

2011 年 12 月 29 日

静态测算地产销售增速下滑对总需求冲击

- I 地产下滑的影响到底多少是关乎 2012 年政策走向乃至整体经济趋势的关键变量。在严厉的限购限贷调控政策下，地产销售增速进一步下降已是国内经济面临的现实威胁。为了评估房地产销售下滑对实体的冲击，我们从居民支出的视角，按照终端需求以及对应的不同产业链对全社会的整体需求进行了分类估算。
- I 居民用于房地产的直接支出总需求中占比约 15.7%。按照官方公布的统计数据，总需求中投资仍然是最大的组成部分。我们将房地产以外的投资分成设备购置及其他、非地产土建两部分，合计共占到总需求的 40.2%，而计入家装行业后，用于地产直接支出的比重约为 15.7%。
- I 地产销售零增长可能拉低工业投资名义增速 4.7% 左右。历史上看，工业企业投资增速与房地产销售增速之间一直非常吻合，地产销售的变化大约领先了 7 个月左右。参照历史上地产与工业投资的相互关系，明年工业企业整体投资增速可能比今年下降 4.7%，进而拉低全社会的非地产投资 1.1 个百分点。
- I 地产销售零增长可能伴随商品销售增速下降 3 个百分点。我们将房地产销售增速与商务部检测的零售行业各个细分产品的数据逐一校验，发现大部分产品，特别是汽车销售的走势都与地产相近。按照历史关系，如果地产销售维持在零增长，这些行业平均销售增速可能将出现 3 个百分点的降幅。
- I 我们估计地产销售零增长可能导致总需求实际增速下滑 2.4% 左右。由于当前政府可能出台的政策手段尚不明朗，我们更多是静态地估计地产销售下滑带来的冲击。我们按照过去几年里的历史关系，从名义和实际增速两种不同的角度，估计了对总需求的影响。按照历史统计规律，明年地产销售降至零增长单一因素的冲击，可能导致总需求名义增速大致降低 3.9%，实际增速下滑 2.4% 左右。

证券分析师

苏畅 A0230511120001
suchang@swsresearch.com

研究支持

祁益峰
(8621)23297596
qiyf@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮
(8621)2329 7484
zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1.地产下滑对各行业需求冲击的评估	3
1.1 从居民的视角梳理六大类终端需求	3
1.2 三个层面拖累实体经济增速	5
1.3 地产销售下滑可能拉低工业投资 10%左右	5
1.4 地产销售零增长可能伴随消费下滑 3 个百分点.....	6
2.地产销售零增长拉低实际总需求 2.4 个百分点	10

图表目录

图表 1: 国内终端需求构成估算 (2009)	4
图表 2: 国内各分项终端需求具体规模 (2009)	4
图表 3: 工业企业投资约滞后于地产销售 7 个月	6
图表 4: 地产与汽车销量增速趋势基本一致	7
图表 5: 房地产销售增速与食品零售对比	8
图表 6: 房地产销售增速与服装零售对比	8
图表 7: 房地产销售增速与鞋帽零售对比	8
图表 8: 房地产销售增速与化妆品零售对比	8
图表 9: 房地产销售增速与日用品零售对比	9
图表 10: 房地产销售增速与电器音响零售对比	9
图表 11: 通信行业与地产销售有一定差异	9
图表 12: 地产销售与工业投资的历史关系	10
图表 13: 地产与汽车销售的历史关系	10
图表 14: 地产与其他商品零售增速的历史关系	11
图表 15: 地产销售零增长拉低实际总需求 2.4 个百分点	12

1. 地产下滑对各行业需求冲击的评估

在严厉的限购限贷调控政策下，今年地产销售增速已经出现了明显的回落。而在年末政策密集期里，“坚持房地产调控不动摇”的政策宣示反复被强化，地产销售增速进一步下降已是国内经济面临的现实威胁。

为了评估房地产销售下滑对实体的冲击，我们以居民的视角，按照终端需求以及对应的不同产业链对全社会的整体需求进行了分类估算。

1.1 从居民的视角梳理六大类终端需求

国内的终端需求大致可以划分为几大类：

（1）大宗的可选消费品。在居民支出中所占比重较大而消费频率较低，最主要就是房地产和汽车。此外还有装修、家具、家电等与地产直接相关的消费领域产业。这几个大类行业的销售收入基本能够反映相关领域最终需求对整个产业链的直接拉动；

