



▲本輪一系列房地產政策調整，預計對一、二線城市的利好更為顯著。

近期地產利好政策頻繁出台，料將帶動地產銷售回暖。與2015-2016年「地產放鬆+棚改」對比，本輪政策調整中的限購城市受益更多。在去年同期的低基數效應下，今年四季度地產投資增速會顯著好轉，但考慮到過往兩年新開工偏少，對地產投資的滯後影響或仍然存在。

樓市新政帶動地產復甦



經濟把脈 明明

中信證券固定收益
首席研究員

8月31日，中國人民銀行、國家金融監督管理總局先後發布《關於調整優化差別化住房信貸政策的通知》及《關於降低存量首套住房貸款利率有關事項的通知》，包括降低首付比例下限、二套房貸款利率下限及存量首套住房貸款利率等方面。此外，繼廣州、深圳於8月30日宣布執行「認房不認貸」政策後，上海和北京也在9月1日先後宣布執行「認房不認貸」政策，至此，一線城市已全部開始實施「認房不認貸」政策。本輪政策還提出降低存量首套住房貸款利率。

本輪一系列地產政策調整與2015年有一定相似性，通過分析兩輪政策的側重點及實施力度，可以更好地參考歷史數據來分析本輪政策對地產銷售、新開工及投資的帶動效果。

首先，上一輪是放寬低線城市，配套棚改。這一輪是放寬限購城市，配合超大特大城市城中村改造。2015-2016年首付比例的調整主要針對非限購城市的下限，本次針對限購城市的下限，二者拉平到首套20%，二套30%。中國人民銀行、中國銀行業監督管理委員會分別在2015年9月及2016年2月兩次在不實施「限購」措施的城市，對居民首次購買住房的商業性個人住房貸款，將首付下調5個百分點，合計將不限購城市的首套房貸款首付比例由30%下調至20%，對不限購城市的二套房貸款首付比例也由40%下調至30%。此輪調整中，則是在並不區分是否限購的情況下，將所有城市首套房貸款首付比例降至20%，二套房貸款首付比例降至30%。從絕對水平上看，達到了首付比例限制的歷史最低水平。

其次，本輪「認房不認貸」全局推進，而2015-2016年一直處於「認房又認貸」的背景。今年7月，住房和城鄉建設部部長倪虹在企業座談會上說，要進一步落實好個人住房貸款「認房不認貸」等政策措施，是近十年來首次提出「認房不認貸」的政策。隨後的8月25日，住房和城鄉建設部、中國人民銀行、金融監督管理總局聯合印發《關於優化個人住房貸款中住房套數認定標準的通知》，推動落實購買首套房貸款「認房不認貸」政策措施，納入「一城一策」工具箱，供城市自主選用。對於一個曾經有過住房貸款，但當下沒有住房的家庭，

現階段只需要最低20%的首付，便可以購買住房。目前北上廣深四個城市已經全部開始實施「認房不認貸」政策。而在2015年的節點上，同樣情況的家庭則需要繳納40%（限購城市）或是30%（非限購城市）的首付方可貸款購買住房。

再次，本輪政策中二套房的利率下調幅度相對較大。本次政策對二套房的按揭貸款利率下限進行了多達40個百分點的調整，從「LPR（基礎貸款利率）+60個百分點」下調至「LPR+20個百分點」，對於有房家庭進一步購房的約束進一步放開。

優化住房信貸帶動銷售

本輪政策對一、二線城市的利好或許更為顯著，尤其是一線城市。在本輪政策出台前，二、三線及以下線級的城市，二套房與首套房在首付比例及按揭貸款利率上的差距並不大，而一線城市的首套房政策相較二套房則顯著寬鬆。例如，政策出台前，天津的首套房首付比例為30%，二套房首付比例為40%，首付要求相差並不大；北京的普通住宅首套房首付比例為35%，而普通住宅二套房首付比例則高達60%，二者有着25個百分點的差距。

