

房地产

2024年09月23日

过往可鉴，存量房贷降息翘首而望

——行业点评报告

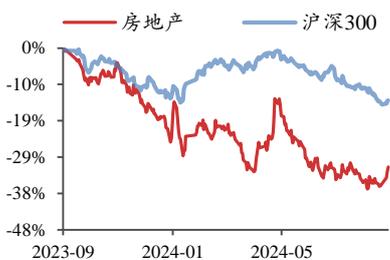
投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《土地成交面积同比增长，9月LPR利率维持不变—行业周报》-2024.9.22

《新房价格仅上海同环比上涨，二手房价环比降幅扩大—行业点评报告》

-2024.9.19

《销售累计降幅连续三月收窄，房企到位资金持续改善—行业点评报告》

-2024.9.19

● 回顾过往：两轮存量按揭利率下调恰逢其时

我国此前经历过两轮存量按揭利率下调，分别在2008及2023年。两轮下调的背景有所不同，前者在2008年次贷危机的大背景下，所以政策着重于“扩大内需、改善民生”；后者发生在地产行业波澜的2023年，居民部门出现了一些提前还贷、贷款置换的现象，所以政策着重于“引导借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序”。

● 效果复盘：有效缓解提前还贷、持续提升居民消费

从下调力度看，2008年住房贷款利率的下限从0.85倍调低至0.7倍，同时放开了转按揭。以当时的按揭贷款利率7.47%（此处取5年以上中长期贷款利率）计算，此次调整力度为112BPs。2023年8月的存量贷款利率下调针对的是存量首套房贷，超过23万亿元存量首套房贷款利率平均下调0.73个百分点。从覆盖面看，23万亿存量首套房贷覆盖了存量按揭的约60%。从政策效果看，2023年8月存量房贷利率调降政策执行力强，实施效果较好，主要体现在两方面：（1）有效缓解提前还贷现象；（2）持续提升居民消费能力。

● 展望未来：如何看待存量住房贷款降息

如何展望存量住房贷款降息，我们认为需要重点关注两方面，即覆盖面和调整幅度：（1）从覆盖面看，2023年8月调整只针对首套房贷，约覆盖了存量规模的60%，未来需关注能否全面覆盖；（2）从调整幅度看，2023年8月调整的23万亿存量首套房贷调整后平均利率为4.27%，2024年二季度新发放住房贷款利率为3.45%，中间相差82BPs。这其中，有35BPs源自于LPR本身的调整，而剩余47BPs则是存量住房贷款利率的潜在可调降空间。

● 投资建议

从降低居民还贷负担、提振消费潜能和抑制提前还贷角度看，我们认为对存量住房贷款降息是有其合理性的，过往两次存量按揭利率调整均有所成效。我们认为存量住房贷款利率下调一方面可以为借款人节省利息还款，减轻居民的负债压力，扩大消费和投资，另一方面有利于商业银行平滑提前还贷压力，稳定住房消费预期，提振购房信心。我们预计在新增房贷利率不断压降、商品房销售数据降幅仍未筑底等背景下，存量住房贷款利率调整政策后续有望出台，助力住房市场筑底企稳。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央企；（2）万科A、绿城中国、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

