

中国房地产信贷政策展期与分析

收紧“二套房”信贷或为短期现象，难改房市回升趋势

近日，全国各主要媒体争相报道了关于杭州收紧“二套房”按揭信贷的消息，从此引发了市场对全国其他城市即将陆续收紧房贷政策的预期。早在去年 10 月，杭州以 24 条意见(即《关于杭州市房地产市场健康稳定发展的若干意见》)率先启动地方楼市刺激政策，引领一轮地方救市潮。时隔 8 个月，杭州又一次率先打响楼市“紧缩战”。从经济发达程度及人均收入水平上看，杭州、深圳均位于全国前列，属于资本集中度较高的城市，同时这两个城市的金融服务业也比较发达，为购房需求的释放提供了良好基础。在去年年底央行放松信贷政策以后，杭州、深圳等地的房屋成交量节节高升，但同期的房屋供给却相对有限，从而导致房价上涨幅度较快。出于对新一轮房地产泡沫的担忧，杭州等个别城市收紧“二套房”信贷已在预期之中，然而在我国外需恢复缓慢、内需释放有限的经济环境下，维持较宽松的信贷政策仍是长期趋势，充沛的流动性将继续助推房市回升。

招商证券(香港)研究部

吴轩

电话: +86-755-83295441

+852-31896123

Email: wuxuan@cmschina.com.cn

开发商资金压力显著改善 2009 年上半年，全国商品房销售额大幅增长 53% 至 1.58 万亿元，显示开发商的存货周转速度及资金回笼力度均明显提升。另外，随着央行关于下调房地产项目开发自有资金比例等各项宽松信贷政策的实施，各金融机构自年初以来普遍加大了房地产开发信贷的规模，从而进一步缓解了地产开发商的资金压力。今年上半年，房地产开发资金来源同比增长 23.6% 至 2.37 万亿元。其中，来自国内银行的房地产开发信贷额约为 5,281 亿元，相比去年同期更大幅提高了 32.6%。全国房地产开发资金来源总额及国内银行房地产开发信贷今年 1-6 月的增速水平分别较 1-5 月加快了 7.5 个及 16.8 个百分点，说明房地产行业整体的资金状况正在逐步改善。

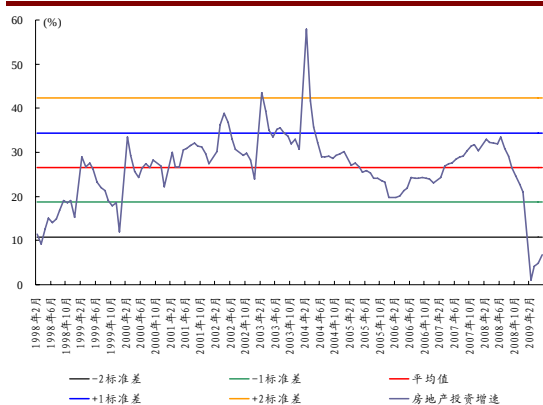
房屋开发效率并未明显改善 虽然房地产企业目前的资金状况较年初已显著改善，但全国商品房的开发效率却并未明显回升。今年 1-6 月份，商品房开工面积、在建面积及土地开发面积增速分别为-10.4%、12.7%及-15.2%。相比今年 1-5 月份，房屋开工面积的跌幅收窄了 5.8 个百分点，土地开发面积的下滑幅度继续扩大 1.9 个百分点，商品房在建面积增速则略回升 1 个百分点。我们认为抑制商品房开发效率提升的因素主要来自于以下 3 个方面，1) 08 年下半年房屋销售的持续低迷导致了房市存货的大幅上升，开发商普遍以放缓项目施工效率的手段减少市场住房供给；2) 房企负债高企、资金链从紧的现象在 08 年尤为突出，部分开发商为了满足正常的经营开支甚至在去年新增了较多高息短期贷款，为了降低融资成本、改善财务状况，大部分开发商将年初房屋销售回笼的资金偿还了银行贷款；3) 开发商投资信心的恢复及对行业预期的转变需要一定的过程，在去年房市调整的背景下，房企迅速启动投资扩张的局限性较大。

房地产信贷短期收紧已在预期之内 今年上半年,全国新增信贷规模达 7.37 万亿元,其中 6 月份新增 1.53 万亿元,大大高于市场预期。根据我们宏观研究团队的预测,我国下半年继续加快信贷增长的空间已比较有限,今年全年的新增贷款规模或为 8 万亿元左右。从今年上半年房市的运行状况上看,房市去库存化进程在购房需求(房屋销售)强劲回升的带动下明显提速,然而房屋的开发效率则未有显著回升。考虑到我国目前的房屋开发周期一般在 18-24 个月左右,若假设房屋的开发效率由 08 年 9 月份开始收缩,自 09 年 9 月份开始扩张,我们预计房市在今年 9 月份后可能出现 6-12 个月的供给断层。为了防止未来房价因供需失衡而出现过快上涨,抑制购房需求显然比加快住房供给更为有效也更为实际,因此金融机构在今年下半年整体信贷增速放缓的背景下收紧房屋信贷,特别是“二套房”按揭贷款已在预期之内。

