

对房地产市场不必过分担忧 ——房地产新政影响几何？

联系人：吴璇

执业证书编号：S0100207110180
(8610)85253590
wuxuan@mszq.com

2010年04月22日

策略研究/点评

近期政策：

4月14日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，会议要求坚决遏制住房价过快上涨，各城市政府要切实负起维护房地产市场健康发展的责任。加强住房保障工作，增加住房建设用地有效供应。实行更加严格的差别化住房信贷政策，抑制投机性购房。加快研究制定合理引导个人住房消费的税收政策。会议还制定了以下政策：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；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；对捂盘惜售、闲置土地的房企，限购土地，暂停批准上市、再融资和重大资产重组，不得发放新开发项目贷款。

4月15日，国土资源部公布了今年住宅用地供应计划，全国30个省、市、区(西藏除外)2010年度住房用地计划拟供应量为大约18万公顷，比去年翻了一倍多。其中，保障性住房、棚户区改造和中小套型商品房用地计划供应量占住房用地计划供应总量的77%。

4月17日，国务院：关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知。1、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。2、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。3、调整住房供应结构：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。4、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、各类棚户区改造住房280万套的工作任务。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。5、加强市场监管：加强对房地产开发企业购地和融资的监管，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。

点评：

因为本人并不是专门的房地产行业研究员，所以仅从策略的眼光对当前的房地产市场聊表拙见，以期交流。

在宽松的财政、货币政策刺激下，我国的房地产市场从 09 年 2 季度开始从前期的危机中逐渐复苏，并在 2010 年 2 月份（房屋销售价格指数可得数据显示）创出历史新高，各地房价一路飙涨，房地产市场已经脱离实体经济，显示出严重过热迹象。

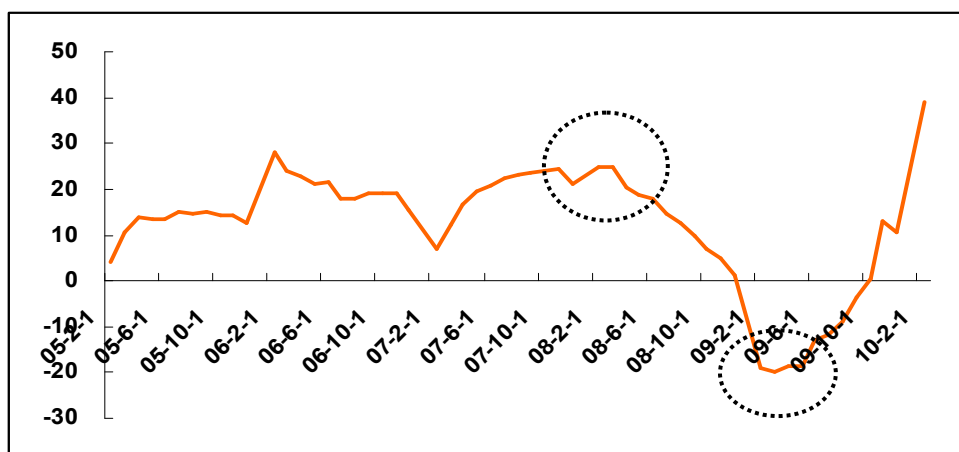
政府从 09 年 4 季度开始，断断续续的出台对楼市调控的政策，最初是对信贷、税收方面的调控。今年“两会”期间，政府也明确提到要增加供给，遏制房价的过快上涨。但是，之后的“地王频出”现象像导火索一样引发房价新一轮暴涨……最终，这个月中旬，政府连续 4 天出台“遏制部分城市房价过快上涨”的通知，显示政府调控信心的坚决。

我们认为，当前的房价过猛上涨绝对是一种不健康的状态，被调控是必然的。但是，这种调控的成效到底有多大？会多大程度打压房价？会对房地产股票又有多大程度的影响？当前市场众说纷纭，有人说：“房价至少会下降 30%”……本文不对房价调整幅度妄加判断，仅本着谨慎的态度，从数据的相关性角度对当前房地产市场及房地产股票市场的走势进行简单的分析。

一、房地产市场内在的运行规律被打乱

1、本轮房价上涨的主要原因。笔者认为，本轮房价上涨的主要原因有两个：一是过剩流动性的推动，二是房源供应的不足。首先，危机的影响令制造业企业的利润急剧萎缩，所以新增货币在实体经济复苏迹象不明显的条件下是不会贸然投资的。那么，根据托宾Q理论，资金必然流向非制造业体系，同时考虑到资金的流动性，那么股市、楼市是大量货币最好的去处。其次，08年房地产市场的低迷，使得新开工面积大幅萎缩。那么，考虑到一般18个月左右的周期，那么，09年下半年开始，房屋必然出现供需缺口。但当时政府的“饿地”政策又进一步加剧了房源的短缺。因此，今年以来房地产市场的量价齐升主要是由泛滥流动性推动下的需求，和紧缺房源抑制下的供需矛盾所决定的。

