

会叫的狗不咬人，咬人的狗不会叫

近期房地产相关政策点评

报告关键点:

- 近期高调出台的地产政策更多是针对房价的应急措施，影响趋于短期和心理层面
- 从中长期看，货币政策退出和顺差规模系统下降，是影响地产市场的决定因素
- 上周的准备金率政策本身不是针对地产市场

报告摘要:

- 本文主要回答了地方房地产政策、准备金率政策以及按揭贷款政策对地产市场的影响这三个问题，并总结出以下观点：
 - 1、我们认为，近期高调出台的政策对地产市场的影响最多是短期心理层面的压力，但是不会产生长期趋势影响
 - 2、但是货币政策的逐步退出以及贸易顺差规模的下降带来流动性系统性收缩的过程将会对房地产泡沫产生长期的抑制作用，促使地产市场开始逐步调整
- 北京及其它地方近期出台相关行业政策有何影响
 - 这些政策在短期内将对地方市场产生恐吓作用，使得需求短期快速萎缩，但是房价最多只是微跌。从中长期看，这些政策不太可能长期持续。一旦房价稳定就可能在执行层面放松。
- 关于周末准备金率上调与地产市场的关系
 - 此政策不是直接针对地产行业的调控。但这意味着政府已经有信心对地产市场实施更多的抑制政策。同时，货币政策的继续退出将继续对地产市场趋势造成影响。
- 停止三套房以上按揭贷款是否会有影响
 - 影响地产市场的更多的是整体信贷（流动性）的松紧，单纯按揭市场的局部调整影响相对有限。

房地产

同步大市-A

上次评级

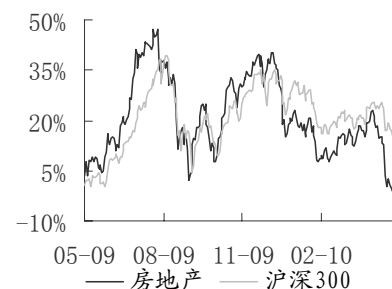
同步大市-A

房地产 III

报告日期

2010-05-05

12个月行业表现



研究员

柳世庆

行业分析师

010-66581630

liusq@essence.com.cn

证书编号

S1450209100295

徐胜利

行业分析师

010-66581636

xusl@essence.com.cn

证书编号

S1450209090272

前期研究成果

- 房地产：明晰执行标准 加大调控攻势
2010-04-19
- 房地产：从差别化住房信贷入手
2010-04-16
- 房地产：调控多方加力 投资应待企稳
2010-04-15

近期各级政府连续出台房地产行业相关政策，对此，我们在前期报告《泡沫正在破裂，尚无崩溃之虞》中阐述了我们的观点。本文想进一步就政策细节和市场关注的问题做一些简单的回答。

总结起来，我们认为，近期高调出台的政策对地产市场的影响最多是短期心理层面的压力，但是不会产生长期趋势影响（即会叫的狗不咬人）；但是，在当前关注视线之外的一些趋势，如货币政策的逐步退出以及贸易顺差规模的下降带来流动性系统性收缩的过程将会对房地产泡沫产生长期的抑制作用，促使地产市场开始逐步调整（即真正咬人的狗不叫）。

以下将具体回应市场关于北京等地方政策的影响、准备金率以及按揭贷款等三个方面的问题：

1. 北京及其它地方近期出台相关行业政策有何影响

北京市上周出台了地产调控的相关政策，包括停止三套房贷款和外地人购房贷款，限制购房套数等。我们认为这些政策持续时间不会太长，影响更多局限于短期层面。

从短期看，尤其在未來一两个月内，北京和其它各地将可能出台的地方性调控政策，都会对当地市场产生吓唬作用。实际上，前两周的部分城市成交量就已经因为政策出台而萎缩，而未来的政策将在短期内从购房者心理上强化和延长这个过程。

在需求萎缩的背景下，房价将出现盘整或者微跌，但最多只是个别楼盘出现大幅下跌。这主要是因为供给方短期内能够调整到与需求相适应：从开发商看，短期内没有资金压力需要降价抛售；从二手房售房者看，除非价格出现一段时期暴跌，很难形成一致的降价预期进而推动更多的二手房被恐慌性抛售。目前，最可能有“低价抛售”的供给方可能就是面临资金链断裂或者急于还贷的“短炒者”（这不同于对房地产做长期配置的投资者），但是这样的投机者并不占多数。因此，最终结果就是短期成交量很低，但价格不会大跌。

