

Q4 按揭受限判断获初步印证，房贷利率有望逐步见顶

——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年10月）

行业动态

◆10月按揭投放增速如期回落，房贷利率上行边际放缓

我们在《需求侧按揭投放有韧性，供给侧流动性短期无虞——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年9月）》中明确提出：9月居民中长贷同比高增或部分来自于LPR新政执行前房贷集中投放因素。在优化配置银行信贷资源的调控导向下，预计全年按揭额度受限，Q4按揭投放增速较难维持此前增速。10月新增居民中长贷同比转负至-3.8%，增速环比-18.5pc；1-10月新增居民中长贷同比+7.0%，增速环比-1.1pc；按揭扩张如期边际放缓。

10月，全国首套、二套房贷利率均环比+1BP，涨幅较8月、9月有所减弱；下调首套房贷利率的样本城市提升至8个，其中上海、深圳分别环比-5BP、-3BP。短期来看，年末银行贷款额度较为紧张，房贷利率或继续保持小幅回升；6-12个月维度下，预计实际利率下行的影响将逐步传导至按揭市场，房贷利率有望逐步见顶。

◆供给端流动性压力边际续升，但预计短期内仍处可控区间

10月房企境内外合计发债513亿元，同比下降9%，环比-24%，单月净融资转负（-96亿元）；房地产集合信托单月发行480亿元，同比-24%，环比-26%；供给端流动性压力边际续升。

1-10月房企境内外合计发债金额9395亿元，同比+17%，累计净融资额达3789亿元。1-10月房地产集合信托发行7924亿元，同比+4%。

考虑到：1)上半年房企债券融资相对积极，为下半年债务偿还提前做好准备，7月房企海外发债用途管控加强后，每月仍保持净融资的状态（最近4个月合计净融资665亿元），针对即将到期债务的合理再融资需求未被禁止。2)近期主流房企以价换量促销回款，9月、10月TOP40房企销售金额分别同比+24%、+31%。3)房企拿地保持谨慎，5-10月百城土地成交溢价率连续6个月环比回落。我们认为行业整体流动性压力短期仍然可控。

10月AAA评级房企信用利差低位小幅走扩，AA+评级房企信用利差进一步收窄，机构对于中等资质房企的偏好持续提升。AA评级房企信用利差虽然有所收窄，但与中高评级房企间的分化仍在历史高位，表明投资者对于偏弱资质房企仍存较多担忧。

◆投资建议：

房地产基本面下行，价格因素趋弱，调控加码概率较低。行业整体流动性压力边际提升，但短期内无系统性财务风险暴露迹象。当前A、H股主流房企PE（TTM）分别相当于3年均值-1.24、-0.65个标准差，板块估值均具备较强防御属性。

建议关注现金流安全边际较高，业绩兑现确定性较强，中长期具备持续投融资优势的房企，如万科A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、融创中国和中国金茂；同时随着全球流动性宽松和无风险利率缓步下行，建议关注在存量经营优势标的，如陆家嘴和华润置地。

◆风险分析

行业持续调控，整体销售、投资增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线城市存回调压力；还款高峰来临，部分中小型房企信用风险抬升。

增持（维持）

分析师

何缅甸（执业证书编号：S0930518060006）
021-52523801
hemiannan@ebsecn.com

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）
021-52523855
wangmk@ebsecn.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

上海使用权房限购，港澳居民湾区购房全放开——光大地产A+H样本库动态跟踪报告（2019年第45周，11.2-11.8）

..... 2019-11-10
以价换量边际效用递减，龙头抢跑集中度再提升——2019年1-9月国家统计局房地产数据点评

..... 2019-09-29
需求侧按揭投放有韧性，供给侧流动性短期无虞——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年9月）

..... 2019-10-19

1、按揭投放增速回落，房贷利率上行边际放缓

➤ **核心观点：10月需求侧按揭投放增速回落，印证我们全年按揭额度受限的判断；房贷利率上行边际放缓，年末银行信贷额度紧张，短期或继续小幅提升，6-12个月维度下有望逐步见顶。**

