

金融支持和预期转向推动行业繁荣

— 2009年下半年房地产行业投资策略

2009年6月

国金证券研究所 曹旭特
电话：(8610) 66211658
邮箱：caoxt@gjzq.com.cn



- 金融环境的“双重最”
- 预期转向的结果加剧供求矛盾
- 重点上市公司

摘要：我们认为目前影响行业投资的因素简单且清晰，政府对房地产行业拉动经济增长寄予厚望，短期不会削弱金融支持力度，而对房价预期改变的综合结果是加剧供求矛盾。在经济企稳之前，行业的投资环境都会比较宽松。

■ 金融环境创下“双重最”

推荐行业的逻辑得到验证：我们是唯一在08年就量化测算房地产投资对经济增长直接和间接拉动程度的券商，也是首先强调房地产投资会是政府呵护行业的最重要参考标的，目前房地产投资的变化已经成为市场的共同关注焦点。

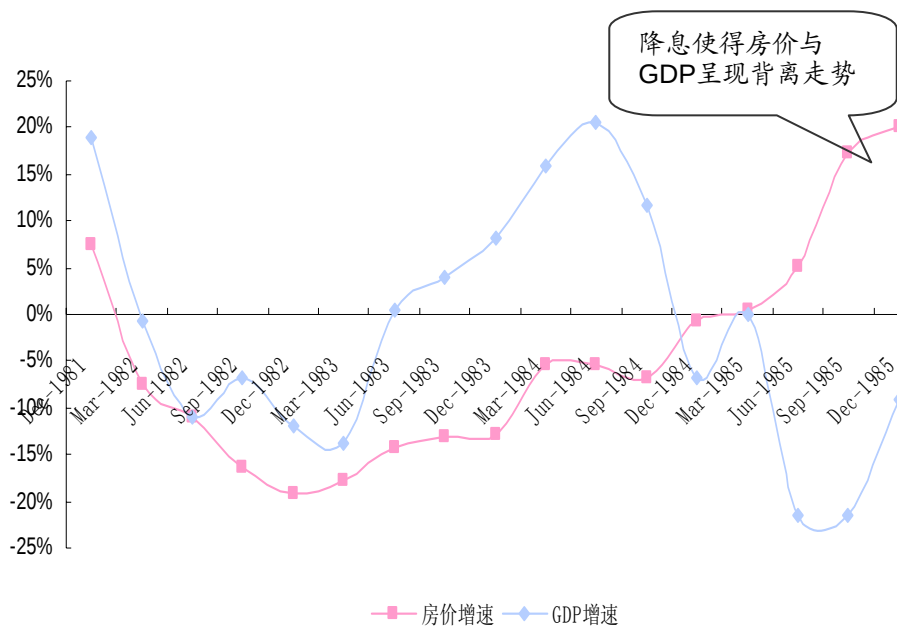
上述逻辑仍适用于下半年的投资：由于对房地产投资拉动经济增长寄予厚望，政府对行业的金融支持力度短期内不会减弱。

