

2010-04-18

行业研究 / 跟踪报告

房地产

中性 / 维持评级

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

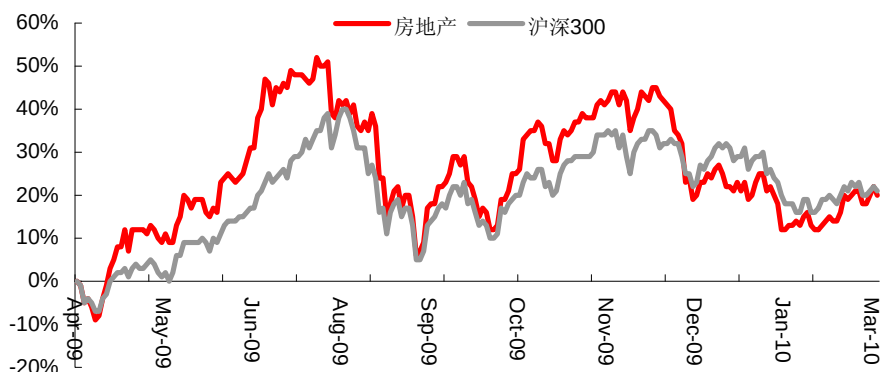
+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

楼市将陷入较大调整压力

——对《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨》的点评

- 国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》。
- 我们的点评:
 - 信贷的松紧,对楼市购买力的影响进而对成交量的影响至关重要。基于本次新推出的二套房贷政策其严厉程度超过 2007 年,我们判断不仅投资性需求会受到抑制,真实的改善性需求也将受抑。但需求的收缩还只是故事的一方面。从去年下半年开始全国商品房的新开工面积始终处在快速上升的通道,从房屋的建筑周期角度,巨大的新开工面积将于今年下半年形成源源不断的新增供给面积。综合需求和供给两个角度,下半年楼市将陷入较大调整压力已是大概率事件。
 - 更为严厉的是,本次通知规定可“暂停发放购买第三套及以上住房贷款”,可对“非本地居民暂停发放购买住房贷款”,以及可“在一定时期内限定购房套数”。我们认为该规定基本击中异地炒房的要害。基于“考核问责机制”的建立,判断地方的执行力度将大大增强。
 - 我们选取房价/人均消费支出指标筛选出房价水平显著超越当地消费水平的城市,逻辑在于支撑这些城市房价水平的购买力更多的是来自于异地的购房需求。其次我们选取年人均购房面积这一指标来筛选出购房行为较为活跃的城市,通常购房行为较为活跃的城市意味着投资客比重较高。综合上述两个纬度的指标,我们推测出异地置业的投资性需求比重较高的城市为:深圳、苏州、上海、合肥、北京、杭州、南京、无锡和厦门、银川。判断暂停第三套以上贷款和限制异地购房贷款的政策,将对这些城市的交易量带来较为显著的影响。
 - “加快研究制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策”,显示以税收的手段来调控楼市仍有可能。但预期政府推出仍将较为谨慎。这是因为税收政策相对信贷政策在灵活性以及可控性上都相对较差。

最近 52 周股价表现



国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》

要点包括:

- ✓ 建立考核问责机制。稳定房价和住房保障工作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。
- ✓ 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(包括借款人、配偶及未成年子女,下同),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,贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高。
- ✓ 商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款;对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方人民政府可根据实际情况,采取临时性措施,在一定时期内限定购房套数。
- ✓ 财政部、税务总局要加快研究制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策。
- ✓ 将住房销售价位、套数、套型面积、保障性住房配建比例以及开竣工时间、违约处罚条款等纳入土地出让合同。
- ✓ 严禁非房地产主业的国有及国有控股企业参与商业性土地开发和房地产经营业务。
- ✓ 对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业,商业银行不得发放新开发项目贷款,证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。

我们的点评:

