

2010-04-16

行业研究 / 跟踪报告

房地产
中性

分析师

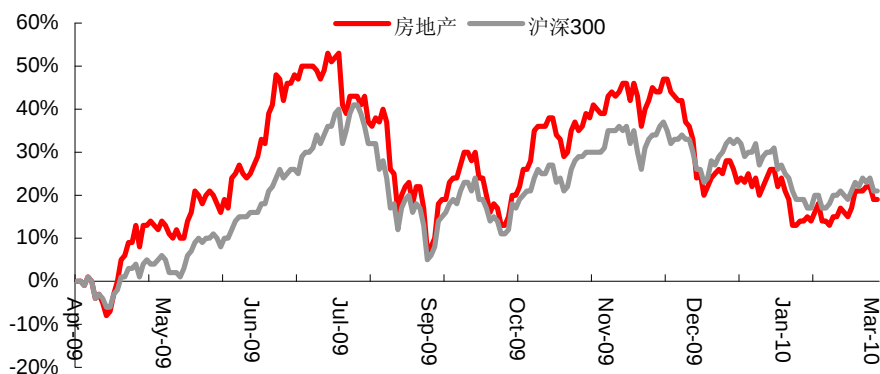
鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162
+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

政策的纠结还将继续

- 国务院总理温家宝 14 日主持召开国务院常务会议，研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施。措施包括：对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。增加住房有效供给；增加居住用地供应总量；加快保障性安居工程建设以及加强市场监管。
- 本次新推出的二套房贷政策可谓史上最严厉的二套房贷政策。尽管由于当前的基准利率比 2007 年的基准利率要低 1.89 个百分点，但是由于目前的房价比 2007 年底的房价全国平均涨幅达 34%，致使本次政策调整后的月供将比 2007 年的二套房贷政策收紧后的月供还要再增加 18.34%。我们判断这样的月供增幅将对真实的改善性需求形成抑制。
- 根据我们的测算，2009 年商品住宅成交额中借助银行贷款来完成交易的比率达到了 42%，比 2007 年激增 12 个百分点，比 2008 年更是猛增了 25 个百分点，显示出 2009 年宽松的信贷环境与较低的利率水平，尤其是二套房贷政策的放松导致购房人大量借助银行贷款来完成交易、投资性需求快速释放是推动 2009 年房地产市场火爆的重要原因。基于此分析框架，我们判断本次二套房贷的再度收紧，对投资性需求也将再度形成抑制效应。
- 与 2007 年略有不同的是，目前楼市中来自实体经济的资金越来越多。而要让这部分来自于实体经济的资金真正的退出房地产市场，我们认为一方面需要更好的投资渠道出现，另一方面可能是物业税或其代替税种的出现。
- 对于之前市场所广为流传的限制异地购房、某些城市将试点开征房地产保有税等政策并没有出现。我们认为其中的可能原因在于：房贷政策的操作相对容易，并且政策的力度调整起来也更为容易。该政策为后续调控政策的探路者，如没有起到预期的效果，传言中的其他政策出台的可能性仍在。在这一逻辑下，在房贷政策后的政策观察期，资本市场对政策的纠结还将继续。

最近 52 周股价表现



事件：国务院部署遏制部分城市房价过快上涨的政策

政策要点：

- ✓ 抑制不合理住房需求。对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款比例和利率水平。
- ✓ 增加住房有效供给。增加居住用地供应总量，大幅度增加公共租赁住房、经济适用房和限价商品住房供应。
- ✓ 加快保障性安居工程建设。确保完成 2010 年建设保障性住房 300 万套、改造各类棚户区 280 万套的工作任务。
- ✓ 加强市场监管。严格依法查处土地闲置及炒地行为，对存在捂盘惜售、土地闲置等违法违规行为的房地产开发企业，限制新购置土地，暂停批准上市、再融资和重大资产重组，商业银行不得发放新开发项目贷款。

我们的点评：

史上最严厉的二套房贷政策，将抑制真实的改善性需求

本次新推出的二套房贷政策规定贷款首付款比例不得低于 50%，其严厉程度超过 2007 年首付比例不得低于 40% 的规定，因此可谓史上最严厉的二套房贷政策。尽管由于当前的基准利率比 2007 年的基准利率要低 1.89 个百分点，导致同样上浮 10% 后的二套房贷利率比 2007 年要低 2.07 个百分点，但是由于当前的房价比 2007 年底的房价全国平均涨幅达 34%，致使本次政策调整后的月供将比 2007 年的二套房贷政策收紧后的月供还要再增加 18.34%。

上海、北京和杭州由于目前房价水平相对 2007 年底的房价涨幅较大，分别达到 77.86%、64.37% 和 62.28%，我们测算，这三个城市的月供在本次政策调整后 will 比 2007 年的二套房贷政策收紧后的月供还要再分别增加 56.70%、44.82% 和 42.98%。我们判断这样的月供增幅将对真实的改善性需求形成抑制。

