

价格高企、投资为主、调控不断

——从 M2 走势看住宅开发前景

行业分类：房地产

2011.9.6

研究员：吴伟
(执业证书编号：S0640511030001)
电话：0755-83688511
Email：mwu0330@gmail.com

联系人：刁志学
电话：0755-83520492
Email：diaozhixue@163.com

投资要点：

- **住房价格与 M2 相关度高，与利率和 CPI 关系较小。**长期看住宅价格是货币现象，在中国与 M2 相关度较高，由于利率和 CPI 在中国失真，与住房价格的关系不是很紧密，短期内住房价格受到利率调整、供需调整的影响。而外贸顺差和政府投资影响 M2 的主要因素，政府投资往往是缓和出口波动的缓冲器。
- **外贸顺差将长期存在，金融管制使新增流动性支撑资产市场。**从经济学原理和日本的经验来看，亚洲国家的高储蓄率将使经济长期保持外向依赖，从而使 M2 增长成为长期现象，而金融管制则将新增的流动性留在国内，支撑资产市场，同时给经济带来长期的通胀压力。
- **CPI 高企引发宏观调控，调控手段正转向以升值为主，支撑资产市场。**宏观调控手段包括利率调整、准备金率调整、央票对冲操作、银行的信贷总额控制以及汇率调整，房地产调控也是其中重要的一环，而其中仅汇率调整带来的资本流入将对住房市场起到支撑，从美元指数和人民币兑美元汇率的背离可以看出目前政策转向以升值为主，对资产市场起到支撑作用。
- **价格高企、投资为主、调控不断。**从货币角度和世界经济格局看，住房价格仍获得支撑，另外，从供需方面看，住宅市场并没有出现类似 94 年上海供过于求的现象，地产商资金链也好于 08 年，市场出现价格大幅下跌、崩盘的可能性较低，在价格小幅调整的情况下，投资性需求仍将占据主导，而调控政策亦将持续，但执行力度视各地方情况不一致。
- **投资策略。**我们推荐产品与投资需求相匹配的公司，包括产品定位高端、主要项目位于一线城市及拥有旅游度假等稀缺性资源的公司。包括金地集团、招商地产、鲁商置业、格力地产、金融街、华侨城、北辰实业、绿城中国、龙湖地产、雅居乐。

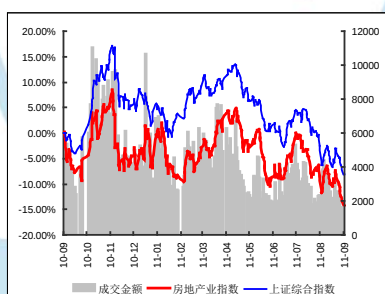
行业投资评级

增持

基础数据

上证指数	2478
行业指数	1248
总市值(亿元)	10109
流通 A 股市值(亿元)	7982
PE	16.79
PB	2.31
ROE (2011Q2)	4.09%
资产负债率	71.28%

近一年股价表现



目录

一、中国的住宅价格也仅仅是货币现象，与 M2 相关度最高.....	4
1.1，中国房价长期取决于 M2，短期波动受利率、供需等因素影响.....	4
1.2，M2 取决于外汇储备和政府投资	9
1.3，贸易顺差是结构性问题，是平衡国内高储蓄率的结果.....	10
1.4，地方政府投资成了缓冲出口下滑带来的通缩压力的手段.....	12
1.5，信贷控制政策、CPI、M2 及房地产市场.....	13
1.5.1，国外资产增长带来长期的通胀压力，短期调控政策将减缓通胀恶化速度.....	13
1.5.2，调控政策对房地产市场影响.....	13
1.6，结论	15
二、未来展望	15
三、投资机会及所面临的风险	18