（2）其他消费品。主要包括一些支出金额相对较低的可选消费如手机、服装等，以及各种日常消费品，我们以零售行业的销售额来体现居民在这些商品上的支出；

（3）与居民日常生活直接相关的服务业。主要包括教育、医疗、通信、居民服务、文化娱乐等，居民用于这些行业的支出可以用这些服务性行业的增加值来体现；

（4）与居民生活直接关联有限、但对全社会却必不可少的一些公共服务品。这部分需求包括政府提供的社会服务以及科研支出等，以这些行业相应的增加值来表征；

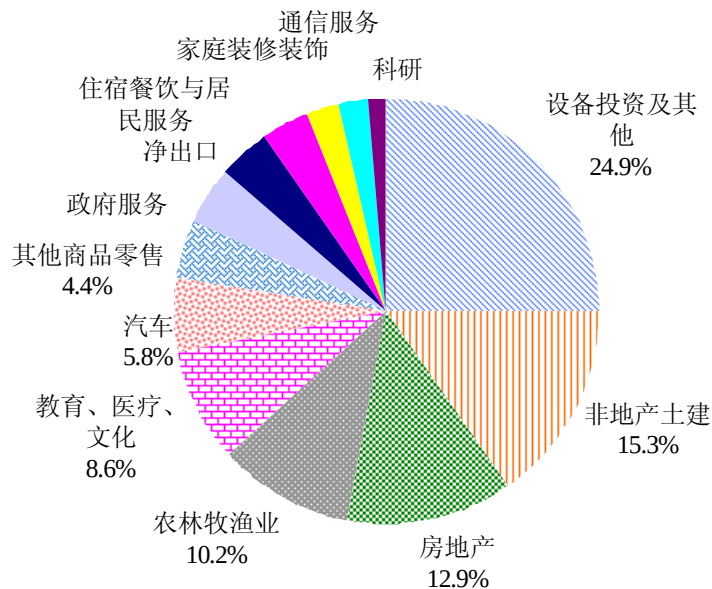
（5）基建和工业投资等中间产业。这些领域的投入不直接出现在居民的直接支出中，而是表现为固定资产投资。为了将地产行业的影响区隔开，我们在计算投资总额时将房地产竣工部分的价值单独扣除，归入地产支出的口径。

（6）外贸出口。存在进口和出口商品之间不完全匹配的问题，我们近似地以净出口金额代表来自海外的需求。

由于分行业的服务业增加值数据只公布到 2009 年，因此我们就以 2009 年的数据为基础估算最终需求的结构。按照官方公布的统计数据估算，总需求中投资仍然是最大的组成部分。按照投资资金支出的具体用途，我们将房地产以外的固定资产投资划分成设备购置及其他和非地产土建两部分，合计

共占到总需求的 40.2%。而计入家装行业后，居民用于地产直接支出的比重约为 15.7%。

图表 1：国内终端需求构成估算（2009）



资料来源：CEIC，申万研究估计

图表 2：国内各分项终端需求具体规模（2009）

需求领域	2009年支出（亿元）
设备投资及其他	85,840
非地产土建	52,579
房地产	44,300
农林牧渔业	35,226
教育、医疗、文化	29,501
汽车零售	20,000
政府服务	15,162
净出口	13,333
其他商品零售	11,832
家庭装修装饰	8,000
通信服务	8,164
住宿餐饮	7,118
居民服务	5,271
科研	4,722
IT通信产品	3,500
合计	344,547

资料来源：CEIC，申万研究估计

1.2 三个层面拖累实体经济增速

我们把房地产对实体经济的拉动，具体归结到三个层次：

第一，房地产开发投资对整个上游产业的全面拉动。2010 年四万多亿房地产的销售额本身就是上游行业的巨大需求，直接拉动钢铁、水泥、建材、工程机械等行业的生产和销售，这也是以往讨论地产行业对经济影响中的关注焦点。五年 3600 万套保障房的建设计划能够部分弥补的主要是商品房投资下降对相关产业的冲击。而历史经验显示，总需求下降还将对工业企业投资产生冲击；

第二，房地产伴生的大量消费。房地产的外溢性很强，房产购买决策直接决定相当部分居民的消费行为。例如家装、家具、家电等购买行为直接与买房相挂钩，特别是在家电下乡、以旧换新等刺激政策提前释放了不少更新换代的消费，与地产销售关系将更加密切。不仅如此，从历史经验看，其他诸如汽车、服装等产品的零售额也与地产销售息息相关。

