

联系人

王涵 高群山

卢燕津 贾潇君

王轶君 唐跃

021-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

分析师

张忆东

SAC: S0190510110012

无源之水退去时

兴业证券 2012 年中国宏观经济年度报告

2011 年 12 月 28 日

核心观点

❖ 关键字：地产去杠杆，政策下后手，上半年破 8% 风险。

❖ 去杠杆，房地产量价齐跌不可避免。

➢ “炒钱”的背景是资产价格膨胀快于货币增速，“炒钱”意味着钱不够，其最终结果必然是资产价格普跌，房价加速下跌不可避免。

➢ 因为地产下跌的逻辑是“去杠杆”，因此销售额与货币供应量的比值面临下行压力。只要政策不出“昏招”刺激地产，我们预测 2012 年房价跌幅超过 08 年，销量下跌幅度接近 08 年一半，销售金额跌幅近 08 年的 2/3。

❖ 政策最终还是要靠保障房和基建，但政策会下后手。

➢ 房地产的金融属性意味着货币政策将不可能大松，8 万亿+14% 是最可能的组合。

➢ 消费是个中长期的事情，刺激消费，“维稳”的意义大于对经济托底的意义。

➢ “托底”最终还是要靠投资，但政策会下后手。保障房先行“重完工”，基建项目逐步放开，电力、燃气及市政建设是方向。

➢ 地产下滑、政策下后手，意味着 GDP 增速在上半年有破 8% 风险。

❖ 韩国的经验：地产行政调控也能确保平稳去地产化。

➢ 韩国 90 年代初的行政调控，使得地产价格下跌 10% 后就企稳，并保持小区间波动直至 97 年。说明行政调控并不一定“一收就死”。

➢ 除行政限购、抑制投资之外，控制资金流向、刺激新兴产业和加速地产供给是值得中国借鉴的政策经验。

报告目录

概述:	- 5 -
无源之水退去时	- 6 -
经济加速下滑将持续, 无源之水退去	- 7 -
宽货币对资产的副作用: “炒股-炒房-炒藏品”	- 8 -
当资金成为炒作对象时, 我们需要警惕!	- 9 -
当收藏品市场出现拐点时, 我们需要警惕!	- 10 -
相较收藏品市场, 地产市场裸泳更可怕!	- 11 -
事实上货币相对于房市来说一直没有超发	- 12 -
“钱紧”+调控不松= 房地产去杠杆, 房价下跌	- 12 -
对房价、销量走势的判断	- 14 -
写在本部分前面的话	- 15 -
简单分拆刚性、改善性和投资性需求占比	- 16 -
从实际购买力角度来看地产刚性需求	- 17 -
核心出口竞争优势减弱, 刚需实际购买力减速	- 18 -
若资金回流制造业, 地产内在价值反有可能再次加速	- 19 -
对路径的判断: “价跌量涨” 格局恐难出现	- 19 -
可能的结果: 房价跌幅超 08 年, 销量跌幅近 08 年一半	- 20 -
2012 年宏观数据及政策展望	- 21 -
能立竿见影的还是基建和保障房, 但政策下后手	- 22 -
2012 年投资增速 18.6%, 地产投资是主要拖累	- 23 -
• 投资黏性及成本压力仍在, 制造业投资增速微跌至 25%	- 23 -
• 商品房投资显著减速, 保障房是主要贡献	- 25 -
• 政策托底, 基建投资增速有望达两位数	- 27 -
弱外需+人民币被走强=出口增速回落至 12.8%	- 28 -
需求疲弱工业增速低位(12%)徘徊	- 29 -
通胀已入下行通道, 下半年方能企稳	- 29 -
通胀回落收入上升, 对实际消费有一定正面贡献	- 30 -
货币回归中性, 准备金率“时刻准备着”	- 31 -
从韩国经验看中国地产政策中长期前景	- 34 -
韩国经验: 行政手段并不一定会“一收就死”	- 35 -
宽松政策致韩国 80 年代末房价暴涨	- 35 -
短期政策应对: 紧货币、增供给、抑投机	- 36 -
行政调控长期化	- 37 -
信贷和产业政策向实业倾斜	- 38 -
韩国经验对中国的借鉴意义	- 39 -

图表目录

图表 1: 从经济周期时钟来看, 经济至少在明年上半年难以见到底部.....	- 7 -
图表 2: 从周期性指标来看经济疲弱程度.....	- 7 -
图表 3: 流动性最好的股市对资金的反应最灵敏.....	- 8 -
图表 4: 房价黏性较大, 对资金的反应较为滞后.....	- 8 -
图表 5: 收藏品黏性最大, 邮市直到 2010 年下半年才开始显著上升.....	- 9 -
图表 6: 资金成为炒作对象提示资金紧缺, 去杠杆风险在上升.....	- 9 -
图表 7: 国内收藏品市场秋季成交缩量, 成交额较春季回落 15-25%.....	- 10 -
图表 8: 香港收藏品市场秋季成交缩量, 成交额较春季回落 10-25%.....	- 10 -
图表 9: 城市房地产市值超 100 万亿元, 对经济的影响巨大.....	- 11 -
图表 10: 地产和建筑业景气度显著回落.....	- 11 -
图表 11: M2 超发时房价加速上升, M2 增速放缓时房价与 M2 同步扩张.....	- 12 -
图表 12: 相对于地产市值的扩张, 货币并未超发.....	- 12 -
图表 13: 地产投资显著高于预售款及按揭回笼的速度.....	- 13 -
图表 14: 地产投资显著高于资金回笼的速度.....	- 13 -
图表 15: 住宅投资及销售对货币的消耗日益增大.....	- 13 -
图表 16: 基于刚性需求、投资/投机性需求以及供给的房价基本面分析框架.....	- 15 -
图表 17: 2009-2011 年投资性购房约 470 万套, 占总销量 18%.....	- 16 -
图表 18: 第三方调查显示 2010 年刚需占比约为 50%.....	- 17 -
图表 19: 外汇占款是基础货币扩张主因, 但 09 年后增速滞后于基础货币.....	- 17 -
图表 20: 高新技术产品出口比重降低.....	- 18 -
图表 21: 人民币实 NEER 创 94 年汇改以来历史新高.....	- 18 -
图表 22: 其他新兴市场国家实际有效汇率回落.....	- 18 -
图表 23: 出口比重下降.....	- 19 -
图表 24: 改变工业增加值占比下滑格局才有望使地产内在价值再次加速.....	- 19 -
图表 25: 2005 年之前, 地产销量和价格负相关.....	- 20 -
图表 26: 2006 年以来, 地产销量和价格正相关.....	- 20 -
图表 27: 地产销售额与货币的比值将出现下滑.....	- 20 -
图表 28: 分情景讨论 2012 年商品房销售金额增速.....	- 20 -
图表 29: 数据预测.....	- 22 -
图表 30: 2010 年工业企业利润率升至高位引发企业投资.....	- 23 -
图表 31: 劳动力和原材料成本对企业冲击显著.....	- 24 -
图表 32: 调查显示劳动力供给仍偏紧, 但有所缓解.....	- 24 -
图表 33: 求职、需求下滑速度差距收窄.....	- 24 -
图表 34: 工业行业的生产效率优势在 05 年后开始改变.....	- 24 -
图表 35: 房价这一领先指标指向投资下滑.....	- 25 -
图表 36: 自筹资金和销售额指向地产商资金趋紧.....	- 25 -
图表 37: 商品房销售额同比领先土地购置约三个季度.....	- 25 -
图表 38: 建安投资在商品房开工后短期有一定刚性.....	- 25 -
图表 39: 土地出让金变化指向 2012 年房地产投资增速下滑至 10-15%.....	- 26 -
图表 40: 保障房单位成本.....	- 26 -
图表 41: “十二五”保障房目标.....	- 26 -
图表 42: 预计 2012 年基建 3 大分项对投资拉动.....	- 27 -
图表 43: 中国出口和全球经济增速变动较为同向.....	- 28 -
图表 44: 人民币汇率对中国出口有一定的负相关.....	- 28 -
图表 45: 工业产品销售率仍处低位印证需求疲弱.....	- 29 -
图表 46: 历史经验显示去库存阶段, 库存将继续下探.....	- 29 -
图表 47: 季节性规律指向 1-7 月 CPI 同比增速下行.....	- 29 -

图表 48: 产出缺口指向通胀压力回落, 通缩预期上升	- 29 -
图表 49: 粮食价格涨幅趋缓, 刘易斯拐点对物价第一波冲击或开始减弱	- 30 -
图表 50: 在持续补栏背景下, 猪肉价格出现拐点	- 30 -
图表 51: 全球经济回暖之日, 就是油价再次加速之时	- 30 -
图表 52: 通胀低点通常对应着较高的消费意愿	- 30 -
图表 53: 2011 年人均消费支出占比弱于历史均值	- 31 -
图表 54: 汽车销售逐步回归至历史均衡值附近	- 31 -
图表 55: 09 年起, 债市迅猛发展伴随信贷激增	- 31 -
图表 56: 通胀下行有利于债市	- 31 -
图表 57: 受理财干扰, M2 同比持续低于调控目标	- 32 -
图表 58: M2 和 “GDP+CPI” 增速差距高位回落	- 32 -
图表 59: 外汇占款是基础货币的重要组成, 增量收窄	- 33 -
图表 60: 人民币升值预期回落加剧资金流出担忧	- 33 -
图表 61: 基础货币增量仍处历史较高水平	- 33 -
图表 62: 货币乘数处历史低位, 且与 GDP 增速吻合	- 33 -
图表 63: 2011 年 11 月以来出台的财政相关政策	- 33 -
图表 64: 1990s 初期, 韩国房价回落并稳住	- 35 -
图表 65: 流动性导致韩国房价涨跌的原因之一	- 35 -
图表 66: 中国地产价格能否像韩国一样实现“软着陆”?	- 36 -
图表 67: 1980 年代末韩国通过增加供给、抑制投机等一揽子政策控房价	- 36 -
图表 68: 四大政策助力韩国平稳去地产化	- 36 -
图表 69: 韩国住房公共建造比例高, 保证住房供给	- 36 -
图表 70: 90 年代韩国房屋建造套数大幅增加	- 37 -
图表 71: 90 年代韩国房屋供给比跳升	- 37 -
图表 72: 中长期半市场化手段助韩国地产市场长期稳定	- 37 -
图表 73: 亚洲金融危机前韩国产业政策演变	- 38 -
图表 74: 93-97 年韩国各行业 ROE	- 38 -
图表 75: 银行贷款流向房地产市场的比重较低	- 39 -
图表 76: 韩国房贷杠杆率偏低抑制房地产投机	- 39 -

概述:

- “炒股-炒房-炒藏品-炒钱（高利贷）”之后，潮水退去，资产面临去杠杆压力。2009 年宽松的货币政策推出之后，几乎所有的资产按流动性由高至低都被炒作了一遍，因此在 2011 年出现的高利贷市场火爆尤其值得警惕。“炒钱”意味着钱不够，由于马歇尔 K 值（M2/GDP）仍处高位，意味着“钱紧”的主要原因是资产价格膨胀，资金对资产的相对购买力不足。随着流动性最好的股票市场、以及最差的收藏品市场都出现拐点，作为资产的一种，之前一直依靠“缩量不跌价”的房地产市场也将进入加速下行通道。
- 对地产下跌幅度的判断：房价跌幅超 08 年，销量跌幅近 08 年一半。**本轮地产下跌的逻辑是“去杠杆”，意味着地产在全社会资金运用中的占比会降低。参考 08 年的情况，只要政府不马上出手刺激房市，房地产销售额跌幅有可能在 12%左右，销售面积跌幅近 10%（08 年的一半），统计局公布的商品房成交均价跌幅预计将达到 3%（统计局公布的这一数据 08 年和 96 年分别仅下跌了 1.8%和 1.9%），而居民感受的房价下跌幅度要远大于这一数字。而随着地产下滑，经济在 2012 年上半年破 8%的概率很高。
- 政策的应对：下后手，消费旨在“维稳”，保障房和基建才是主题。**明年的政策不能简单的从“松”或“紧”上去理解，“平稳去地产化”才是主线。“去地产化”是促转型的先决条件、是政策目标，“平稳”是政策节奏的主导思想，也就是说，“托底”政策会下后手。消费是个中长期的事情，短期内“维稳”的作用要大于对经济的拉动，最终经济还是要看投资。但政策节奏来看，保障房先行、基建（主要是电力、燃气、市政建设）逐步放松的概率较大。
- “行政调控+紧货币+促供给+抑投机”，韩国经验显示中国地产调控前景并不悲观。**从韩国 80-90 年代房地产市场的发展经验来看，非市场化手段并非全然不可取，事实上房地产市场的“半市场化”可能是韩国房价在 90 年代初期回落但不崩盘的重要原因之一。从韩国的经验来看“行政调控+紧货币+促供给+抑投机”是可行的政策组合。核心在于政府主导的房地产供给和配套引导资金流向新兴产业的政策。

	4Q11	Y2011F	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	Y2012F
GDP 同比 (%)	8.5	9.1	7.9	7.9	8.1	8.5	8.1
工业增加值同比 (%)	12.5	13.8	10.5	11.0	12.0	13.0	12.0
固定资产当季投资同比 (%)	22.0	24.0	18.5	17.5	18.0	19.5	18.6
名义零售额同比 (%)	17.0	17.0	16.3	16.4	16.4	16.6	16.5
出口同比 (%)	12.5	19.4	8.0	9.5	15.0	15.7	12.8
进口同比 (%)	17.5	23.6	16.0	18.0	20.0	16.0	18.0
CPI (%)	4.2	5.3	3.6	2.8	2.4	3.1	3.0
PPI (%)	2.9	6.0	2.5	2.6	3.2	4.0	3.5
1 年期贷款利率 (期末值, %)	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
1 年期存款利率 (期末值, %)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

第一部分:

无源之水退去时

“一切不可能被排除之后，只有真相留下，即使它如此的令人难以置信”

(When you have eliminated the impossible, whatever remains, however improbable, must be the truth)

——夏洛克·福尔摩斯

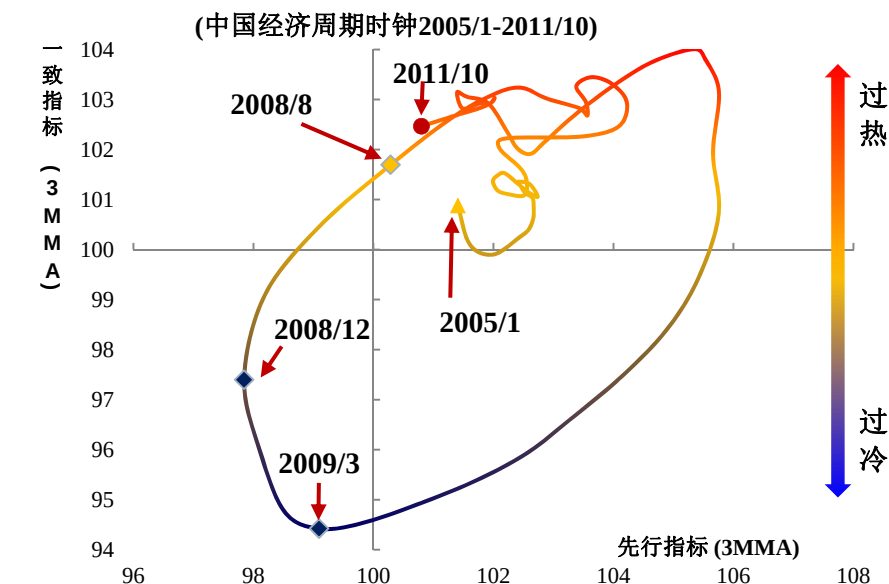
经济加速下滑将持续，无源之水退去

上一轮中国经济下滑始于 2008 年中期。从中国统计局景气中心的经济周期指标来看，经济先行指标下滑的时间始于 2007 年 9 月，而实际上经济同步指标的下滑从 2008 年 6 月份才开始。整个同步指标的下滑延续了大约 3 个季度，直到 2009 年 3 月份，经济同步指标才见底。

从经济周期时钟来看，当前中国经济所处的位置接近于 2008 年 8 月份的水平。如果单纯从经济时钟的角度来看，经济的加速下滑期才刚刚开始，在未来 2 个多季度的时间内，经济有可能会处于持续寻底的阶段。

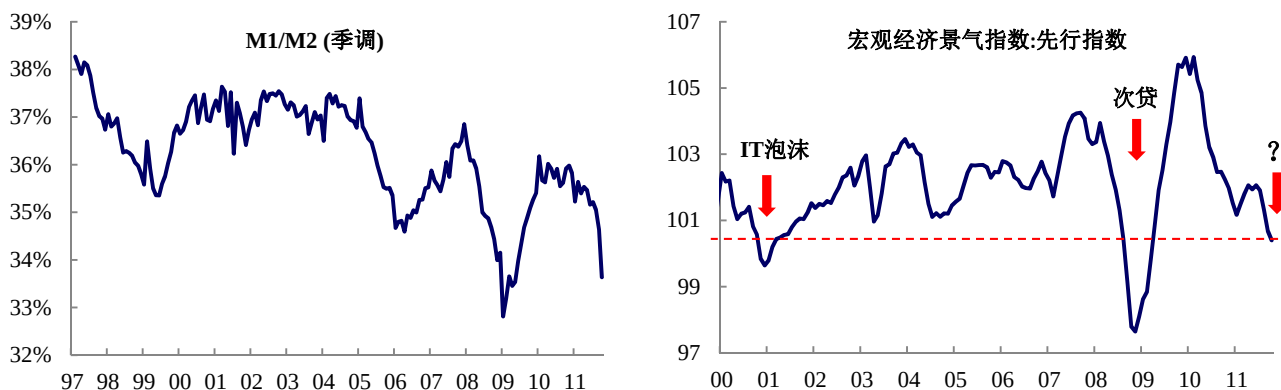
本轮经济下滑的动力，一方面来自于海外近期偏弱的需求和动荡的金融市场，另一方面--更为主要的--是由于政府开始逐步修正 09/10 年过度的宽松政策。2011 年全年的政策主线是“抗通胀”，货币政策相应的紧缩一直持续至 4 季度 CPI 见顶后才出现一些“微调”的迹象。然而，我们认为，尽管 CPI 将逐步进入下行通道，但政策治理 09/10 年放松后遗症的过程尚未结束。仅就货币政策而言，**除了实体经济的通胀之外，资产价格的膨胀也是政策需要关注的问题。**