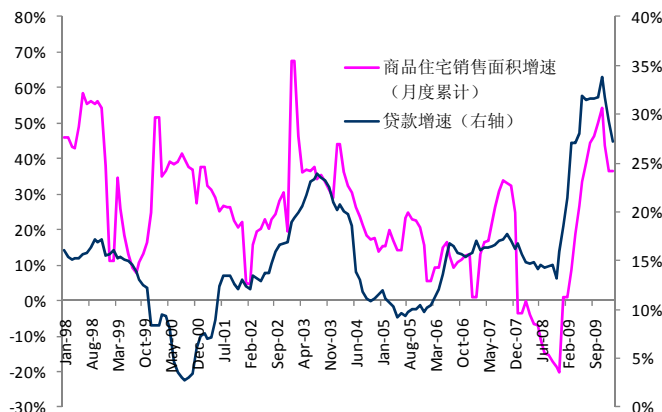
二套房贷收紧及上半年快速增长的新开工将使楼市承受较大调整压力

信贷的松紧,对楼市购买力的影响进而对成交量的影响至关重要。基于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,再加上目前的房价水平大大超过 2007 年二套房贷收紧前的房价,致使按 1.1 倍利率计算的月供大大超越 2007 年二套房贷收紧后的月供水平(详细测算请参见《政策的纠结还将继续(20100415)》),我们判断本次二套房贷政策收紧后,不仅将对投资性需求形成抑制,还将对真实的改善性需求形成抑制效应。

需求的收缩还只是故事的一方面。从去年下半年开始全国商品房的新开工面积始终处在快速上升的通道,今年前 3 个月,全国房地产开发企业房屋施工面积 24.22 亿平方米,同比增长 35.5%;房屋新开工面积 3.23 亿平方米,同比增长高达 60.8%;其中 3 月单月新开工面积量仅次于目前排名第一的 09 年 12 月单月新开工面积量。从房屋的建筑周期角度,巨大的新开工面积将于今年下半年形成源源不断的新增供给面积。

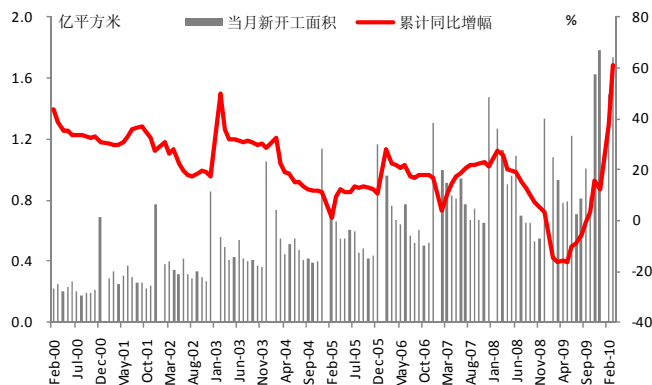
尽管我们判断如果销售情况低于预期,开发商会采取停工缓建的方式来应对市场的压力,但这种方式更适合的是拟新开工的项目,而非已动工且已即将进入销售期的项目。因此综合需求和供给两个角度,下半年楼市将陷入较大调整压力已是大概率事件。

图1 信贷的松紧对商品住宅销售影响至关重要



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图2 新开工面积创历史新高将形成下半年供给压力



数据来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

限制异地购房贷款痛击异地炒房要害，问责制将强化地方执行力度

比14日国务院常务会议更为严厉的是，本次通知规定“商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区”可“暂停发放购买第三套及以上住房贷款，对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数”。我们认为该规定基本击中异地炒房的要害。尽管该通知并没有对如何界定“商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区”给出具体的标准和定义，从而使得地方政府和商业银行在操作该政策上仍有相当的弹性，但我们判断“考核问责机制”的建立，将大大强化地方政府的执行力度。

我们的研究显示，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（42%）。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。也再度说明北京与上海的房价由全国的有钱人来定价，而非由当地

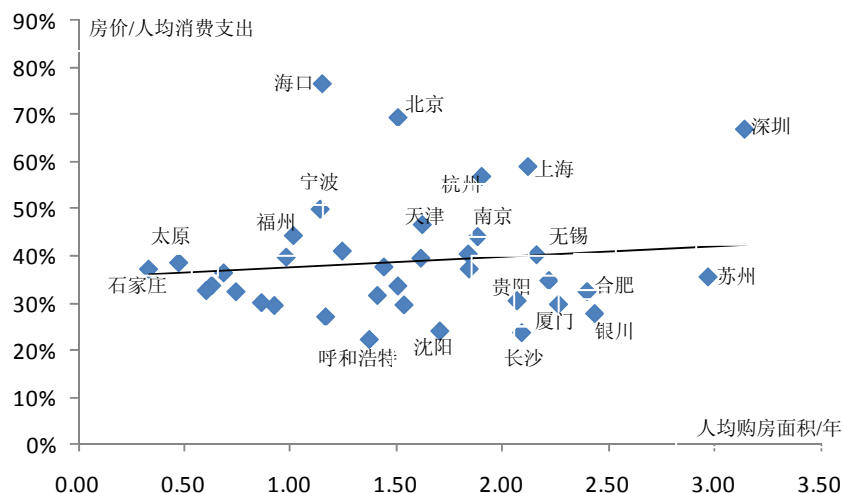
的购买力来定价的逻辑，即“北京不仅仅是北京人的北京，上海不仅仅是上海人的上海”。

