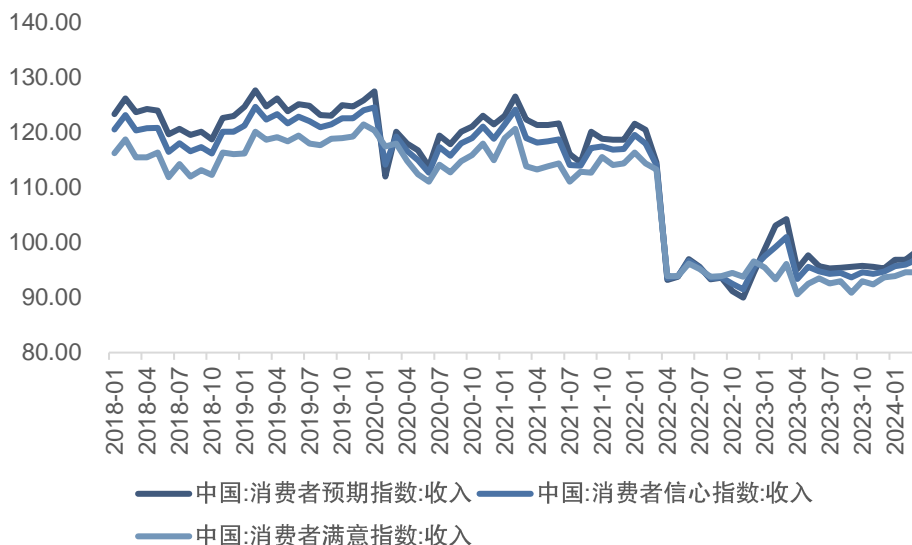
1.1 需求端改善主要看居民收入改善程度和房价

本次地产需求端的政策力度较强，部分城市首付比例有望降至历史低点。同时取消个人住房贷款利率下限对仍在实行最低房贷利率的一、二线城市更有效果，主要是实际房贷利率已经下行至3.69%，跌破首套房利率下限。住房公积金的下调也有助于支持购房需求。

从以上需求端的政策力度来看，我们可以看到本次政策的决心。那么这些地产政策是否能够有效拉动地产需求呢？或许我们需要关注影响居民购房需求的关键因素：收入预期和房价。

收入预期是居民购房能力的一个关键指标。当居民对未来收入预期较强并认为未来有稳定且持续的现金流入时，居民则有能力通过加杠杆来购置房产。从2023年底至2024年3月，消费者收入预期、信心、满意指数均有所上涨，这表明居民收入有一定修复，但从绝对值上，我们仍能看见居民收入信心远不如疫情前，因此，这也在一定程度上揭示了，居民购买能力有所改善，但改善程度并不高。

