

金融新政多箭齐发，对地产、银行影响几何

—房地产市场短期表现将改善，银行净息差进一步下降空间有限

2024年9月25日

要点

- 新政将有助于改善房地产市场的短期表现，但行业企稳还面临多重挑战；
- 银行净息差在明年会呈现稳中有降的趋势，降幅会较2023年和2024年大幅收窄；
- 房建、可选消费等房地产下游行业或将继续承压；
- RMBS产品的信用质量不会受到房贷利率下调的负面影响。

9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会负责人介绍并宣布了多项重磅政策举措，加大货币政策调控强度，进一步支持经济稳增长。标普信评认为，新政有助于改善房地产市场的短期表现，但行业企稳还面临多重挑战；新政对银行净息差有边际负面影响，对按揭贷款业务发展有边际正面推动；房建、可选消费等房地产下游行业可能继续承压；RMBS产品的信用质量基本不会受到房贷利率下调的负面影响。

最新政策举措部分摘要：

- 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调至15%。将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。
- 降低存款准备金率和政策利率。近期将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元。降低中央银行政策利率，7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%降至1.5%，引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。
- 计划对6家大型商业银行增加核心一级资本，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路有序实施。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

李迎

北京

ying.li@spgchinaratings.cn

周侃

北京

Kan.zhou@spgchinaratings.cn

栾小琛, CFA, FRM

北京

Collins.Luan@spgchinaratings.cn

对房地产行业的潜在影响：

短期市场表现受益于积压购房需求的释放，未来优化政策仍有空间

我们预计，本次新政有助于释放部分积压的购房需求，改善未来 1-2 月的短期市场表现，新建商品房销售额的跌幅收窄趋势将小幅加速。最新政策举措之一是降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，这些政策调整意味着二套房贷首付比例将降至历史性的低点，配合存量房贷利率的下降，将显著降低二套房的购房门槛。2024 年 1-8 月，全国新建商品房销售额累计同比下滑 23.6%，与 1-4 月同比下跌 28.3% 的降幅相比，市场呈多月跌幅收窄趋势，平均每月累计同比跌幅收窄约 1%。我们预计，在本次新政的刺激下，上述跌幅收窄的趋势将小幅加速。

我们判断，本次政策的调整并不是终点。中央和地方持续优化政策，表现了政府稳定房地产市场、改善购房者预期的决心，房地产行业未来仍有望迎来更多政策措施。在本次政策出台之前，北京、山西、南京等省市已开始贯彻落实《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称“《决定》”）的实施意见，陆续出台取消普宅非普宅标准、取消限购、多孩家庭购房优惠政策。但是，我们认为，本次政策主要着力于降低存量房贷负担，以及降低二套房购房门槛。值得注意的是，在《决定》及相关地方政策中，政府多次提及改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。因此，我们预计未来政策重点仍将放在预售制度改革、继续降低房产交易成本，以及盘活低能级城市库存和房企沉淀土地等方面。

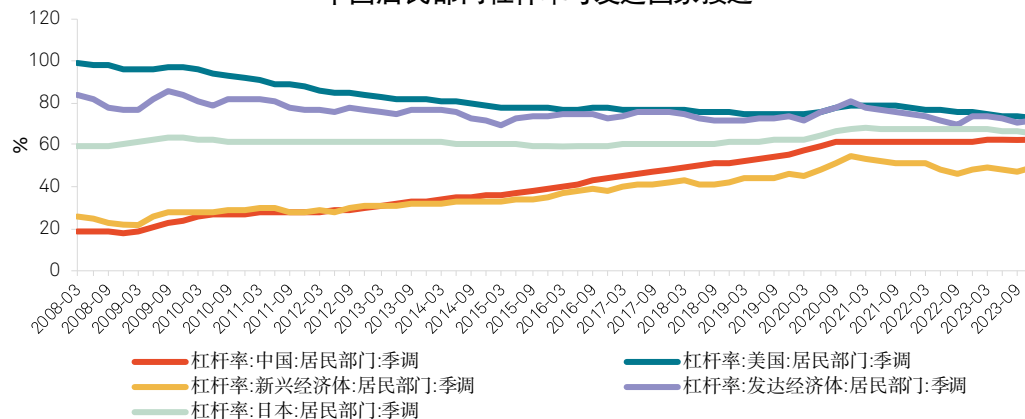
收入预期、房价企稳、二手房的结构性挤压仍是行业面临的主要挑战

我们认为，房地产行业的企稳还面临多重挑战，主要包括对还贷能力的悲观预期、房价持续下跌延缓购买行为，以及二手房的结构性挤压；未来 1-2 年新建商品房销售额仍在寻底的过程中。