1、从资金量来看

整体来看，9月集中投放后，10月新增信贷收缩较为明显，其中居民部门新增信贷形成主要拖累，单月同比少增1426亿元，同比降幅超过25%。具体拆分结构来看：

10月新增居民短贷同比少增1284亿元（-67.3%），为信贷压缩的主要方向。下半年以来，严查信用卡资金和消费贷资金违规流入楼市，7-10月居民部门合计新增短贷较2018年同期少增3384亿元，同比降幅约36%。

我们在《需求侧按揭投放有韧性，供给侧流动性短期无虞——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年9月）》中明确提出：9月新增居民中长贷同比高增一方面来自于短期房企促销带动按揭投放，另一方面或存在LPR新政执行前房贷集中投放因素。在优化配置银行信贷资源的调控导向下，预计全年按揭额度受限，Q4按揭投放增速较难维持此前增速。

10月新增居民中长贷少增143亿元，同比降幅为-3.8%，较9月高点（+14.7%）回落18.5pc。虽然韧性强于居民短贷，但按揭扩张边际放缓的趋势已较为明显。

2、从资金价格来看

10月8日房贷利率换锚，正式以LPR为基准执行。大部分样本城市新政前后房贷利率变化较小，体现改革本身并无较强政策松紧导向。详见《需求侧按揭投放有韧性，供给侧流动性短期无虞——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年9月）》。

10月，全国首套、二套房贷利率均环比上行1BP，环比涨幅较8月、9月有所减弱；下调首套房贷利率的样本城市提升至8个，上海、深圳分别环比-5BP、-3BP。

短期来看，年末银行贷款额度较为紧张，房贷利率或继续保持小幅回升；6-12个月维度下，预计实际利率下行的影响将逐步传导至按揭市场，房贷利率有望逐步见顶。

➤ 主要数据图表

10月，单月新增人民币贷款6613亿元，同比少增357亿元，同比降幅为-5.1%。其中：

居民部门新增4210亿元，同比少增1426亿元，同比降幅为-25.3%。

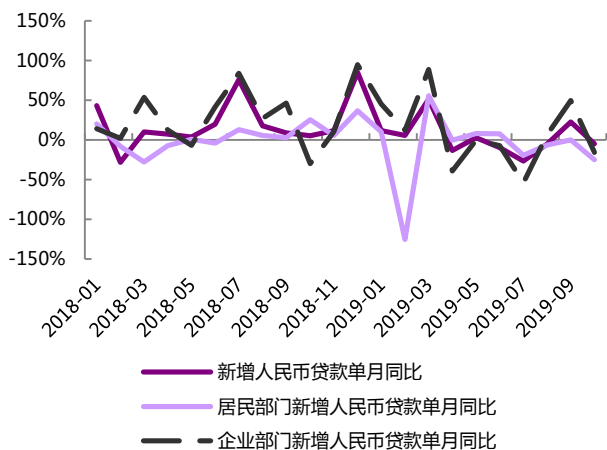
企业部门新增1262亿元，同比少增241亿元，同比降幅为-16.0%。

1-10月，累计新增人民币贷款14.3万亿元，同比增长3.3%，对比2018年全年水平为19.5%。其中：

居民部门累计新增 6.1 万亿，同比下降 2.4%，对比 2018 年全年水平为 +3.2%，居民部门新增贷款占人民币贷款增量的比重约 43%（2018 年全年为 46%）。

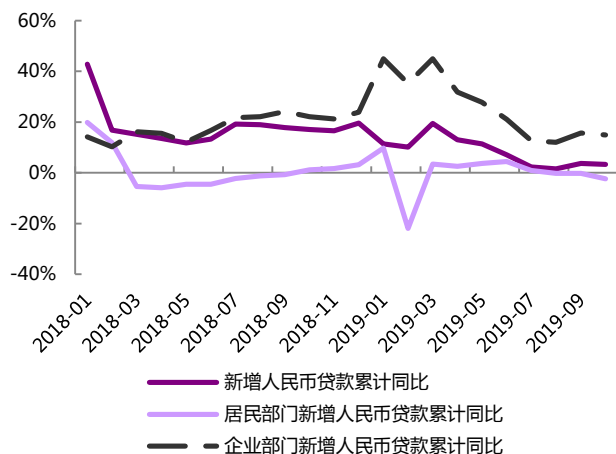
企业部门累计新增 8.3 万亿，同比增长 15.0%，对比 2018 年全年水平为 23.8%，企业部门新增贷款占人民币贷款增量的比重约 58%（2018 年全年为 51%）。