● 风险提示：政策落地不及预期、销售回暖进程不及预期、行业波动加剧。

目 录

1、 回顾过往：两轮存量按揭利率下调恰逢其时.....	3
1.1、 两轮调整政策初衷不同	3
1.2、 2008 年调整：实际落地在 2009 年初，估算调整力度约 112BPs.....	3
1.3、 2023 年调整：覆盖 60% 的存量房贷，平均下调 73BPs.....	4
1.4、 政策效果复盘：有效缓解提前还贷、持续提升居民消费.....	4
2、 展望未来：如何看待存量住房贷款降息.....	6
3、 投资建议.....	9
4、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 从历史来看房贷利率和商品房销售面积增速成反相关.....	5
图 2： 理财产品收益率持续走低，与个人住房贷款利率差异越来越大.....	5
图 3： 2023 年降低存量房贷利率后早偿率有所回落.....	6
图 4： 居民新增中长期贷款自 2022 年开始有所减少.....	6
图 5： 2024 年 5 月个人住房公积金贷款利率创造新低.....	7
图 6： 个人住房贷款余额 2023 年一季度后见顶回落.....	8
表 1： 2008 年 10 月和 2023 年 8 月降低存量住房贷款利率政策初衷不同.....	3
表 2： 2008 年部分商业银行房贷利率执行 0.7 倍下限细则.....	4
表 3： 各个省份执行存量按揭贷款调整的规模和幅度有差异.....	4
表 4： 2023 年住房公积金贷款保持增长而按揭贷款余额出现下降.....	7
表 5： 部分一二线城市首套与二套房贷利率降至历史低位.....	9

1、回顾过往：两轮存量按揭利率下调恰逢其时

回顾过往，我国经历过两轮存量按揭利率下调，分别在 2008 及 2023 年。两轮下调的背景有所不同，前者在 2008 年次贷危机的大背景下，所以政策着重于“扩大内需、改善民生”；后者发生在地产行业波澜的 2023 年，居民部门出现了一些提前还贷、贷款置换的现象，所以政策着重于“引导借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序”。

1.1、两轮调整政策初衷不同

第一轮，2008 年 10 月，央行扩大商业性个人住房贷款利率下限幅度。

2008 年 10 月 22 日，央行发布通知，自 2008 年 10 月 27 日起，商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍，此前为 0.85 倍。央行规定，对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求，金融机构可在贷款利率和首付款比例上按优惠条件给予支持。

第二轮，2023 年 8 月，央行对首套个人住房贷款利率。

此前存量按揭利率下调，覆盖面较广，但仍有空白地带。2023 年 8 月 31 日，央行、国家金监总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，主要对两类情形下的按揭利率进行了调降：（1）首套个人住房贷款；（2）认房不认贷后，符合首套住房标准的个人住房贷款。

表1：2008 年 10 月和 2023 年 8 月降低存量住房贷款利率政策初衷不同

时间	2008 年 10 月	2023 年 8 月
政策目标	发挥房地产扩大内需、改善民生的重要作用，国家及时出台相关政策，促进房地产市场健康发展。	为落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序。
覆盖范围	居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求	（1）首套个人住房贷款；（2）认房不认贷后，符合首套住房标准的个人住房贷款。
存量按揭规模	2.98 万亿（2008 年底）	38.40 万亿（2023 年三季度末）
存量按揭贷款覆盖度	未提及	超过 23 万亿存量首套房贷，占存量按揭约 60%
下调力度及执行情况	个人住房贷款利率的下限从 0.85 倍调低至 0.7 倍。参考 5 年以上中长期贷款利率 7.47%，调整力度为 112BPs	按揭利率调整至贷款发放时的利率下限，调整后的加权平均利率为 4.27%，平均下调 73BPs

资料来源：Wind、央行、开源证券研究所

1.2、2008 年调整：实际落地在 2009 年初，估算调整力度约 112BPs

截至 2008 年底，存量按揭规模仅有 2.98 万亿。从下调力度看，住房贷款利率的下限从 0.85 倍调低至 0.7 倍，以当时的按揭贷款利率 7.47%（此处取 5 年以上中长期贷款利率）计算，此次调整力度为 112BPs。