首先，对还贷能力的悲观预期是限制居民购房需求的主要原因，这表现为居民对收入预期悲观和居民部门杠杆高企。根据 8 月中指居民置业意愿调查报告，居民观望、未购房原因中，“收入不稳定”排名首位，43% 的受访者认为这是阻碍其购置房产的重要原因。相比之下，首付资金不足在居民未购房原因中仅排在第七位，占比 19%。我们认为，当前制约房地产市场需求的最大瓶颈之一仍然在于居民加杠杆能力不足和购房信心偏弱，而这些因素与居民对经济增长、就业稳定及收入前景的预期息息相关，居民预期的改善不会一蹴而就。

图1

中国居民部门杠杆率与发达国家接近



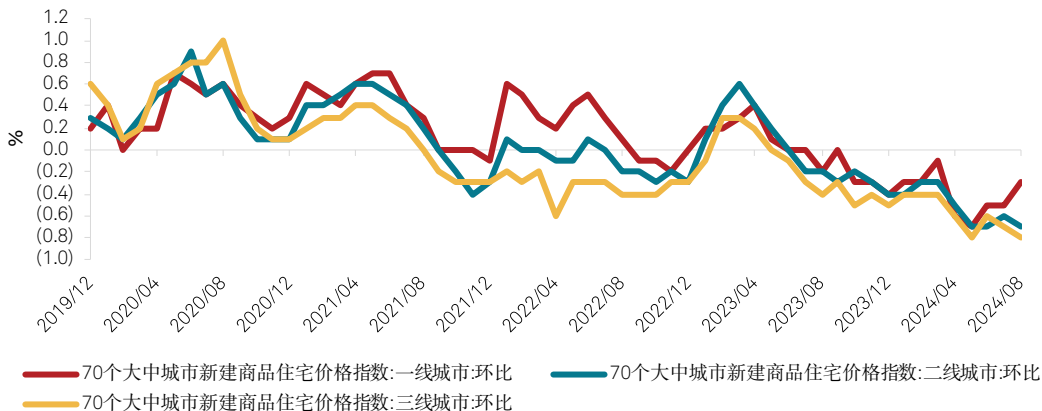
资料来源：国际清算银行，Choice，标普信评
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

其次，我们认为房价企稳是新建商品房销售企稳的先决条件，持续下跌的二手房价格可能延迟购房者的购房行为。目前为止，无论是新房还是二手房、无论是高线城市还是低线城市，价格都还在继续探底。这表明市场供需关系距离达到平衡仍有较大差距。而在此过程中，二手房价格跌幅远超新房，并

且跌幅差距还在扩大，这削弱了新房的竞争力，持续挤压新建商品房的成交量。因此，我们认为，二手房价格的止跌将是新房销售企稳的重要先决条件，房地产销售的全面复苏将遵循从二级市场到新房市场、从高能城市到低线城市、从价格复苏到销售额复苏的恢复路径。