图 1：居民/企业部门新增人民币贷款单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 2：居民/企业部门新增人民币贷款累计同比

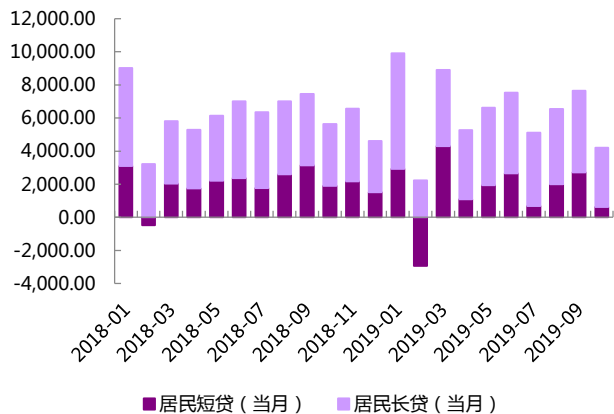


资料来源：WIND，光大证券研究所

具体拆分居民部门信贷数据，10 月单月新增居民短贷 623 亿元，同比少增 1284 亿元，同比降幅为-67.3%；10 月单月新增居民中长贷 3587 亿元，同比少增 143 亿元，同比降幅为-3.8%。

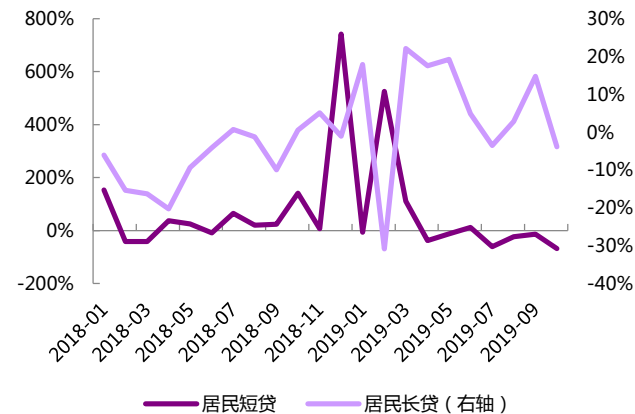
1-10 月，累计新增居民短贷 1.6 万亿，同比下降 21.5%；累计新增居民中长贷 4.5 万亿，同比增速回落 1.1pc 至 7.0%，仍高于 2018 年全年水平（-6.6%），新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约 31.5%（2018 年全年水平为 30.6%）。

图 3：居民部门新增短贷/长贷当月值（亿元）



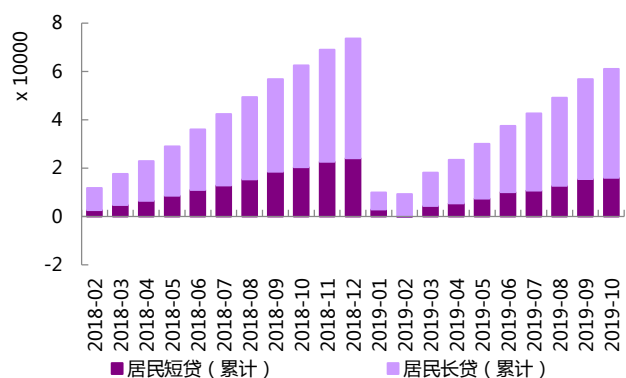
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 4：居民部门新增短贷/长贷当月同比