而对于房地产行业而言，关注宏观经济的增速，没有关注宏观经济连锁带来货币政策更重要。

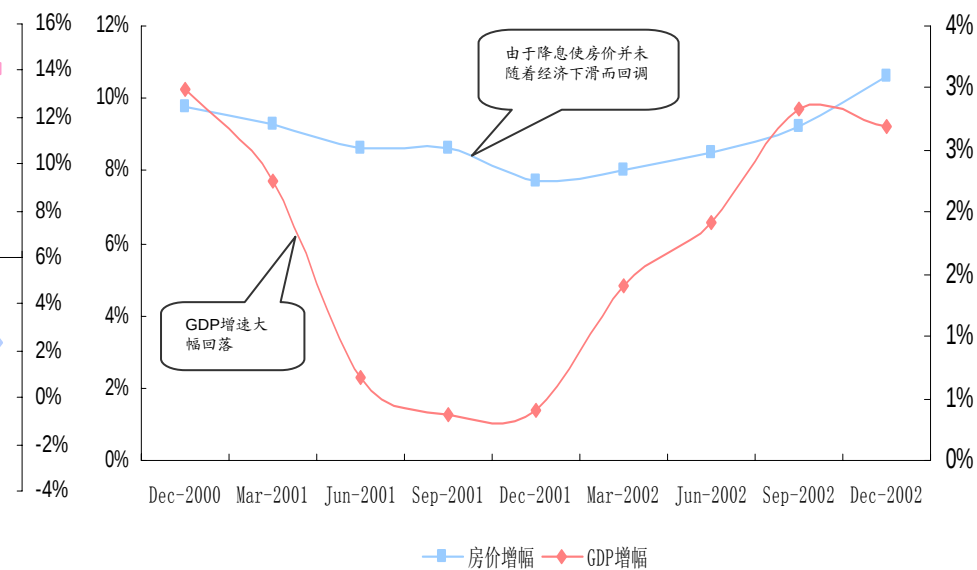
利率水平和M2能够从资金成本和资金可获得性诠释行业趋势，可以从正反两个例子来说明。

