

2Q10中国经济与地产报告

今年地产的多赢出路

兴业证券首席宏观分析师

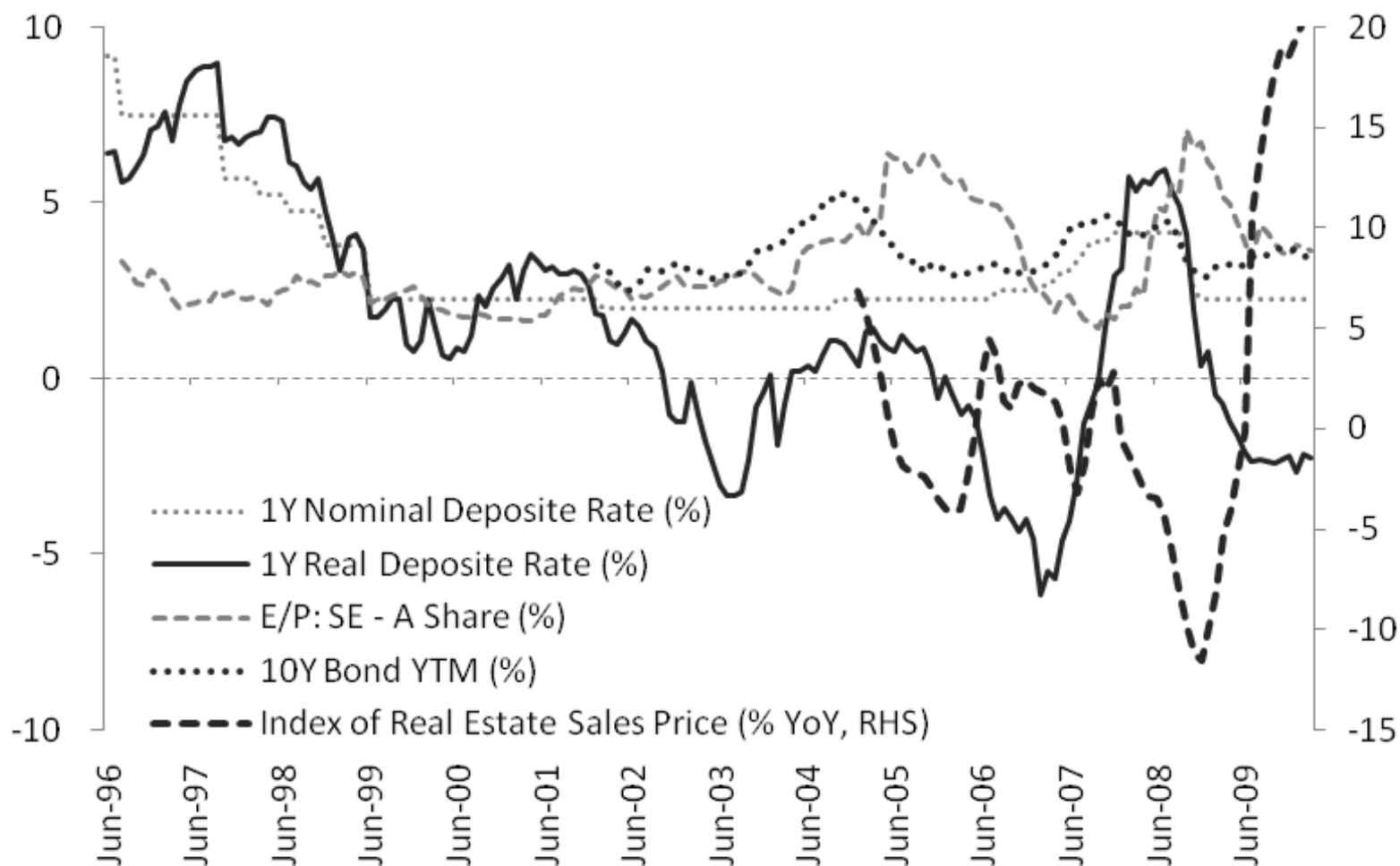
董先安

2010. 04. 12

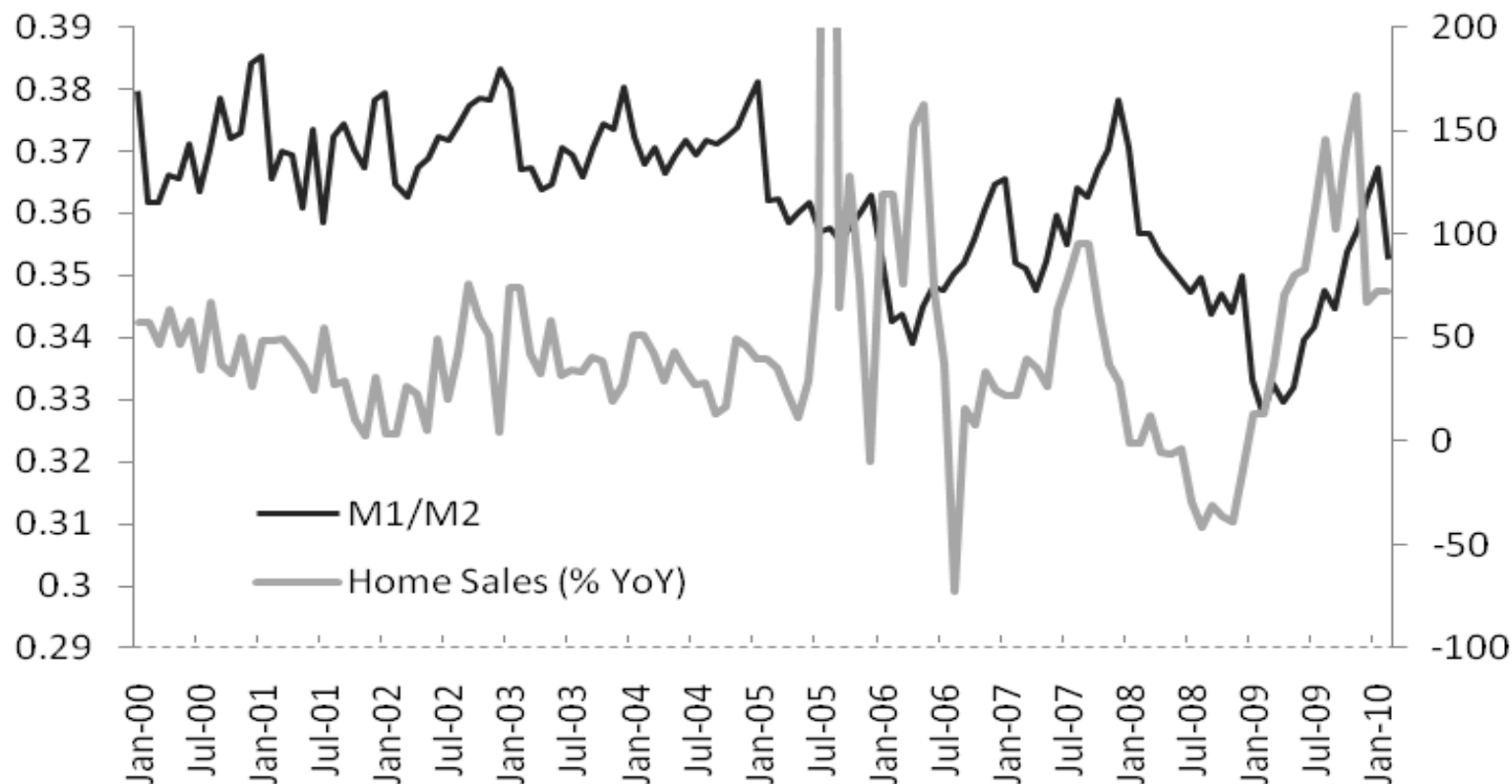
简短回顾：真实利率决定地产市场波动中上行

- 2009年7月17日报告要点：真实利率决定地产上行趋势可持续至少4个季度，库存调整带来地产市场波动，3季度有轻微调整压力，4季度高概率重回上行轨道。
- 短期库存波动的大背景是真实利率继续下降，购房需求持续走高，价格在波动中上行。
- 短期的刚性需求即使能部分解释1季度地产交易量超预期回升，也不能推演未来数个季度的地产趋势。而短期需求刚性现象是由库存调整等因素内生决定的，必须找到更外生的变量来逻辑一致地理解地产市场的波动和趋势。
- 中国独特的锯齿形态的人口年龄结构产生对有效需求的一波波冲击，令地产业沿着上行趋势线上下波动。
- 09年真实利率下行是地产复苏的关键因素，10年人口收入结构的中短期变化和正反馈因素均会支撑地产上行趋势。

真实利率、股债配置与地产市场

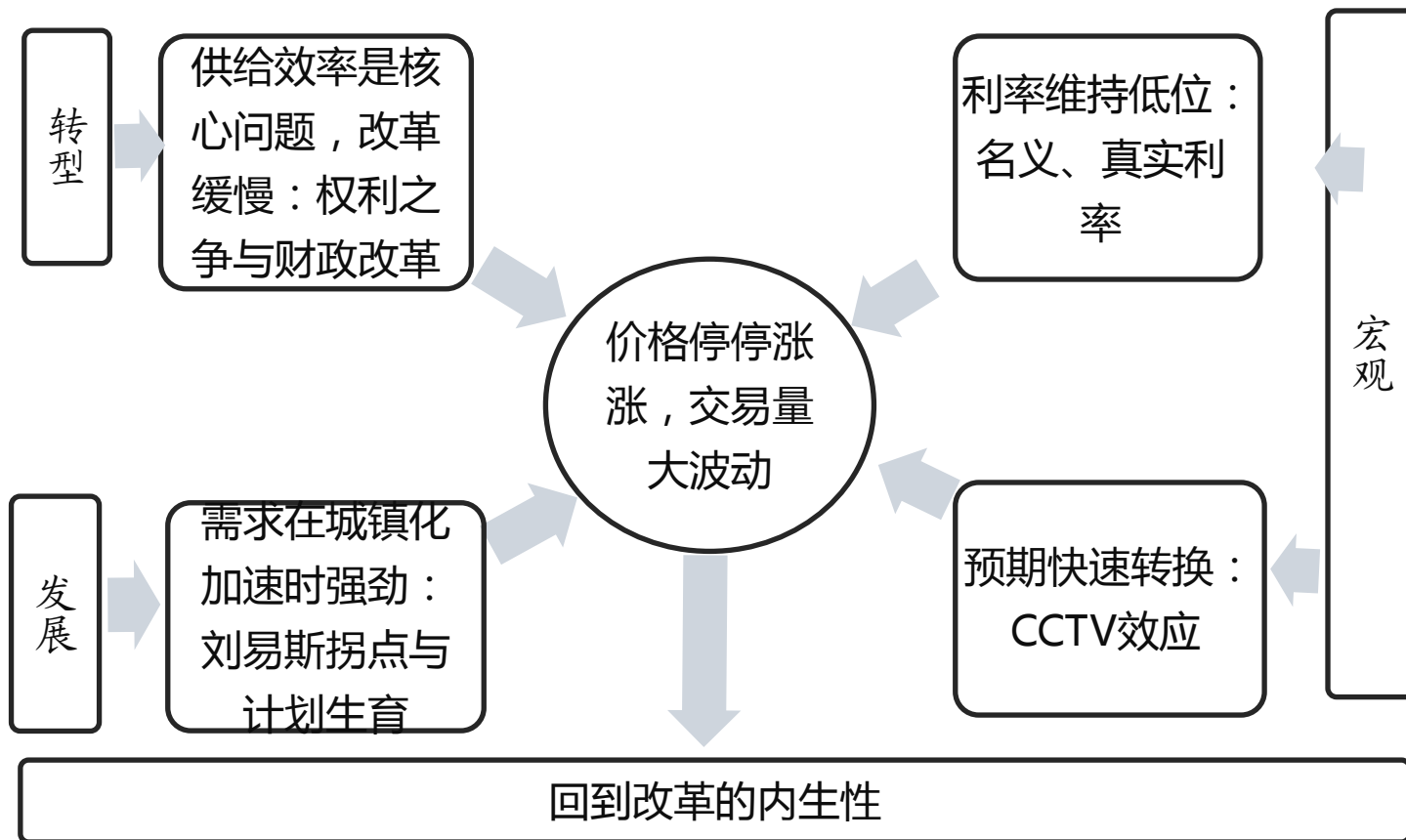


住房销售影响货币供需



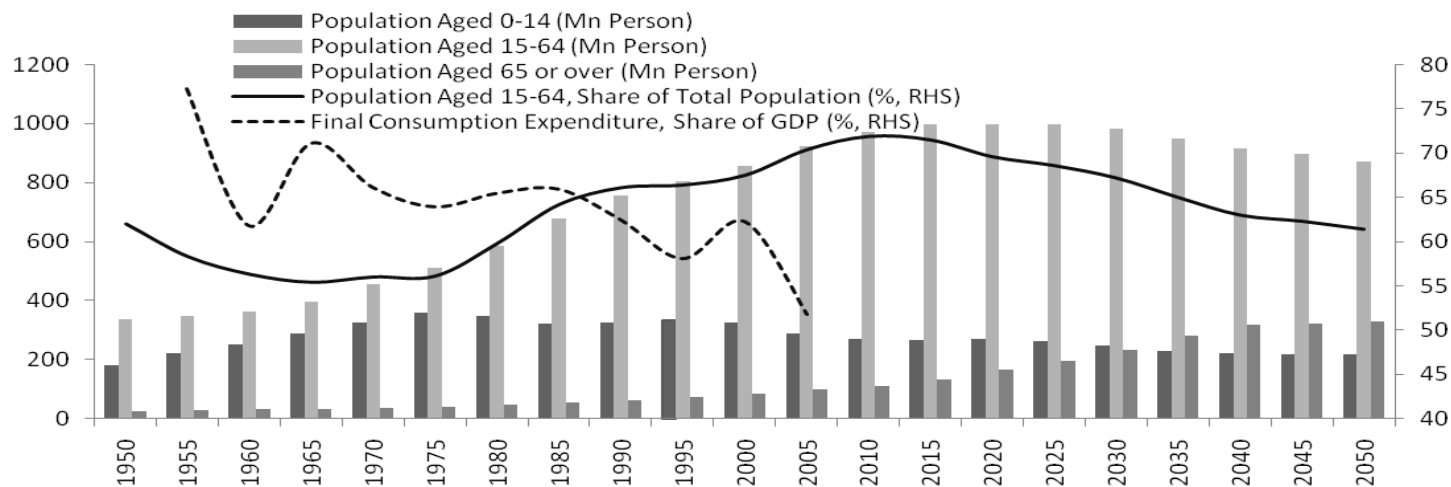
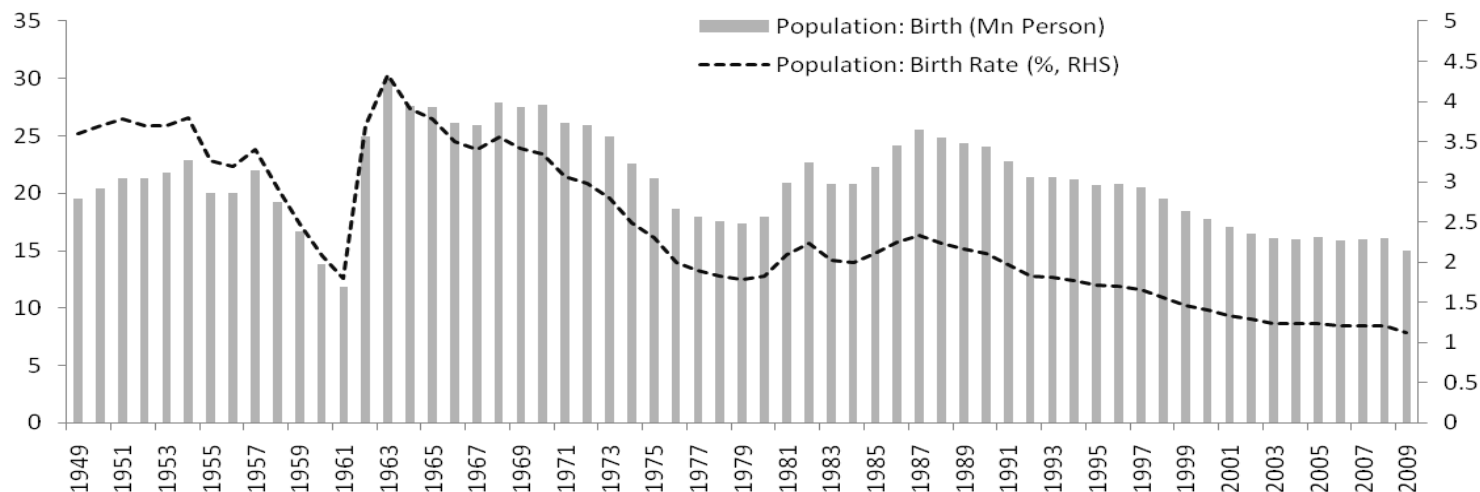
- 居民购房，储蓄存款转换为企业活期存款，M1被动增长。