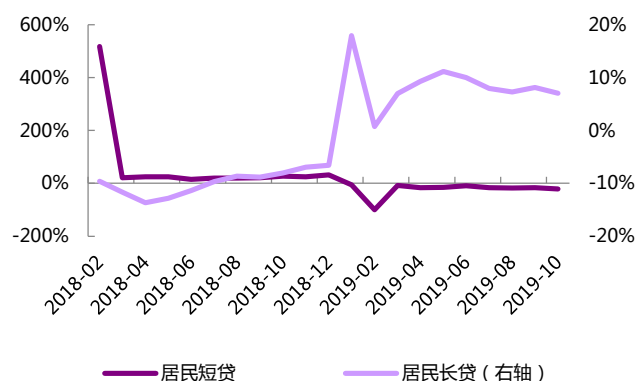
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 5：居民部门新增短贷/长贷累计值（亿元）



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 6：居民部门新增短贷/长贷累计同比

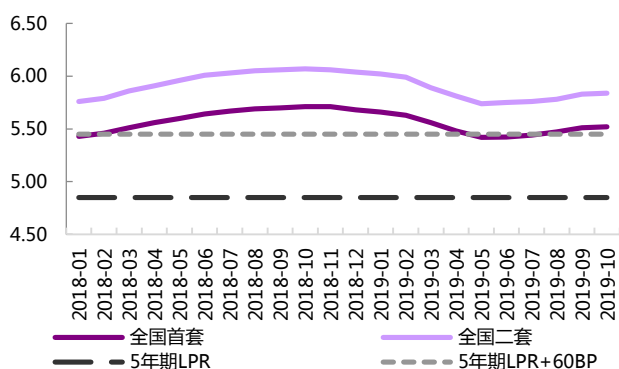


资料来源：WIND，光大证券研究所

10月，全国首套平均房贷利率为5.52%（环比+1BP），相当于5年期LPR加点67BP。10月，全国二套平均房贷利率为5.84%（环比+1BP），相当于5年期LPR加点99BP。

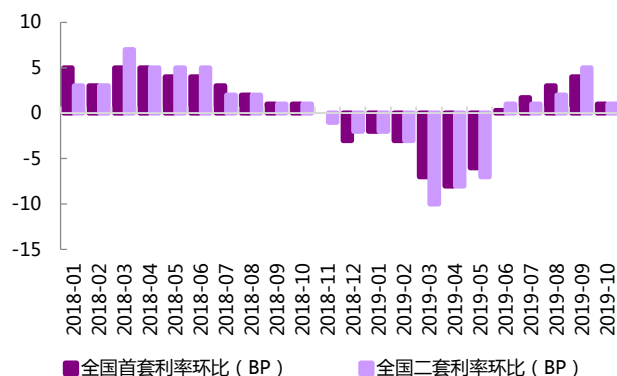
10月，35个样本城市中23个城市首套房贷利率上行（与9月持平），4个城市首套房贷利率持平（9月为9个城市），8个城市首套房贷利率下行（9月为3个城市）。一线城市北京、上海、广州、深圳首套房贷利率分别为5.40%（+2BP）、4.83%（-5BP）、5.37%（+1BP）、5.16%（-3BP），均回归至全国首套利率最低的十个城市。