图表 1：从经济周期时钟来看，经济至少在明年上半年难以见到底部



数据来源：CEIC，兴业证券

图表 2：从周期性指标来看经济疲弱程度



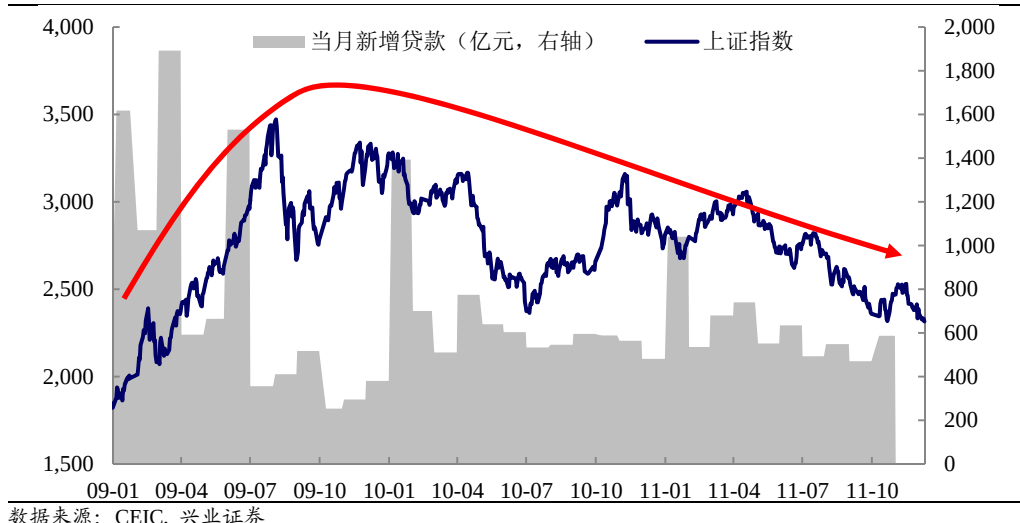
数据来源：CEIC，兴业证券

宽货币对资产的副作用：“炒股-炒房-炒藏品”

2009 年宽松的货币政策，除了对基建相关行业的拉动之外，还推升了资产价格。一般来说，资金供给的变化对资产价格的影响，因各种资产流动性、以及与实际需求联系的紧密程度不同而有差异。流动性最好的资产，其价格随资金供给的变化最为敏感，而流动性较差的资产，在资金供给上升时价格上涨较为滞后，而当资金供给收缩时，其价格可以通过“缩量”的形式保持在高位一段时间。

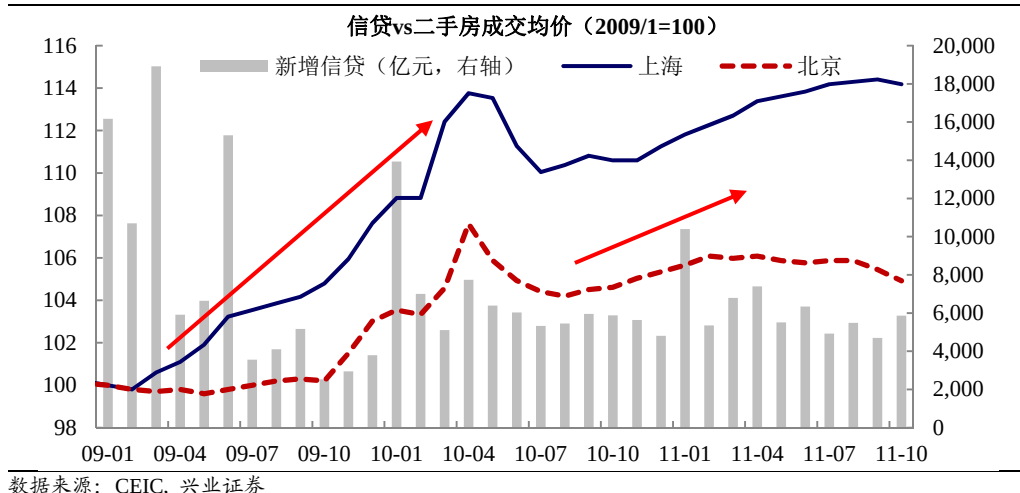
就本次资产价格炒作的顺序来说，流动性最好的股市反应最为灵敏。09 年上半年信贷政策极度宽松，加上经济反弹，上证综指翻番。而 2009 年 3 季度以来，货币政策实质上就开始逐步收紧，股市随之回落，上证综指在 09 年 7 月份创下 3478 点之后，便进入了一个逐步震荡下行的通道。

图表 3：流动性最好的股市对资金的反应最灵敏



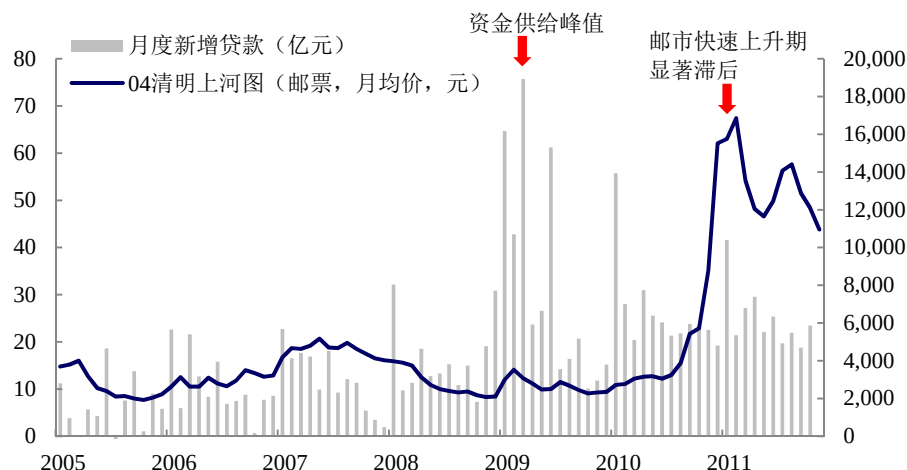
相对股市而言，流动性稍差的房地产则反应相对滞后。在流动性快速上升的 2009 年，房价经历了爆发式的增长。而过去一段时间的政策调控并未使得房价显著回归。房地产的黏性使得其通过“缩量不跌价”的方式将价格保持在高位。房地产价格黏性的原因在于：1）流动性相对较差，2）房地产本身具有自住、出租等用途，3）08-09 年房价下跌后快速反弹，“下跌就是买入点”的印象深入人心。

图表 4：房价黏性较大，对资金的反应较为滞后



各种主要的资产里，艺术收藏品的流动性最差，其价格黏性也更大。在 09 年释放的流动性，对收藏品市场并未起到立即的推动效果。以邮票市场为例，我们选取发行套数较多（1200 万套）、价格适中的 04 年“清明上河图”作为代表。如下图所示，可以看到 09 年至 10 年 3 季度，邮市都很冷清。直到 2010 年下半年，邮市才开始火爆起来。

图表 5：收藏品黏性最大，邮市直到 2010 年下半年才开始显著上升

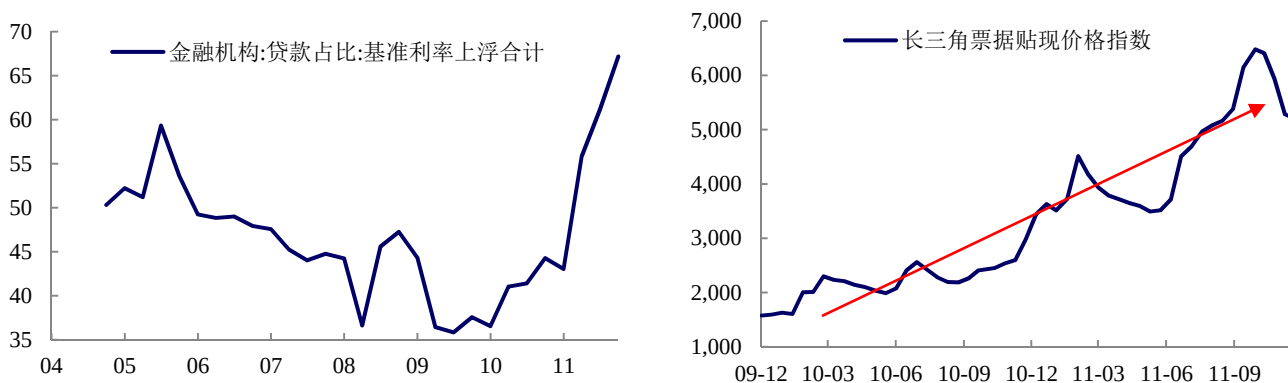


数据来源：CEIC，兴业证券根据公开数据整理

当资金成为炒作对象时，我们需要警惕！

2011 年一个有意思的现象是民间借贷市场异常火爆，资金成为一种可以获利的资产。事实上，当资产炒作的链条从股市-房市-艺术品开始蔓延至货币市场时。我们需要开始警惕。如果我们认为供需决定了某种资产的价格，则炒作资金能够获利本身就意味着资金的需求上升和/或资金供给不足。资金不足的一个风险在于价格的回落，尤其是在大量流动性席卷股市-楼市-收藏品市场之后，各种资产、尤其是流动性较差的楼市、收藏品在初期尚可通缩保持价格稳定，但如果资金价格日趋上升，则资产价格的回落不可避免。越是流动性差的资产，其价格最终回落的压力可能就越大。

图表 6：资金成为炒作对象提示资金紧缺，去杠杆风险在上升



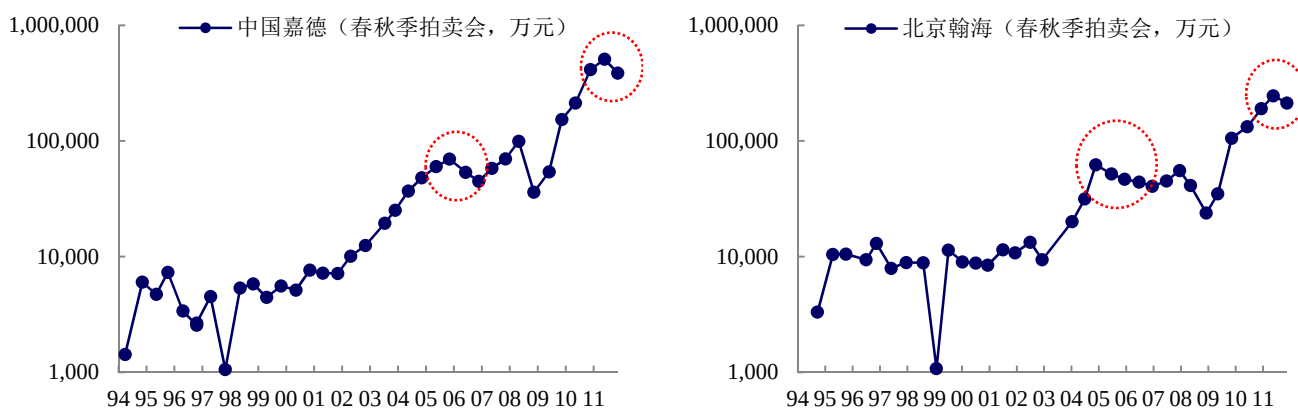
数据来源：WIND，兴业证券

当收藏品市场出现拐点时，我们需要警惕！

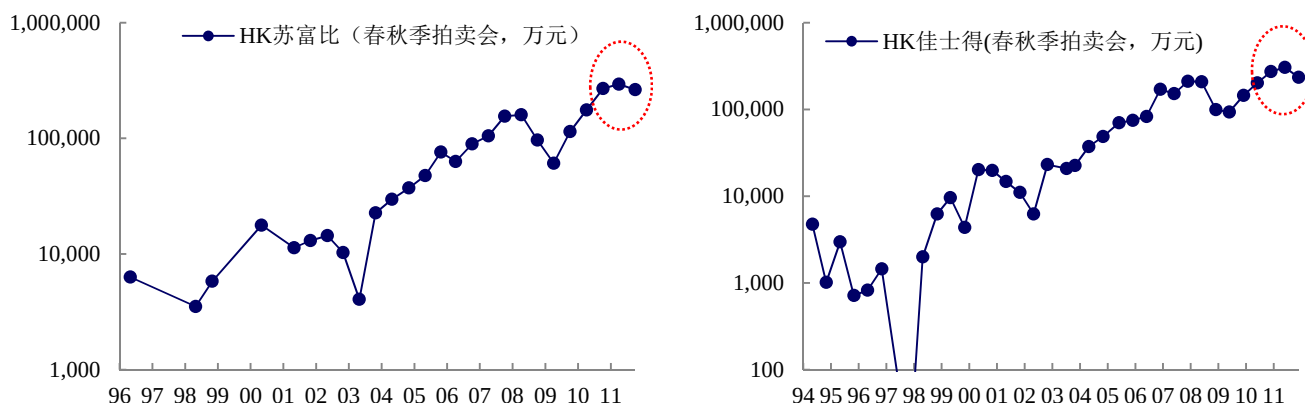
“潮水退去后，看谁在裸泳”。如上所述，收藏品市场由于流动性较差，因此对资金的反应最为滞后。然而，值得注意的是，收藏品市场也开始出现了向下回落的迹象，除了邮市在 2011 年初和 2011 年 7 月出现两波快速下跌之外，长期稳步升温的艺术品拍卖市场也开始出现拐点。国内最大的两家艺术品拍卖行——北京瀚海和中国嘉德今年 11 月份的秋拍市场都非常不理想，成交额分别出现了 15% 和 25% 的回落。同时，香港最大的两家拍卖行——苏富比和佳士得今年 10 月和 12 月召开的秋季拍卖会也同样出现了成交额萎缩的情况。

收藏品的主要影响因素是流动性，因此收藏品拍卖会成交额回落尤其值得注意。历史上来看，在 98 年亚洲金融危机、以及 08 年美国次贷危机期间，这几家拍卖会成交额都出现跳水。而在 04/05 年政策紧缩过程中，上述两家国内拍卖行成交额也出现了相应的回落。整个艺术品拍卖市场的转冷，暗示国内流动性收紧以及海外资金外流的情况已经开始对各种资产价格产生负面影响。

图表 7：国内收藏品市场秋季成交缩量，成交额较春季回落 15-25%



图表 8：香港收藏品市场秋季成交缩量，成交额较春季回落 10-25%

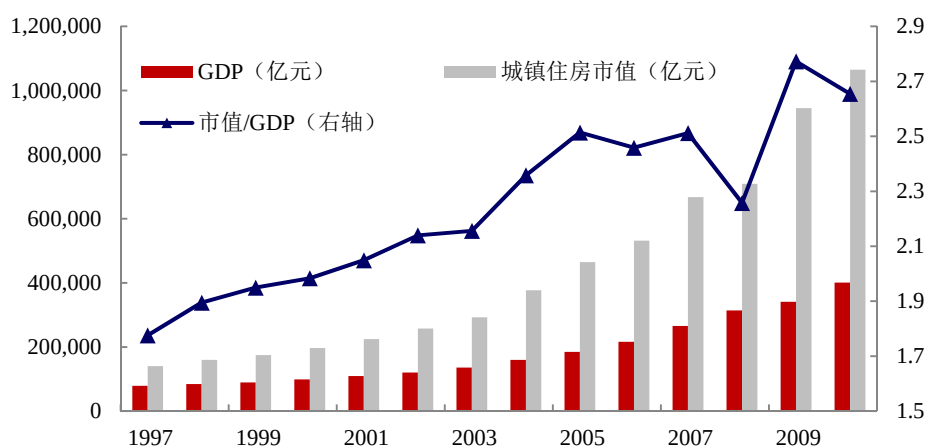


数据来源：兴业证券根据公开数据整理

相较收藏品市场，地产市场裸泳更可怕！

高档收藏品市场毕竟是小众市场，即使是国内最大的嘉德，其春秋季拍卖会的历史记录也不过区区 50 亿元人民币。而与之相比，房地产今年前 10 个月仅新房销售额就接近 5 万亿元人民币。如果考虑存量房，从中国统计年鉴公布的城镇人口、人均居住面积和销售均价，我们可以粗略估计出城镇住宅房屋市值超过 100 万亿元人民币，是名义 GDP 的近 3 倍。因此，如果房地产市场出现调整，则其对经济的冲击要远大于收藏品价格的回落。

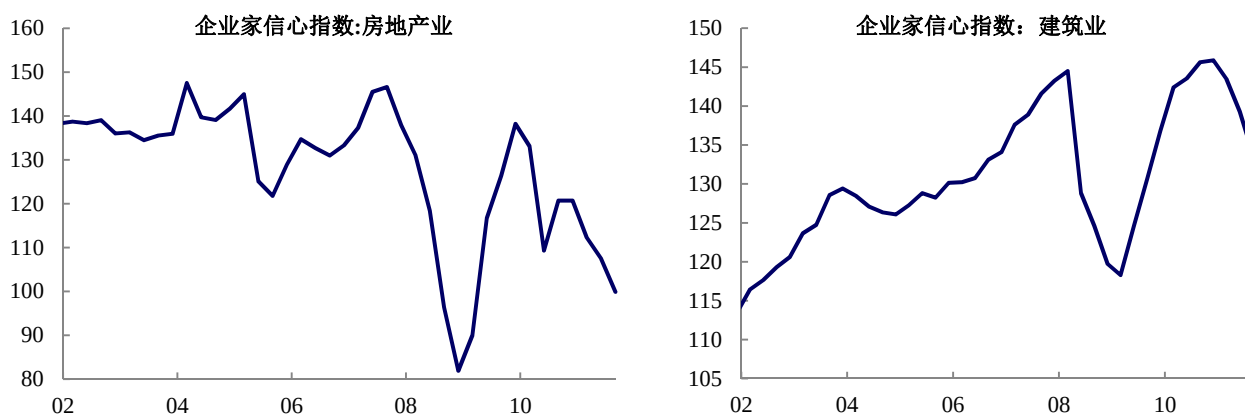
图表 9：城市房地产市值超 100 万亿元，对经济的影响巨大



数据来源：CEIC, 兴业证券

事实上，不考虑流动性对整体资产价格的影响，单单是地产的限购政策就在过去一段时间内使得房地产市场出现了显著的降温。房地产企业家信心指数创下新低，建筑行业企业家信心指数也出现显著回落。房地产销量、销售额走软。11 月份公布的一二线城市销售面积的同比跌幅在 40% 左右。从整个房地产内生的周期来看，房价也已达拐点。

图表 10：地产和建筑业景气度显著回落



数据来源：CEIC, 兴业证券

事实上货币相对于房市来说一直没有超发

自 2009 年以来，很常见的一种说法是“货币超发”。诚然，如果把货币的运用范围仅仅局限于实体经济，从马歇尔 K 值 ($M2/GDP$) 来看，该比值的确上升至历史新高，显示相对于实体经济来说，货币过剩。然而，事实上货币的运用范围并不仅仅局限于实体经济。尤其是当货币相对于实体经济过剩时，超发的货币会进一步流入资产，推升资产价格。从各种资产的吸纳能力来说，房地产市场无疑是最能够容纳资金的地方。而另一方面，自金融危机以来，无论是外需回落还是劳动力成本上升，都使得资金流入实体经济的动力减弱，这进一步促使资金加速流入房地产市场。