图2

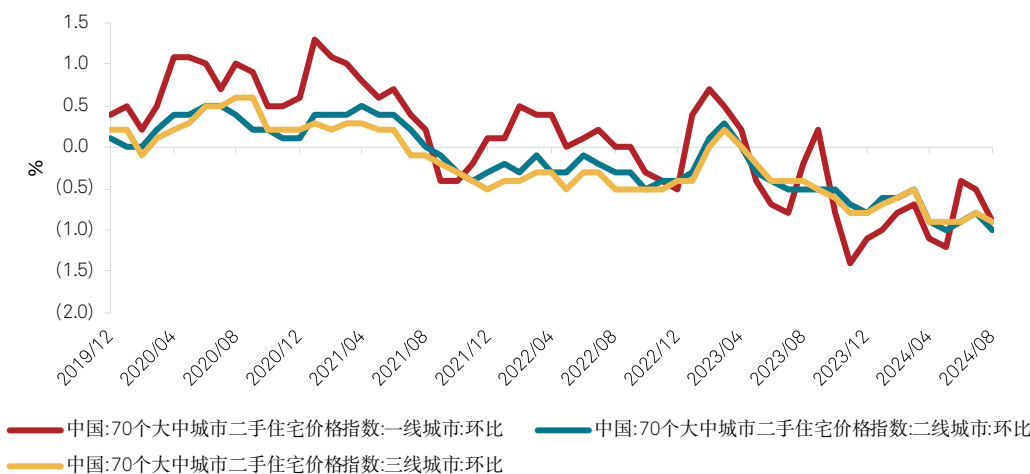
70个大中城市新建商品住宅价格指数:环比



资料来源：国家统计局，公开数据，标普信评。

图3

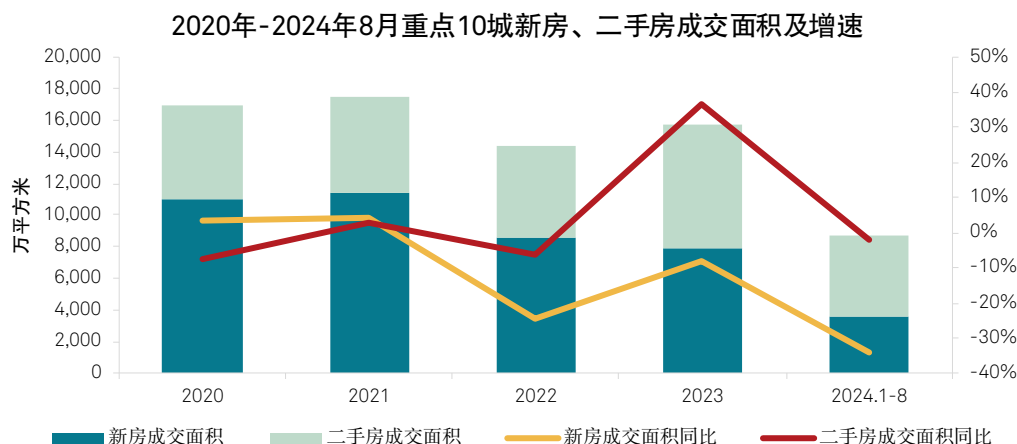
70个大中城市二手住宅价格指数:环比



资料来源：国家统计局，公开数据，标普信评。

第三，在当前市场环境下，二手房对新房的结构性挤压已成为一个难以忽视的重要因素，持续削弱新房的竞争力。从重点城市的数据来看，近两年二手房市场表现远好于新房市场。2023年，10座重点城市的二手房交易面积同比增长37%；2024年1-8月，这些城市的二手房交易面积也维持了相对稳定。我们观察到，在需求不振的背景下，新房几乎消化了全部的需求下降。造成这一局面的核心因素，除价格竞争力不足外，新房交付能力和质量也是关键原因。因此，保交付和白名单政策的落地效果对居民购房意愿有着重大影响，仍是监管层持续推进的政策重点。

图4



注：我们选取了北京、广州、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、扬州、南宁、佛山这十个样本城市。

资料来源：各地房管局、标普信评整理

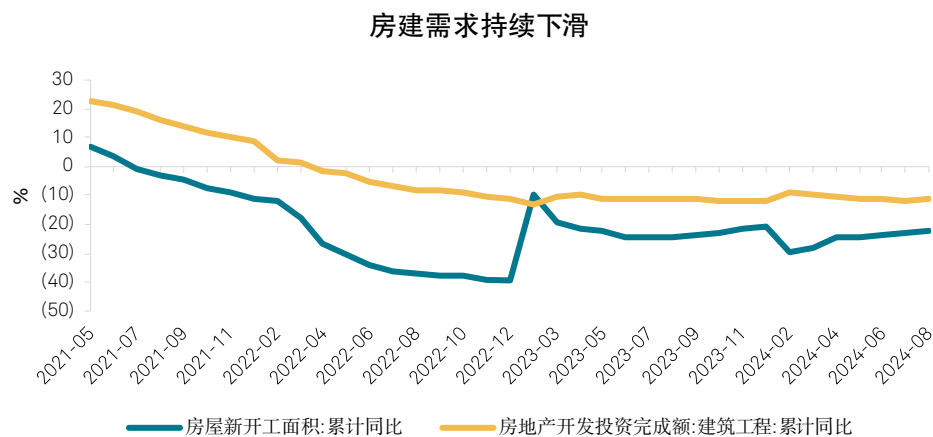
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