但这个研究结果，并不能反过来说明二、三线城市的投资性需求比重较低。事实上，近几年沿海发达城市房地产市场的繁荣催生了大量的专业炒房客，这些炒房客出于对全国重点城市房价的比较，已开始将资金转向内地的二三线城市，即所谓的价格洼地，此外，内地二三线城市大部分属于劳务输出大省，外地工作的本籍人员出于改善父母居住环境以及升值预期也加入到本地购房的行列。同时，随着城市化进程的加速，二三线城市周边区县的富裕人群出于改善居住环境及为子女创造更好教育条件的需要，也越来越多的进入所在区域的中心城市购买房产。以上这些购房需求都带有一个显著特征：即异地置业。

我们试图用两个纬度的数据指标来推测异地置业在全国主要城市的分布。从逻辑上，消费水平越高的人群其可支撑的房价水平也越高，而当房价水平显著超越当地消费水平时，则意味着支撑这些城市房价水平的购买力更多的是来自于异地的购房需求，因此首先我们选取房价/人均消费支出指标筛选出这些城市。筛选的结果显示：海口、北京、深圳、上海、杭州、宁波、天津、福州、南京与武汉、大连的房价水平大大超越当地的人均消费水平。第二个纬度，我们选取年人均购房面积这一指标来筛选出购房行为较为活跃的城市，通常我们可以将购房行为较为活跃的城市理解为这些城市的投资客比重较高。2009年全国人均购房面积为0.64平方米，但是深圳、苏州、银川、合肥、厦门、成都、无锡、上海、长沙、贵阳、杭州和南京的人均购房面积都超过或接近2平方米，大大超过全国的平均水平。

综合上述我们两个纬度的指标，我们推测出异地置业的投资性需求比重较高的城市为：深圳、苏州、上海、合肥、北京、杭州、南京、无锡和厦门、银川。暂停第三套以上贷款和限制异地购房贷款的政策，将对这些城市的交易量带来较为显著的影响。

图3 异地置业的投资性需求集中在东部，并开始向中西部城市渗透



数据来源：华泰联合证券研究所

税收政策将是调控的杀手锏，但判断祭出将极为谨慎

该通知中还称“财政部、税务总局要加快研究制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策”，显示即使在上述已极为严厉的信贷调控政策之后，媒体曾较为集中报道的房地产特别消费税及持有环节的税收推出的可能性仍然较大。

不过我们预期，政府对涉及到税收调控政策的推出，仍将较为谨慎。这是因为一旦因税收的原因导致楼市剧烈调整，再调整税收政策，其难度及所需花费的时间都要远远超过信贷政策。相对税收政策，信贷政策的调整更加有针对性、灵活性以及可控性。

附：国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知(全文)

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（国办发〔2010〕4号）印发后，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，投机性购房再度活跃，需要引起高度重视。为进一步落实各地区、各有关部门的责任，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，现就有关问题通知如下：

一、各地区、各有关部门要切实履行稳定房价和住房保障职责

（一）统一思想，提高认识。住房问题关系国计民生，既是经济问题，更是影响社会稳定的重要民生问题。房价过高、上涨过快，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，不利于经济社会协调发展。各地区、各有关部门必须充分认识房价过快上涨的危害性，认真落实中央确定的房地产市场调控政策，采取坚决的措施，遏制房价过快上涨，促进民生改善和经济发展。

（二）**建立考核问责机制**。稳定房价和住房保障工作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、监察部等部门要对省级人民政府的相关工作进行考核，加强监督检查，建立约谈、巡查和问责制度。对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

二、坚决抑制不合理住房需求

（三）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（包括借款人、配偶及未成年子女，下同），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，贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高，具体由商业银行根据风险管理原则自主确定。人民银行、银监会要指导和监督商业银行严格住房消费贷款管理。住房城乡建设部要会同人民银行、银监会抓紧制定第二套住房的认定标准。

