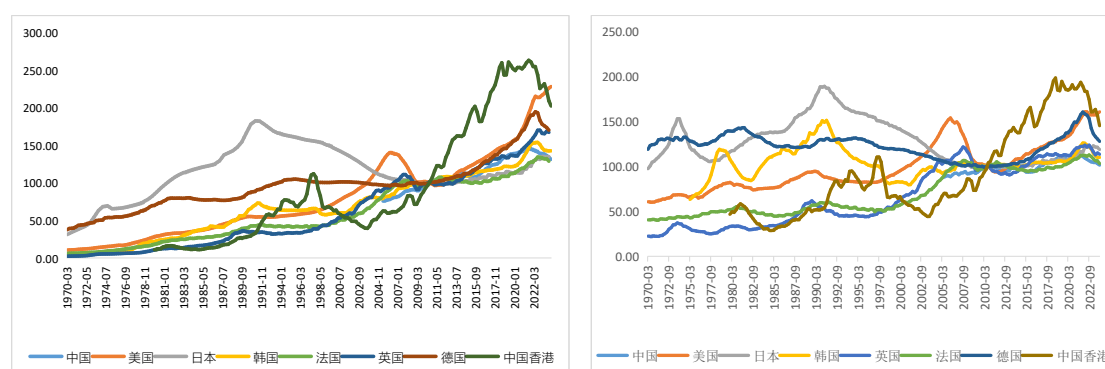


实际利率对房地产行业影响分析

2021 年恒大商票违约引发我国房地产市场震荡，行业由此进入下行周期。为引导房地产市场回归平稳健康发展，2021 年四季度以来我国个人住房贷款加权平均利率进入下行区间，截至 2024 年一季度已累计下行 194bp，然而截至目前楼市仍难言乐观，其中一个重要原因是当前宏观经济运行情况偏弱、物价水平偏低，导致实际房贷利率居高不下。从 BIS 公布的名义住宅物业价格指数和实际住宅物业价格指数来看，新冠疫情后期多个经济体出现房价走势逆转，本报告将以美国为例，通过对美国疫情后期房地产市场的变化情况，以及实际房贷利率变化对其房地产市场的影响等角度入手进行分析，从而进一步印证实际利率对房地产行业影响的相关结论。

图表 1-2：BIS 名义住宅物业价格指数（左图）和实际住宅物业价格指数（右图）

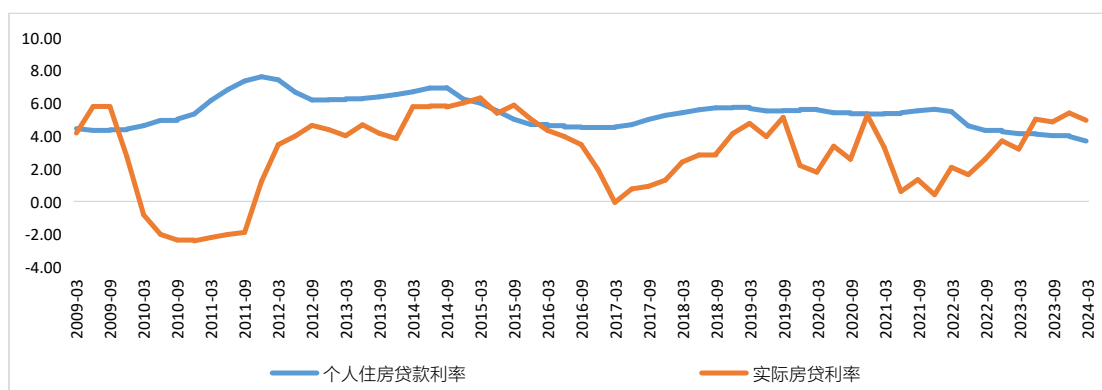


数据来源：Wind，东方金诚整理

1. 实际利率升高是制约我国房地产市场回暖的重要因素

2021 年四季度至 2024 年一季度我国个人住房贷款加权平均利率已累计下行 194bp。我们按照等额本息法计算了贷款利率下降前后贷款 100 万元、贷款期限为 30 年利息总额和月供的差异，结果显示利率下降后（分别按照 2021 年四季度 5.63% 和 2024 年一季度 3.69% 计算）利息总额减少约 39% 至 65.5 万元，月供减少 20%，每月还贷金额减少 1162.5 元，可见，房贷利率下调后购房成本出现显著下降。然而，购房成本大幅下降并没有带来楼市回暖，甚至出现加速下行的局面，其中一个重要原因是物价水平偏低推高实际房贷利率。