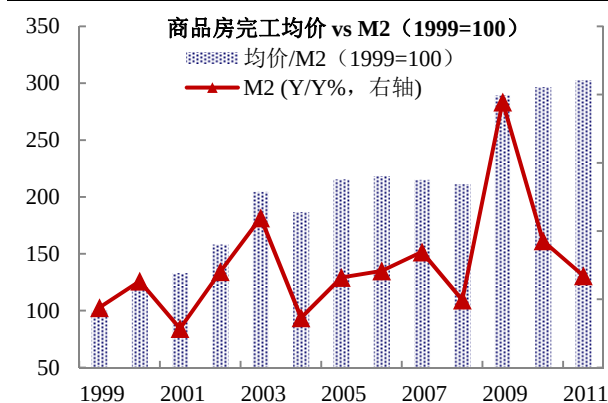
从简单的公式 $MV=PQ$ 来看，流入一类资产的资金，可以通过资产价格上升或者资产数量扩张来被吸纳。通过比较房地产价格和 M2 的关系（见下图），我们可以看到，房屋均价/M2 这一比值在 M2 大幅扩张的年份（如 2003 年，2009 年）出现大幅上升，即房价上升速度在这些年份显著快于货币扩张的速度，而在 M2 增速较低的年份，这一比值保持恒定，即房价与货币基本保持同步增长。这一现象说明：

1) 在货币相对于实体经济超发的时候，资金加速流入地产市场，推升地产价格加速上升；

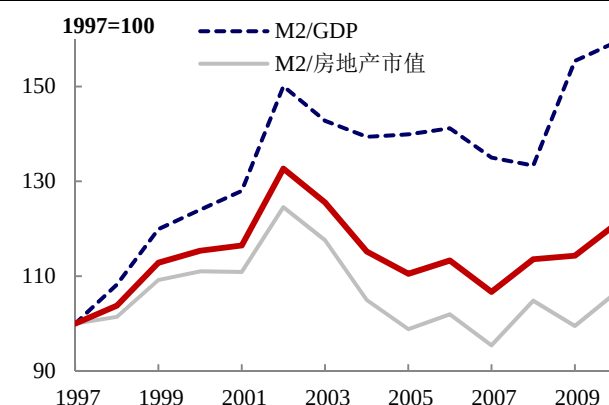
2) 房价具有很强的黏性，能够在货币增速放缓时依然保持与货币同步扩张。

事实上，另一个可以考虑的变量是 $M2/\text{房地产市值}$ ，这一比值可以看作人均存款/人均房产市值，即近似等于人均房地产购买力的概念。从这一比值来看，尽管 2009 年货币出现了大幅扩张，但地产价格的上升使得整体的人均房地产购买力并未明显上升。换句话说，相对于房地产市值的扩张来说，货币并未超发。

图表 11: M2 超发时房价加速上升，M2 增速放缓时房价与 M2 同步扩张



数据来源: CEIC, 兴业证券



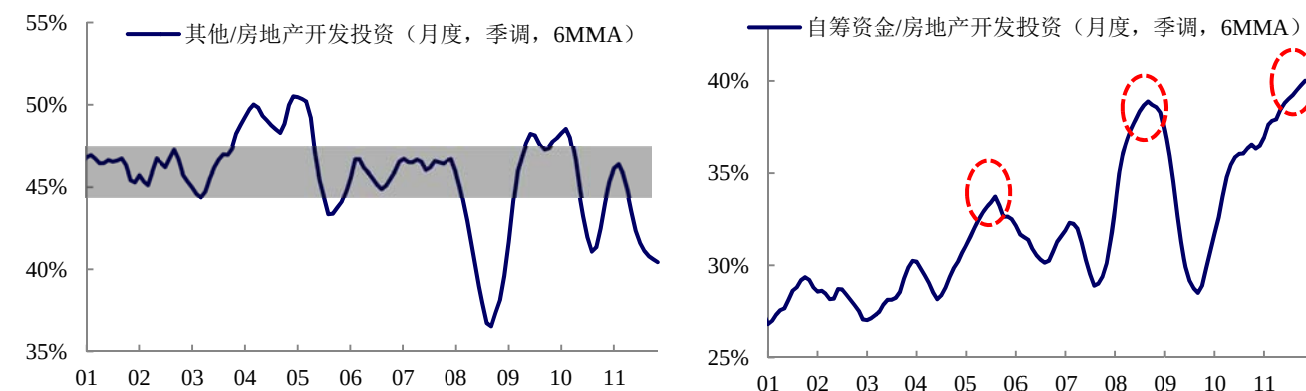
“钱紧”+调控不松= 房地产去杠杆，房价下跌

当前一个关键的问题在于中国的房地产业是否面临去杠杆的压力？我们的观点是，从其价格黏性和成交量萎缩就可以看出，当前房地产本身已经面临去杠杆的压力。仅仅是因为其价格黏性，才以“缩量不跌价”的形式维持着房地产价格的稳定。然而，我们认为，房地产价格的加速回落应该会很快发生。

首先从地产开发商资金来源的角度来看，统计口径中的“其他资金来源”（主要是预售款及按揭房贷）占比显著回落。而自 10 年以来，投资资金来源中自筹资金的比例不断上升，并在过去几个月中持续创新高。信贷紧缩和地产销售缩量使

得开发商不得不到处“找钱”。而近期高利贷市场的收缩以及政府对于房地产信托的收紧，使得开发商资金压力快速上升。从供给端来看，新房价格回落的速度有望加快。

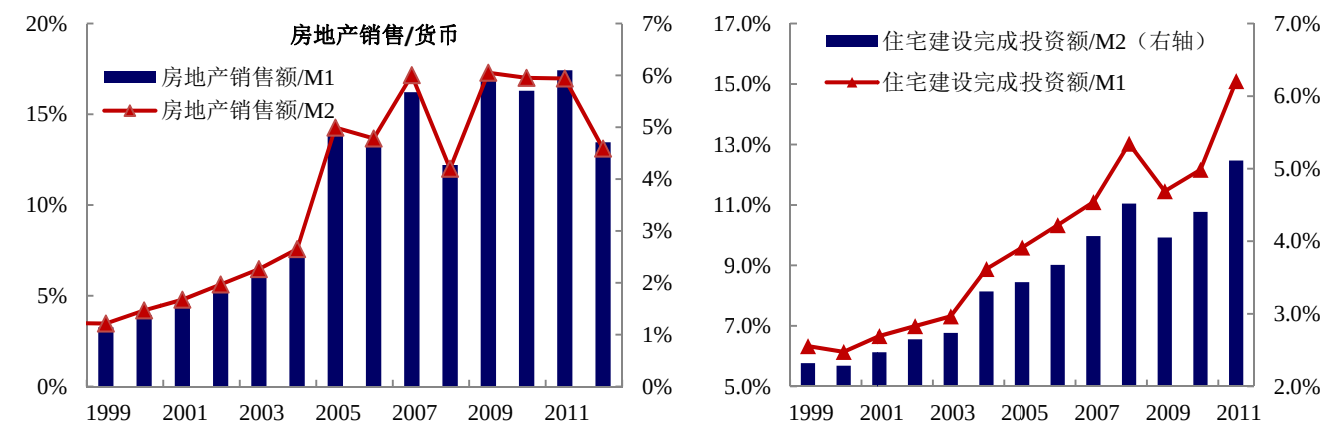
图表 13: 地产投资显著高于预售款及按揭回笼的速度 **图表 14: 地产投资显著高于资金回笼的速度**



数据来源: CEIC, 兴业证券

其次，从销售端来看，居民用于支付购买房地产的款项与货币供应量的比值也一直保持在高位，显示居民的购买能力受到压缩。而住宅建设完成投资额与货币的比值更是在今年前 11 个月创下历史当期新高，**前 11 个月完工的房地产市值与 M1（主要是企业的活期存款）的比值达到 15%，与 M2 的比值超过 6%。**“钱紧”的问题尤为突出。

图表 15: 住宅投资及销售对货币的消耗日益增大



数据来源: CEIC, 兴业证券

事实上，前期房地产高位企稳的另一原因是 09 年的政府救市，使得人们产生了房地产“下跌就是买入点”的思维惯性。然而，随着政治局会议定调“促进房价合理回归”，甚至都没有选择采用“遏制房价过快上涨”这一较为温和的说法，可见短期内政府对房地产的调控不会有明显松动。这也将进一步促进房地产价格的回落。无论是从房地产自身的周期，还是从春节前后季节性资金紧张的角度来考虑，在未来 1-2 个季度内，房地产价格出现加速下滑是大概率事件。

中新网 12 月 9 日电，中共中央政治局 12 月 9 日召开会议，分析研究明年经济工作。…会议提出…**要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展。**

第二部分:

对房价、销量走势的判断

“权衡并比较所有的可能性，然后选择其中最可能的一个，这即是科学运用想象力的方法。”

(We balance probabilities and choose the most likely. It is the scientific use of the imagination.)

——夏洛克·福尔摩斯

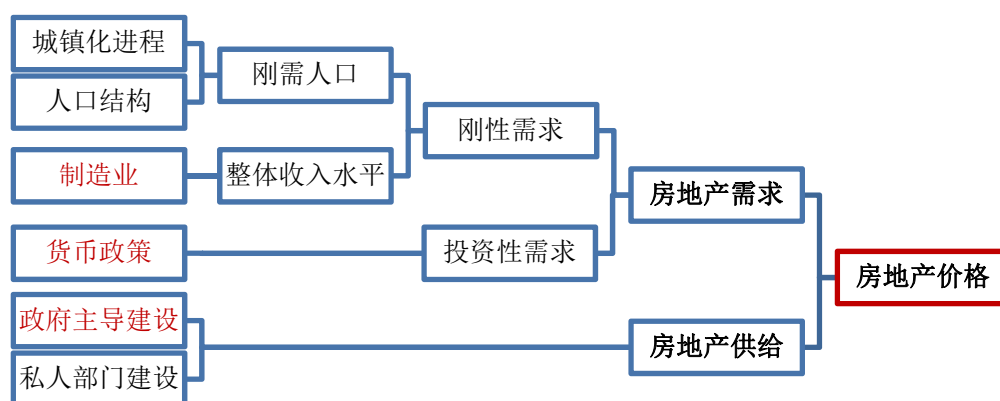
写在本部分前面的话

报告第一部分的逻辑，直接引申出了一个无法回避但又很难说清楚的问题，即房价的下跌路径及其影响是什么？事实上，因为资产价格本身除了受到基本面影响之外，更受到市场参与者心理博弈的影响。且本轮地产价格去杠杆化更多的是去金融属性的问题，使得市场心态成为房价走势更为重要的影响因素，进一步增加了预测房价下跌路径的难度。由于能力所限，我们只能从宏观层面将影响地产价格的一些因素在此做出分析，希望能够对于读者在判断明年房价走势的问题上提供一些有用的思路。

不考虑心理博弈的因素，我们简单的用以下的供需框架去分析房价的影响因素：

- 1) **投资性需求**：我们简单的认为货币政策的宽松程度会影响金融属性在房地产价格中的占比，或者说，**货币政策是投资性需求的最重要变量**，且正如第一部分所述，**过去两年房价的主导因素正是货币政策**。
- 2) **刚性需求（自住性需求）**：刚性需求本身的定义事实上并不十分清晰和完备，但从影响因素来说，可以粗略的用城镇刚需人口和人均购买力来考量。而人均购买力的源泉是人均收入或劳动生产率，而全社会劳动生产率又取决于制造业（可贸易部门）的收入水平。（当然，由于房地产按揭的存在，事实上购买力也受到货币政策影响，但我们将本身购买力不足、但由于货币政策放松、地产杠杆比例提升所带来的需求也计入投资性需求部分）。
- 3) **房地产供给**：如何刺激私人部门地产投资是地产调控一直以来的重点和难点。但基于我们的判断，明年在地产去杠杆的格局下，私人部门创造的地产供给很难有大的气色，因此政府主导的供给将会对房地产市场供需产生更为重要的影响。

图表 16：基于刚性需求、投资/投机性需求以及供给的房价基本面分析框架



数据来源：兴业证券

简单分拆刚性、改善性和投资性需求占比

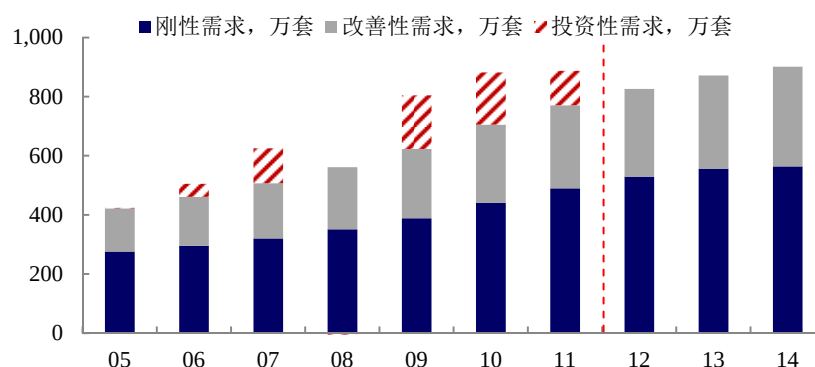
要考察地产价格、销量在资产价格去杠杆过程中下跌的可能路径，第一个需要回答的问题是在 2009-2011 年期间，刚性需求、改善性需求和投资/投机性需求在地产销量中的占比是多少。

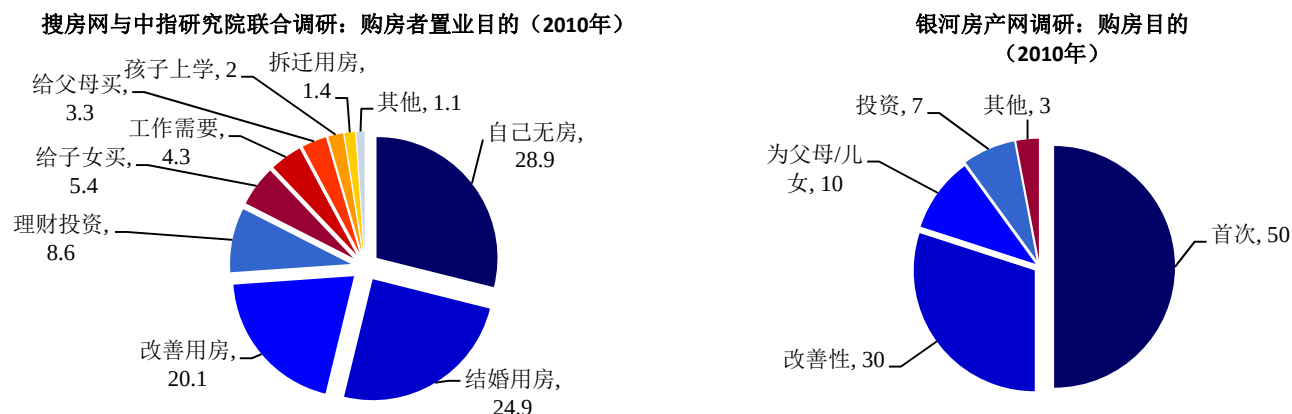
我们用以下简单方法从人口结构等数据来分拆过去几年的房地产销售构成：

- 1) **刚性需求**: 我们假设结婚所带来的刚性需求与 5 年内新婚人数成正比关系（注：农民工进城带来的需求理论上也应该算作刚性需求，但根据统计局调查，农民工在城市自购房比例仅 0.9%，近似估算每年这部分需求在数万套左右，可以忽略不计），根据搜房网和银河房产网 2010 年的调查，当年购房者中大约有 50% 为刚性需求，据此我们可以确定前述正比关系的系数，由此推算出 2009-2011 年由结婚而导致的刚性需求购房分别为 390、440 和 490 万套；
- 2) **改善性需求**: 事实上，改善性需求并不是完全刚性的，取决于居民的收入水平、原有住房环境等因素。假设改善型需求与房龄在 5 年至 10 年的房屋存量成正比关系，我们可以用同样的方法来确定该正比关系的系数，得到 2009-2011 年改善性购房需求分别为 234、264、280 万套；
- 3) **投资性需求**: 在剔除刚性需求和改善性需求之外，剩余部分则为投资性需求。我们计算得到 2009-2011 年投资性需求约为 181、176、116 万套。注意：由于我们假设刚性需求先被满足，此外的销量才是投资性需求。因此我们的测算低估了投资性需求的比例。然而，即使是在这种情况下，过去三年投资性购房仍然占了总销量的 18%。

根据我们的估算，随着中国人口结构的转变，新婚人口数在 2011 年已达到高点，随后将逐步回落，将带动刚性需求增长放缓。刚需与改善性需求之和的平均增速将由 05 年至 11 年的 35.5% 降至 13.1% 左右。叠加货币环境回归正常化，挤压投资性需求，房价面临较大下行压力。若开发商的推盘规模与今年相同，投资性需求消失，则房地产市场面临约 7% 的需求供给缺口（需求仅占供给的 93%）。如果考虑到投资性购房者可能出现的抛售，则实际的供给上升，需求供给缺口会更大。

图表 17：2009-2011 年投资性购房约 470 万套，占总销量 18%



图表 18: 第三方调查显示 2010 年刚需占比约为 50%


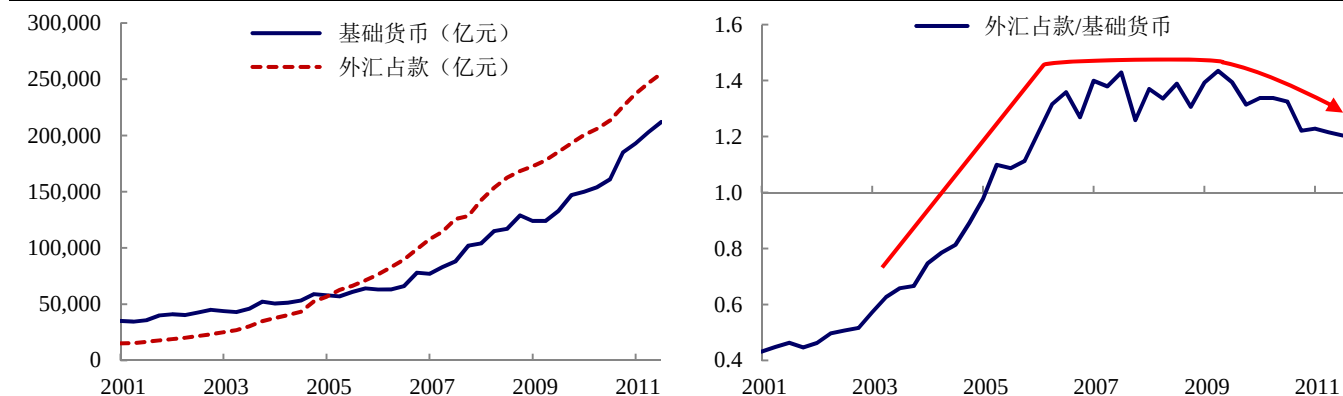
数据来源：CEIC，搜房网，银河房产网，兴业证券

从实际购买力角度来看地产刚性需求

因为在第一部分我们已经讨论过货币相对实体经济超发后带来的“货币幻觉”与地产需求的关系，因此我们在这里对于居民实际购买力进行分析。事实上，如果货币政策从过度宽松转向“适度”，即货币供给近似等于实体经济货币需求的话，意味着实际购买力所对应的地产价格（或者说地产的内在价值）也将成为一个重要的指标。