2008 年 10 月的存量住房贷款下调不是全覆盖的，各家银行在执行细则上设置了一定的门槛。

表2：2008年部分商业银行房贷利率执行0.7倍下限细则

银行	房贷利率执行0.7倍下限细则
工商银行	2008年10月27日前发放的执行基准利率0.85倍的个人住房贷款；借款人在近2年内没有连续2期(含)以上违约记录、在工商银行其他贷款无不良记录，2009年2月10日起无需申请自动享受贷款利率7折优惠。
农业银行	借款人贷款额在30万元以上，以往享受房贷8.5折优惠的已自动转为7折。贷款额不足30万元的，需向银行提出申请。
招商银行	2008年10月27日以前发放的，已执行基准利率下浮15%的存量个人住房贷款，拟调整贷款当前无逾期拖欠情况，2009年2月1日起利率自动调整为7折。2008年10月27日之后发放的贷款，则需要贷款人向银行申请，符合条件后可转为7折优惠。

资料来源：重庆晨报、开源证券研究所

1.3、2023年调整：覆盖60%的存量房贷，平均下调73BPs

2023年8月的存量贷款利率下调针对的是存量首套房贷，央行2023年四季度货币政策执行报告对政策效果进行了说明，“超过23万亿元存量首套房贷款利率平均下调0.73个百分点，每年减少借款人利息支出约1700亿元”。从覆盖面看，23万亿存量首套房贷覆盖了存量按揭的约60%。但政策仍留有一定空间，主要是在存量二套房贷以及下调幅度上。

从各个省份的执行情况看，政策执行非常高效，我们从央行报告中获取了部分省份的执行情况，列示如下：

表3：各个省份执行存量按揭贷款调整的规模和幅度有差异

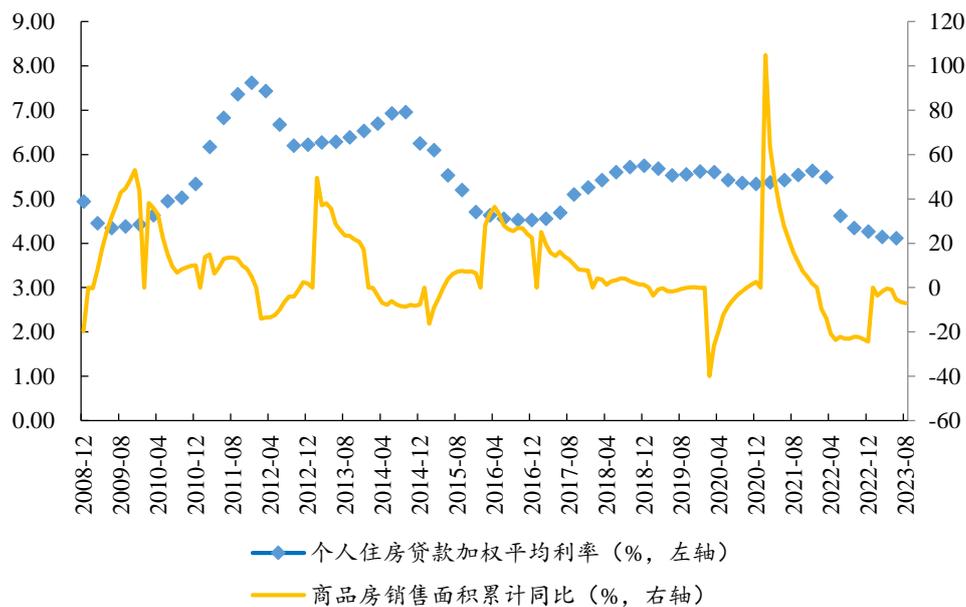
省份	涉及存量按揭贷款调整的规模介绍	下调幅度
黑龙江	共为63万户家庭下调存量首套住房个人住房贷款利率	48 BPs
上海	截至2023年末，上海地区已认定的需要调整利率的存量首套住房贷款余额为2693亿元，27.19万笔；已调整的存量首套住房贷款余额为2692亿元，27.18万笔，占比均超99.9%	54 BPs
甘肃	未提及	54 BPs
吉林	未提及	66 BPs
湖北	全省完成224万笔、8605亿元存量房贷利率下调	91 BPs
广西	累计为198万户居民家庭降低首套房贷利率	101 BPs
深圳	3735亿元存量房贷利率完成下调，每年减少房贷借款人利息支出15亿元。	未提及
重庆	累计为190万笔、7582亿元贷款调降利率。	未提及
广东	累计为全省超460万客户办理存量首套房贷款利率下调业务	未提及
山东	为396万笔、1.6万亿元存量首套房贷调降利率，为借款人节约利息支出约1450亿元。	未提及
福建	已为160.3万笔、金额8697.7亿元的存量房贷下调利率	未提及
河南、四川、江西	未提及	超过90BPs

