

董先安 王连庆
卢燕津 贾满君

宏观研究小组

010-66290223, 021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn
证书号 S0190210030001

金九银十加固经济复苏力度

2010年08月13日

相关报告

100811
经济已经见底 复苏正在展开
100811
就业煎熬美联储 重启量化宽松
100810
进出口环比在下滑 内需责任加大
100724
荒诞加息讨论带来投资机会
100719
传统行业阶段复苏
100715
经济越冰凉 反应越通透
100713
各季上市公司盈利预测
100711
6月M1M2环比冰点 3季度将偏宽松
100710
进口环比近冰点 盯紧下周内需鼓励信号
100707
三维度看中国经济与政策调整
100627
关注二季度数据引发的政策调整
100627
下半年工业企业利润预测
100625
不宜简单静态看人民币脱钩和加薪对出口企业影响
100622
脱钩的意义远超升值
100620
确认人民币与美元脱钩
100616
潜伏新增长 静待七月政策转向
100615
美日韩中小企业复苏调查

四一五是地产投资性需求拐点，与人口因素没有一毛钱关系

之前系列报告中，我们详细推理了中国地产调控路径的内生性。从适龄人口（20-34 或 25-34 岁）的数量增长来看，未来 10 年却有不低于过去 10 年的增速。城镇化拐点更是子虚乌有，张口就来。从实际住房需求角度看，未来 3-5 年内不仅不弱，反而更强。

如图 1 所示，过去 10 年中国对应人口数量平均增速是低迷的，这和中国特殊的人口年龄结构有关（计划生育和之前鼓励生育政策所导致的独特的锯齿型人口年龄结构需要很长时间才能平滑，同时给中国经济带来更多的波动性，我们在 08 年底看多地产的时候有过讨论）。

那么，导致过去 10 年地产需求快速扩张的原因到底是什么？我们认为主因是真实利率长期系统性偏低，驱动了旺盛的投资性需求。未来数年内地产持续去投资功能化，前一轮周期中旺盛的投资需求，在预期不到快速上涨的情况下，会有所收敛，但不是地产市场的末日。

因不变，果不变。金融结构多元化、财政体系的民主化遥远，真实利率长期系统性偏低不变。同时，以现有的财政体制，地产供给体系必然有致命缺陷。谁补贴谁的问题都难以解决的大背景下，依靠少数人补贴多数人的政策思路再次印证了忽悠乌托邦的幼稚、伪善和短见。多赢之路没有捷径，过去 30 年改革都是被逼，地产经济已接近裸体，投资者不妨听其言，观其行。从投资的角度，短期理他何用？

在这个混合经济不情愿地缓慢改良过程中，政府毕竟担心房价急升造成社会不稳，必然强化行政性地产需求抑制措施，实行差别利率（如四一五针对购房人局部加息）、差别信贷、舆论导向等等措施。四一五是地产投资性需求拐点，与人口没一毛钱关系。

抑制投资性地产需求的行政措施将长期化，地产“去投资功能化”，谁降价促销，天下就是谁的

我们认为 08 年真实利率下行是地产复苏的关键因素，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。在去年 7 月 17 日《真实利率决定地产市场波动中上行》中，我们推理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，09 年 3 季度有轻微调整压力，09 年 4 季度高概率重回上行轨道。

在 4 月 12 日《今年地产的多赢之路》中，我们花费大量篇幅讨论低真实利率的情况下，跨国数据均显示了地产价格膨胀的压力，我们提示了 1 季度数据公布前后防过热和调控风险，不幸言中。

金融结构真正多元化之前，中国名义利率即便相对印度也更具粘性；财政改革取得真正进展之前，地方债务将约束利率大幅上调的可能性。现有的金融结构还不能内生出市场化的利率，信贷额度控制也因此延续，央行也偏爱数量型货币工具和越来越多的行政措施。这些都是拖延改革的代价。不改变因，果从何来？