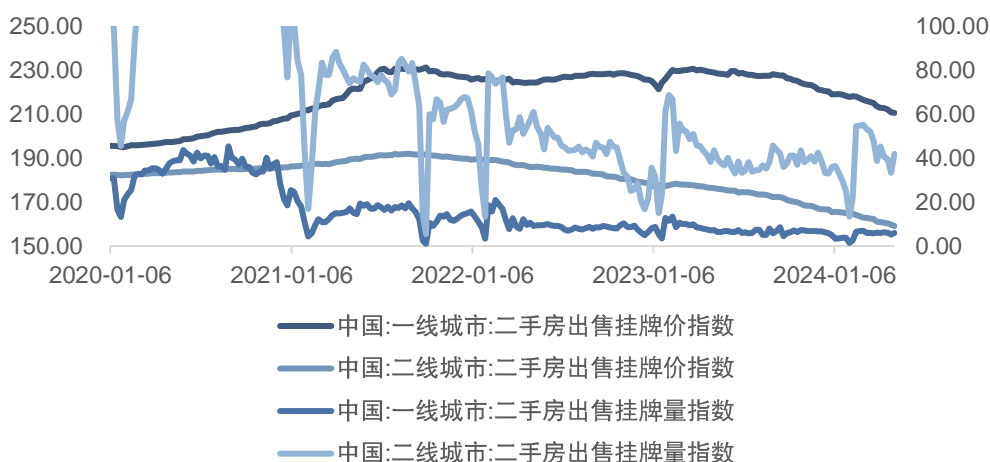
图 1.1：收入预期是居民购房能力的一个关键指标



资料来源：Wind 南华研究

而房价是居民购房意愿的一个关键指标。当房价仍处于下行通道内时，居民的观望情绪较强，刺激需求的政策效果则偏弱。若房价止跌甚至转向上涨，那么促进需求的政策效果将会更好。那么，如何观察房价情况呢？总体来看，房价首先发生转向主要出现在一、二线城市。因此，若我们观察到一、二线城市房价稳定，那么就表示当前房价基本趋于稳定。而对于一、二线城市的房价观察，我们更多关注二手房价格指数。从下图可以清楚地看到，当前一、二线城市的房价仍处于下行通道中。同时，二线城市的挂牌价相较于一线城市下行幅度更大。虽然房价仍处于下行趋势中，但我们也可以看到一、二线城市的挂牌价指数均有所下行，这表明地产供给量有所下降。当二手房供给端下行到一定程度，二手房价格稳定不再下行，这可能就是房价趋于稳定的时点。

图 1.2：房价是居民购房意愿的一个关键指标



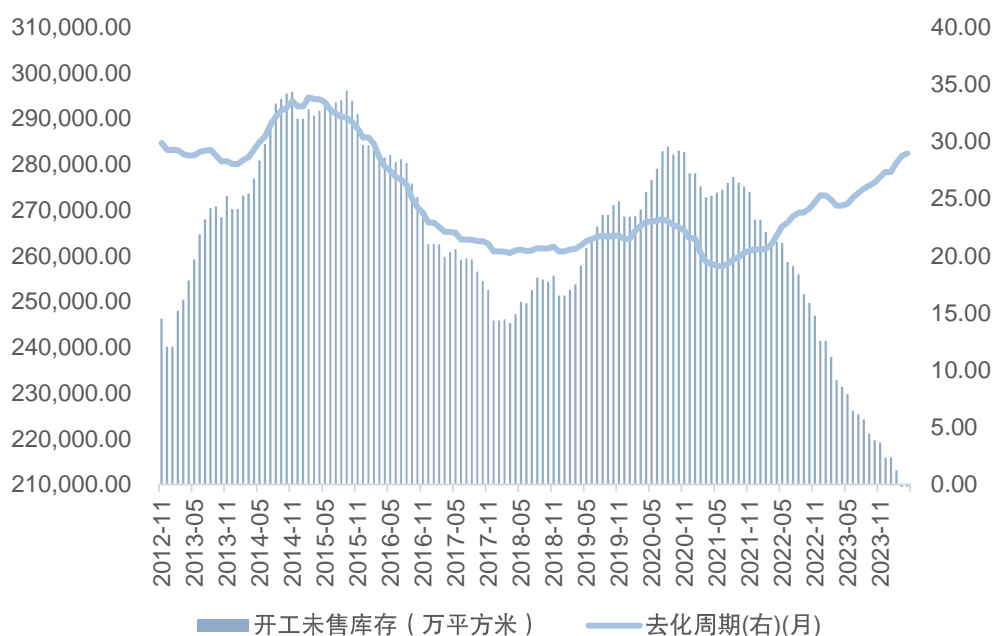
资料来源：Wind 南华研究

总体来看，从居民购买能力和购买意愿的角度来看，本次购房需求政策在短期内可能效果偏弱。可能需要等到房价不再处于下行通道中，至少趋于稳定，需求政策才能真正发挥作用。

1.2 供给端政策边际加速地产去库存

央行本次设立的3000亿元保障性住房再贷款有望在边际上加速地产去库存。从当前开工未售库存的角度来看，它已经降至2012年以来的低位，库存的绝对量并不高。然而，从去化周期的角度来看，当前的去化周期为28.96个月，已经上涨至2016年左右的水平。因此，考虑到销售情况，当前地产库存仍然处于偏高水平。因此，本次3000亿元保障性住房再贷款有望在一定程度上加速地产去库存。那么，本次3000亿元保障性住房再贷款究竟能起到什么样的效果呢？