因此，在本輪政策出台後，對一線城市的利好更為直接顯著。從短期來看，筆者預計對一線城市的住房交易，尤其是二手房交易將有着顯著的帶動作用。而一線城市對政策的響應也更為快速、積極，在8月31日利好政策出台的次日，即9月1日，北京、上海、廣州、深圳四個一線城市已全部發布通知執行購買首套房貸款「認房不認貸」政策措施。

超大特大城市城中村改造與2015年棚改的差異，也體現出本輪政策對一、二線城市高質量發展的側重。此輪城中村改造針對的是21個超大特大城市，而2015年開始的棚改則是在全國範圍內展開，涵蓋大量三、四線城市。此外，值得注意的是，2015年棚改時採用大拆大建方式，實行貨幣化安置，並且設立抵押補充貸款（PSL），而今年的城中村改造除了全面改造外，還涉及局部改造和微改造，並未提及貨幣化安置的補償方式，且今年以來PSL的規模並無顯著變化。對於本輪城中村增量影響的跟蹤，需要緊密關注後續PSL規模的變化。

基於前文比較，可以通過上次地產政策出台後地產市場的表現來輔助我們判斷此輪政策對地產銷售、新開

工及投資的影響。

本輪利好政策將率先帶動地產銷售的復甦。2015年底和2016年初首付比例調整後，2016年地產銷售額同比增長35%。今年上半年地產銷售數據表現不好，但在本輪政策刺激下，疊加去年四季度的低基數效應，我們預計9月份到四季度，一、二線城市二手房交易活躍度將明顯回升，新房銷售額也有望迎來顯著的抬升，全年商品房銷售額有望轉正。一方面是基數效應，另一方面居民購房熱情也會實質性上升。當前二手房供應量仍然偏高，筆者預計從銷售回暖到新開工復甦會有一定時滯。

考慮到近些年來新開工面積偏少，未來地產投資走勢有待觀察。2015年前七個月，地產投資同比增速為4.3%，而今年以來，地產企業信心持續下滑的背景下，在新開工面積保持低位的同時，地產投資的降幅也擴大至8.5%。今年四季度在去年同期的低基數效應下，筆者預計地產投資增速會大幅好轉，但考慮到過往兩年新開工面積的持續低位，地產銷售的利好未必能夠快速傳導至新開工及地產投資，未來地產投資走勢仍有待觀察。

存量貸款下調利好消費

存量住房貸款利率的下調可以幫助借款人節約利息支出，提高居民收入。根據媒體報道：「存量首套房商業性個人住房貸款利率調整後，平均降幅大約為0.8個百分點。」另據報道指，「涉及客戶會超過4000萬戶，按照5.15%的利率粗略統計，存量貸款餘額在25萬億左右」。根據上述假設，筆者測算得出居民共計可節約2000億元左右的利息支出，對應每名借款人可節約5000元的利息支出，帶動居民收入的提升。

居民收入的提高對消費有着顯著的帶動作用。疫情前，以居民消費支出/居民可支配收入計算得出的居民邊際消費傾向大約在0.7，現階段的邊際消費傾向在0.68左右，假定隨着居民收入及信心的改善，居民的邊際消費傾向有望恢復至0.7。

根據前文測算出的每名貸款人5000元、共計2000億利息支出的減少（居民收入的增加），將可以帶動每位按揭貸款人3500元的消費支出，全社會消費有望增加1400億元。以2022年全年超過121萬億的名義GDP進行計算，筆者預計存量住房貸款利率的下調有望帶動0.12個百分點的名義GDP增速。

美國超額儲蓄最快今年耗盡

中金點睛 劉剛 楊萱庭

中金公司分析師

美國本輪經濟周期一個最大特點是呈「滾動交替式」下滑，不同增長部門間存在「時間上」的明顯錯位。目前仍有韌性的服務型消費，其實是靠超額儲蓄和就業工資收入在支撐。近期，舊金山聯儲的研究提到超額儲蓄將於三季度耗盡，引發市場廣泛關注。畢竟，儲蓄多寡直接關係消費韌性，同時就業意願也與之相關，若超額儲蓄耗盡會迫使更多人進入就業市場，有助於壓低工資，緩解通脹壓力。