表一：月供增幅测算

	房价(元/平米)			月供		
	200712	201003	涨幅	200712	201003	增幅
上海	11714	20834	77.86%	5806	9099	56.70%
北京	13000	21368	64.37%	6444	9332	44.82%
杭州	14191	23029	62.28%	7034	10058	42.98%
南京	6030	9446	56.65%	2989	4125	38.02%
深圳	14815	21190	43.03%	7344	9254	26.02%
天津	7056	9267	31.34%	3498	4047	15.72%
重庆	4066	5019	23.44%	2015	2192	8.76%
全国	3501	4705	34.39%	1735	2054	18.34%

数据来源：华泰联合证券研究所

注：假设 100 平米；5 成首付；等额本息还款；2007 年 12 月基

投资性需求同样会有所抑制

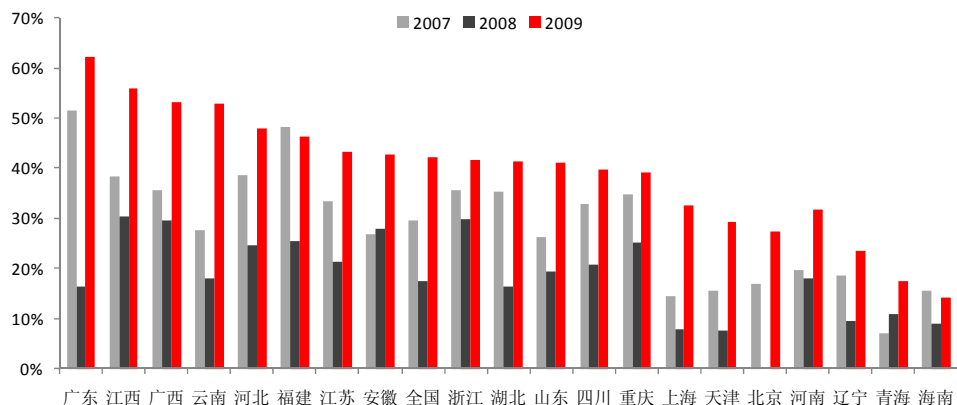
我们进一步测算了全国及重点省市近三年的商品住宅成交额中借助银行贷款来完成交易的比率。测算的结果显示，全国平均杠杆率在 2009 年达到了 42%，比 2007 年激增 12 个百分点，比 2008 年更是猛增了 25 个百分点，显示出 2009 年宽松的信贷环境与较低的利率水平，尤其是二套房贷政策的放松导致购房人大量借助银行贷款来完成交易、投资性需求快速释放是推动 2009 年房地产市场火爆的重要原因。基于此分析框架，我们判断本次二套房贷的再度收紧，对投资性需求也将再度形成抑制效应。

有趣的是，我们的测算结果还显示，北京与上海这两个全国最重要的一线城市，即使在 2009 年，房地产市场成交额中借助银行杠杆来完成的比率也只有 27% 与 33%，大大低于全国平均的杠杆率。

我们认为这一数据反差一方面说明北京与上海这两个最重要的一线城市，一次性付款的比重较高，同时也说明这两个城市中，来自于异地置业的投资性需求的比重比较高。一个可以参考的案例是海南省：海南省近三年的杠杆率分别只有 16%、9% 与 14%，这与海南省的购房需求主要来自岛外的投资性需求，而大多数岛外的投资性需求出于简化购房手续的考虑，采用了一次性付款，而较少在海南当地申请按揭贷款有直接的关系。

北京与上海异地置业的投资性需求比较高，印证了“北京不仅仅是北京人的北京、上海不仅仅是上海人的上海”这句话所隐含的：北京与上海的房价由全国的有钱人来定价，而非由当地的购买力来定价的逻辑。因此，即使 2010 年由于二套房贷的收紧而导致需求下降的情况出现，我们判断对北京与上海的房价的负面影响也将较小。

图 1 全国及各省市杠杆率测算



数据来源：华泰联合证券研究所

问题是，来自实体经济的资金会退出房地产市场吗？

在 2009 年的房地产市场中，包括在 2010 年前三个月的楼市成交中，可以观察到与 2007 年明显的不同，即，来自实体经济的资金越来越多。这一现象与这一两年，我国很多行业与领域所出现的国进民退这一大的宏观经济背景相关。而这些从实体经济中退出的资金之所以会囤积在房地产市场，与通胀预期，以及缺乏其他更好的投资渠道相关。同时这些资金对信贷杠杆的依赖并不显著。