第三，土地出让金收入的波动对财政收入产生影响。如果土地出让收入明显减少，将制约地方政府项目投资和实际支出。据统计，今年 1-11 月 133 个城市土地招拍挂总出让金同比下降 1.8%，其中住宅用地出让金同比下降 15.4%。历史上看，企业投资增速滞后地产销售大约 1 年时间，今年住宅市场的颓势很可能传导到明年工业用地领域，出现住宅和工业用地出让金双降的局面。如果明年出让金整体降幅与今年前 11 个月的住宅出让金相当，出让支出将下降 4000 亿元。需要大幅提高财政的赤字安排才能弥补这块缺口。

当前政府究竟会通过什么具体的政策手段来对冲经济下滑、实现经济平稳着陆尚不明朗。因此我们更多是静态地估计地产销售下滑带来的冲击，而不过多地考虑保障房建设开工，或是通过安排赤字加大政府项目投资等手段对经济的拉动。由于政府财政支出计划尚不明朗，我们主要估算地产通过前两种方式对经济的冲击。

1.3 地产销售下滑可能拉低工业投资增速 5%左右

在表 2 估算的各项需求中，占比最高的两块是设设备投资和土建，超过总需求的 40%，这其中既包含了政府的项目支出，也涵盖了工业与服务业的固定资产投资。

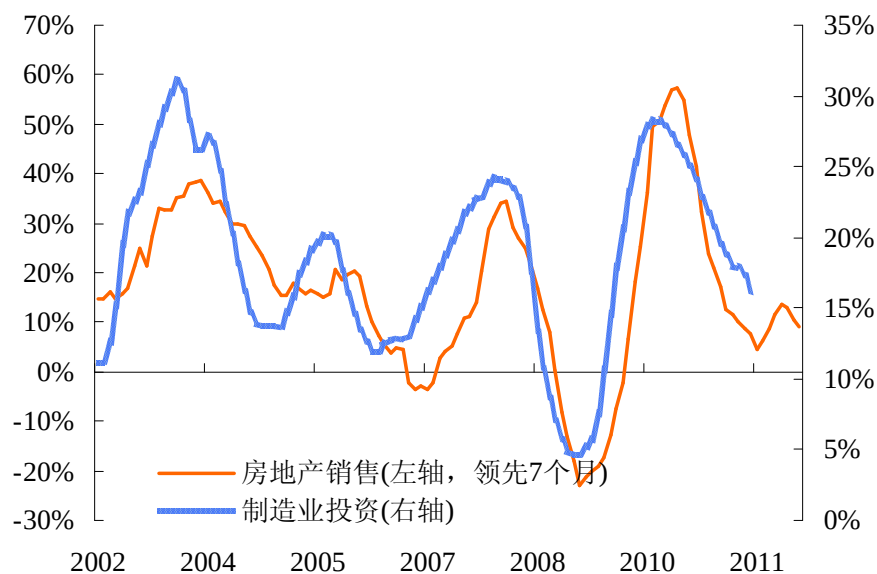
由于政府项目有强大的财政做后盾，我们假设与政府相关行业如基建、政府设施、科教文卫等行业的投资增速仍然维持在原有水平，而地产以外其他服务业的投资规模有限，我们主要考虑地产下滑对工业企业投资增速的冲击。

由于制造业固定资产投资增速过于稳定，难以反映实体经济的波动，我们还是用“工业企业新增总资产增速”来代表工业企业投资。从国内有相关统计数据起，工业企业投资增速与房地产销售增速之间一直非常吻合，其中地产销售的变化大约领先了 11 个月左右。

如果不考虑保障房建设的缓冲作用，以当前地产销售的增速，参照历史上地产与工业投资的相互关系，明年工业企业全行业的固定资产投资名义增速可能比 2011 年下降 4.7 个百分点。

以 2009 年的支出结构估算，当年工业企业土建部分的投资占非地产投资的 44.2%，设备购置和其他费用的投资约占全社会的 66.3%，如果工业投资增速少增 4.7%，将拖累全社会的非地产投资增速 1.1 个百分点。

图表 3：工业企业投资约滞后于地产销售 7 个月



资料来源：CEIC，申万研究估计

1.4 地产销售零增长可能伴随消费支出少增 3 个百分点

除了对投资的拖累外，大量消费行为伴随着购房决策。地产销售的下滑对消费端的冲击同样不容小视。

按照中国建筑装饰协会的统计，2010 年住宅装饰装修专业年工程总产值已经提升到了 9500 亿元，地产销售下降将直接导致装饰装修市场的萎缩。类