图1 新开工面积累计同比增速%



数据来源：wind、民生证券研究所

2、供需矛盾逐渐缓解，房价涨势趋缓。抛开本月中旬的政策不谈，单从流动性和供需平衡这两个角度出发，房地产市场在2010年下半年理应进入中期调整阶段。首先，货币供应量从去年11月份开始下降，并呈现逐月回落态势，流动性早已见顶；其次，从图1看到，房地产新开工面积累

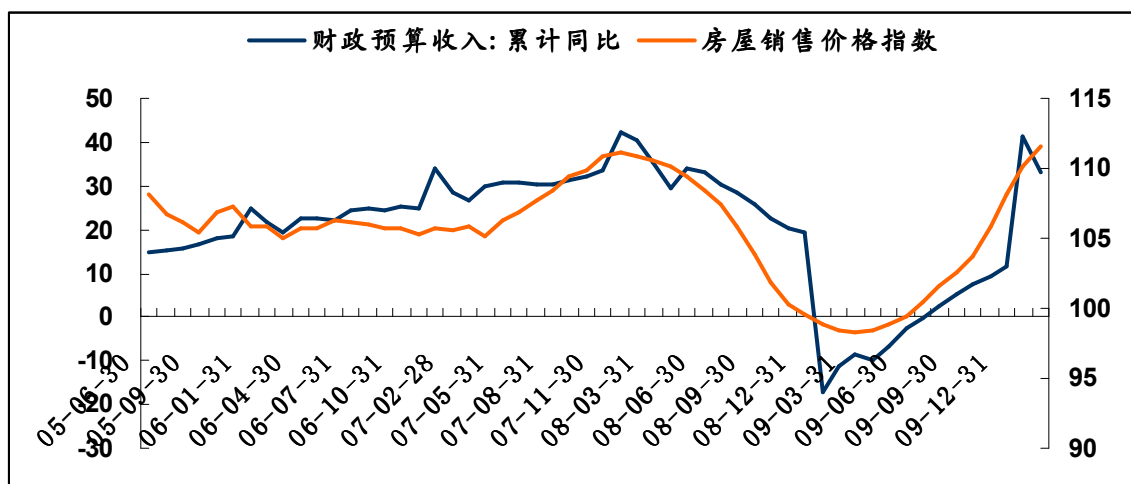
计同比增速大幅回升，房源供给增加，今年下半年供需矛盾将会得到有效改善。所以，随着推动本轮房价上涨的两个主要因素的逐个瓦解，今年下半年的房价涨幅本身就会逐渐缓解。而政府此时的调控只是起到助涨助跌的作用。

二、财政预算收入变动是房价走势的风向标

通过分析财政预算收入与房价的关系，笔者发现，两者有很强的正相关关系，即财政预算收入和房地产价格几乎同时见顶（底）。

根据法律规定，纳税人在房地产交易过程中应缴纳契税、营业税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加、个人所得税、土地增值税、印花税等税金。因此，房地产交易环节的重税负对房价走势有一定的风向标作用。目前来看，财政预算收入累计同比增速已经达到历史同期较高水平，政府运用财政政策调控房价的空间较大，因此政府“不怕”房价调整。例如，近期正在讨论的征收住房保有税。

图2 财政预算收入与房价相关性关系

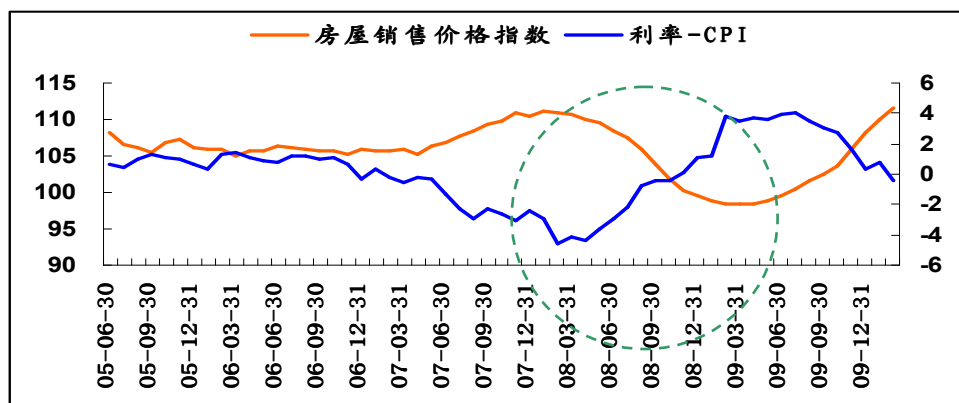


数据来源：wind、民生证券研究所

三、当前经济环境决定房价不会大幅下跌

08年到09年1季度，房地产市场低迷，房屋销售价格指数一路下滑，直到09年4月份开始，才逐渐回升，在10年2月份超过08年1月份111.2的历史高点，达到111.6。下图3显示，房屋售价和真实利率的变动趋势有很强的负相关关系。

