



中信建投证券
CHINA SECURITIES

CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告 · 行业动态

拒绝投资霜降

双降再临，购房成本降至八五折：10月23日央行宣布定向降准0.5个百分点同时降息0.25个百分点，政策频率和力度前所未有，凸显经济破七以及房地产投资增速持续下行的压力。我们认为与此前积极需求端政策背景不同，此次双降稍显被动，一方面需求回暖效应已经在统计端显现，而另一方面投资增速下降超出预期，简单地释放需求杠杆政策边际效果有限，而大范围放流动性又难免存在助推主流城市价格之嫌，此次双降中首次提到个人住房公积金贷款利率保持不变即是央行权衡的方式。此次降息后的贷款利率相当于此轮降息周期前的75折，据我们测算，如一套房屋按100万贷款，30%首付，30年贷款期限计算，降息后利息总额较降息周期前减少29%，每月月供减少16%，总购房成本下降13.9%。而如果按25%首付比例计算，总购房成本下降14.4%，如果考虑到实际操作过程中的首套房利率优惠，此轮降息周期带来的购房成本下移实质上已经接近15%。

政策暖风护航四季度成交：三季度以来政策暖风持续，首付比例下降叠加流动性再释放，十月份月上旬由于假期因素以及推货量的原因成交较为平淡，但随着下旬开始推货量的提升，截至10月22日我们跟踪的重点城市成交同比增速已经重回20%水平，环比增长超过30%，其中一二三线重点城市成交同比增速分别为17%、32%和5%，环比增速分比为37%、36%和20%，十月成交超过9月份是大概率事件，银十成色有望回归，主流城市成交热度仍有望在年内持续。但考虑到去年四季度成交基数较高，增速回落是大概率事件。

政策仍存空间，静待投资回暖：除去流动性支持，从需求端改善投资端依然是房地产政策的主要思路，我们认为当前管理层可以出的牌包括：首付比例再下降或者将话语权交由金融机构（如美国、日本），二手房交易税费再减免，契税差异化征收的方式调整，同时考虑到当前商业银行的首套房贷款利率下限已经下降到7折，但是实际落实的情况几乎没有，政府通过设立专门资金池或者政策性银行支持居民贷款需求也是一条可行的路径。今年稳投资任务艰巨，需求端和投资端的政策齐齐发力，整体而言我们认为当前万事俱备，只欠东风。房企正迎来近年环境最好的一年，资金加速回流改善同时优化利润以及现金流，另一方面股权融资和债权融资的渠道打通也显著改善公司资产负债端，为补库存意愿提升带来契机，部分主流城市土地供应也已经箭在弦上，我们重申四季度房地产投资企稳回升的观点。

请参阅最后一页的重要声明

房地产

维持

买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号：S1440512030001

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

发布日期：2015年10月26日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|---------------------------|
| 15.10.20 | 2015年1-9月房地产数据点评：投资企稳时点渐近 |
| 15.10.19 | 中信建投房地产周报：银十秋风 暖意袭人 |
| 15.10.12 | 中信建投房地产周报：政策显效 后续可期 |

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)



中国人民银行决定，自 2015 年 10 月 24 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，并抓紧完善利率的市场化形成和调控机制，加强央行对利率体系的调控和监督指导，提高货币政策传导效率。

自同日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。同时，为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点。

第一，双降再临，购房成本降至八五折

此次双降已经是年内央行第三次双降，政策频率和力度前所未有，凸显经济破七以及房地产投资增速持续下行的压力。我们认为与此前积极需求端政策背景不同，此次双降稍显被动，一方面需求回暖效应已经在统计端显现，而另一方面投资增速下降超出预期，简单地释放需求杠杆政策边际效果有限，而大范围放流动性又难免存在助推主流城市价格之嫌，此次双降中首次提到个人住房公积金贷款利率保持不变即是央行权衡的方式。

此次降息后的贷款利率相当于此轮降息周期前的 75 折，据我们测算，如一套房屋按 100 万贷款，30%首付，30 年贷款期限计算，降息后利息总额较降息周期前减少 29%，每月月供减少 16%，总购房成本下降 13.9%。而如果按 25%首付比例计算，总购房成本下降 14.4%，如果考虑到实际操作过程中的首套房利率优惠，此轮降息周期带来的购房成本下移实质上已经接近 15%。