资料来源：央行各省市分行、开源证券研究所

1.4、政策效果复盘：有效缓解提前还贷、持续提升居民消费

从历史来看，个人住房贷款加权利率和商品房销售面积增速成反相关。我们认为在当前销售下行仍为筑底的环境下，调降存量房贷利率有望提振居民市场信心，进一步释放居民购买力。

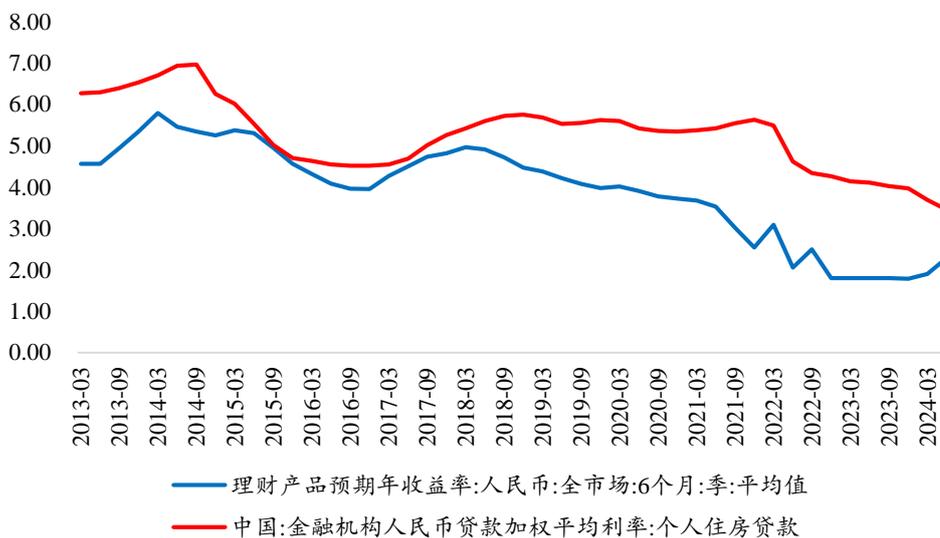
图1：从历史来看房贷利率和商品房销售面积增速成反相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

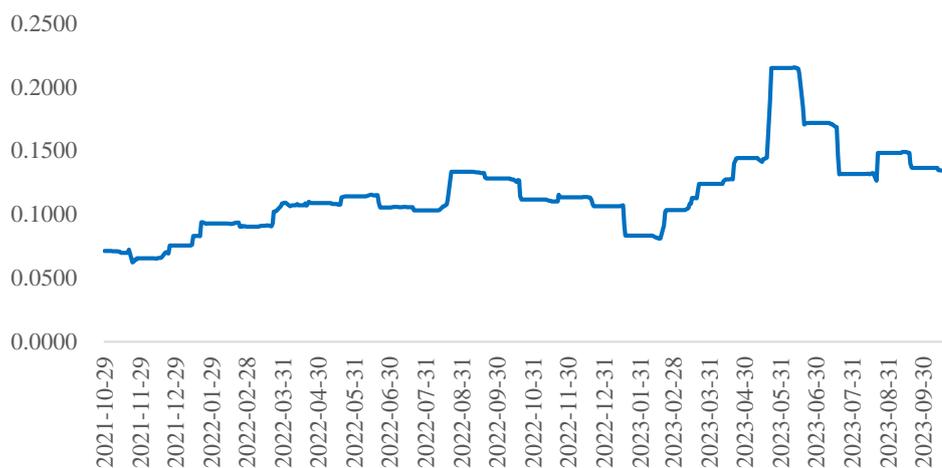
从政策效果看，2023年8月存量房贷利率调降政策执行力强，实施效果较好，主要体现在两方面：(1) 有效缓解提前还贷现象；(2) 持续提升居民消费能力。

