

房地产行业

稳定长期预期，按揭贷款利率机制调整

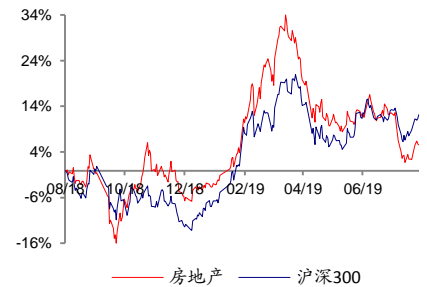
行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-08-27

核心观点:

相对市场表现

- 按揭利率接轨 LPR，明确主体市场定价机制

8月25日央行发布《关于新发放商业性个人住房贷款利率调整的公告》(以下简称“公告”),调整新发放商业性个人按揭贷款利率的确定原则,其中最大的变化为新批按揭贷款利率由传统的“由基准利率及浮动比例构成”变为“由最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基及准加点形成”,明确了按揭利率与 LPR 变化趋势的相关性,提高购房贷款利率确定过程的透明度,也为各地方的行政调节留下了空间。



- 增加按揭贷款利率调节至“因城施策”行政篮子中

新规则兼顾了利率市场化和行政调控两方面需求, LPR 代表市场化需求,而由人民银行省一级分支机构应按照“因城施策”原则,确定的辖区内首套和二套商业性个人住房贷款利率“加点下限”则反映行政调控的需求。明确将按揭贷款利率的调节纳入到了“因城施策”的政策调控篮子中,各地方政府可以根据辖区内的地产市场的调控需求,直接干预加点水平,影响最终的贷款成本以及购房者的需求兑现难度。

分析师: 乐加栋
SAC 执证号: S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn
分析师: 郭镇
SAC 执证号: S0260514080003
SFC CE No. BNN906
010-59136622
guoz@gf.com.cn

请注意,乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

- 短期与 LPR 挂钩稳定利率预期

政策的提出明确了按揭贷款利率与 LPR 之间的关联关系,6月以来部分城市按揭贷款利率的行政调控措施力度逐步提升,重点城市纷纷规定了贷款利率下限,抬高了信贷成本,这与短期整体信贷环境的趋势是相互背离的。无论是十年期国债收益率还是8月 LPR 的利率水平,均体现出下行趋势。在新的利率机制的影响下,利率成本走势预期将得到改善。

相关研究:

房地产行业:抗趋势融资销售积极,拿地力度创年内新高	2019-08-21
房地产行业:利率环境改善,基本面压力增加	2019-08-18
房地产行业:中央重申“房住不炒”,融资环境趋紧	2019-08-16

- 新老划断,长期政策架构仍需完善

公告明确了10月8日前发放的按揭贷款将会维持原有的定价策略,成本变化仍然与基准利率变化相关,而新增贷款则与 LPR 挂钩。若 LPR 趋势向下,则只会改变新增贷款利率成本,对存量贷款的成本并无影响。现行制度具备比较显著的过渡调节政策的特征,新增利率与存量之间的成本在短期不会产生过大的差异。

- 长期差异化信贷政策成为可能

新的按揭贷款利率定价模式会更好的调节信贷政策对于按揭贷款利率的影响和传导效果,在房贷利率和市场化的利率之间,增加了一层调节机制。新的 LPR+政府加点下限的方法,则更有利于“长效机制”的建立,甚至对于长期执行差别化的信贷政策,都可以起到很好的效果。