因此，要防止房价大幅上涨对社会稳定的冲击，既然不能选择大幅加息，就内生出行政性需求控制措施，直接规定不让买。利率市场化是个渐进长期的过程，同理，我们认为中国政府将长期针对地产投资性需求用行政措施进行抑制，用差别利率等方式打消涨价预期。地产因而“去投资功能”。

地产价格大幅上涨必遭严厉行政调控，未来数年内地产持续去投资功能化。因此在6月15日《潜伏新增长 七月变政策》中，尽管我们推理人民币会脱钩，2季度及7月经济冰凉，促使政策放松，但不包括地产。这些核心看法不折不扣，全部兑现。

在前天《经济已经见底 复苏正在展开》中，我们认为7月中国经济数据离通缩比通胀近得多，与去年12月25日《三个可能的超预期》以来的系列报告一致，我们认为今年上半年是“管理房价预期”、“管理通胀预期”导致资本市场更大波动的窗口；在四一五之后，中国内需急速下滑，下半年讨论通胀过于滞后，恰恰弄反。2季度经济下滑至冰点以来，官方累计释放十余次正面信息（参阅《荒诞加息讨论带来投资机会》PPT）。7月新增信贷5328亿，已充分体现短期信贷尺度，银监会为了防止3季度放松波及地产调控，重申银信合作严控政策。从严的主要原因在于汲取08年过度加杠杆的教训，不希望信贷大量流入地产而已。

从季调后的数据来看，地产市场已出现环比量价齐跌。商品房销售面积环比折年在5月大幅降至-82.6%，6-7月继续为负，7月为-58.6%；70个城市房屋销售价格指数环比折年6月降至-1.7%，7月继续下降至-4.2%。

以下半年地产公司的竣工数据，我们推理地产市场将会出现价格略跌，销量回升的多赢空间。谁降价促销，天下就是谁的。

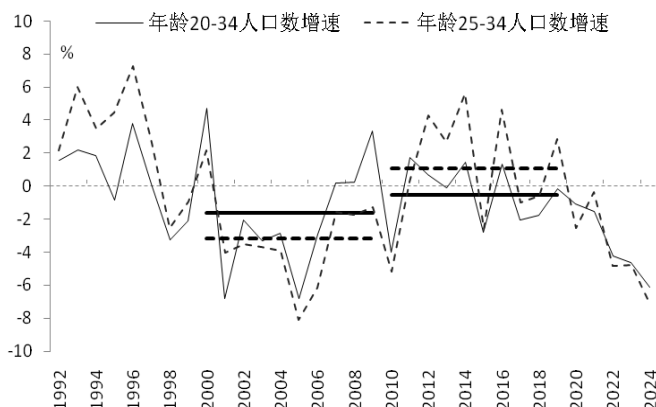
金九银十加固经济复苏力度

从新房销售面积周数据环比来看，7月后3周总体平均销量明显回升，环比分别为16.0%、11.7%、22.5%；从周数据同比数据来看，四一五之后新房销售面积同比迅速下滑，在5月第2周降至-58.0%，之后在-50%附近波动，最近4周同比回升，在最近1周（8月2日至8月8日）升至-41.9%。

在上篇报告中，结合经济周期判断、企业库存调整与近期政策信号，我们认为从环比看，刚刚过去的7月是本轮中国经济周期的底部，复苏正在展开，高概率到来的地产金九银十加固复苏力度。

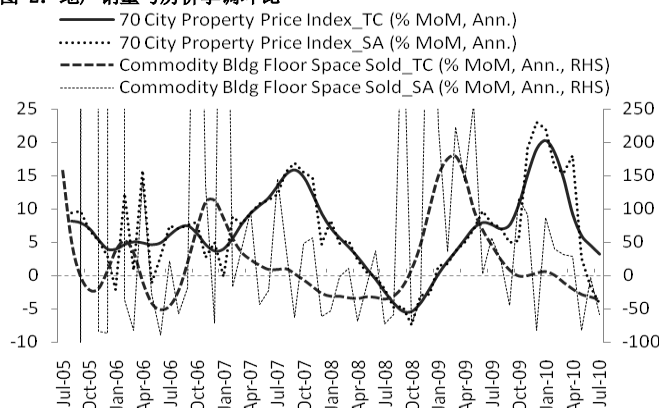
从货币时滞和总需求的动态来看，2个季度之内不必担心过热风险。一边是环比回升，一边是低通胀，结论还用说吗？