一、正例：经济下滑甚至负增长时，利率下调对房价的支撑

图：香港GDP、利率、房价关系



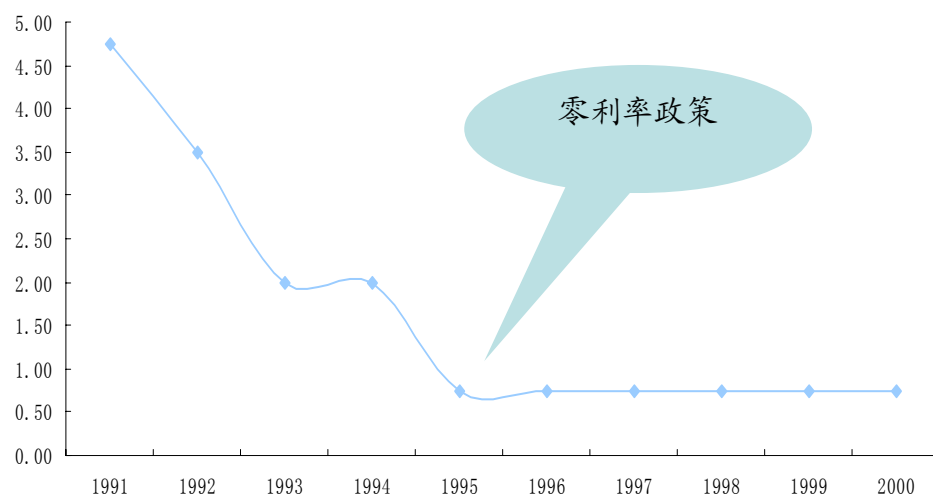
图：美国GDP、利率、房价关系



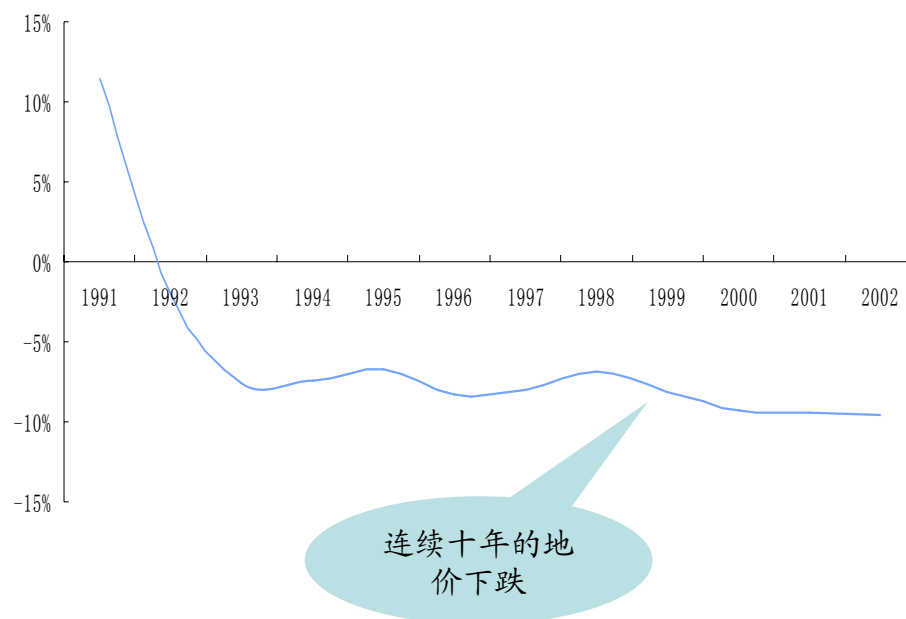
二、反例：忽视货币供给对资产价格造成的负面影响

日本调控经济的败笔在于仅重视利率忽视货币供给

图：日本利率变动情况