疫情以來的大規模財政刺激導致居民累積了超過2.3萬億美元的超額儲蓄，但隨後財政退坡、居民實際收入下滑和消費活動修復都加速了居民超額儲蓄的消耗。超額儲蓄的預測結果對所使用的方法和趨勢假設非常敏感，因此儘管目前受到市場關注的兩種測算法（舊金山聯儲的測算vs.Aladangady等人的測算）顯示，超額儲蓄均在2021年9月左右達到2.1萬億至2.3萬億美元的高點，但在判斷超額儲蓄何時耗盡這一時點上存在較大差異。具體來看：

近期備受關注的舊金山聯儲使用儲蓄的絕對規模進行測算，將超出疫情前趨勢的儲蓄部分視為「超額儲蓄」，累計規模高點2.1萬億美元出現在2021年9月，截至2023年7月已回落至810億美元，預計今年三季度將耗盡。

另一種方法使用超出疫情前趨勢的收入和支出部分來推算超額儲蓄，即以實際儲蓄減去潛在儲蓄（Aladangady等，2022）。我們仿照這一方式測算超額儲蓄累計規模自2021年9月的2.3萬億美元高點回落至當前7700億美元，完全耗盡要到明年二季度。此外，從金融資產角度看，居民持有的貨幣性資產較高點（18萬億美元）有所回落，但仍遠超疫情前水平（13萬億美元），這一趨勢或佐證超額儲蓄仍有一定規模，距離完全耗盡還需要時間。

除了整體耗盡的時點外，不同收入人群的超額儲蓄持有比例也對判斷增長韌性，尤其是就業意願的修復尤為重要。我們基於不同收入人群可支配收入和消費支出的佔比，對推算出的超額儲蓄進一步拆解後發現，低收入人群超額儲蓄2022年底就已耗盡、高收入人群也在快速消耗、現階段超額儲蓄主要集中在中等收入群體。

低收入人群「入不敷出」，超額儲

蓄去年底就已耗盡。受益於疫情後財政刺激的投放，低收入人群的收入和支出比例均有所抬升，超額儲蓄也在此階段升至1100億美元的高點，約佔整體的5%。低收入人群薪資水平的快速抬升，一定程度上抵消了高通脹的侵蝕，2022年11月同比增速最高達7.5%，但隨後低收入人群薪資增速出現拐點，存量儲蓄較少且流量「入不敷出」或導致低收入人群的超額儲蓄於2022年底率先耗盡。

中等收入人群收入支出基本穩定，因此留存超額儲蓄依然較多。中等收入居民薪資增速2021年11月以來持續低於CPI，但受益於較疫情前持平的支出比例，中等收入人群超額儲蓄的消耗速度較為穩定。截至2023年7月，收入水平處於20%-40%和40%-60%的居民累計超額儲蓄約6000億美元，佔整體規模的78%，超過高收入人群成為留存超額儲蓄最多的群體。

高收入人群超額儲蓄消耗速度加快，背後是較低的收入增速和增加的消費類支出。高收入人群對存款和補貼的消費彈性較低，累計超額儲蓄規模最高達9400億美元，收入前20%的人群持有超過40%的超額儲蓄。不過，伴隨後場消費的修復服務價格的走高，服務型消費支出佔比較高的高收入人群對超額儲蓄的消耗加快（疫情前高收入人群在整體服務型消費支出佔比35%，交通服務、娛樂服務佔比超40%）。截至2023年7月，收入前20%人群的超額儲蓄佔比回落至24%。

信用卡拖欠率上升

從消費能力來看，低收入人群已面臨壓力，中高收入人群仍有較多超額儲蓄且薪資增速未見拐點，但其消費彈性較弱，支出比例大幅抬升的可能性較小，因此未來消費增長大方向上仍是趨緩。不過，目前中高收入人群還有一定收入，因此消費對經濟的支撐仍將維持一段時間，且結構上仍將以服務型消費為主。