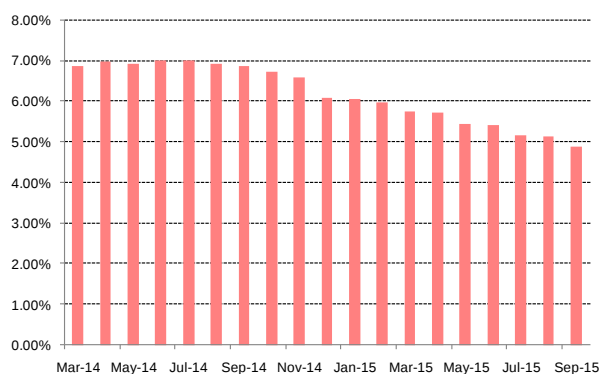


图：降息前后综合购房成本比较

	30%首付比例			25%首付比例		
	降息周期前	此次降息后	变化	降息周期前	此次降息后	变化
首付款（万元）	43	43		33	33	
商业贷款金额（万元）	100	100		100	100	
贷款期限（年）	30	30		30	30	
贷款利率	6.6%	4.90%	相当于降息周期前利率 75 折	6.55%	4.90%	相当于降息周期前利率 75 折
利息总额（万元）	129	91	下降 29%	129	91	下降 29%
每月月供（元）	6353	5307	下降 16%	6353	5307	下降 16%
累计还款总额（万元）	229	191	下降 16%	229	191	下降 16%
总购房成本（万元）	272	234	下降 13.9%	262	224	下降 14.4%

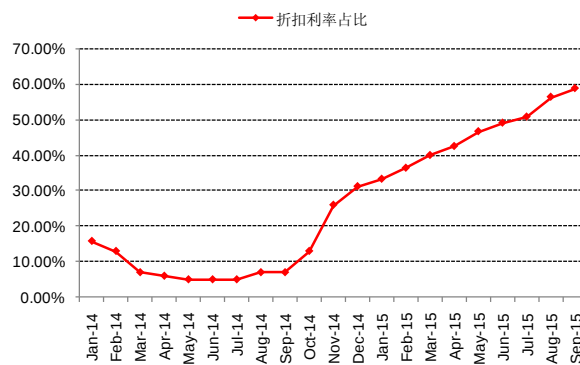
资料来源：中信建投研究发展部

图：首套房平均贷款利率



资料来源：融360，中信建投研究发展部

图：折扣利率占比



资料来源：融360，中信建投研究发展部

第二，政策暖风护航四季度成交

三季度以来政策暖风持续，首付比例下降叠加流动性再释放，十月份月上旬由于假期因素以及推货量的原因成交较为平淡，但随着下旬开始推货量的提升，截至 10 月 24 日我们跟踪的重点城市成交同比增速已经重回 20% 水平，环比增长超过 30%，其中一二三线重点城市成交同比增速分别为 19%、30%和 9%，环比增速分别为 42%、37%和 24%，十月成交超过 9 月份是大概率事件，银十成色有望回归，主流城市成交热度仍有望在年内持续。但考虑到去年四季度成交基数较高，增速回落是大概率事件。