图 1：年龄 20-34、25-34 人口增速



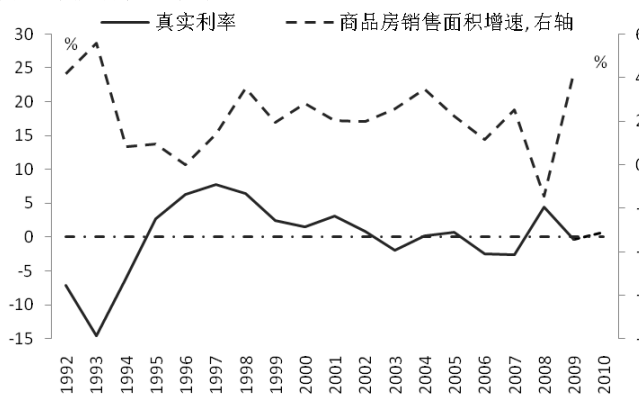
数据来源：国家统计局，CEIC，兴业证券

图 2：地产销量与房价季调环比



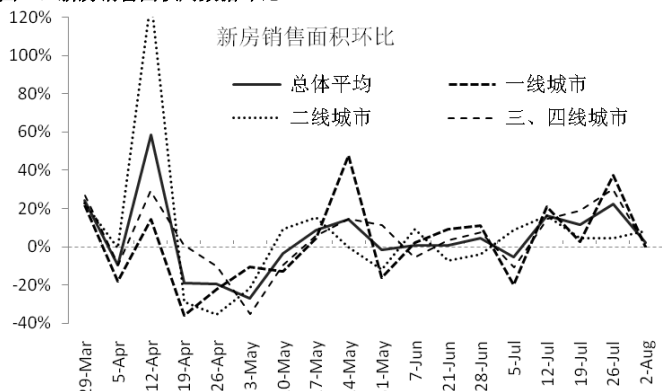
数据来源：CEIC，兴业证券

图 3: 真实利率与地产销量



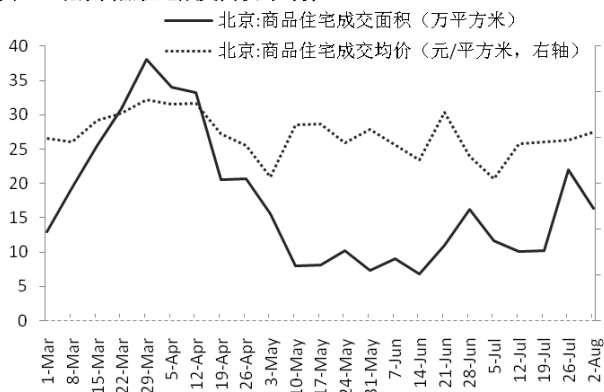
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 5: 新房销售面积周数据环比