对房地产下游行业的潜在影响：

短期内房建承压的状态无法扭转

我们认为，房地产新政无法扭转房建板块低迷的局面，主要由于新开工面积多年连续下滑导致可施工房建总量持续处于低地位。由于销售持续低迷和房企资金承压，从2021年下半年开始，房地产新开工面积持续下滑。房地产新开工面积作为房建建安施工的主要领先指标，持续多年低迷运行，标志着未来多年房建订单将持续承压。

图5



资料来源：国家统计局，标普信评整理。

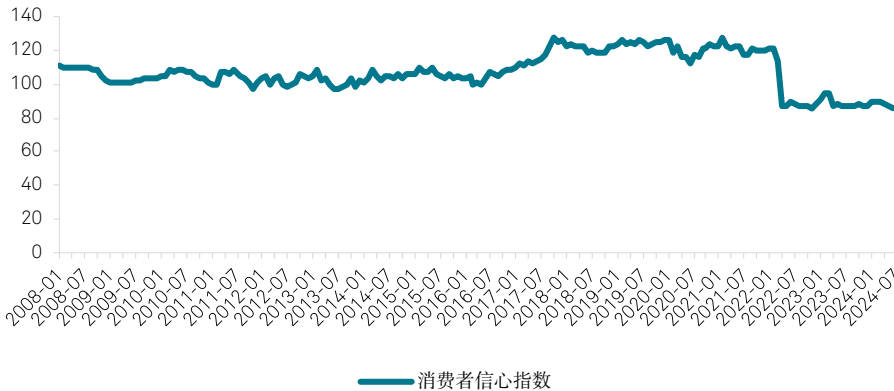
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

可选消费继续承压

我们认为，受到消费信心较弱的影响，可选消费仍将继续承压。消费行为是基于居民对未来收入的预期而非当下的收入情况，虽然存量房贷利率下降会降低居民的日常支出，但由于消费信心较弱，可选消费仍然会处于承压状态。我们看到，当前居民消费信心指数仍长期处于 100 以下，显示出居民消费信心偏弱，在此情况下居民对于可选消费的支出，尤其是大额开支仍将持偏谨慎的态度。

图6

消费者信心仍处低位



资料来源：国家统计局，标普信评整理
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

对商业银行的潜在影响：

银行净息差将受到边际负面影响

降低存量房贷利率，引导贷款市场报价利率（LPR）下行对银行贷款业务的收益率会有明显负面影响。但考虑到存款利率很可能同步下调，对银行业净息差的最终负面影响可控。

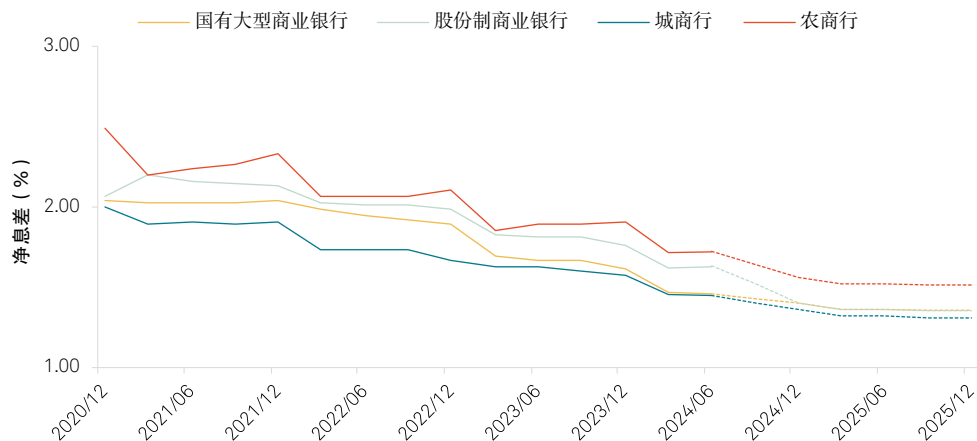
降低存量房贷利率的政策对银行业净息差的影响不大。目前存量按揭贷款和新增按揭贷款的利率之间可能有 50-60 个基点的差距。如果没有此次措施，随着未来重定价完成，该差距会在一年之内逐步缩小；由于此次新政引导银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，使得该差距的消失会在短期内迅速完成，从而加速按揭贷款业务收益率的下降。根据我们的粗略估算，本轮存量房贷利率下调对今年净息差的负面影响可能在 2 个基点左右。