从国民经济核算的角度来看，房地产被划分在“非贸易部门”，即其不能通过贸易定价，其劳动力价格由可贸易部门来决定，而可贸易部门的价格是由全球定价的。换句话说，因为有了中国 2000 年之后的出口导向型发展，通过这一过程制造业部门的劳动生产率提高了，使得整体实际收入水平出现了上升的可能，进而使得刚需人群的购买地力才出现了上升。

除了货币政策（主要影响货币乘数）外，基础货币也是货币扩张的重要原因。既然整体货币总量对房价的影响很大，则我们也需要考察基础货币扩张的机制。对数据分析后发现，05 年以来，外汇占款/基础货币比值一直稳定在 120-140%。而 09 年以来，一方面是资金流入的速度较 07/08 年有所放缓，另一方面是人民币升值在 2010 年中重启，外汇占款/基础货币的比值开始回落，但截至今年 3 季度，该比值仍然维持在 120% 左右。即外汇占款仍然是基础货币最重要的贡献部分。由于中国外汇占款流入的一个重要贡献来自于经常项目，因此这也从另一方面证明出口行业对房地产定价具有重要的影响。

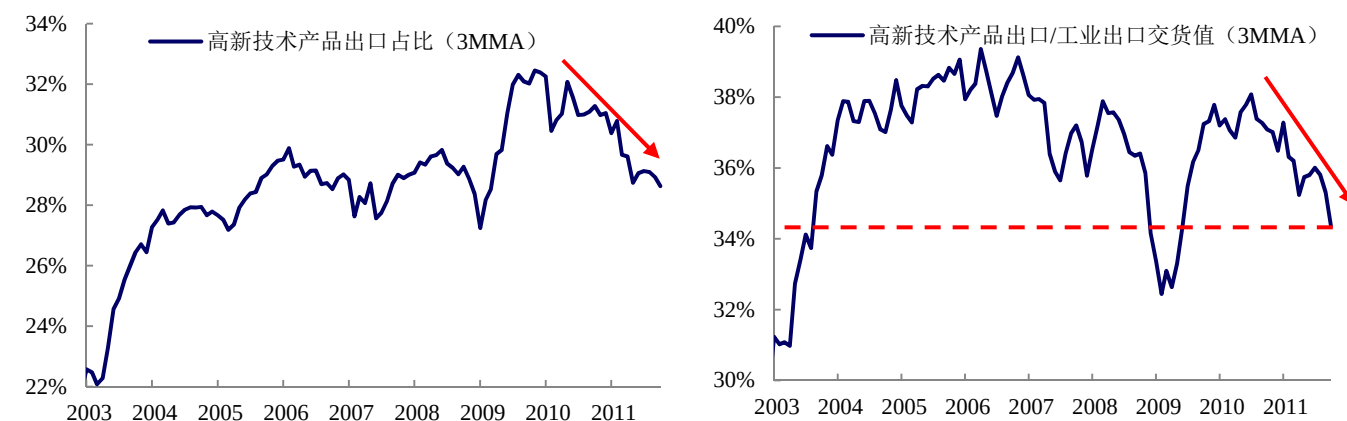
图表 19: 外汇占款是基础货币扩张主因，但 09 年后增速滞后于基础货币


数据来源：CEIC，兴业证券

核心出口竞争优势减弱，刚需实际购买力减速

然而，让人担忧的是，中国核心出口行业的竞争优势正在逐步消失。从海关统计口径来看，高新技术产品在出口总额中的比重在 2009 年底达到历史高点后快速回落。而如果从出口依存度的角度来看，这部分产品出口额在整体工业产品出口交货值中的比重已经跌至 34%，这是自 2003 年 8 月以来（不含金融危机时期）的历史新低。如果中国制造业部门的高新技术产品比重不断下降，极有可能意味着中国核心出口行业的劳动生产率提升速度放缓，全社会各个行业的定价都将因此而受到影响，这其中自然也包括房地产行业。

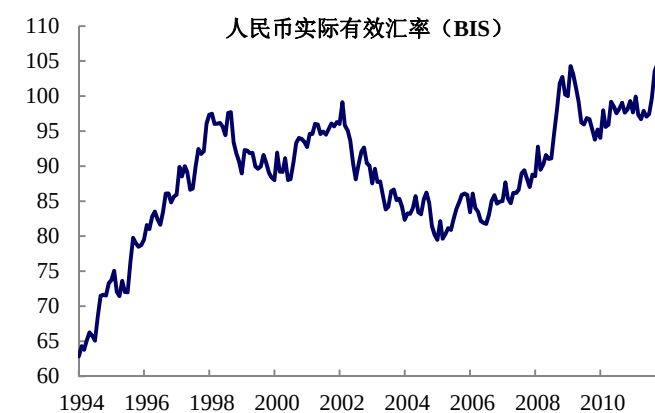
图表 20：高新技术产品出口比重降低



数据来源：CEIC, 兴业证券

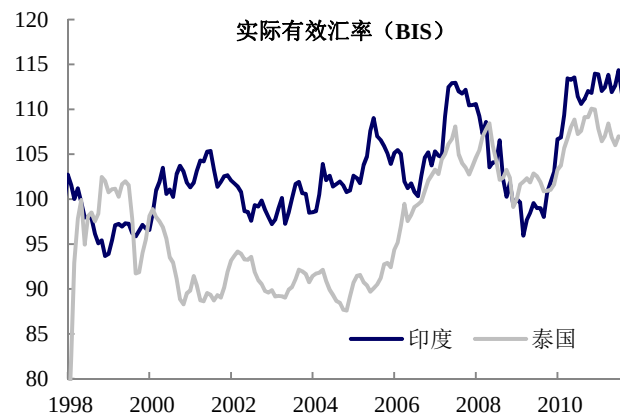
另一方面，由于发达国家当前面临巨大的债务压力，从而导致其有很强的本币贬值动力，对人民币升值也频频施压，这使得中国面临极大的本币被动走强压力（详细的讨论，参见我们 2011 年 8 月 16 日的报告《升值、在平衡，“狼”真的来了》一文）。在近期的全球经济减速过程中，周边新兴经济体的货币纷纷贬值，而人民银行仅仅是将人民币兑美元的中间值保持不变，这使得人民币名义有效汇率显著走强。与此同时，由于国内的通胀自去年 4 季度以来一直维持高位，这进一步使得人民币的实际有效汇率加速上升。而与此同时，其他新兴市场有效汇率快速回落，这进一步削弱了中国制造业的比较优势。

图表 21：人民币实 NEER 创 94 年汇改以来历史新高



数据来源：CEIC, 兴业证券

图表 22：其他新兴市场国家实际有效汇率回落



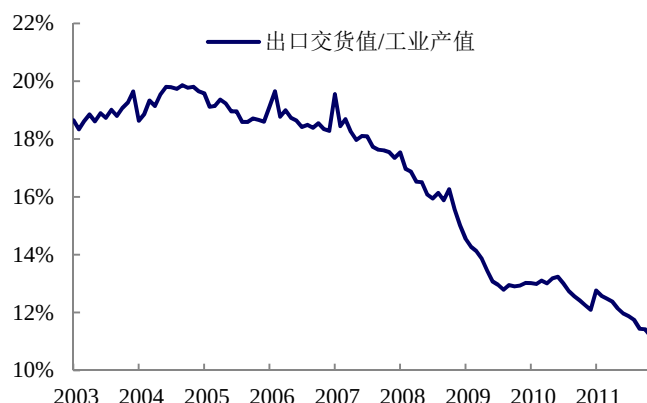
若资金回流制造业,地产内在价值反有可能再次加速

房地产价格的持续走高吸引资金加速流入地产行业,挤占了制造业部门的资金,而制造业下滑又使得房地产的内在价值回落。事实上,中国当前的情况与日本 80 年代中期“广场协议”后的情况极其相似。制造业竞争优势下滑和房地产泡沫使得制造业出现空心化的危险,日本随后陷入了所谓的“三明治陷阱”。

从这个意义上来说,也可以理解为什么在经济已现下滑势头的情况下,政府仍然保持房地产调控政策不动摇。无论是从民生的角度,还是从寻找中长期经济增长动力的角度来看,对即将上任的新一届领导人来说,“去地产化”势在必行。

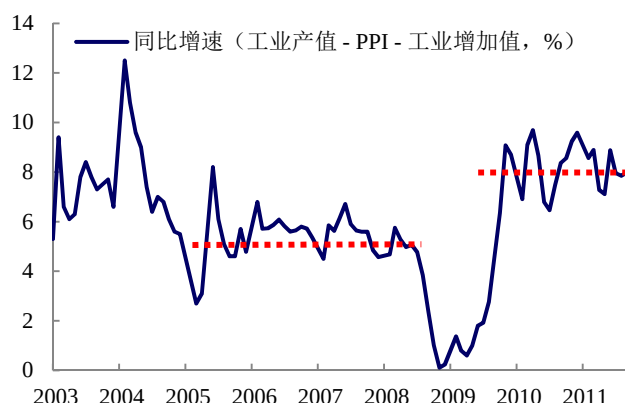
然而,辩证的从另一个角度来看,尽管未来一个阶段房地产价格的回落会使得经济出现较大的下行压力,但如果地产行业的投机资金重新被“逼回”实体经济,反而能有效地避免经济陷入“三明治陷阱”的风险。如果制造业重新启动,可贸易部门的劳动生产率再次提速,则将再次推升房价合理水平,以降低房价从高位回落的空间。

图表 23: 出口比重下降



数据来源: CEIC, 兴业证券

图表 24: 改变工业增加值占比下滑格局才有望使地产内在价值再次加速

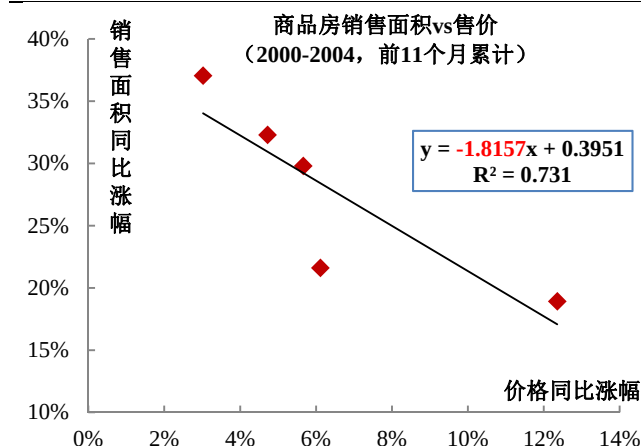


对路径的判断: “价跌量涨” 格局恐难出现

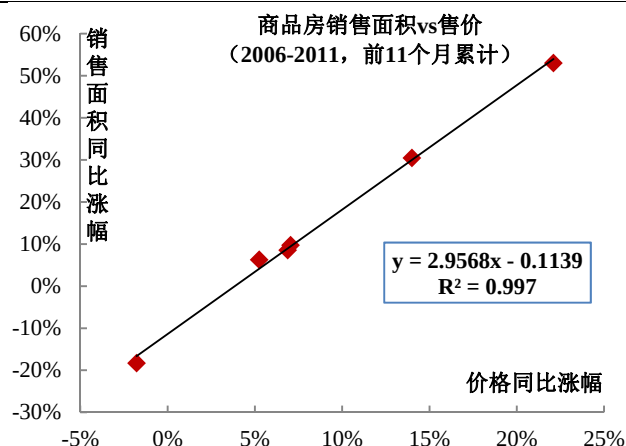
大多数商品,其价格下跌的过程一般都会伴随着需求的回升,因此,如果房价下跌加速,需要回答的另一个问题是:是否可能出现房价跌、销量上涨的格局?一个简单的回答是,我们认为“价跌量涨”在 2011 年出现的概率较小。

从下图可以看出,中国的房地产市场以 2005 年为界,前后两个阶段出现极其巨大的差异。在 2005 年之前,房地产销售面积增速与销售价格涨幅呈现负相关。这是经济学中比较常见的一种现象,价格上升抑制需求,反之则刺激需求。然而,2005 年之后,情况出现了巨大的变化,房地产销售面积增速与价格涨幅之间开始呈现正相关 (R^2 达到 99.7%)。房地产从一种普通商品逐渐转变成为一种金融资产,购房者“追涨杀跌”的格局开始显现。

正如我们在第一部分所讨论的,接下来一个时期房地产出现价格回落的一个核心原因是其作为一种资产有去杠杆的压力,换句话说,房价下跌的核心原因是其金融属性。因此,从 2005 年之后房地产金融属性所表现出“量价齐涨齐跌”的特点来看,如果没有房地产政策的转向,房价下跌的同时会伴随着销量的下跌,“价跌量涨”的格局出现概率较小。

图表 25: 2005 年之前, 地产销量和价格负相关


数据来源: CEIC, 兴业证券

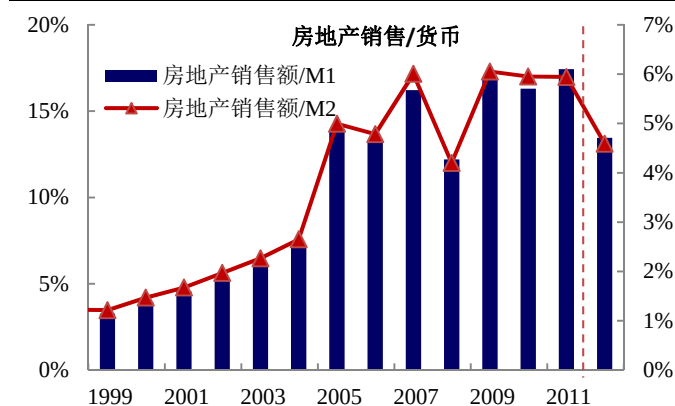
图表 26: 2006 年以来, 地产销量和价格正相关


可能的结果: 房价跌幅超 08 年, 销量跌幅近 08 年一半

我们在第一部分中提到, 地产销售额在货币中的占比处于历史高位。如果房地产去杠杆, 意味着整体流入房地产行业的货币比重降低。对比 2008 年这一比值的下降速度, 悲观情况下, 按照 14% 的 M2 增速、且该比值下降幅度与 2008 年类似, 则地产销售金额有可能下跌 20% 以上, 如果参照 2006 年以来房价和销售面积的关系, 这意味着统计局公布的销售均价下跌 5%, 销售面积下跌 15%。乐观情况下, 如果上述比值下跌幅度仅为 2008 年的一半, 则均价和销售面积分别仅下跌 1% 和 2%。

我们采取上述两个情景的中间值, 预计房地产销售均价将下跌 3%, 销售面积下跌 9% 左右, 整体房地产销售金额较 2011 年下跌 12%。

需要指出的是, 我们这里用的销售价格指标, 是统计局公布的“全国商品房销售均价”, 年度数据来看, 该指标仅在 1996 年和 2008 年出现过负增长 (1996 年下跌 1.9%, 2008 年下跌 1.8%), 因此房价下跌的压力事实上远大于 3% 这个数据所给人的直观印象。销售面积 9% 的下跌, 幅度尽管小于 2008 年近 20% 的跌幅, 但考虑到 2007 年销售面积近 50% 的上涨幅度所带来的基数效应, 事实上也十分可观。总结来说, 我们认为明年房价下跌的压力要大于 2008 年, 而房地产销售面积的下跌压力也至少接近 2008 年一半的水平。

图表 27: 地产销售额与货币的比值将出现下滑


数据来源: CEIC, 兴业证券

图表 28: 分情景讨论 2012 年商品房销售金额增速

M2 增速	乐观情景	中性情景	悲观情景
12.0%	-5.0%	-13.5%	-22.0%
12.5%	-4.6%	-13.1%	-21.7%
13.0%	-4.2%	-12.7%	-21.3%
13.5%	-3.7%	-12.4%	-21.0%
14.0%	-3.3%	-12.0%	-20.6%
14.5%	-2.9%	-11.6%	-20.3%
15.0%	-2.5%	-11.2%	-19.9%
15.5%	-2.0%	-10.8%	-19.6%
16.0%	-1.6%	-10.4%	-19.2%

第三部分:

2012 年宏观数据及政策展望

“在看到数据前就下结论会造成致命的错误。这会导致一个人在无意识的情况下，开始歪曲事实来符合自己的理论，而不是调整理论来符合事实”

(It is a capital mistake to theorize before one has data. Insensibly one begins to twist facts to suit theories, instead of theories to suit facts.)

