

刺激政策延缓房地产下行周期，但很难逆转

上海浦东发展银行金融市场部

宏观分析师：曹阳

电话：(8621) 61614288

报告要点：

- 9月30日，央行和银监会出台支持房地产市场发展相关政策，旨在稳定经济增长。从宏观经济背景来看，目前8月工业增加值增速的6.9%、PPI持续31个月的负增长，已与09年上半年经济衰退期类似。但时空不同，我们认为尽管地产扶持政策力度较大，但市场难现昔日繁荣，同时未来的政策取向也非单一刺激，而只在托底，为改革创造空间。
- 央行和银监会对于房地产市场的金融覆盖范围较广，涵盖开发融资、抵押贷款申请标准调整和MBS市场发展等。政策的短期效应将在于提高居民购买力、激励商业银行放宽信贷标准，以缓和房价下行趋势，稳定销售。同时对于开发商融资限制的放宽，也将缓解企业资金链的压力。
- 但是以上政策难以扭转房地产的下行周期。原因主要在于房地产供需关系的逆转、人口结构的变化和居民可投资资产的范围扩大、房价持续升值的预期出现扭转等。以上均降低了居民购房投资意愿。
- 就抵押贷款证券化（MBS）的发展而言，我们认为的确是金融创新的发展方向，但难以一蹴而就。MBS的发展，通过表外化可以腾挪商业银行信贷空间，降低资产和负债的“久期失衡”，此外MBS通过增信和分级设计也为不同风险偏好投资者提供相应的金融工具，但是市场和技术性问题可能均制约MBS市场短期的大规模扩张。未来可能的试点或在国开行在住房金融职能领域的深化。我们猜测可能的运作模式由国开行来购买市场发行的MBS债券，其以此为抵押品，向央行申请PSL来实现融资。
- 我们认为影响地产投资回升的不确定性因素依然较多，核心因素在于销售回升的持续性和开发商对于未来市场预期变化，这构成15年地产投资的下行风险。

预计政府对于经济的刺激政策仍未结束。仅在房地产领域，兼顾中期改革的区域经济整合、户籍制度改革、财税制度调整都是可以期待的。此外预计预算法修正后，地方政府仍会通过PPP、项目融资票据、市政债等创新的融资渠道筹资，通过基建投资来缓冲地产下滑对经济的压力。货币政策方面，“稳利率和宽信用”的格局也至少将持续到2015年中期。

报告正文：

9月30日，央行和银监会出台支持房地产市场发展相关政策，旨在稳定经济增长。从宏观经济背景来看，目前8月工业增加值增速的6.9%、PPI持续31个月的负增长，已与09年上半年经济衰退期类似，但时空不同，我们认为尽管地产扶持政策力度较大，但市场难现昔日繁荣，同时未来的政策取向也非单一刺激，而只在托底，为改革创造空间。

从本次房地产刺激政策的背景来看，主要在于5月各地放开限购政策后，房地产价格下跌、销量回落的趋势没有太多逆转。以百城房价指数来看，出现连续4个月的环比下跌，8月下跌了0.59%，同期房地产销售累计同比回落达到8.6%。因此化解房地产高库存、短期延缓房价下跌，改善市场预期使得更多金融领域政策放松较为必要。

央行和银监会对于房地产市场的金融覆盖范围较广，涵盖开发融资、抵押贷款申请标准调整和MBS市场发展等。具体来看，第一，央行鼓励商业银行参与长久期、政府支持性的棚户区改造和保障房项目，将地方政府主导的棚改、公共租赁和普通商品房建设纳入了政策性金融覆盖范围；第二，放宽了个贷标准，如对于首套房将首付比例定在30%，贷款利率下浮至基准利率的0.7倍，此外放宽了改善性需求的信贷条件。对于拥有1套房已经结清房款的家庭，再次申请贷款可以首套房标准进行、对于拥有二套房及以上的家庭的信贷标准执行更有弹性。第三，创新房地产融资工具，支持MBS和专向金融债券发行；第四，放宽开发商融资渠道，放宽债券发行，试点REITS。

我们认为本次刺激政策或使地产销售出现阶段性改善，但至多平缓房地产市场的下行周期。

央行政策刺激的短期效应将在于提高居民购买力、激励商业银行放宽信贷标准，以缓和房价下行趋势，稳定销售。一方面，从2季度央行公布的房贷加权利率达到6.93%，如果完全根据7折利率测算，利率可以下行235个BP，这将较大程度改善收入月供比，一定程度提高居民购房积极性；另一方面，由于央行货币政策宽松，银行负债成本持续下行，此外高收益资产的减少也增加了商业银行配置房贷资产动力，仅从以上来看，4季度房贷增长和销售回升是可以预期的。对于开放商融资限制的放宽，也将缓解企业资金链的压力。14年后商业银行对于发放房地产开发贷款趋于谨慎，同时销售减少使开放商从定金和预收款得到支付大幅下滑，1-8月的累计同比下滑达到10.7%，此外随着金融监管的强化，开发商通过高融资成本的信托委托等“影子银行”渠道融资的资金可得性亦在下降。我们认为允许一定资质的地产商发债，有助于缓解企业经营现金流压力，在一定程度上也将促成大、小企业的兼并、整合。