- 风险提示

政策调控力度进一步加大,按揭贷利率持续上行。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
000002.SZ	万科 A	人民币	26.45	2019/08/26	买入	39.60	3.56	4.07	7.60	6.65	6.59	7.49	19.9%	18.5%
001979.SZ	招商蛇口	人民币	20.36	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	8.90	7.93	8.98	8.33	21.0%	19.1%
600340.SH	华夏幸福	人民币	26.86	2019/08/18	买入	36.99	4.93	6.03	5.44	4.45	8.91	8.33	29.0%	26.2%
000069.SZ	华侨城 A	人民币	6.83	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.12	4.80	5.77	5.46	15.0%	13.8%
002146.SZ	荣盛发展	人民币	8.24	2019/08/17	买入	13.52	2.25	2.48	3.66	3.33	2.14	0.17	22.6%	19.9%
000656.SZ	金科股份	人民币	7.01	2019/08/16	买入	7.26	0.97	1.16	7.24	6.03	17.69	22.80	18.8%	18.4%
000961.SZ	中南建设	人民币	7.44	2019/05/31	买入	10.78	1.08	1.89	6.91	3.94	4.59	4.78	19.6%	25.5%
000671.SZ	阳光城	人民币	5.97	2019/08/04	买入	8.89	0.94	1.25	6.38	4.76	10.70	8.40	18.0%	19.5%
600466.SH	蓝光发展	人民币	6.10	2019/03/20	买入	10.04	1.11	1.72	5.47	3.56	11.00	11.78	22.6%	25.8%
600208.SH	新潮中宝	人民币	2.85	2019/03/18	买入	5.20	0.48	0.57	6.00	5.02	23.10	18.50	10.2%	10.9%
600007.SH	中国国贸	人民币	16.01	2019/07/08	买入	19.86	0.92	1.04	17.34	15.46	7.75	6.88	11.8%	11.7%
000402.SZ	金融街	人民币	7.44	2019/08/12	买入	10.31	1.29	1.47	5.77	5.05	12.81	10.65	10.9%	11.1%
02007.HK	碧桂园	港币	9.73	2019/04/13	买入	16.03	1.96	2.26	4.46	3.88	3.30	3.15	23.4%	18.8%
01918.HK	融创中国	港币	33.20	2019/04/07	买入	54.70	5.28	7.00	5.69	4.29	8.35	4.98	27.2%	26.5%
00884.HK	旭辉控股集团	港币	4.43	2019/08/18	买入	6.16	0.90	1.12	4.45	3.57	3.90	3.00	21.6%	21.2%
02202.HK	万科企业	港币	27.60	2019/08/26	买入	38.70	3.56	4.07	7.14	6.24	6.59	7.49	19.9%	18.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

按揭利率接轨 LPR，提升信贷成本构成透明度

8月25日央行发布《关于新发放商业性个人住房贷款利率调整的公告》（以下简称“公告”），调整新发放商业性个人按揭贷款利率的确定原则，其中最大的变化为新批按揭贷款利率由传统的“由基准利率及浮动比例构成”变为“由最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基及准加点形成”，明确了按揭利率与LPR变化趋势的相关性，提高购房贷款利率确定过程的透明度，也为各地方的行政调节留下了空间。

表1：按揭贷款利率新旧方式对比

政策		旧方法	新方法
按揭贷款利率确定方法	首套	央行贷款基准利率*（1+上下浮比例）。	LPR+政府加点下限+银行加点。
	二套		LPR+政府加点下限（不得低于60bps）+银行加点。
按揭贷款利率下限		下浮30%。	LPR。
重新定价周期		与基准利率调节频率相同，最低频率为 1个季度 。	与银行商议， 最低为1年 。
重新定价方法		一年内短期贷款不调整，一年期以上的中长期贷款，遇到基准利率调整时，根据基准利率的浮动比例，于次季度首月按同比调整利率。	利率重定价日，定价基准调整为最近一个月相应期限的贷款市场报价利率。利率重定价周期及调整方式应在贷款合同中明确。
加点及上浮规则		各商业银行根据额度及经营情况确定。	人民银行省一级分支机构应按照“因城施策”原则， 指导各省级市场利率定价自律机制 ，在国家统一的信贷政策基础上，根据当地房地产市场形势变化， 确定辖区内首套和二套商业性个人住房贷款利率加点下限 。

数据来源：央行公告信息，广发证券发展研究中心

从按揭贷款利率政策细节的变化与对照来看，新规定的基础是LPR，在8月16日央行的公告中新增的5年以上期限LPR将是按揭贷款主要锚定指标。此利率按月披露，将会提高市场化利率需求水平的可见性，更好的反映市场中长期收益需求的变化，也会对按揭贷款利率成本起到间接的影响，使按揭利率与市场化的中长期收益需求趋势相匹配。

新规则兼顾了利率市场化和行政调控两方面需求，LPR代表市场化需求，而由人民银行省一级分支机构应按照“因城施策”原则，确定的辖区内首套和二套商业性个人住房贷款利率“加点下限”则反映行政调控的需求。明确将按揭贷款利率的调节纳入到了“因城施策”的政策调控篮子中，各地方政府可以根据辖区内的地产市场的调控需求，直接干预加点水平，影响最终的贷款成本以及购房者的需求兑现难度。