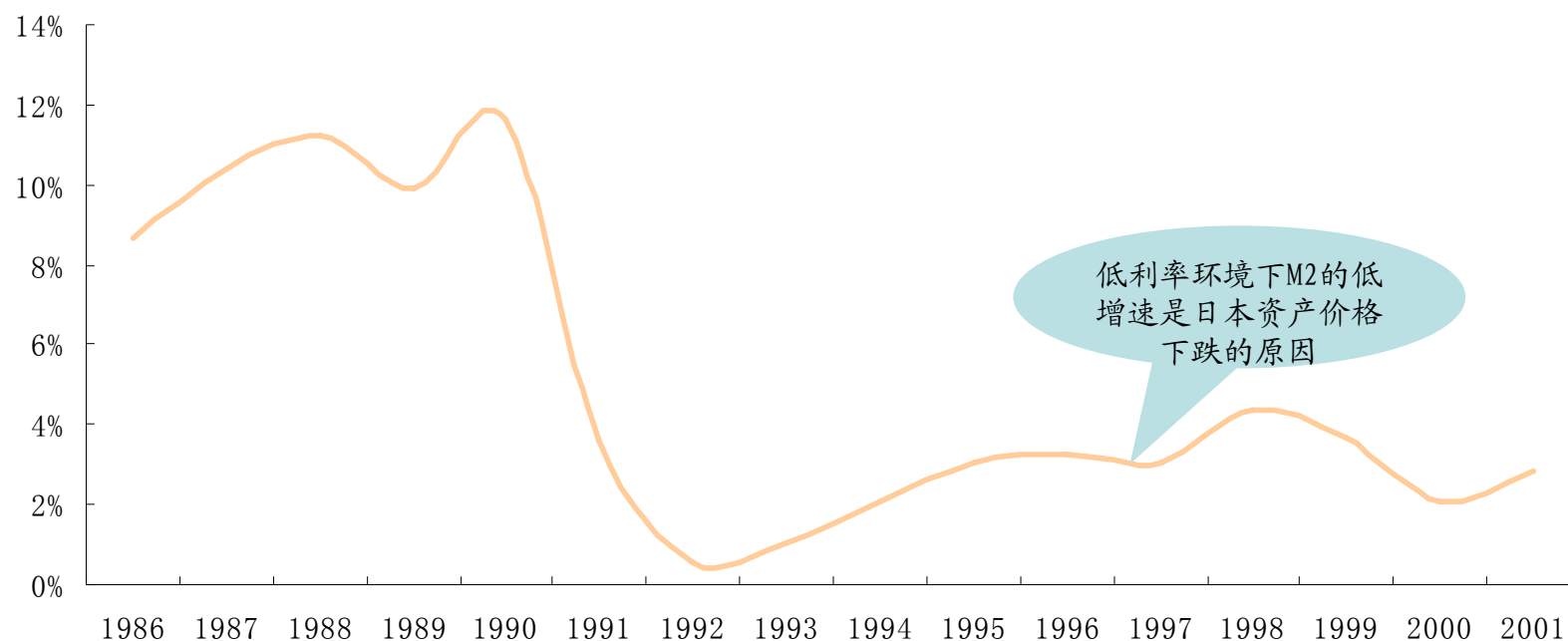


图：日本地价变动情况



没有有效增加货币供给量是日本出现“失去的十年”的重要原因

图：日本M2+CD的变化

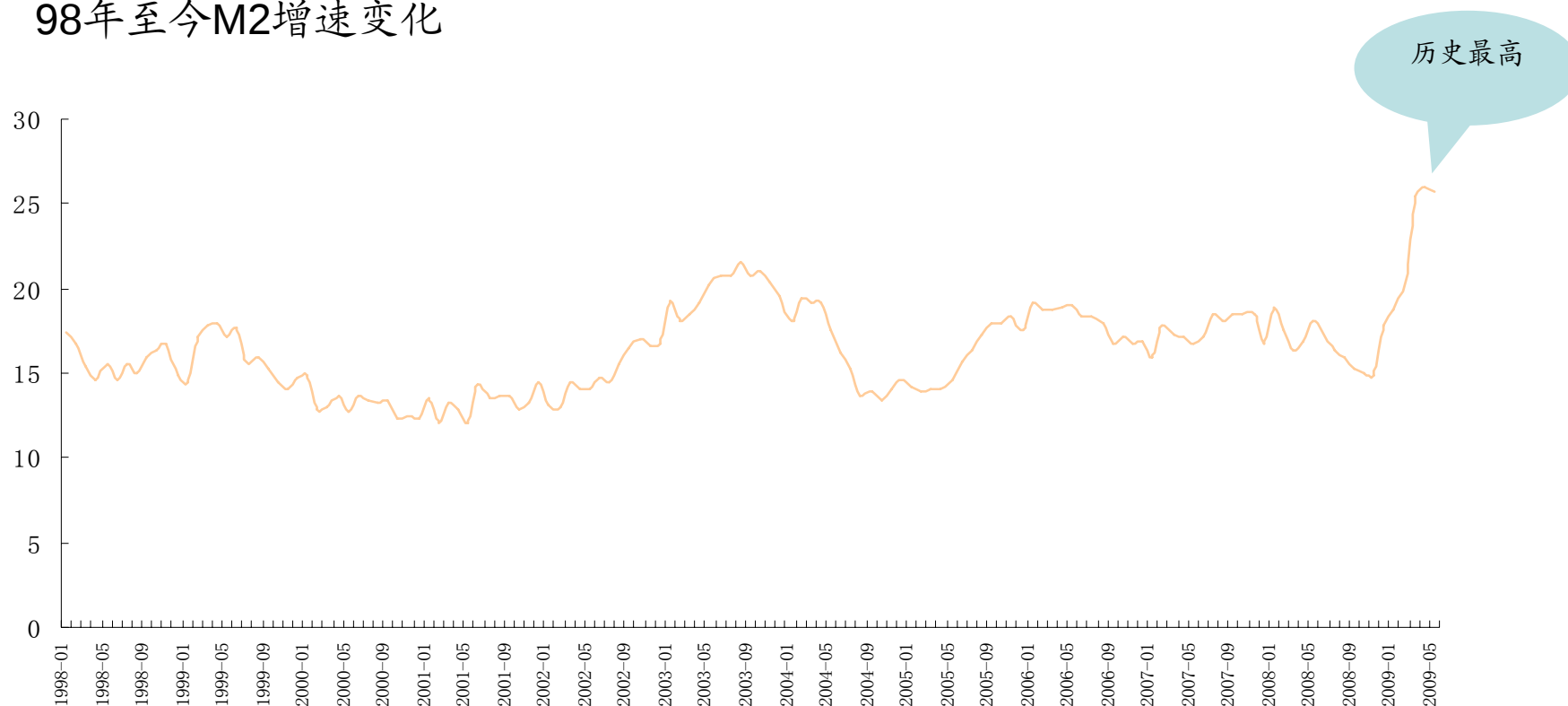


当前货币政策的“双重最”

利率和M2是影响行业最重要的金融变量，我国房地产行业的金融环境处于历史最宽松时期，因为实际按揭利率水平处于历史最低，而M2的增速创下历史最高，对具有典型货币特征的房价产生很强推动作用。