按揭贷款业务利率下降的主要驱动力是 5 年期以上 LPR 的下调幅度。2024 年 1-9 月，5 年期以上 LPR 总共下降了 35 个基点；我们预计四季度 5 年期以上 LPR 可能再下降 20 个基点，也就是说，今年全年 5 年期以上 LPR 可能下降 55 个基点。上述 LPR 的下调会导致银行净息差在明年下降约 9 个基点（假设存款利率不变）。我们预计，存款端利率很可能也会有相似幅度的同步下降，这会在很大程度上缓和净息差的下降幅度。

LPR 和存款利率的利差变化是决定净息差变化的主要因素。一方面未来 12 个月资产端收益率还会进一步下降（预计今年四季度 LPR 还有 20-25 个基点的下调），另一方面由于存款利率大概率同步下行，净息差会结束过去两年的大幅下降趋势，转而呈现稳中有降的状态。2023 年，银行业净息差较上年下降 22 个基点；2024 年上半年，净息差同比下降 20 个基点。我们预计，2024 年全年银行业净息差下降 20-25 个基点；2025 年银行业净息差会较 2024 年下降 5-10 个基点。

图7

各类型中资银行净息差变化趋势



注：虚线为标普信用评级预测值。

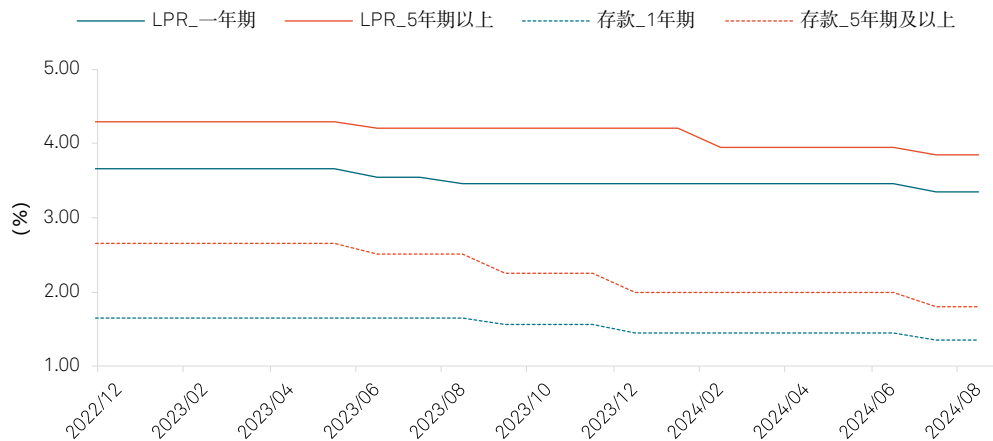
资料来源：国家金融监督管理总局，标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

今年至今 LPR 和存款利率之间的利差并没有重大变化。2024 年至今，1 年期贷款市场报价利率（LPR）总共下调 10 个基点，5 年期以上 LPR 共下调 35 个基点；同期主要大中型银行 1 年期存款利率平均下降 10 个基点，5 年期存款利率平均下降 20 个基点。我们认为，如果 LPR 继续下调，并不一定导致净息差的显著收缩，净息差变化主要取决于存款利率下降的幅度和频次。

图8

LPR 调整与国有大行挂牌存款利率变化



资料来源：中国人民银行，国有大型商业银行公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们在今年年初对银行业 2024 年全年净息差平均下降幅度的预测是 20-25 个基点。今年上半年，银行业净息差为 1.54%，实际同比下降幅度为 20 个基点。结合 9 月 24 日出台的新政策，我们认为 2024 年全年银行业净息差降幅仍在我们之前预测的范围以内，商业银行的信用质量不会因此受到显著负面影响。