——夏洛克·福尔摩斯

	4Q11	Y2011F	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	Y2012F
GDP 同比 (%)	8.5	9.1	7.9	7.9	8.1	8.5	8.1
工业增加值同比 (%)	12.5	13.8	10.5	11.0	12.0	13.0	12.0
固定资产当季投资同比 (%)	22.0	24.0	18.5	17.5	18.0	19.5	18.6
名义零售额同比 (%)	17.0	17.0	16.3	16.4	16.4	16.6	16.5
出口同比 (%)	12.5	19.4	8.0	9.5	15.0	15.7	12.8
进口同比 (%)	17.5	23.6	16.0	18.0	20.0	16.0	18.0
CPI (%)	4.2	5.3	3.6	2.8	2.4	3.1	3.0
PPI (%)	2.9	6.0	2.5	2.6	3.2	4.0	3.5
1 年期贷款利率 (期末值, %)	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
1 年期存款利率 (期末值, %)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

能立竿见影的还是基建和保障房，但政策下后手

正如我们在第一、二部分论述的那样。随着地产去杠杆进程展开，经济下行的压力会逐步增加。而外需又不太可能出现明显的亮点，这意味着政府寻找动力以对冲地产拖累的压力会逐步上升。

首先，货币政策至少上半年难以大松。因为地产本身的金融属性，意味着如果政府短期内（至少 2012 年中之前）大幅放松货币政策，将导致地产的报复性反弹。经济下滑当然值得重视，但地产价格报复性反弹后引发的民生问题也是政府不得不考虑的。因此，一个合理的政策选项是货币政策转向中性，按照 8 万亿左右的信贷、以及 14% 左右的 M2 目标去执行的概率较大。

其次，消费对“维稳”的作用大于对经济的拉动。短期内由于政府多次强调“内需消费”，因此针对中低收入人群的相关税收和补贴政策也将有望轮番出台。然而，事实上低端收入人群所拉动的低端消费，由于消费产品趋同、且有很大比例是无法短期内提高供给的农产品，最终其转变为实际消费的比例偏低，对于经济难以起到根本性的拉动作用。而真正弹性较大的耐用品，又面临 08/09 年政策拉动透支需求后的疲软、以及地产价格下跌后的拖累，因此短期内也难以出现实质性的回升。所以，“拉动内需消费”是中长期才能见效的“远水”，难解“近渴”。

真正立竿见影的还是政府主导建设，但政策会逐步加力，不会一步到位。制造业和房地产投资短期内都难有显著起色，因此真正有希望被拉动的还是政府主导投资（基建及保障房）。然而，4 万亿之后的一些负面影响，使得政府短期内难以大规模推出新一轮刺激性投资项目，保障房是最有可能先加码的项目。其次便是电力、燃气以及市政建设相关项目。

土地出让金下滑的影响没那么大。一个经常被热议的问题是“土地财政”。如果地产下滑，我们判断明年土地出让金有望在今年较 2010 年下滑 30% 的基础上再下滑 30%，即从 2011 年的 2 万亿，下滑至 1.4 万亿左右。这其中的 6000 亿资金，如果再考虑杠杆（政府项目资本金要求比例为 25%），是否意味着政府主导项目“难为无米之炊”呢？我们认为，事情并非如此。如果考察中国经济的资金流量表可以发现，事实上土地出让金因为有前期拆迁、三通一平等的成本，实际上 6000 亿中政府的净收入不超过 3000 亿，而如果总信贷规模不变，原本与这 3000 亿按 1:3 配套的信贷资金可以被用于他处，并不会因此消失，如果再考虑到地方政府发债（如果现行上海等地的发债规模拓宽到全国，仅地方债就有望比今年多发近 1500 亿左右），实际上土地出让金下滑 6000 亿对投资的影响不超过 0.5%。

图表 29：数据预测

	4Q11	Y2011F	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	Y2012F
GDP 同比 (%)	8.5	9.1	7.9	7.9	8.1	8.5	8.1
工业增加值同比 (%)	12.5	13.8	10.5	11.0	12.0	13.0	12.0
固定资产当季投资同比 (%)	22.0	24.0	18.5	17.5	18.0	19.5	18.6
名义零售额同比 (%)	17.0	17.0	16.3	16.4	16.4	16.6	16.5
出口同比 (%)	12.5	19.4	8.0	9.5	15.0	15.7	12.8
进口同比 (%)	17.5	23.6	16.0	18.0	20.0	16.0	18.0
CPI (%)	4.2	5.3	3.6	2.8	2.4	3.1	3.0
PPI (%)	2.9	6.0	2.5	2.6	3.2	4.0	3.5
1 年期贷款利率 (期末值, %)	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
1 年期存款利率 (期末值, %)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

数据来源：CEIC，兴业证券预测

2012 年投资增速 18.6%，地产投资是主要拖累

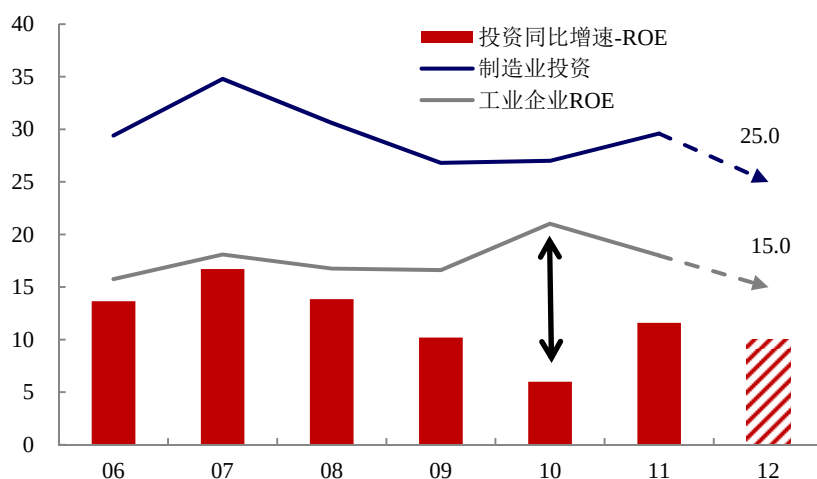
去地产化的压力，加上地产自身周期拐点已现，都指向 2012 年地产投资增速将下滑。另一方面，需求回落也将对企业投资意愿产生拖累。分析基建、制造业及房地产投资的分项数据，得到的结果并不乐观。整体投资增速有可能回落至 18% 之左右，而自 2002 年以来，固定资产投资增速从未跌破过 23%。投资的回落，一方面是新周期尚未启动的信号，更是前期过度投资的结果。

● 投资黏性及成本压力仍在，制造业投资增速微跌至 25%

企业净资产收益率是企业决定是否进行投资的一个重要参数。按照统计局工业企业数据显示，2010 年工业企业净资产收益率升至 21%，为历史最高水平。但是 2010 年制造业投资与净资产收益率的差值显著低于两者的历史均值。在 2010 年底，总体需求非常旺盛，同时资金压力并不非常显著，企业总体信心较高，因此 2011 年制造业投资显著上升。

我们预期 2012 年工业企业利润率将出现明显下滑，如果参照 2008 年的情况，则 2012 年企业利润率将从 2011 年的 18% 下滑至 15.3%。参考制造业投资与工业企业净资产收益率之间的差值回归到历史均值，则预计 2012 年制造业投资增速将约为 25%。

图表 30：2010 年工业企业利润率升至高位引发企业投资



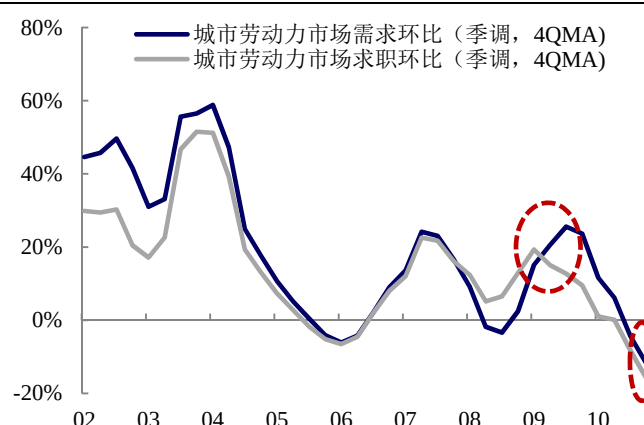
数据来源：CEIC，兴业证券

影响制造业投资的另一重要因素是劳动力成本。在 2009，2010 和 2011 年连续 3 年上升之后，劳动力成本已经成为企业面临的重要困难之一。在需求旺盛，成本不断上升的背景下，企业加大设备类投资显然是一个符合逻辑的选择。由于需求在明年出现回落是大概率事件，从城市劳动力市场调查来看，劳动力价格尽管将继续上升，但增速可能有所放缓，因此这一因素尽管对制造业投资将继续带来推动作用，效果较过去两年有所回落。这也与制造业投资从 2011 年的 30% 小幅回落至 25% 的判断一致。

图表 31: 劳动力和原材料成本对企业冲击显著

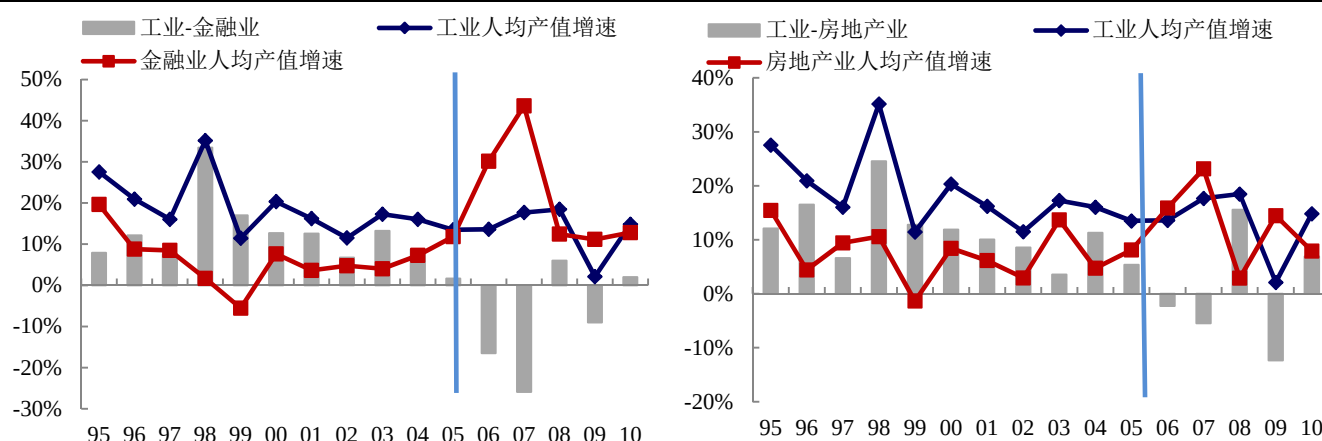
受访小企业面临困境对比	2010 年初至今	2010 年初之前
劳动力成本上涨	81.67%	52.10%
原材料成本上涨	81.43%	55.56%
人民币持续升值	48.11%	32.95%
招不到合适的工人, 即“用工荒”	46.68%	36.17%
融资成本较高	44.68%	33.77%
接不到订单或者订单量很少	34.26%	35.52%
国家政策指导, 需要产业升级, 但技术和人才都非常紧缺	16.37%	16.58%
产品库存积压, 招不到充足的下家购买	14.30%	16.54%
企业经营政策, 无困难	8.68%	17.96%

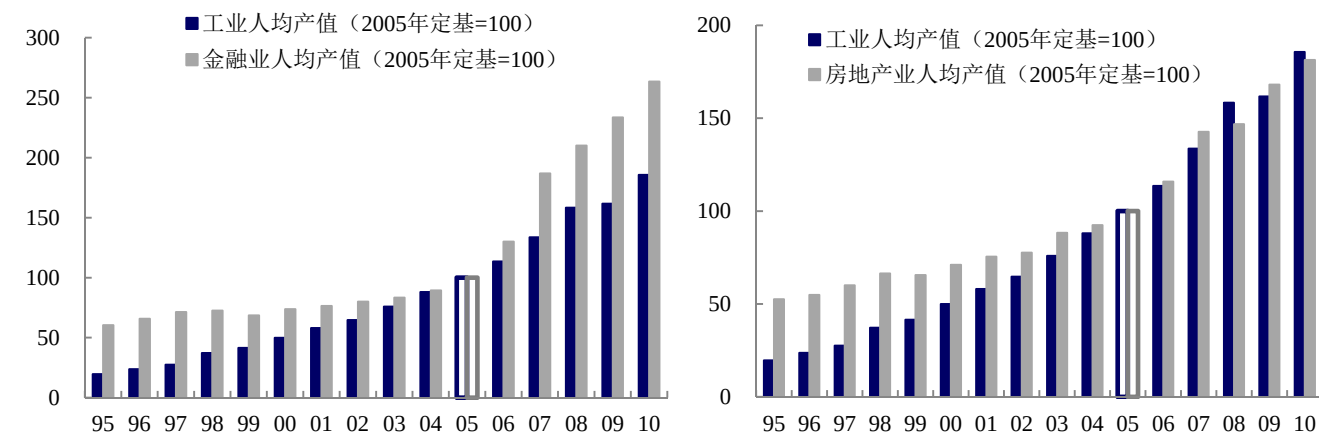
图表 32: 调查显示劳动力供给仍偏紧, 但有所缓解

图表 33: 求职、需求下滑速度差距收窄


数据来源: 北大国家发展研究院&阿里巴巴联合调研, CEIC, 兴业证券

为什么制造业投资仍能够有 25% 的增长? 事实上, 中国制造业投资仍然具有潜力。从行业比较来看, 05 年以来, 工业行业人均产值增速总体落后于金融、地产行业, 生产效率具有比较劣势, 改善空间较大。在工业企业利润率较高的前提下, 企业存在追赶动力, 这也从一定程度上确保制造业投资具有一定的黏性, 尽管增速会有回落, 但在投资的三驾马车中来说, 2012 年制造业投资仍然起到主要的拉动作用。

图表 34: 工业行业的生产效率优势在 05 年后开始改变


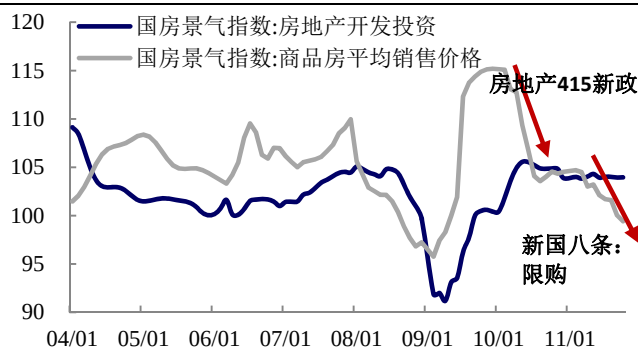


数据来源：CEIC，兴业证券

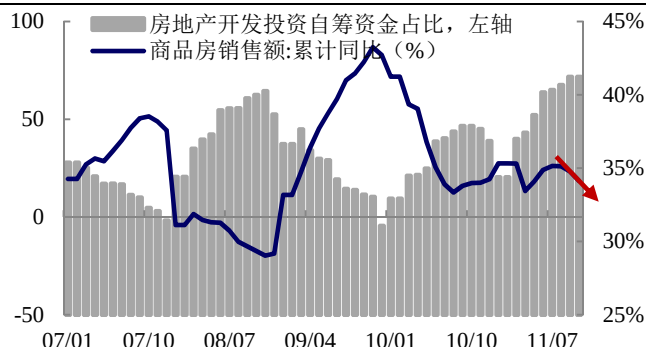
● 商品房投资显著减速，保障房是主要贡献

如前所述，我们认为 2012 年中国经济“去地产化”是主线。而从地产自身的周期来看，也开始出现向下拐点。流动性“潮水退去”后，地产行业整体面临内生性调整的压力。在销量低迷、资金回笼减慢、新开工放缓的情况下，商品房投资增速大幅下滑已经是大势所趋。但另一方面，去地产化的一大支柱在于政府主导的供给上升，如果将去地产化提高到寻找未来 10 年经济增长长期动力先决条件的高度，则政府对于保障房的重视程度将只增不减。过去两年保障房项目主要的着眼点在于开工套数，但实际的完成情况并不理想，“重落实”将成为保障房政策的重心。保障房对整体投资的拉动有望达到 2%，对房地产投资增速的拉动将达到 8-10%。这也是为什么我们认为去地产化的大趋势下，明年房地产投资仍能保持两位数增长的主要原因。

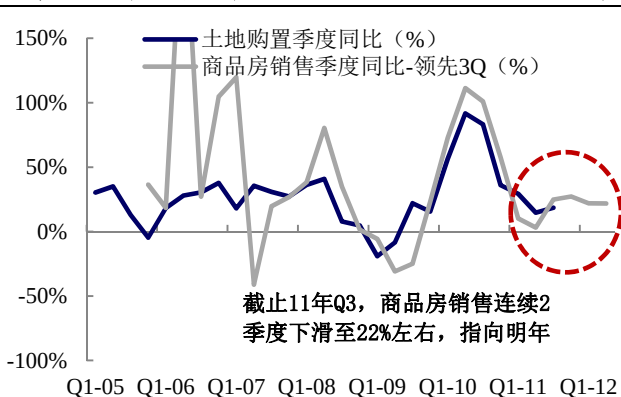
图表 35：房价这一领先指标指向投资下滑



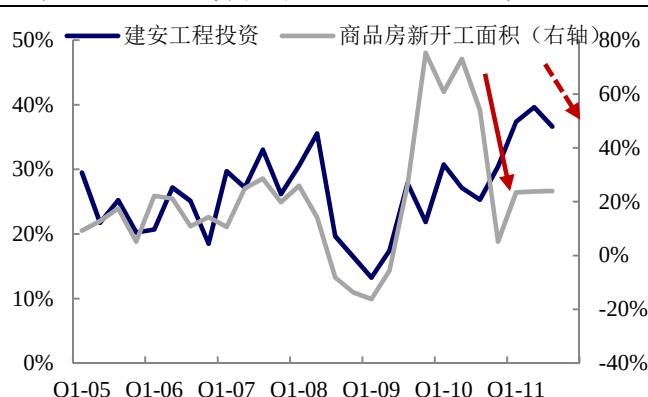
图表 36：自筹资金和销售额指向地产商资金趋紧



图表 37：商品房销售额同比领先土地购置约三个季度



图表 38：建安投资在商品房开工后短期有一定刚性

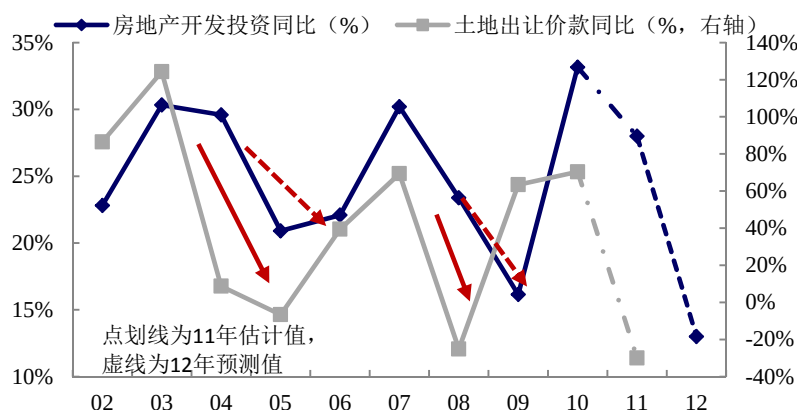


数据来源：CEIC，兴业证券

土地出让金变化指向 2012 年房地产投资增速下滑 15 个百分点左右。从历史数

据看，土地出让金增速回落明显的 2004、2005、2008 年（8.7%、-6.6%、-25.1%），在随后的 2005-2006、2009 年，房地产开发增速较前年回落约 7 - 8 个百分点。据相关媒体报道和我们偏悲观的判断，今年土地出让金降 30%，指向地产投资至少下滑 15 个百分点。（注：根据中国指数研究院监测的数据，全国 133 个城市截至 11 月 30 日的土地出让金合计为 1.69 万亿元，同比仅减少 2.43%。2010 年中国指数研究院监测的 120 个城市土地出让金为 1.88 万亿，而国土资源部公布的全国土地出让金 2.7 万亿。也就是说，我们对 2011 年全国土地出让金下滑 30% 是一个偏悲观的判断）。