图 7：全国首套、二套房贷平均利率（%）



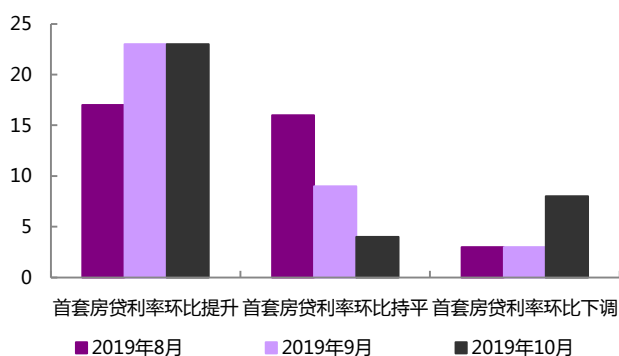
资料来源：Wind，融 360，光大证券研究所

图 8：全国首套、二套房贷平均利率环比变化



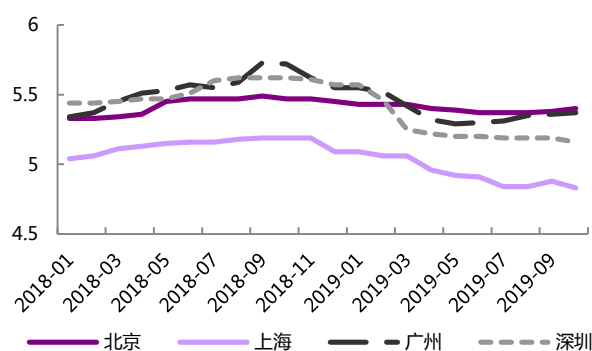
资料来源：Wind，融 360，光大证券研究所

图 9：样本城市首套房贷利率变化情况（城市个数）



资料来源：融 360，光大证券研究所

图 10：一线城市首套房贷利率（%）



资料来源：融 360，光大证券研究所

2、供给端流动性压力边际续升，但预计短期内仍处可控区间

- **核心观点：**房企单月境内外债券净融资转负，边际压力继续抬升，但合理的海外再融资需求未被禁止。基于上半年积极发债提前储备粮草、近期主流房企以价换量促销回款、下半年以来土地投资保持谨慎，我们认为行业整体流动性压力短期内仍处可控范围。

10月房企境内外合计发债513亿元，同比下降9%，环比-24%，单月净融资转负(-96亿元)；10月房地产集合信托发行480亿元，同比-24%，环比-26%；供给端流动性压力边际续升。

1-10月，房企境内外合计发债金额9395亿元，同比增长17%，累计净融资额约为3789亿元。考虑到：1)上半年房企债券融资相对积极，为下半年债务偿还提前做好准备，7月房企海外发债用途管控加强后，每月仍保持净融资的状态(4个月合计净融资665亿元)，针对即将到期债务的合理再融资需求未被禁止。2)近期主流房企以价换量促销回款，9月、10月TOP40房企销售金额分别同比+24%、+31%。3)下半年来房企拿地保持谨慎，5-10月百城土地成交溢价率连续6个月环比回落。我们认为行业整体流动性压力短期仍在可控范围。

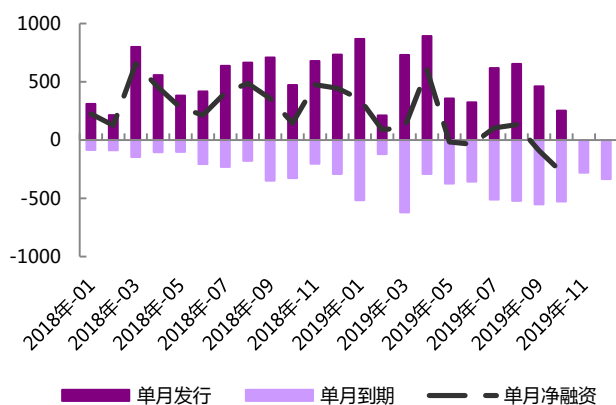
10月AAA评级房企信用利差低位小幅走扩，AA+评级房企信用利差进一步收窄，机构对于中等资质房企的偏好继续提升。AA评级房企信用利差虽然有所收窄，但与中高评级房企间的分化仍在历史高位，表明投资者对于偏弱资质房企仍存较多担忧。

➤ 主要数据图表

Wind数据显示，10月房企境内发债金额253亿元，同比下降46%，环比下降45%；计入到期金额后，10月房企境内债券净偿还275亿元，对比9月净偿还92亿元。

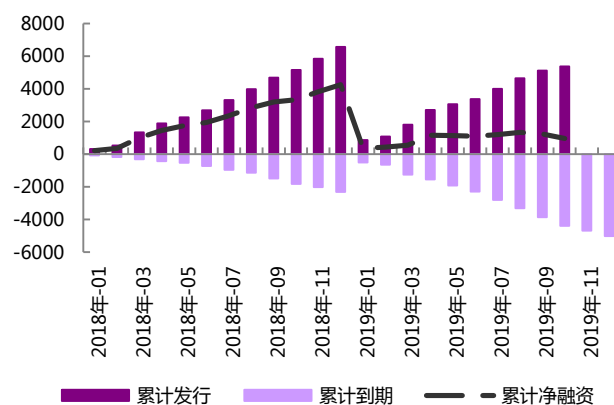
1-10月，房企境内发债5363亿元，同比增长4%，增速较1-9月下降5pc；计入到期金额后，1-10月房企境内债券净融资967亿元，对比2018年全年净融资4259亿元。

