

董先安

首席宏观分析师

021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn

## 正面解读政策微调信号

2009年07月24日

### 相关报告

090717

真实利率决定地产市场波动  
中上行

090716

大超预期的高增长低通胀

090709

海外市场专题：美国缓慢复苏  
由通缩向温和通胀过渡

090701

PMI 专题：去库存化不再猛烈

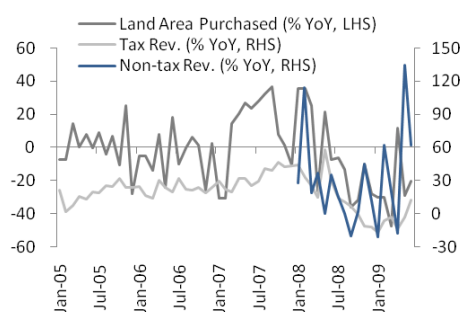
090630

6月中国经济数据预测

### 投资要点

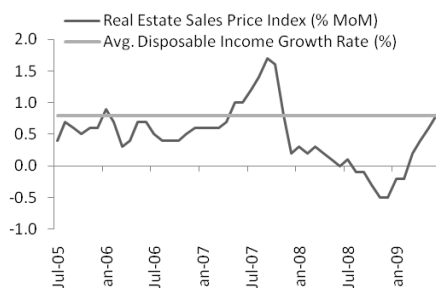
- 维持地产与整体经济中短期上行趋势不变；
- 地产业稳定关乎中国经济全局，对财政收入尤为重要；
- 当前房价仍在可容忍范围内，压抑地产需求弊大于利；
- 政府决策内生于市场经济数据，近期信贷政策信号释放主要为了打压通胀预期和房价上涨预期。

土地出让收入在财政收入中占据重要地位。



数据来源：CEIC，Wind 资讯，兴业证券

房价上涨速度仍在可容忍范围内，预计短期内不会遭遇政策打击。



数据来源：CEIC，Wind 资讯，兴业证券

## 地产业稳定关乎中国经济全局

今明两年中国经济增长(兴业预测 GDP 增速分别为 8.5%和 11%;净出口贡献分别为-1.5%和-0.5%)全靠内需驱动。考虑到地产业对于投资和消费(包括所引致的家具、家电、装修消费)的关键地位,今明两年该产业稳健复苏事关经济全局,是决定中国经济接着走 V 型还是 W 型的核心所在。

## 地产业发展对财政收入的稳定尤为重要

自 1994 年实施分税制后,地方政府税收收入骤然下降,地方政府的财政收入占全部财政收入的比重自 80%降至 50%以下,但地方政府财政支出占全部财政支出的比重却始终维持在 70%水平以上。在扩张性财政政策下,经费紧张的地方政府不得不向中央政府寻求转移支付,或是寻求非税收入的提高。

6 月份全国财政收入同比增长猛升至 19.6%,但其中主体税种收入增速并未恢复,税收收入同比增速仍然为负,财政收入增长主要来源于非税收入,包括地方政府的土地出让收入等。

在分税制体系无法迅速转变、税收收入仍得不到大幅提高的情况下,短期内保证非税收入,尤其是土地出让收入的稳定,不失为政府短期内缓解财政紧张的一条权宜之策。

## 当前房价仍在可容忍范围内,压抑地产需求弊大于利

09 年以来地产市场的繁荣是真实利率影响下供需双方共同作用的结果。地产市场回暖带动了上下游多个行业,即刻对其打压将产生巨大的联动效应,牵一发而动全身,影响整体经济的恢复。且目前房价的上涨速度距历史高位仍有一定距离,尚在可容忍区间之内,过于敏感的政策调控反而会干扰地产市场的正常发展。

权衡利弊得失,我们不认为政府有猛烈压抑地产需求的动力,否则经济必走 W 型,弊大于利。这是我们正面解读近期出现各种信贷与地产政策方面微调信号的最根本原因,我们维持对地产经济的乐观态度。

## 政府决策内生于市场经济数据

我们理解中国政府决策是一个摸着石头过河的试错过程,表现为不断地在左和右的试探中最终选择中间路线,这正是中国渐进改革经验的精髓之一。近期的政策信号正是一个试探过程。

在我们的分析框架中,政策调整和市场预期是内生的。即先有经济数据变化,后有政府政策调整;先有经济数据变化,后有市场预期转换。因此,政策很大程度上是可预测的,尽管时点较难把握。经济数据的变化趋势约束住了中短期出现政策猛烈调整的可能性。

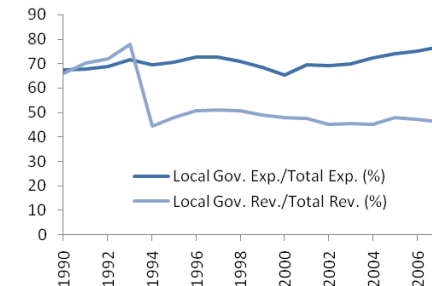
由于政府一向乐见量升价平,但市场比较调皮,往往与政策调整目标不尽一致。真正决定地产走向的是市场。

## 我们的推论

推论 1: 近期信贷政策信号释放主要为了打压通胀预期,真正意义上的转向在年内概率很低,在明后年较高概率发生;

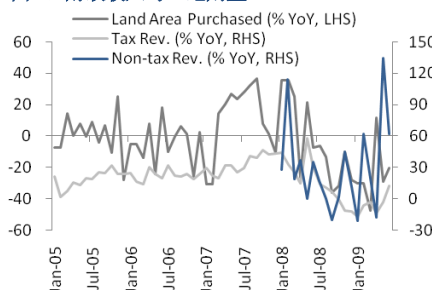
推论 2: 地产政策转向的逻辑类似,近期主要为了打压涨价预期,不过,估计其作用较为有限。维持地产与整体经济中短期上行趋势不变,我们会继续守望下一个真实意义的宏观拐点。参见近期报告《真实利率决定地产市场波动中上行》。

图 1: 地方财政收支占比



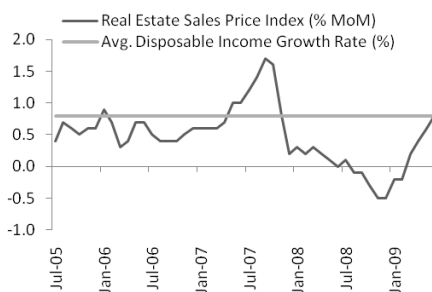
数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

图 2: 财政收入与土地购置



数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

图 3: 房价、可支配收入与物价增速



数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

### 上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

### 北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

### 广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

### 研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

## 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。