图表 39：土地出让金变化指向 2012 年房地产投资增速下滑至 10-15%



数据来源：CEIC，兴业证券

重落实，保障房对整体固定资产投资拉动约为 2 个百分点。保障房投资主要包括土地购置及建筑投资，具体成本拆分见下表。按照“十二五”保障房建设目标分解以及开工进度测算：（1）2011 年保障房投资额约为：7000-8000 亿元，占 2011 年固定资产投资比重约为 2.3%-2.7%；（2）考虑到政府对于保障房在 2012 年更注重项目落实，2012 年保障房投资额估计约为：1.2-1.3 万亿元。以此计算，保障房投资明年对整体固定资产投资拉动约为 2 个百分点（对地产投资增速拉动 8-10 个百分点）。

图表 40：保障房单位成本

单位成本（元/平方米）	建筑面积	建筑成本	土地面积	土地成本	平均成本
经济适用房	1 平米	1500	0.5	1500	2250
廉租房	1 平米	1200	0.5	1500	1950
公租房	1 平米	1500	0.5	1500	2250
棚户区改造	1 平米	1500	0.5	1500	2250

图表 41：“十二五”保障房目标

“十二五”3600 万套保障房建设目标任务分解	2010	2011	2012	2013	2014	2015
总目标套数（万）	580	1000	800	600	600	600
经适房和两限房		200	160	120	120	120
廉租房	300	150	120	90	90	90
公租房		250	280	210	270	270
棚户区改造	280	400	240	180	120	120

数据来源：兴业证券整理

● 政策托底，基建投资增速有望达两位数

去地产化意味着经济存在一定的下行风险，除了保障房之外，政府能够用于“救火”的手段就在于基础设施建设。然而，4 万亿带来的负面影响逐步显现的时候，我们难以预期政府大规模推出基建类项目。确保经济不“饿死”而非“吃饱”是基建项目推出的意图。另一方面，三月份两会之后，地方换届基本结束，这也使得地方项目有望在二季度之后加速。

土地出让金下滑的影响没那么大。一个经常被热议的问题是“土地财政”。如果地产下滑，我们判断明年土地出让金有望在今年较 2010 年下滑 30% 的基础上再下滑 30%，即从 2011 年的 2 万亿，下滑至 1.4 万亿左右。这其中的 6000 亿资金，如果再考虑杠杆（政府项目资本金要求比例为 25%），是否意味着政府主导项目“难为无米之炊”呢？我们认为，事情并非如此。如果考察中国经济的资金流量表可以发现，事实上土地出让金因为有前期拆迁、三通一平等的成本，实际上 6000 亿中政府的净收入不超过 3000 亿，而如果总信贷规模不变，原本与这 3000 亿按 1:3 配套的信贷资金可以被用于他处，并不会因此消失，如果再考虑到地方政府发债（如果现行上海等地的发债规模拓宽到全国，仅地方债就有望比今年多发近 1500 亿左右），实际上土地出让金下滑 6000 亿对投资的影响不超过 0.5%。

基建投资占整体固定资产投资 25% 左右，截止到今年 10 月份，基建投资同比增速 9.0%，对整体固定资产投资同比增速拉动为 2.3%。从基建 3 大类细项来看（从统计局统计口径来看，这 3 个分项在固定资产投资占比为 8.5%），我们预期 2012 年基建同比增速为 12%：

（1）截止 2011 年 10 月，铁道部公布的铁路投资累计额为 4290 亿元，预计全年 6600 亿元左右。按照“十二五”规划 2.8 万亿元的年均 5600 亿元计算，预计 2012 年铁道部口径铁路投资同比增速-15%，推算统计局口径增速也为-15% 左右（截止 10 月，铁道部和统计局公布的铁路投资累计额同比分别为-25%、-22%，差别不大），按照铁路投资占比约为 1.7%，2012 年将拉动整体固定资产投资下降 0.3%；

（2）截止 2011 年 10 月，交通运输部公布的交运（道路+水上）投资累计额为 11396 亿元，预计全年 14944 亿元左右。简单历史规律，预计 2012 年交通部口径交运投资累计额新增 500 亿元至 1.55 万亿左右，同比增速 3.7%，统计局口径历史增速基本都好于交通部口径，推算统计局同比增速 8%，考虑占比为 5.1%，2012 年将拉动整体固定资产投资上升 4.0%；

（3）截止 2011 年 9 月，水利部公布的水利投资为 2600 亿，预计 2011 年水利投资额在 3600 亿左右，2012 年按照 10 年 4 万亿年均 4000 亿估算，同比增长 11%，考虑占比 1.7%，2012 年将拉动整体固定资产投资上升 0.2%。

综上，我们预期 2012 年基建同比增速将达两位数。

图表 42：预计 2012 年基建 3 大分项对投资拉动

	铁路	交运（道路+水上）	水利
2011 预计投资额（亿元）	6600	14,944	3600
2012 预计投资额（亿元）	5600	15,500	4000
2012 对投资拉动（%）	-0.3	4.0	0.2

数据来源：兴业证券

弱外需+人民币被走强=出口增速回落至 12.8%

中国出口的两大拉动引擎——美国和欧洲占中国整体出口的接近 40%，而如果考虑到香港转口及其他新兴市场经济对欧美的依存度，则这两大经济体对中国出口的直接和间接拉动达到 55%。2012 年欧洲经济疲弱的态势基本已成定局，这意味着出口两个引擎只剩下美国这一个拉动因素。另一方面，美强欧弱的格局，意味着美元相对的强势，这也将导致人民币“被走强”。多方因素都将导致中国出口增速显著回落。相对来说，我们认为出口压力最大的时点将是在上半年，而 2012 年下半年出口有望逐步回升。

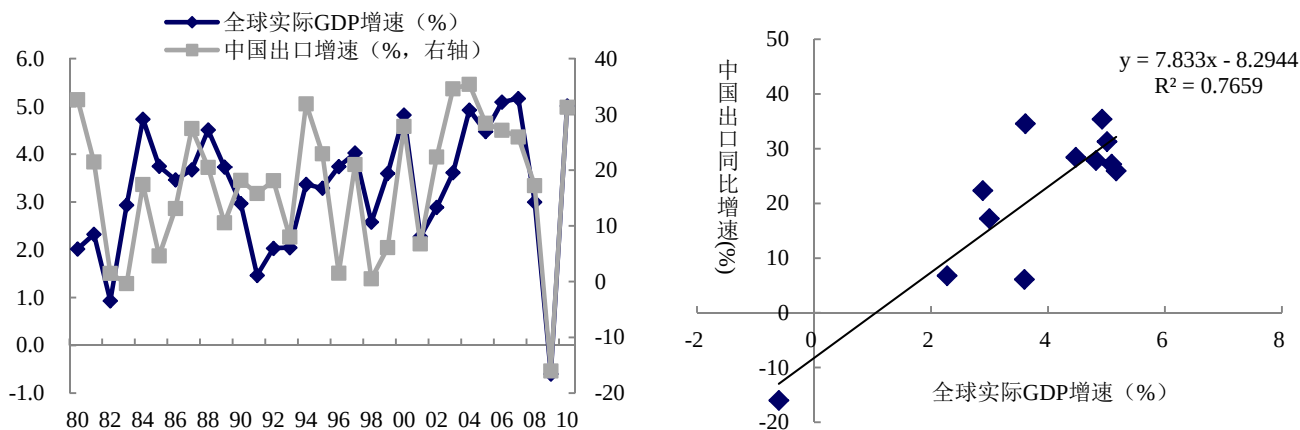
在中国出口增速模型中我们主要考虑海外经济增速和人民币名义有效汇率两个变量：（1）用 OECD 预测的 OECD 全部国家名义 GDP 增速来衡量海外需求，（2）分别考虑人民币有效汇率年化升值 3% 和 5% 两种情形。

考虑欧洲轻度衰退、美国经济低速增长的情况下，预测 2012 年中国出口同比增速为 12.8%，上半年出口将保持 10% 以下的增长。

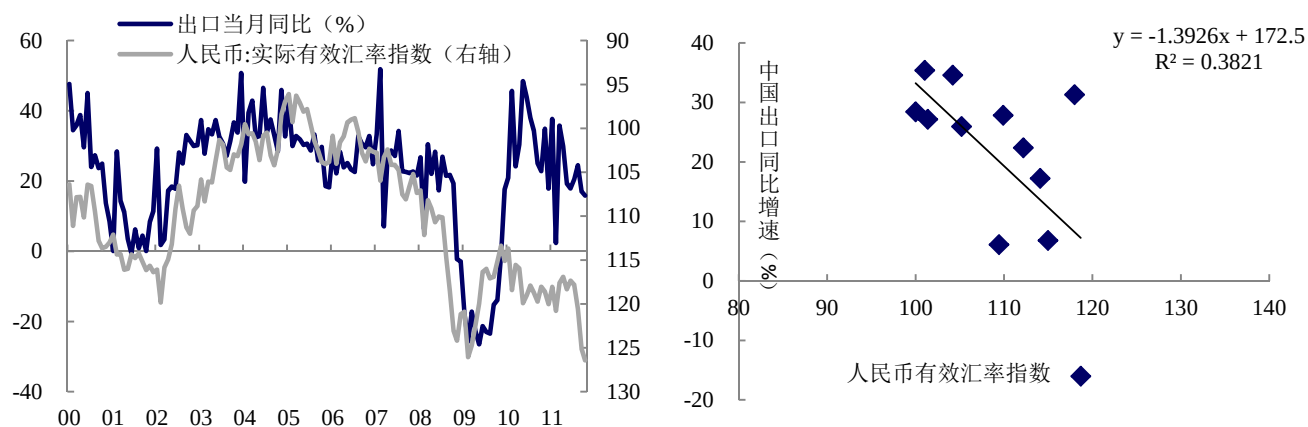
中国 2012 年出口增速（有效汇率升值 3% 和 5%）			
	欧洲	美国	全球
不衰退	10.1-12.2	8.5-9.5	13.8-15.9
轻度衰退	6.1-8.1	4.7-5.7	9.7-11.7

注：出口数据中稍低的数值对应 5% 的人民币有效汇率升值

图表 43：中国出口和全球经济增速变动较为同向



图表 44：人民币汇率对中国出口有一定的负相关

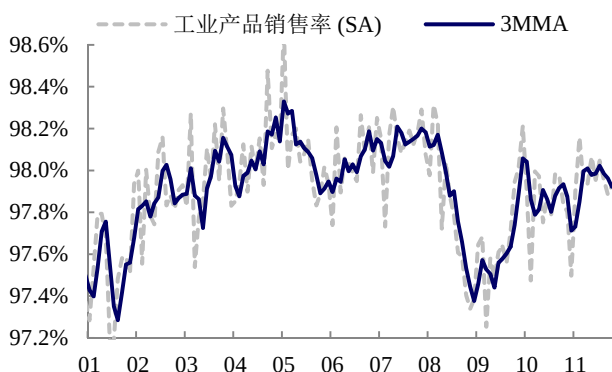


数据来源：CEIC，兴业证券

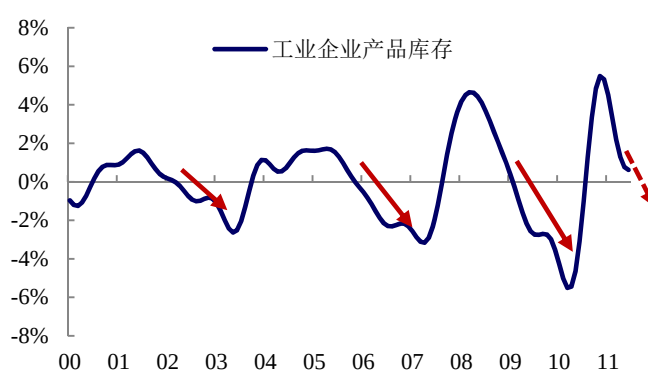
需求疲弱工业增速低位(12%)徘徊

疲弱的内外需是制约近期工业生产增速下行的重要因素，PMI 新订单分项以及一些微观迹象显示国内需求继续疲弱，海外经济体增速放缓一度使海外订单也下降较快。同时，季调后的工业产品销售率仍处低位也印证了这点。同时，从我们编制的库存数据来看，整体工业企业仍处于主动结构性去库存阶段。历史经验显示在工业企业去库存阶段，库存接近历史均衡值附近仍将继续下探一段时间，指向此轮整体工业行业结构性主动去库存将延续，因此从库存端也并未看到工业回暖势头。在需求未明显改善前，工业生产加速缺乏动力。基于我们对国内外经济形势的判断，预计 2012 年中国工业增速受制于需求疲弱而低位徘徊。

图表 45: 工业产品销售率仍处低位印证需求疲弱



图表 46: 历史经验显示去库存阶段，库存将继续下探



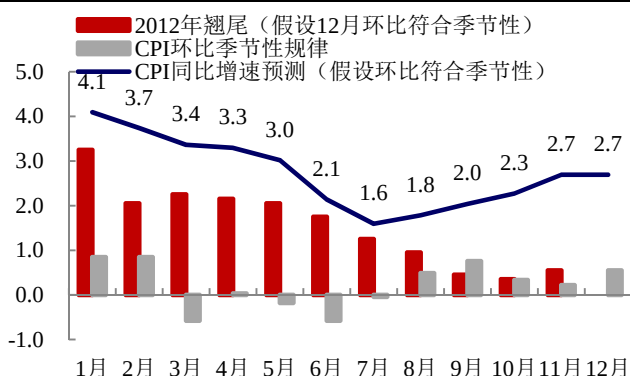
数据来源: CEIC, 兴业证券

通胀已入下行通道，下半年方能企稳

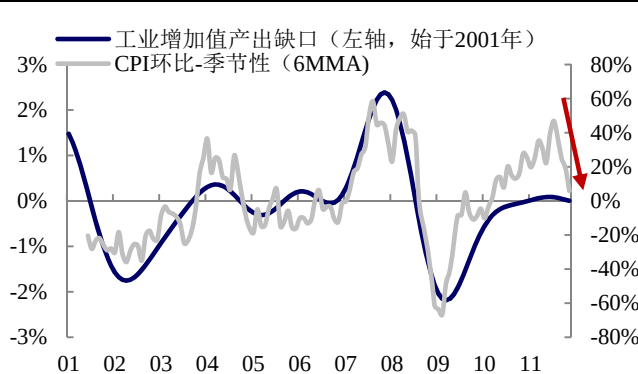
CPI 同比由翘尾因素和新增因素共同作用，2012 年翘尾平台较低，即使不考虑超季节性规律的环比变化，CPI 在 7 月份之前一路下滑也将是大势所趋。如果考虑到经济受到去地产化的影响而进一步减速，则整体通胀水平在上半年回落的速度有可能更快。微观来看，趋势上涨的农作物价格开始拐点隐现，刘易斯拐点对物价第一波冲击开始放缓，同时本轮通胀的重要推手之一——猪肉价格将进入正常通道。这也意味着至少明年上半年不用担心通胀的问题。

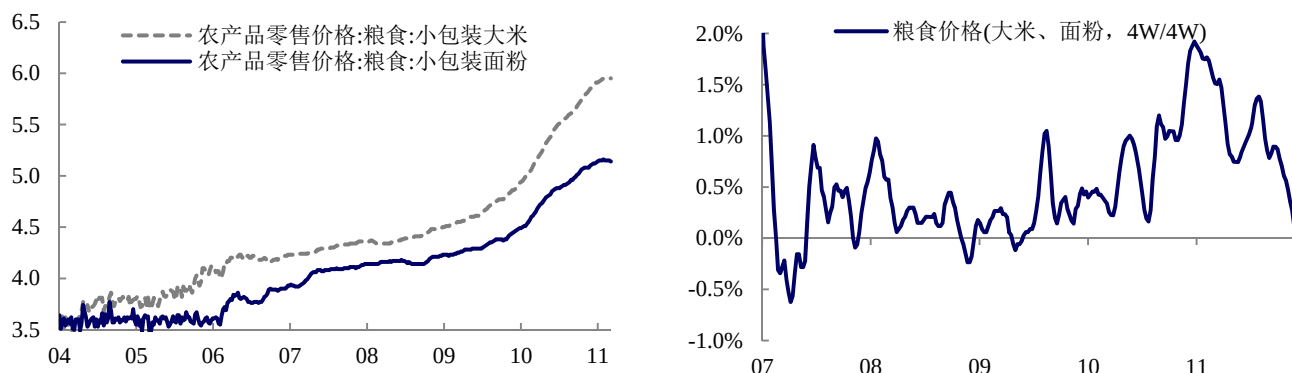
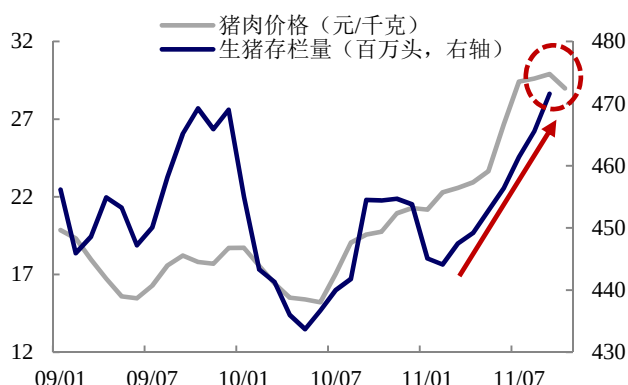
然而，相对来说，明年下半年的通胀形势不容过度乐观。一方面，欧洲经济在经历了上半年的疲弱后，有望低位企稳，另一方面，美国等主要经济体缓慢复苏引发需求回暖，而各国宽松的货币政策格局不变，这有可能导致大宗商品价格再次抬头。当然，整体来看，通胀压力真正显著上升会是在 2013 年。