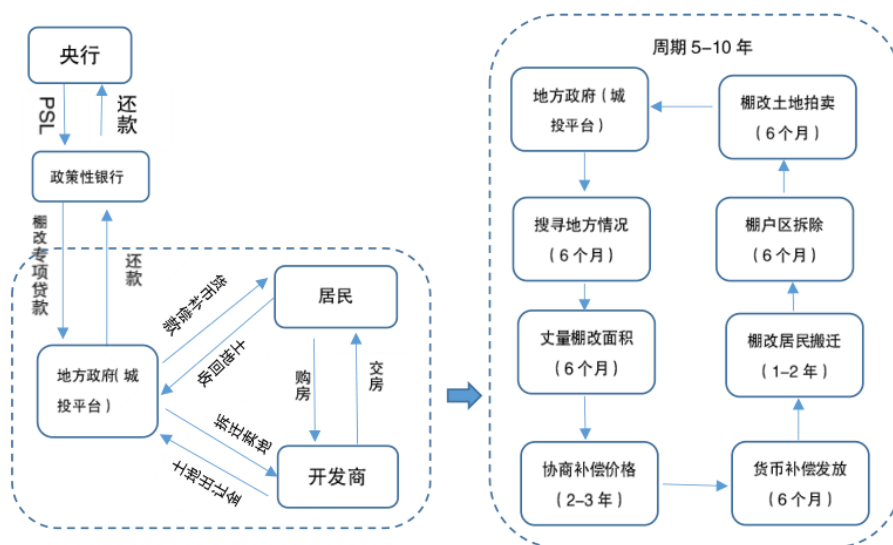
图 1.3：保障性住房再贷款会在一定程度上加速地产去库存



资料来源：Wind 南华研究

将本次3000亿元保障性住房再贷款与棚改期间PSL政策效果进行对比。2014-2019年棚户区改造主要的运行方式是央行通过向政策性银行向地方政府发放棚改专项贷款，其中资金统借统还的主体主要为地方政府授权的城投平台。①通过多主体参与形成完整的闭合资金链：地方政府通过货币化安置向棚改居民发放货币补偿款，同时将棚改户区拆除后，收回土地。而棚改居民通过自行购房，消化地产积压的库存，同时也带动了房价的上涨。而地方政府再将拆迁收回的土地卖给开发商，以获取土地出让金，将土地收入作为偿还PSL贷款的资金来源。②PSL贷款周期相对较长：从期限来看，抵押补充贷款的投放时间较长，一般期限为1年，可展期，最高使用期限可达5年，实际期限一般在3-5年。地方棚改项目周期由于需要经过地方搜寻、丈量面积、协商补偿、货币发放、居民搬迁、棚户区拆除、土地拍卖的流程，因此，整体的周期时长达5-10年，棚改资金基本从2020年以后开始逐步归还，但从PSL余额上来看，目前大部分的贷款期限在5年以上。