图表目录

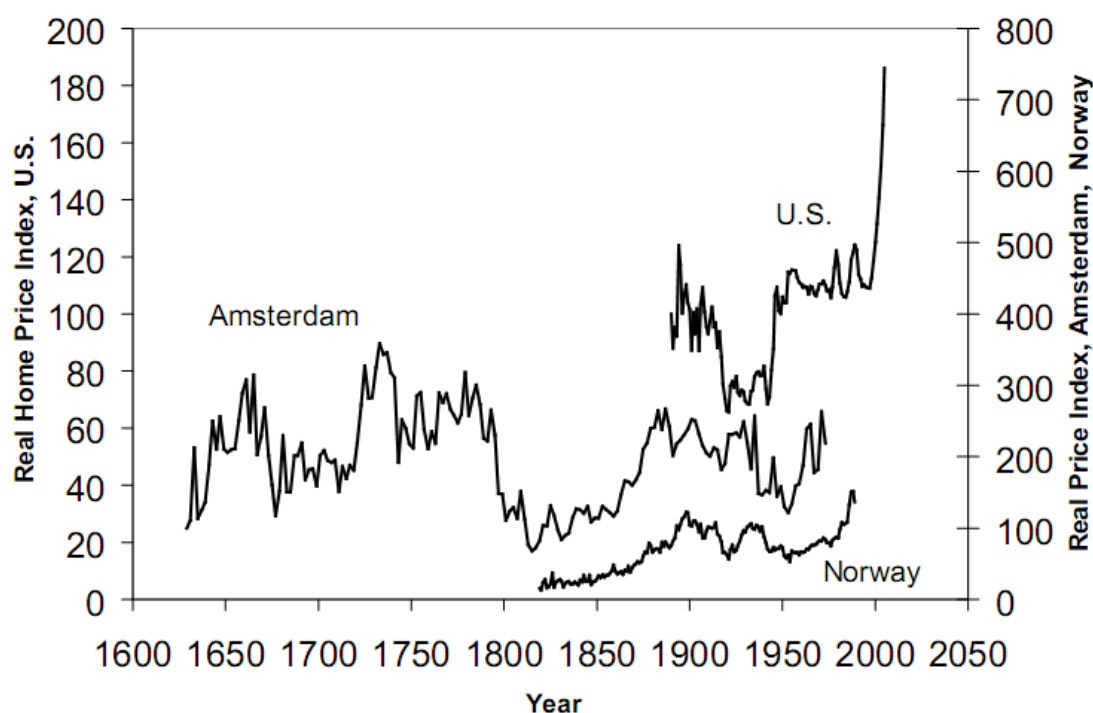
图表 1 长期实际房价表现	4
图表 2 上海市实际房价与利率走势图	5
图表 3 北京房价指数与 M2 走势图	5
图表 4 上海房价指数与 M2 走势图	5
图表 5 深圳房价指数与 M2 走势图	6
图表 6 居民收入上升相对滞后	6
图表 7 历年 M2 同比增长率	7
图表 8 上海市 1992-1996 年房地产市场情况	7
图表 9 历年上海住宅价格涨幅	7
图表 10 历年深圳住宅价格涨幅	8
图表 11 历年北京住宅价格涨幅	8
图表 12 M2 与国外资产走势图	9
图表 13 基础货币余额与货币乘数	9
图表 14 各项贷款占 M2 比例	10
图表 15 中国历年贸易顺差	10
图表 16 中国 2008-2011 年全国个人可投资资产总体规模	10
图表 17 日本贸易差额近 30 年并未太大改变	11
图表 18 储蓄大于投资的现象日元升值之后仍然持续	12
图表 19 美国家庭负债率	12
图表 20 CPI M2 国外资产增长走势图	13
图表 21 资本流入与房产价格	14
图表 22 美元指数与美元对人民币汇率的背离	15
图表 23 购置土地面积远低于商品房销售面积	16
图表 24 历年结婚登记对数	16
图表 25 发达国家负债率逼近二战后高点	17
图表 26 二战后发达国家通过金融抑制解决高负债问题	17
图表 27 重点公司估值及评级一览表	18

中国房地产历经 98 年房改、01 年起兴、05 年停滞、07 年疯狂、08 年恐慌、09 年复兴，10 年来房价呈整体上扬趋势。我们从住宅的本质属性出发，探讨一下中国房地产市场的历史，展望一下中国房地产市场的前景。

一、中国的住宅价格也仅仅是货币现象，与 M2 相关度最高

我们引用弗里德曼的一句名言：“长期来说，通货膨胀是个货币现象”，从长期来看，房价，如果不考虑短期的波动，其本质也是一货币现象。从历史数据来看，美国实际住宅价格 1890 年-1990 年间几乎没有变化，2000 年以后美国住宅价格出现较大幅度的上涨，但 2007 年之后已经开始回落，朝均值回归；阿姆斯特丹从 1628-1973 年间，住宅价格年均上涨幅度仅为 0.2%；而挪威虽然从 1819-1989 年间整体住宅价格呈上涨趋势，但如果再拉长点来看，我们可能得出不同的结论，可以对比一下阿姆斯特丹同期的房价表现，并且，即使如此，期间挪威房价年均上涨幅度也仅为 1.3%。从长期来看，房地产作为一项以房租为主要现金流来源的资产，并没有自身的价值创造能力，排除短期内人口结构变化、供需不平衡、利率波动、资本配置的变化、投资者的心理波动等因素的影响，实际上仅仅表现为货币现象。