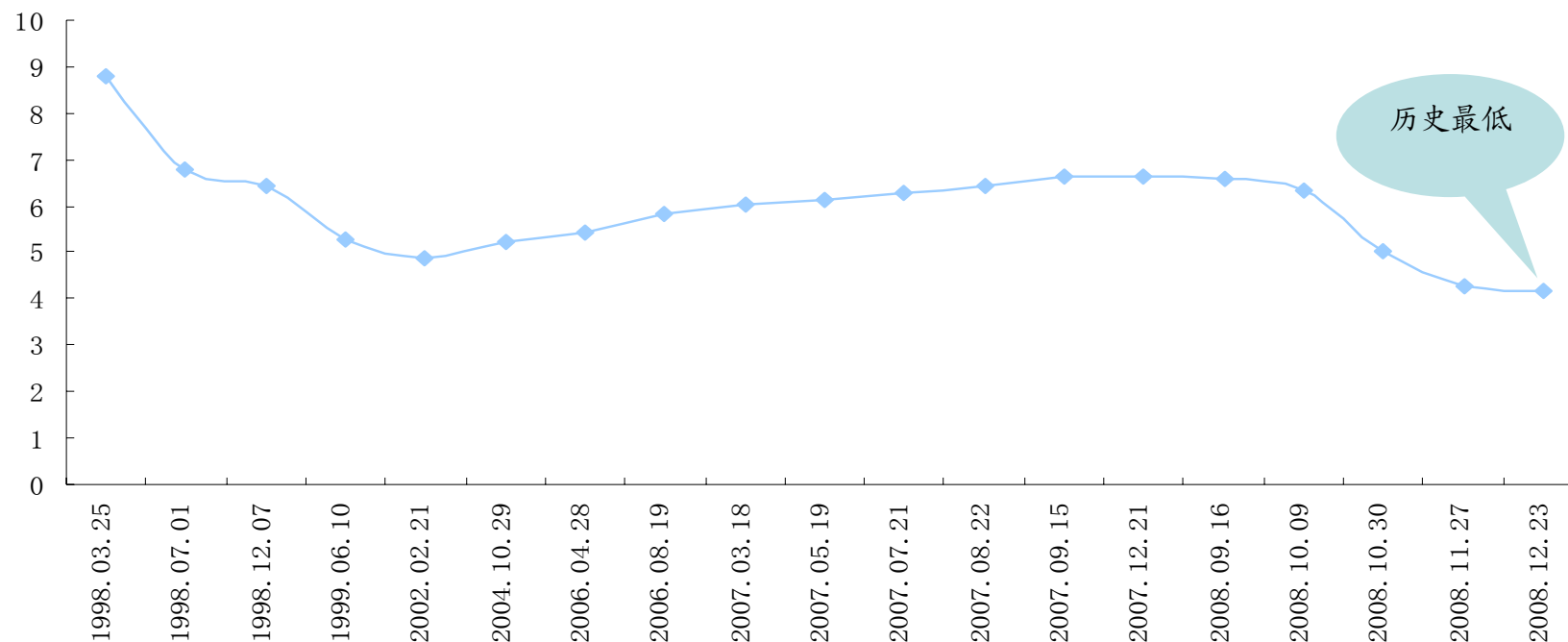
一、最高的货币供给：09年1-5月M2增速25.7%，比历史最高水平高出4.94个百分点