展望 2010 年，我们认为通胀预期仍将强烈，但二套房贷紧缩有可能会推动房价将难以再快速上升的预期形成，这样的房价预期会减少一部分来自于实体经济资金的购房需求。但要让这些来自于实体经济的资金真正的退出房地产市场，我们认为一方面需要更好的投资渠道出现，另一方面可能是物业税或其代替税种的出现。

若需求明显收缩，预测开发商将采取停工缓建策略而非降价策略

如果购房需求因二套房贷的收紧而出现明显收缩，我们判断开发商将采取停工缓建的策略来应对，而非降价的策略。这将是基于开发商对 2008 年和 2009 年楼市冰火两重天的经验和记忆。再加上开发商目前普遍财务状况良好，同时开发贷尚未受到如同 2008 年般的压缩，现金流的压力将远远小过 2008 年。因此以损失利润为代价的降价策略将难以成为主流的应对策略。但停工缓建带来的投资下降未必为政府所乐见。

对政策的纠结还将继续

除抑制不合理住房需求之外，本次国务院常务会议还出台了增加住房有效供给、加快保障性安居工程建设以及加强市场监管的政策。但这些政策大多属于以前曾多次提及、而并未见过良好效果的政策。之前市场所广为流传的限制异地购房、某些城市将试点开征房地产保有税等政策并没有出现。

我们认为其中的可能原因在于：

- ✓ 房贷政策的操作相对容易，并且政策的力度调整起来也较为容易。如果因房贷政策过于严厉导致楼市下行并进而影响到投资和宏观经济，则房贷政策仍有再度变得宽松的可能和空间。相比之下，市场所流传的房地产税政策，一旦开征，如果对楼市的影响过大，则再推出税收减免政策的过程将更为复杂。显示出政府对房地产的调控仍然有投鼠忌器的顾虑。
- ✓ 以房贷政策的收紧为调控政策的探路者，如该政策成功起到抑制部分城市房价过快上涨的效果，则其他政策未必再出台。但如果这一政策没有起到预期的效果，传言中的限制异地购房等其他政策出台的可能性仍然存在。
- ✓ 本次政策出台后，我们判断会有一段相对的政策真空期和政策的观察期。但在楼市本身的反应尚没有明确答案前，资本市场对政策的纠结还将继续。

附：新华网报道

新华网北京4月15日电 国务院总理温家宝14日主持召开国务院常务会议，研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施。

会议指出，今年1月初《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》下发后，全国房地产市场整体上出现了一些积极变化。但近期部分城市房价、地价又出现过快上涨势头，加大了居民通过市场解决住房问题的难度，增加了金融风险。这既有流动性充裕、住房供求矛盾突出的原因，也与一些地方认识不到位、落实调控措施不力，投机性购房大量增加有关。必须采取更为严格、更为有力的措施，认真落实中央确定的房地产市场调控政策，坚决遏制部分城市房价过快上涨，切实解决城镇居民住房问题。

会议确定了以下政策措施：一是抑制不合理住房需求。实行更为严格的差别化住房信贷政策。对购买首套自住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍；对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款比例和利率水平。地方政府可根据实际，在一定时期内采取临时性措施，严格限制各种名目的炒房和投机性购房。加快研究制定合理引导个人住房消费、调节个人房产收益的有关税收政策。二是增加住房有效供给。房价上涨过快的城市，要增加居住用地供应总量，大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价商品住房供应。依法加快处置闲置房地产用地，对收回的闲置土地，优先安排用于普通住房建设。在坚持和完善土地招拍挂制度的同时，探索“综合评标”、“一次竞价”、“双向竞价”等土地出让方式。各地要尽快编制和公布住房建设规划，保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的70%。加快普通商品住房项目审批，尽快形成有效供应。三是加快保障性安居工程建设。各级地方政府要切实落实土地供应、资金投入和税费优惠政策，确保完成2010年建设保障性住房300万套、改造各类棚户区280万套的工作任务。大力发展公共租赁住房。四是加强市场监管。严格依法查处土地闲置及炒地行为，对存在捂盘惜售、土地闲置等违法违规行为的房地产开发企业，限制新购置土地，暂停批准上市、再融资和重大资产重组，商业银行不得发放新开发项目贷款。清理已发放预售许可证的商品住房项目，对囤积房源、哄抬房价等行为加大曝光和处罚力度，性质恶劣的依法取消房地产市场经营资格，对违法违规的要依法依规严肃追究相关负责人的责任。规范发展租赁市场。完善房地产市场信息披露制度。

会议要求，稳定房价和住房保障要实行省级人民政府负总责、城市人民政府抓落实的工作责任制，住房城乡建设部、监察部等部门要建立考核问责和约谈、巡查制度，对遏制房价过快上涨、推进保障性住房建设工作不力的，要追究责任。各地区、各部门要切实履行职责，加强分工协作和指导督查，加快制定、调整和完善相关政策措施。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com