图表 1 长期实际房价表现



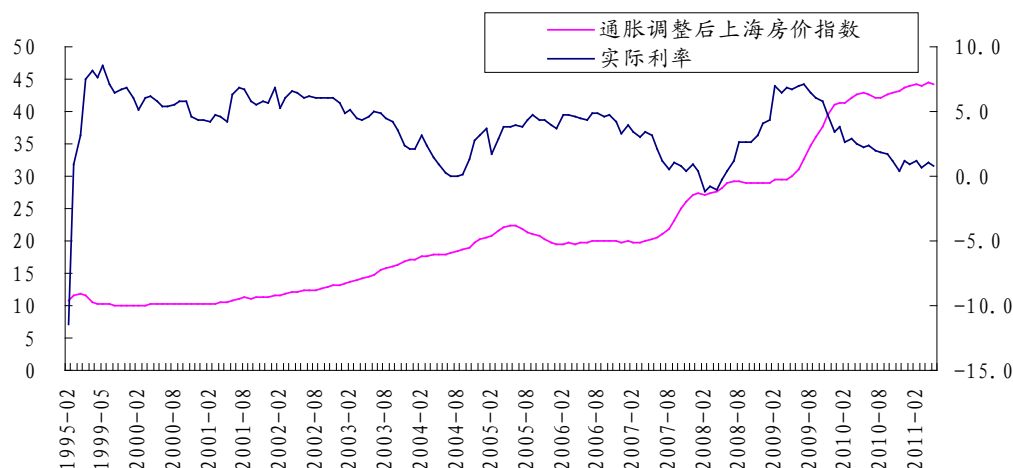
资料来源：《Long-Term Perspectives on the Current Boom in Home Prices》 shiller

1.1、中国房价长期取决于 M2，短期波动受利率、供需等因素影响

而单就中国房改后近 10 年来的房地产的发展来说，我们实际上可以看到同样的现象。我们就北京、上海和深圳三地房价指数与 M2 做了一个拟合，可以看到，尽管房价指数在短期内会有所波动，但长期来看，房价指数的变化基本围绕着 M2 的变化波动，并没有与 M2 的变化出现较大的偏离。另外，我们看到，中国住宅价格主要是与 M2 的增长而非通胀、利率关系明显，理论上，利率显示的是货币的价格，从而显

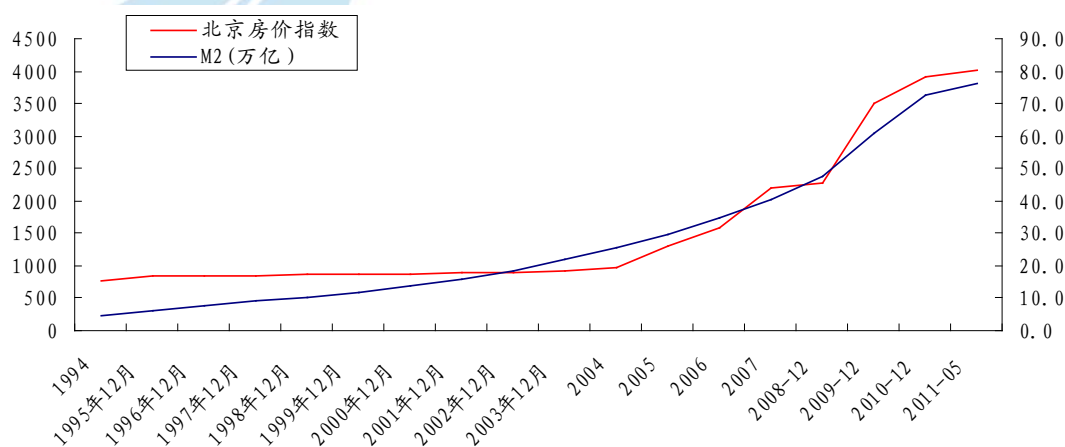
示货币供需的情况；而通胀则是物品的价格，显示的是货币相对于实物的价格，从而显示货币供需的情况；由于中国通胀数据可能存在一定的失真，利率存在人为压低的可能，用 M2 的变化来衡量货币的真正影响相对用通胀或者利率来表示较好的体现货币对房地产资产价格的影响。