图2：理财产品收益率持续走低，与个人住房贷款利率差异越来越大



数据来源：Wind、开源证券研究所

从提前还贷情况看，2021年以来，伴随理财收益率的下行，以及居民对经济和收入增长的信心有待进一步巩固，提前还贷愈发普遍。

图3：2023 年降低存量房贷利率后早偿率有所回落


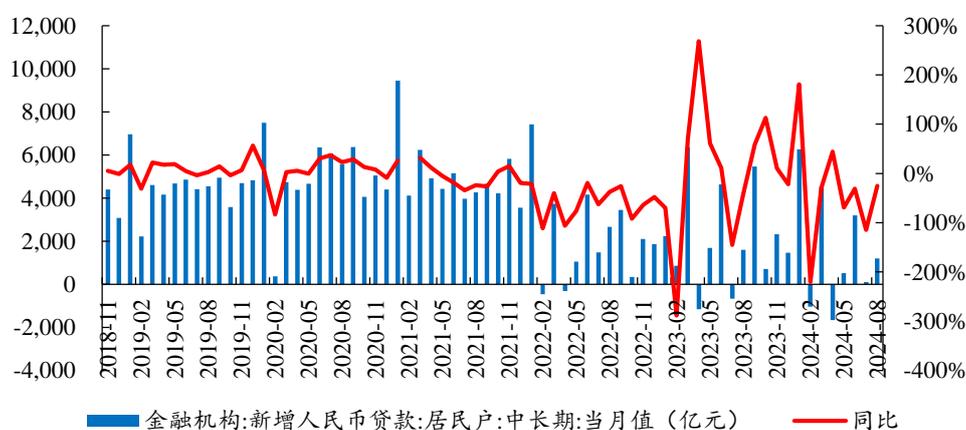
数据来源：Wind、开源证券研究所

根据央行数据，2023 年 8 月，全国个人住房贷款提前还款额达到 4324.5 亿元。8 月 31 日存量住房贷款降息政策出台后，9-12 月，房贷月均提前还款金额较政策出台前（2023 年 8 月）下降 10.5%。利率调降幅度较大的地区，提前还贷现象放缓更加明显，如湖北、河南、江西 9-12 月月均提前还款金额分别较 8 月下降 42.1%、27.5%、22.2%。