图表 3：我国个人住房贷款加权平均利率和实际房贷利率（%）

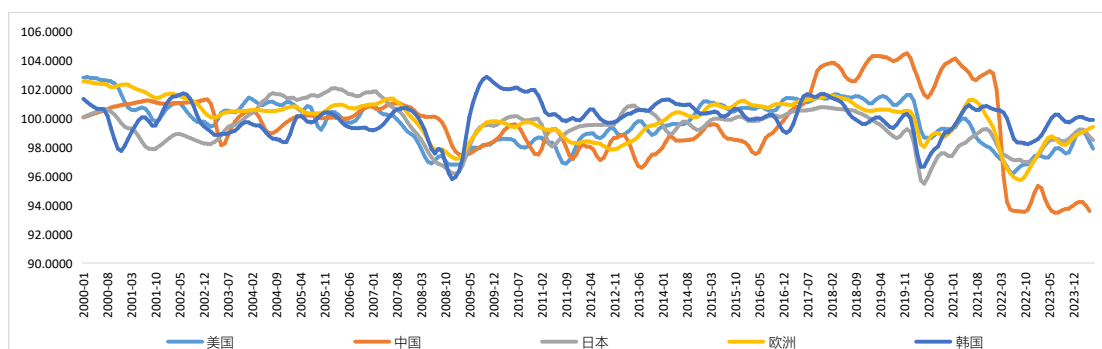


数据来源：Wind，东方金诚整理

我们用个人住房贷款利率与 GDP 平减指数之差计算实际房贷利率，从图表 3 可以看到 2021 年三季度以来，我国个人住房贷款利率出现平滑的下降，但实际房贷利率却呈现出快速攀升趋势。2021 年四季度我国个人住房贷款加权平均利率达到阶段性高点 5.63%，但同期实际房贷利率仅为 0.41%；2023 年四季度我国个人住房贷款加权平均利率已降至 3.97%，较高点下降 166bp，但由于 GDP 平减指数同比下降 1.43%，推高实际房贷利率约 5 个百分点至 5.40%。整体来看，实际房贷利率的大幅走高，导致居民实际购房成本增加，抑制了购房需求的释放。

此外，当前我国宏观经济运行情况整体偏弱，从 OECD 公布的消费者信心指数来看，与世界主要经济体相比，我国消费信心指数在 2022 年上半年出现大幅下降，由 2022 年 1 月的 103.09 降至同年 6 月的 93.69，目前基本维持在 94 左右，而美国、欧洲、日本、韩国等经济体当前消费信心指数在 99 左右水平，这进一步加剧我国房地产市场回暖的难度。