图 11：房企境内债券单月发行/到期/净融资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 12：房企境内债券累计发行/到期/净融资（亿元）

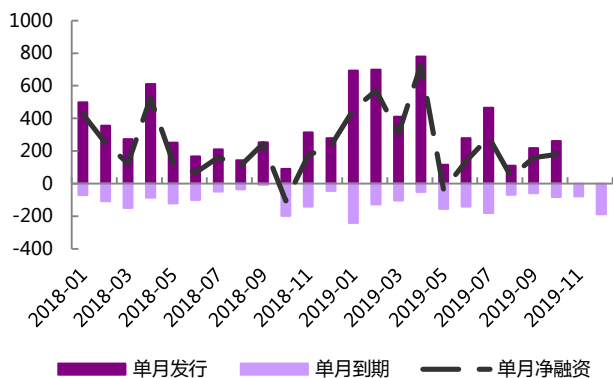


资料来源：Wind，光大证券研究所

Wind 数据显示，10 月内房海外发债金额 261 亿元，低基数下同比增长 187%，环比增长 20%；计入到期金额后，10 月内房海外债券净融资 179.11 亿元，较 9 月净融资规模（160 亿元）有所提升。

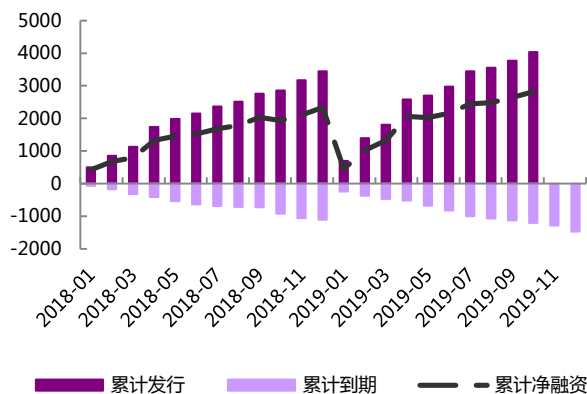
1-10 月，内房海外发债 4032 亿元，同比增长 41%，增速较 1-9 月提升 4pc；计入到期金额后，1-10 月内房海外债券净融资 2822 亿元，超过 2018 年全年净融资规模（约 2338 亿元）。

图 13：内房海外债券单月发行/到期/净融资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

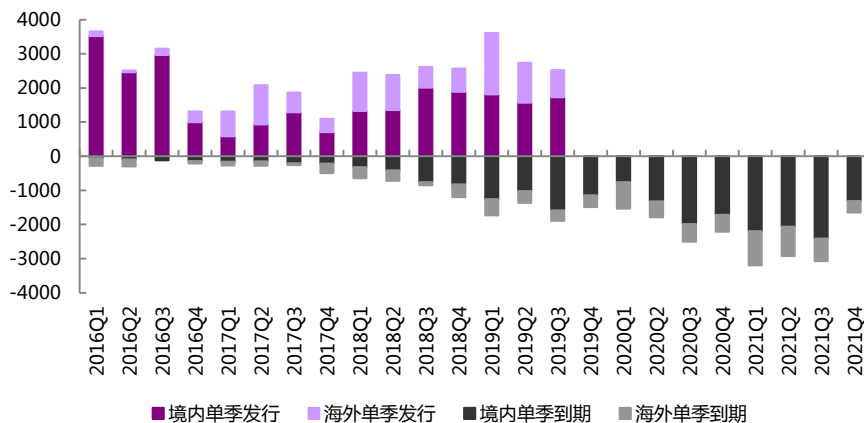
图 14：内房海外债券累计发行/到期/净融资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

