



房地产

2010.05.21

保障房开发对房地产投资和 GDP 的影响

----政策系列研究之一


孙建平
 021-38676316
 sunjianping@gtjas.com
 S0880209040413

本报告导读：行业内首次深入、仔细量化研究保障房投资对房地产投资和 GDP 的影响。

摘要：

- 因为地方与中央签订了责任书，且明确年底考核和问责，所以我们认为 10 年 580 万套保障房棚户区、120 套农危房的建设将能完成，好于以往。
- 根据我们的假设和测算，10 年 580 万套保障房、120 万套农的投资额约 3500 亿元。
- 10 年或者今后每年投资 3500 亿元保障房等，投资资金来源没有缺口。包括：中央财政补助 1050 亿元，地方土地出让金 1000 亿元以上，地方国债或公积金收益，占投资 70-80% 的银行贷款等。
- 按照香港的成熟模式和重庆探索的模式，保障房投资也可吸引纯粹以盈利为目的的开发商适当参与投资。
- 10 年 3500 亿元保障房投资，可为房地产投资贡献 10% 的增长，相当于可以弥补开发商的商品房投资导致房地产投资下降 10%。
- 假设 10 年房地产投资从下降 15% 到上涨 10%，则因为保障房投资，最后房地产投资额从下降 5.4% 变为上涨 9.6%。
- 10 年 3500 亿元保障房等投资，有利于防止经济二次探底。若房地产投资下降 10%，则相当于 GDP 下降 0.9 个百分点，考虑保障房等投资后，GDP 将变为零增长。
- 若房地产投资从下降 15% 到上涨 10%，将导致 GDP 增速将从下降 1.35% 到只增长 0.9%，若考虑保障房投资后，则 GDP 增速将从只下降 0.05 变为增长 0.19%。
- 只考虑保障房投资对 GDP 增长的直接影响，相比较而言，开发商的商品房投资对 GDP 的间接影响和扩散要大于保障房。例如：土地出让收入、商品房单位造价高于保障房（对建筑建材拉动作用大一些）。
- 保障房投资力度加大，将有利于控制高房价，有利于更好地落实房价调整的政策目标；同时减少来自刚性需求的恐慌性需求；有利于防止房价和销量的暴涨暴跌，使上升趋势得到更好地延续。
- 保障房投资力度加大对房地产股票而言，短中期偏利空。
- 维持 5 月 19 日报告观点，行业短期存在超跌反弹机会，反弹幅度 15% 左右，但行业趋势谨慎，维持中性评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

房地产经营

房地产开发

相关报告

房地产：《地产近期观点和一二三线城市调研概况》，2010.5.19

新版房地产行业周报第 77 期（5.9-5.16）：去化时间快速上升，总可售量较 4 月中旬上升 9%，2010.5.18

新版房地产行业周报第 76 期（5.2-5.9）：行业进入房价盘整、销量萎缩的下降第一阶段》，2010.5.10

《房地产：试点征收住宅保有环节房产税传闻点评》，2010.4.9

《中国商业地产系列研究报告之一：保险资金投资不动产对商业地产影响分析》，2010.3.30

《新版房地产行业周报 75 期（4.25-5.3）：五一销量同比降 59%，二线城市紧随一线销量下跌》，2010.5.3

《新版房地产行业周报第 74 期（4.18-4.24）：上周销量明显下滑，二手挂牌量突增，观望上升》，2010.4.26

《新版房地产行业周报第 73 期（4.11-4.17）：房交会销量环比上扬，但政策必将导致下降》，2010.4.19

《新版房地产行业周报第 72 期（4.4-4.10）：上周销量下滑，房价维持上涨，政策趋势趋严》，2010.4.12

《新版房地产行业周报第 70 期（3.21-3.27）：销量环比上涨，房价普涨，关注政策反应》，2010.3.28

《重庆区域楼市联合调研纪要》，2010.3.15

《抑地价、增供应、调结构——国土部 34 号文件点评》，2009.3.11

《国泰君安-CRIC（克尔瑞）房地产电话交流会纪要》，2009.3.9

《国泰君安地产周报》第 1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、30、31、32、33、34、35、36、37、38、39、40、41、42、43、44、45、46、47、48、49、50、51、52、53、54、55、56、57、58、59、60、61、62、63、64、65、66、67，2008.1-2010.3