图表 2 上海市实际房价与利率走势图



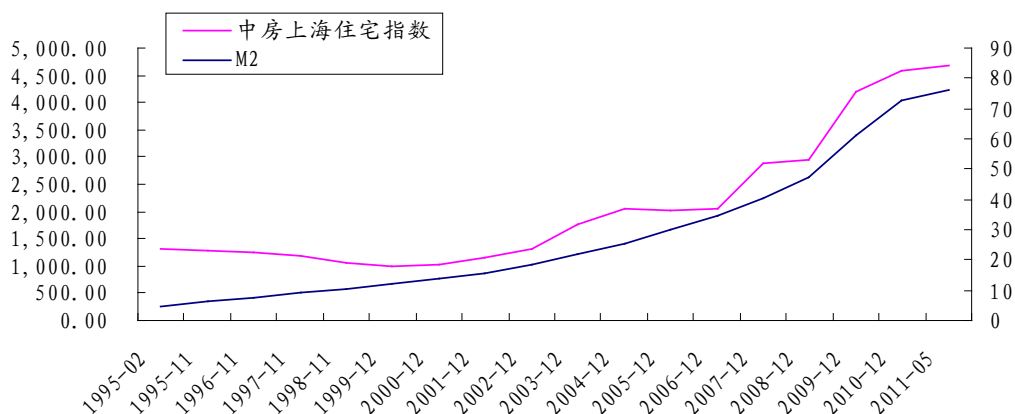
数据来源：房地产年鉴 国家统计局 CRIC wind 中航证券金融研究所

图表 3 北京房价指数与 M2 走势图



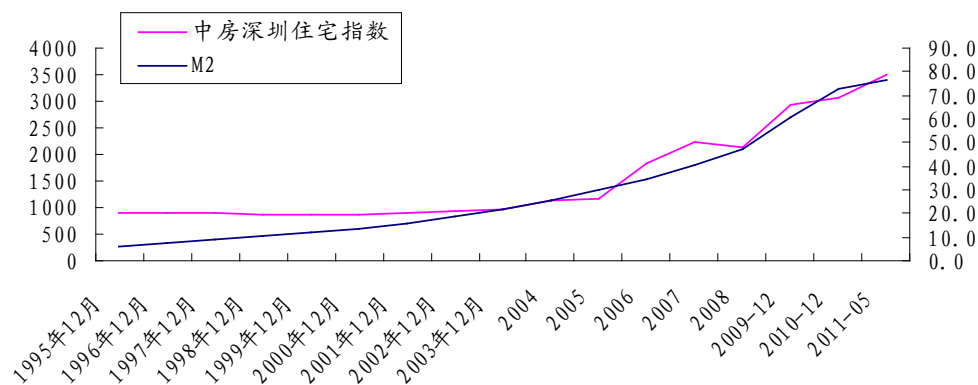
数据来源：房地产年鉴 国家统计局 CRIC wind 中航证券金融研究所

图表 4 上海房价指数与 M2 走势图



数据来源：房地产年鉴 国家统计局 CRIC wind 中航证券金融研究所

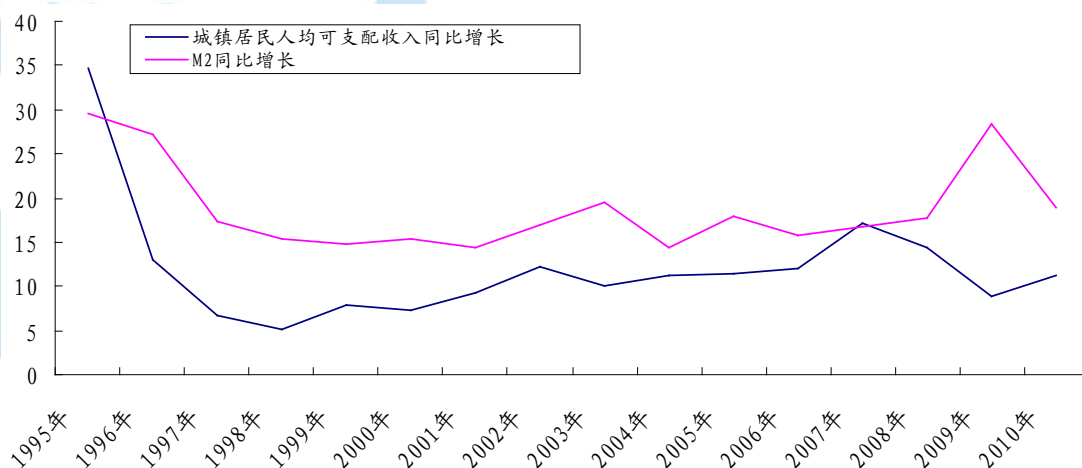
图表 5 深圳房价指数与 M2 走势图



数据来源：房地产年鉴 国家统计局 CRIC wind 中航证券金融研究所

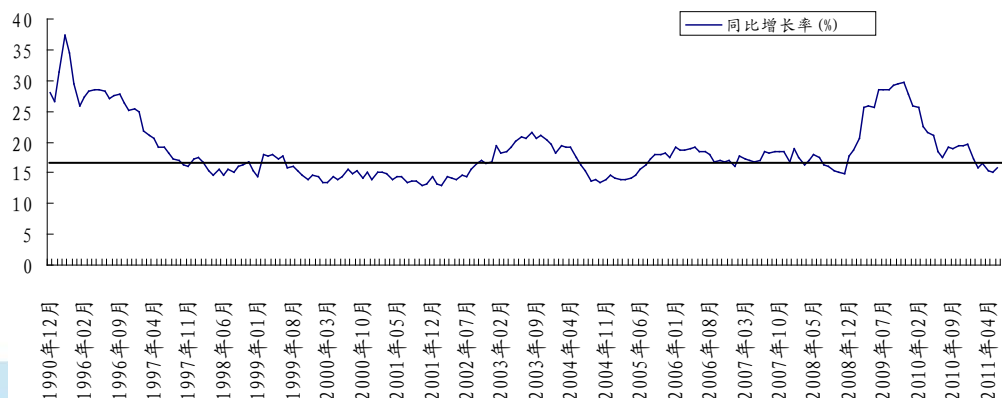
由于居民收入增长相对 M2 滞后，这能够部分解释中国房价收入比、月供收入比和房价租金比等指标偏高而房地产销售仍较旺盛的现象。