图表 47: 季节性规律指向 1-7 月 CPI 同比增速下行

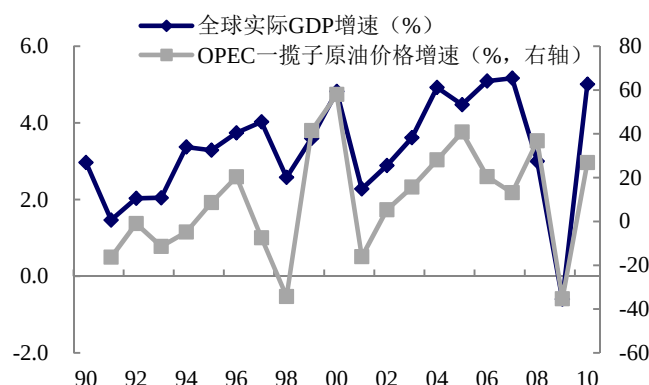


图表 48: 产出缺口指向通胀压力回落，通缩预期上升



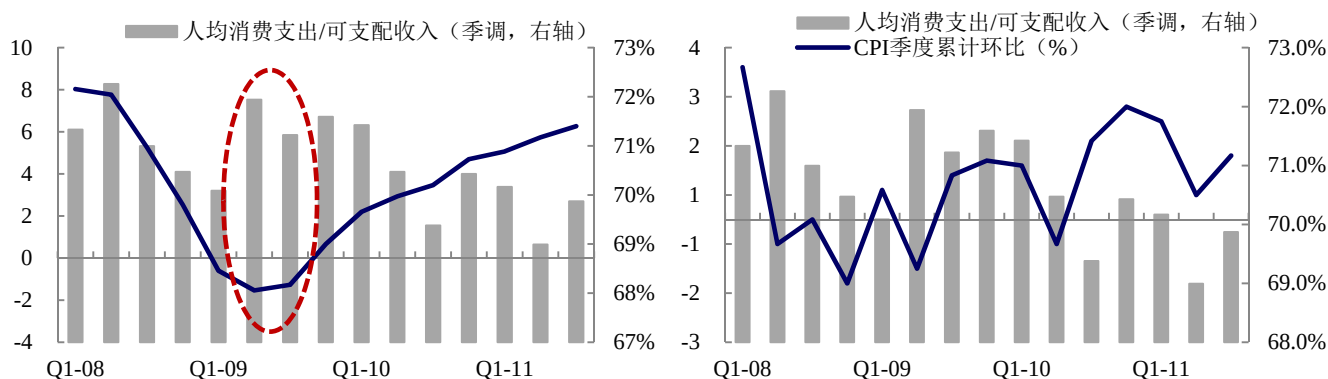
图表 49: 粮食价格涨幅趋缓, 刘易斯拐点对物价第一波冲击或开始减弱

图表 50: 在持续补栏背景下, 猪肉价格出现拐点


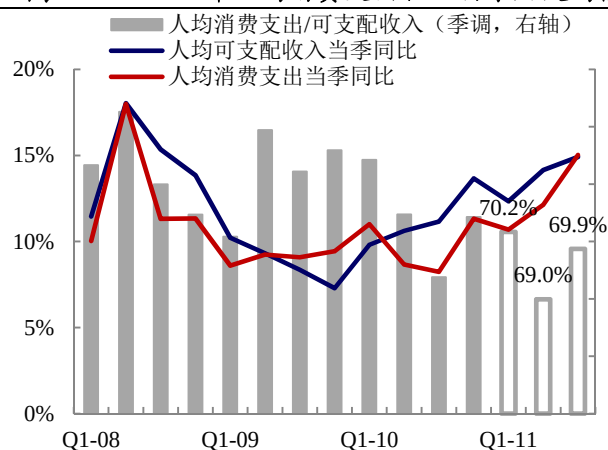
数据来源: CEIC, 兴业证券

图表 51: 全球经济回暖之日, 就是油价再次加速之时


通胀回落收入上升, 对实际消费有一定正面贡献

以人均消费支出对可支配收入的占比来表征的消费意愿来看, 消费意愿与通胀的关系并不十分显著, 但通胀低点通常对应着较高的消费意愿。如上所述, 我们判断通胀将在上半年持续回落, 这有助于拉动实际消费的上升。另外, 从基数方面来看, 季调后的数据显示, 2011 年人均消费支出对可支配收入的占比弱于历史均值, 显示高通胀下消费意愿在今年偏弱。低基数也意味着明年实际消费将保持较快增长。再考虑到劳动力成本上升尽管速度有所减弱, 但趋势不变, 这也将有助于居民收入的改善。整体来看, 我们认为明年消费对经济的拉动作用将更加明显。从产品来看, 低通胀环境下, 必需品的消费表现有望强于奢侈品。

图表 52: 通胀低点通常对应着较高的消费意愿


图表 53: 2011 年人均消费支出占比弱于历史均值


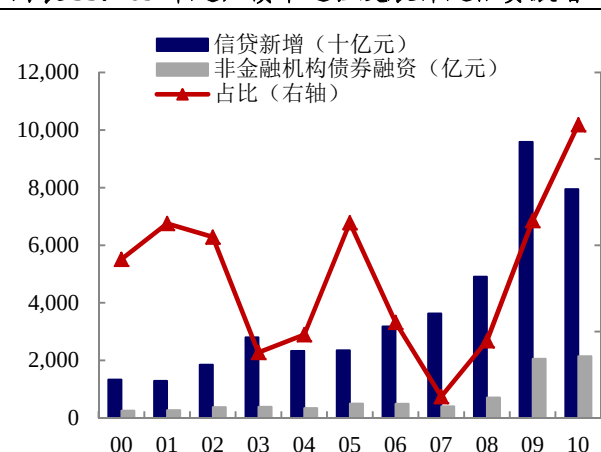
数据来源: CEIC, 兴业证券

图表 54: 汽车销售逐步回归至历史均衡值附近

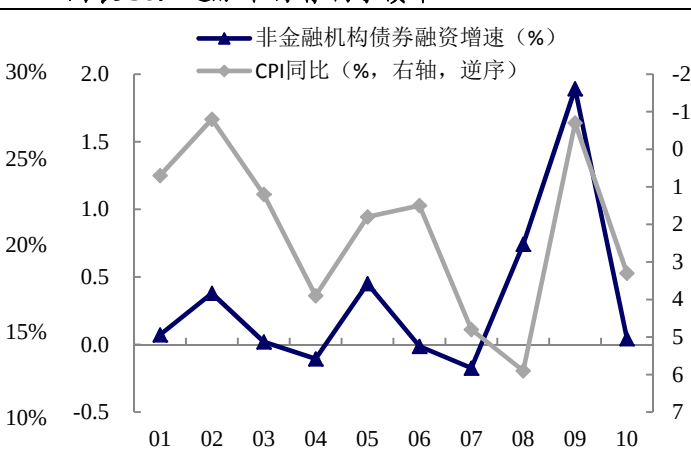

货币回归中性，准备金率“时刻准备着”

如果如我们所分析的那样，房地产价格加速下滑，“去地产化”在 2012 年（再次）成为调控的主要方向。则经济的加速下滑将不可避免。为了对冲经济下行的压力，政策将在一定程度上转向宽松，为经济“托底”。对于政策的托底，我们判断：

信贷 8 万亿，债市融资规模扩大。如前所述，当货币相对于实体经济超发时，资产价格上涨的压力会显著上升。如果政策主线如我们所判断的那样是“去地产化”，就需要彻底打消“政策托底货币为主”的想法。**货币政策的目标是经济“不饿死”，但绝对不是“吃饱”。**随着通胀整体水平下降，经济下滑，实体经济对资金的消耗也将减少，因此信贷目标不会制定的非常高。但与此同时，无论是房地产还是促进新周期启动，利率都有市场化的需求，在通胀下行，加息难度较大的时候，直接融资能够有效发挥市场对资金流向的调节作用，因此明年债市融资规模有望扩大。

图表 55: 09 年起，债市迅猛发展伴随信贷激增


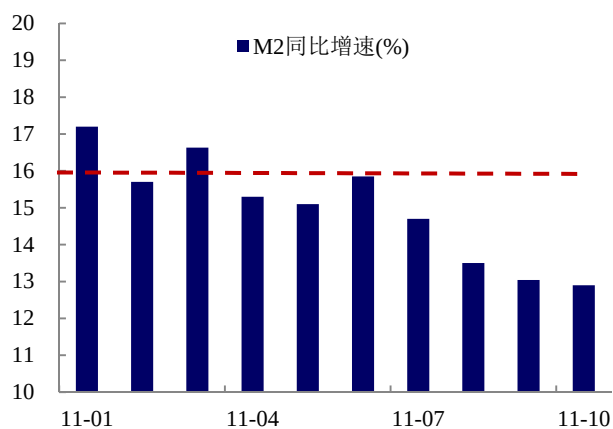
数据来源: CEIC, 兴业证券

图表 56: 通胀下行有利于债市


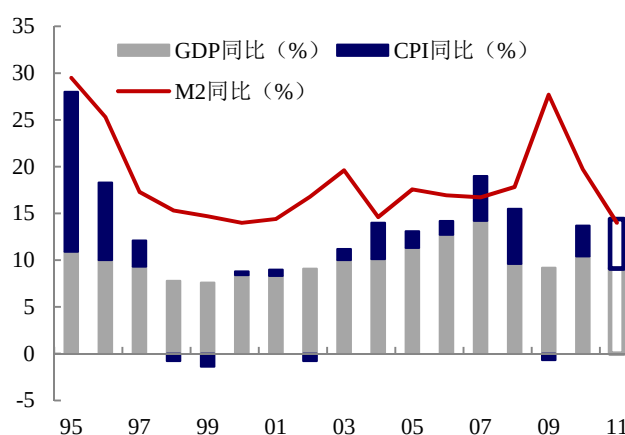
M2 增速目标 14%。今年 M2 增速偏低的一个重要原因是表外化，资金大量流向理财产品，使得部分存款从银行表内消失。理财产品的发行并不影响经济体系内总的流动性，但改变银行存款的形式，从而影响了资金的结构和分布，同时对货币供应量（M2）与货币乘数的读数造成干扰。粗略估计今年理财产品这一因素的影响有 1-2 万亿元。如果考虑经济增速下滑，表外资产转表内需求回升，则这部

分资产重回表内有望推升 M2 增速 1-2 个百分点。考虑到名义 GDP 增长可能在 12% 左右，且外汇占款短期内流入速度不大的情况下，则将 M2 目标定为 14% 的可能性较大。

图表 57: 受理财干扰, M2 同比持续低于调控目标



图表 58: M2 和 “GDP+CPI” 增速差距高位回落

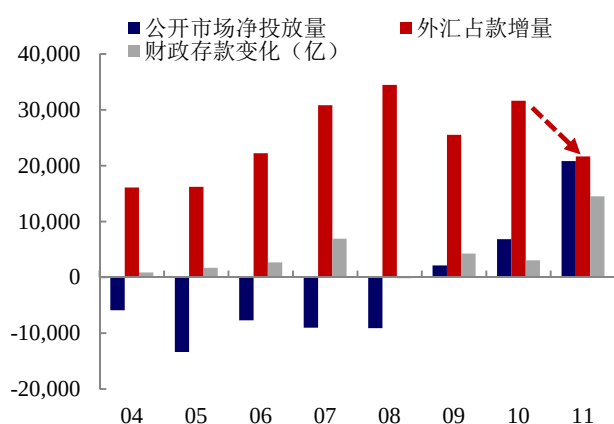
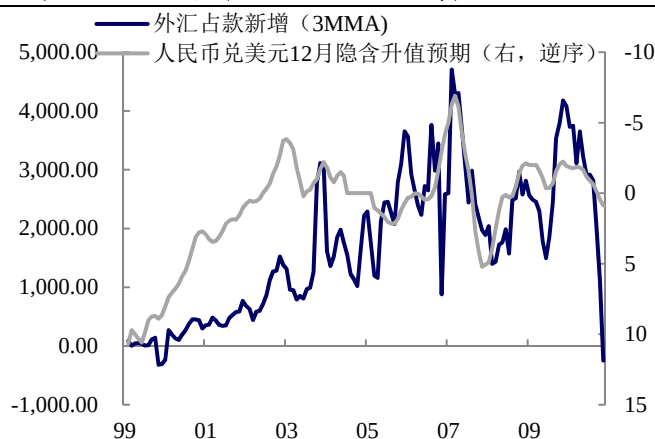
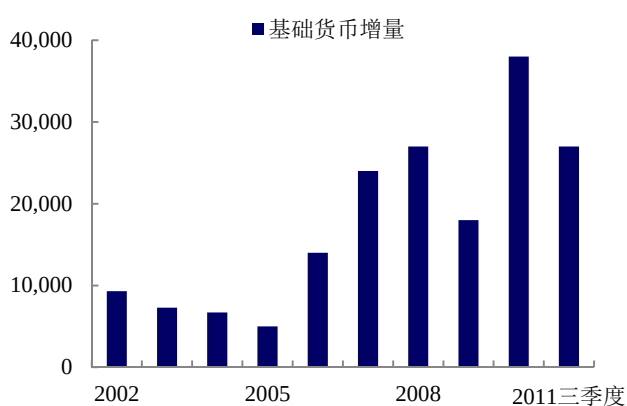
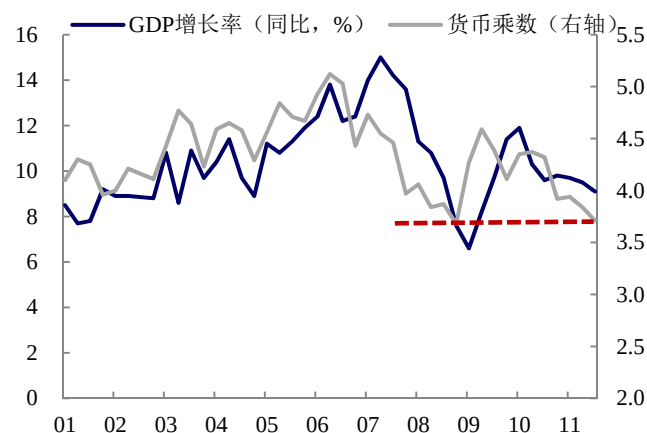


数据来源: CEIC, 兴业证券

准备金率“时刻准备着”，判断会下调 4 次。近期市场对于资金外流的担忧上升，人民币连续跌至汇率波动下限更是加剧了资金流出的担忧。我们认为，周小川行长所说的“资金池”将在明年上半年发挥主要的作用。由于货币政策对资产价格的影响，我们判断当前政策并不会制定具体的降准目标，更可能的是盯住外汇占款相机而动。结合我们对明年资金流入“前少后多”的判断，我们认为最终准备金率下调 4 次的概率较大。

流动性主要由基础货币和货币乘数共同决定。根据央行的资产负债表，如果不考虑 M0 的变化，则基础货币的变化主要由外汇占款、财政存款和公开市场操作三部分构成，即 **基础货币的变化=外汇占款的变化-财政存款的变化+公开市场操作的净投放量**。数据表明，从 2004 年到 2011 年 10 月，外汇占款变化一直是构成基础货币吞吐最重要的因素。但近期人民币升值预期回落，且连续跌至汇率波动下限加剧了资金流出的担忧。若外汇占款大幅波动，将对基础货币产生影响。

年初以来的基础货币累积增量仍处历史较高水平，但较低的货币乘数严重抑制了基础货币派生功能。自 2010 年以来，央行一共 11 次上调存款准备金率，政策紧缩力度较大，货币乘数从 2010 年 1 季度的 4.35 下行到 2011 年 3 季度的 3.71，与 2008 年底的历史低位相当接近。历史上看，货币乘数的高低一定程度反映货币政策松紧的力度，并且与经济增长密切相关，3 季度货币乘数处于低位与经济增长放缓相吻合。经济的放缓将促使政府动用货币政策来稳定增长，而推高货币乘数将有助于释放更多的流动性来为实体经济增长提供必要的资金支持。我们认为，货币乘数由现金漏损率、法定准备金率和超额准备金率决定，其中现金漏损率具有较为明显的季节性规律，下调法定存款准备金率是推升货币乘数最有效的措施，但是需要信贷放松的配合。

图表 59: 外汇占款是基础货币的重要组成, 增量收窄

图表 60: 人民币升值预期回落加剧资金流出担忧

图表 61: 基础货币增量仍处历史较高水平

图表 62: 货币乘数处历史低位, 且与 GDP 增速吻合


数据来源: CEIC, 兴业证券

财政政策: 税收补贴为主。相对于货币政策的大开大合, 财政政策定点调控的效果更好。首先, 由于经济下滑, 政府必然要对居民、尤其是低收入人群加大补贴力度; 其次, 随着通胀回落, 政府对于消费的补贴也不用过于担忧会推升通胀, 并可以通过结构性的政策拉动消费率的上升; 最后, 如果要在制造业中寻找未来增长的动力, 在十二五的第二年各种产业振兴规划也将逐步推出, 财税结合的产业政策也将是政策的主要方向之一。

图表 63: 2011 年 11 月以来出台的财政相关政策

时间	事件
11 月 1 日	修改后的《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》和《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》正式实施, 主要内容为提高增值税、营业税起征点。
11 月 14 日	财政部会同发改委印发通知, 决定从 2012 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日, 对小型微型企业免征管理类、登记类、证照类行政事业性收费, 具体包括有企业注册登记费、税务发票工本费、海关监管手续费、货物原产地证明书费、农机监理费等 22 项收费。
11 月 23 日	财政部 11 月 23 日公布资源综合利用产品的增值税优惠政策的调整方案, 大幅扩大增值税优惠行业范围, 增加十余类增值税减免行业。

数据来源: 兴业证券

第四部分:

从韩国经验看中国地产政策中长期前景

“对于我的职业来说，任何稀奇古怪的知识都是有用的。”

(In my profession all sorts of odd knowledge comes useful.)