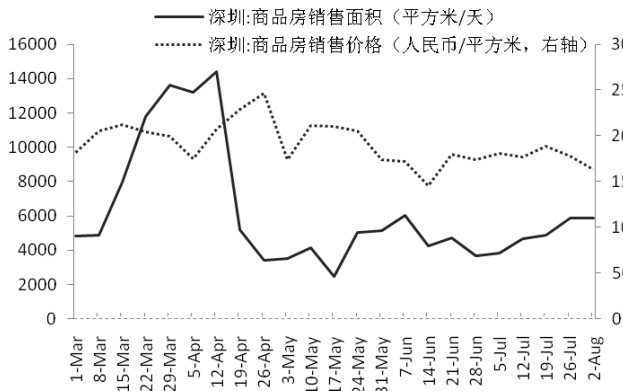
数据来源: 中国指数研究院, Wind 资讯, 兴业地产组, 兴业证券

图 7: 北京商品住宅成交面积与均价



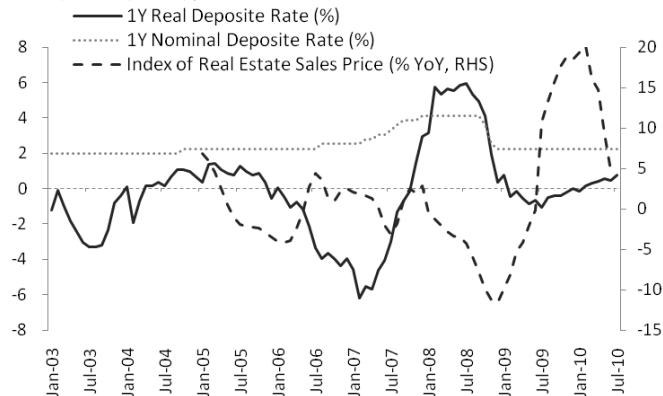
数据来源: 中国指数研究院, 兴业证券

图 9: 深圳商品房销售面积与价格



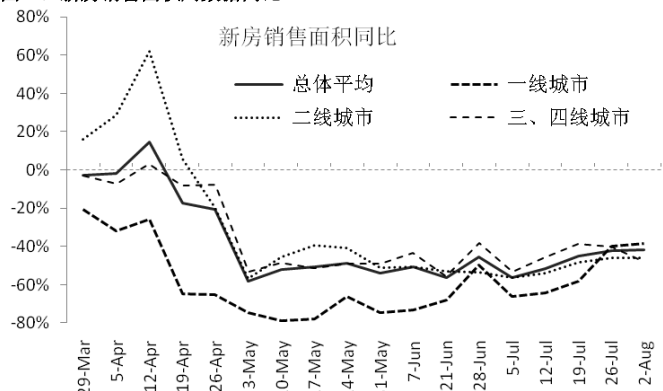
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 4: 真实利率与房价



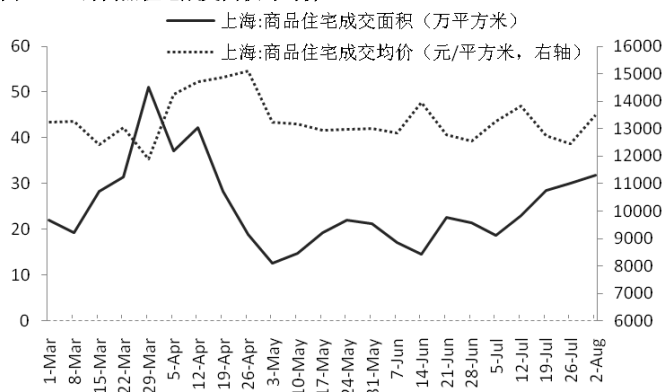
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 6: 新房销售面积周数据同比



