

政策高压促房价短期调整，五因素支撑长期上涨

——中国房地产价格分析报告

民生精品---专题研究报告

2010 年 10 月 18 日

报告摘要:

● 五因素模型支撑房价长期上涨

房价从根本上由其供求决定。城市新增居民、居民可支配收入持续上涨、房产在家庭资产配置中比例的提升、房地产金融对购房需求的杠杆化支持构成支撑房价长期上涨的需求动力，土地供给的有限进一步促成长期房价看涨。

● 政策导向支持房价中期看平

国家对于房地产行业的发展规划及政策将引导公众购房预期，进而决定房价中期走势。这些政策和规划主要包括房产税政策、信贷政策、利率政策、土地政策、保障性住房建设，这五大政策合力会使得中期房价保持相对稳定。

● 可售面积、资金及购房预期决定房价短期调整

商品房可售面积、房地产企业资金状况及销售预期决定房价短期走势。各大城市新建房屋可售面积呈现缓慢上升的趋势；企业资金较年初恶化，内部降价动力在逐步形成；一系列房地产调控政策正不断扭转公众购房预期。三要素合力决定了房价短期内跌势已成。

● 预计本轮房地产调控政策两年内维持不变

历史上三次大的房地产调控周期加大了房价的波动性。当前高房价已经成为制约经济刺激政策，尤其是货币政策转向的主要因素。房价不跌，中国要为房地产行业的利益付出惨重的代价。即便是未来几个月房价有实质性回落，本轮调控政策从紧态势两年内也难有变化。

● 保障性住房建设规模或将超出预期

保障性住房已被提高到政治角度，重庆保障性住房建设模式将得到大力推广，预计公租房覆盖人群比例将达到 30%，这一比例需要保障性住房至少 15 年的持续建设，保障性住房资金问题将得到解决。

民生证券研究所

滕泰 首席经济学家
执业证号: S0130209051671
电话: (8610)85127628
邮箱: tengtai@mszq.com

王新亮 房地产行业分析师
执业证号: S0100210060003
电话: (8610)85127648
邮箱: wangxinliang@mszq.com

张磊 宏观分析师
电话: (8610)85127662
邮箱: zhanglei_yj@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

1. 《未来一年黄金价格冲击 1500 美元/盎司》2010.9.8
2. 《未来一年主要货币汇率走势报告-美元上行，欧元承压，人民币双向宽幅波动》2010.8.18
3. 《四周期综合分析：二次探底无可能——2010 年下半年世界经济形势判断》2010.8.18
4. 《经济下行压力部分缓解——2010 年下半年中国宏观经济报告》2010.7.26

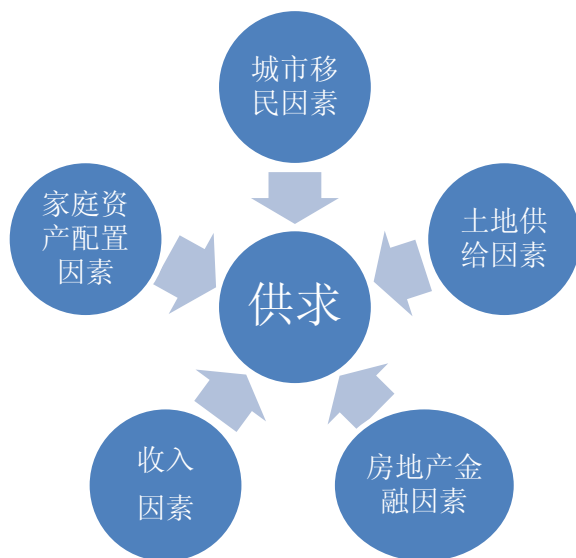
目 录

一、五大因素支撑房价长期上涨.....	3
(一) 城市移民因素是房价上涨的内在动力	3
(二) 房地产金融因素决定了购房需求的杠杆化程度	5
(三) 房地产日益成为家庭资产配置的重要方式	7
(四) 收入因素是推动房价长期上涨的内在需求动力	8
(五) 土地供给因素对房地产价格影响明显	10
二、政策导向支持房价中期看平	11
(一) 房产税政策对中期房价上涨抑制作用明显	12
(二) 信贷和利率政策对房价上涨抑制作用更为直接	12
(三) 土地供应和保障性住房建设将增加供给，分流需求，平抑房价	14
(四) 政策合力，中期房价看平	14
三、可售面积、资金及购房预期决定房价短期调整	15
(一) 各大城市可售面积呈现缓慢上升的趋势	15
(二) 企业资金较年初恶化，内部降价动力在逐步形成	16
(三) 一系列房地产调控政策正不断扭转公众购房预期	17
(四) 预计短期内一线城市下跌 20%，二线城市下跌 10%	18
四、未来政策展望：预计两年内调控政策维持不变	18
(一) 历史回顾：三次调控政策变化导致房价波动性变大	18
(二) 预计本轮调控政策从紧两年内不变	19
五、保障性住房建设规模将超预期	19
(一) 保障性住房建设规模会超预期	19
(二) 重庆保障性住房建设模式将得到大力推广	21
(三) 保障性住房资金问题将得到解决	22
插图目录	24
表格目录	24

一、五大因素支撑房价长期上涨

根据战后欧美多数国家房地产行业发展的历程来总结，房价长期涨跌由五大因素决定：城市移民因素、收入因素、房地产金融因素、家庭资产配置因素及土地供给因素。

图 1：五要素决定房价长期涨跌

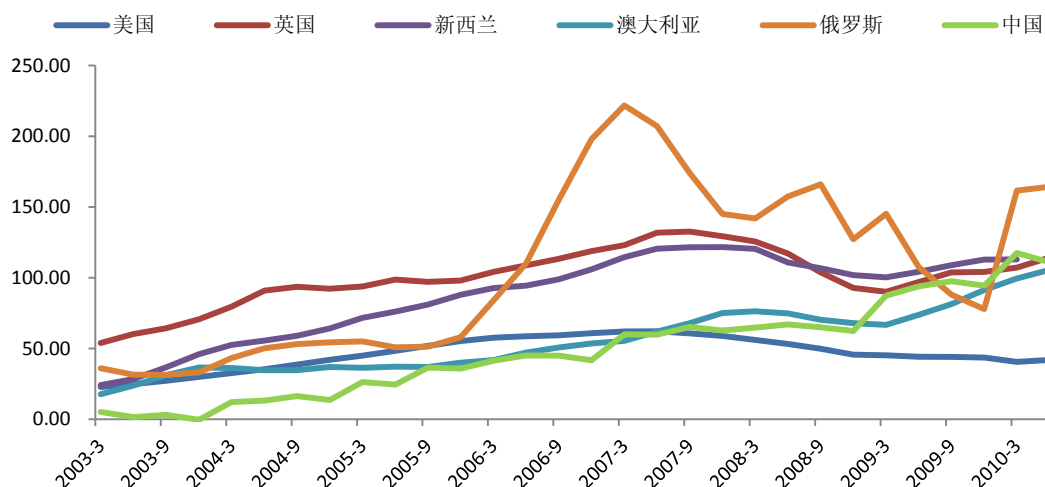


资料来源：民生证券研究所

（一）城市移民因素是房价上涨的内在动力

2002-2009 年全球房价涨幅最大的国家分别为俄罗斯、澳大利亚、新西兰。俄罗斯房价上涨主要因恶性通胀及经济结构失衡。澳大利亚、新西兰房价上涨根本动力是每年 1% 移民因素。

图 2：2000 年以来各国房价呈现上涨趋势



资料来源：CEIC, 民生证券研究所

1、我国每年1%城市移民因素是支撑房价长期上涨的需求动力

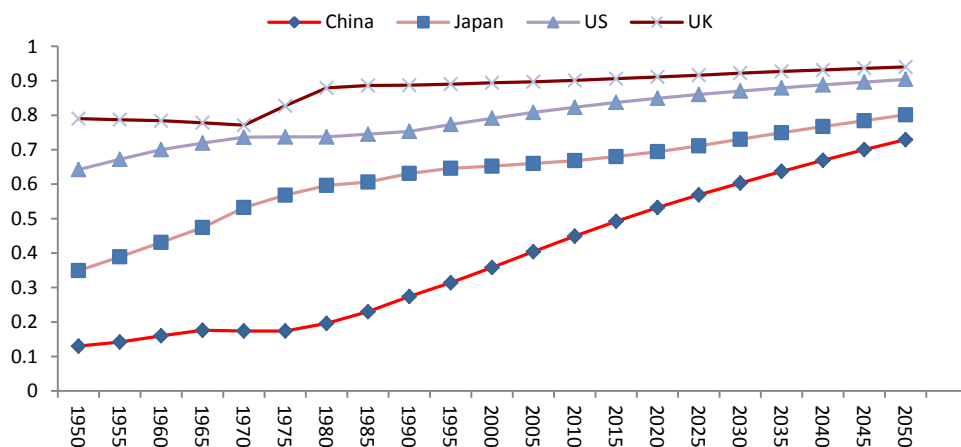
全世界每年都有大批人离开农村迁往城市。根据联合国的数据，伦敦的人口从 100 万增加至 800 万，用了 130 年的时间，泰国的曼谷以及孟加拉国的达卡分别用了 45 年和 37 年，而韩国的首尔仅用了 25 年。

中国改革开放三十年来年均城市化率为 1%，2009 年中国城市化率为 46.6%，与美国、英国、日本的国家城市化率比较情况看，我国正处于城市化进程加速阶段，按照目前的城市化进程速度，至少还需要 30 年左右的时间才能实现与发达国家相近的城市化率。这意味着城市化进程带来的住房需求将在未来较长一段时间内存在，商品房需求上升空间极大。

据联合国预测数据，2010 年我国将新增 1.06 亿城镇人口，2050 年我国的城镇化率将达到 70% 以上。麦肯锡全球研究所的一项研究报告显示，我国每年城市移民约能达到 200 万至 250 万人左右，在未来 20 年内，中国城市 40% 以上的人口将由外来移民构成。在现有 1.03 亿城市移民的基础上，中国城市在 2025 年前还将迎来 2.43 亿移民，城市人口总数将达到近 10 亿人。在大中型城市，约有半数的人口将由移民构成，几乎是目前水平的 3 倍。

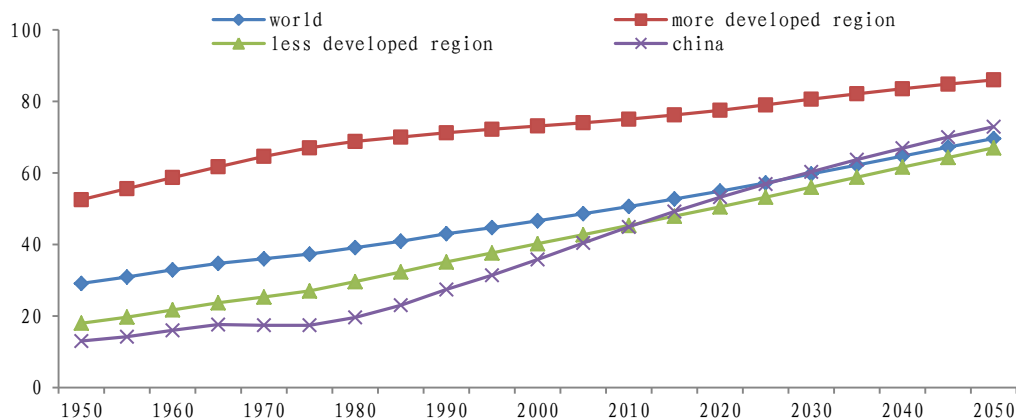
到 2050 年，即便按照人均住房建筑面积不高于 13 平方米最低标准的廉租住房建设计算，未来 40 年内给城市新增移民提供保障性住房建筑面积最少要达到 10.4 亿平方米，如果这部分力量形成商品房购买力，则必将在更大程度上提升对商品房的购买需求。

图 3：我国城市化水平与主要发达国家相比仍有距离



资料来源：联合国经济与社会发展部，民生证券研究所

图 4：我国城市化水平与发达国家相比仍有较大增长空间



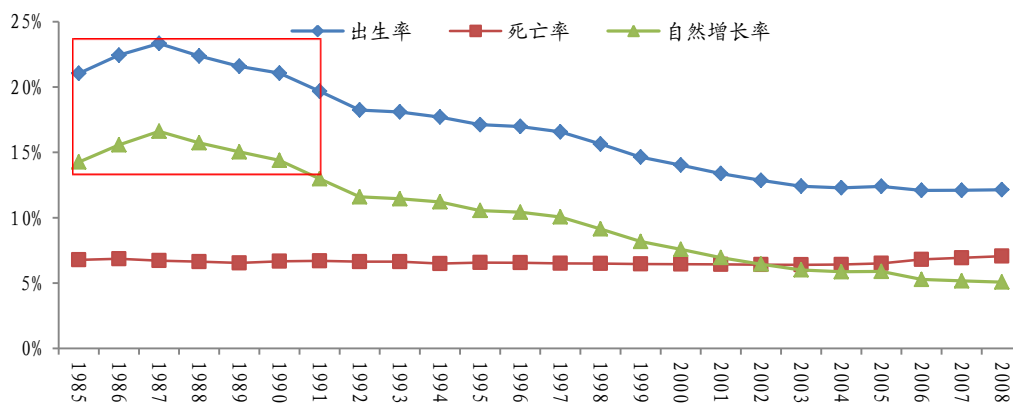
资料来源：联合国经济与社会发展部，民生证券研究所

2、我国人口年龄结构正迎来购房需求高峰

人口的持续增长构成商品房需求的根本动力。我国 45 岁以下人群占比为 66.01%，人口结构和比例决定了未来 10 年住房的刚性需求和改善性需求的旺盛。

1985-1995 年我国人口自然增长率均处于 10% 以上水平，这个时间段出生的人群对应年龄为 15-25 岁，占总人口比重为 32.80%，他们将是未来 10-30 年刚性需求的释放者。1975-1985 年之间，我国的人口增长率也保持 10% 以上水平，这阶段出生群体对应年龄为 25-35 岁，占比为 13.75%，35-45 岁之间的人口占比为 19.45%，二者之和 33.21%，这两个年龄阶段的人口正是目前刚性需求和改善性需求的高峰期。

图 5：20 世纪 80 年代中周期高出生率转化为当前自住购房需求主体



资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）房地产金融因素决定了购房需求的杠杆化程度

欧美发达国家多建立了成熟的房地产金融体系，比如英国房地产资产证券化率 70% 以上，美国有 MBS，CDS，CDO 等衍生金融产品，德国成立了专门的住房储蓄银行，承担 60% 以上的购房融资。房地产金融上，中国只有按揭贷款，没有 REITS 等创新产品，如果中国房地产金融稍有创新，释放的需求空间会很大。

表 1: 各国房地产金融模式比较

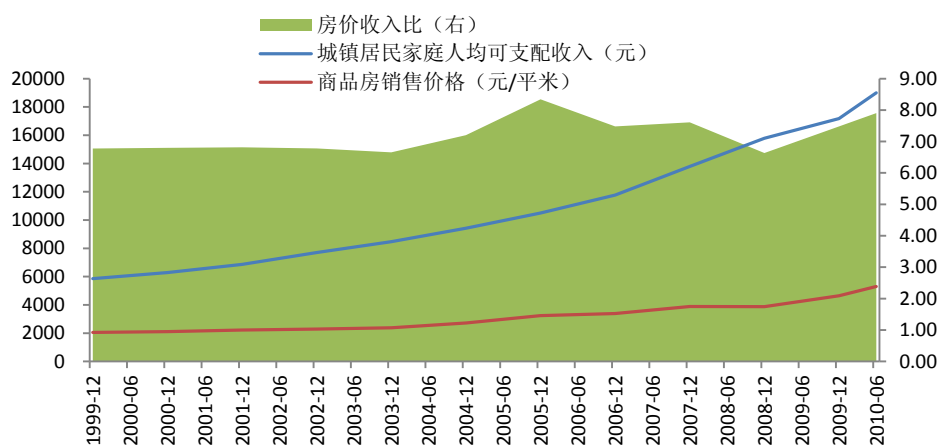
国家	房地产金融模式	创新性
中国	银行信贷	资产证券化（初期）
美国	抵押贷款专门机构及抵押资产证券化	住房抵押证券化（MBS, CDS, CDO 等衍生产品）高度发达，证券融资主导
英国	住房抵押贷款	70%以上证券化
德国	专门住房储蓄银行	封闭运作，住房储蓄银行融资的比重由 80 年代的 40% 上升到 90 年代的 62%，而承担抵押贷款的银行的融资比重从 1970 年的 33% 降到 90 年代的 3% 以下
新加坡	强制公积金制度	公积金发展公屋， 社会福利基金化
日本	住宅金融公库	信托及寿险资金，邮政储蓄用于住宅贷款

资料来源：Wind，民生证券研究所

1、房地产金融创新程度提升将为购房需求提供更高的杠杆支撑

尽管近十年来城乡居民收入持续增长，1999 年至 2009 年，城乡居民年均收入增长 193.38%，同期平均房价增幅为 126.28%，但从房价收入比角度看，2009 年房价收入比为 7.48，这意味着按 2009 年城市人均居住面积 27 平方米计算，三口之家购买 80 平方米住房需要在全部收入用于购房的情况下，至少 7-8 年才可以实现。

图 6: 房价收入比显示居民购房压力增大



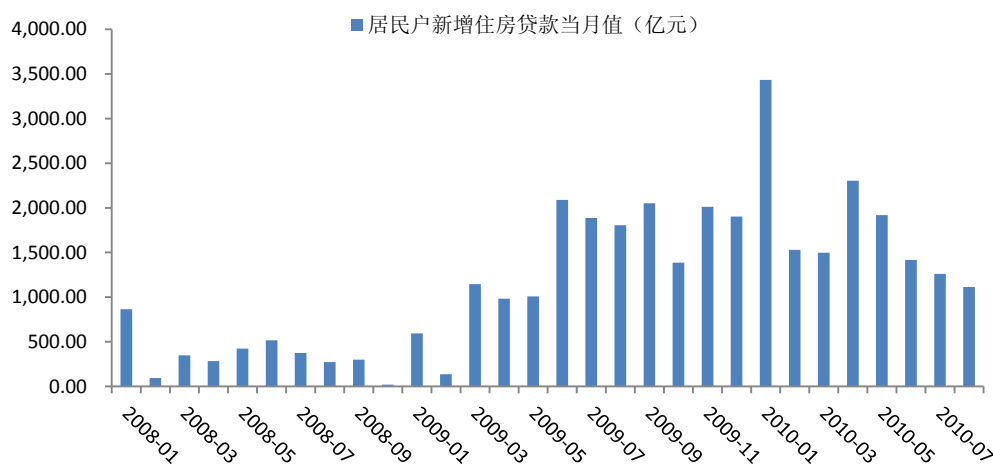
资料来源：Wind，民生证券研究所

2、我国房地产金融创新空间巨大

单纯依靠居民工资性收入远不能满足其购房需求。房地产金融为购房者提供了杠杆化融资途径，提升购房者支付能力。

从我国与主要发达国家房地产金融模式比较看，我国房地产金融仍处于起步阶段，与英美等国高度证券化水平仍有较大差距，银行信贷几乎是我国房地产金融的唯一模式。从金融发展的角度看，我国房地产金融从起步到发展，具有广阔的空间，必将成为推动居民购房需求的重要推动力。

图 7：我国房地产金融存在巨大的创新空间



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）房地产日益成为家庭资产配置的重要方式

随着投资渠道的拓展，家庭资产配置构成在近半个世纪以来发生巨大演变。20 世纪 50-70 年代，代表性的投资组合是股票、债券和现金等三种传统资产。20 世纪 80-90 年代代表性的投资组合除传统资产外，加入了海外资产和房地产、风险投资等非传统资产。家庭收入的 40% 用于购房及其他方面投资。

1、我国居民对房地产配置的旺盛需求将延续到 2020 年

1998 年中国房改以来，居民对房地产资产的配置逐步提高，保守估计这一旺盛势头仍将延续 10 年。改革开放 30 年以来居民储蓄存款迅速增长。2010 年 9 月份金融机构各项存款余额达到 70 万亿，储蓄存款为 30 万亿，二者以 20% 速度在逐步增长。首先，住房商品化以来居民被压抑的购房需求被释放出来，其次，居民收入增加及人口因素将支撑未来 10 年居民的房地产资产配置，只要拿出存款的一部分做房地产配置，就会释放出巨大需求空间。

2、房价上升预期加速投资性住房需求，提升住房在家庭资产配置中的比重

“清华-花旗中国消费金融与投资者教育调研”2010 年在收集了来自全国 24 个城市约 5200 个家庭的样本数据的基础上，发布的第二年度调研结果显示我国 2009 年城镇家庭年均税后总收入为 50997 元，家庭总资产为 406536 元。其中房产仍然是家庭的最重要资产，约 85% 的受访者自有房产占家庭总资产比重的 73.44%。而定期存款、活期和现金存款居于其次，股票、基金、保险、国债的份额较小。

在投资组合上，有大约 17.68% 的家庭持有股票。家庭通常持有的基金的比例约为 13.25%，这个比例低于股票的持有率 4 个百分点。房产被多数家庭认为是风险值最低的投资方式。

天津大学的研究报告表明，若房价上涨 5%，25-35 岁年龄间的居民对房产配置的要求极大提升。以 21-25 岁为居民为例，房价每上涨 1%，其家庭资产配置会通过减少消费、

卖出金融资产及增加银行借款等方式转移到房产配置上 44%。

表 2: 房价若上涨 5%，各年龄阶层家庭资产配置中的房产配置要求上升

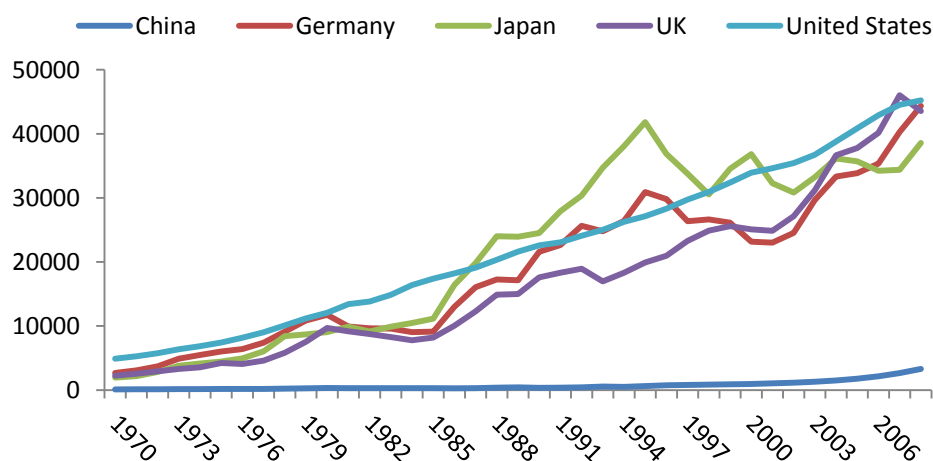
年龄周期	消费	房产	金融资产	负债
21-25	-16%	220%	-88%	13%
26-30	-8%	158%	-69%	11%
31-35	-4%	111%	-42%	8%
36-40	-1%	80%	-18%	5%
41-45	1%	69%	-3%	3%
46-50	2%	66%	2%	4%
51-55	3%	66%	4%	6%
56-60	5%	62%	8%	3%
61-65	7%	61%	10%	4%
66-70	9%	62%	9%	11%
71-75	13%	61%	11%	7%
76-80	16%	27%	35%	-9%

资料来源：天津大学研究报告，民生证券研究所

（四）收入因素是推动房价长期上涨的内在需求动力

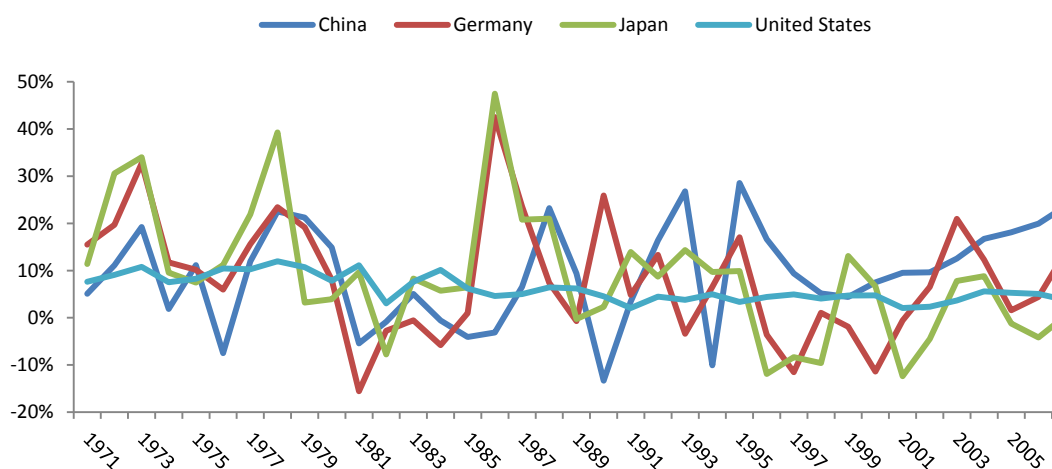
1970 年以来，世界主要国家人均 GDP 不断增长，居民可支配收入不断增加，这是造成房价上涨的根本动力之一。美国人均 GDP 从 1970 年 4893 美元上升到 2009 年 45230 美元，上涨了 9.24 倍。日本从 1970 年 143 美元上升到 2009 年 38577 美元，上涨了 19.85 倍。我国从 1970 年的 114 美元上升到 2009 年 3292 美元，上涨了 28.9 倍，年均涨幅为 16.75%，涨幅明显高于欧美发达国家。

图 8: 国内外人均国内生产总值变化情况 (Per capita GDP at current prices - US dollars)



资料来源：UN data，民生证券研究所

图 9：2001 年以来中国人均 GDP 平均增幅为 16.75%

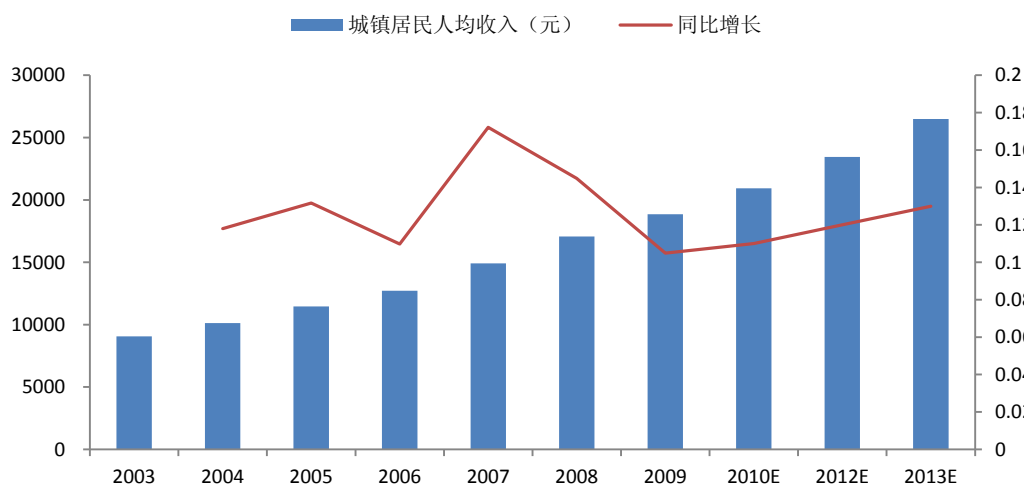


资料来源：UN data，民生证券研究所

改革开放以来，我国城镇居民家庭人均可支配收入平均年增速为 13.68%，高于同期 GDP10.01% 的增速。随着工资水平的逐步提高、居民素质的逐步提升及居民投资渠道的逐步拓展，预计未来居民可支配收入仍会保持较快增速，即便伴随经济结构调整 GDP 增速减缓，未来经济增长潜力仍可以保证居民可支配收入以 10% 的年均水平递增。

居民人均可支配收入水平的提升直接增强居民购房支付能力，在投资渠道匮乏、流动性过剩及 CPI 高企的背景下，房地产金融属性日益突出。由于土地稀缺及房地产供给缺乏弹性，促使投资性住房需求持续高涨，直接拉动房价上升。

图 10：居民家庭可支配收入持续上升，提升购房支付能力



资料来源：Wind，民生证券研究所

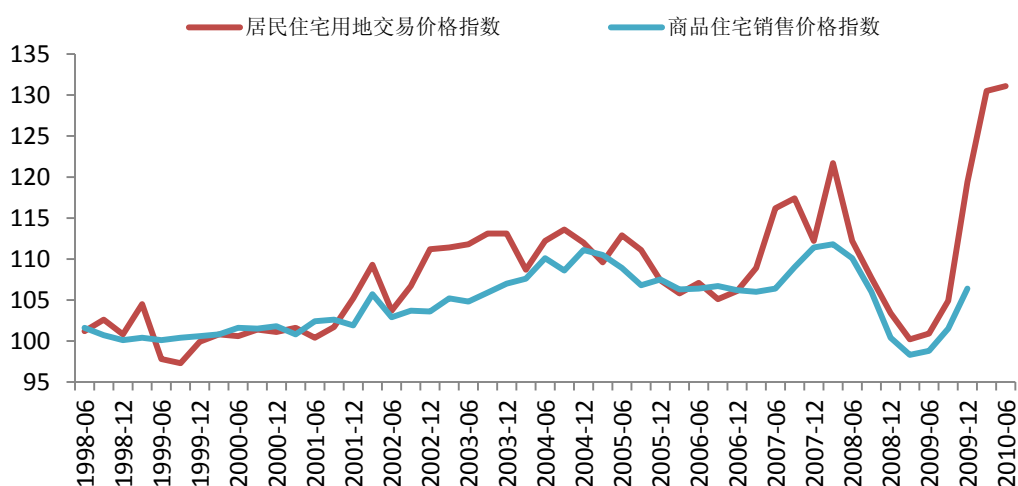
（五）土地供给因素对房地产价格影响明显

土地供给的数量及价格对房价影响明显。1930 年至 1970 年美国货币采用金本位制，土地价格变动不大，每英亩土地价格不超过 200 美元。二十世纪 80 年代则上升至 600 美元/英亩，90 年代略有下降，到本世纪初上升至 1000 美元/英亩，在房地产鼎盛时期（2006 年）则上升至 2000 美元/英亩。按历史最高价格折算，美国的每平方米土地价格仅为 3.5 元人民币。按照中国的土地价格相比美国要更贵。2009 年 10 月，中国城镇平均楼面地价达到 2000 元/平方米，按照容积率为 2 计算，我国每平方米土地价格为 1000 元/平方米，是美国的 286 倍，差距巨大。

1、地价的上涨成为房价上涨的直接推动力

2009 年以来全国土地市场交易量及交易价格出现了明显的上升，全国各地的地王接连不断被拍出，部分一线城市地块楼面地价在 10000 元/平方米以上，土地价格的上升对房价高涨起到了推波助澜的作用。

图 11：地价与房价交互推动



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、土地供给有限性决定了商品房供给能力受约束，进一步推升房价

尽管中国实行最严格的耕地保护制度，但受农业结构调整、生态退耕、自然灾害损毁、非农建设占用等因素影响，耕地数量仍逐年减少。目前人均耕地仅为 1.38 亩，约为世界平均水平的 40%。我国耕地面积仅有 18.26 亿亩，占四类用地面积的 13%，坚持最严格的耕地保护制度，坚决守住 18 亿亩耕地红线已成为当前对土地供给最强的硬约束。

图 12: 我国土地资源构成: 耕地面积 18 亿亩

资料来源: Wind, 民生证券研究所

二、政策导向支持房价中期看平

在中期国家对于房地产行业的发展规划及政策导向会影响购房者预期, 购房预期的变化决定房价的中期走势。

我们将上述因素模型化:

$$\text{购房者数量} \times \left(\frac{\text{房(地)产价格预期上涨者}}{\text{购房者数量}} \right) \times \text{房地产金融杠杆} = \text{房屋(土地)存量} \times \text{房(地)产市场价格}$$

(备注: 上述公式中购房者代表全部购房需求。意味着购房需求在房价上涨预期下, 可以通过房地产金融杠杆提高支付能力, 在房屋(土地)土地存量有限的情况下, 必将推动房(地)价的长期上涨)

中期影响公众购房预期的政策包括房产税、信贷政策、利率政策、土地政策、保障性住房建设等五大政策, 这些政策将在中期通过影响购房预期。

不论投资性需求还是刚性需求, 均会在购房行为发生前对房地产价格形成预期, 预期房价上涨者进入商品房市场。而公众购房重要的看点是国家对房地产行业的政策规划。因此, 中期内一系列政策将会引导购房预期, 进而影响中期房价走势。

图 13: 五政策决定中期房地产价格走势稳定

资料来源: 民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

（一）房产税政策对中期房价上涨抑制作用明显

房产税的实行将是大势所趋。目前国际上大多数国家出台了物业税或者房产税政策。从各国的经验来看，房产税的出台在中短期对房价有影响，长期内影响不大。

表 3: 各国房产税（物业税）征收标准

国家	税基	税率
美国	评估物业价值	50 个州都征收这项税收，大约平均 1%到 3%
新加坡	评估物业价值	自住房产的物业税率是 4%，其他类型房产的物业税率是 10%
日本	评估物业成本	房屋固定资产税的税率为 1.4%
瑞典	评估物业价值	对于独栋独立家庭住房(相当于国内别墅)税率为 1%，商业物产不动产税率为 1%
意大利	评估物业价值	按照税务评估价值的 0.4%-0.7%
西班牙	评估物业价值	按照税务评估价值征收(一般低于市场价值的 50%)，税率在 3%
德国	评估物业价值	根据评估价值的 1%-1.5%征收
法国	评估物业价值	持有不动产者每年按 3%的公平市场价值纳税

资料来源：国际在线-《世界新闻报》，民生证券研究所

1986 年国务院出台的《中华人民共和国房产税暂行条例》规定：以房屋为征税对象，依照房产余值（依照房产原值一次减除 10% -30%）计算缴纳的，税率为 1.2%；依照房产租金收入计算缴纳的，税率为 12%，我国房产税开征有法条可依。2010 年 9 月 29 日国家部委新的房地产调控政策规定：加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国。未来房产税开征已经是大势所趋。

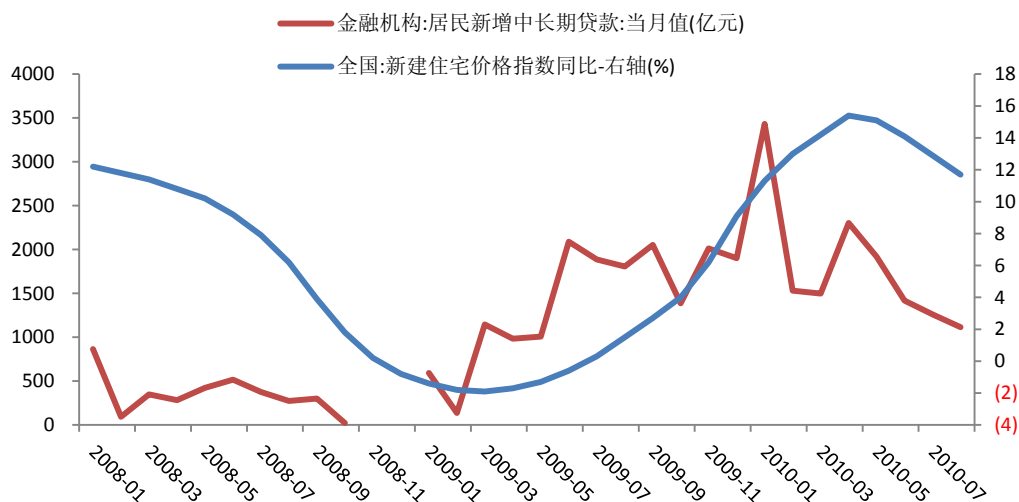
房产税在中期对投资性需求影响明显。按照 0.8%-1.2%的征收标准，100 万的商品房每年税收为 8000 元-1.2 万元，累计效应会使得投资性住房持有成本明显上升，投资回收期延长。如果这种压力不能有效转嫁，则会增加对存量房的抛售量，增加市场供给，平抑房价。

（二）信贷和利率政策对房价上涨抑制作用更为直接

信贷资金变化，尤其是住房抵押贷款的变化与房地产价格变化趋势更明显。世界各国房价的变动与购房贷款的规模扩张息息相关。比如，美国次贷危机的发生就是因为大量不符合购房条件的购房者通过低成本信贷资本进入房地产市场。

我国居民中长期新增贷款中有 80%左右为住房抵押贷款。2010 年 1-8 月，我国居民新增中长期贷款为 1.5 万亿元，同比增长 11%。2010 年 8 月全国 70 大中城市房价同比上涨 9.3%，房价变化与居民新增中长期贷款关系明显。中期来看，我国货币政策有望保持现有的适度宽松政策，但是对房地产行业的信贷政策将更为严厉，比如居民购房首付比例一律提高到 30%以上，国家对房地产开发贷款做了约束性指引，资金方面的约束对房价过快上涨抑制作用更为直接。

图 14: 居民新增中长期贷款与房价波动趋势一致

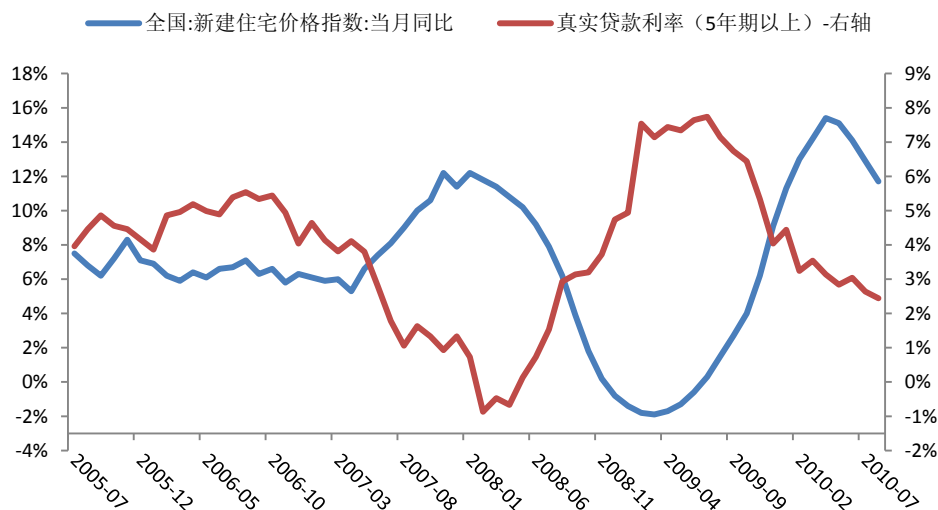


资料来源: Wind, 民生证券研究所

按照五年期以上真实贷款利率统计（五年期以上贷款利率-CPI），真实利率波动与房价的波动方向在大多数历史时期内处于反向波动状态。2005 年以来，我国真实利率处于上升周期，房价涨幅趋于下降，真实利率处于下降期，房价涨幅加快。2008 年 2 月份五年期以上贷款真实利率为-0.87%，而房价涨幅为 12.2%。2008 年 12 月-2009 年 3 月，真实利率由 4.74% 上升到 7.14%，房价涨幅由-0.8%到-1.9%，反向波动性较为明显。

中期来看，名义贷款利率上升、CPI 下降的概率在增加，这将导致真实贷款利率上升，带来房价涨幅向下波动，这将抑制房价上涨。

图 15: 五年期以上贷款真实利率与房价反向波动

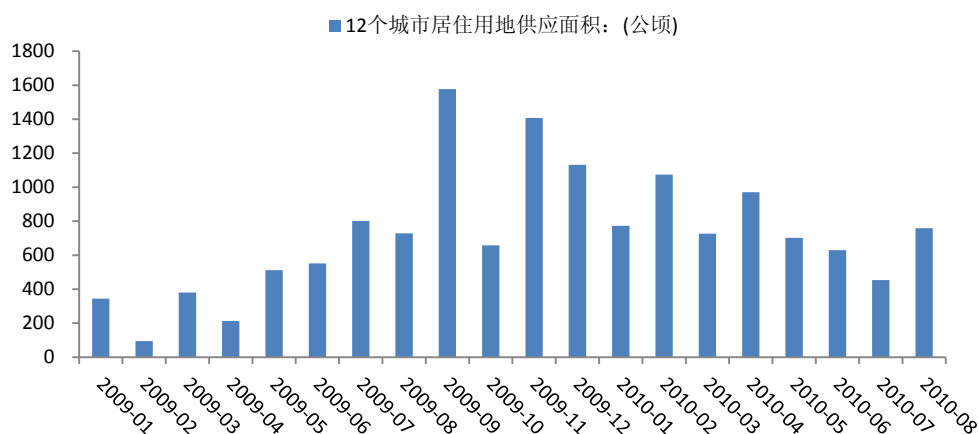


资料来源: Wind, 民生证券研究所

（三）土地供应和保障性住房建设将增加供给，分流需求，平抑房价

土地供给上，近几年我国房地产用地在逐年增加。根据房地产市场 2 年左右的开发周期，当年的供地将决定明后年的供给。总体来看，我国房地产建设用地逐年增加。2010 年全国计划供地 184749 公顷，比 2009 年 76461 公顷增长了 140%。按照 12 个重点城市（包括北京、上海、深圳、广州、天津、武汉、重庆、成都、沈阳、杭州、南京、长春）统计的数据，2010 年 1-8 月共供应房屋建设用地 6088 公顷，比去年同期 3625 公顷增长了 68%。预计中期国家依然不断加大对房屋用地的供应力度，以缓解商品房供需矛盾。因此，在中期内土地的供应规模将会保持稳定增长，这对房价上涨有平抑作用。

图 16： 12 个重点城市土地供应明显增加



资料来源：Wind，民生证券研究所

为了确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房用地，国土部在 2010 年 3 月发布的《国土资源部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》要求，确保上述用地不低于住房建设用地供应总量的 70%。这将在供给结构上更多考虑满足刚性需求者的购房需求。中期来看，满足普通购房者的中小户型、保障房项目用地不断增加，这对提高土地使用效率，缓解土地供应紧张，抑制房价过快上涨起到有效作用。

2009 年以来，我国把保障性住房建设提高到前所未有的高度，意在满足中低收入者的购房需求，预计这一政策在中期将得到强化。这将部分扭转公众购房预期，平抑购房需求。另一方面，保障性住房定价较商品房低，对商品房销售价格有一定弱化。

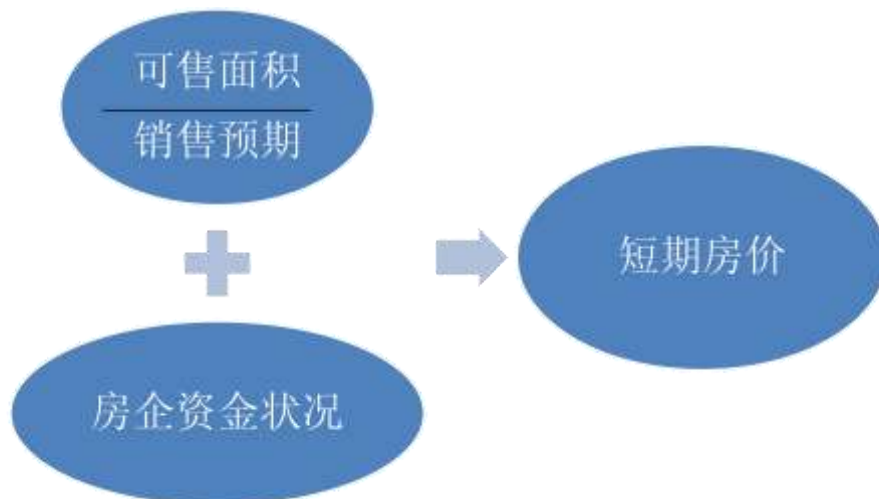
（四）政策合力，中期房价看平

从中期决定房价的五个因素来看，信贷政策对房价影响偏中性，而房产税政策、利率政策、土地政策、保障房建设这四个因素对房价过快上涨均有抑制作用，因此房价长期虽有上涨压力，但中期各类因素的合力会使得房价上涨态势得到有效控制。中期房价有望保持相对稳定，不会有大幅度波动，我们看平中期房价。

三、可售面积、资金及购房预期决定房价短期调整

短期内房价走势主要看销售情况，企业资金变化。短期内决定房价三要素分别为：商品房可售面积、房地产企业资金状况及销售预期。

图 17： 房价短期内由三要素决定

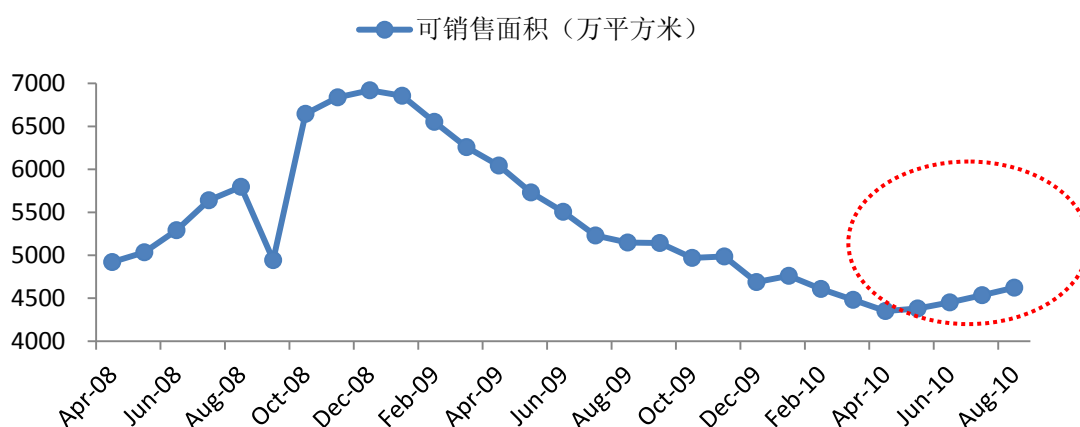


资料来源：Wind，民生证券研究所

（一）各大城市可售面积呈现缓慢上升的趋势

2010 年 8 月份重点城市（北京、上海、深圳、杭州、重庆、武汉）可售面积为 4622.98 万平方米，比 4 月份 4350 万平方米上升了 7%，并连续 5 个月保持缓慢上升的态势。随着 2009 年中期大量新开工面积转化为有效供给，商品房的可售面积有望进一步上升。

图 18： 重点城市可售面积连续五个月上升



资料来源：中指数据，民生证券研究所

始于 2009 年以来的房地产调控政策正逐步奏效，重点城市去库存化时间延长。

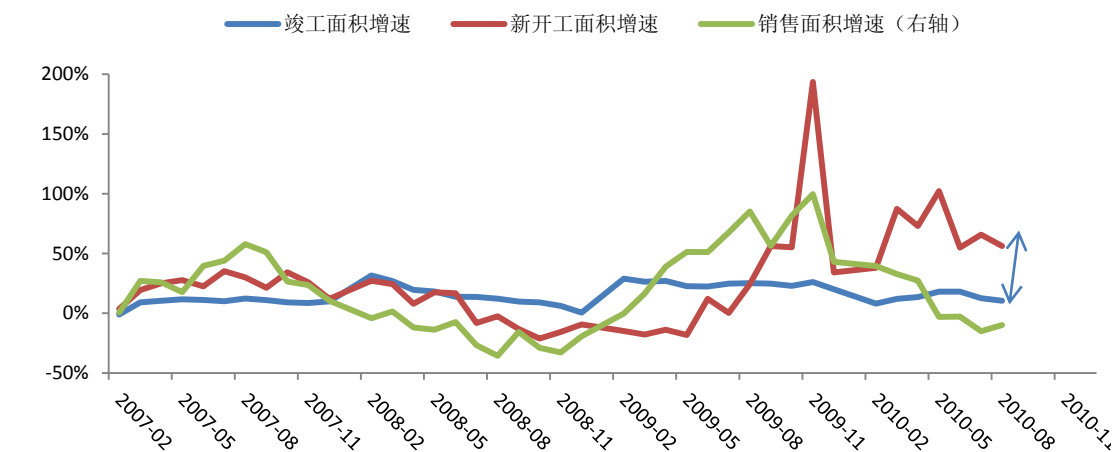
表 4: 重点城市去库存化时间拉长

月份	北京	上海	深圳	杭州	重庆	武汉	平均
2009-1	19.25	7.41	10.89	23.24	13.70	40.40	19.15
2009-2	22.44	6.96	10.46	22.50	11.00	36.38	18.29
2009-3	20.41	5.37	9.21	12.99	8.63	24.28	13.48
2009-4	13.69	3.51	7.34	7.61	6.09	16.46	9.12
2009-5	10.55	2.52	5.58	4.09	5.46	14.78	7.16
2009-6	8.59	2.11	5.59	2.83	5.81	14.15	6.51
2009-7	7.80	1.90	6.00	2.90	5.98	13.07	6.27
2009-8	7.64	1.99	7.11	3.63	5.90	12.64	6.49
2009-9	7.77	2.32	10.11	4.40	5.85	12.86	7.22
2009-10	8.36	2.26	9.40	3.97	4.70	14.13	7.14
2009-11	7.82	2.14	9.15	3.87	4.50	14.33	6.97
2009-12	6.56	2.07	8.57	3.58	4.53	11.88	6.20
2010-1	7.16	2.48	9.19	4.66	5.90	10.31	6.62
2010-2	8.73	3.42	12.58	7.21	6.56	12.94	8.58
2010-3	11.61	4.54	14.86	15.77	6.45	14.53	11.29
2010-4	10.50	4.60	10.21	8.37	5.43	14.97	9.01
2010-5	11.24	4.89	10.30	10.48	4.99	11.49	8.90
2010-6	13.63	5.68	12.24	13.61	5.62	12.75	10.59
2010-7	20.49	6.60	14.85	23.02	7.24	17.99	15.03
2010-8	19.28	5.44	11.75	12.53	5.94	19.03	12.33

资料来源：中指数据，民生证券研究所

从短期供应来看，随着 2009 年以来新开工面积大幅增加，2010 年四季度及 2011 年供应量将明显放大，这对短期内房价下跌有促进作用。

图 19: 新开工面积的快速增长为 2011 年大量供给提供了条件



资料来源：中指数据，民生证券研究所

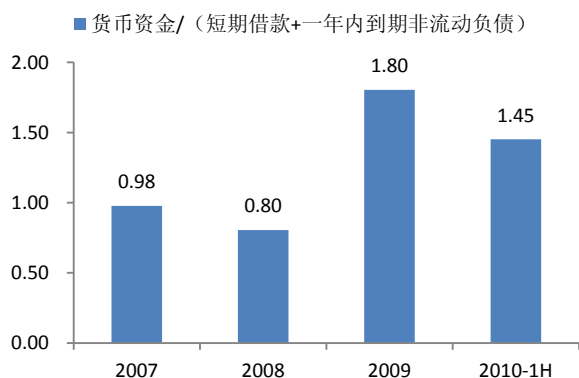
(二) 企业资金较年初恶化，内部降价动力在逐步形成

根据国家统计局 2010 年 8 月份数据，房地产企业在银行信贷方面受到抑制，定金及预收款也连续三个月负增长。从上市公司来看，通过信托等模式贷款的公司逐步增多，信

托成本普遍高于同期贷款利率两倍以上，部分开发企业确实遭遇资金难题。在房贷和开发贷门槛日趋严厉，预收款监管，严查银信合作等多种政策作用下，房地产企业内部降价的动力在逐步增大。

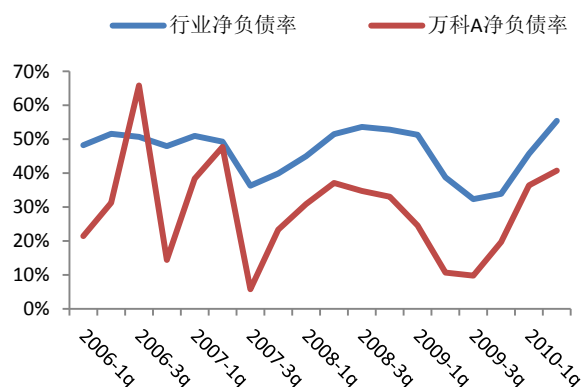
根据 2010 年中报数据，年内房地产企业资金保障性较高，但保障性较年初有所下降，行业净负债率达到 55.4%，比 2008 年底的 53.6% 还高。明后年房地产企业的资金压力会逐步显现。

图 20: 房企年内资金无忧，明年受考验



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 21: 上市类地产公司净负债率创出历史新高

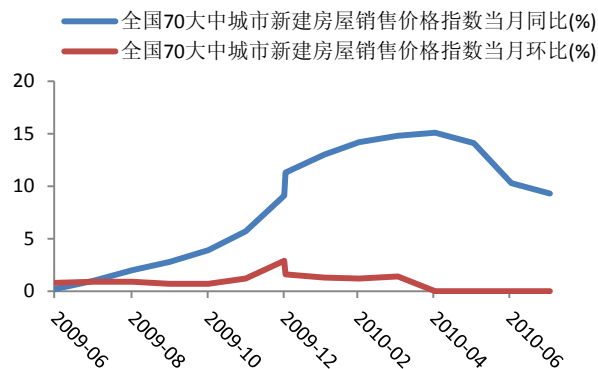


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

(三) 一系列房地产调控政策正不断扭转公众购房预期

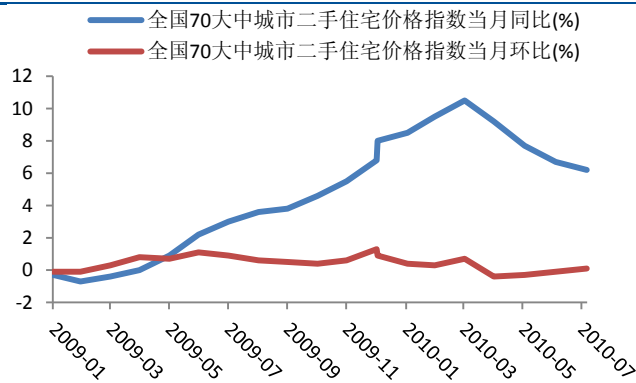
2010 年以来，国家出台了一系列房地产调控政策，为重塑调控的决心，防止房价在政策作用下出现反弹，行业调控政策有不断加码的态势。国庆节前的五大新措施便是为了防止国庆期间房价出现反弹。从房价环比涨幅来看，国家的政策正在逐步奏效，购房者预期也在随着调控政策的频出而不断变化，部分刚性需求者正推迟入市，新一轮观望在逐步形成。

图 22: 70 大中城市新建商品房销售价格连续四月零增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 23: 70 大中城市 8 月份二手住宅销售价格环比上涨 0.1%



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（四）预计短期内一线城市下跌 20%，二线城市下跌 10%

目前一线城市房地产价格较 2010 年 4 月份高点下降了 10% 左右，二线城市变化不大。如果按照这个房价水平，到明年一季度，房价仍将下跌 10% 左右。但是最近出台的“限购令”，首付比例提高到 3 成，以及投资性购房的差别化利率足以使得房价在明年二季度下跌 5% 以上，我们预计到 2011 年中期，一线城市房价下跌 20%，二线城市下跌 10%。

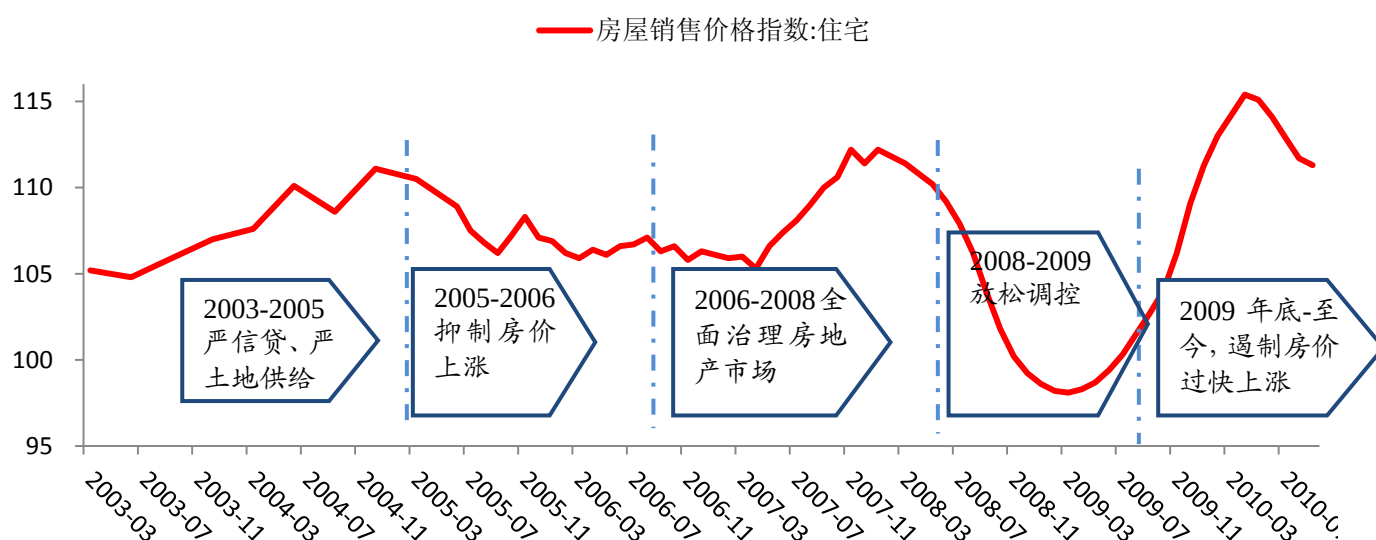
四、未来政策展望：预计两年内调控政策维持不变

（一）历史回顾：三次调控政策变化导致房价波动性变大

自 1998 年住房商品化以来，房价呈现不断上涨态势。截至 2010 年，房地产行业政策经过三次大的调整。首先，从 2003 年下半年开始，针对持续高涨的房价和增长过快的房地产投资，中国政府果断采取了一系列宏观调控措施。但经过五年多的调控，并没有对房地产市场存在的问题进行根本改善，部分城市仍然存在着房价持续走高、房地产供求结构失衡等问题；其次，在 2008 年下半年金融危机爆发之时，房价出现下跌，交易量萎缩，政府放松了 2003-2007 年的房地产调控政策，房价出现明显上涨，2009 年部分城市出现了翻倍的涨幅；最后，本轮房地产调控政策始于 2009 年底，在遏制房价过快上涨的调控目标下，一系列调控政策陆续出台，部分调控政策被称为“史上最严”。

总结过去调控政策效果可见，房价没有达到调控效果。房价在调控政策加紧的过程出现加速上扬，在调控政策松动的时候出现企稳回升。这导致了投资性需求大比例上升，调控政策并没有合理引导公众购房预期，相反，一旦调控政策松动，房价会报复性反弹。

图 24： 房价短期内由三要素决定



资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）预计本轮调控政策从紧两年内不变

2009 年底-至今这一轮房地产调控政策的目标是“遏制房价过快上涨”。一方面保障性住房建设上需要时间；另一方面，扭转公众预期也需要政策的稳定性；最后，要谨防前几次房地产调控政策松动后房价的大幅反弹。预计这一轮房地产调控政策至少还要持续两年以上。因为保障性住房在 2009 年开始建设，2010 年规模扩大，真正见到成效，扩大覆盖范围也需要 2 年左右的时间。

当前房地产调控效果还不是很显著。2010 年 8 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比增长 9.3%，环比与 8 月持平，房价已经环比上涨了。本轮房地产调控始于 2009 年 12 月，4 月 17 日“新国十条”颁布，标志着调控全面深入，从效果来看，见效比较慢。

本轮房地产调控政策两年内不会发生变化。高房价已经成为制约经济刺激政策，尤其是货币政策转向的主要因素。如果房价不跌，货币政策不敢放松，整个经济政策就不能专注于明年保增长的目标，整个中国就要为房地产这个行业的利益而付出惨重的代价。

“高房价”所暴露出的社会问题日益突出。从经济、政治等角度来看，不但短期对高房价的高压政策不会改变，即便是未来几个月房价有实质性回落以后，政策也不可能改变。

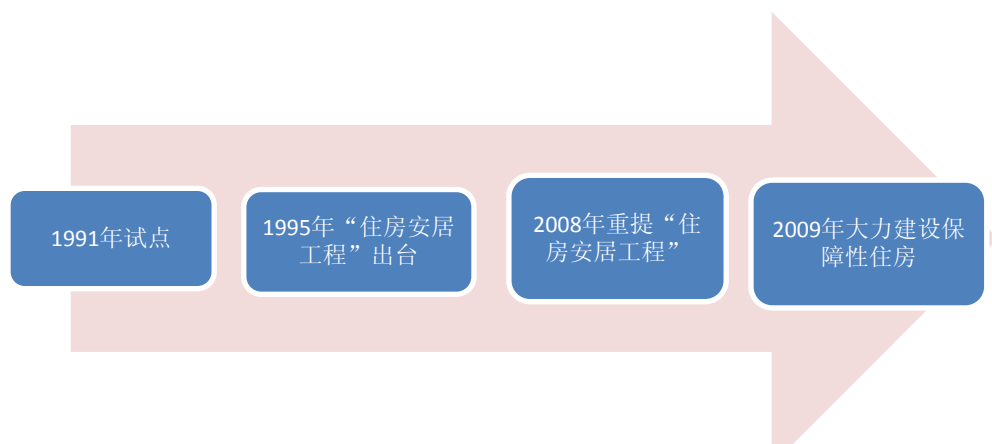
五、保障性住房建设规模将超预期

（一）保障性住房建设规模会超预期

1、2008 年开始我国开始将保障性住房付诸实践

我国的保障性住房建设从 1991 年开始试点，1995 年“住房安居工程”正式出台。1998 年房改之后经济适用房建设成为市场核心，2008 年 11 月温总理重提“住房安居工程”。建设部的规划是 2009 年至 2011 年要新增加 200 万套廉租房、400 万套经济适用房，并完成 100 多万户林业、农垦和矿区的棚户区改造工程，总投资将达到 9000 亿元，平均每年 3000 亿元。其中，对廉租房投资 2150 亿；棚户区改造投资 1015 亿元；经济适用房投资 6000 亿元，综合约 9000 亿元。通过 9000 亿元的住房保障投资，政府预计将解决约 1300 万户低收入家庭的住房困难问题。

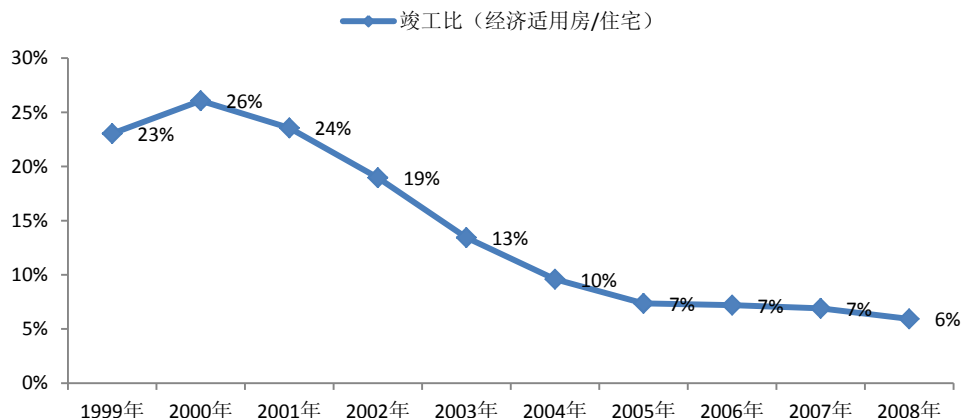
图 25：国家对保障性住房的重视程度大大提高



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

从历史来看保障性住房建设的实际情况不容乐观。根据 1997 年-2008 年数据，经济适用房竣工面积为 3.83 亿平方米，占商品住宅总竣工面积的 11.79%。经济适用房竣工面积占住宅竣工总面积的比例逐年走低。

图 26: 经济适用房竣工面积占比逐步下滑



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

2、2009 年以来保障性住房建设被提升到前所未有的高度

从历史来看保障性住房建设进程缓慢。2009 年 1 至 11 月，我国保障性住房用地供应 27.54 万亩，仅完成年度计划供应量的 46.66%。根据已有数据，截至 2009 年 8 月底地方保障性住房建设完成投资 394.9 亿元（计划投资额 1676 亿元），完成率仅为 23.6%。

2010 年以来保障性住房建设力度被提高到政治角度，国家从供地、资金投入方面做了相关规定。国土资源部 2010 年 4 月 15 日发布的 2010 全国土地供应计划中，住房建设用地供应总量 184748.85 公顷，其中，保障性住房、棚户区改造和中小套型商品房用地计划供应量占住房用地计划供应总量的 77%，而保障性住房用地为 24454 公顷，与 2009 年相比增加一倍多。在政策推动下，北京、上海、深圳、天津等城市纷纷将推进保障性住房建设列为 2010 年政府工作的重心。

住房和城乡建设部 5 月 19 日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书，要求把落实责任书明确的保障性安居工程任务列入政府重要的工作日程，加强对各市县的监督检查，切实落实资金、土地、税费政策，抓紧项目开工建设，保证工程进度和工程质量，确保完成 2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户的任务。