政策变化对房地产行业的影响

作为影响居民购房意愿的重要因素，按揭贷款利率决策机制的变化，对于地产行业产生的影响，我们分短中长期三个维度来进行讨论。

短期来看，首先政策的提出明确了按揭贷款利率与LPR之间的关联关系，6月以来部分城市按揭贷款利率的行政调控措施力度逐步提升，重点城市纷纷规定了贷款利率下限，抬高了信贷成本，这与短期整体信贷环境的趋势是相互背离的。无论是十年期国债收益率还是8月LPR的利率水平，均体现出下行趋势。在新的利率机制的影响下，利率成本走势的短期背离有望得到修正。

表2：近期城市银行信贷上浮传闻

时间	城市	利率上浮事件
2019/6/16	成都	据澎湃新闻报道，成都首套房按揭利率至少上浮 15%（原最低 10%），二套至少上浮 20%（原最低 15%）。
2019/6/19	杭州	据凤凰网报道，某国有银行上调首套房按揭贷款利率至基准上浮 8%（原为 5%）。
2019/6/21	厦门	据财联社报道，厦门多家银行停止放贷。
2019/6/21	苏州	据财联社报道，苏州多家银行停止放贷。
2019/6/28	宁波	据融 360 报道，部分银行首套房贷利率由最低基准上浮 5% 提高到 10%，二套房由 10% 提高到 15%。
2019/7/4	哈尔滨	据新晚报报道，部分银行将首套房贷利率水平下调至基准利率。
2019/7/4	广州	据搜狐焦点报道，部分银行将首套房贷利率由基准上浮 5% 上调至上浮 10%，二套房由 10% 上调至 15%。
2019/7/4	宁波	据台州新闻报道，宁波各银行将首套房贷利率由基准上浮 5% 上调至上浮 10%，二套房由 10% 上调至 15%。
2019/7/10	天津	据房网报道，天津首套房贷利率由基准利率上调至基准上浮 5%。
2019/7/16	南京	据扬子晚报报道，南京首套房贷利率由基准上浮 5% 上调至上浮 15%
2019/7/19	扬州	据乐居网报道，某国有银行上调首套房按揭贷款利率至基准上浮 8%（原为 5%）。
2019/7/23	南京	据人民网报道，苏州银行将首套房贷利率下调至基准上浮 10%（原上浮 15%）。
2019/7/25	绍兴	据掌上绍兴报道，国有银行首套房贷利率为基准利率上浮 8（原为 5%）。
2019/7/25	盐城	据凤凰网报道，4 家银行首套房利率上调至基准利率上浮 15%（原为 5-8%），所有银行停发第三套及以上住房贷款。
2019/7/26	广州	据南方日报报道，广州四大行利率维持在基准利率的 1.1 倍，有股份制银行的首套房贷利率由 6 月份的基准上浮 4% 上调至上浮 12%。
2019/7/28	南宁	据住朋网报道，南宁市工行和农行的首套房贷利率，由 7 月初的基准上浮 20% 左右上调至上浮 25%。
2019/7/30	大连	据中国网报道，五大行等银行房贷利率首套房利率上浮比例上调至 10%（原为 5%），二套房上调至 15%（原为 5-10%）。
2019/7/30	苏州	据居者公众号报道，多家银行首套房房贷利率上调至基准利率上浮 25%（原为 18-20%）。
2019/8/1	杭州	据杭州网报道，杭州多家银行首套房贷款利率涨到基准上浮 8%（原为上浮 5%）
2019/8/1	合肥	据中证网报道，合肥某银行个人二套房房贷基本停止接单，个人首套房房贷额度也受到管控。
2019/8/2	宁波	据中国宁波网报道，宁波兴业银行首套房贷利率上调至基准利率上浮 15%（原为 10%），部分银行停止房贷发放，建行将限购范围外的首付比例上调至 30%（原为 20%）。
2019/8/2	南京	据扬子晚报报道，南京部分银行首套房贷利率上调至基准利率上浮 20%（原为 15%），二套房贷利率上浮 25%（原为 20%）。
2019/8/8	杭州	据钱江晚报报道，多家银行放开“二抵贷”业务，可将未还清按揭贷款的房屋抵押以获得贷款。
2019/8/9	杭州	据新京报报道，杭州部分银行首套房贷利率由基准上浮 8% 上调至上浮 15%（8 月初为 5% 上调至 8%）。
2019/8/9	济南	据生活日报报道，济南部分银行首套房贷利率上调至上浮 10%-15%（原为 5%），二套房贷利率上调至上浮 15%-20%（原为 10%）。
2019/8/21	合肥	据 365 淘房报道，工商等十二家银行暂停二手房房贷业务。
2019/8/21	南京	据 365 淘房报道，首套房贷利率由基准利率上浮 15% 提高至上浮 20%。
2019/8/21	绍兴	据 365 淘房报道，多家银行首套房贷利率由上浮 8% 提高至上浮 10%。