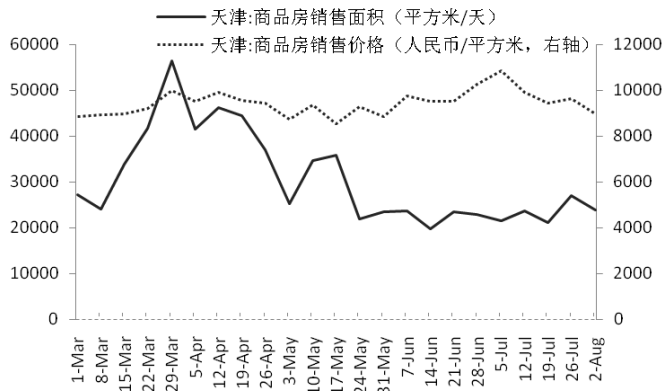
数据来源: 中国指数研究院, Wind 资讯, 兴业地产组, 兴业证券

图 8: 上海商品住宅成交面积与均价

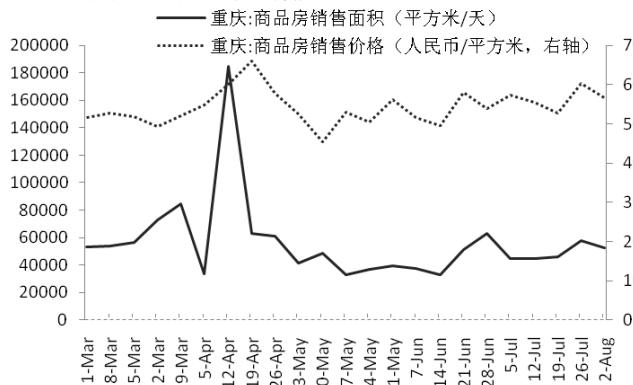


数据来源: 中国指数研究院, 兴业证券

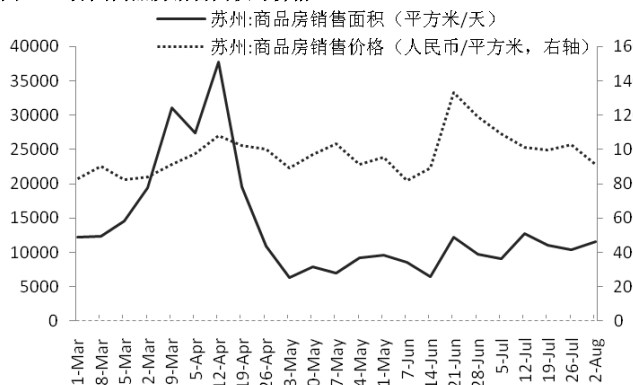
图 10: 天津商品房销售面积与价格



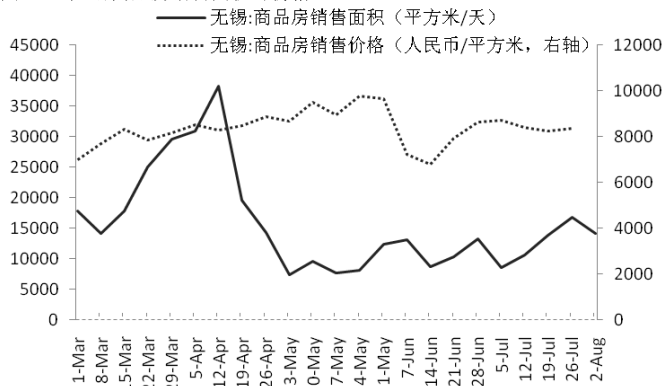
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 11: 重庆商品房销售面积与价格


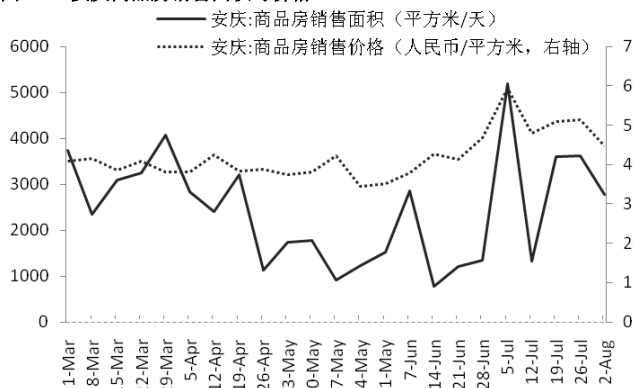
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 13: 苏州商品房销售面积与价格


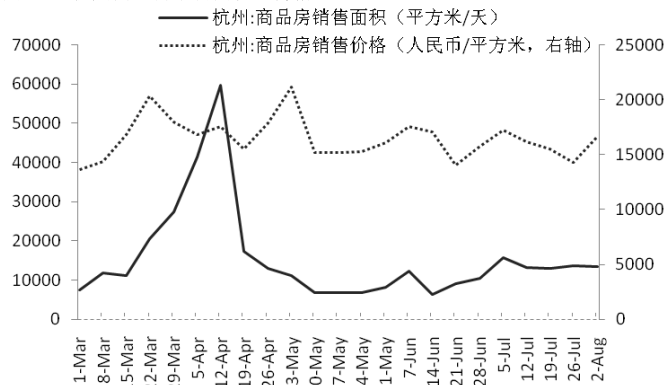
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 15: 无锡商品房销售面积与价格