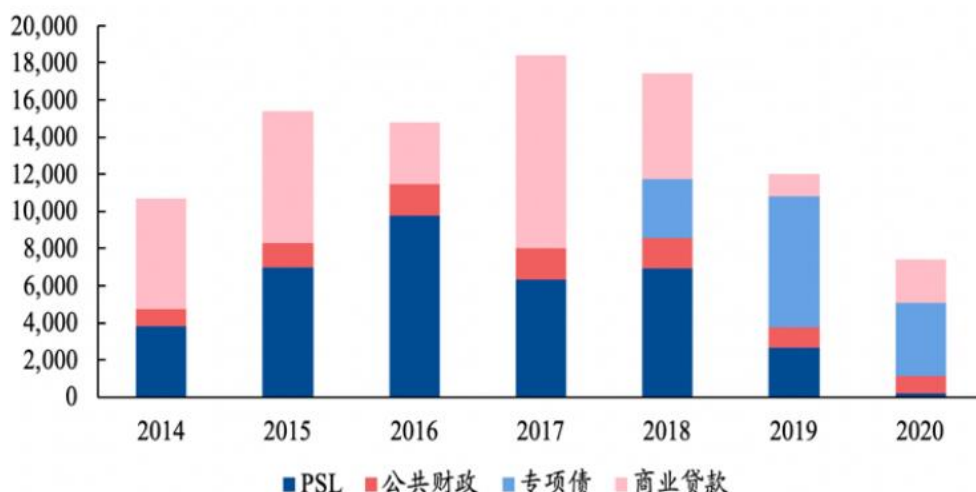
图 1.4: PSL 运行流程图



资料来源：新闻整理、南华研究

从发放规模及拉动倍数来看：从2014年设立PSL工具以来，棚改共新增PSL资金3.65万亿元，平均每年投放的资金约为6000亿元。如果按照2015-2018年PSL资金主要发放时间来看，每年的资金发放能达到7600亿元。棚户区改造资金的来源主要有PSL、财政资金(一般公共预算支出、棚改专项债)以及商业贷款，分别占比38%、24%、37%。2014年-2020年棚户区改造总投资达到9.61万亿元，因此，棚改PSL资金共拉动2.6倍投资。

图 1.5: 2014-2020 年棚户区改造投资各类资金来源（亿元）



资料来源：兴业证券、南华研究

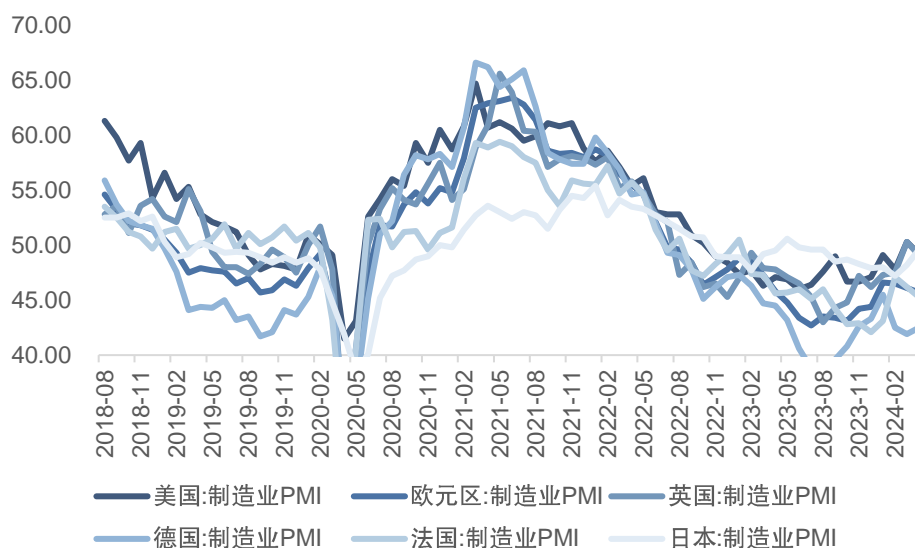
因此，从发放的规模以及发放的模式，不难看出若本次只有3000亿元保障性住房再贷款，那么很难起到跟棚改一样的效果。1) 棚改期间一共发放2.65万亿的资金，

每年平均释放5300亿元，从拉动的相关资金规模来看，每年共释放1.38万亿的资金规模。而考虑到当前地产较为低迷，房价始终偏弱，本次保障性住房再贷款的潜在撬动效果偏弱，中性估计可能并无撬动效果。2）从发放模式来看，棚改期间，由于资金通过棚改货币化转移到了居民部门，因此，这既消化了积压的地产库存的积累也促进了居民部门的消费，对经济的拉动作用较为直接，这就使得宽信用逐步打开。而本次则是通过对企业部门的支持来拉动经济。因此不论是规模，还是发放渠道还是发放方式，本次保障性住房再贷款都很难起到跟棚改时期一样的效果，可能更多的是边际改善。