图表 4：OECD 消费者信心指数

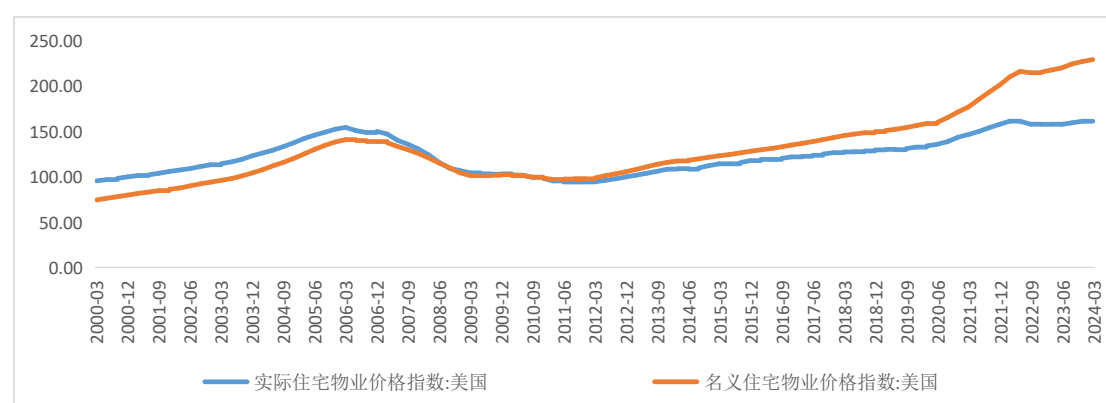


数据来源：Wind，东方金诚整理

2. 伴随实际利率升高美国房地产亦出现加速下滑

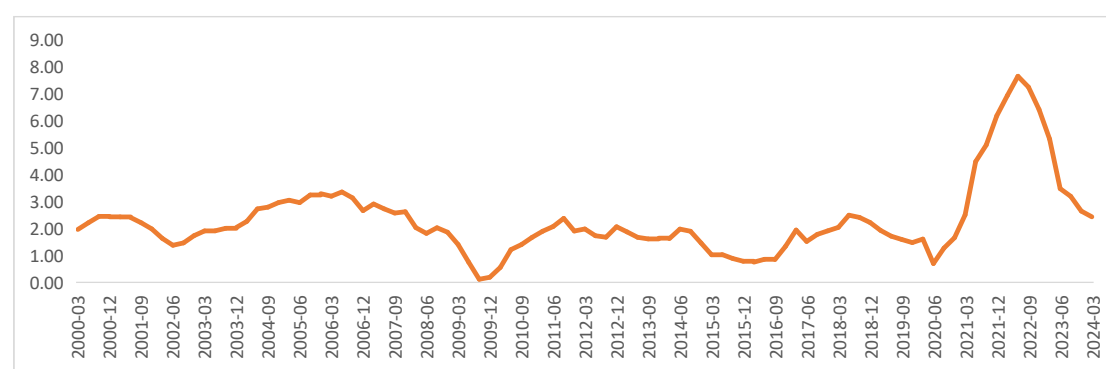
我们看到，2020 年 6 月-2022 年 6 月美国房价迅速攀升，其中名义住宅物业价格指数上涨 35.14% 至 215.59，实际住宅物业价格指数上涨 18.6% 至 160.68。我们认为，2020 年以来美国名义房价指数大幅走扩主要受高通胀影响，2021 年四季度至 2022 年四季度美国 GDP 隐含价格平减指数同比增长幅度始终保持在 6% 以上的高水平。

图表 5：美国实际住宅物业价格指数和名义住宅物业价格指数



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 6：美国 GDP 隐含价格平减指数同比变化 (%)

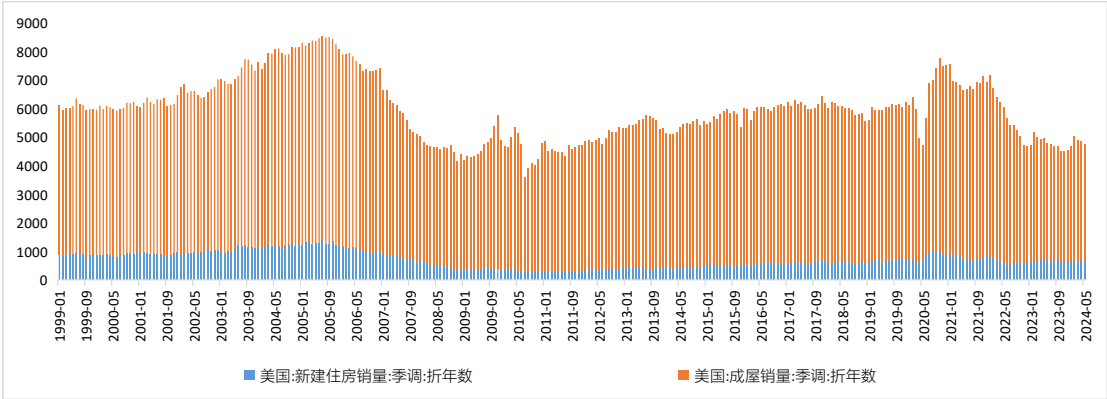


数据来源：Wind，东方金诚整理

2022 年下半年美国房地产市场销售端出现下滑，导致名义房价指数上涨幅度放缓，实际房价指数亦出现小幅下滑。具体看，2022-2023 年美国成屋和新建住房销量均出现显著下滑，其中新建住房销量由 70-80 万套水平降至 60-70 万套水平（季调折年数），成屋销量由 600 万套降至 400 万套左右的水平。从同比数据来看，新建住房销量和成屋销量先后于 2021 年 6 月和 9 月转为同比负增，截至目前，成屋销量仍处于同比负增。