要严格限制各种名目的炒房和投机性购房。**商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数。**

对境外机构和个人购房，严格按有关政策执行。

（四）发挥税收政策对住房消费和房地产收益的调节作用。财政部、税务总局要加快研究制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策。税务部门要严格按照税法和有关政策规定，认真做好土地增值税的征收管理工作，对定价过高、涨幅过快的房地产开发项目进行重点清算和稽查。

三、增加住房有效供给

（五）增加居住用地有效供应。国土资源部要指导督促各地及时制定并公布以住房为主的房地产供地计划，并切实予以落实。房价上涨过快的城市，要增加居住用地的

供应总量。要依法加快处置闲置房地产用地，对收回的闲置土地，要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”等出让方式，抑制居住用地出让价格非理性上涨。

(六)调整住房供应结构。各地要尽快编制和公布住房建设规划，明确保障性住房、中小套型普通商品住房的建设数量和比例。住房城乡建设部门要加快对普通商品住房的规划、开工建设和预销售审批，尽快形成有效供应。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%，并优先保证供应。城乡规划、房地产主管部门要积极配合国土资源部门，**将住房销售价位、套数、套型面积、保障性住房配建比例以及开竣工时间、违约处罚条款等纳入土地出让合同**，确保中小套型住房供应结构比例严格按照有关规定落实到位。房价过高、上涨过快的地区，要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。

四、加快保障性安居工程建设

(七)确保完成2010年建设保障性住房300万套、各类棚户区改造住房280万套的工作任务。住房城乡建设部、发展改革委、财政部等有关部门要尽快下达年度计划及中央补助资金。住房城乡建设部要与各省级人民政府签订住房保障工作目标责任书，落实工作责任。地方人民政府要切实落实土地供应、资金投入和税费优惠等政策，确保完成计划任务。按照政府组织、社会参与的原则，加快发展公共租赁住房，地方各级人民政府要加大投入，中央以适当方式给予资金支持。国有房地产企业应积极参与保障性住房建设和棚户区改造。住房城乡建设部要会同有关部门抓紧制定2010-2012年保障性住房建设规划(包括各类棚户区建设、政策性住房建设)，并在2010年7月底前向全社会公布。

五、加强市场监管

(八)加强对房地产开发企业购地和融资的监管。国土资源部门要加大专项整治和清理力度，严格依法查处土地闲置及炒地行为，并限制有违法违规行为的企业新购置土地。房地产开发企业在参与土地竞拍和开发建设过程中，其股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利。**严禁非房地产主业的国有及国有控股企业参与商业性土地开发和房地产经营业务**。国有资产和金融监管部门要加大查处力度。商业银行要加强对房地产企业开发贷款的贷前审查和贷后管理。**对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组**。

(九)加大交易秩序监管力度。对取得预售许可或者办理现房销售备案的房地产开发项目，要在规定时间内一次性公开全部销售房源，并严格按照申报价格明码标价对外销售。住房城乡建设部门要对已发放预售许可证的商品住房项目进行清理，对存在捂盘惜售、囤积房源、哄抬房价等行为的房地产开发企业，要加大曝光和处罚力度，问题严重的要取消经营资格，对存在违法违规行为的要追究相关人员的责任。住房城乡建设部门要会同有关部门抓紧制定房屋租赁管理办法，规范发展租赁市场。

各省(区、市)人民政府要对本地区房地产开发企业经营行为进行一次检查，及时纠正和严肃处理违法违规行为，检查处理结果要于2010年6月底之前报国务院。住房城乡建设部要会同有关部门组织抽查，确保检查工作取得实效。

(十)完善房地产市场信息披露制度。各地要及时向社会公布住房建设计划和住房用地年度供应计划。住房城乡建设部要加快个人住房信息系统的建设。统计部门要研

究发布能够反映不同区位、不同类型住房价格变动的信息。

国务院各有关部门要根据本通知精神，加快制定、调整和完善相关的政策措施，各司其职、分工协作，加强对各地的指导和监督检查。各地区、各有关部门要积极做好房地产市场调控政策的解读工作。新闻媒体要加强正面引导，大力宣传国家房地产市场调控政策和保障性住房建设成果，引导居民住房理性消费，形成有利于房地产市场平稳健康发展的舆论氛围。

国务院

二〇一〇年四月十七日

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