了解地产，理解中国

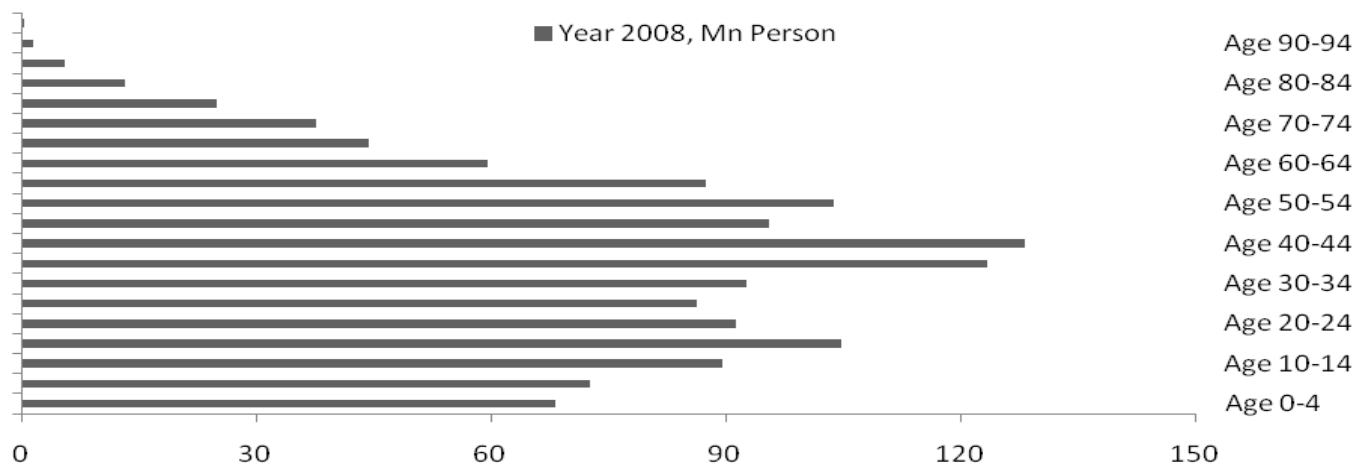
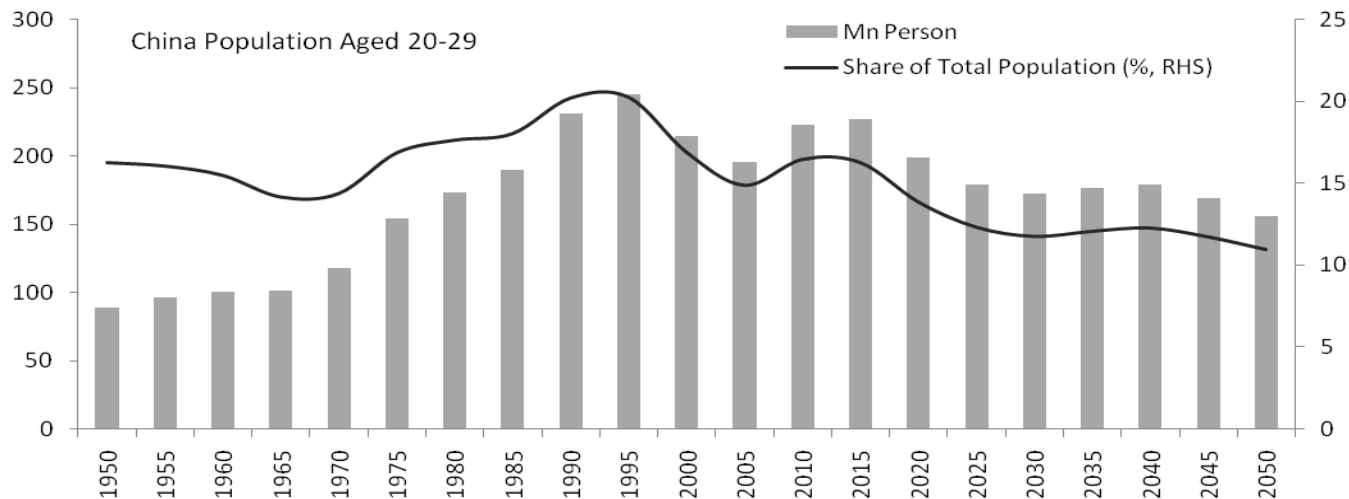


- 地产是中国经济一个缩影：转型、发展与宏观经济。

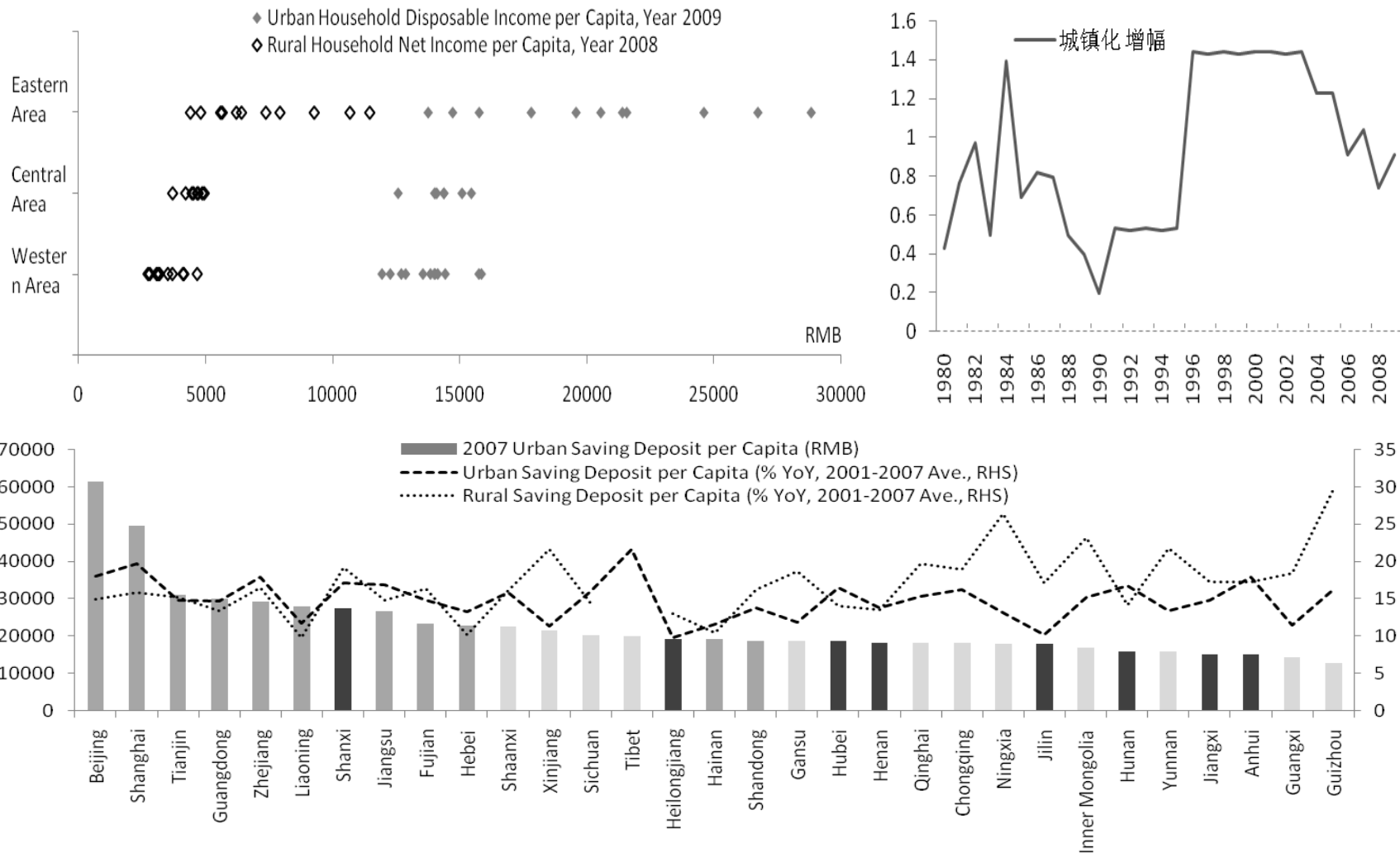
刘易斯拐点：边际上供求在转变，价抬升



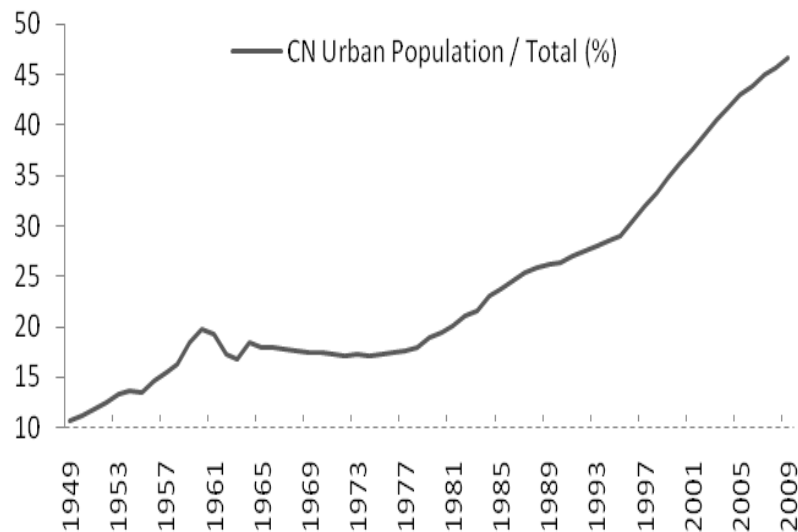
青年人口储备



城镇化加速，需求强劲

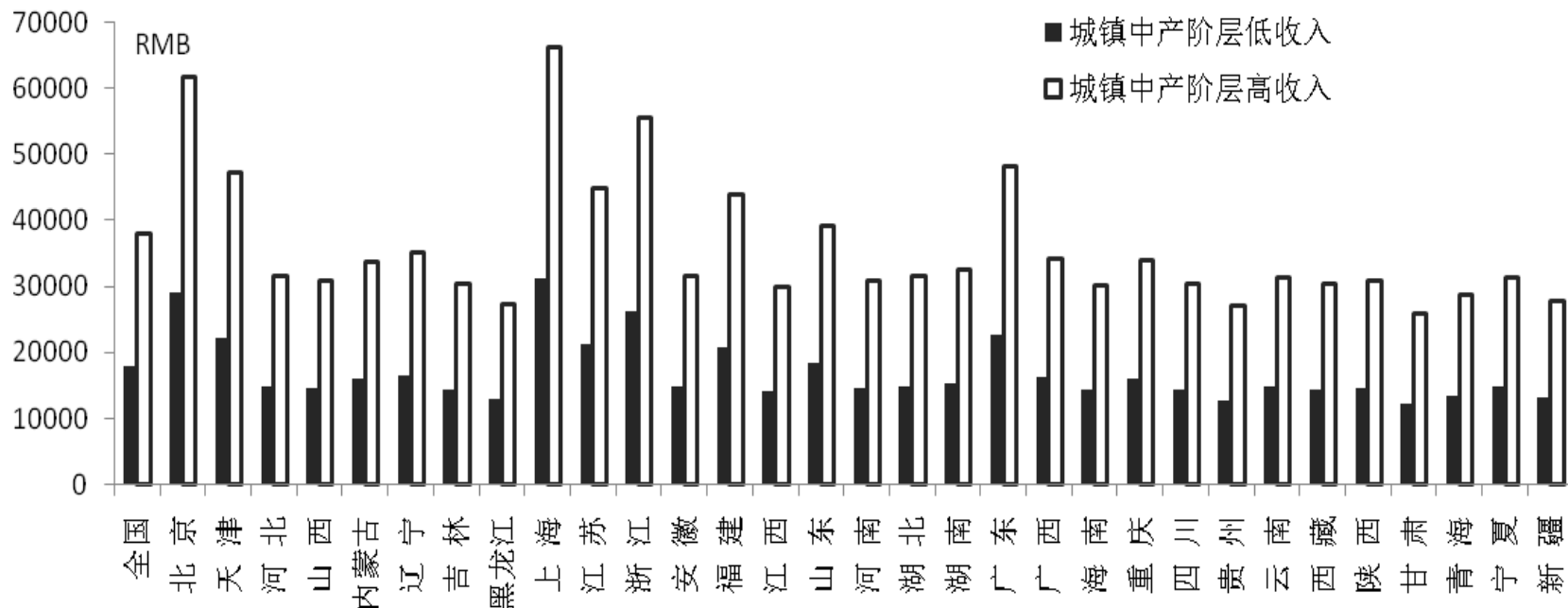


城镇化率 > < 1/2?