根据央行数据，超过 23 万亿元存量首套房贷利率调整每年减少借款人利息支出约 1700 亿元，这将对居民消费提供一定支撑。

2、展望未来：如何看待存量住房贷款降息

从居民新增中长期贷款当月新增规模来看，2022 年开始明显回落，部分月份贷款规模增量为负数，意味着新增按揭贷款低于提前还贷规模，地产销售回暖节奏依然曲折。

图4：居民新增中长期贷款自 2022 年开始有所减少


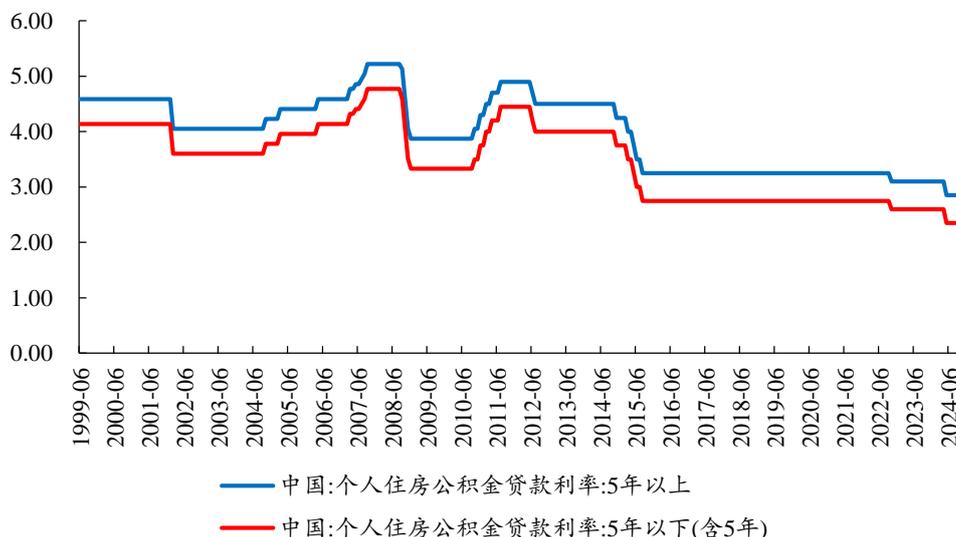
数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年以来，伴随理财收益率的下行，以及居民对经济和收入增长的信心有待进一步巩固，提前还贷现象愈发普遍。2023年按揭贷款的余额甚至出现了负增长，较2022年末下降6300亿元，同比下降1.6%。但我们也要看到，同期住房公积金贷款的余额仍保持快速增长，2023年末，住房公积金贷款的贷款余额为7.81万亿，同比增长7.0%。居民部门对利率是敏感的，在整体缩表的态势下，仍然选择了增加配置利率上具备相对优势的公积金贷款。从这个角度看，应对提前还贷，降息是有效的。

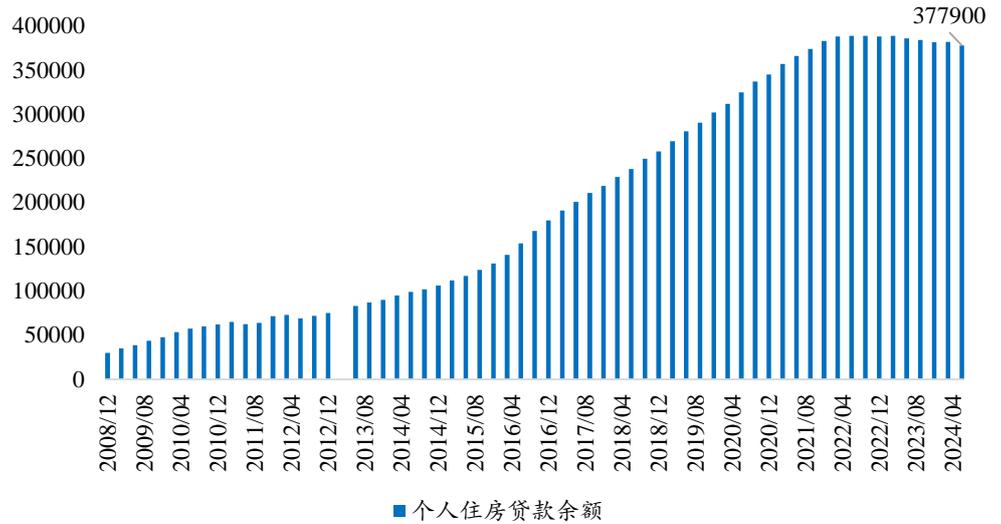
表4：2023年住房公积金贷款保持增长而按揭贷款余额出现下降

指标名称	中国住房公积金贷款余额 (亿元)	同比增速	中国个人住房贷款余额 (亿元)	同比增速
2016	40,535.23	23.3%	180,000.00	37.4%
2017	45,049.78	11.1%	219,000.00	21.7%
2018	49,845.78	10.6%	258,000.00	17.8%
2019	55,883.11	12.1%	302,000.00	17.1%
2020	62,313.53	11.5%	345,000.00	14.2%
2021	68,931.12	10.6%	383,000.00	11.0%
2022	72,984.33	5.9%	388,000.00	1.3%
2023	78,060.74	7.0%	381,700.00	-1.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年5月个人住房公积金贷款利率创造新低