数据来源：各渠道新闻整理，广发证券发展研究中心

短期影响的另一方面,新规定不会抬升短期按揭贷款成本。根据融360数据显示,7月全国重点城市首套房按揭贷款平均利率为5.44%,二套房平均贷款成本为5.76%,分别高于5年期LPR(4.85%)59个bps和91个bps,均明显高于当前政策规定的利率下限水平。根据央行二季度货币执行报告,19年6月个人住房贷款平均加权利率为5.53%,高于LPR(4.85%)68个bps。LPR作为首套房按揭贷款利率下限,对于目前正在执行的利率水平,不会起到被迫抬升的效果。

图1: 融360披露首套及二套房贷款平均成本变化

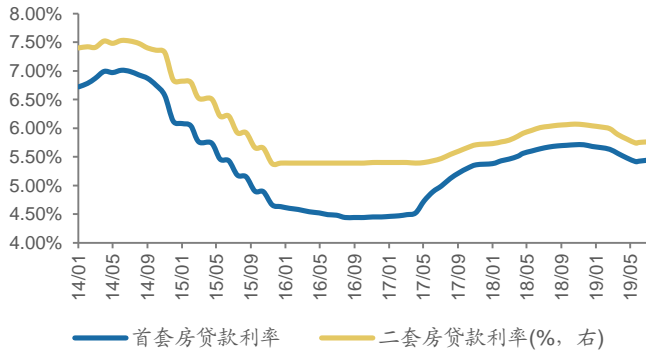
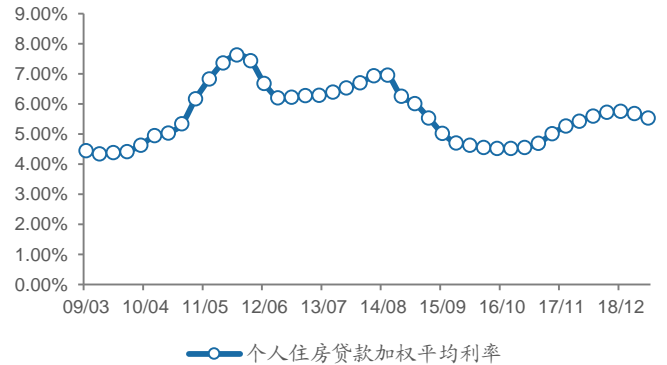