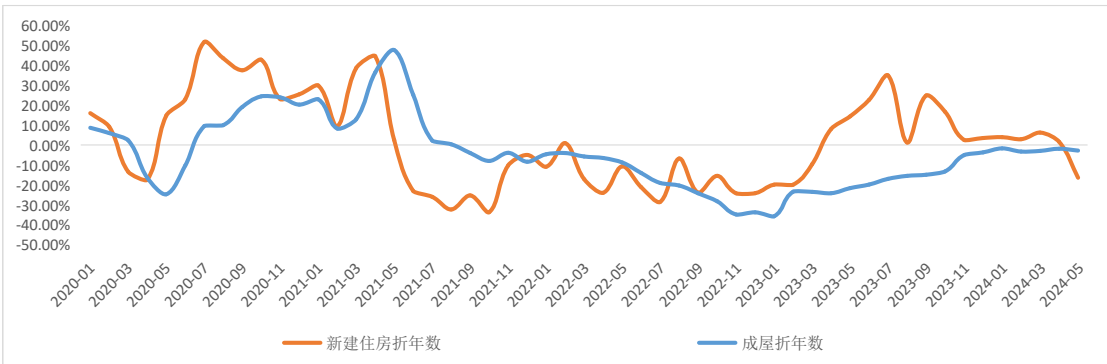
由于美国房地产市场以成屋交易为主，因此受成屋交易量明显萎缩影响，美国房地产销售情况仍不乐观。

图表 7：美国成屋和新建住房销售情况（单位：千套）



数据来源：Wind，东方金诚整理

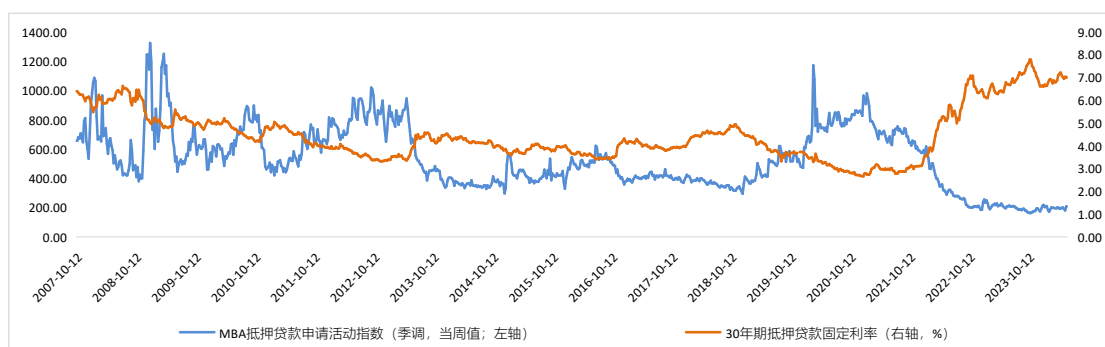
图表 8：美国新建住房和成屋销量同比变化（%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

我们关注到，2022-2023 年美国房贷利率发生较大调整。由于新冠疫情期间美国实行宽松的货币政策，“大放水”引发高通胀，为应对通货膨胀美联储大幅加息，带动了房贷利率的持续上行。自 2022 年开始美国房贷利率进入快速上升区间，数据显示，2022 年 1 月第一周美国 30 年期抵押贷款利率为 3.22%，同期贷款申请活动指数为 580.6；2023 年 11 月第一周美国 30 年期抵押贷款利率为 7.76%，同期贷款申请活动指数为 165.9。期间贷款利率上行 4.54 个百分点，贷款申请活动指数大幅下降 71.43%。