《2009 年房地产行业专题策略研讨会纪要-拨云见日》，2009.8.27-28

《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.05

1. 保障房开发地方首次与中央签责任书，年底问责

中央电视台新闻联播消息：住建部 19 日与各地方政府签订 2010 年住房保障工作目标责任书，要求确保完成 2010 年工作任务。即，2010 年全国将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，均比去年有较大幅度增加。

地方政府就保障房与中央签订责任书、年底考核问责，这似乎是第一次。

因信息不透明，以下几个关键问题没有答案：（1）建设的含义是什么？是开工（含复工和新开工）还是新开工？（2）09 年已开工未完工、10 年复工的保障房、棚户区改造、农村危房数量是多少？（3）10 年建设的保障性住房中，廉租房有多少？经济适用房有多少？（4）全国 31 个省市、一二线重点城市各自的保障房开工量是多少？

这一次地方政府和中央签订责任书的全国保障房建设总量是 580 万套，高于前几次国务院对外表态的数据。

表 1：国务院文件确定的 2010 年保障房等开发目标（单位：万套）

时间和文件	保障房	廉租房	棚户区	农村危房改造	经济适用房
08 年 12 月 国务院	454	244	80	---	130
10 年 1 月 15 日 国务院	513	---	---	---	---
10 年 4 月 15 日 国务院	580	300	280	120	---

注：（1）文件分别为 08 年 12 月国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》；10 年 1 月 15 日国务院《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》；10 年 4 月 14 日国务院常务会议新闻公报。（2）表 1 中统计中保障房含廉租房、棚户区和经济适用房。（3）因政府披露的原因，无法定义开发的准确含义，表 2 同。资料来源：国务院文件，国泰君安证券销售交易部。

从 04 年起，几乎历次中央政府的房地产调控都会提到，要加大面向中低收入阶层的保障房开发力度。尤其是 08 年通过国务院文件正式确立了商品房加保障房的“住房二元体系”后，并随着房价的暴涨，保障房开发的关注度日益提高。

但结果，失败多于成功，效果甚微。

表 2：09 年全国和个别城市保障房开发计划完成情况（单位：万套）

区域	计划数	完成数	计划完成比例
全国	---	---	61%*
北京	1230	935	76%
上海	800	605	76%
天津	744	788	106%
深圳	172	135	78%

注：（1）61%为投资额完成比例。（2）主动向媒体披露 09 年保障房完成情况的城市凤毛麟角。（3）没有披露完成情况的城市未必比表 2 中披露的城市高，披露完成数据的城市，也无法分辨是新开工完成数、还是施工完成数。

数据来源：统计局网站，国泰君安证券销售交易部。

究其原因，主要与地方政府“土地第一财政”或“第二财政”，相比投入或潜在投入不切实际的目标，口号高于行动，中央和舆论监督不力，违约惩罚缺失，缺乏经济利益，保障房申请、开发、流转等基本制度重大缺陷等有关。

但是，这一次，多了责任状，多了年底考核和问责，所以，我们觉得有研究的意义和必要。

2. 保障房开发投资额测算：10 年投资额约 3500 亿元

条件：廉租房 300 万套，棚户房 280 万套，农村危房 120 万套
 棚户房纳入保障房测算

表 3: 10 年全国保障房开发投资额推算的参数假设

假设参数	参数值	参数依据
城镇保障房套均面积	55 平米	住建部 10 年 4 月文件，廉租房 50 平，经济适用房 60 平
农村危房改造套均面积	85 平米	08 年农村人均住房面积 32.4 平，按户均 3.4 人，套均 110 平
建设周期	2 年	商品房开发 18-24 个月
城镇房屋单位造价	2000	全国城镇房屋 09 年单位造价 2000 元（含建筑安装，不含城市配套、地价、家具家电等）
农村房屋单位造价	600	2000 年全国农村房屋单位造价 488 元，考虑 00-09 年 CPI 代表通胀，09 年末约 600 元

数据来源：国泰君安证券销售交易部房地产行业。

表 4: 10 年全国保障房开发投资额推算（单位：万平方米，亿元）

推算指标	推算指标值
城镇保障房建筑面积	31900
农村危改房建筑面积	10200
保障房等总施工建筑面积	42100
10 年保障房等施工建筑面积	21050
城镇保障房投资额	3190
农村危改房投资额	306
保障房等投资总额	6992
10 年保障房等投资额	3496