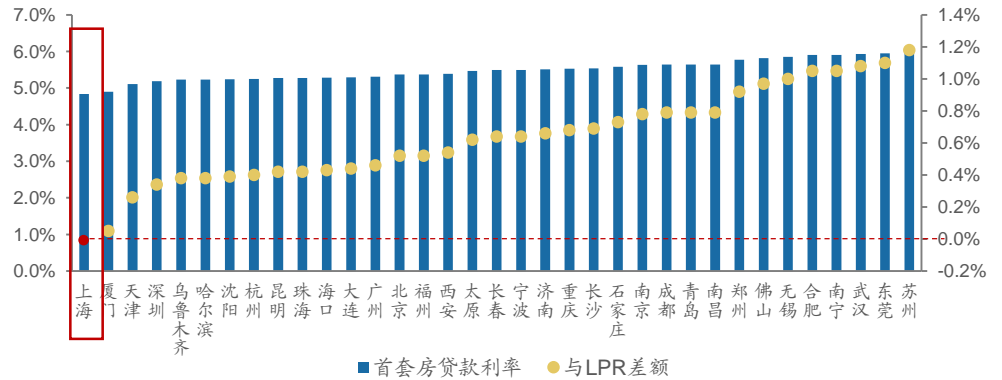
图2: 个人住房贷款加权平均利率



数据来源: 融 360, 广发证券发展研究中心

数据来源: 央行, 广发证券发展研究中心

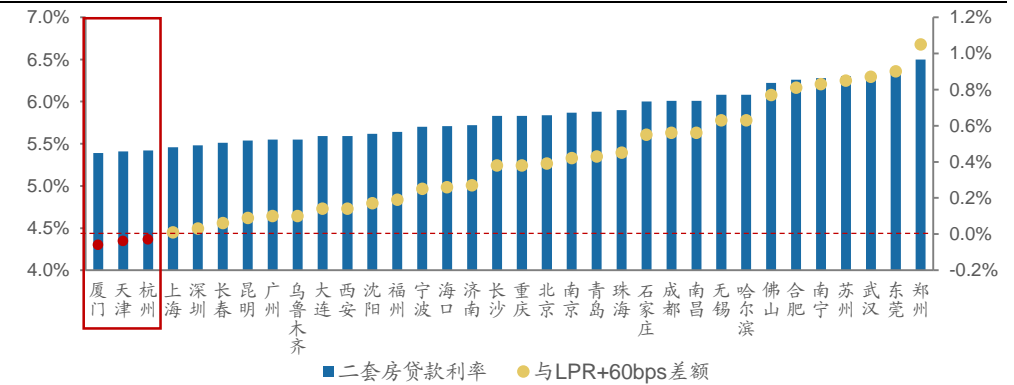
图3: 各地首套房按揭贷款利率(左轴)与LPR差额(右轴)



数据来源: 融 360, 广发证券发展研究中心

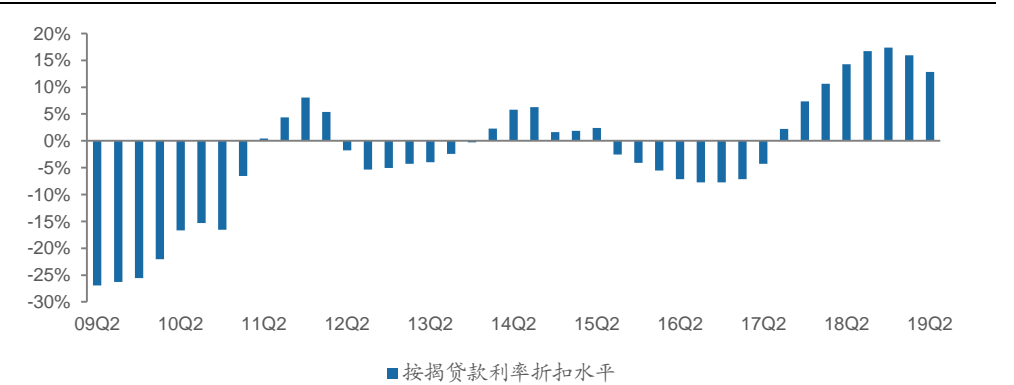
分城市数据来看,按照首套房不低于LPR以及二套房不低于LPR+60bps的要求来审核,发现目前首套房贷款利率低于LPR的城市仅有上海一个,7月新增按揭贷款利率为4.84%,低于LPR1个bp,二套房方面当前按揭贷款低于下限要求的城市有厦门、天津、杭州三个。整体来看,新的按揭贷款利率下限,倒逼利率水平上升的城市和区域非常有限,不会对当前市场整理利率水平造成新的困扰。所谓按揭贷款利率下限的提升,对实际的贷款成本的影响微乎其微,过去十年,除了08-09年之外,我们一直在30%下限之上很远的地方。

图4: 各地二套房贷款利率水平 (左轴) 与LPR+60bps差额 (右轴)