但是以上政策难以扭转房地产的下行周期。从历史情况来看，在06、08年政府对于房地产调控政策出现阶段性放松时，房地产市场反弹明显，均出现销售面积和价格的双升。但与往不同，我们认为本次放松政策后，地产繁荣难现。具体理由如下：

第一，目前中国城镇人均住房面积达到32.9平方米，与日本等发达国家相当，考虑较高的在建面积，房地产供需关系出现逆转；第二，2012年中国老龄人口抚养比达到12.4%，未来将逐年上升。人口老龄化减缓对新屋需求，促使房价回落；第三，利率市场化后，高收益、高流动性的替代资产增加，降低了房地产投资的吸引力。2000年后的地产繁荣建立在负利率的金融抑制之下，投资者对房价单边升值预期带来房地产市场繁荣。但目前负利率环境得到扭转，货币基金、券商资管计划、信托和银行理财等居民可选投资集合大幅



扩张，同时房价持续升值的预期已经扭转，以上均降低了居民购房投资意愿。

就抵押贷款证券化(MBS)的发展而言，我们认为的确是金融创新的发展方向，但难以一蹴而就。 MBS市场的发展是本次刺激政策中涉及金融创新的一个亮点。目前抵押贷款大约 10.7 万亿，占贷款余额的 13.6%，由于久期较长，制约了商业银行的资产周转，而 MBS 的发展，通过表外化可以腾挪商业银行信贷空间，降低资产和负债的久期失衡，此外 MBS 中通过增信和分级设计也为不同风险偏好投资者提供相应的金融工具。

但是这一过程并非一蹴而就，我们不认为存量房贷证券化会在近期大规模推出。主要理由有以下几点：第一，目前市场短久期、高收益的替代性资产较多，比如 1 年期理财收益率达到 5.27%、信托收益率有 9%，在投资者风险偏好较高时，MBS 资产可能缺乏吸引力，比如以目前 5 年以上商业贷款为基础资产的收益率为 6.5%，扣除管理费用，提供给投资者的收益可能更低；第二，在整体金融机构的负债久期下降时，长久期的 MBS 资产寻找资金对接难度较大，因投资者对其期限溢价要求较高；第三，过去 10 年是房地产的繁荣期，微观定价中缺乏违约率、提前偿还率等参数的可靠经验估计。以上的市场和技术性问题可能均制约 MBS 市场短期的大规模扩张。

我们认为可能的试点或在国开行在住房金融职能领域的深化。我们猜测可能的运作模式由国开行来购买市场发行的 MBS 债券，其以此为抵押品，向央行申请 PSL 来实现融资。

最后，我们预计未来政府仍会有更多兼顾改革的刺激政策出台。尽管本次央行对于房地产市场刺激力度较大，但地产投资对 2015 年经济拉动仍存在不确定性。

仅从广义房地产市场的指标来看，我们认为影响地产投资回升的不确定性因素依然较多：第一，如前文所分析，从人口结构、资产配置角度看，居民购房、尤其是投资性购房意愿回升会比较有限，此外开发商降价幅度和购房者心里价位的匹配程度也影响销量回升；第二，即使销售回暖，但开发商也未必有新开工意愿，从先行指标土地购置面积来看 1-8 月的累计增速仍出现 3.3% 的负增长。从历史数据来看，销售回升会领先新屋开工 3—6 个月，因此前者回升的不确定性会对 15 年地产投资增长产生较大下行压力。

正因为如此，我们预计政府对于经济的刺激政策仍未结束。仅在房地产领域，兼顾中期改革的区域经整合、户籍制度改革、财税制度调整都是可以期待的。此外预计预算法修正后，地方政府仍会通过 PPP、项目融资票据、市政债等创新的融资渠道筹资，通过基建投资来缓冲地产下滑对经济的压力。货币政策方面，“稳利率和宽信用”的格局也至少将持续到 2015 年中期。

免责声明

本报告为内部交流使用；本报告基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判主要是基于分析本人的知识和倾向而作出的。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本行业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我行和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上加以理解，并不含有任何道德或政治偏见，报告阅读者也不应从道德或政治角度加以解读，我行和分析者本人对任何基于道德或政治角度理解所可能引起的后果不承担责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。除非是已被公开出版物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。本报告的版权仅为本行所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为浦东发展银行金融市场部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。