图表 6 居民收入上升相对滞后



数据来源：wind

我们再细分一下三地近15年的房价变化情况,我们可以把房价指数的变化分为两个阶段,1994年-2001年的去库存阶段,2002年-2011年的调控中稳步上升阶段。在去库存阶段,房价呈停滞现象,宏观环境是94年之前经济过热导致宏观调控,同时金融体系的调整,切断了地方政府与人民银行的货币创造之路,M2增长率大幅收缩,另外,90年代初M2大幅增长,大量资金进入土地市场,导致土地供应过多,市场经历了近8年的停滞期。

图表 7 历年 M2 同比增长率


资料来源: wind

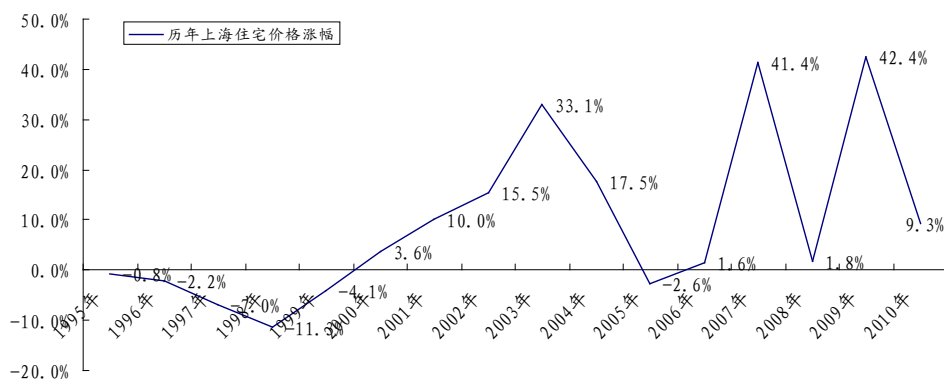
图表 8 上海市 1992-1996 年房地产市场情况

年份	土地出让面积 (万平方米)	住宅销售面积 (万平方米)
1992	2071.55	55
1993	4961.07	144
1994	1894.36	133
1995	1203.51	507
1996	1066.86	528

资料来源:《上海房地产周期波动分析》

2002年开始,三地房地产市场开始进入上涨期,上海房价在02-05年分别上涨10%、15.5%、33.1%和17.5%,2007年上涨41.4%,2009年反弹,上涨幅度达42.4%,三次房价较高的增长幅度出现在2003年、2007年和2009年。

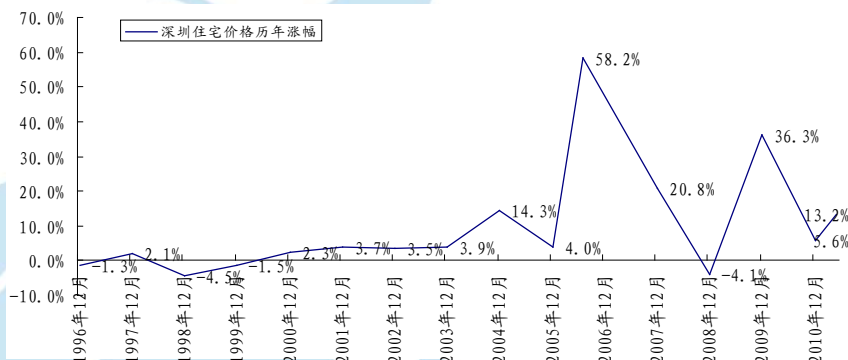
图表 9 历年上海住宅价格涨幅



数据来源：房地产年鉴 国家统计局 CRIC wind 中航证券金融研究所

深圳房价 2006 年年初大幅上涨 49%，2007 年继续上涨 20%，2009 年从低点上涨 57%。2010 年和 2011 年分别上涨 5%和 9%，2008 年下跌 14%，95 年-01 年下跌 5.3%，01-05 年累计上涨 36%，主要 04 年上涨 15%，01-03 年涨幅在 4%-6%，基本与通胀差不多。可以看到房价涨幅最大的年份也出现在 2004 年、2006 年和 2009 年。