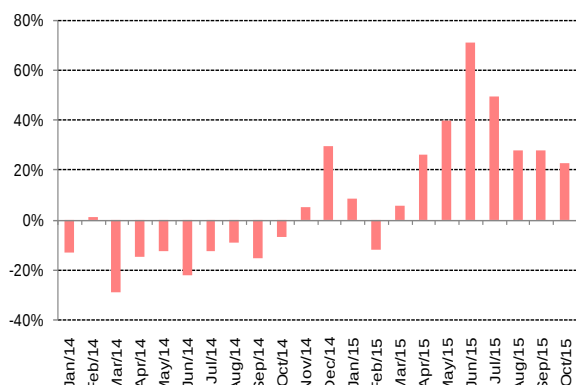


中信建投证券
CHINA SECURITIES

房地产

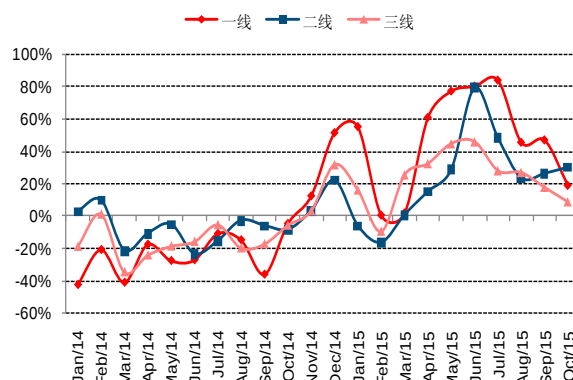
行业动态研究报告

图：全国重点城市成交同比



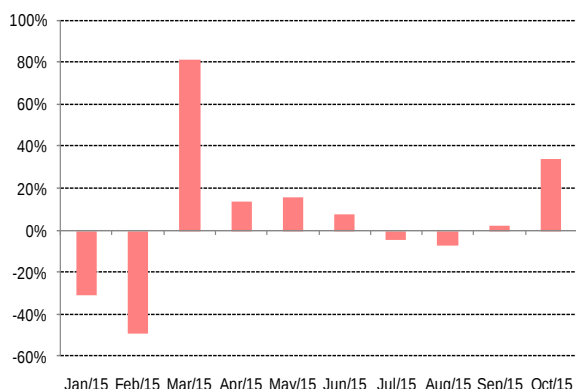
资料来源: cric, 中信建投研究发展部

图：全国一二三线城市成交同比



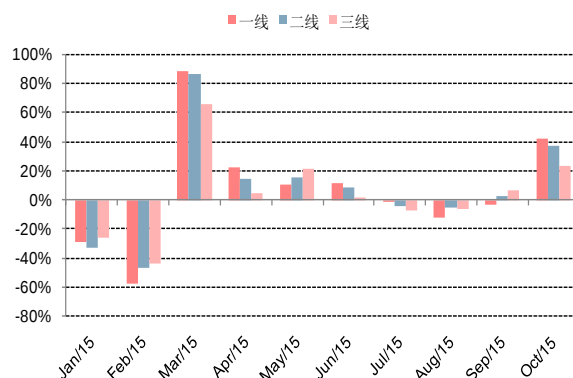
资料来源: cric, 中信建投研究发展部

图：全国重点城市成交环比



资料来源: cric, 中信建投研究发展部

图：全国一二三线城市成交环比



资料来源: cric, 中信建投研究发展部

第三，政策仍存空间，静待投资回暖

除去流动性支持，从需求端改善投资端依然是房地产政策的主要思路，我们认为当前管理层可以出的牌包括：首付比例再下降或者将话语权交由金融机构（如美国、日本），二手房交易税费再减免，契税差异化征收的方式调整，同时考虑到当前商业银行的首套房贷款利率下限已经下降到 7 折，但是实际落实的情况几乎没有，政府通过设立专门资金池或者政策性银行支持居民贷款需求也是一条可行的路径。

今年稳投资任务艰巨，需求端和投资端的政策齐齐发力，整体而言我们认为当前万事俱备，只欠东风。房企正迎来近年环境最好的一年，资金加速回流改善同时优化利润以及现金流，另一方面股权融资和债权融资的渠道打通也显著改善公司资产负债端，为补库存意愿提升带来契机，部分主流城市土地供应也已经箭在弦上，我们重申四季度房地产投资企稳回升的观点。