从长期来看，目前的这些政策很难长时间维持。目前的政策如果认真执行，无疑会打压一些正常的需求，这实际上反映了政策制定者主要是针对短期房价问题而出台应急措施。如同泻药一般，是不宜长期服用。因此，我们估计短期内政策执行力度会很严格，但是如果价格稳定，那么一两个季度之后，执行力度可能会有放松。

此外，从政府对地产长期的态度看，解决房价显然不是根本之道，提供充足的住房保障才是未来的主要方向。因此，目前的政策更多的只是着眼于短期问题。

但是，必须注意，这些政策对于部分区域的房价可能产生影响，这主要集中在泡沫严重的一二线城市的相对偏远地段。

实际上，相对地方政策，我们认为对地产市场趋势影响最大的是整体流动性的趋势性收缩。这主要是来自货币政策的逐步退出以及贸易顺差规模的系统性下降。这使得我们相信房地产泡沫无法维持。但是这样的收缩不太可能如同 2008 年那样急速，因此房地产价格不太可能崩溃。

2. 关于周末准备金率上调与地产市场的关系

我们认为，上调准备金率本身并不太可能是主要针对房地产调控。这是因为：

- 1、考虑到准备金率的效果远不如其它政策直接，因此这不太可能是央行为了调控资产价格的政策选择。如果准备金率可以影响房地产市场，传导路径将是：提高准

备金率从而系统性提高银行间资金成本；进而约束银行的信贷投放能力；最终影响实体经济流动性。这个过程涉及许多其它变量，因此实际操作中，准备金率对资产价格的影响很难确认。

- 2、近期中央层面已经出台了一系列针对行业的政策，并且在短期内看起来有一定效果，因此没有必要针对局部行业再出台一个影响全局经济的宏观政策。

但是，这一政策出台至少表明政府对于经济的信心越来越强，因此未来对地产市场投鼠忌器的顾虑越来越少。因此，只要房价不稳定，未来连续出台地产政策的可能性较大。

最后，整体货币政策的逐步退出将在趋势上影响房地产市场。尽管本次提高准备金率并不一定对市场流动性造成较大冲击（这一政策主要影响银行间流动性，而对实体经济的影响则可能被银行内部资产负债表的调整所吸收），但是从趋势上看，货币政策退出势在必行，因此地产市场泡沫难以维系。

3. 停止三套房以上按揭贷款是否会有影响

我们估计单纯的这一政策的影响是有限的，影响地产市场的更多的是整体信贷（流动性）的松紧，按揭市场的局部调整影响相对有限。

具体说来，衡量这一政策的影响至少需要看两个层面的因素：

其一是三套以上房贷的占比。这个并没有公开数据，但是从银行风控层面的角度考虑，其占比应该低于首套房和二套房的贷款占比。我们估计 2009 年新投放三套房贷款（剔除还款的影响后）大约不超过 4000 亿，对全部房地产销售额（新房和二手房）的影响不到 10%。

其二是停止相关贷款后会多大程度影响购房资金成本。严格的说，购房资金成本是按揭贷款成本与自有资金（包括按揭贷款首付和全额付款两部分）成本的加权平均，其中后者的影响往往更大。这一方面是因为后者的占比更高，另一方面是因为其成本波动更剧烈。自有资金成本可以用诸如企业主的资金成本或个人手持财富的成本来衡量，但从宏观上讲，这取决于整个经济流动性的松紧状况。

如果禁止三套以上房的贷款，那么资金成本完全取决于自有资金成本。从静态的来看，考虑到目前各类资产价格处于高位，显示自有资金成本并不高，因此，停止三套房信贷的冲击可能并不会太大。或者说，在流动性尚充裕的市场上，对接按揭贷款的依赖性不强。但是从动态的来看，考虑到货币政策的逐步退出，整体流动性未来将不断收紧，因此房价泡沫很难维持。但这与单纯的按揭政策关系并不非常明显。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034