據上文所述，低收入人群的超額儲蓄已經耗盡，信用卡拖欠率近期也明顯上升，生活壓力將迫使一部分人重回勞動力市場。近期的就業數據也印證了這一觀點：1）更多人進入就業市場改善供給，勞動參與率自去年底以來也持續攀升，8月勞動參與率升至62.8%；2）消費景氣下行或將導致職位空缺數量繼續下行，供需缺口繼續彌合有助於緩解薪資壓力。



▲美國的勞動參與率自去年底以來持續攀升，8月勞動參與率上升至62.8%。

股市回穩 樓市受惠



樓語縱橫 楊永健

世紀21，Q動力總經理

中央政府推動落實「認房不用認貸」政策，廣州、深圳已率先推出「認房不認貸」政策，讓購房群體按照首套房標準貸款，令更多置業人士享受首套房貸款的首付比例和利率優惠，有助降低居民上車成本，更好滿足剛性和改善性住房需求，雖然今次救市措施只是「政策」上的微調，力度有限，但對兩地股市已帶來刺激作用。

近日內地股市已明顯回穩，其中滬綜指與上月底的低位相較已漲2.3%，而深成指漲幅亦達3.1%。港股亦跟隨上升，一周前港股跌至17623點的九個月低位，近日已回升至18500點水平，已突破7月底以來形成的下降軌。昨日港股更大升462點報18844點。

從資金流向來看，南下港股市場的資金近兩個月持續流入，8月份至今更是加大買入力度，淨買入額高達610億港元，年內淨買入更是超過2000億港元。這意味着，港股市場已率先見底回升，加上近日特區政府表示將由財政司司長成立小組，研究如何增加股票市場

流動性，不排除考慮撤銷股市印花稅，目前港股市率已跌至相當吸引的水平，相信再下跌機會有限。

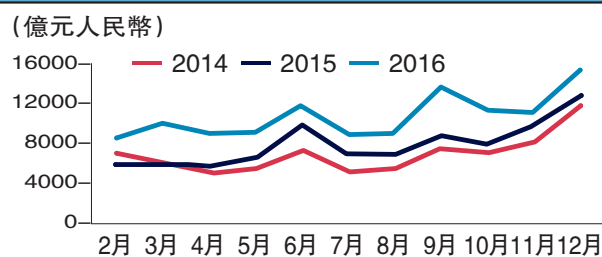
股市是樓市重要指標之一，過去樓市暢旺，股樓齊升，而相對之下，過去一年卻是股樓齊淡。股市作為最受歡迎的投資市場，而樓市除了是商品市場亦是投資市場，投資周期以至財富效應將會把兩者的趨勢連起來，例如當股市出現大跌之後，經濟環境轉差，當失業率上升及對前景失去信心之時，買樓的人減少，樓價自然下跌。同樣，當股市大升帶來財富效應，會帶動樓市向上。

當然，筆者並非股市專家，隨着本地經濟持續復甦，相信股市將會重拾上升動力，有助樓市交投回穩，有望結束整固期。

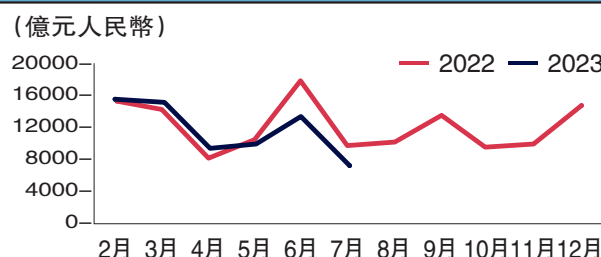


▲港股有見底回升跡象，樓市可望隨股市造好。

2014-2016年商品房銷售額



2022-2023年商品房銷售額



資料來源：Wind、中信證券研究部