——夏洛克·福尔摩斯

韩国经验：行政手段并不一定会“一收就死”

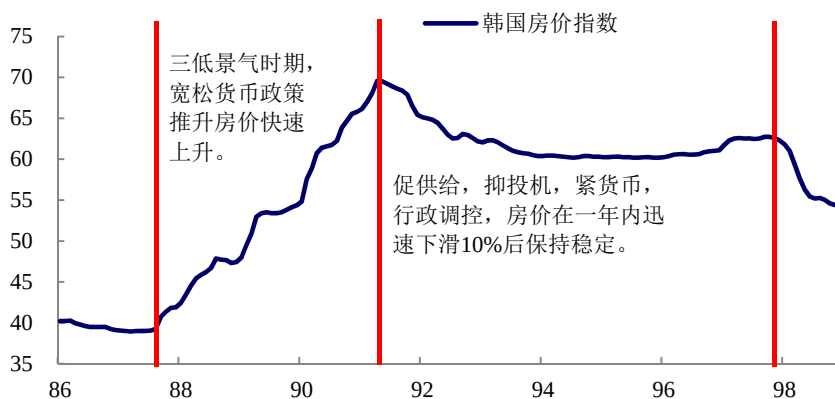
当前房地产行业景气度下滑的一个重要原因是政府的行政调控。由于限购等行政调控政策并非市场化的调控，因此饱受诟病。历史上，韩国在 80-90 年代的房地产调控也曾经采取过不少非市场化的手段，因此那段时期韩国房地产调控的政策得失，对我们判断地产价格中期走势应该有借鉴意义。

我们对韩国经验进行回顾后发现，对于房地产行业，半市场化的调控并非全然不可取。韩国的房地产市场在大幅上涨后，在政府采取“半市场化+紧货币+促供给+打击投机”的综合调控下，经历了一波大约 10% 的调整后企稳，并在 90 年代初相当长的一段时间内保持平稳。当然，韩国房价下跌后企稳的另一重要原因是其制造业在全球化过程中获得了二次产业升级的契机，从而推升了房价的内在价值。但无论如何，韩国采取的政策与当前中国政府采取的房地产政策非常类似，因此我们不能得出行政调控会导致“一收就死”的结论。

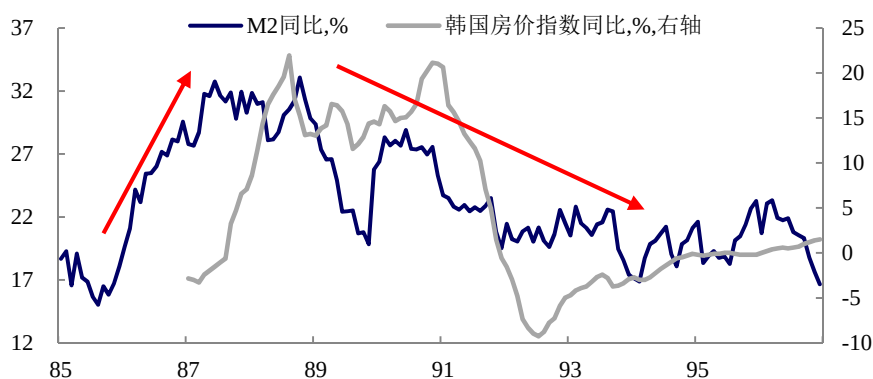
宽松政策致韩国 80 年代末房价暴涨

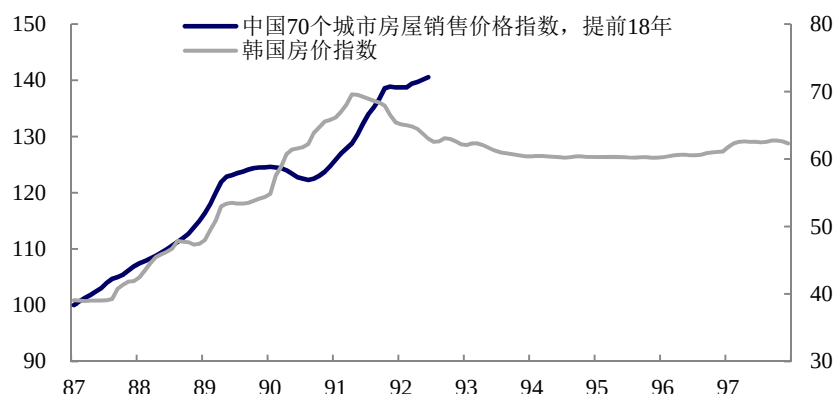
让我们先来回顾那段历史。韩国 1980 年代初出口导向型的发展，使得其制造业部门劳动生产率快速提升。而随着韩国在 1986 年前后进入刘易斯拐点，出口部门劳动力成本上升，企业竞争力逐步减弱，贸易逆差开始扩张。为应对这种情况，政府采取宽松的货币政策，加上当时偏低的能源价格，以及韩国 88 年奥运会的影响，使得韩国迎来所谓“三低景气”时期（低利率，低汇率，低油价）时期。宽松的货币政策使得资金大量流入房地产，从 1987 年到 1991 年之间，韩国房价指数暴涨 78.12%。这一切都与中国当前所面临的困境极其相似。

图表 64：1990s 初期，韩国房价回落并稳住



图表 65：流动性导致韩国房价涨跌的原因之一



图表 66: 中国地产价格能否像韩国一样实现“软着陆”？


数据来源：CEIC、兴业证券

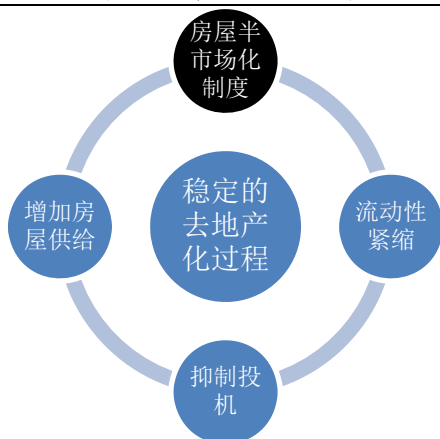
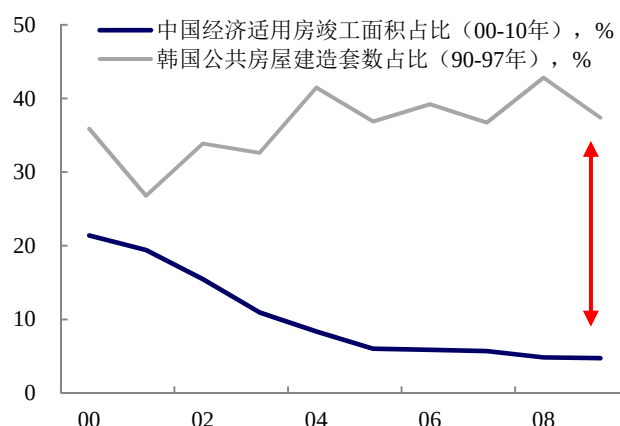
短期政策应对：紧货币、增供给、抑投机

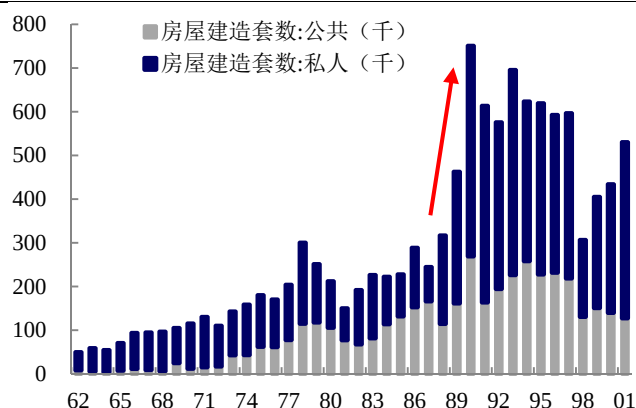
1980 年代末期，韩国政府着手控制房价上涨，包括紧缩货币、增加住房供给、抑制投机等一揽子政策手段。通过住房五年计划，在 1988-1992 年期间，新建了 200 万套住房，而韩国房屋年均建造量也从 25 万套左右跳升至 1997 年的 60 万套。住房供给大幅增加叠加货币增速下降，房价在 91 年 4 月开始回落，但整体跌幅不大，至 93 年 10 月韩国整体房价水平回落约 10%，此后直到 97 年亚洲金融危机之前都保持平稳。而在此期间，韩国完成了制造业的二次升级，由 1980 年代的“重化工”主导逐步转为由“电子、交运行业”主导。

图表 67: 1980 年代末韩国通过增加供给、抑制投机等一揽子政策控房价

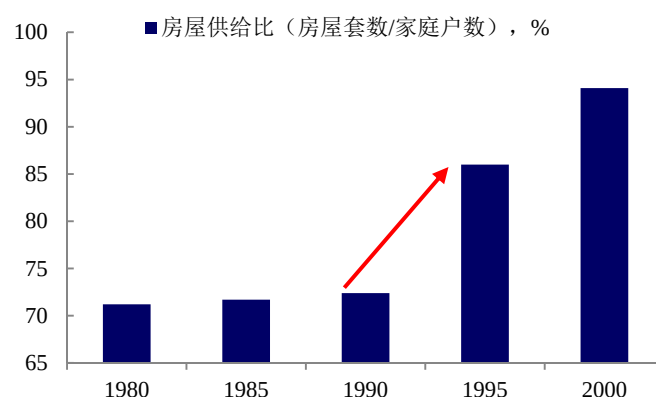
80s 末期-90s 初期，韩国抑制房价政策	
增加房屋供给	✓ 1988-1992 年间，政府一揽子计划，增加供给。包括新建两百万的房屋，在首尔周边开发 5 个新的小镇，解决近 30 万户居住问题； ✓ 1994 年，修订国家土地使用管理法，可开发面积占国土面积的比例从 15.6% 升至 41.7%。
抑制投机	✓ 1988 年：“810 措施”，将一家一户住宅免税条件，修正为居住一年以上、持有三年以上并有实际居住、或者持有五年以上，一家庭两住宅的交易税免税期从两年缩短到六个月； ✓ 1989 年，对指定地区地价进行调查，新房地价管制加深； ✓ 1990 年，全面征收土地综合税； ✓ 1991 年，对未竣工或闲置土地征收土地增值税。

数据来源：(Kim, 2002) The impact of government intervention on housing markets in Korea

图表 68: 四大政策助力韩国平稳去地产化

图表 69: 韩国住房公共建造比例高，保证住房供给


图表 70: 90 年代韩国房屋建造套数大幅增加


数据来源: CEIC、兴业证券

图表 71: 90 年代韩国房屋供给比跳升


行政调控长期化

从韩国经验来看,除了短期的抑制房价政策,房地产市场的“半市场化”可能是韩国房价在 90 年代初期回落但不崩盘的重要原因之一。1) 国家管制的土地及新屋价格,限制了开发商的利润空间,使得资金能够有效地流入政府支持行业; 2) 较高的公共建造比例保证住房市场供给; 3) 国有化的抵押贷款市场、严格的新屋分配制度,以及特殊的租房市场(韩国大部分租房合同为“押租”合同,即租客需要向房东缴纳一定的押租,约为房屋价值的 50%左右。这部分押租会在租约到期--一般租约为 2 年--时无息返还。房东的出租收益来自于押租在这两年间的投资收益),使得部分中低收入居民稳定在租房市场(韩国租房比例长期稳定在 50%左右),与房价稳定形成正反馈。

图表 72: 中长期半市场化手段助韩国地产市场长期稳定

80s-90s 半市场化的韩国住房制度	
政府控制的新屋分配制度	✓ 新屋购买者需要在韩国住房银行开立账户,定期存入一定数量的住房认购储蓄,要求储蓄金额与购房面积成正比。政府在达到要求的购房者中随机抽取。
	✓ 新屋价格管制:管制价格在成本上适当加成,但大幅低于市场价格;
	✓ 新屋面积管制:为了防止买房者和开发商的套利行为,政府对房屋的套均面积也有所限制,以保证小面积房型的供给。政府规定,85 平米以下的房屋占比要达到 60%以上,60 平米以下的房屋占比要达到 20%以上。
管制的抵押贷款市场	✓ 1997 年前,仅有韩国住房与商业银行可发放抵押贷款,且只有少数首次购房者可以获得少量抵押贷款
稳定的租房市场	✓ 政府提供大量公共租房。1988 年,建造 50 万套公共出租房,1992 年,提出 50 年租赁住房计划,租金为市场租金的 37-45%;
	✓ “租客保护法”规定每年房租上涨幅度不得超过 5%
严格的土地供给	✓ 每年,由韩国建筑交通部提供该年房屋供给的具体计划,包括政府部门和私人部门,建房的数量、类型、地址等,并分别估算所需的住宅土地、商用土地、工业用地和基础建设用地的具体数量。
国有垄断的土地一级开发	✓ 大规模的土地开发计划是由公共部门(包括韩国土地公司、韩国住房公司和当地政府)所垄断。他们从土地所有者购买土地,并执行一级开发,将其重新划分为住宅用地、商业用地,再出售给开发商。房屋建造商获得土地的价格也受到建筑交通部的管制。

数据来源: (Kim, Kim, 1998)The political economy of Korea government policies on real, estate, (Hannah, , Kim, Mills, 1993)Land use controls and housing prices in Korea

信贷和产业政策向实业倾斜

去地产化的意图是要避免资金向房地产行业倾斜、导致制造业空心化。从本质上来说，资本的逐利性意味着如果房地产行业的 ROE 较高，就难以改变资金涌入地产市场的格局。从韩国的经验来看，其在 90 年代采取的一系列鼓励新兴产业、同时通过大政府严格控制房地产行业杠杆率的做法，对其当时的新兴产业腾飞起到了推波助澜的效果。一旦其他行业的投资回报率具有明显优势，则资金自发地就会回流实体经济。从这个角度出发，也可以得出政府当前针对房地产严格信贷政策将延续的结论。

图表 73：亚洲金融危机前韩国产业政策演变

韩国产业政策演变		
时间	政策支持行业	政策手段
1960-1973	出口 劳动密集型产业	✓ 进口保护； ✓ 出口补贴； ✓ 重点行业低成本贷款补贴； ✓ 出口目标制。
1973-1980	出口 重化工业 (包括钢铁、石油化工、船舶、电子)	✓ 进口保护； ✓ 出口补贴； ✓ 出口目标制，根据出口目标的完成情况选择重点企业； ✓ 政策贷款大量使用，对支持行业的利率补贴可达到 2%-6% 左右（注 1）； ✓ 重点行业投资的税收抵免； ✓ 1984 年，实行对不动产行业的信贷控制。
1980-1990	高技术行业	✓ 扩大进口，进口牌照发放、进口关税降低； ✓ 政策贷款的规模降低，但贷款仍然受到政府影响； ✓ 政策贷款由重化工业转向 R&D 部门（注 2）； ✓ 放开 FDI，以获得国外技术。
1990-2000	高技术行业	✓ 金泳三“新经济计划（1993-1997）”，致力于逐步打破政府垄断，推行经济自由化； ✓ 1991 年，打破“太大而不能倒”的传统，允许大企业破产，要求大企业破产重组并选择核心业务，承诺给予更多的贷款支持； ✓ 金融部门逐步开放。

注 1：政策贷款在韩国被大量使用，为保证资金能够有效流入支持行业。一方面，韩国重点发展大财团，并严格限制财团对银行的控制，通过银行控制财团。另一方面，大部分的贷款通过一个严密的信贷控制系统（Credit Control System, CCS，成立于 1974 年），以便于政府监控。1978 年，政策贷款达到顶峰，超过贷款总额的 50%。一般的出口企业均可以补贴利率获得短期贷款，但只有重点企业才可能以补贴利率获得长期贷款；

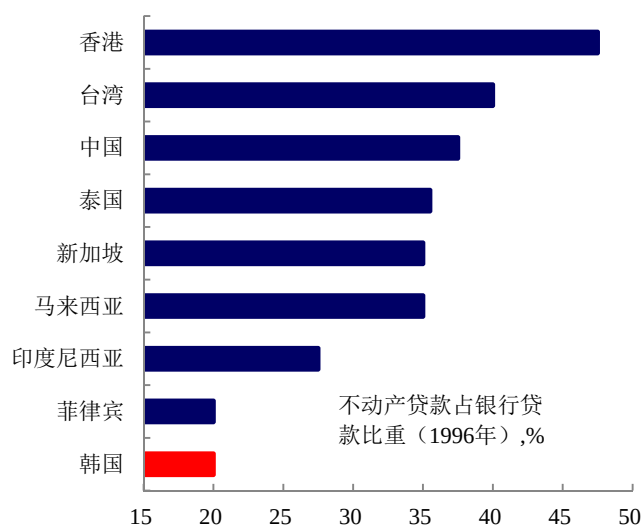
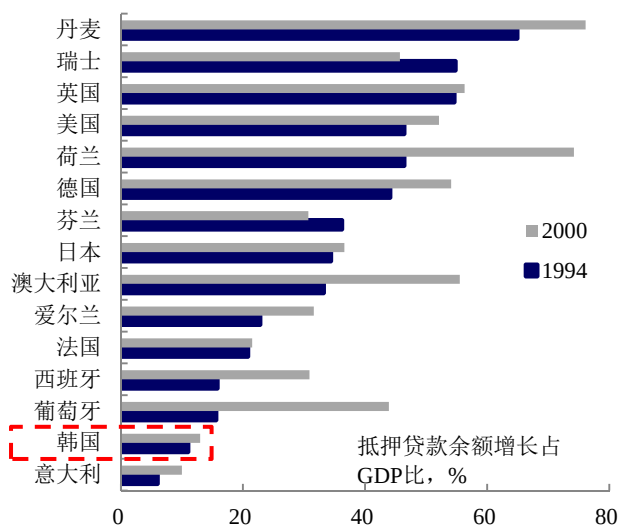
注 2：90s 后期，韩国由对重点行业的政策贷款支持转向 R&D 部门，对 R&D 的支持程度超过美国。90s 后期，韩国和日本对 R&D 的投入占 GDP 比为 2.9%，超过美国的 2.6%，而同期台湾、中国仅为 1.9%，新加坡为 1.5%，马来西亚、泰国、印度尼西亚低于 0.5%。

数据来源：（Wang, 2005），From Technological Catch-Up to Innovation-based Economic Growth: South Korea and Taiwan Compared; （Weiss, 2005），Export Growth and Industrial Policy: Lessons from the East Asian Miracle experience，兴业证券整理

图表 74：93-97 年韩国各行业 ROE

	制造业	机器设备	电脑	电气	电子	精密仪器	交运设备	不动产及租赁
93	4.2	12.6	11.1	5.1	4.7	-78.8	-0.3	-19.7
94	7.6	9.9	14.8	6.5	19.3	-6.0	3.6	-2.5
95	11.0	12.8	11.8	6.7	34.8	2.9	4.7	-4.2
96	2.0	9.6	7.0	6.5	5.7	2.6	2.6	-8.5
97	-4.2	-0.3	-15.1	2.5	-1.3	6.6	-15.9	0.3
98	-15.9	-13.6	-41.0	2.8	-1.3	9.3	-135.6	2.8

数据来源：兴业证券整理

图表 75: 银行贷款流向房地产市场的比重较低

图表 76: 韩国房贷杠杆率偏低抑制房地产投机


数据来源: 兴业证券整理

韩国经验对中国的借鉴意义

综上, 从韩国的经验可以看到, 在经济可能陷入“三明治陷阱”风险的时候, 由于资金的逐利性, 这时各行业资本回报率已经使得资金有加速流入地产行业的冲动, 而通过行政手段调控, 一方面压低房地产市场的资本回报率、抑制投机, 同时通过政府主导的建设, 增加房地产供给, 再结合 (尤其是对地产行业) 偏紧的货币政策, 是有可能使得房地产市场出现“软着陆”的。因此, 从这个角度来看, **中国当前的房地产调控政策前景并不悲观, 政策的关键在于政府主导的房地产供给和产业信贷政策引导资金流向实体经济。**

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。