图 3 真实利率和房价的关系



数据来源: wind、民生证券研究所

简单的说, 房价的走势取决于利率和通胀率的关系。当利率和通胀率都有上升预期时, 如果利率的上涨幅度慢于通胀率的上涨幅度, 则房价是上涨的; 反之, 当利率和通胀率都有下降预期时, 当利率的下降幅度慢于通胀率的下降幅度, 则房价是下跌的。这两种状况在正利率环境和负利率环境下是同时成立的。

图 3 (1) 07.4-08.2

图 3 (2) 08.2-08.10

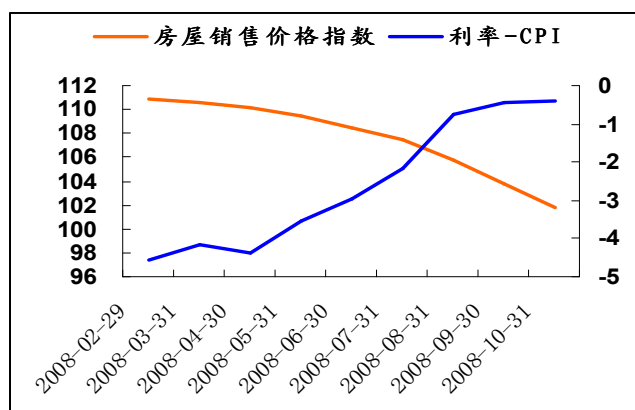
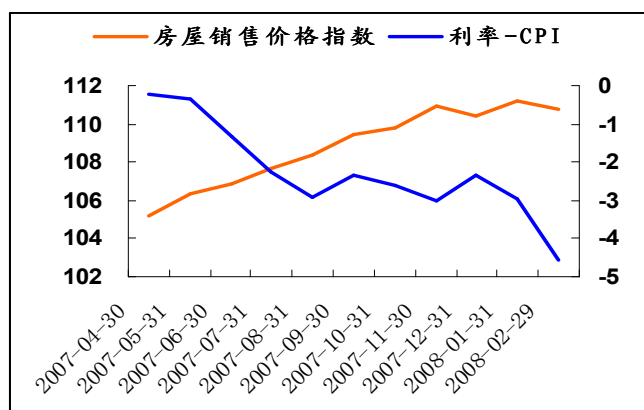
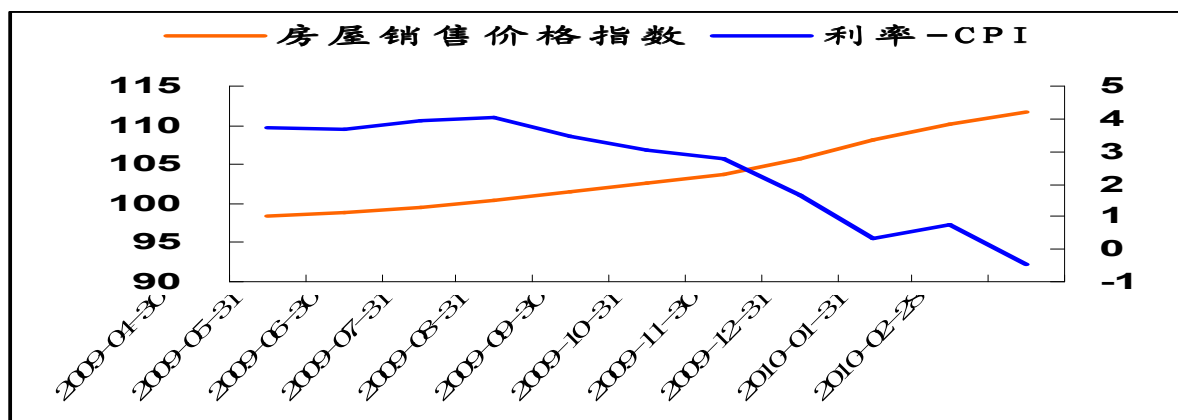


图 3 (3) 09.4-10.2



数据来源: wind、民生证券研究所

虽然 07 年 9 月份也通过提高二套房首付和利率，抑制房价的过快上涨，并且取得了阶段性的效果。但仔细分析当时的利率环境可以发现，上轮房价下跌所处的经济环境是 CPI 和利率均从高位回落，并趋势性下降，且利率的下降幅度慢于通胀率的下降幅度，正是图 3（2）所描述的状况。而此次房价调控所处的经济环境正是图 3（1）所描述的状况，即在利率和通胀率都有上升预期时，如果利率的上涨幅度慢于通胀率的上涨幅度，则房价是上涨的。

所以，我们判断，只要 2 季度可能采取的加息幅度小于当时 CPI 的上涨幅度，那么房价大幅调整的可能性不是很大，但是下半年随着 CPI 高位回落，房地产市场的不确定性增加。目前，涨幅较高楼盘降价促销回笼资金的概率较大。但是，整体来看，考虑到目前房地产商充裕的现金流状况以及当前处于复苏期的经济环境，政府的意图是“遏制房价过快上涨，保持房地产市场的健康发展”，并不是进行打压，因此，未来房价涨幅将收窄，高位震荡盘整的概率比较大，

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。经授权后引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。