

2019年07月10日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

房地产调控转向融资端影响几何？

——近期房地产调控加强点评

相关报告

《银保监会新闻发布会点评：包商银行事件与金融供给侧改革》——2019-07-07

《6月PMI数据点评：经济企稳迹象初显》——2019-06-30

《2019年5月经济数据点评：经济下行压力增加，但市场可能过度悲观》——2019-06-17

《5月贸易数据点评：出口韧性或与贸易抢跑有关》——2019-06-11

《5月PMI数据点评：外需显著下行或推升存货》——2019-06-02

事件：

7月10日《中国证券报》报道监管部门对部分银行进行窗口指导，要求控制房地产贷款额度，房企融资渠道进一步收紧。在4月份政治局会议重提“房住不炒”且一些前期房地产过热的城市经历需求端调控之后，5月份以来针对房地产企业融资的政策不断加码引发一些关切。我们认为针对房企融资端的调控措施意在防范部分房企过度加杠杆并触发房价上涨预期。综合考虑被调控房企不少已经有较多土地储备，我们认为房地产投资受到的影响比较有限；此外近期土地市场有部分过热的迹象，调控之后有助于土地市场和土地出让金收入保持平稳，投资者也无需过度担忧基建投资。

投资要点：

- **房地产调控转向融资端。**在三四月份房地产市场经历小阳春超预期之后，4月份政治局会议重提“房住不炒”。此后，包括苏州等前期房价上涨过快的城市被点名批评。在这些城市，限购限贷及房贷利率上调等需求端调控措施显著强化，贸易摩擦升级也进一步导致市场预期发生一些变化。5月份全国商品房销售面积同比重现负增长——重新回归市场年初对于全年房地产市场销售温和滑落的预判。

然而，5月份以来，监管部门先发布23号文限制对购地保证金加杠杆行为，后又对信托公司进行窗口指导要求严控房地产信托规模增速。叠加最新的对房地产贷款额度的限制——就我们了解更多指向房地产企业贷款——显示房地产调控进一步转向企业融资端。

为什么在房地产销售已经有所回落的情况下，调控仍然继续加强呢？

- **防范库存重新堆积和金融风险可能是融资端调控的主要考虑。**尽管全国来看商品房销售同比开始出现一些温和回落，但是城市间分化仍然较大：部分的与限价措施相关，一些二线城市房地产销售势头仍然不错。在这种情况下，一些风格偏激进的房地产企业，出于扩张规模或者过度乐观的原因，在土地市场上高价拿地，大幅增加土地购置的行为存在潜在的风险。一方面，如果乐观预期不能兑现，存在房地产库存再度上升的风险；一方面，相关企业债务杠杆显著上升，对于金融体系的稳定也会造成隐患。我们认为监管部门从融资

端出手防范金融风险可能是主要考虑。

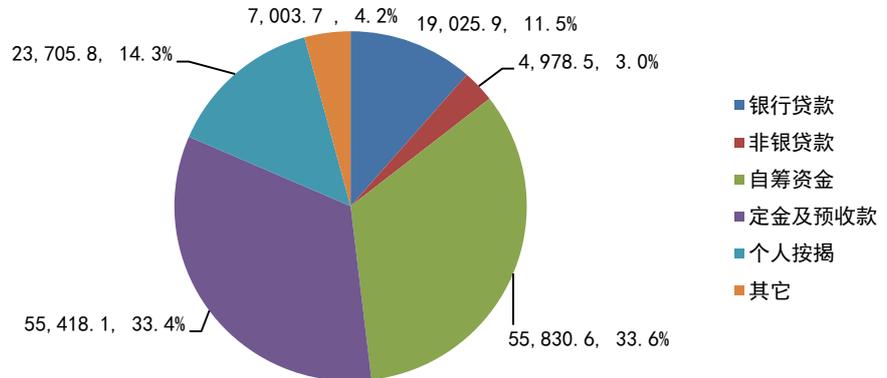
- **防范地价上涨导致房价上涨可能也是考虑之一。**由于房地产市场存在较强的因为羊群效应和抵押品价格波动造成的顺周期自我加速的特征，土地价格的上涨也可能引发房价上涨的预期并对于房住不炒的定位造成负面影响，我们认为监管部门出手也有这方面考虑。
- **对房地产投资的冲击或比较有限。**我们估计 2019 年房地产信托贷款即使维持当前较高的增速，也就是 4500 亿人民币，占 2018 年约 16.6 万亿房企资金来源不足 3%。即使房地产信托从现在起不增加，对于下半年房地产企业资金来源的冲击也就在 2% 稍多，非常有限。从目前来看，主要是少数风格激进的房企和小型房企受到冲击较大。当然，如果限制房地产银行贷款，冲击会更大一些，但是从窗口指导的措辞来看，也主要是指向一些激进的房地产公司。

此外，一些激进拿地的公司目前已经持有了相当多的土地储备，未来开工也有一定保障。实际上，一些地产公司本来就是按照上半年融资环境偏宽松多拿地，下半年融资偏紧做好施工和销售来安排的。这也有助于缓解调控对于房地产投资的冲击。

- **调控措施有助于土地市场回归平稳。**实际上，由于部分地产公司比较激进的行为，土地市场已经出现了一些局部过热的迹象。100 城土地成交总价累计同比已经从 3 月份的 -11.9% 上升到 6 月份的 17.1%，可以用“量价齐升”来形容。我们认为调控措施有助于土地市场和土地出让金回归平稳。投资者也无需对于调控之后基建投资资金来源过度担心。

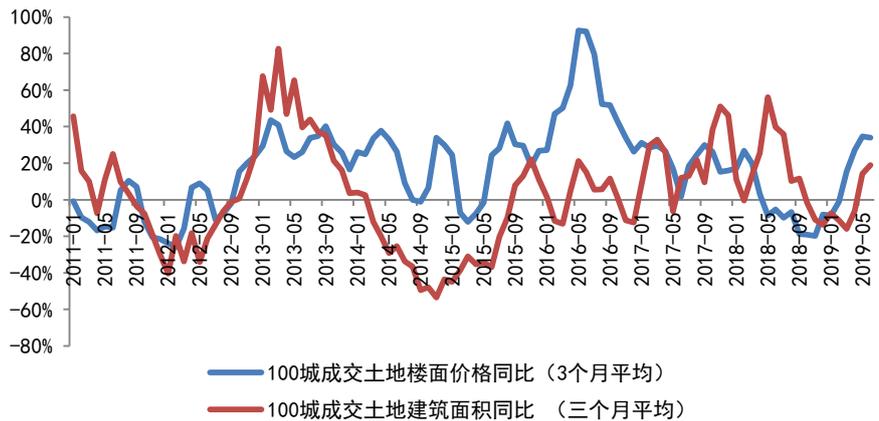
风险提示：经济下滑超预期，政策紧缩超预期，贸易战超预期

图 1：2018 年房地产企业开发资金来源（单位：亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：100 大中城市成交土地楼面价和成交土地建筑面积同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

风险提示：经济下滑超预期，政策紧缩超预期，贸易战超预期

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11532