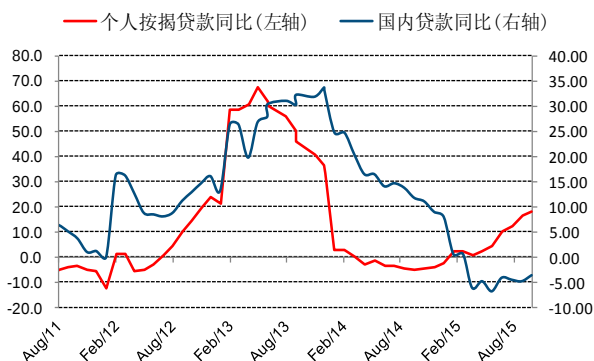


中信建投证券
CHINA SECURITIES

房地产

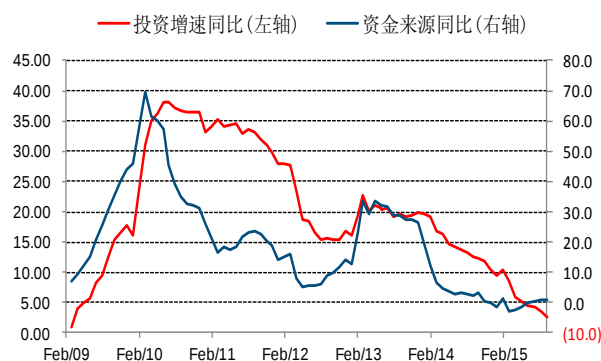
行业动态研究报告

图：国内贷款和个人按揭贷款累计同比



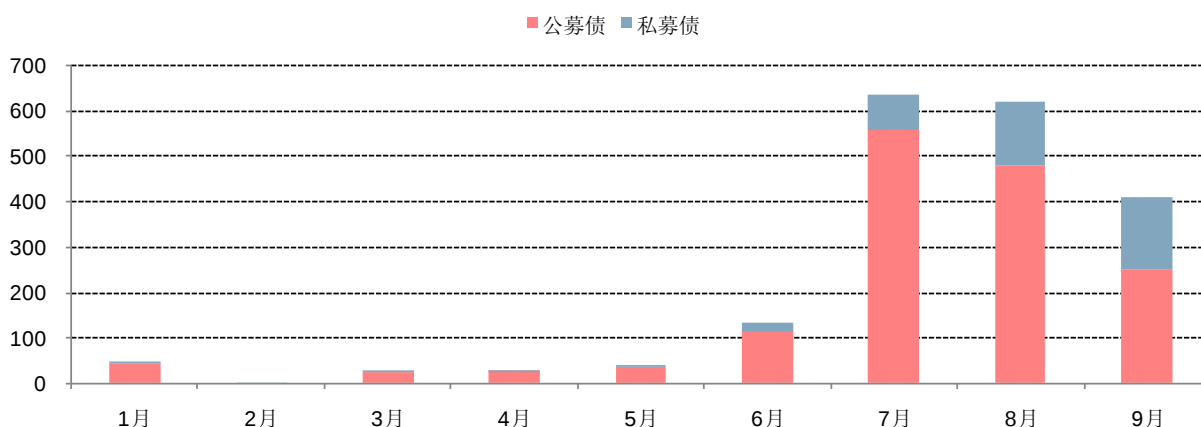
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图：资金来源同比与投资增速比较



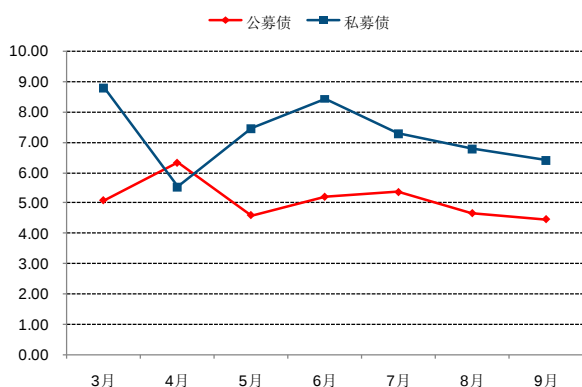
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图：2015 年新公司债发行规模



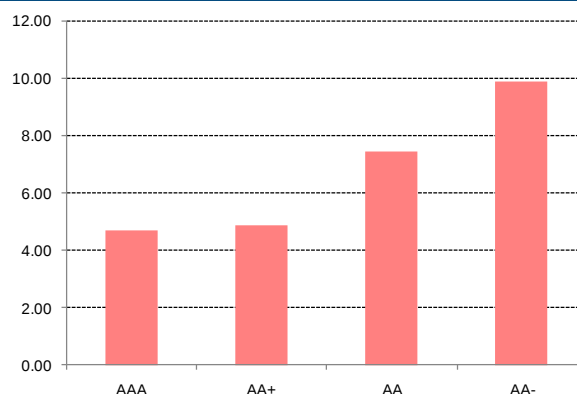
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图：新公司债发行利率



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图：分评级发行利率



资料来源：wind，中信建投研究发展部



分析师介绍

苏雪晶：毕业于天津财经大学，从事房地产研究 8 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，3 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622