数据来源：国泰君安证券销售交易部房地产行业。

3. 保障房投资资金来源：

政策规定：廉租住房资金的主要来源包括中央财政补助、地方土地净收益的 10%，以及住房公积金增值收益。

3.1. 中央财政补助：1049 亿元，预计追加 417 亿元

根据 10 年国务院政府工作报告，今年保障房中央财政补助 632 亿元（比上年增加 81 亿元）。根据我们表 4 中推算额，及假定中央补助占 30%（09 年 1676 亿元计划投资中，中央补助 493 亿元，占 29%），则中央实际应投资 1049 亿元，应追加投资 417 亿元。根据推算，09 年保障房实际投资 551 亿元，相比计划追加 12%，58 亿元。

3.2. 地方土地金收益 10%: 预计 1000 亿元以上

07-09 年全国土地卖地财政收入分别为 1.01、1.03 和 1.6 万亿。预计 10 年全国土地财政收入在 1 万亿以上。以此推算,则来自卖地环节有 1000 亿元以上的资金可用于保障房开发。值得注意的是,以观察而论,10% 的土地收入用于保障房开发,绝大多数城市都有历史欠账。

例如:上海市 10 年土地财政收入预算 900 亿元,截至 5 月中旬,大约已完成 650 亿元(10 年土地出让金缴纳时间相比 09 年大幅缩短)。而且,09 年上海卖地财政收入 1043 亿元,其中,到账 675 亿元,即 09 年有 35% 卖地收入 10 年到账。

图 1: 全国卖地财政收入

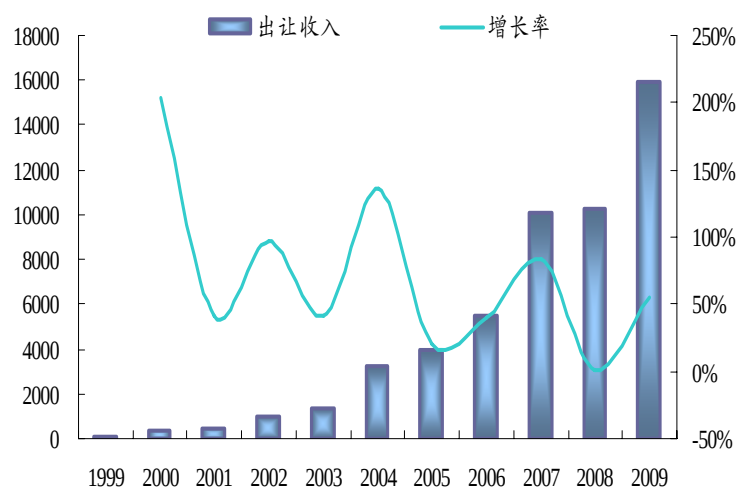
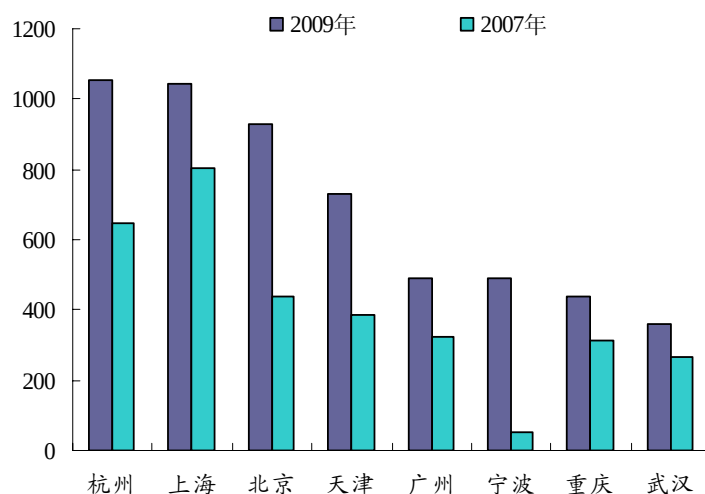