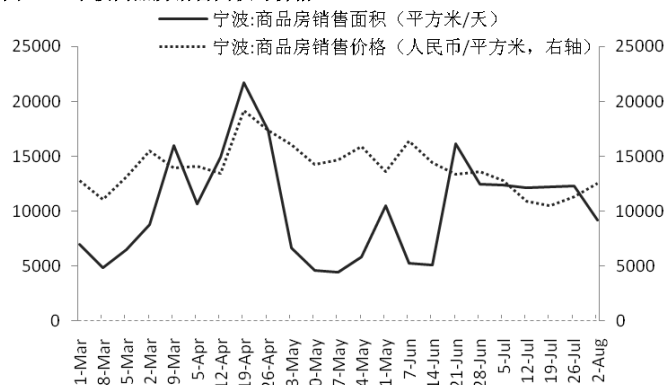
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 17: 安庆商品房销售面积与价格


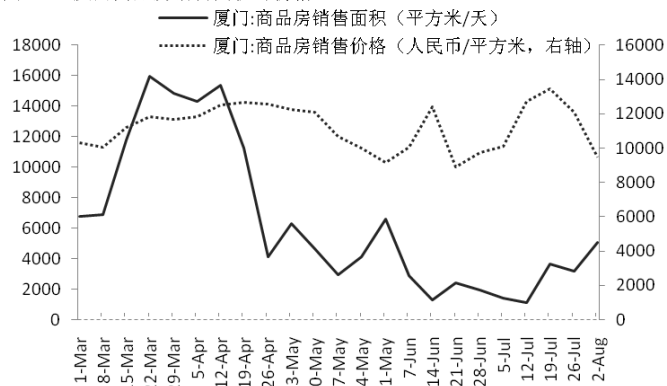
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 12: 杭州商品房销售面积与价格


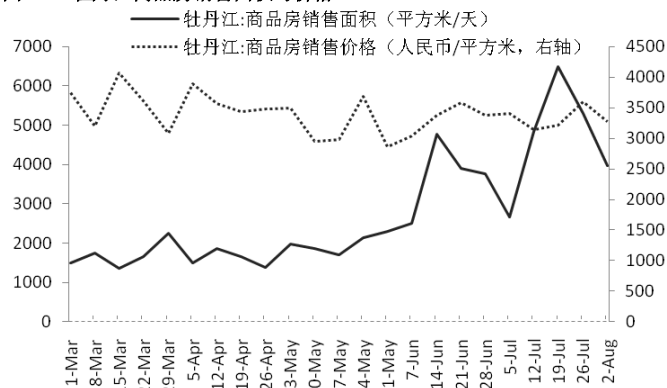
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 14: 宁波商品房销售面积与价格


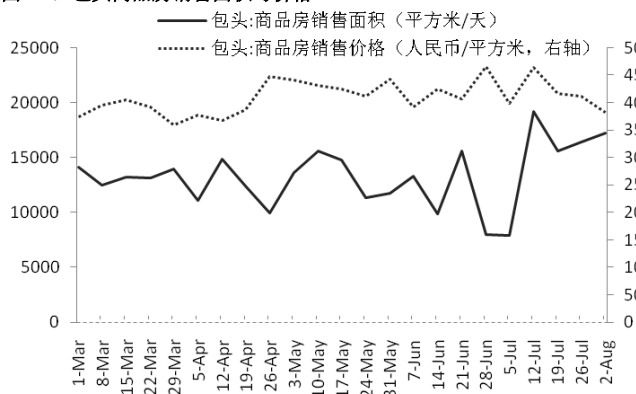
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 16: 厦门商品房销售面积与价格