98年至今M2增速变化



二、最低的按揭成本：在实行七折优惠后，目前实际按揭利率为**4.18%**，比历史最低水平低**0.74**个百分点。

图：98年至今居民实际按揭利率变化



二套房政策的实际放松

在宽松货币环境外，二套房限制的放开也在迅速释放投资和改善需求，完成与前期释放刚性需求的接力。

央行：掌管货币政策，由于判断经济尚未企稳，所以不会收缩流动性。

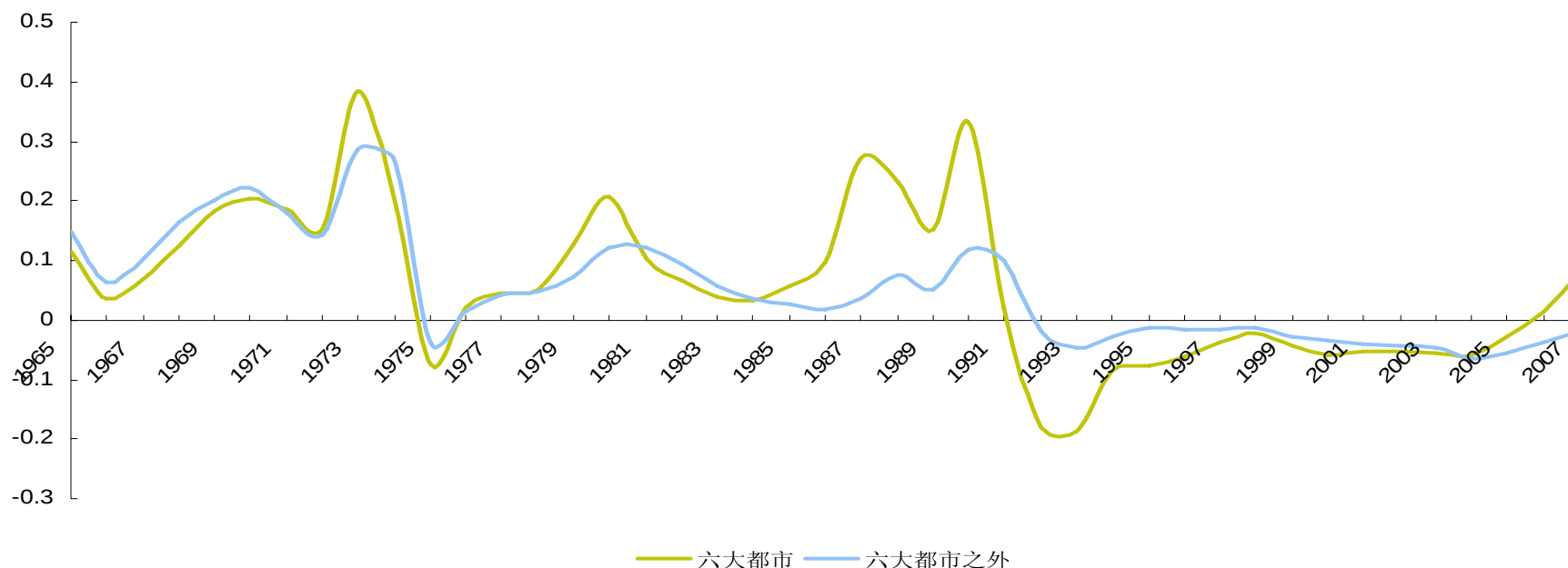
地方政府：历来是泡沫保护者，终于迎来土地市场的回暖，更不愿意看到市场的回调。

银监会：似乎是唯一在意风险的部门，但目前充裕的流动性
增加监管

难度，在保经济增长主基调下的话语权在降低。

从日本经验看，一线城市地价在上涨和下跌时，其幅度都会大于其他城市。原因在于一线城市的投资行为弹性更大，所以在我国行业复苏时，一线城市的房价上涨速度也会快于二线，应该重点投资项目位于一线城市的上市公司。