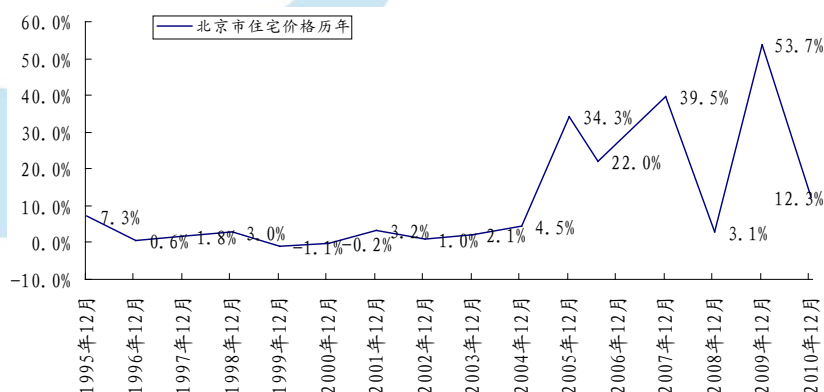
图表 10 历年深圳住宅价格涨幅



数据来源：房地产年鉴 国家统计局 CRIC wind 中航证券金融研究所

而北京市场相对启动较晚，2005 年大幅上涨 34.3%，2007 年上涨幅度达 39.5%，2009 年上涨速度最快，达到 53.7%。

图表 11 历年北京住宅价格涨幅

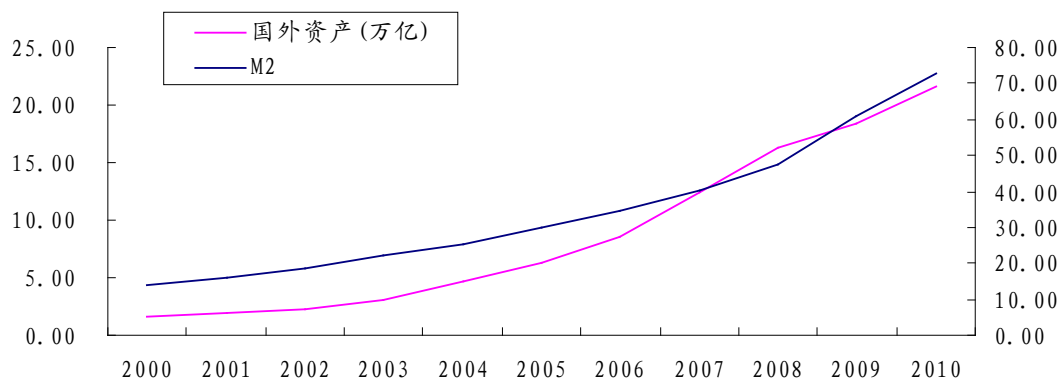


数据来源：房地产年鉴 国家统计局 CRIC wind 中航证券金融研究所

1.2, M2 取决于外汇储备和政府投资

2004 年、2007 年和 2009 年分别对应 M2 的超速增长。那是什么原因导致了 M2 的超速增长，我们通过对中国过去 10 年来 M2 与外汇储备的走势分析来看，外汇储备几乎与 M2 增长的走势相一致。