图 2 排名靠前的部分城市卖地财政收入



注: 单位: 亿元。资料来源: 国土部、统计局、国泰君安证券销售交易部房地产行业。

3.3. 银行贷款资金: 可贷 70-80% 的投资额, 可以解决剩余资金缺口

根据 08 年 12 月 3 日央行、银监会颁发的《廉租住房保障贷款管理办法》,廉租房建设可使用银行贷款,其中,新建廉租住房项目资本金不低于项目总投资 20% 的比例;改建廉租住房项目资本金不低于项目总投资 30% 的比例。

10 年 3496 亿元保障房等投资中,中央补助 1049 亿元,地方投资 1000 亿元以上,则只剩下 1447 亿元资金缺口,占投资总额的 41%,完全可以通过贷款解决。

3.4. 其它资金来源:

10 年国务院政府工作报告中提到的“地方发债 2000 亿元”;

政策规定的“住房公积金增值收益”,根据我们的测算,07 年全国住房公积金累计缴存总额 16230.3 亿元,其中,闲置额 4125.7 亿元,07 年增值收益(扣除所有成本之后)99.61 亿元。

此外,换个角度看,剔除中央投资外,地方投资 2447 亿元,平均每个省市仅仅投资 82 亿元。

因此，10 年保障房等投资资金来源没有问题，或者说今后每年约 3500 亿元左右的保障房投资规模，中央、地方财政加上合理使用银行贷款，不存在资金缺口问题。

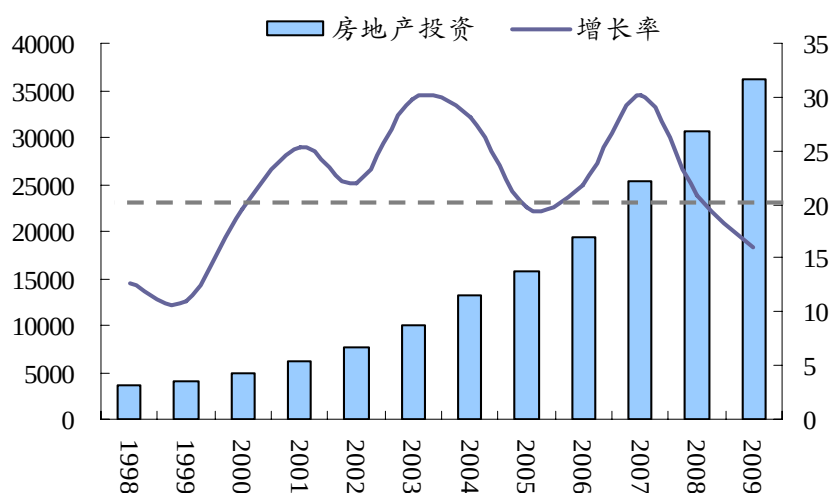
4. 保障房等投资对房地产投资的影响: 为房地产投资 贡献 10% 的增长, 可弥补开发商商品房投资下降 10%

09 年全国房地产投资额 3.62 万亿, 10 年保障房等投资额推算额约 3500 亿元, 相当于 09 年房地产投资的 10%, 即可为 10 年房地产投资增长贡献 10%, 或者说可以弥补商品房开发投资下降 10%。

09 年全国房地产投资同比增长 16%, 我们原来预测 10 年房地产投资恢复到历史平均增速 21%。历史上最差的表现是: 97-99 年分别增长 3.4%、12.6%和 11%, 09 年一季度 4%, 二季度 10%, 因此, 因为宏观经济、政策和房地产市场等原因, 假设开发商的商品房开发投资下降导致房地产投资额增速下降 10 个百分点, 即 10 年房地产投资增长 6%。

但我们倾向于认为, 10% 的下降、6% 的同比增速为悲观假设。因为: (1) 房地产投资额、开发商商品房投资额中最大的一块是 10 年复工项目的投资, 即投资具有惯性和沉淀。(2) 09 年因为时滞, 供给没有跟上来, 四季度开始行业开工和投资才开始大幅上升。(3) 政府对开发商严格的开工、预售和竣工管理。