图：日本一线城市和其他城市地价水平的相对变化



■ 预期转向加剧供求矛盾

自我实现的预期效应是推动行业的又一重要因素

整体预期改变：首付和利率的降低刺激了刚需的释放，刚需改变了交易量，帮助开发商缓解资金压力，连锁带来价格的企稳改变了目前市场主体（消费者、开发商）对房价的预期。

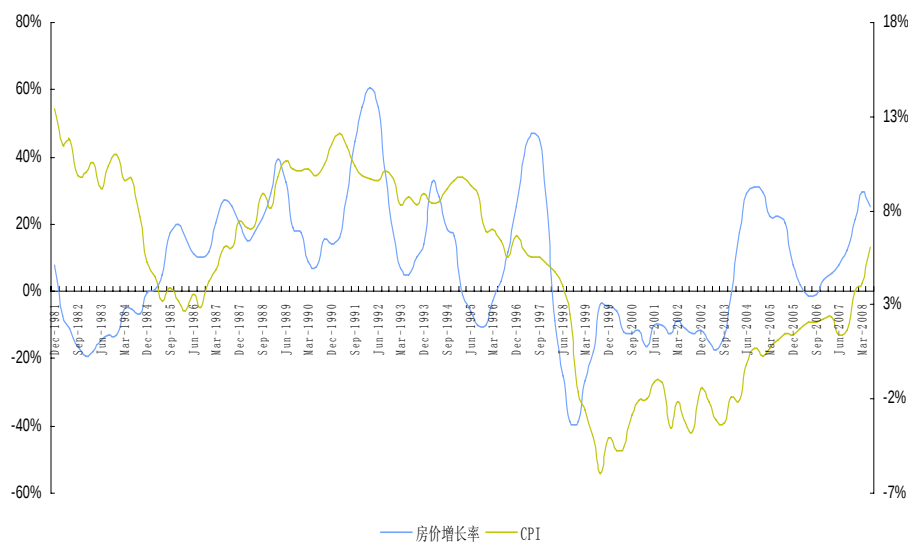
消费者：对房价悲观的预期已经开始被上涨预期所替代，会导致购买行为的提前发生，形成所谓自我实现的预期效应，会放大市场需求。

开发商：对未来价格上涨的预期导致惜售行为的发生。

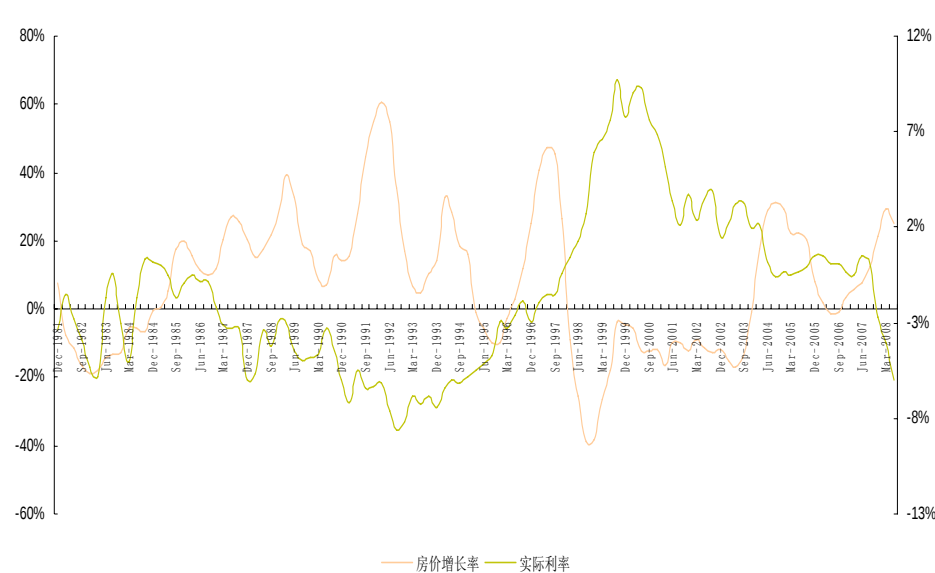
综合的结果是加剧供求矛盾，加速房价的上涨。

通胀预期对投资购房的吸引进一步放大需求：房价与实际利率存在明显负相关，我国负利率很有可能在出现在四季度，通胀预期对投资购房产生重要引力。

图：香港通胀率和房价



图：香港实际利率和房价



■ 重点上市公司

选择公司的主线

- 1、扩张能力将成为目前关注重点：万科、保利地产
- 2、央企资源整合受益：保利地产、信达地产
- 3、业绩锁定率高：冠城大通、大连友谊
- 4、资产注入预期：招商地产、广宇发展、海泰发展、海德股份、建发股份
- 5、国企资源整合：中华企业、天地源
- 6、区域地产龙头：华发股份、深振业、北京城建



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 曹旭特
电话：(8610) 66211658
邮箱 caoxthangshuai@gjzq.com.cn
2009年3月