除了对银行净息差的边际负面影响之外，本轮新政可能推动银行按揭贷款业务出现边际改善。截至 2024 年 6 月末，银行业个人住房贷款余额 37.79 万亿元，同比下降 2.1%，体现出按揭贷款新增乏力，客户提前还款意愿较高。随着按揭贷款利率的进一步下调，居民提前还款意愿有望下降，而且刚需人群的贷款意愿有望提高。因此，本轮新政有利于银行稳定按揭贷款业务总规模，但我们尚未看到按揭贷款业务规模大幅新增的拐点。

保障性住房再贷款规模小，不会对商业银行信用质量构成影响

保障性住房再贷款规模总体较小，不构成对商业银行信用质量的影响。2024 年 5 月 17 日，人民银行宣布设立 3000 亿元保障性住房再贷款。此次发布会宣布中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。保障性住房再贷款发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。即使 3000 亿元额度全部用完，再贷款规模占这 21 家银行总资产规模的千分之一，占其所有者权益的 1.3%。所以从银行信用质量的角度来看，再贷款规模很小，在总规模不变的情况下，具体设计的变化对银行信用质量几乎没有影响。

国有大行资本韧性会进一步增强，更需关注中小银行资本状况

国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本的举措，符合我们认为国有大行的资本具有中央政府强支持的预期，后续更需关注中小银行的资本韧性。目前六大行资本充足，资本韧性良好，更值得关注的是，在净息差处于历史低位，银行资本内生能力减弱的情况下，中小银行是否会补充资本。目前国有大行和中小银行的资本韧性本身就存在分化，在国有大行增资以后，如果中小银行没有增资，资本韧性上的差异会进一步加大。

对 RMBS 的潜在影响：

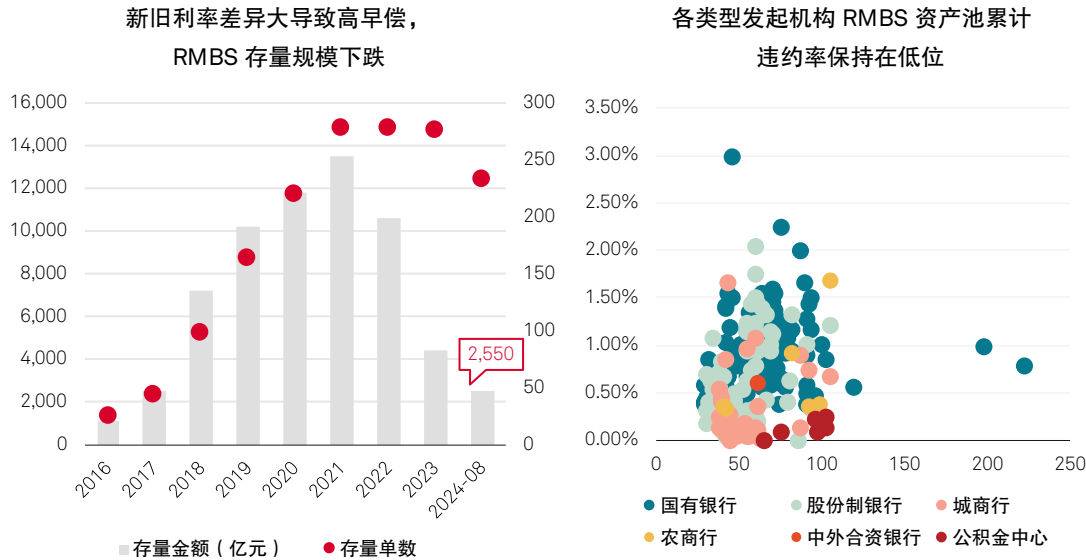
按揭贷款利率下调不会对 RMBS 产品的信用质量产生负面影响

通常来说，资产池中低首付的抵押贷款比例越高，该资产池会有更高的贷款抵押率（LTV），在其它条件相同的情况下，LTV 越高，资产池会产生更高的违约风险。在评级过程中，若入池资产的贷款初始抵押率高于我们的基准假设，我们会进行加压。同时，我们也会根据房价指数对抵押房产的估值进行调整。近两年房贷首付比例已经有了不同程度的下降，此次政策进一步调整了最低房贷首付比例，如果未来 RMBS 新发产品的 LTV 显著上升，或对其资产池造成压力。