图 3: 1998-2009 年全国房地产投资平均增长率 21%



结论: (1) 假设房地产投资额下降 10%, 则考虑保障房等投资后房地产投资增速只会下降 0.4%。因此, 保障房投资基本可以保证房地产投资不会下降。

(2) 如果开发商的商品房投资下降导致 10 年房地产投资下降 15%, 则因为保障房投资, 最后房地产投资额仅下降 5.4%。如果同比增速为 0,

则在保障房投资推动下，行业投资增幅 10%。如果同比增速保持 09 年的 16%，则保障房投资推动下，行业投资增速将为 26%，超过历史均值。

表 5: 10 年房地产投资额下降幅度对保障房等投资的敏感性分析

房地产投资下降幅度	-15	-10	-5	0	5	10
房地产投资额下降	-5435	-3623	-1812	0	1812	3623
考虑保障房等后房地产投资下降	-1939	-127	1684	3496	5308	7119
考虑保障房等后房地产投资下降幅度	-5.4	-0.4	4.6	9.6	14.6	19.6

注：单位亿元，%。数据来源：国泰君安证券销售交易部房地产行业。

5. 保障房投资对 GDP 增长的直接影响：有利于防止经济二次探底

最近五六年来房地产投资占 GDP 的平均比重 9%，以此测算房地产投资对 GDP 增长率的影响。

结论是：(1) 若房地产投资下降 10%，则相当于 GDP 下降 0.9 个百分点，考虑保障房等投资后，GDP 将变为零增长。(2) 若房地产投资下降 15%，则考虑保障房投资后，GDP 增速将从下降 1.35% 到只下降 0.05%。若房地产投资增长 10%，则 GDP 增速将从只增长 0.9% 变为增长 0.19%。

表 6: 10 年房地产投资额下降幅度、保障房等投资对 GDP 增长的敏感性分析

房地产投资下降幅度	-15	-10	-5	0	5	10
GDP 下降幅度	-1.35	-0.9	-0.45	0	0.45	0.9
GDP 绝对额下降	-4527	-3018	-1509	0	1509	3018
考虑保障房等后 GDP 绝对额下降	-174	-11	152	315	478	641
GDP 下降幅度	-0.05	0.00	0.05	0.09	0.14	0.19

注：单位亿元，%。数据来源：国泰君安证券销售交易部房地产行业。

有必要提及的是，以上测算没有考虑开发商的商品房投资下降对 GDP 的间接影响。例如：地方土地财政收入下降、因商品房造价高于保障房所以对建材、建筑等行业影响相比较较大等。

6. 基本结论和风险提示

1. 因为地方与中央签订了责任书，且明确年底考核和问责，所以我们认为 10 年 580 万套保障房棚户区、120 套农危房的建设将能完成，好于以往。
2. 根据我们的假设和测算，10 年 580 万套保障房、120 万套农的投资额约 3500 亿元。
3. 10 年或者今后每年投资 3500 亿元保障房等，投资资金来源没有缺口。包括：中央财政补助 1050 亿元，地方土地出让金 1000 亿元以上，地方国债或公积金收益，占投资 70-80% 的银行贷款等。

4. 10 年 3500 亿元保障房投资，可为房地产投资贡献 10% 的增长，相当于可以弥补开发商的商品房投资导致房地产投资下降 10%。
5. 假设 10 年房地产投资从下降 15% 到上涨 10%，则因为保障房投资，最后房地产投资额从下降 5.4% 变为上涨 9.6%。
6. 10 年 3500 亿元保障房等投资，有利于防止经济二次探底。若房地产投资下降 10%，则相当于 GDP 下降 0.9 个百分点，考虑保障房等投资后，GDP 将变为零增长。
7. 若房地产投资从下降 15% 到上涨 10%，将导致 GDP 增速将从下降 1.35% 到只增长 0.9%，若考虑保障房投资后，则 GDP 增速将从只下降 0.05 变为增长 0.19%。
8. 只考虑保障房投资对 GDP 增长的直接影响，相比较而言，开发商的商品房投资对 GDP 的间接影响和扩散要大于保障房。例如：土地出让收入、商品房单位造价高于保障房（对建筑建材的拉动作用相比大一些）。
9. 保障房投资力度加大，将有利于控制高房价，减少来自刚性需求的恐慌性需求，有利于房价和销量上升趋势得到更好地延续。所以对房地产股票而言，短中期偏利空。

作者简介:**孙建平:**

经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004年1月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名,2009年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	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%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		