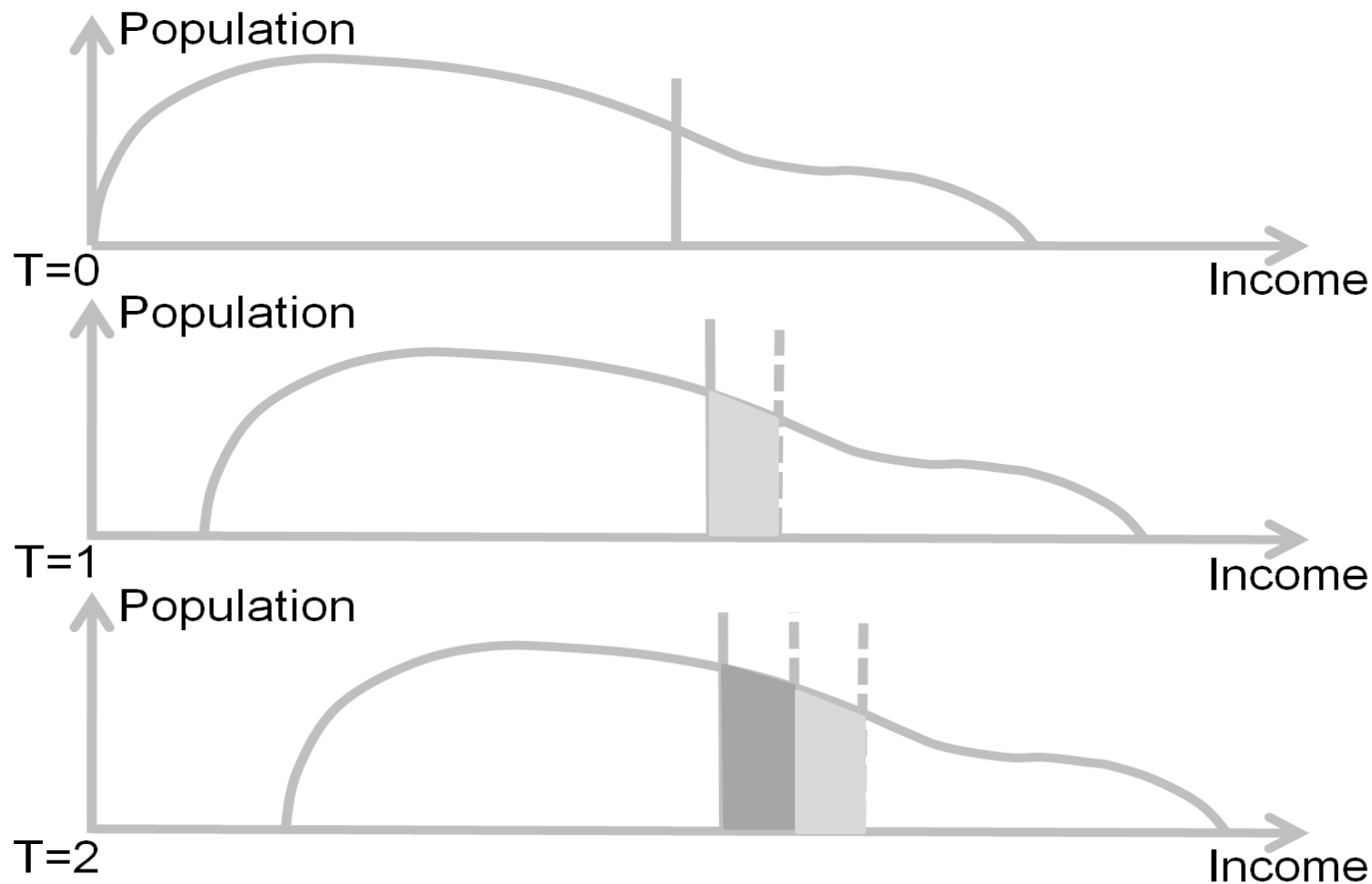
- ◆ 中国地产经济的有效需求趋势最终受城镇化进程中的人口与收入变量影响。
- ◆ 口径1是以行政建制为基础，统计城镇户籍人口，用城镇户籍人口统计城镇人口。户籍人口的数据来自于公安部；
- ◆ 口径2是以行政建制为基础，统计农业非农业人口，用非农业人口代表城市人口；
- ◆ 口径3是以行政建制为基础，统计城镇常住人口，用城镇常住人口代表城市人口，这是2000年人口普查之后被采用的。城镇常住人口是指居住在城市及市辖区，县级市市区，县人民政府驻地及县以下小城镇满半年以上的人口总数。它等于户籍人口减去流出本地半年以上的人口加上流入本地半年以上的外来流动人口。但手持户口迁移证、出生证、退伍证、劳改劳教释放证等尚未办理常住户口的人，即户口待定人口，也包括在常住人口中。
- ◆ 国家发改委发展规划司数据，截止到2009年底，我国的城镇人口按统计口径算，已达6.22亿人，城镇化率提高到46.6%（口径3）。

城镇中产阶级：60-90%人口的收入

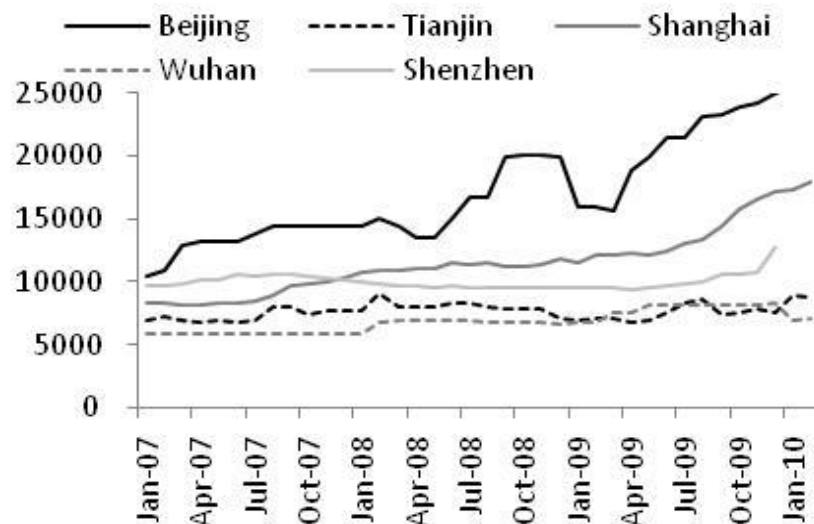
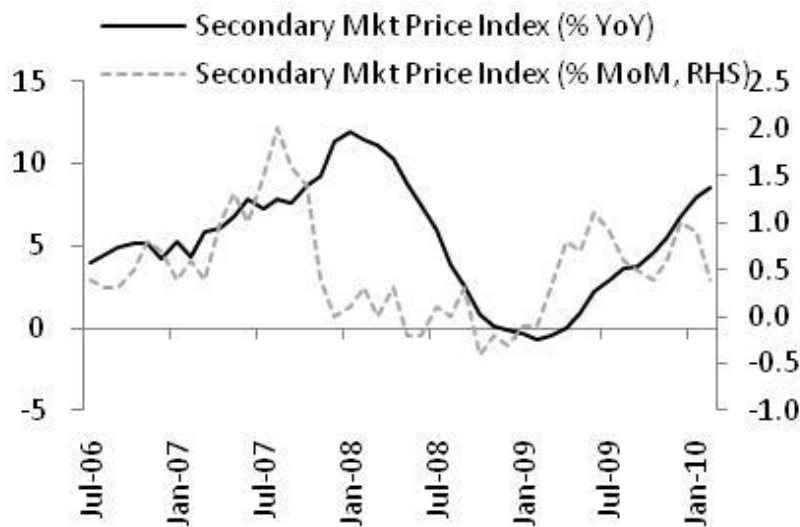
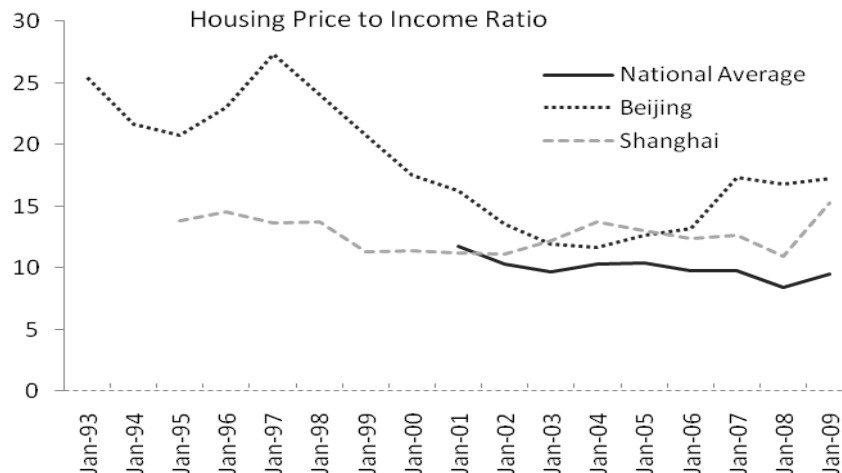


- 图中给出了2008年各省及全国城镇中产阶级（年收入由低到高排序60%至90%的人群）的收入上下限。全国范围的上下限由全国按收入等级分人群的平均年收入推算，各省的上下限参照全国范围的上下限和各省的平均收入推算。各省中产阶级的下限收入差异较小，与农村新移民收入已接近。

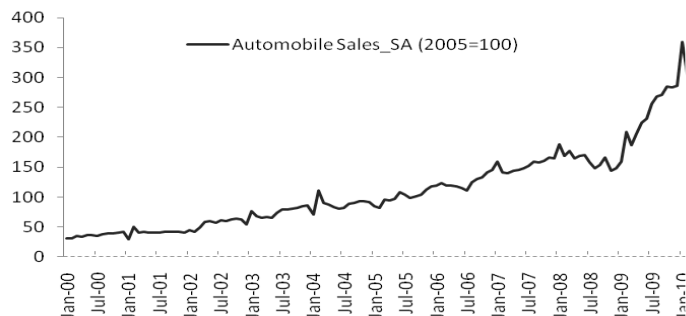
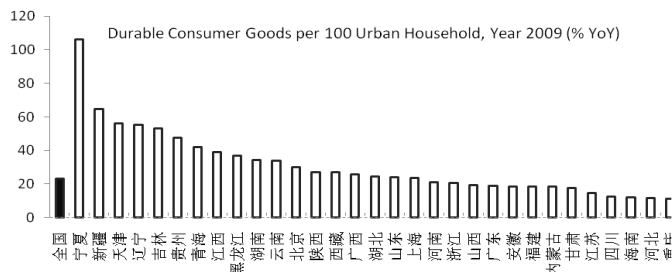
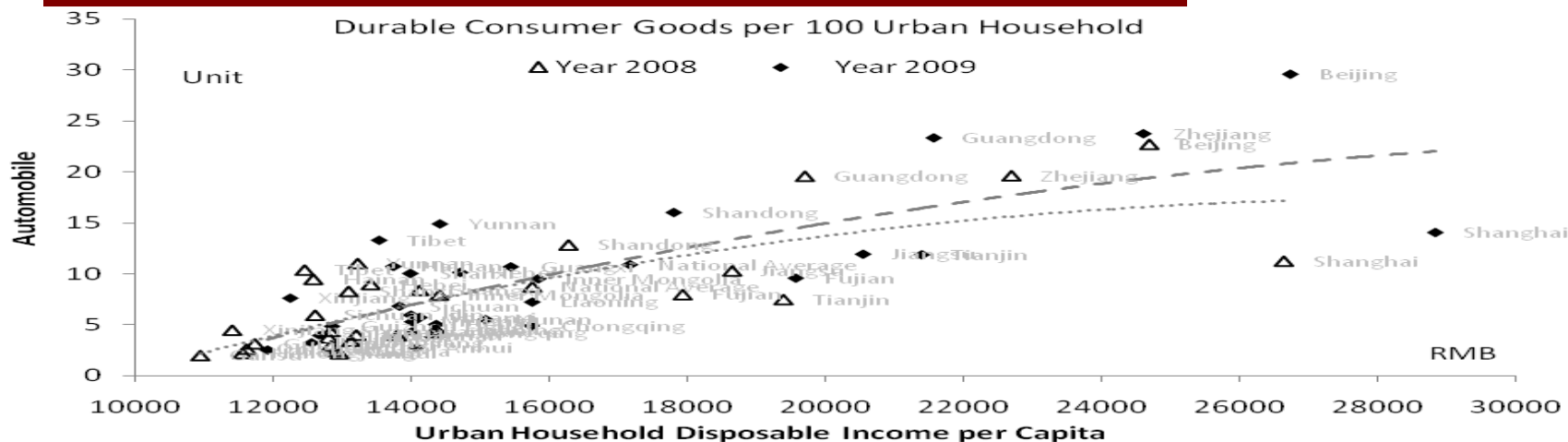
收入与可选消费有效需求模型



房价上涨，拉开差距

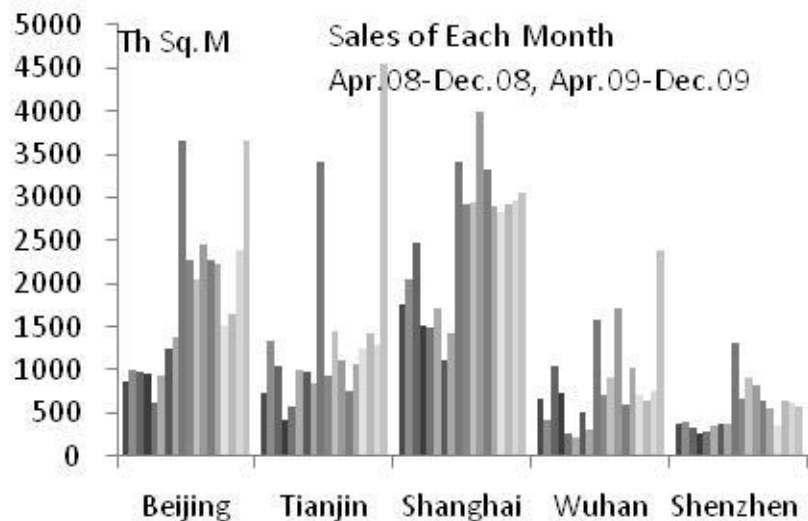
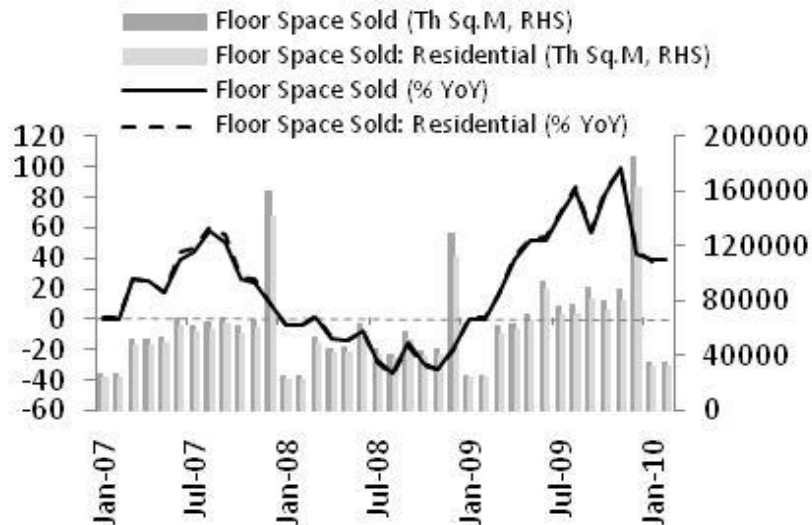


家用汽车加速普及



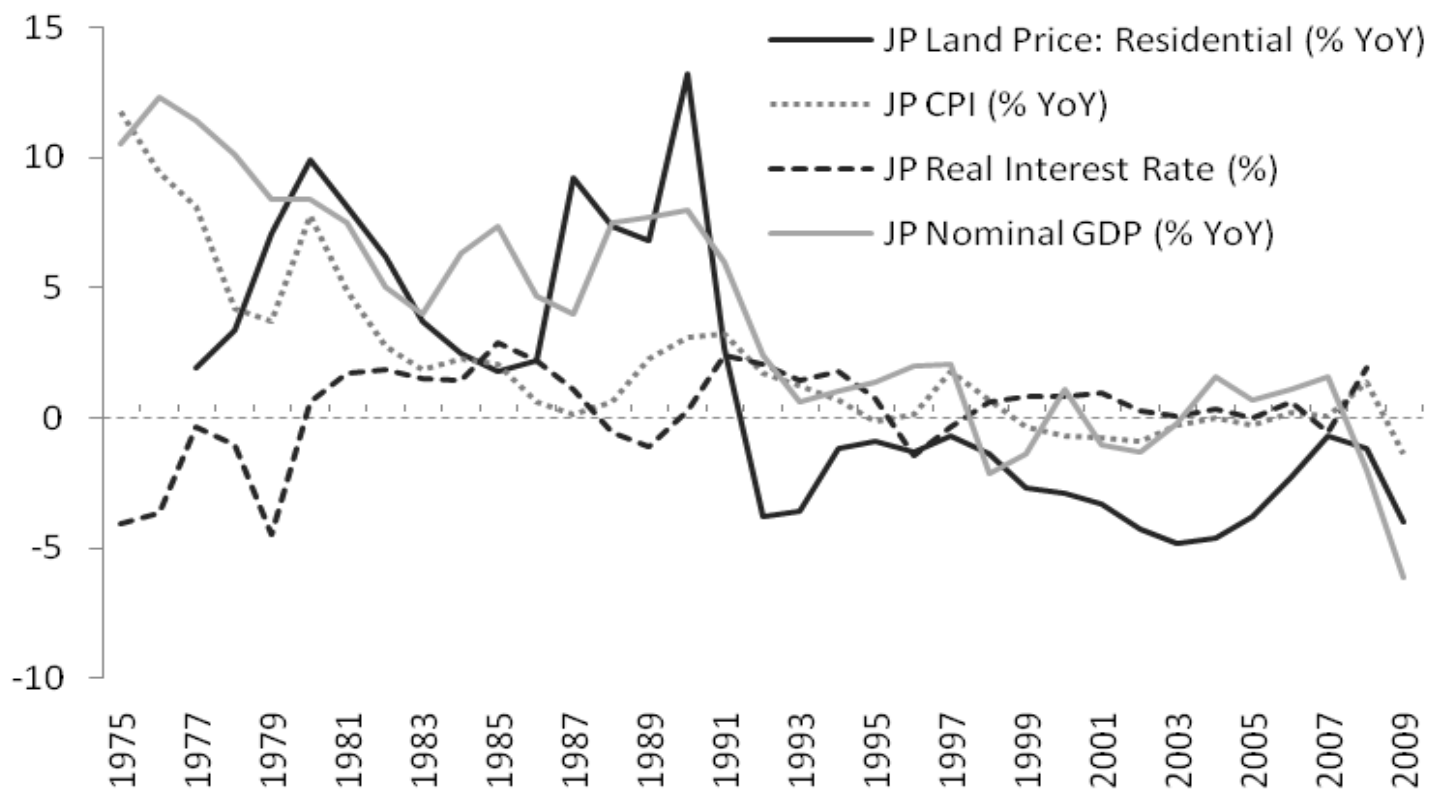
- 2009年城镇家用汽车百户拥有量全国为10.89辆（2008年8.83辆），其中北京最高，为29.55辆，其次为浙江、广东，分别为23.72辆和23.31辆，东部的山东、上海、江苏、天津、海南、河北，中部的广西，西部的云南、西藏、山西，拥有量都在10辆以上。家用汽车销售离普及尚远。
- 中国轿车销量2005-2009年为279.7万辆、382.8万辆、472.7万辆、504.7万辆和747.3万辆，增长率为24.7%、36.9%、23.5%、6.8%和48.1%。轿车销量同比在09年1月到最低点-12.4%，自09年2月来同比一直攀升，10年1月为111.8%，销量为93万辆，2月同比45.9%，销量62.3万辆。08年汽车行业用钢1597万吨。

城镇商品房销售



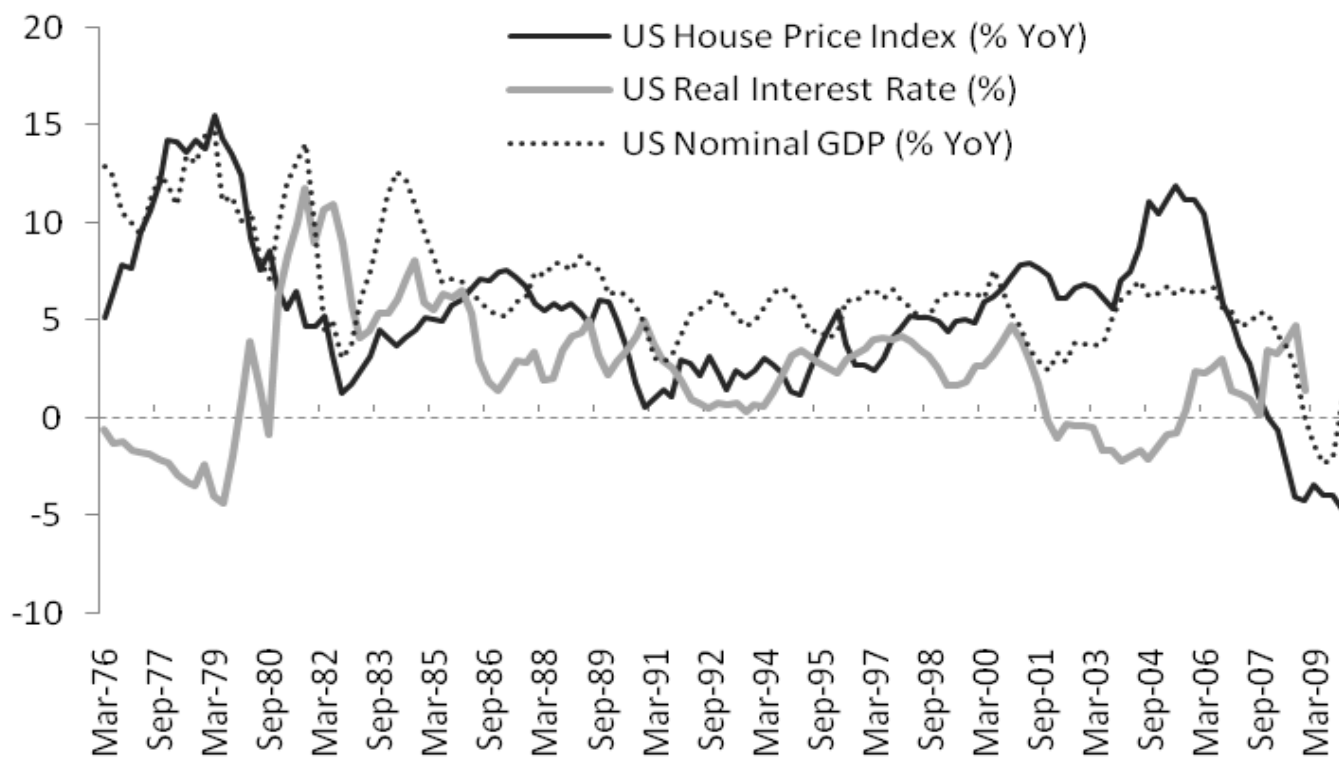
日本：真实利率弱影响地价

	被解释	解释	滞后	Granger	回归	相关
日	LAND	REAL IR	1年	低	差	-0.899

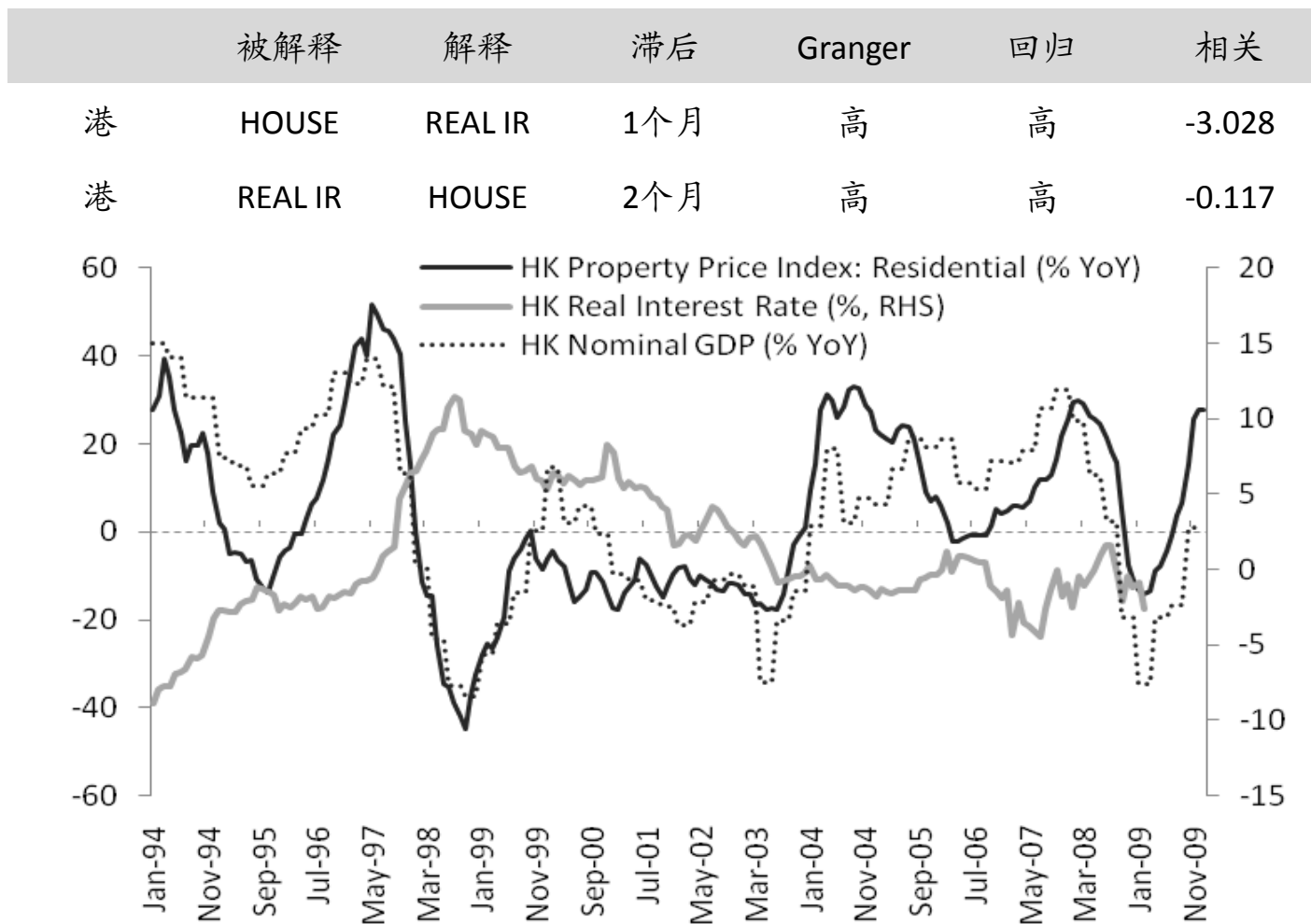


美国：真实利率强影响房价

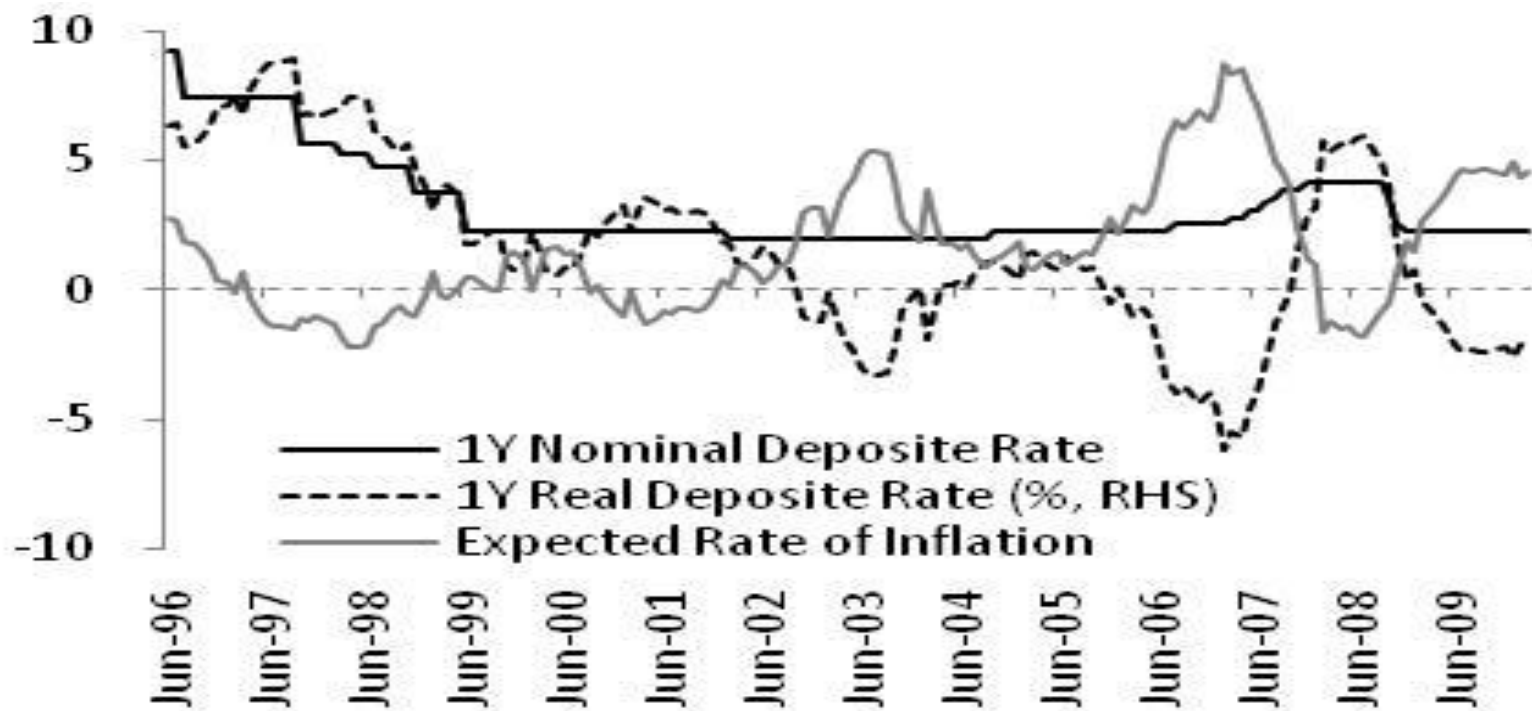
	被解释	解释	滞后	Granger	回归	相关
美	HOUSE	REAL IR	1个季度	高	高	-0.615



香港：真实利率强影响房价

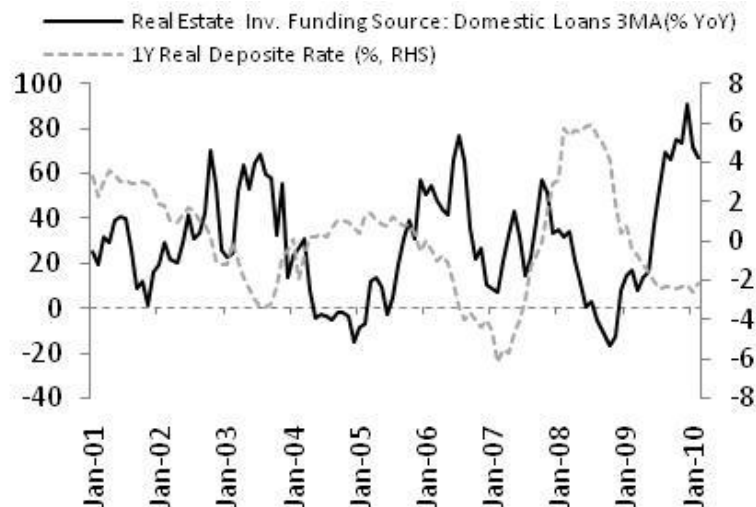
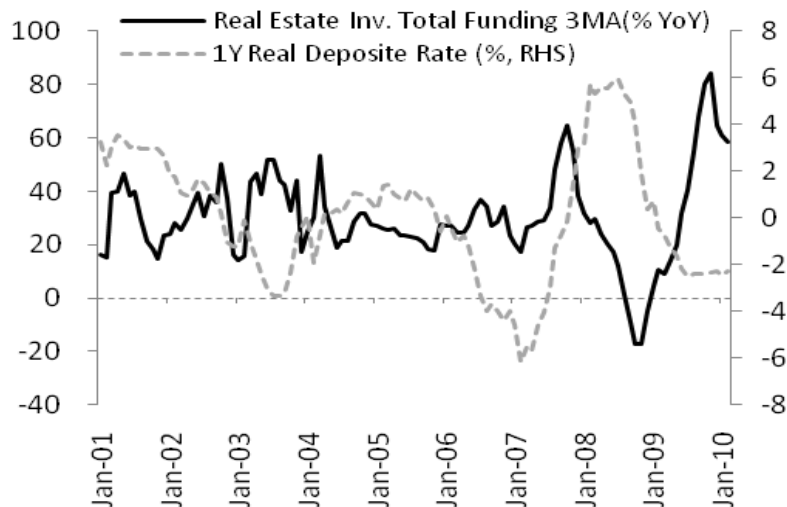
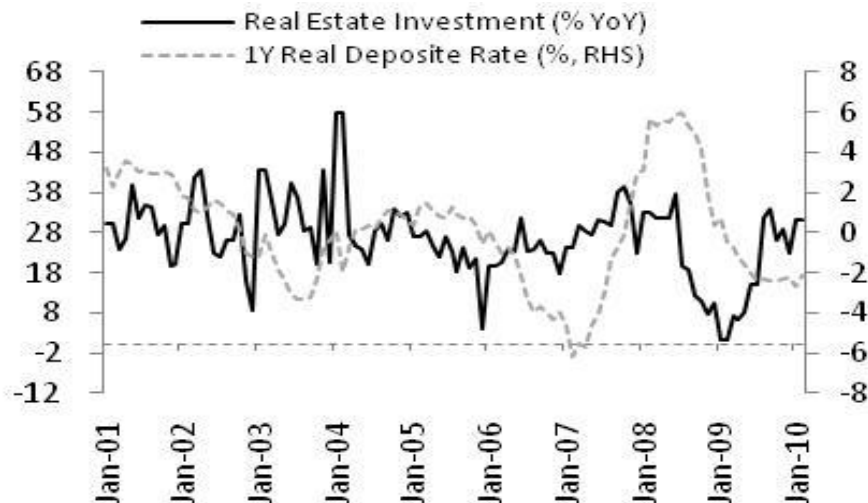


名义利率维持低位，真实利率负值区间

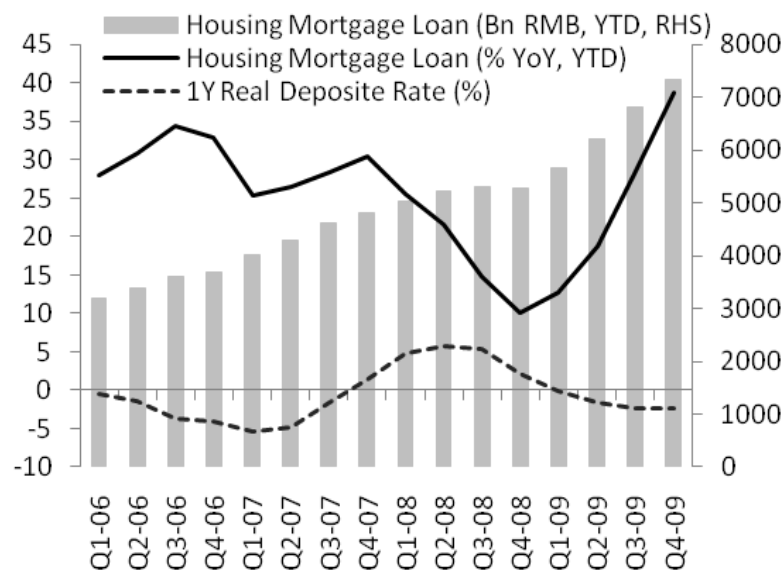
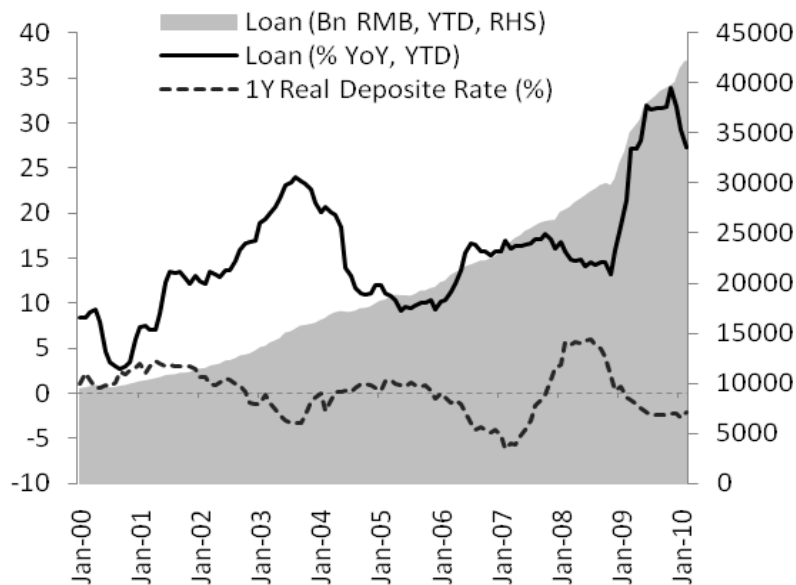


- 我们认为央行年内高概率提高1年期存款利率2-3次，但由于CPI（同一时间窗口的预期）变动大于利率上调的力度，真实利率在负值区间徘徊。

低真实利率扩张地产供给



低真实利率扩张地产需求



资产价格、通胀与名义利率

	被解释	解释	滞后	granger	回归	相关
韩	CPI	Deposit Rate	1	高	高	0.981
巴	Federal Funds Rate	CPI	1	高	低	0.899
巴	CPI	Federal Funds Rate	1	高	中	0.271
日	Deposit Rate	Land Price	1	高	高	0.266
日	Land Price	Deposit Rate	2	低	高	1.444
台	Residential Property Price	Time Deposit Rate	1	高	高	-4.094
台	Time Deposit Rate	Residential Property Price	2	差	很差	-0.062

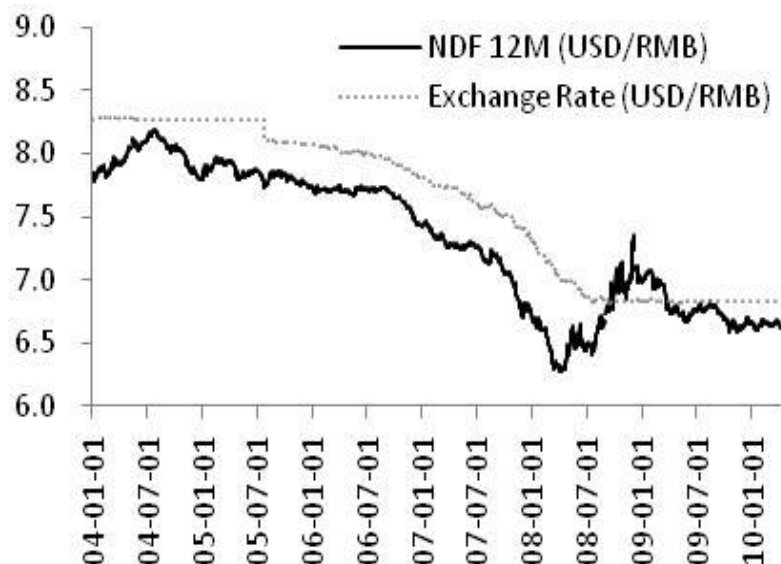
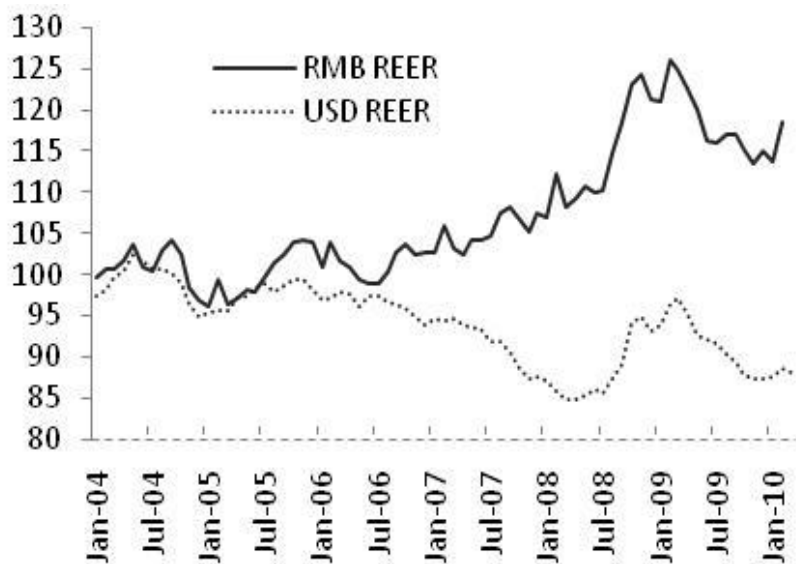
真实利率驱动资产价格的跨国证据

	被解释	解释	滞后	Granger	回归	相关
日	LAND	REAL IR	1年	低	差	-0.899
日	REAL IR	HOUSE	6个月	低	高	-0.124
韩	HOUSE	REAL IR	1个月	高	高	-1.528
韩	HOUSE	REAL IR	9个月	高	高	-1.268
台	REAL IR	HOUSE	1个季度	中	高	-0.191
台	REAL IR	HOUSE	4个季度	高	高	-0.208
中	HOUSE	REAL IR	1个季度	高	高	-0.546
中	HOUSE	REAL IR	2个季度	高	高	-0.731
中	HOUSE	REAL IR	3个季度	高	高	-0.837
中	HOUSE	REAL IR	1个月	高	很差	0.072
中	HOUSE	REAL IR	2个月	高	很差	-0.069
中	HOUSE	REAL IR	9个月	低	高	-0.928
中	REAL IR	HOUSE	3个季度	高	很差	-0.106
中	REAL IR	HOUSE	1个月	高	高	0.518
中	REAL IR	HOUSE	2个月	高	高	0.780
中	HOUSE	REAL IR	1年	高	高	-0.798

汇率与资产重估：7月汇率高概率松动

- ◆ 人民币汇率自2008年7月以来暂停兑美元升值。之前3年人民币兑美元已累计升值21.2%，7月22日一次性升值2.05%，然后按年率6.6%渐进升值。
- ◆ 中国的政策目标是价格稳定。上半年美元有效汇率很可能延续去年11月以来的趋势。去年11月至今年2月人民币名义与实际有效汇率累计分别升2.43%和4.45%；而2009年全年累计贬5.40%、5.03%。
- ◆ 短期来看，汇率和利率都有可能作为灵活微调手段。我们初步推测先利率后汇率，本月动准备金率可能性大，利率很快恢复弹性；7月结束盯住美元不动，恢复兑美元升值的概率相当高，而汇率形成机制近期发生大的改变概率不高。
- ◆ 预计下半年将启动年化7%以内幅度渐进升值局面，参照一篮子秘密货币确定基准汇率。
- ◆ 目前香港12个月NDF美元兑人民币汇率与人民币中间价含升值预期3%左右，在政策信号明朗之前是正常水平。假设7月前后兑美元松动，以年化（2010.7--2011.7）升值7%左右计算，初估2010年全年升值约3%左右，至6.6276水平。
- ◆ 我们一向认为再平衡的实现过程将是未来10年甚至更长时间段中国经济与资本市场演变主轴。这一再平衡实现过程，从根本上决定人民币甚至美元的未来。

人民币实际有效汇率回升



汇率影响资产价格和通胀的跨国证据

	被解释	解释	滞后	granger	回归	相关
巴	CPI	ER	2	高	很差	0.488
台	ER	CPI	1	差	很差	0.189
台	CPI	ER	3	高	高	-0.125
日	LAND	ER	2	中	高	0.051
台	HOUSE	ER	1	低	差	-0.071
台	ER	HOUSE	2	中	低	0.084
韩	HOUSE	ER	2	差	极差	0.000
中	CPI	ER	2	低	高	-1.606
日	CPI	ER	1	高	高	0.020
日	ER	CPI	1	低	高	7.749
韩	CPI	ER	1	高	高	-0.013

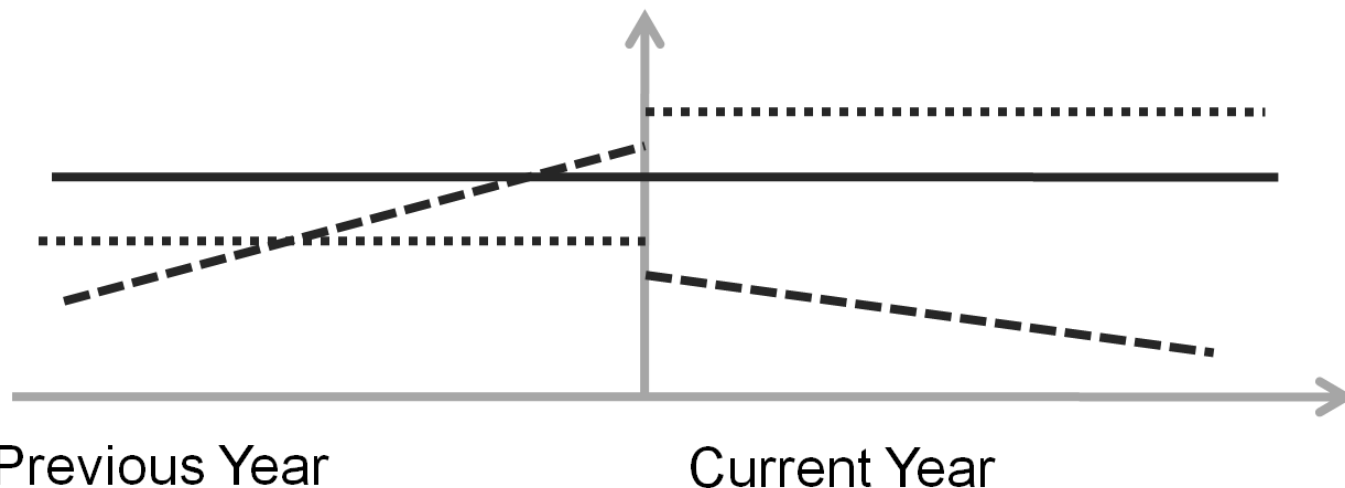
- 从Granger因果检验和回归的结果来看，汇率在不同的国家对CPI和房价的影响不同。

供给效率是核心问题，改革缓慢

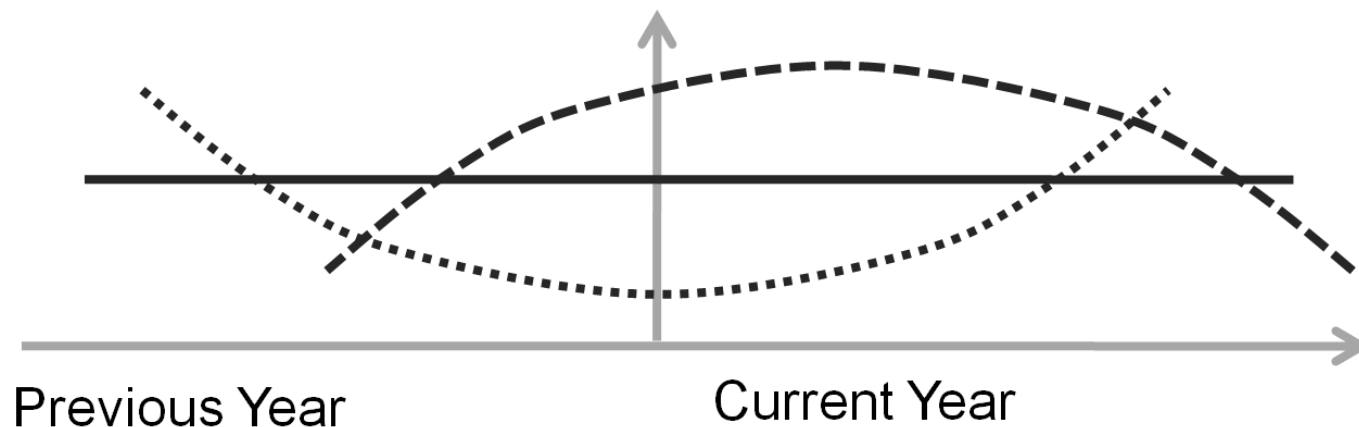
- ◆ 供给主要关注投资、土地供给及库存。
- ◆ 库存调整模型：期末库存面积=期初库存面积+本期新增可售面积-本期销售面积。
- ◆ 若当期销售面积从持续低于新增可售面积突然跳跃至高于新增可售面积的值，当期库存随之发生剧烈跳动，并从之前的持续增加转为持续降低。
- ◆ 若销量的变化是连续的，则从销量不再剧烈减少至库存不再继续增加需要经过一段时间的积累。库存峰值的出现会之后于销量的最低点。

库存调整模型

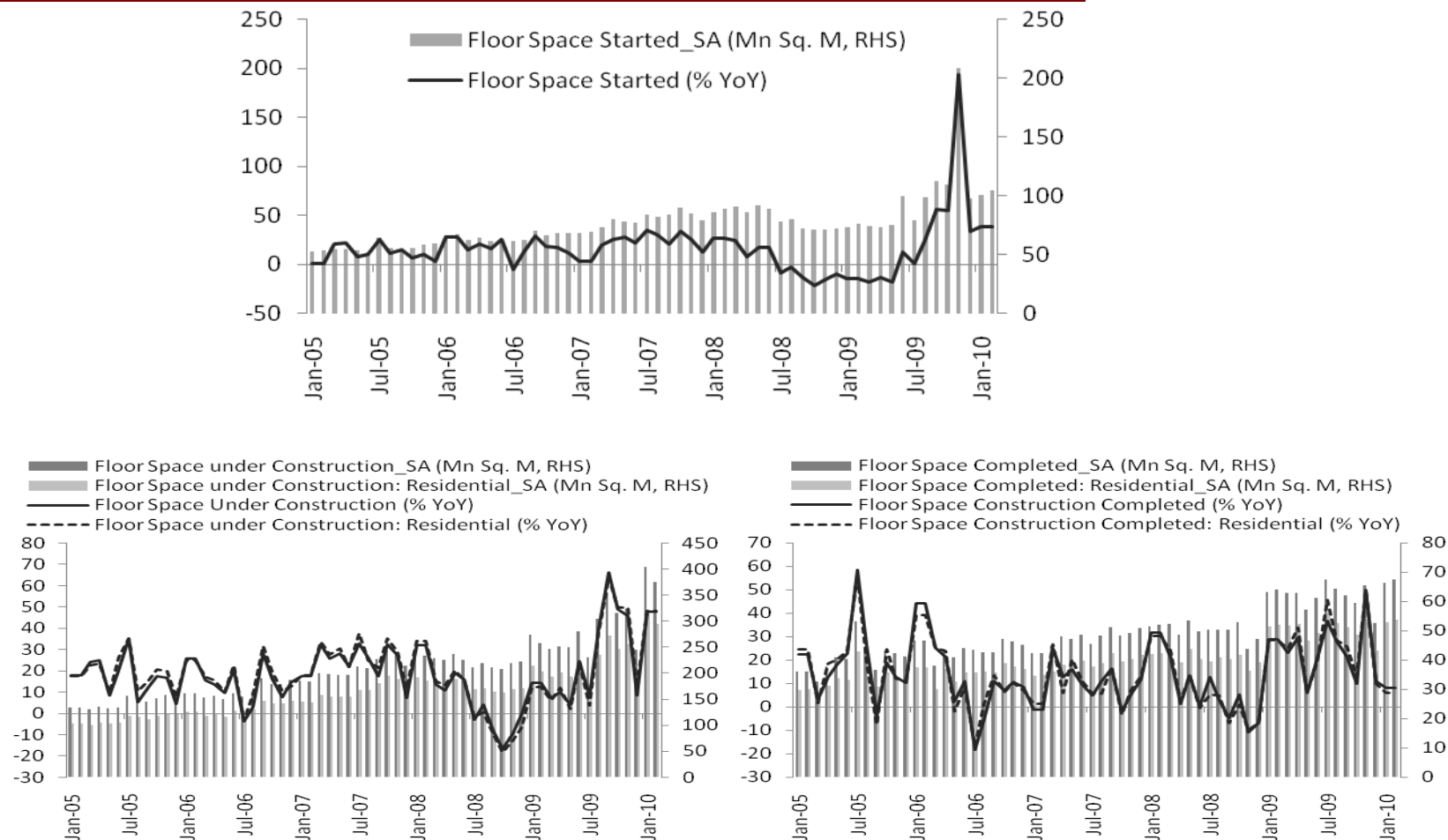
- ◆ 若销量变动不连续，则库存当期就发生剧烈调整



- ◆ 若销量变动连续，则库存的最低点滞后于销量的拐点

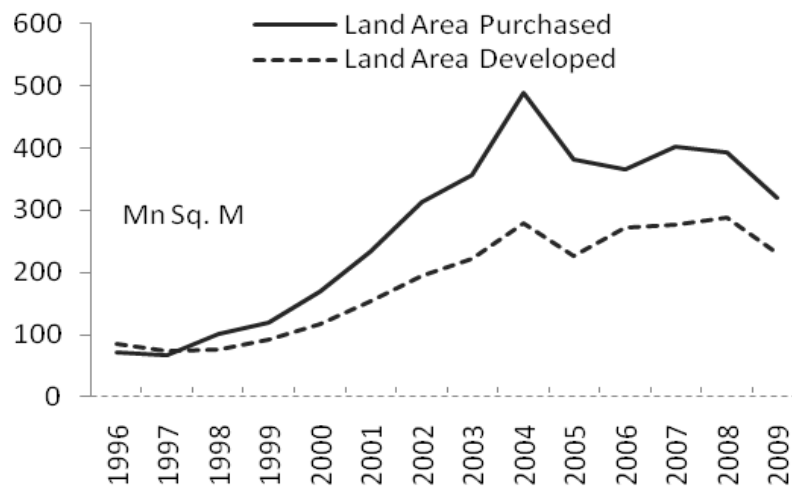
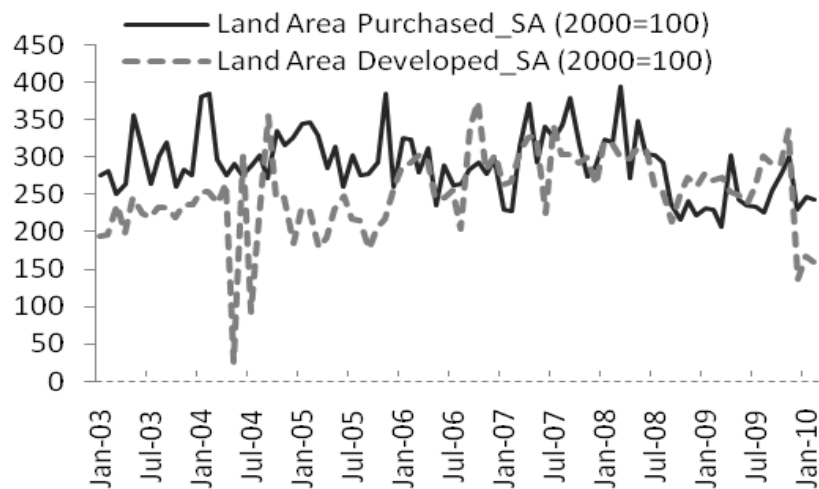
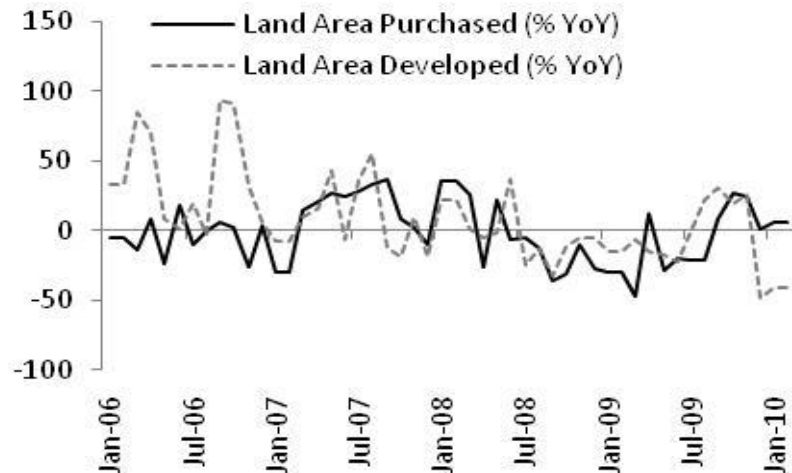
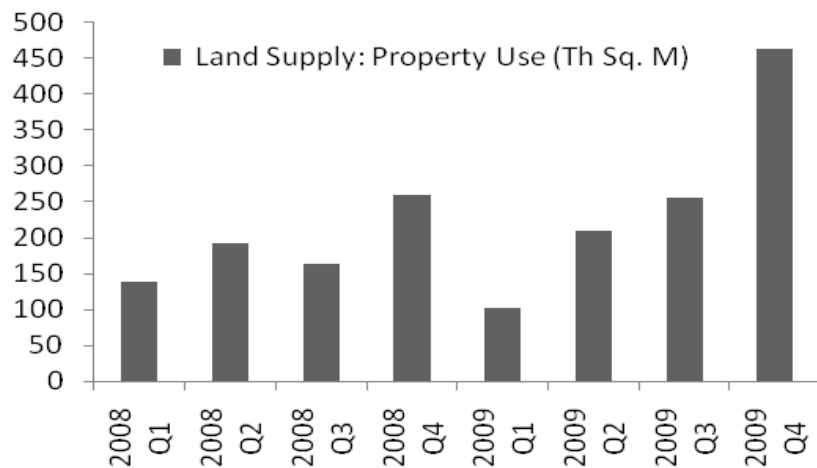


库存调整

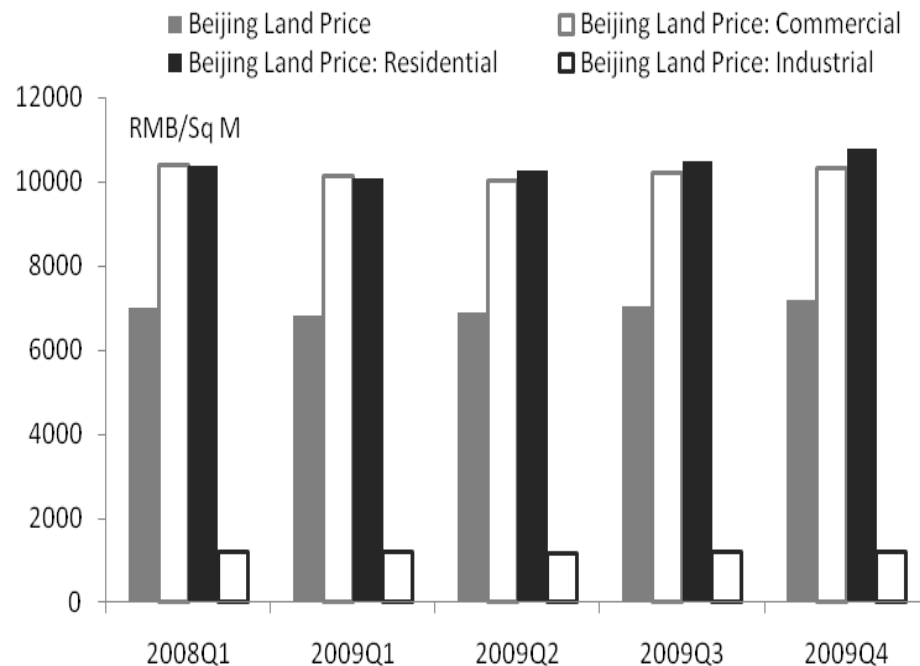
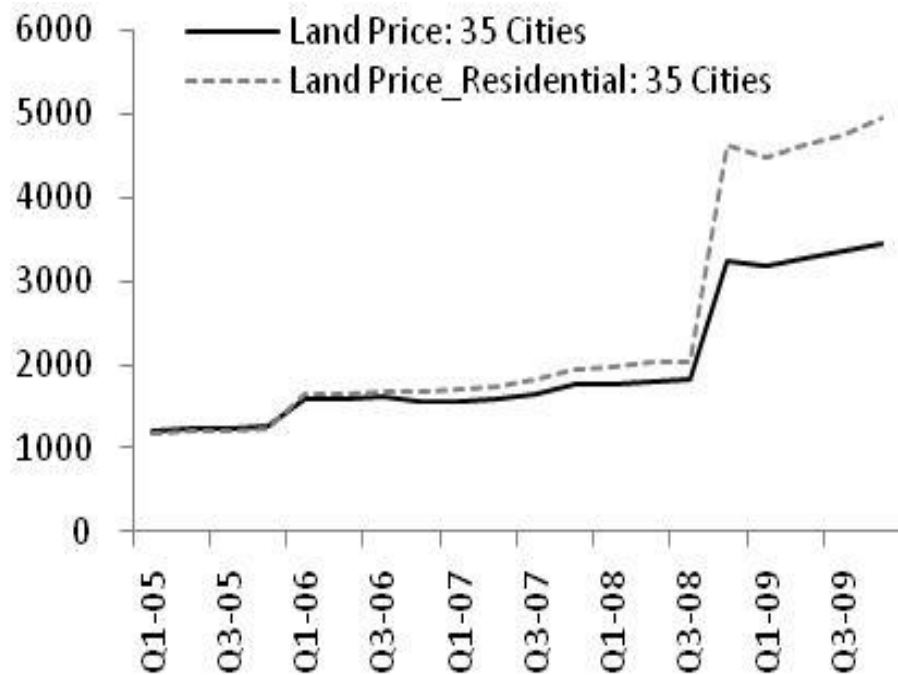


- 库存模型涉及指标：商品房新开工面积、施工面积、竣工面积

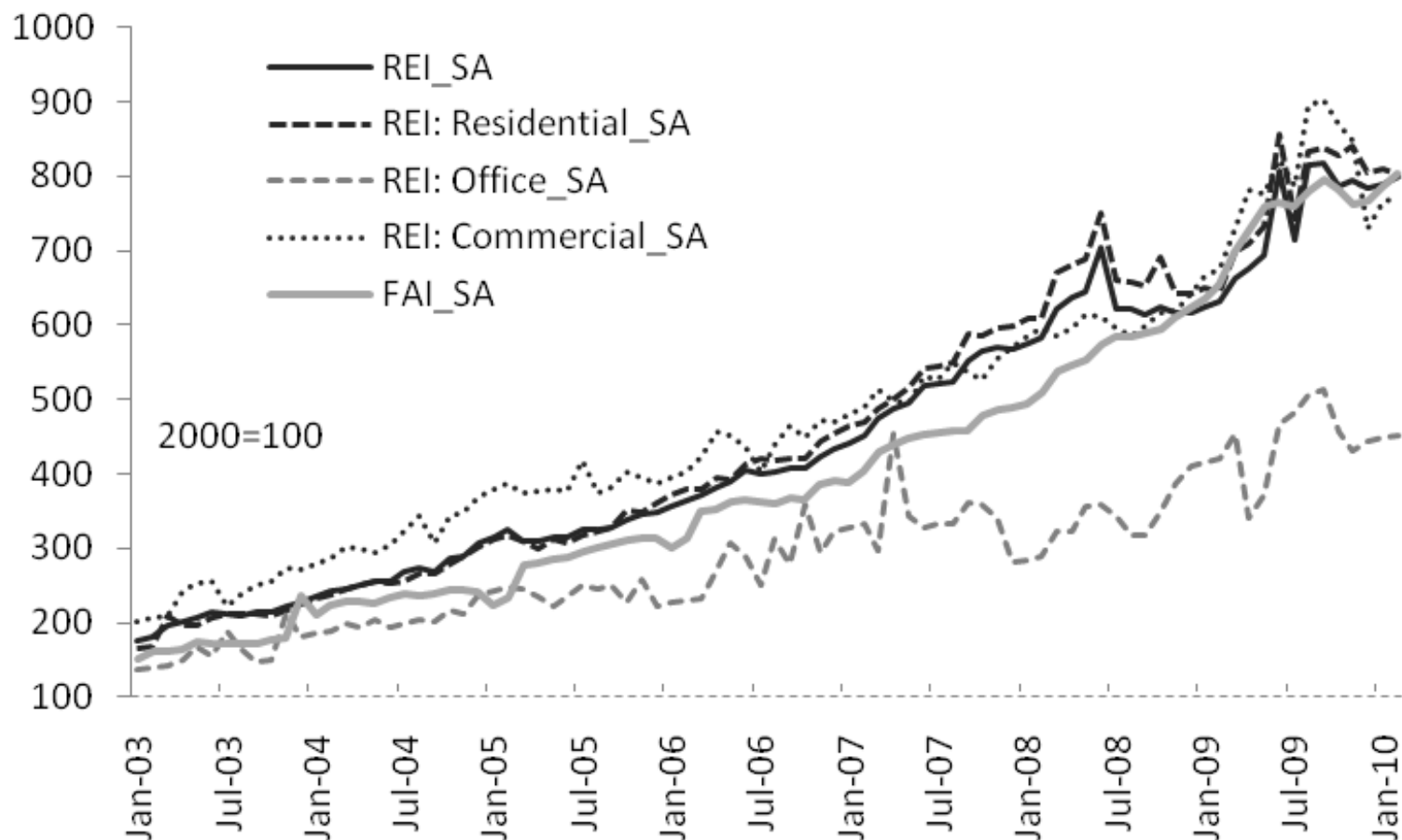
土地供应量少，效率低



地价疯涨



地产投资居高不下



政府债务本息

	十亿人民币	地方投资公司当前 债务	地方投资公司未来 债务	总债务
		11,424.71	12,767.06	24,191
	十亿人民币	占比	占比	占比
2009年名义GDP	33,535	0.34	0.38	0.72
2009年财政收入	6,848	1.67	1.86	3.53
2009年地方政府财政本级收入	3,258	3.51	3.92	7.42
2009年末本外币贷款	42,560	0.27	0.30	0.57
2009年末外汇储备	16,382	0.70	0.78	1.48

十亿人民币	当前债务利息	未来债务利息	总债务利息
	617.16	689.42	1306.58
	占比	占比	占比
2009年财政收入	9%	10%	19%
2009年地方政府财政本级收入	19%	21%	40%

土地财政预算

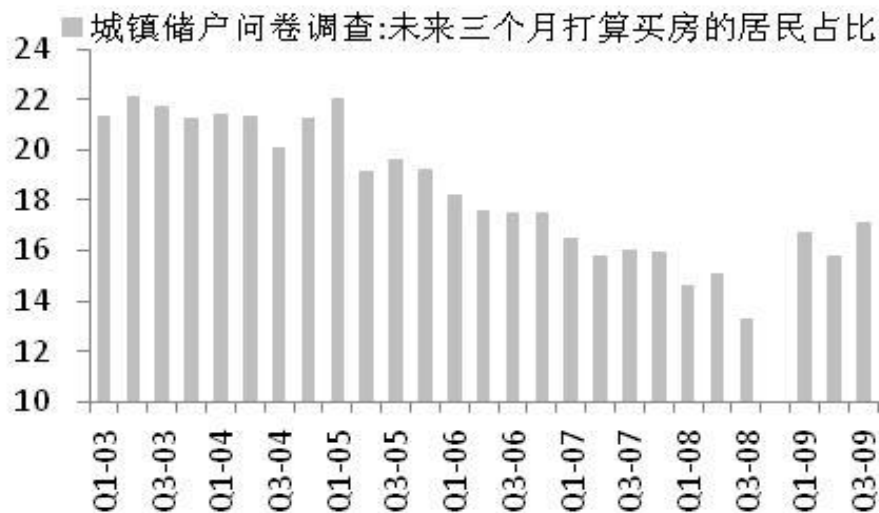
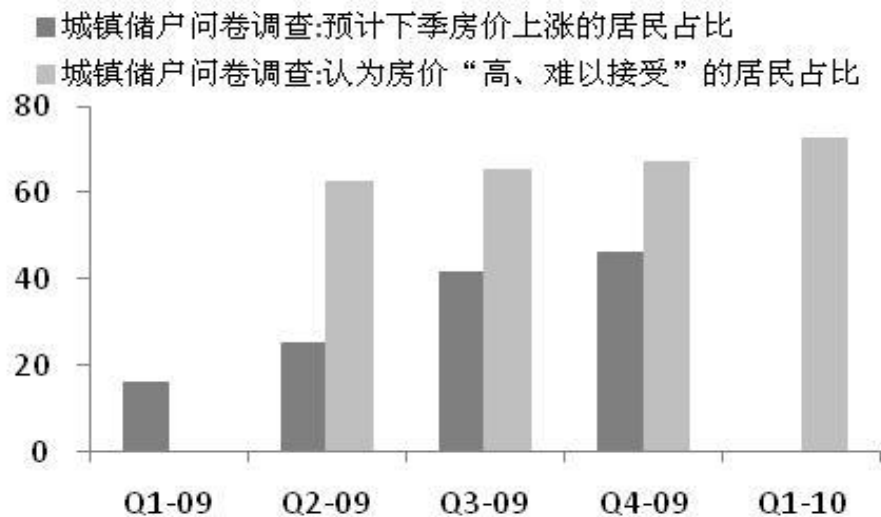
十亿人民币	2009	2010预算	同比增长
土地出让价款	1,591.02	1,396.48	-12.23%
土地出让价款:房地产用地	1,339.18		
地方财政本级收入	3,258.10	3,587.00	10.09%
地方财政收入	6,120.20	6,648.10	8.63%
土地出让价款占地方财政 本级收入比例	49%	39%	
土地出让价款占地方财政 收入比例	26%	21%	

政府负债率

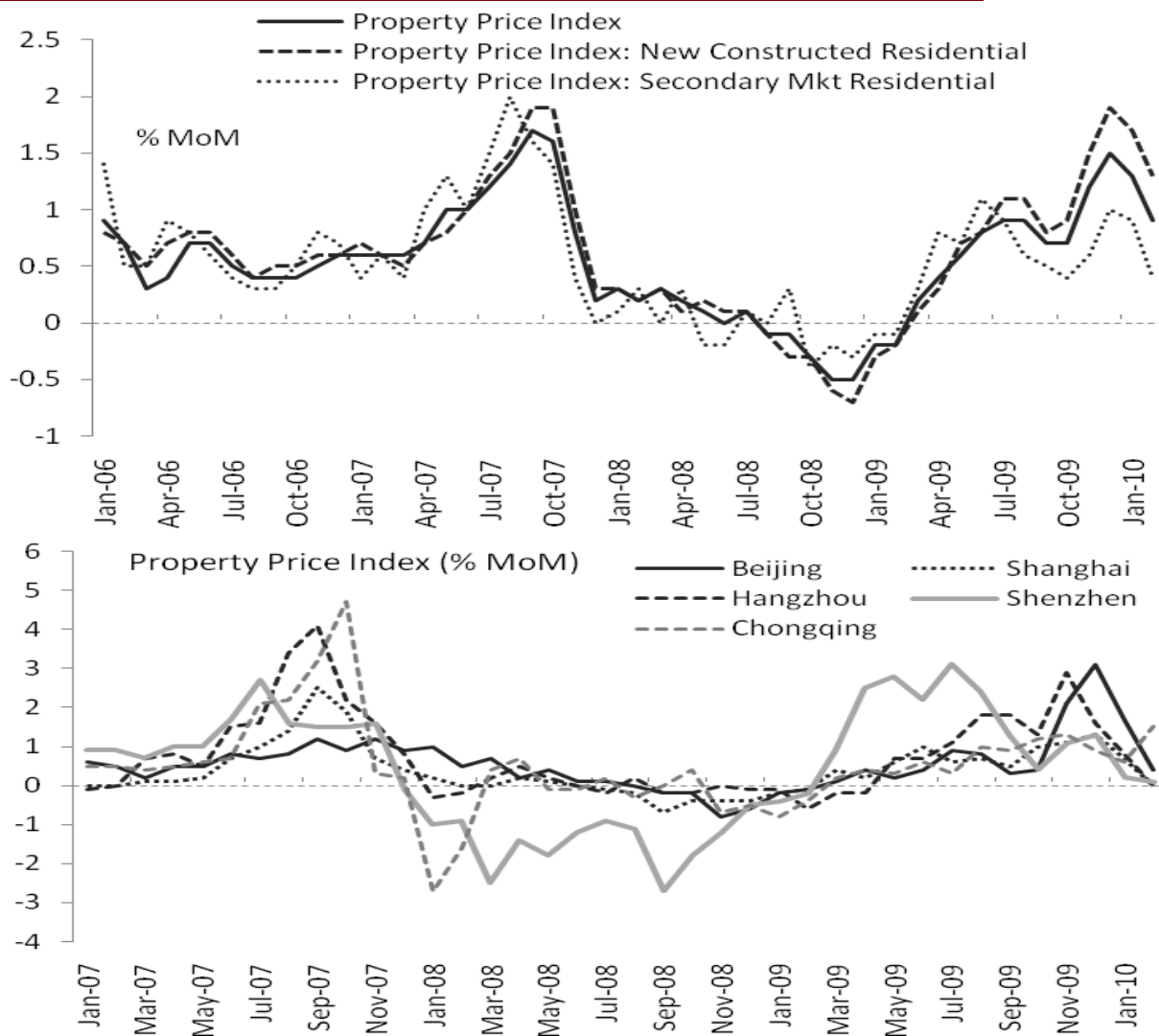
十亿人民币	2009年	2010年
财政赤字	6,470.80	7547.04
地方投资公司未来债务		12,767.06
地方投资公司当前债务	11,428.91	11,428.91
1/3当前国家开发银行债券	1067	1536.48
中国农业发展银行债务	1730	2490
中国进出口银行债务	724	868.8
铁道部债务	868	1200
资产管理公司未消化的不良资产	1500	1400
银行不良贷款	504	600
政府债务总计	24,292.71	39,838.29
名义GDP	33,535.29	41,419.40
政府总债务占GDP比重	72%	96%

预期快速转换

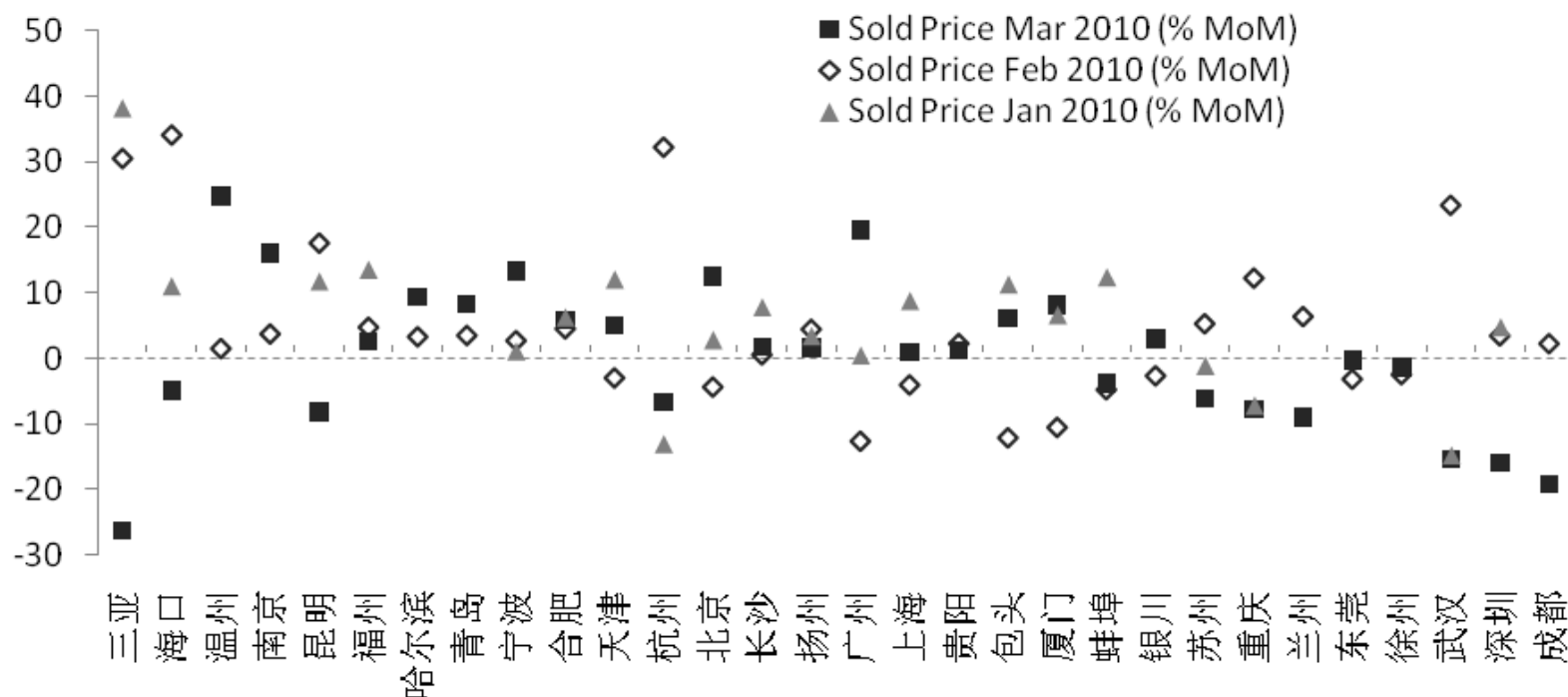
- ◆ 信息释放紊乱导致预期快速转换，交易量大波动。
- ◆ 城镇储户问卷调查:预计下季房价上涨的居民占比不断上升，在09年4季度达45.9%；认为房价“高、难以接受”的居民占比同样持续上升，在10年1季度达72.4%；未来三个月打算买房的居民占比，09年前3个季度分别为16.7%、15.8%、17.1%。



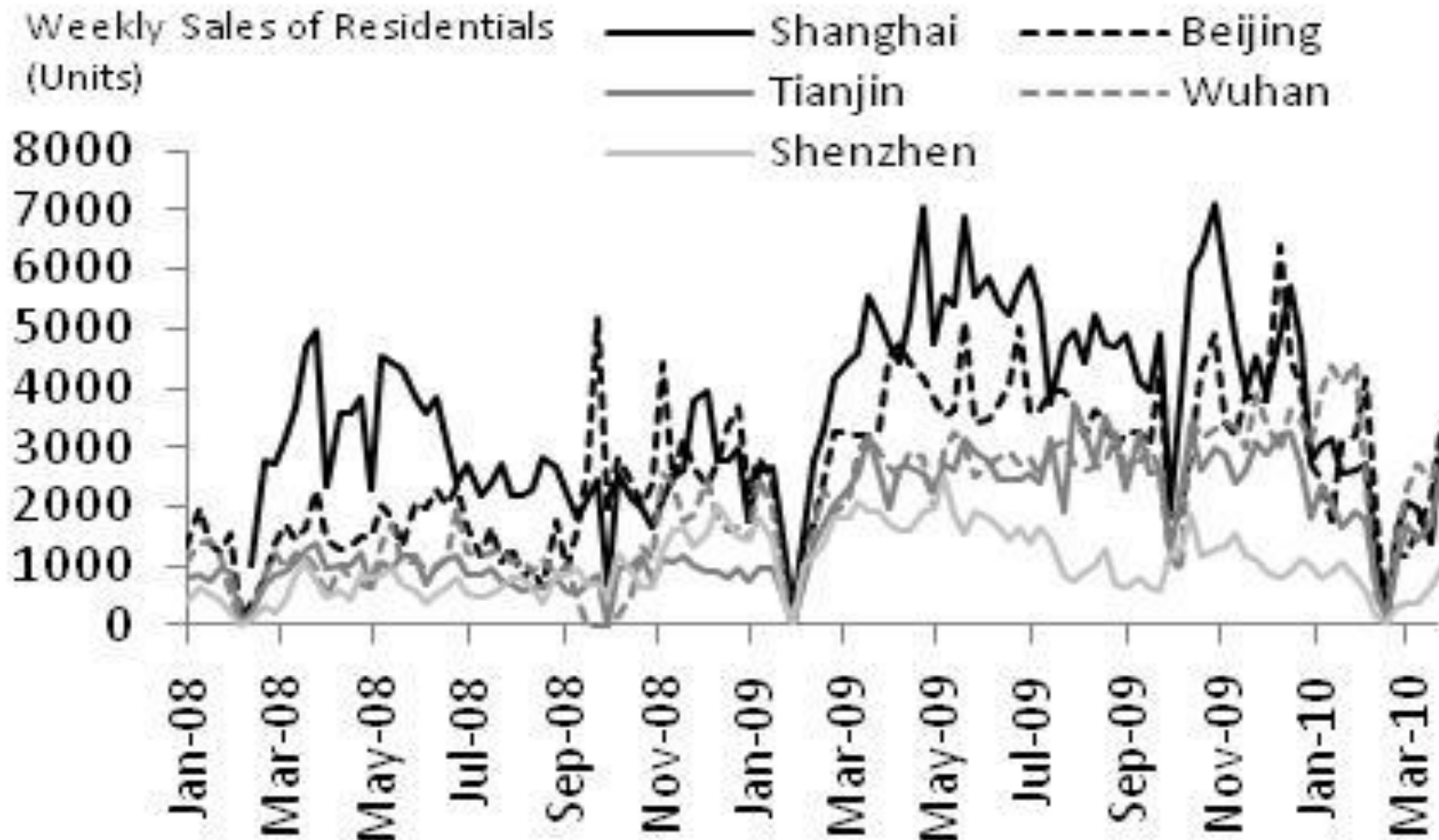
导致价格停停涨涨，交易量大波动



价格停停涨涨



交易量波动



物业费/房产税/特别消费税？

- ◆ 出台物业费的信息影响预期，实施对房价有短期影响。
- ◆ 供求关系紧张时，税费增加会最终转嫁给消费者。
- ◆ 税费类调控政策与其说是政府调控房价的工具，不如说是政府获取财政收入的方式。
- ◆ 保有环节的税对调节投资性需求有一定的效果，增加了投资性购房的机会成本，目前可能产生的保有税有两种：物业税和房产税。
- ◆ 物业税征收基础是住宅当年价值，需要庞大的评估体系。
- ◆ （1）法理问题（住房没有土地财产权）（2）重复征税（3）甄别成本（4）估值体系（5）之前的物业税空转仅限于商业地产
- ◆ 商业地产征收物业税是对营业税和房产税合并，非物业税。
- ◆ 房产税主要征收对象是商业地产，以及房屋出租，对自住型住房不征。收税基础是房屋原值，避免了估值困难。在物业费无法快速出台背景下，若征收保有税，部分住宅开征房产税是一个较为合理的方式。但涉及哪一类住房应该征税的问题。