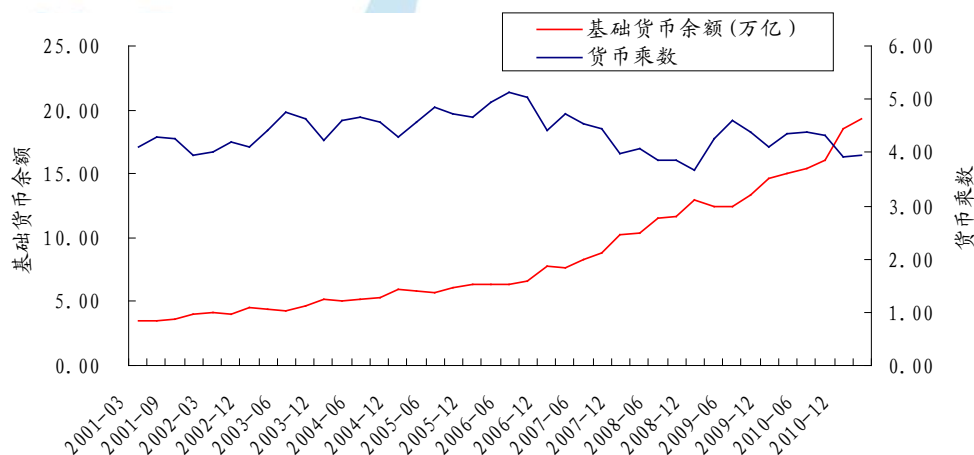
图表 12 M2 与国外资产走势图



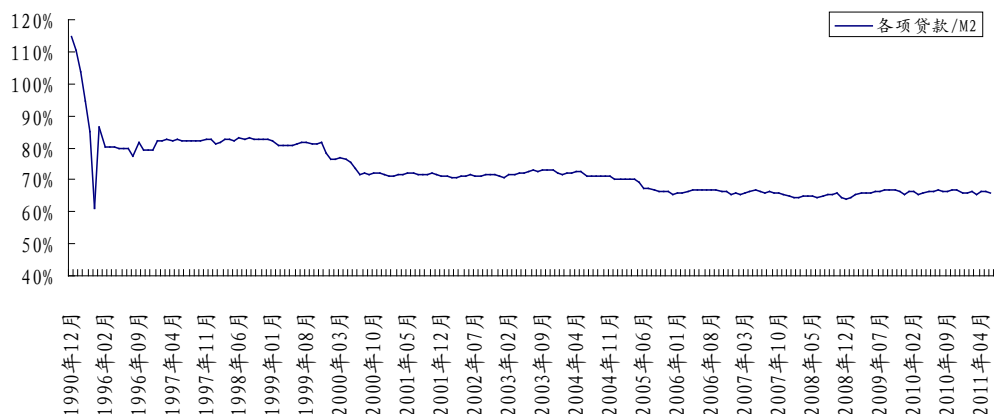
数据来源：中航证券金融研究所 wind 中国人民银行

背后是中国的出口导向型经济和汇率政策。由于中国之前采取盯住美元的外汇管理制度，并一直采取强制结汇的方式管理外汇，随着中国外贸顺差大幅度增长和外资流入，中国资本和经常项目双顺差，央行则主要通过发行基础货币、收取准备金或者发行央票的方式为购买外汇进行融资，由于收取准备金和发行央票的方式相对发行基础货币成本较高，导致的结果是基础货币发行的大幅增长。实际上，我们可以看到，从 2001 年到 2011 年一季度，中国货币乘数相对比较稳定，基础货币余额则按年均 19% 的复合增长率增长。我们从贷款占 M2 比例来看，M2 的增长与银行信贷的增长基本没有太大的关系，各项信贷占 M2 比例反而因为央行对银行信贷额度的限制而下降，从 1990-2000 年 80% 下降至 2000-2005 年 72%，继续下降至 2005-2011 年 66%，M2 的增长更多地是基础货币的增长的结果。

图表 13 基础货币余额与货币乘数



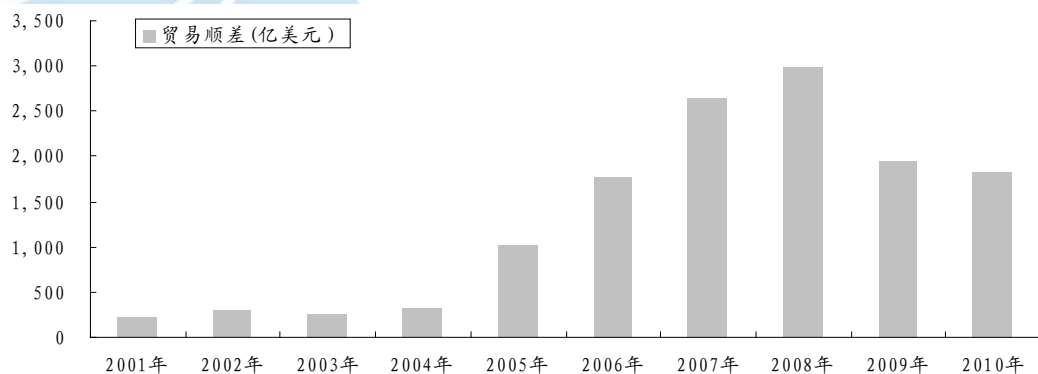
数据来源：wind

图表 14 各项贷款占 M2 比例


数据来源: wind 中航证券金融研究所

1.3, 贸易顺差是结构性问题, 是平衡国内高储蓄率的结果

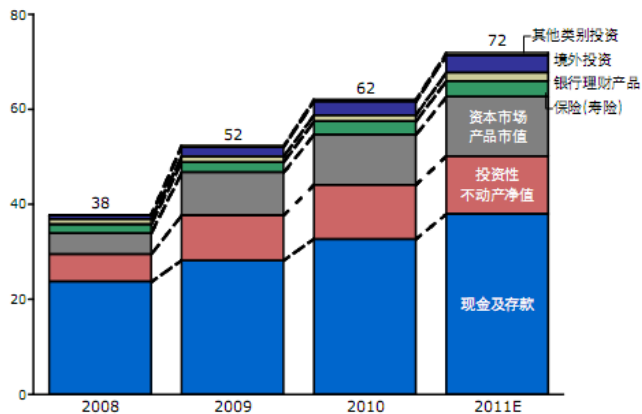
中国贸易顺差从 2002 年中国加入世贸组织之后, 开始大幅度增长。十亿劳动力参与国际分工, 由于中国人的勤劳智慧, 中国制造业生产力在学习阶段提升速度较快, 辅之以政府主导的基础设施配套建设和相应的汇率、利率和税收政策, 中国制造业在国际上竞争力优势明显, 长期来看, 由于居民储蓄过剩, 只能通过贸易顺差的方式实现经济的平衡, 贸易顺差仍将持续下去。