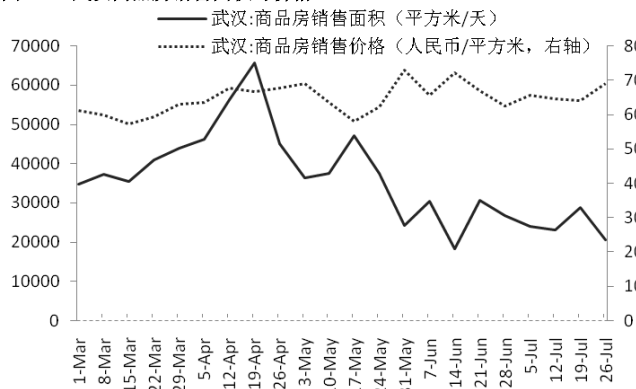
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 18: 牡丹江商品房销售面积与价格


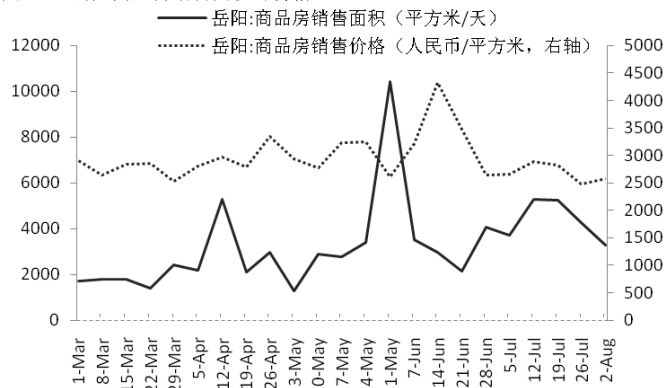
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 19: 包头商品房销售面积与价格


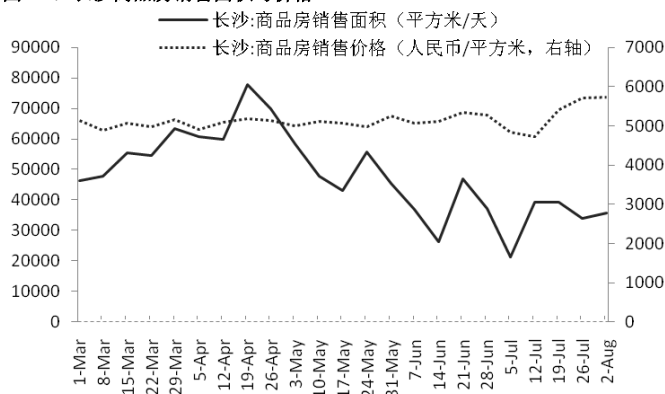
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 21: 武汉商品房销售面积与价格


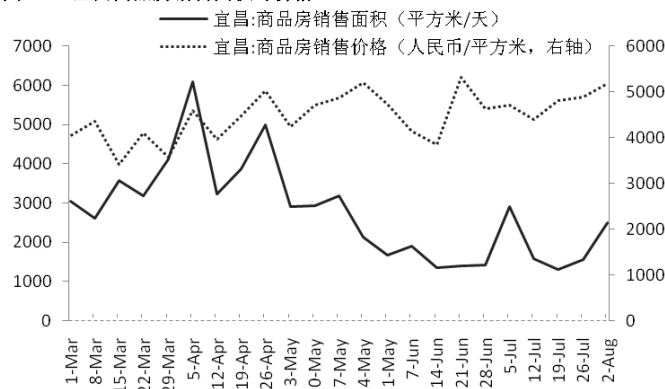
数据来源: CEIC, 兴业证券

图 23: 岳阳商品房销售面积与价格


数据来源: CEIC, 兴业证券

图 20: 长沙商品房销售面积与价格


数据来源: CEIC, 兴业证券

图 22: 宜昌商品房销售面积与价格


数据来源: CEIC, 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%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
朱圣诞	电话: 010-66290197	Email: zhusd@xyzq.com.cn
肖 霞	电话: 010-66290200	Email: xiaoxia@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

王远洋	电话: 0755-23995177	Email: wangyuanyang@xyzq.com.cn
朱元戩	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@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。