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：个人住房贷款余额 2023 年一季度后见顶回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

从降低居民还贷负担、提振消费潜能和抑制提前还贷角度看，我们认为对存量住房贷款降息是有其合理性的。如何展望存量住房贷款降息，我们认为需要重点关注两方面，即覆盖面和调整幅度。

从覆盖面看，2023 年 8 月调整只针对首套房贷，约覆盖了存量规模的 60%，未来需关注能否全面覆盖。

从调整幅度看，2023 年 8 月调整的 23 万亿存量首套房贷调整后平均利率为 4.27%，2024 年二季度新发放住房贷款利率为 3.45%，中间相差 82BPs。这其中，有 35BPs 源自于 LPR 本身的调整，而剩余 47BPs 则是存量住房贷款利率的潜在可调降空间。

上一轮存量按揭调整中，按揭利率调整至贷款发放时的利率下限，未来需关注能否调整为市场化的按揭利率。根据央行通知，2023 年 8 月存量按揭调整政策的，利率调整至“不得低于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”，而在 2024 年 5 月，央行发布相关通知，已经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。截至 9 月中旬，除北京、上海、深圳三个城市以外，绝大多数城市已经不再设定按揭政策利率下限。

2024 年以来，伴随 LPR 的调降，按揭贷款利率持续下行，特别是部分房地产市场承压的城市，利率更是下调到较低水平，如苏州、佛山首套最低按揭利率已经下调至 2.95%，等价于 LPR-90BPs。从市场竞争情况看，不同城市按揭利率差异较大，即使是同一个城市中，各家商业银行定价也各有不同。如果未来能够对存量住房贷款调降利率，如何在不同城市之间做协调和平衡，如何制定一个相对合理的调整幅度，同样需要政策制定者的智慧。

表5：部分一二线城市首套与二套房贷利率降至历史低位

能级	城市	首套房贷利率下限	首套最低按揭利率	二套房贷利率下限	二套最低按揭利率
一线城市	北京	LPR-45BP	3.40%	五环内 LPR-5BP 五环外 LPR-25BP	3.60%
	上海	LPR-45BP	3.40%	主城 LPR-5BP 郊区 LPR-25BP	3.60%
	深圳	LPR-45BP	3.40%	LPR-5BP	3.80%
	广州	无	3.05%	无	3.65%
二线城市	杭州	无	3.15%	无	3.25%
	成都	无	3.25%	无	3.55%
	天津	无	3.25%	无	3.80%
	武汉	无	3.15%	无	3.25%
	郑州	无	3.35%	无	3.45%
	苏州	无	2.95%	无	3.10%
	重庆	无	3.45%	无	3.80%
	济南	无	3.35%	无	3.85%
	佛山	无	2.95%	无	3.05%
	南京	无	3.05%	无	3.05%

数据来源：南方都市报、第一财经等、开源证券研究所

3、投资建议

从降低居民还贷负担、提振消费潜能和抑制提前还贷角度看，我们认为对存量住房贷款降息是有其合理性的，过往两次存量按揭利率调整均有所成效。我们认为存量住房贷款利率下调一方面可以为借款人节省利息还款，减轻居民的负债压力，扩大消费和投资，另一方面有利于商业银行平滑提前还贷压力，稳定住房消费预期，提振购房信心。我们预计在新增房贷利率不断压降、商品房销售数据降幅仍未筑底等背景下，存量住房贷款利率调整政策后续有望出台，助力住房市场筑底企稳。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央企国企；（2）万科A、绿城中国、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

4、风险提示

政策落地不及预期、销售回暖进程不及预期、行业波动加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn