

深度报告

2011 年 11 月 3 日

房地产投资：风险有多大？

历史上每一轮宏观调控的代价都是经济下滑，当前我们面临的不确定性也是经济下行的风险。本报告重点回答，房地产投资的风险到底有多大？房地产投资下滑对地方财政和固定资产投资会造成多大的影响，是否会造成中国经济硬着陆？

中央政府显然了解，一旦政策松动，房价将会报复性上涨，仅有的一点调控成果将会前功尽弃。另一方面，本轮调控和以往调控的不同之处在于，政府已经预估到了商品房投资下滑的风险，并尽力用保障房来进行对冲。房产调控政策在未来半年内应该都不会松动。

当前的房地产投资危机重重，体现在四个方面。商品房销售面积增速出现拐点、保障房的对冲效果减弱、混凝土管桩产量增速大幅下跌以及土地市场的疲软，这些都会拖累房地产的投资增速。

我们预测明年的房地产投资增速为 10.5%至 16.4%。我们的方法是对建筑工程投资（占 66%）、土地购置费（占 18%）、其它（16%）分别进行测算，其中建筑工程投资与房地产施工金额增速整体一致，而土地购置费取决于待开发土地面积和房产销售情况。

房地产投资下滑会对地方财政收入产生一定的负面影响。地方财政收入增速目前高达 34%，只要不出现经济的全面下滑（例如外需大跌），土地市场的低迷并不会让财政收入增速下滑至 20%以下。我们预计，明年的地方财政收入更可能在 25%左右，仍然处于较高水平。

2004 年和 2008 年两次调控之后，房地产投资和固定资产投资都出现了背离，前者反弹的拐点明显落后于后者。这是货币紧缩转向宽松以及积极财政政策发挥作用的结果。货币放松对于房地产投资有一定的刺激作用，但房地产投资迎来拐点的时间较晚，可能滞后货币拐点 10 个月以上，除非房地产限购政策出现明显转变。

在房地产投资大幅下滑 20 个百分点，制造业投资略有下滑但交通运输、水利等投资会反弹等多个因素的作用下，2012 年固定资产投资将下滑至 20%。固定资产投资增速的下行速度将取决于信贷政策的调整幅度和积极财政政策的力度。

在房地产投资明显下滑的情形下，一定要观察软着陆的两个前提：一是货币信贷要及时转向（新增信贷正增长），以免货币政策超调造成经济加速下行；二是积极财政政策要发挥作用（财政支出增速不下滑），部分对冲房地产大幅下滑造成的负面影响。如果货币信贷依然偏紧，积极财政政策也跟不上，那么市场对经济下滑的担忧情绪将变成现实，但此情形的可能性较小。

我们认为，个别月份可能会出现货币政策和财政政策力度不够，经济下滑幅度超预期的情况，例如明年一季度保障房开工力度不够，信贷放松低于预期等。对此，拥有强大动员能力的中央政府，应该能及时采取措施，防止经济出现硬着陆。

相关研究

以史为鉴，探寻欧债危机解决之道
2011 年 10 月 27 日

欧债危机“火烧连营”之根源
2011 年 10 月 12 日

希腊违约的黑天鹅效应
2011 年 9 月 26 日

QE3：雾里看花还是板上钉钉？
2011 年 8 月 29 日

欧债危机袭来，潮水还是海啸？
2011 年 8 月 8 日

QE2 之后的美国经济与美联储政策走向
2011 年 6 月 30 日

寻找工业企业利润增速的拐点
2011 年 5 月 24 日

黄金：高处不胜寒
2011 年 4 月 7 日

宏观经济高级分析师
SAC S0850203100099
李明亮
021-2321 9434
lml@htsec.com

联系人
高远
021-2321 9669
gaoy@htsec.com

目 录

1. 房地产市场调控还将持续.....	4
2. 房地产投资危机重重的多个方面.....	4
2.1 商品房销售面积增速出现拐点.....	4
2.2 保障房对冲效应将明显减弱.....	5
2.3 微观数据预示房地产投资的后续前景不乐观.....	6
2.4 土地购置费下滑也会拖累房地产投资增速.....	7
3. 对 2012 年房地产投资增速的预测.....	7
3.1 建筑工程投资增速将下降至 15%至 20%区间.....	7
3.2 土地购置费增速也会大幅下滑.....	8
3.3 2012 年房地产投资增速的敏感性分析.....	9
4. 房地产投资下滑带来的负面效应.....	9
4.1 房地产投资下滑对地方财政的影响.....	9
4.2 房地产投资下滑一定会令固定资产投资下滑吗?.....	10
4.3 货币放松能否扭转房地产投资下滑?.....	11
4.4 对固定资产投资的分项讨论.....	12
4.5 房地产投资下滑对相关行业的影响.....	13
5. 经济硬着陆风险有多大?.....	14
5.1 关注经济软着陆的两个前提.....	14
5.2 软着陆会变成硬着陆吗?.....	15

图目录

图 1 商品房销售面积累计同比增速 (%)	5
图 2 2011 年截止各月的保障房开工率 (%)	5
图 3 北京截止各月的保障房新开工面积增速和施工面积增速 (%)	6
图 4 预应力混凝土桩累计同比与房地产开发投资累计同比 (%)	6
图 5 土地购置费累计同比增速 (%)	7
图 6 12 个重点城市土地当期成交金额累计同比增速 (%)	7
图 7 建筑工程投资累计同比与房屋施工金额累计同比 (%)	8
图 8 房屋新开工面积累计同比与房屋施工面积累计同比 (%)	8
图 9 土地购置费累计同比和土地成交价款累计同比 (%)	9
图 10 待开发土地面积累计同比增速 (%)	9
图 11 土地购置费对地方财政收入的拉动 (%)	10
图 12 固定资产投资增速和房地产投资增速 (%)	10
图 13 M2 增速和固定资产投资增速 (%)	11
图 14 M2 与房地产投资累计同比 (2004 - 2006) (%)	11
图 15 M2 与房地产投资累计同比 (2008 - 2009) (%)	11
图 16 M2 增速、工业企业利润增速和制造业投资增速 (%)	12
图 17 房地产投资、固定资产投资和水泥产量累计同比 (%)	13
图 18 房地产投资、固定资产投资和平板玻璃累计同比 (%)	13
图 19 房地产投资和空调内销量累计同比 (%)	13
图 20 房地产投资和电视机内销量累计同比 (%)	13
图 21 房地产投资、固定资产投资和挖掘机产量累计同比 (%)	14
图 22 房地产投资、固定资产投资和起重机产量累计同比 (%)	14
图 23 新增信贷累计同比 (2008 - 2009) (%)	14
图 24 全国财政支出累计同比 (%)	14

表 目 录

表 1 国家领导人对房地产调控的表态摘选	4
表 2 对 2012 年房地产投资增速影响的敏感性分析	9

本轮宏观调控已经取得了阶段性成果。CPI 回落趋势明显，房价有所松动。然而，历史上每一轮宏观调控的代价都是经济下滑，当前我们面临的不确定性也是经济下行的风险。市场都在关心，经济回落幅度到底有多大？

三驾马车中，市场担心固定资产投资（特别是房地产投资）和出口下行过快，造成中国经济的硬着陆。本报告重点回答，房地产投资的风险到底有多大？房地产投资下滑对地方财政和固定资产投资会造成多大的影响，是否会造成中国经济硬着陆？

1. 房地产市场调控还将持续

本轮的地产调控自 2010 年 4 月开始已经持续了一年半的时间。地产调控的目标，即房价涨幅，在近期才被控制住，地产调控刚有一点成效。

中央政府显然了解，一旦政策松动，房价将会报复性上涨，仅有的一点调控成果将会前功尽弃。另一方面，本轮调控和以往调控的不同之处在于，政府已经预估到了商品房投资下滑的风险，并尽力用保障房来进行对冲。一旦房地产投资下滑过快，政府更可能用加大保障房建设力度来弥补。

因此，在我们眼里，房产调控政策在未来半年内应该都不会松动。前段时间佛山松绑限购政策失败也反映了中央对于房地产调控的决心。近日珠海出台的限购和限价政策，也体现了房产调控的力度仍在紧绷状态甚至有些强化。

以下是我们搜集的国家领导人的表态（表 1），反映了本轮房地产调控的思路和中央政府的决心。

表 1 国家领导人对房地产调控的表态摘选

国家领导人	时间	讲话内容
温家宝总理	2011.10.29	坚定不移地搞好房地产调控。各地政府要切实负起责任，继续严格执行政策，进一步巩固调控成果。增加普通商品住房用地，促进房价合理调整。加快推进保障性住房建设。
温家宝总理	2011.10.21-10.22	房地产市场调控和保障性住房建设处于关键时期，各级政府要切实采取措施，进一步巩固调控成果。一方面要抓好保障性住房建设，另一方面也要增加普通商品房的用地供给，促进普通商品房市场健康发展。
李克强副总理	2011.10.11	当前世界经济形势发生很多新变化，风险因素增多，国内房地产市场调控正处在关键时期，保障性安居工程建设作为重大民生和重大发展工程，又是宏观调控的重大举措，可以发挥多重积极效应。
李克强副总理	2011.4	当前和今后一段时期，在我国大规模建设保障性安居工程，既可以增加住房有效供应，分流商品住房市场需求，还可以稳定群众住房消费预期，对市场起到“镇静剂”的作用，有利于管理好通胀预期，把经济平稳较快发展的好势头保持下去。

资料来源：人民网，海通证券研究所

2. 房地产投资危机重重的多个方面

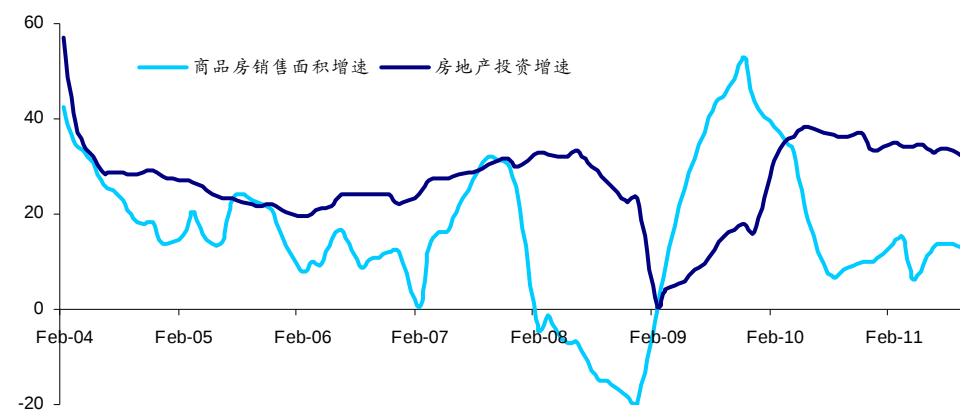
房地产调控持续，实际上是抑制房地产泡沫的变大，从长期来看降低了中国经济的系统性风险。然而，长期利好的同时也会引起短期的阵痛，房地产投资和固定资产投资将不可避免地出现下滑。房地产投资增速 9 月份在 32%，表面上仍然很高，实际上危机重重。

2.1 商品房销售面积增速出现拐点

第一，2011 年 9 月份以来，商品房销售面积增速出现拐点，具有较大的指标性意义。虽然在去年下半年和今年上半年商品房销售面积曾降至个位数，但这些数值主要反映的是上年同期的基数太高（2009 年下半年和 2010 年一季度房地产交易井喷，整体增速超过 40%）。因此，近期商品房销售面积增速下滑（图 1），才预示着房地产拐点到来，接下

来进入了下行阶段。

图 1 商品房销售面积累计同比增速 (%)



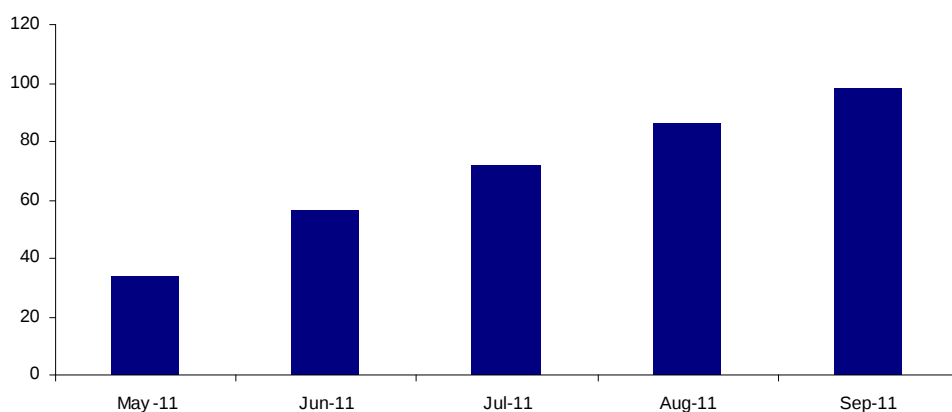
资料来源: WIND, 海通证券研究所

2.2 保障房对冲效应将明显减弱

第二, 截止今年 9 月, 保障房开工率已达到 98%, 相比中央要求的 11 月之前全部开工, 有所提前。然而, 从相反方面看, 开工任务完成使四季度保障房的施展空间有限, 对于商品房投资下滑的对冲效应也会大幅减弱。

从今年的保障房的新开工进展来看 (图 2), 年初由于资金筹措和节日天气等因素, 地方政府的开工积极性不强, 前五个月才开工了 34%, 到六月份后开工速度才明显加快。明年年初地方政府仍然面临与今年相似的困难, 保障房的开工很可能比较慢。

图 2 2011 年截止各月的保障房开工率 (%)



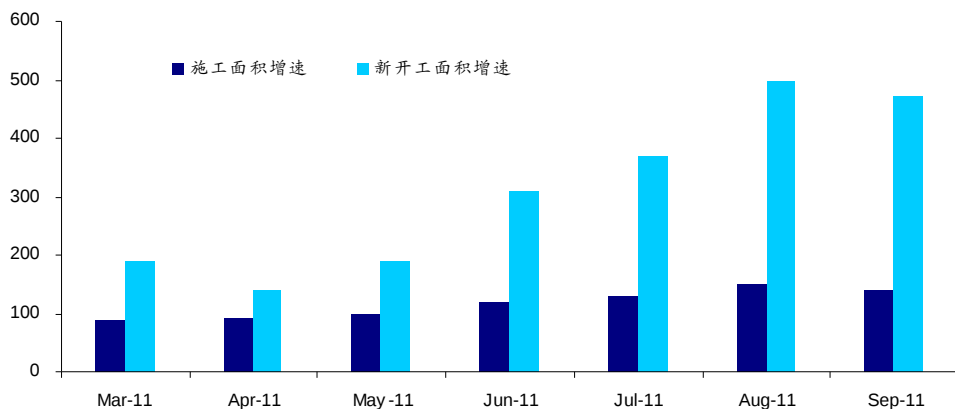
资料来源: WIND, 海通证券研究所

新开工目标是硬性指标, 而对于施工和竣工进度, 并没有特别硬性的规定。住建部官员曾在 8 月指出: “在今年 10 月底前, 要有 1/3 的项目做到主体基本完工, 1/3 的项目进入地上施工阶段, 1/3 项目进入基础施工阶段”。然而, 在实际执行时, 施工进度明显落后于开工进度, 北京就是一个典型 (图 3)。在此情形下, 保障房对于商品房的弥补也会打折扣。

另外, 住建部部长姜伟新表示, 2012 年保障房整体规模会适度下调但中央财政支持的投资规模不会减少。这说明与今年相比, 明年保障房对于商品房的对冲效应也会下降。

因此，基于以上几点，我们认为，保障房对商品房下滑的对冲会减弱，特别是今年四季度和明年一季度。

图3 北京截止各月的保障房新开工面积增速和施工面积增速 (%)



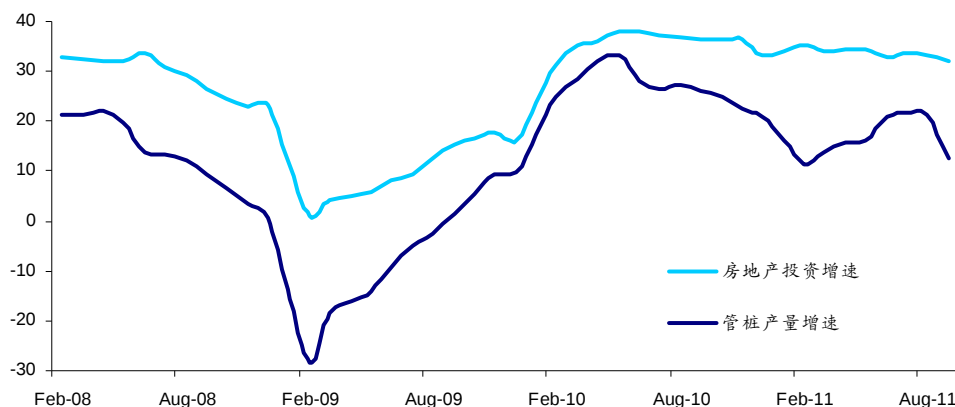
资料来源：北京市统计局网站，海通证券研究所

2.3 微观数据预示房地产投资的后续前景不乐观

第三，从9月份的房地产微观数据“预应力混凝土管桩”产量的累计同比增速来看，从23%下降至12%，下滑速度非常快，这和08年下半年有些类似（图4）。由于管桩的80%用于工业与民用建筑，其余20%用于铁路公路等工程建设，它对于房地产市场非常敏感。

2008年4月，管桩产量增速达到阶段性高点后开始出现下滑，而房地产投资在两个月后才出现下滑。同样地，2009年初时，管桩产量增速的反弹比房地产投资更敏感。去年下半年和今年上半年管桩增速较低是由于基数的影响，不太具有参考意义。而今年9月份管桩下滑幅度巨大则非常值得重视，说明房地产投资的后续前景不乐观。

图4 预应力混凝土桩累计同比与房地产开发投资累计同比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

2.4 土地购置费下滑也会拖累房地产投资增速

房地产开发投资包括建筑安装工程、土地开发和配套工程以及土地购置费等。目前土地购置费累计同比增速还在 18%（图 5），但该数据具有明显的滞后性，因为土地收入款是分期付款的，今年土地购置费很多是去年卖地所得。

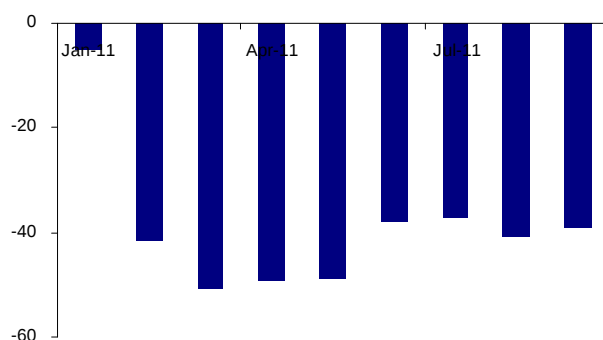
土地购置费约占房地产投资的 20%，它的下滑对房地产投资影响较大。今年的土地成交金额（12 个重点城市，图 6）已经大幅下降，降幅在 40%以上，这必然影响到 2012 年的土地购置费以及房地产投资，类似于 2009 年上半年的情形。如果土地购置费增速下降 20%，将拉低房地产投资 4 个百分点。

图 5 土地购置费累计同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 6 12 个重点城市土地当期成交金额累计同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 对 2012 年房地产投资增速的预测

市场都很关心，2012 年的房地产投资增速将下降至多少？是 20% 还是 10% 甚至 0 以下？

房地产开发投资中，建筑工程和土地购置费是占比最高的两项。建筑工程投资占比为 65% 左右，土地购置费占比为 15% 至 20%，其它项目稳定在 16% 左右，我们将根据房地产投资的构成进行预测。

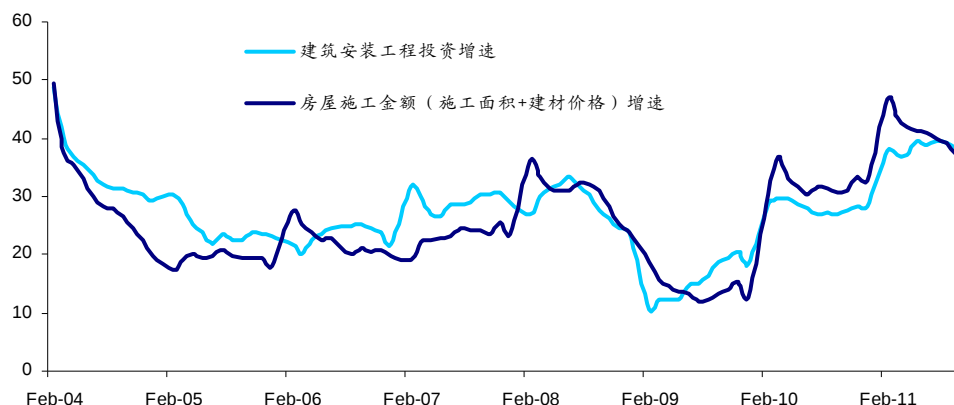
3.1 建筑工程投资增速将下降至 15% 至 20% 区间

由于建筑工程投资占比最高，预测其增速最为重要。我们认为，在房地产投资决策中，房地产销售是最领先的指标，接着决定新开工面积，然后影响到房屋施工面积。

房屋施工面积只是建筑工程投资规模大小的一个因素，另一个重要因素是建筑材料价格。我们发现，建筑安装工程投资增速与房屋施工金额增速（施工面积增速+建材价格增速）基本一致（图 7），误差一般在 3 个百分点。

因此，对施工面积增速和建材价格增速都得做预测。我们认为，接下来一段时期，房屋新开工面积增速将会出现大幅下降。明年保障房新开工建设目标如住建部长所说，可能不到 1000 万套，保障房这块的新开工增速就会下降。而对于商品房而言，限购持续导致销量下滑，地产商对新开工会越来越谨慎。我们估计，房屋新开工面积在明年将降至 -10% 至 0 水平。

图 7 建筑工程投资累计同比与房屋施工金额累计同比 (%)

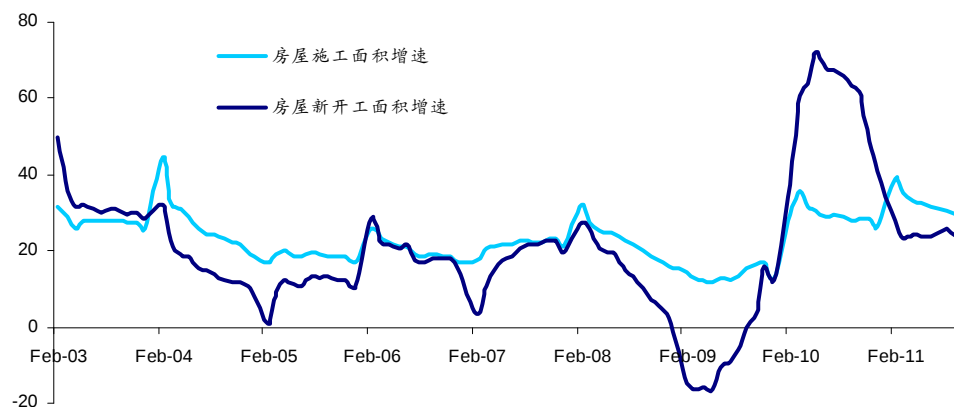


资料来源：WIND，海通证券研究所

从新开工面积增速和施工面积增速的对应情况来看。在 2005 年初和 2007 年初新开工面积增速降至个位数时，房屋施工面积增速降至 18% 左右。而 2009 年初，新开工面积增速降至 -15% 出头时，施工面积增速降至 12% 左右。所以，我们估计，当新开工面积在明年降至负个位数时，施工面积增速降至 15% 的可能性较大。

而对于建筑材料价格，我们认为和 2009 年上半年类似，当前（2011 年 9 月）7.5% 的建材价格在明年将降至 2% 左右。

图 8 房屋新开工面积累计同比与房屋施工面积累计同比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

我们预测，2012 年，房屋施工金额增速将为 17%，建筑工程的投资增速也差不多在 15% 至 20% 区间内。

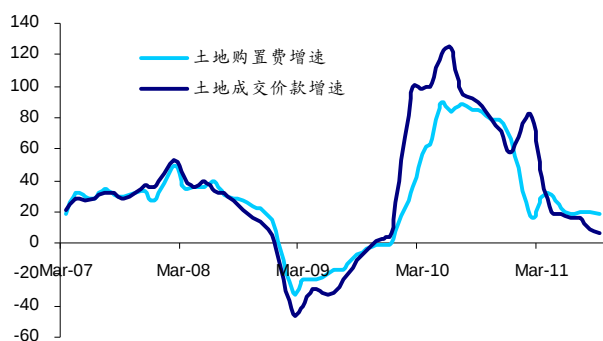
3.2 土地购置费增速也会大幅下滑

今年以来，全国土地市场冷风袭袭，多地出现土地流拍现象。土地购置费和土地成交价基本一致（图 9）。一线城市北京、天津、上海的土地购置费累计增速已经降至零或更低的水平（天津 9 月为 -23.7%），其它省份的增速也持续下滑。

当前时期，待开发的土地面积处于历史高位水平（图 10），而在限购政策下销售增速继续下滑，开发商购地积极性下降，同时地价也有下降空间。不过当前开发商的资金状况比 2008 年底时还是好一些。因此，我们预期明年土地购置费增速下滑至 -10% 至 0 的可能

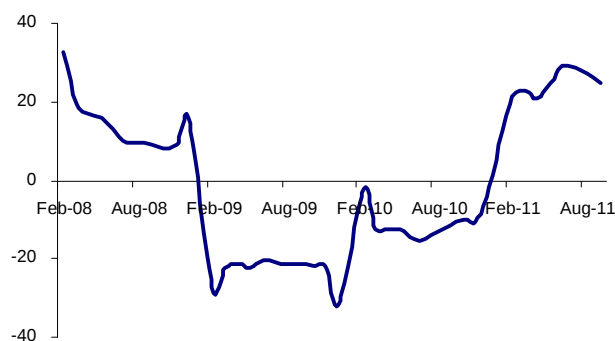
性比较大。

图 9 土地购置费累计同比和土地成交价款累计同比 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 10 待开发土地面积累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

3.3 2012 年房地产投资增速的敏感性分析

最后, 我们再考虑房地产开发投资的其它部分(安装工程、土地开发和税费等)。从历史上看, 和施工金额(施工面积*建材价格)走势是一致的, 也和建筑工程投资增速一致。前面我们已经预计了明年施工金额增速为 17%, 因此, 我们也估计房地产投资其它部分增速为 17%的可能性较大。在预测中, 我们将房地产投资其它部分与建筑工程投资增速挂钩。

基于以上几项预测, 我们对 2012 年房地产投资增速的敏感性分析如表 2。我们预测, 2012 年房地产投资增速降至 10.5%至 16.4%的可能性大。

表 2 对 2012 年房地产投资增速影响的敏感性分析

2012 年房地产投资增速	建筑工程投资增速			
	10%	15%	20%	25%
-20%	4.6%	8.7%	12.8%	16.9%
-10%	6.4%	10.5%	14.6%	18.7%
0%	8.2%	12.3%	16.4%	20.5%
土地购置费增速	10%	14.1%	18.2%	22.3%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 房地产投资包括建筑工程、土地购置费、其它(安装工程、土地开发等)三部分。各项占房地产投资比重较稳定, 这里我们估计在 2012 年, 建筑工程占比 66%, 土地购置费增速占比 18%, 其它部分占比 16%。

4. 房地产投资下滑带来的负面效应

4.1 房地产投资下滑对地方财政的影响

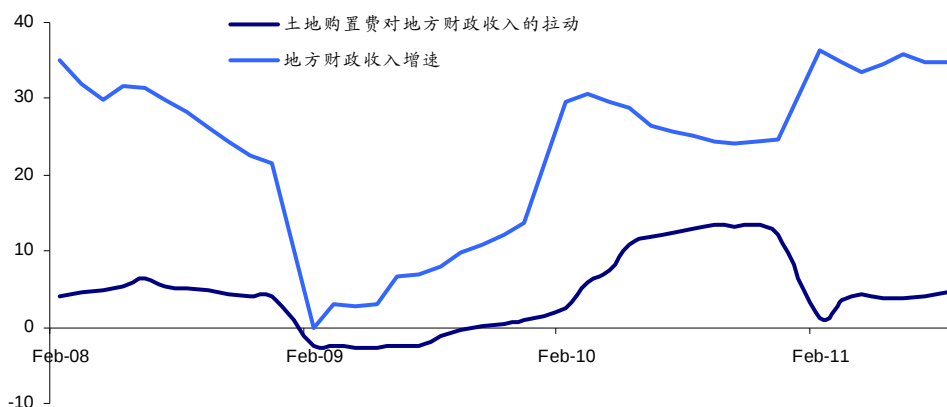
土地出让收入的下滑会影响到地方政府的财政收入。地方财力受限也会影响到基建等其它方面的固定资产投资。在房地产景气下滑时, 土地成交下降, 使土地购置费占地方财政收入的比重下降。同时, 与房地产业相关的土地增值税、营业税收入也会受影响。

我们分析 2008 年以来的情况。2008 年，土地购置费对地方财政收入的拉动为 5 个百分点左右。2009 年，土地购置费对地方财政收入负向拉动 2 个多点。2010 年土地交易井喷，使得土地购置费对地方财政收入的拉动力超过 10 个百分点。2011 年初至今，正向拉动 4 个点左右。

由于土地购置费占地方财政收入大概 20%。据我们前面的分析，土地购置费增速从当前的 18% 下滑至 0-10% 这个区间的可能性大。因此，这会让土地购置费对地方财政收入的拉动，从正的 4% 变为零甚至为负，再考虑到土地增值税下滑等间接影响，使财政收入增速下降 4 个点以上。

由于地方财政收入增速目前高达 34%，只要不出现经济的全面下滑（例如外需大跌），土地市场的低迷并不会让财政收入增速下滑至 20% 以下。我们预计，明年的地方财政收入更可能在 25% 左右，仍然处于较高水平。

图 11 土地购置费对地方财政收入的拉动 (%)

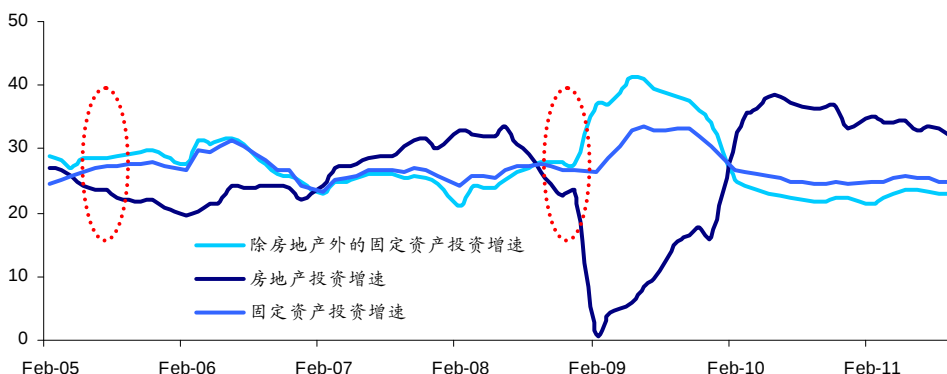


资料来源：WIND，海通证券研究所

4.2 房地产投资下滑一定会令固定资产投资下滑吗？

在 2004-05 年和 2007-08 年上半年宏观调控后，房地产投资增速都出现了明显的下滑，尤其是 2008 年下半年。我们从图 12 中可以看到，两次宏观调控之后，除房地产外的固定资产投资增速和房地产投资增速出现了背离，后者反弹的拐点明显落后于前者。这说明，对房地产投资的悲观情绪不能任意推延至对整个固定资产投资的悲观。

图 12 固定资产投资增速和房地产投资增速 (%)



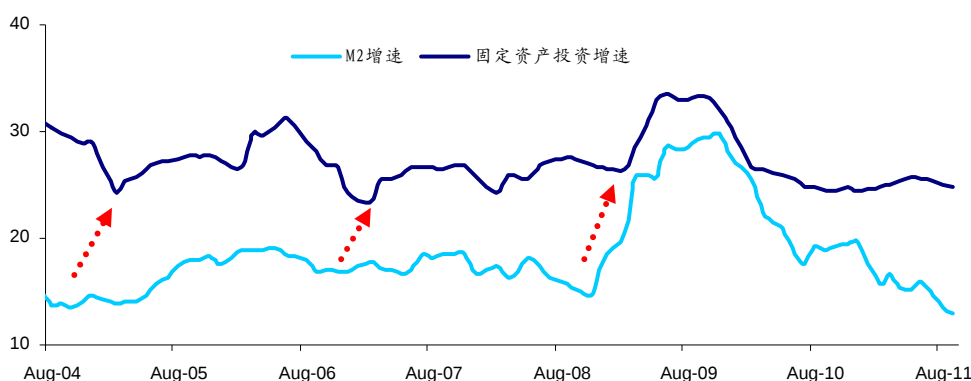
资料来源：WIND，海通证券研究所

为什么会出现这种情况？对中国地方官员的政绩考核（即标尺竞争机制）使得地方投资冲动很强。地方往往希望用少数资金撬动大额银行贷款，争先恐后上各大项目。中央对于投资过热的治理只能用发改委控制项目审批和央行控制新增信贷额度来解决。而在通胀回落、经济下滑时期，政府对项目审批和新增信贷的控制又会放松。

具体的例子是，在 2004 年和 2008 年宏观调控之后，通胀见顶下行，经济出现下滑，政府会用比紧缩时期更积极的财政政策来应对，货币条件也随着通胀的下行而慢慢改善（次贷危机大幅改善，是个例外）。

从 M2 与固定资产投资的关系来看，M2 增速见底后的几个月，固定资产投资增速也迎来拐点（图 13）。那么，本轮宏观调控后是否也会如此呢？

图 13 M2 增速和固定资产投资增速（%）

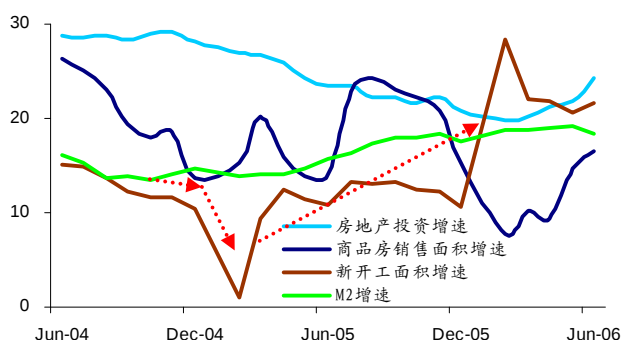


资料来源：WIND，海通证券研究所

4.3 货币放松能否扭转房地产投资下滑？

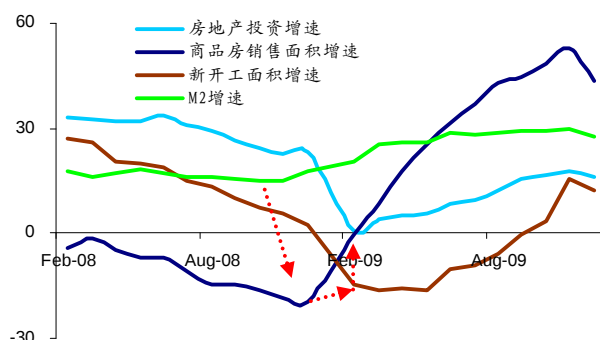
从 M2 和房地产投资的关系来看，M2 比房地产投资提前很多。这是因为 M2 形成拐点并反弹后，刚开始体现的是银行信贷宽松，接着刺激房地产销量增速复苏，开发商新开工和拿地意愿增强，最后才传导到施工面积增速增加和房地产投资增速的回暖（图 14 和图 15）。而房地产限购政策成为 M2 传导至房地产投资所需时间的关键变量。

图 14 M2 与房地产投资累计同比（2004 - 2006）（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 15 M2 与房地产投资累计同比（2008 - 2009）（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

例如，在 2009 年，M2 和房地产投资之间的时滞有所缩短是因为政府之前的房产调控政策（包括信贷和限购）出现了 180 度大转弯。而在 2004 年至 2005 年，房地产投资增速持续下滑，从 2004 年 2 月的 57.1 下滑至 2006 年 2 月的 19.7，下滑幅度巨大（房地

产投资加速下跌在 2004 年 11 月后)。

本轮宏观调控已经取得了阶段性成果,然而,近期多家银行上浮首套房贷利率和房地产开发贷款利率,货币紧缩的累积效应逐渐增加,这将会进一步抑制房地产投资。

因此,货币放松对于房地产投资有一定的刺激作用,但房地产投资迎来拐点的时间较晚,可能滞后货币拐点 10 个月以上,除非房地产限购政策出现明显转变。

在房地产投资增速确定下行的情况下,在 2012 年,固定资产投资能否复制 2005 年的走势,出现一定程度的反弹呢?

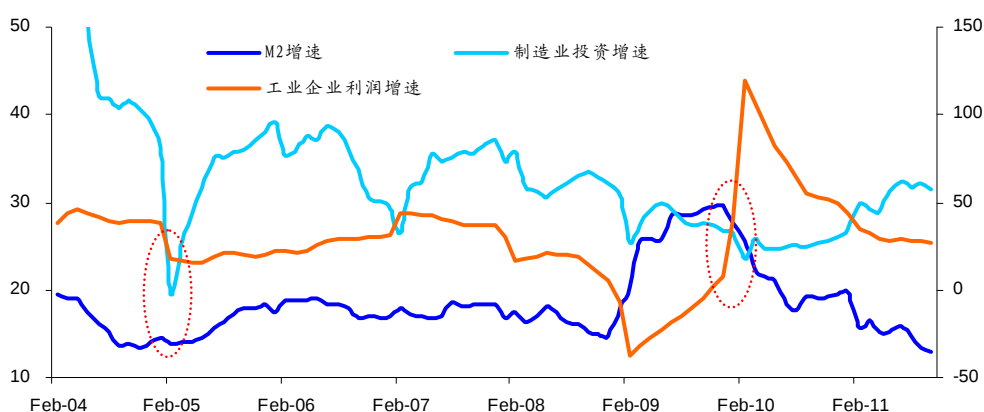
4.4 对固定资产投资的分项讨论

我们对固定资产投资分项讨论:

房地产投资较为市场化,在房产调控政策未明显松动下,销售不旺使得开发商对未来的投资谨慎,投资增速下滑趋势不变,前面已有详细的讨论。根据我们前面的预计,房地产投资将下降 20 个百分点左右,拉低固定资产投资 4 个百分点。

而除房地产外的投资方面,特别是地方政府大力推进的重点项目(交通运输投资和水利、环境和公共设施管理投资等,总计占比 18%左右),在积极财政政策和货币信贷出现宽松的背景下,相关的固定资产投资就会出现反弹,反弹幅度取决于积极财政政策的力度。

图 16 M2 增速、工业企业利润增速和制造业投资增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

作为固定资产投资中的最大一块,制造业投资占 30%-35%,制造业投资增速除了受企业利润增速的影响,还受到信贷的影响(图 16)。我们预期,信贷条件逐步改善和企业利润增速缓慢下行(由于外需无大幅下跌且原材料成本比出产品价格下降得更快)这两方面因素,令制造业投资增速下行空间有限。我们认为,在 2012 年,制造业投资增速仅会从当前的 31.5%下降至 29%(2009 年上半年的水平),拉低固定资产投资 0.8 个百分点。

其它行业方面,农林牧渔、教科文卫、信息计算机软件、批发零售住宿餐饮、金融等都是国家大力支持的行业,和房地产业的关联度较小,在调结构促销费的背景下,这些行业的投资增速不会明显下降甚至有可能上升。而采矿业周期性较强一些,虽然经济下滑会降低采矿业投资,但其占固定资产投资的比重仅为 4%,对固定资产投资不会有多少下拉作用。

因此,在房地产投资大幅下滑 20 个百分点,制造业投资略有下滑但交通运输、水利

等投资会反弹等多个因素的作用下，明年固定资产投资增速将下滑至 20%。

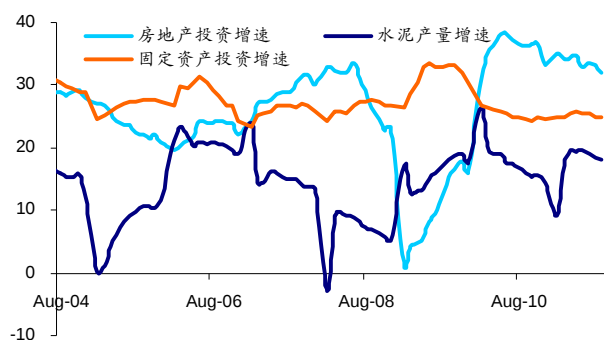
4.5 房地产投资下滑对相关行业的影响

房地产投资下滑对建材、家电、家具及工程机械等行业将产生负面影响。我们以下进行分项讨论。

建材行业：从图 17 中我们看到，水泥产量增速和固定资产投资增速的关联度比和房地产投资增速的关联度高。这很可能是因为房地产需求占水泥需求的 30% 左右，铁路公路等基础设施建设和水利建设也占相当大的比例。当基础设施和水利建设反弹明显时，即使房地产投资下滑，对冲效应也能使水泥需求能正增长，2005 年和 2009 年就是如此。

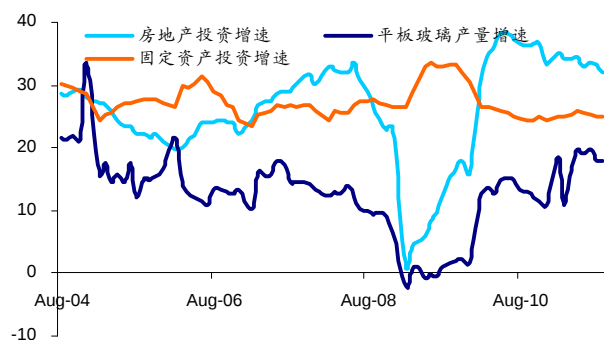
平板玻璃产量增速与房地产投资增速的关联度更强（图 18），这是因为平板玻璃主要用于地产和汽车两大行业，其中地产占比更高。房地产投资下滑将更大程度地拖累平板玻璃的需求。

图 17 房地产投资、固定资产投资和水泥产量累计同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

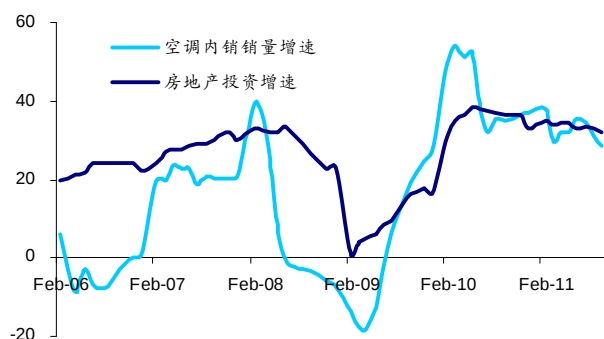
图 18 房地产投资、固定资产投资和平板玻璃累计同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

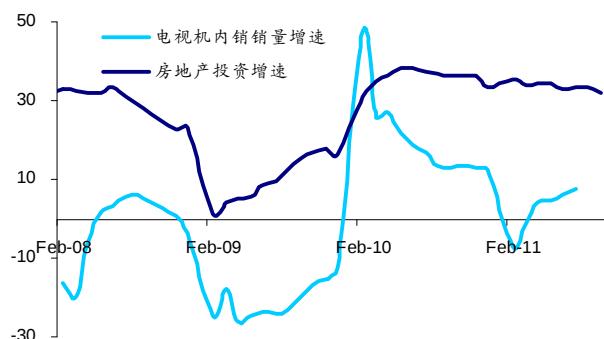
家电行业：从图 19 和图 20 中我们看到，房地产投资增速的走势和空调内销及电视机内销销量增速的走势大体上一致，但在小部分时间段也存在背离的现象。随着房地产销量和投资的进一步下滑，主要的白电（空调、冰箱和洗衣机）和黑电（电视机）销量增速下滑也是大概率事件。

图 19 房地产投资和空调内销销量累计同比（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 20 房地产投资和电视机内销销量累计同比（%）

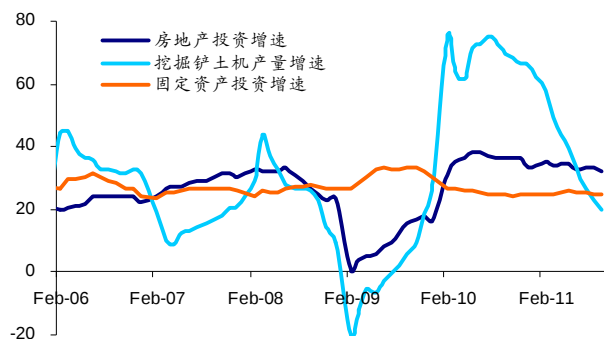


资料来源：CEIC，海通证券研究所

工程机械行业：从图 21 和图 22 中我们看到，房地产投资、固定资产投资走势和工程机械的相关性不是太明显。挖掘机、铲土机产量增速和房地产投资增速相关性比较高，起

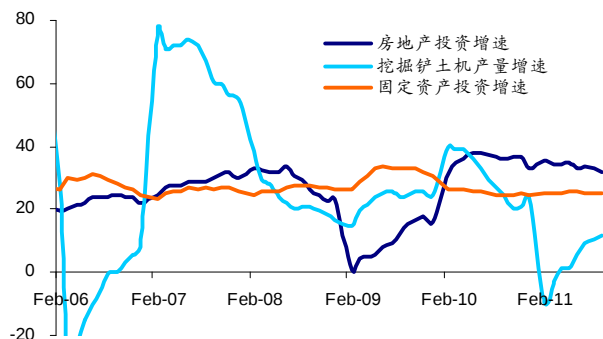
重机的相关性低一些。我们认为,厂商当期面临的库存压力以及对未来的预期决定了产量,相比水泥等建材的以销定产,工程机械的生产波动大得多。

图 21 房地产投资、固定资产投资和挖掘机产量累计同比(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 22 房地产投资、固定资产投资和起重机产量累计同比(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

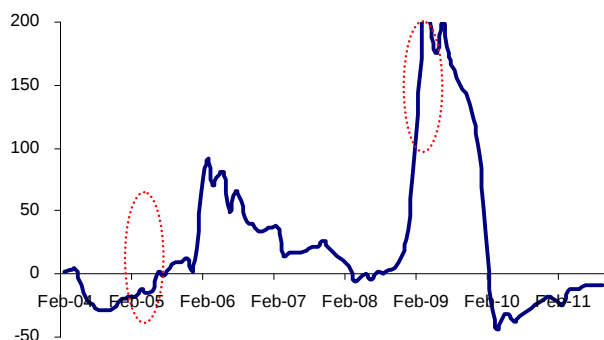
5. 经济硬着陆风险有多大?

5.1 关注经济软着陆的两个前提

我们预计,在通胀下行趋势确认后,M2将缓慢回升,而房地产调控政策在未来半年内不会取消。根据前面所述的房地产投资危机重重四个方面,它们意味着房地产投资增速回落速度在接下来半年内将加快,预计明年房地产投资增速为15%左右。

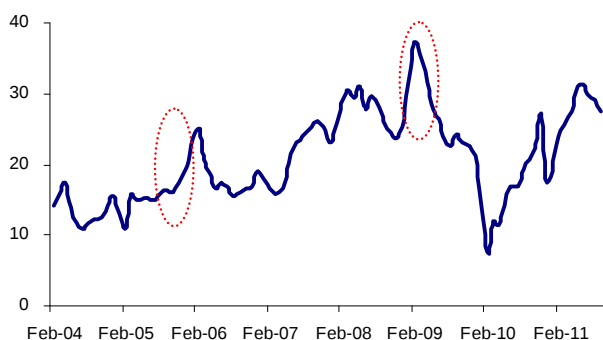
对2012年的中国经济特别是固定资产投资而言,房地产投资下滑是会对固定资产投资有较大的下拉作用(经我们测算,下拉固定资产投资4个百分点)。固定资产投资增速的下行速度将取决于政府对于信贷政策的调整程度和积极财政政策的力度。

图 23 新增信贷累计同比(2008-2009)(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 24 全国财政支出累计同比(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

对于政策,温总理近期已两次强调“宏观调控要适时适度进行预调微调”。我们得观察新增信贷增速能否从2011年前三季度累计同比增长-9.5%逐步反弹至10%甚至更高,M2从9月13%低位逐渐反弹至15%以上。积极财政政策需要更宽松一些的信贷配合,特别是地方财政收入增速在地产低迷时会从当前30%以上的增速下滑至25%左右,这就需要撬动更多的信贷资金来完成投资。前两次宏观调控之后皆是如此,如图23,2005年和2009年新增信贷增速都出现了明显的反弹(特别是2009年)。

由于地产低迷和外需不振，中央需采取积极财政政策（包括促消费）以防止经济下滑过快。政府在明年只能加快保障房、铁路公路和水利等建设并加强对中小企业的扶持来对冲地产低迷带来的负面风险。资金缺口方面，只能通过放松银根和让地方发行债务等方式来解决。前两次宏观调控之后皆是如此，如图 24，2005 年和 2009 年上半年财政支出增速有较大幅度地上升。

5.2 软着陆会变成硬着陆吗？

除非欧债危机演变成全球第二次衰退，否则大幅放松银根和四万亿这类的经济刺激计划将成为奢望。虽然房地产投资大幅下滑，但在银根略有宽松和继续积极财政刺激作用下，固定资产投资将缓慢下行至 20% 的水平，加上我们预测消费增速整体平稳以及出口增速也将回落至 15% 左右。2012 年中国经济 GDP 增速将回落至 8.5%-9.0%，没有硬着陆的风险。

在房地产投资明显下滑的情形下，一定要观察经济实现软着陆的两个前提：一是货币信贷要及时转向，以免货币政策超调造成经济加速下行；二是积极财政政策要发挥作用，部分对冲房地产大幅下滑造成的负面影响。如果货币信贷依然偏紧，积极财政政策也跟不上，那么市场对经济下滑的担忧情绪将变成现实。

我们认为，个别月份可能会出现货币政策和财政政策力度不够，经济下滑幅度超预期的情况，例如明年一季度保障房开工力度不够，信贷放松低于预期等。对此，拥有强大动员能力的中央政府，应该能及时采取措施，防止经济出现硬着陆。

当然，如果限购政策较早取消以及银行对房地产信贷大幅放松，那么明年经济下滑的风险会缓和些。然而，这将会增加中国经济长期系统性风险。

信息披露

分析师声明

李明亮：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx9807@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨丹 (021) 23219760

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

联系人

武亮 (021) 23219883
黄轩 (021) 23219886

wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人

倪玉娟 (021) 23219820

nyj6638@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com

联系人

蒋科 (021) 23219474

jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

联系人

李宏科 (021) 23219671

lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
黄媚 (021) 23219638
汤婧 (021) 23219809

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

白洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com 朱昂 (021) 23219397 za6533@htsec.com	北京地区销售团队 孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com