截止 2019 年 10 月，忽略回购，2020 年房企债券合计到期规模约 8051 亿元（2019 年为 6485 亿元），其中境内到期 5789 亿元（2019 年为 5010 亿元），海外到期 2263 亿元（2019 年为 1475 亿元）。

图 15：房企单季度境内发债、海外发债、境内到期、海外到期金额（亿元）



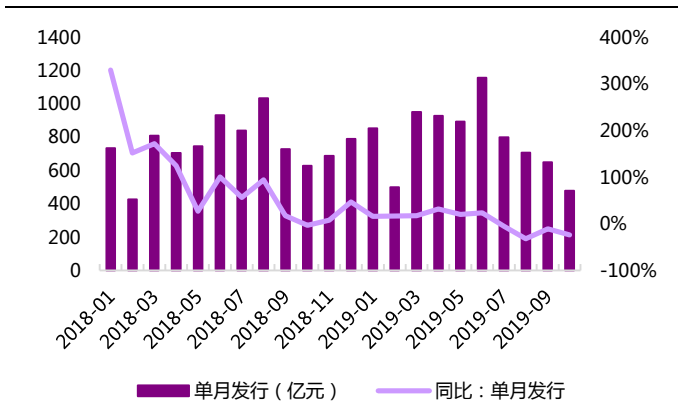
资料来源：Wind，光大证券研究所

用益信托网数据显示，10 月房地产集合信托单月发行 480 亿元，同比下降 24%，环比下降 26%，占当月集合信托发行规模的 28%。

1-10 月，房地产集合信托累计发行 7924 亿元，同比增速放缓至 4.4%，占 1-10 月集合信托发行规模的 39%。

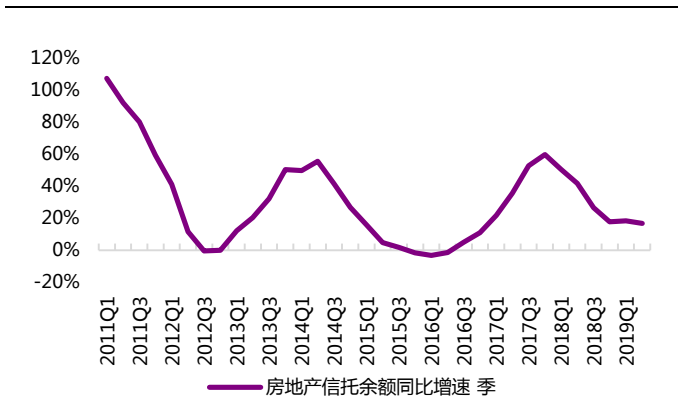
截止 2019 年 Q2，房地产信托余额约为 2.9 万亿，累计同比+17%，占信托余额比重约 15%。