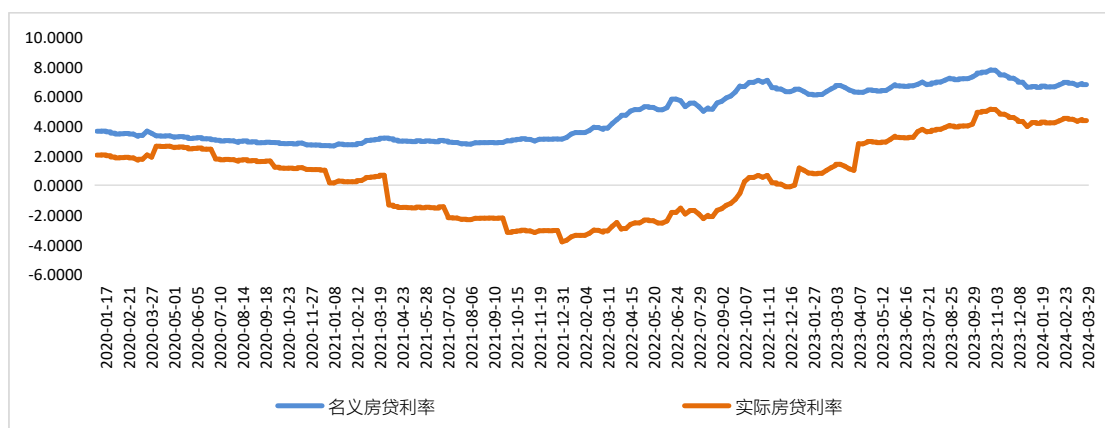
图表 9：美国抵押贷款申请活动指数与贷款利率



数据来源：Wind，东方金诚整理

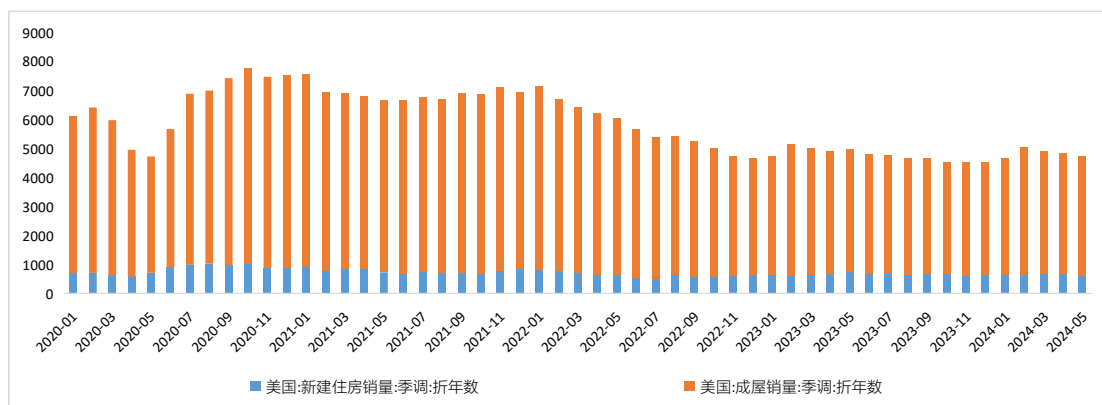
我们对美国实际房贷利率进行了测算，与名义贷款利率持续上行的走势不同，2020-2024 年一季度期间实际房贷利率表现为先下行再上行，与销售端的变化基本呈现出反比关系。2020 年一季度美国实际房贷利率在 2%左右波动，同期销量维持在 600 多万套水平；二季度实际房贷利率升高至 2.5%左右，销量出现明显下降，同比降幅最高月份达 20.66%；2020 年下半年实际房贷利率持续下降，并于 2021 年 4 月跌入负值区间，2022 年 1 月第一周达到最低值-3.83%，期间销量回升至 700 万套左右水平；2022 年 1 月后实际房贷利率进入上行区间，10 月转为正值，同期销量开始下滑，2023 年销量基本稳定在 450-500 万套左右水平。

图表 10：美国名义房贷利率和实际房贷利率（%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 11：美国新建住房销量和成屋销量（千套）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2021年后我国与美国房地产市场几乎同时进入下行周期,我国通过不断下调名义房贷利率以期达到释放需求、稳定楼市的目的,但在物价水平偏低的情况下,实际利率不降反升导致实际政策效果不及预期;与此相对,为抑制高通胀美联储大幅加息带动了房贷利率的大幅上行,后期随着通胀水平下降,实际房贷利率进入上行区间,导致美国房地产市场出现下滑。通过对比美国房地产下行周期中实际房贷利率变化和销量之间的关系,可以进一步印证,实际房贷利率对实际购房成本产生重要影响,实际房贷利率偏高是造成我国楼市难以回暖的重要原因。