房地产投资启动缓慢,信贷政策长期宽松的趋势不会根本改变 据国家统计局的数据显示,今年 1-6 月份,全国房地产投资总额为 1.45 万亿元,较上年同期增长 9.9%,增速比 1-5 月份的 6.8%提高 3.3 个百分点,但相比 2008 年同期 33.5%的投资增长水平仍回落 23.5 个百分点。我们认为房屋开发效率低下仍是抑制房地产投资增长的主要原因。对于开发商而言,可持续的房市回暖预期无疑是刺激其投资扩张的先决条件,而这需要较宽松的信贷政策,尤其是宽松的房地产按揭信贷政策支持。此外,我国经济明年的外需恢复力度仍非十分乐观,依赖房地产投资拉动内需已然成为保证我国明年经济增长的主要动力之一。考虑到央行货币政策的调整主要是基于消费价格(CPI),而非资产价格(股价、房价),因此即便目前的信贷投放实数较大,但在我国内、外部需求没有明显恢复、货币流通速度未出现快速回升的前提下,通胀压力不会很快出现。我们预计今年年内央行应不会提高利率,金融机构明年年初继续保持较高的信贷投放的几率仍然较大。

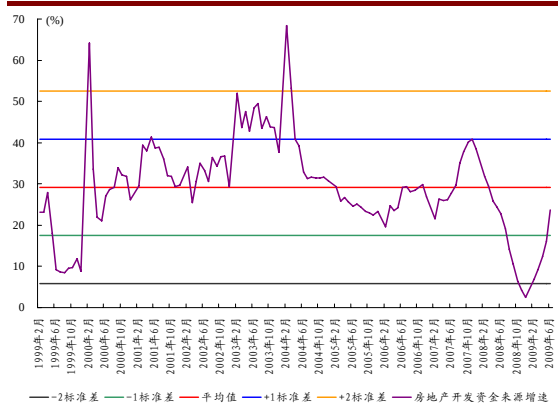
房地产信贷政策短期收紧难当房市复苏 随着房地产企业资金状况的逐渐改善、房价上涨预期的日益强烈,我国房市的存货周转率存在一定的下调空间。进入 6 月份以来,开发商“护盘惜售”的现象频频出现在各大中型城市,我们认为这从一个侧面上反映出开发商刻意压制房屋供给、变相推高房价的意图。虽然各地收紧“二套房”信贷或将为下半年的购房需求降温,然而我国房市存货量的递减以及房屋供给量、供给效率的相对有限或将难以根本扭转房市“求大于供”的现状。我们认为年内房价稳步上涨的趋势不会改变,下半年房市的销售量可能较上半年有所萎缩,但仍将好于去年同期水平。

图-1, 房地产投资增速



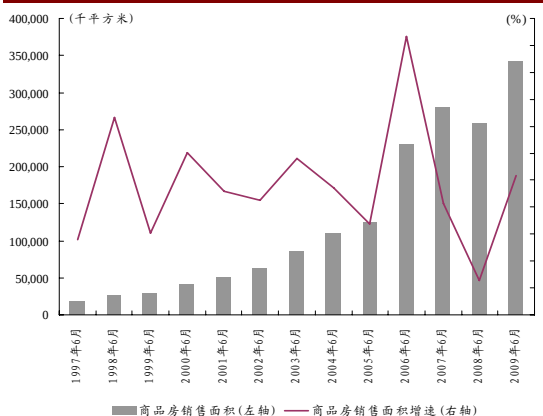
资料来源: 国家统计局, CEIC

图-2, 房地产开发资金来源增速



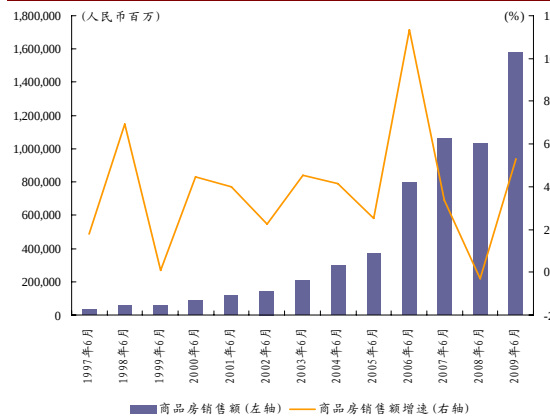
资料来源: 国家统计局, CEIC

图-3, 商品房销售面积及增速 (半年度)



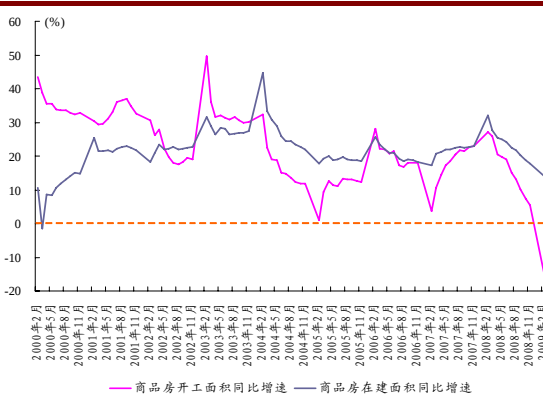
资料来源: 国家统计局, CEIC

图-4, 商品房销售额及增速 (半年度)