图 16：房地产集合信托单月发行规模及同比增速



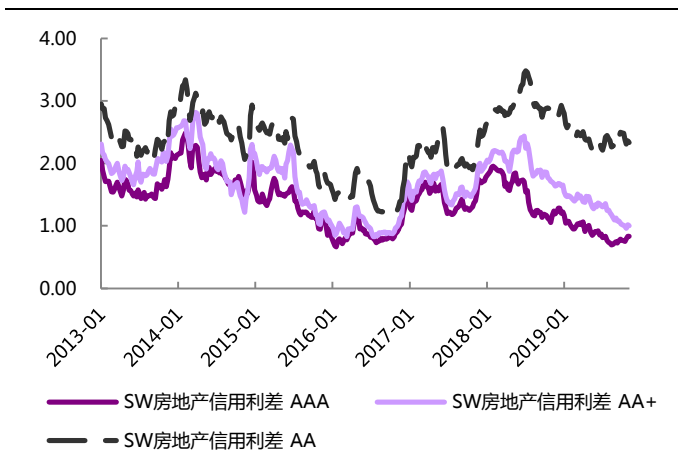
资料来源：用益信托网，光大证券研究所

图 18：房地产信托余额同比增速



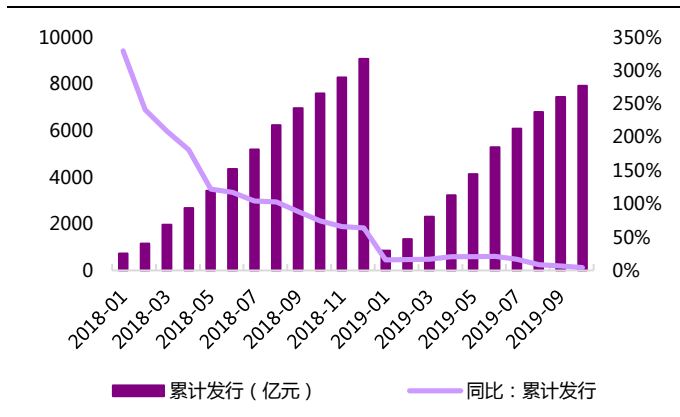
资料来源：信托业协会，光大证券研究所

图 20：SW 房地产三类评级信用利差 (BP)



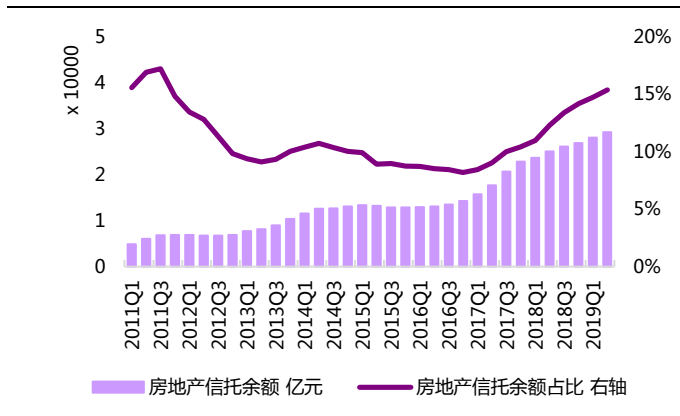
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：房地产集合信托累计发行规模及同比增速



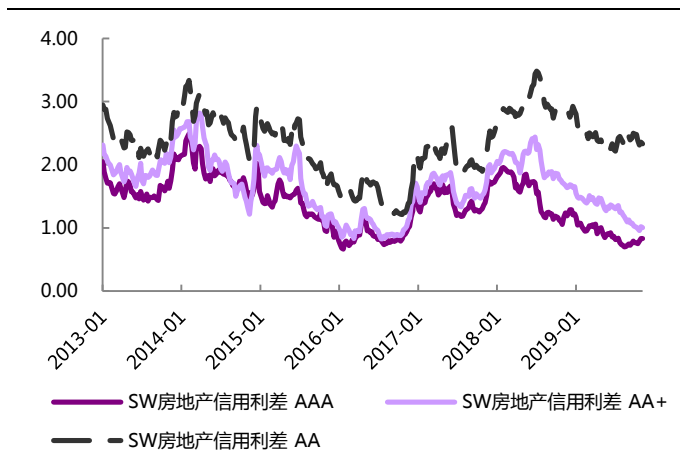
资料来源：用益信托网，光大证券研究所

图 19：房地产信托余额及占比



资料来源：信托业协会，光大证券研究所

图 21：SW 房地产三类评级超额利差 (BP)



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、投资建议

房地产基本面下行，价格因素趋弱，调控加码概率较低。行业整体流动性压力边际提升，但短期内无系统性财务风险暴露迹象。当前 A、H 股主流房企 PE (TTM) 分别相当于 3 年均值-1.24、-0.65 个标准差，板块估值均具备较强防御属性。

建议关注现金流安全边际较高，业绩兑现确定性较强，中长期具备持续投融资优势的房企，如万科 A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、融创中国和中国金茂；同时随着全球流动性宽松和无风险利率缓步下行，建议关注在存量经营优势标的，如陆家嘴和华润置地。

4、风险分析

行业持续调控，整体销售、投资增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线楼市存回调压力；还款高峰来临，部分中小型房企信用风险抬升。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