1.3 未来商品价格易涨难跌

从以上分析可以看出，本次地产政策更多地对供需端边际上有一定的好转，地产市场仍处于成交量探底、价格出清的过程中。那么，未来商品价格，尤其是黑色商品的走势如何呢？总体来看，商品价格可能更多地处于一个易涨难跌的趋势中，主要是受全球制造业复苏、国内经济边际好转、欧洲降息预期增强等因素的支撑。从全球主要国家的PMI数据来看，各国制造业PMI数据在2023年底开始触底，并在今年有所回升。因此，全球制造业开始复苏，未来对商品的需求将支撑着商品价格的上涨。

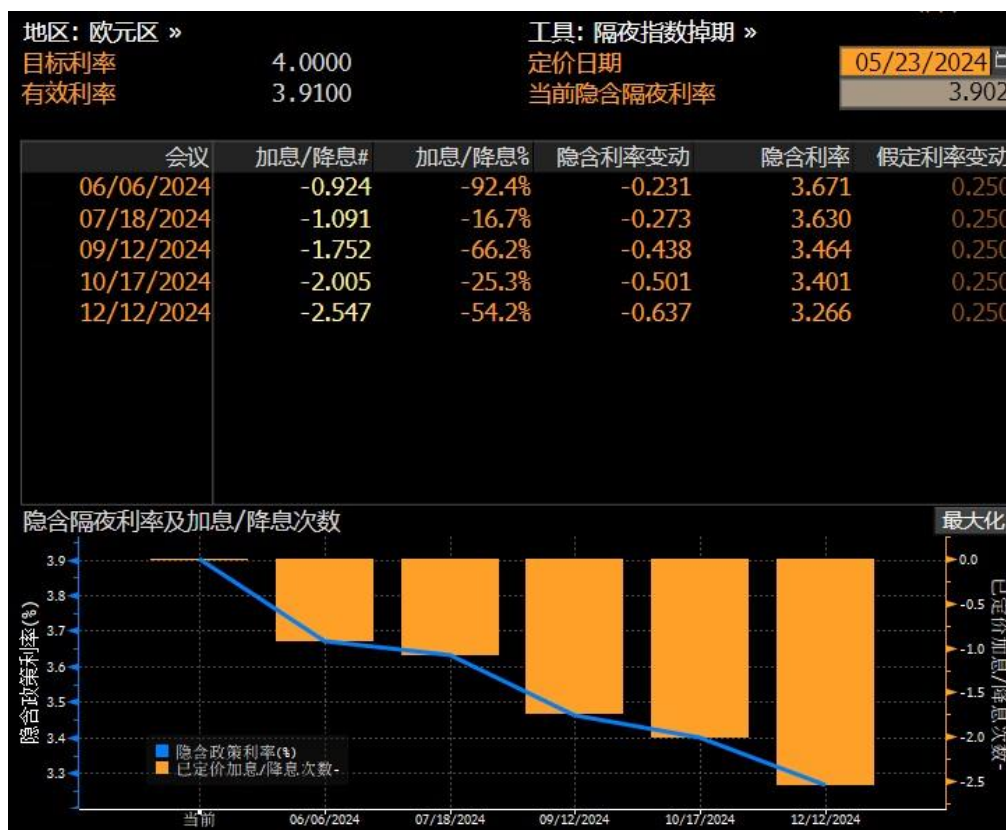
图 1.6：各国制造业 PMI 数据在 2023 年底开始触底（%）



资料来源：Wind、南华研究

同时，从欧洲降息预期来看，市场预计欧洲在6月可能会开启第一次降息，降息的概率达到92.4%。欧洲开始降息可能会对欧洲需求的修复产生积极影响，而后期欧洲需求的改善将成为支撑商品价格上涨的重要因素之一。

图 1.7：市场预期欧洲 6 月降息的概率达到 92.4%



资料来源：彭博、南华研究

从国内经济数据来看，尽管经济结构性问题仍然存在，但我们也能够从PMI数据、工业增加值等数据上看到，当前经济边际上有所好转。虽然国内地产市场未来可能仍然维持低迷态势，但考虑到国内制造业边际好转以及其他行业对黑色商品的需求增加，黑色商品价格并不一定会持续下行。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