我们预计未来保障性住房，尤其是重庆公租房模式有望得到推广，覆盖人群比率有望达到 30% 左右。按照 2010 年保障性住房 580 万套，每套住三口之家计算，要覆盖 30% 的人群，至少需要 15 年的时间。

表 5：2010 年保障性住房供地计划大量增加（单位：公顷）

地区	供地总量	保障性住房 (经济适用房及廉租房)	棚户区改造	中小户型	政策性用地占比
全国	184749	24454	36606	80431	77%
北京	2500	210	820	720	70%
上海	1100	250	450	70	70%
广东	7504	411	124	4845	72%
江苏	13010	2046	2184	5288	73%
辽宁	12708	1081	1577	7730	82%
福建	4234	317	556	2485	79%
四川	8160	1384	683	4137	76%
湖北	5548	739	584	2821	75%
山东	18165	1226	3364	9234	76%
湖南	3180	741	584	1022	74%
陕西	3466	1093	513	1086	78%
河北	10826	720	3068	4105	73%
黑龙江	8753	899	3525	2591	80%
甘肃	2420	484	448	1011	80%
山西	4730	1032	1355	1274	77%
云南	4970	529	603	2409	71%
内蒙古	10489	1297	3447	3465	78%
吉林	5565	404	2537	1630	82%
浙江	8240	575	1920	3527	73%
安徽	10674	1424	2729	3970	76%
江西	4391	568	791	2030	77%
河南	7372	1624	1649	3177	88%
重庆	6449	1545	191	3033	74%
广西	5002	903	306	2431	73%
海南	1564	394	63	672	72%
贵州	4544	850	552	2087	77%

资料来源：国土资源部等相关网站，民生证券研究所

（二）重庆保障性住房建设模式将得到大力推广

重庆保障性住房的探索走在各城市前列，大力发展公租房模式是重庆模式的核心，其建设模式有望在全国得到大力推广。重庆模式主要指构建“1+5”保障性住房体系：“1”代表公租房，覆盖人群包括新生代城市居民、大学毕业生、外来工作人员、新就业人群等“社会夹心层”群众占比 30%；“5”是指廉租房、经济适用房、危旧房和棚户区改造安置房、城中村改造安置房、农民工公寓 5 种保障房，覆盖了城市原住民和农民工。2010 年年初重庆市政府规划未来建设 4000 万平方米的公共租赁房，以求解决 30%左右的低收入群体住房问题。从 2010 年起的 3 年内每年建设 1000 万平方米，后几年视社会需求再建 1000 万平方米或更多面积的公租房按计划。

表 6：重庆保障性住房模式的基本框架

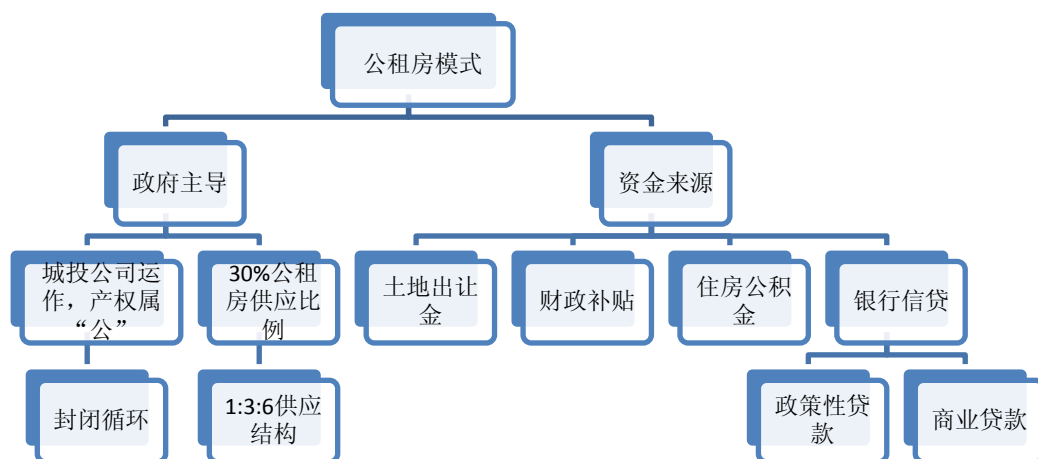
主导思想	双轨运行城市住房供给体系
发展规划	低端有保障、中端有市场、高端有约束
供应结构	60%-70%市场供应，30%-40%政府供应
保障方式	成立住房保障局，城投平台运作 公租房在“公”字前提下，内部循环
短期目标	2010 年起的 3 年内每年建设 1000 万平方米公租房
资金安排	2010 年开工的 500 万平方米公租房总投资约 150 亿元，先期投入 70 亿元，其中市财政安排土地出让收入 5 亿元，国家补贴 5 亿元；住房公积金贷款 30 亿元；政策性和商业性银行贷款 30 亿元，后续投入由租金收益，民间资本投资等多途径解决

资料来源：重庆晚报，民生证券研究所

重庆市规定公租房不得上市交易，购买人如需要转让，由政府回购，回购价格为原销售价格加同期银行活期存款利息，不会随房价的上涨而上涨。禁止公租房上市交易是规避制度漏洞的一个关键，退出的住房将保持在保障性住房系统之内循环。

重庆模式在我国房地产发展历史上取得了制度性突破，这一模式有望解决中低收入、“夹心层”的住房问题，有望在全国得到推广。

图 27：重庆市实施的公租房建设，是我国的住房保障制度的有益探索



资料来源：民生证券研究所

（三）保障性住房资金问题将得到解决

资金问题是保障性住房能否落实的主要问题。目前国家保障性住房建设资金来源包括：中央、地方财政投入，住房公积金，政策性贷款及商业贷款。除此之外，公积金增值净收益部分，土地出让净收益中不低于 10% 的比例，也将投入到保障性住房建设中来。

国家 2008 年底公布的规模达 4 万亿元的经济刺激计划中，保障性住房市场分到了超二成的 9000 亿元的“蛋糕”。9000 亿重点用于 747 万户低收入家庭住房和 220 万户棚户区改造家庭，以货币补贴为主（60% 货币补贴，40% 实物分配），所以对拉动租房市场需求有帮助；而另外 287 万套的廉租房需要通过建设或购买来实现。

保障性住房的考核将与地方政府绩效考核挂钩，将有利于解决保障房建设资金问题。2010 年 4 月 17 日国务院“新国十条”规定：“建立考核问责机制。稳定房价和住房保障

工作实行省级人民政府负总责、城市人民政府抓落实的工作责任制。住房城乡建设部、监察部等部门要对省级人民政府的相关工作进行考核，加强监督检查，建立约谈、巡查和问责制度。对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。”

预计保障性住房建设将成为地方政府绩效考核的重要组成部分，这将促使地方政府有足够动力多方面筹措资金，推动保障性住房建设。

插图目录

图 1: 五要素决定房价长期涨跌.....	3
图 2: 2000 年以来各国房价呈现上涨趋势.....	3
图 3: 我国城市化水平与主要发达国家相比仍有距离.....	4
图 4: 我国城市化水平与发达国家相比仍有较大增长空间.....	5
图 5: 20 世纪 80 年代中周期高出生率转化为当前自住购房需求主体.....	5
图 6: 房价收入比显示居民购房压力增大.....	6
图 7: 我国房地产金融存在巨大的创新空间.....	7
图 9: 2001 年以来中国人均 GDP 平均增幅为 16.75%.....	9
图 10: 居民家庭可支配收入持续上升, 提升购房支付能力.....	9
图 11: 地价与房价交互推动.....	10
图 12: 我国土地资源构成: 耕地面积 18 亿亩.....	11
图 13: 五政策决定中期房地产价格走势稳定.....	11
图 14: 居民新增中长期贷款与房价波动趋势一致.....	13
图 15: 五年期以上贷款真实利率与房价反向波动.....	13
图 16: 12 个重点城市土地供应明显增加.....	14
图 17: 房价短期内由三要素决定.....	15
图 18: 重点城市可售面积连续五个月上升.....	15
图 19: 新开工面积的快速成长为 2011 年大量供给提供了条件.....	16
图 20: 房企年内资金无忧, 明年受考验.....	17
图 21: 上市类地产公司净负债率创出历史新高.....	17
图 22: 70 大中城市新建商品房销售价格连续四月零增长.....	17
图 23: 70 大中城市 8 月份二手住宅销售价格环比上涨 0.1%.....	17
图 24: 房价短期内由三要素决定.....	18
图 25: 国家对保障性住房的重视程度大大提高.....	19
图 26: 经济适用房竣工面积占比逐步下滑.....	20
图 27: 重庆市实施的公租房建设, 是我国的住房保障制度的有益探索.....	22

表格目录

表 1: 各国房地产金融模式比较.....	6
表 2: 房价若上涨 5%, 各年龄阶层家庭资产配置中的房产配置要求上升.....	8
表 3: 各国房产税 (物业税) 征收标准.....	12
表 4: 重点城市去库存化时间拉长.....	16
表 5: 2010 年保障性住房供地计划大量增加 (单位: 公顷).....	21
表 6: 重庆保障性住房模式的基本框架.....	22

分析师简介

滕泰，经济学博士，毕业于复旦大学，曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国证券业协会分析师委员会副主任委员，中国人民大学、中央财经大学兼职教授。

王新亮，西南财经大学金融学硕士，两年房地产企业投资管理经验，2008年6月加入民生证券，任房地产行业研究员。

张磊，经济学博士，金融学博士后，2010年2月加入民生证券，对宏观经济运行规律有较深入的理解和把握。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com