针对存量住房按揭贷款利率的下调，我们认为其主要会反映在资产池的加权平均利率和证券端的收益下降及可能造成的高早偿，这几方面会影响项目的超额利差，从而导致资产池的信用表现发生变化，并进一步影响存量 RMBS 市场的规模、证券期限及表现。由于宏观周期及利率环境的变化，我们在多篇已发布的行业研究中探讨了利率下调和早偿率波动对 RMBS 市场及我们所评交易的影响，特别是在近年来发生的提前还贷潮、存量首套房贷的合同利率调整及贷款置换等事件中，我们也进行了不同程度的压力情景测试并预计在未来利率进一步下降的环境中市场及存量产品可能发生的变化。我们认为，此次政策的出台及后续可能继续发生的利率下调并不会改变我们之前的结论。

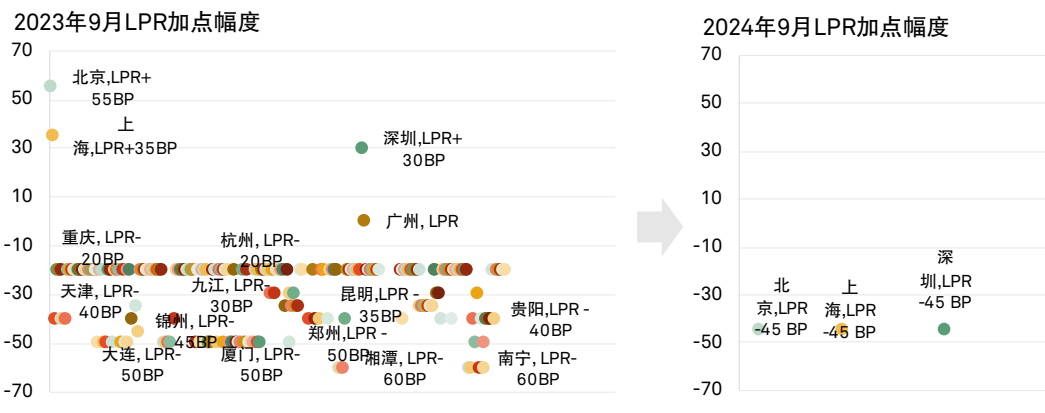
综合上述两个主要考量因素，我们仍然认为此次新政对标普信评已评 RMBS 项目的信用质量不会产生影响，整体 RMBS 市场的资产和产品信用质量也仍将保持稳定。

图9



2024 年以来多地首套住房贷款利率下限已经全面取消或有所下调，此次利率的再次下调仍在我们的压力情景假设之内。我们整理了去年 9 月至今部分城市执行的首套住房贷款利率下限的情况，可以看到在此次政策发布前很多城市首套住房贷款利率的 LPR 加点幅度已经有了较大的变化。针对未来存量房贷利率可能进一步下降对 RMBS 的影响，我们进行了单独的压力测试。我们假设资产端利率降低的压力幅度为 LPR 减 100 个基点，即假设压力情景下上述所有 RMBS 交易的资产端加权平均贷款利率均降低至 2.85%，测试结果显示各交易的优先档证券在信用等级相对应的压力情景下本息仍能被足额偿付，并且资产池中仍有剩余资产能够继续产生现金流。虽然增信缓冲均相应有所下降，但仍有充足的安全垫抵御利率降低的风险。

图10



RMBS 市场已有两年半的时间并未有任何新产品的发行，此次针对房地产市场需求多举措刺激政策的推出，或给 RMBS 市场带来新的变化。去年重启发行的住房公积金贷款 ABS 也让我们看到了以房贷为基础资产的证券化产品的一个方向。但整体而言，未来以房贷为基础资产的证券化产品发行的节奏很大程度上取决于监管政策的导向、银行内部需求的变化和市场参与方的创新。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务，包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息，请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn))，并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。