国外物业税

加拿大	对所有物业征税，对拥有二套住宅的人还以高税率征收，对自居、退伍军人、老人、残疾人等有优惠
香港	仅对有租金收入的经营性房地产征收物业税。每一个课税年度按照土地或楼宇的应评税净值，以标准税率向在香港拥有土地或楼宇的业主征收，税率为15%。
台湾	144平方米以上的房源，每年收取的税费将有可能在房屋总和0.8%-1.5%/年。
新加坡	由国内税务局对所有房产征收，自住房产的物业税率是4%，其他类型的房产的物业税率是10%。
日本	日本财产税主要是对房地产等不动产课征的不动产取得税、固定资产税、城市规划税、注册执照税等，同时还有遗产继承税与赠予税。固定资产税的标准税率为14%。
韩国	韩国的财产税和综合土地税30%。而韩国在接下来的2年内，可能进一步调整房地产税率。财产税和土地税将会被整合为资本收益税，税率将增加为：第二套房产为50%，而第三套房产为60%。
美国	不动产税，归在财产税项下，税基是房地产评估值的一定比例。目前美国的50个州都征收这项税收，各州和地方政府的不动产税率不同，大约平均1%到3%。
德国	不动产税：根据评估价值的1%-1.5%征收。
法国	不动产税：持有不动产者，每年按3%的公平市场价值纳税。公司将自己房产装修后出租，按税基的84%缴纳15%-30%营业税。税基包括：公司房产的出租价值，或16%的公司所付出租金。
瑞典	不动产税，征收额度为不动产税务评估价值的0.5-1%。自2001年起，对于独栋独立家庭住房(相同于国内别墅的那种住房)，税率为1%，对共同产权型的公寓住宅，税率为0.5%。商业物产不动产税率为1%，工业物产税率为0.5%。
意大利	不动产税：按照税务评估价值的0.4%-0.7%。
西班牙	不动产税：按照税务评估价值征收(一般低于市场价值的50%)，税率在3%。
新西兰 澳大利亚	房产价值0.3%到1%征收

房地产业税种

中国的房地产业直接以房地产为征税对象的税种共六种，分别是房产税、城市房地产税、土地增值税、城镇土地使用税、耕地占用税和契税。

房产税	以房屋为征税对象。房产税的计税依据是房屋计税价值或房产的出租收入。征收范围限于城镇的经营性房屋。按房产余值计征的，年税率为1.2%；按房产出租的租金收入计征的，税率为12%。但对个人按市场价格出租的居民住房，用于居住的，可暂减按4%的税率征收房产税。
城市房地产税	目前只对外商投资企业征收。城市房地产税的计税依据为房屋折余价值或房屋租金收入。城市房地产税依房屋折余价值按年计征，税率为1.2%；城市房地产税依租金收入按年计征，税率为12%。
土地增值税	以土地和地上建筑物为征税对象。以增值额为计税依据。两种方式征收：核定征收，按照转让二手房交易价格全额的1%征收率征收；减除法定扣除项目金额后，按四级超率累进税率征收。
城镇土地使用税	以土地为征税对象，以实际占用的土地面积为计税依据。城镇土地使用税适用地区幅度差别定额税率。
耕地占用税	以纳税人实际占用的耕地面积计税，按照规定税额一次性征收。每平方米为5元至50元。
契税	以转移土地、房屋使用权的行为为征税对象。以成交价格为计税依据。

住房供需函数

供给：供给曲线陡峭。

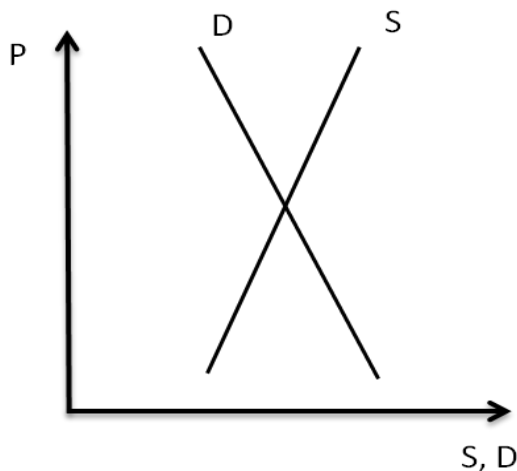
政府严格控制土地供给，决定了长期住房供给弹性小。

房屋建筑周期决定了短期内供给对价格缺乏弹性，但房地产商对住房建筑进程部分可控，短期供给曲线比长期供给曲线平缓。

需求：需求强劲，需求曲线陡峭。

收入不断上升，年轻人占比在2015年前继续上升，长期需求强劲。

短期内由于预期、观望情绪、购房时间点可以小幅调整等，短期需求曲线相对平缓。



物业税模型

从长期来看：

假设：土地供给不变，建筑原料成本不变，政策不变。

影响供给因素：房屋价格

$$S=S(P)$$

影响需求因素：收入，人口结构，价格

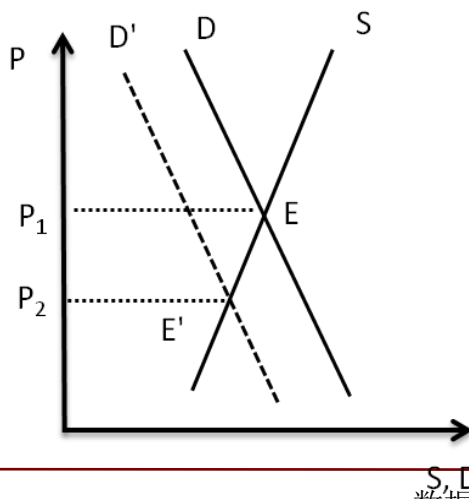
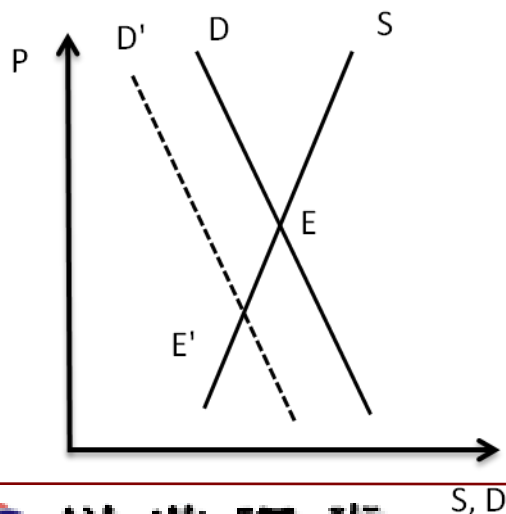
$$D=D(I, U, P)$$

I收入，U人口结构，有购房需求年龄段的人口比例，P房价。

征收房产保有税，对供给没有直接影响，需求方面面临的价格由房价P上升为房价加税收P+T。

新的需求 $D'=D(I, U, P+T)$

新的均衡下，房价 P_2 下降，同时交易量也下降，购房者面临更高的价格 P_2+T 。



物业税效果推理

购房者是否买房的效用函数

$$\pi = \pi(\theta, P^e, C_i, T)$$

θ 风险偏好, P^e 预期房价, C_i 资金成本, T 房产保有税。

对住房的需求, 自住、投资/投机。

投资投机的风险偏好不同, 投机是更高的风险偏好 θ 的投资。

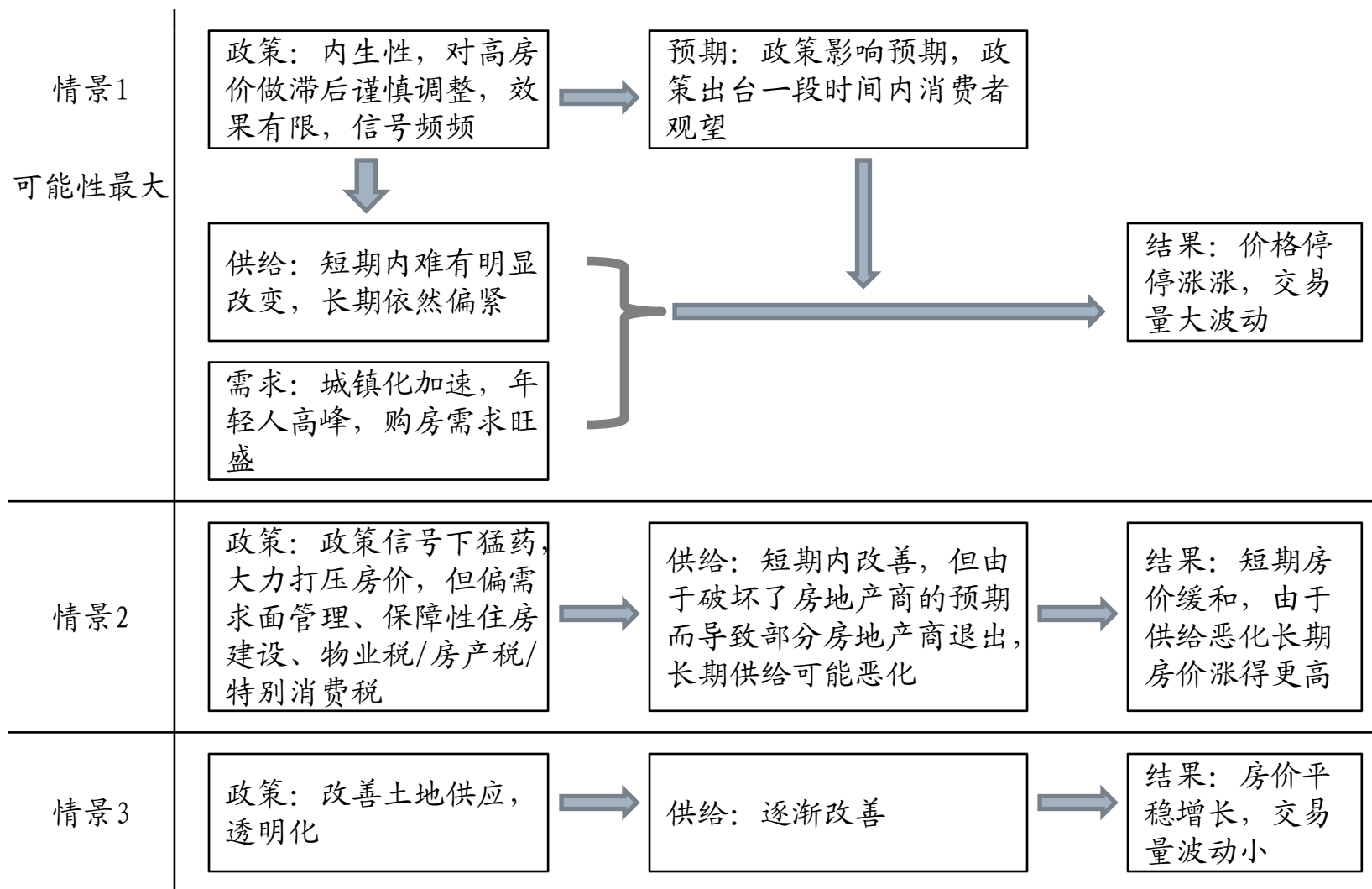
对于购房自住, 风险偏好、预期房价的影响较小, 主要考虑购房资金成本 C_i 和房产保有税 T 。

征收房屋保有税 T , 降低了投资/投机的盈利, 打击了投资/投机, 但同时也降低了自住需求的效用, 抑制了自住需求。

盈利降低, 投资/投机群体中风险偏好较低的需求退出, 风险偏好高的仍继续投资/投机。在短期内, 需求下降, 房价下降, 交易量下降。消费者的购房成本 (房价+税收) 上升。

中国需求增长旺盛, 至少2015年以前需求曲线不停外移。需求的旺盛增长可能压倒房产税对需求的抑制, 房价仍然上涨。

地产的多赢出路



预测与建议

- ◆ 预计1：今年地产市场将继续呈价格停停涨涨，交易量波动。
- ◆ 预计2：今年地产市场预期继续紊乱，多次转换。
- ◆ 预计3：政策讨论将逐步回归供给面效率与财政改革。
- ◆ 短期建议：2季度恢复利率弹性，3季度恢复汇率弹性，主动渐进。以更灵活的利率与汇率搭配来实现更好微调，管理好通胀预期，防范资产膨胀。
- ◆ 中长期建议：深化财政体制改革，加快土地确权，进入市场，加快土地收支透明化，切除地方政府和企业垄断土地的动力和根源。

季度经济数据预测

	2010F	2009	2008	2007	2010F				2009			
	2010	2009	2008	2007	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1
GDP同比	11.0	8.7	9.6	13.0	10.5	10.5	10.9	12.0	10.7	9.1	7.9	6.2
GDP经季节调整环比折年									11.3	11.0	11.4	9.5
工业投资零售												
工业增加值同比	18.0	11.0	12.9	18.5	17.0	17.6	18.0	19.8	17.9	12.3	9.0	5.1
名义零售额同比	17.9	15.5	21.6	16.8	18.7	18.0	17.2	17.7	16.5	15.4	15.0	15.0
固定资产当月投资同比	25.0	30.5	26.1	25.8	29.1	23.2	22.0	24.0	26.2	32.9	35.9	28.6
对外贸易												
出口同比	20.5	-15.9	17.2	25.8	15.1	19.4	21.3	28.7	0.2	-20.3	-23.4	-19.7
进口同比	30.6	-11.3	18.5	20.8	18.0	25.4	28.2	64.6	22.3	-12.0	-20.2	-30.8
贸易余额(十亿美元)	137.5	196.1	295.5	262.7	62.3	29.6	25.7	14.5	61.5	39.3	34.9	62.5
货币信贷												
M1同比	22.0	32.4	9.1	21.0	22.0	24.5	27.1	30.4	32.4	29.5	24.8	17.0
M2同比	19.0	27.7	17.8	16.7	19.0	19.0	19.1	22.0	27.7	29.3	28.5	25.5
人民币贷款同比	19.0	31.7	18.7	16.1	19.0	19.2	19.4	22.6	31.7	34.2	34.4	29.8
价格指数												
消费价格指数同比	3.9	-0.7	5.9	4.8	4.6	4.6	4.0	2.4	0.7	-1.3	-1.5	-0.6
工业品出厂价格指数同比	8.2	-5.4	6.9	3.1	8.4	9.8	8.9	5.6	-2.1	-7.7	-7.2	-4.6

敬请批评

Tel: 8621-38565956, 8610-66290223

Email: dongxa@xyzq.com.cn

Msn: xadong@live.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。