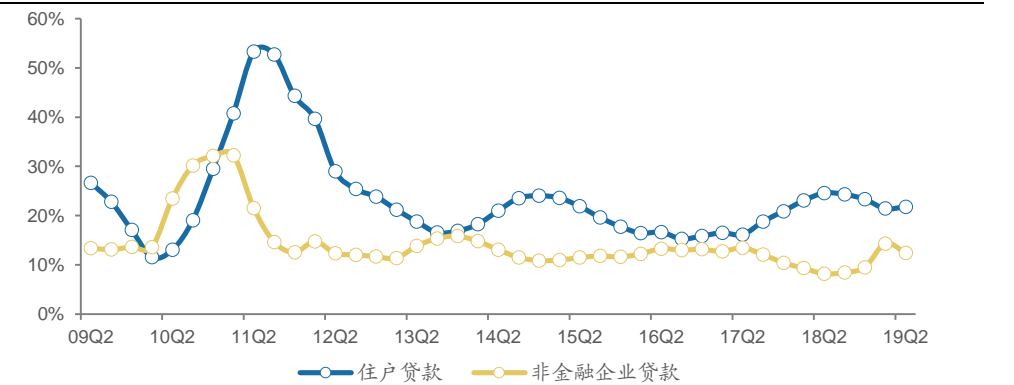
数据来源: 融 360, 广发证券发展研究中心

图5: 个人住房贷款相对基准利率上浮 (下浮) 情况



数据来源: 央行数据, 广发证券发展研究中心

图6: 住户贷款及非金融企业贷款规模增速

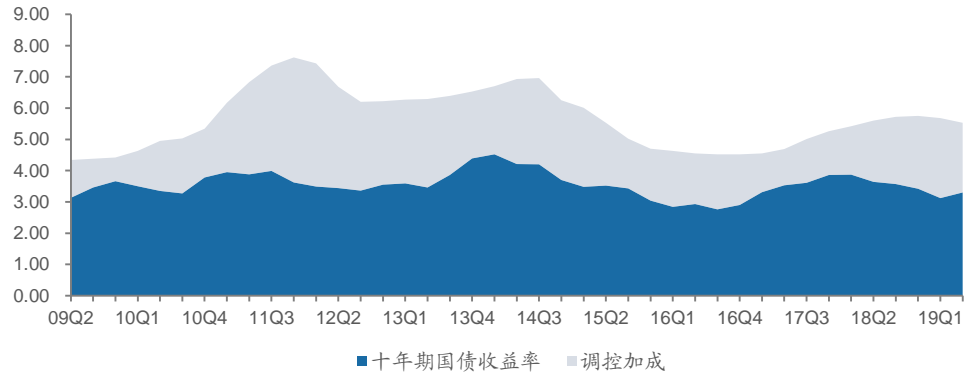


数据来源: 央行数据, 广发证券发展研究中心

中长期来看, 新的按揭贷款利率定价模式会更好的调节信贷政策对于按揭贷款利率的影响和传导效果, 在房贷利率和市场化的利率之间, 增加了一层调节机制。新旧政策在利率调节范围和能力上的差异并不大, 过去降低按揭贷款利率仅需要通过降准、降息等信贷及货币政策的配合, 未来如果有需要降低按揭贷款利率也可以

通过降低LPR和加点的方式降低利率下限要求，之后再通过加大货币供应来提供足量的流动性支持，收紧的过程则可以通过反向操作，来提高按揭贷款利率的水平。

图7：个人购房贷款加权成本分拆（十年期国债+调控溢价）



数据来源：央行数据，广发证券发展研究中心

当市场在短期需要差别化的执行分类信贷支持的过程中，新的机制会更加有效。传统的信贷调节机制中银行作为经营主体，会有意识的选择资产端的配置类型，而房地产类业务（按揭贷款和开发贷款）存在有抵押及抵押物资产安全性较高的优势，在过去十年中适配到了更多的金融资源，尽管居民住房贷款加权平均利率较一般贷款要低，但相对较高的安全性，使每一轮流动性宽松的过程中，都吸引了更多的资产配置比例。政府短期可以通过定性调节及窗口指导等方式调节按揭贷款利率，但长期趋势性信贷政策执行过程中的调控难度比较大。新的LPR+政府加点下限的方法，则更有利于“长效机制”的建立，甚至对于长期执行差别化的信贷政策，都可以起到很好的效果。

综合来看，我们认为本次按揭贷款利率改革是短期中性，长期正面的规则体制变化，现阶段按揭贷款利率走势不会因为制度变化而基本不会产生更大的影响，与LPR挂钩的按揭贷款调整方式，使按揭贷款利率的变化更贴近实际的利率趋势，而政府加点的调整方式，更能够灵活的落实“因城施策”的调控目的。

风险提示

政策调控力度进一步加大；按揭贷利率持续上行；行业库存抬升快于预期；行业基本面超预期下行；房地产税立法推进超预期。

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。