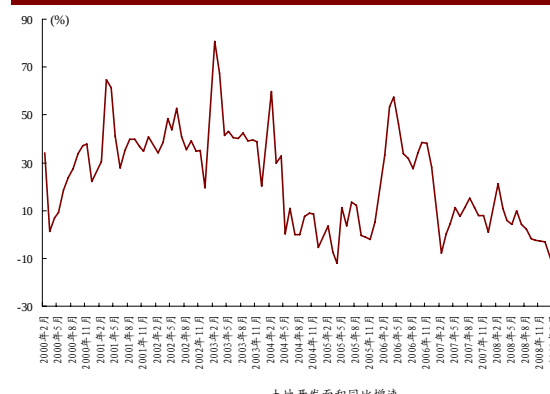
资料来源: 国家统计局, CEIC

图-5, 房屋开工及在建面积增速



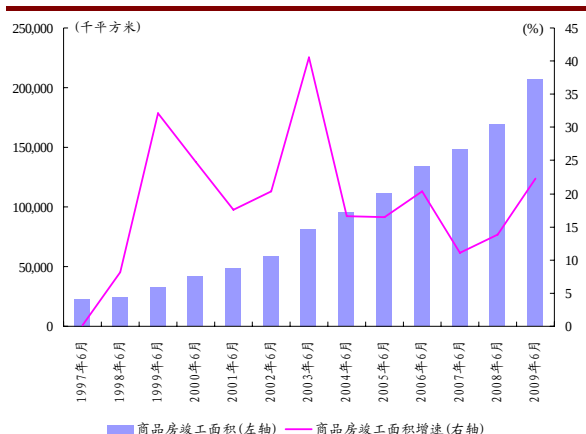
资料来源: 国家统计局, CEIC

图-6, 土地开发面积增速



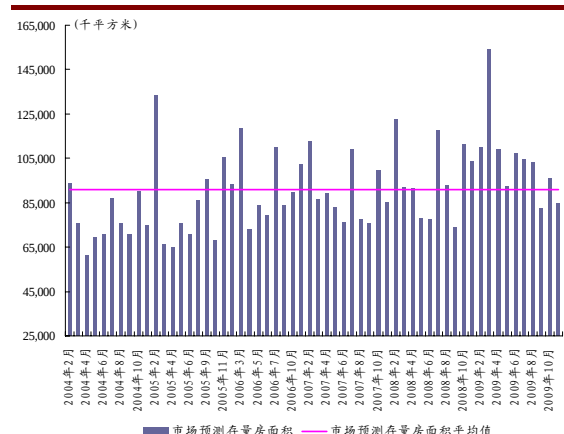
资料来源: 国家统计局, CEIC

图-7, 商品房竣工面积及增速



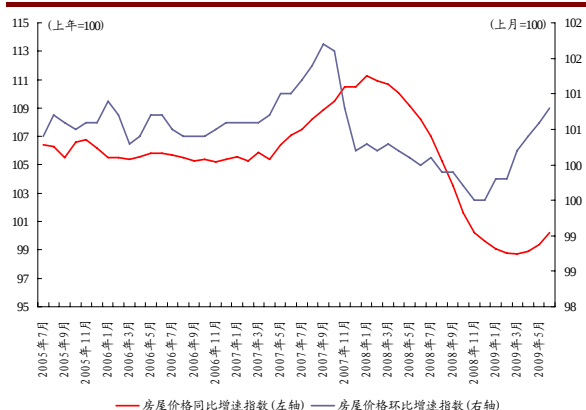
资料来源:国家统计局,CEIC

图-8, 市场存量房预测模型



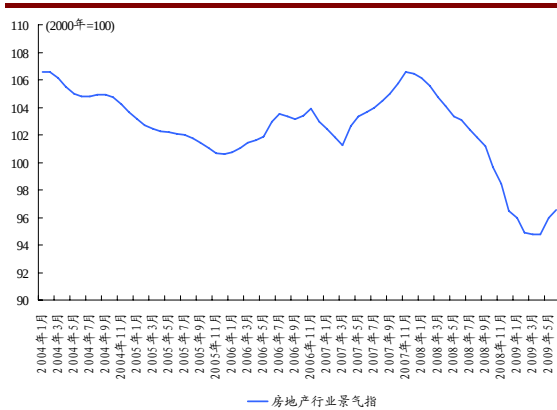
资料来源:CEIC, 招商证券(香港)公司预测

图-9, 房价同比及环比指数



资料来源:国家统计局,CEIC

图-10, 房地产景气指数



资料来源:国家统计局,CEIC

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人吴轩未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828