图表 15 中国历年贸易顺差


数据来源: wind

图表 16 中国 2008-2011 年全国个人可投资资产总体规模

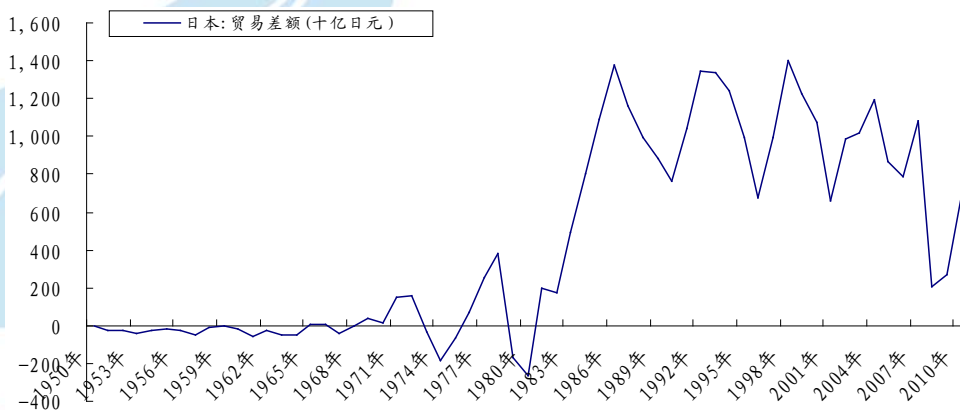
个人可投资资产规模
(人民币, 万亿)



数据来源: 2011 中国私人财富报告

全球化带来的国际分工, 结果是各国均建立了自己的优势, 贸易顺差是结构性问题而非周期性问题, 无论人民币升值或者贬值, 从日本近 30 年的经济走势来看如此, 中国亦可能如此。日本即使在日元升值以后, 储蓄仍大于投资, 而且贸易顺差持续了近 30 年的时间一直未发生逆转; 当然, 政策的支持也对出口贸易稳定起到了支撑作用, 在升值之后, 日本采取降低利率的措施继续支持出口。

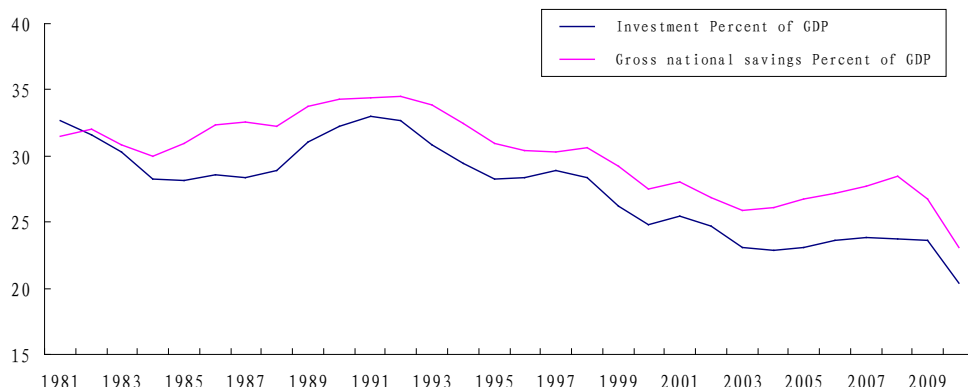
图表 17 日本贸易差额近 30 年并未太大改变



数据来源: wind

日本人储蓄的愿望较强, 储蓄一直大于投资, 在经历了泡沫经济破灭之后, 经济呈现的是投资和储蓄同比下滑, 经济的外向依存度仍然较高, 而非结构性的变化。泡沫经济破灭后, 日本低利率和外汇储备的进一步增长并未带来房地产市场的复苏, 主要是受日本整个外汇体系的影响, 由于资本管制少, 外汇已放开, 且外汇主要是由居民持有, 日本家庭主妇纷纷借钱存外国银行, 没有出现基础货币过量发行的现象; 加上银行体系受到泡沫经济较大的冲击, 放贷功能丧失, 导致货币的增长没有对实体经济造成影响; 而中国目前银行体系尚未出现大的问题, 且有国家担保; 另外, 资本管制尚未放开, 人民币被低估仍然是基础货币发行的源头, 加上人为压低的利率, 地方政府和央企投资冲动较强烈, 从而为货币的增长创造了有利的条件, 同时, 快速增长的货币除了房产, 别的市场较难承接, 长期来看, 富余的资金仍将涌入资产市场。

图表 18 储蓄大于投资的现象日元升值之后仍然持续

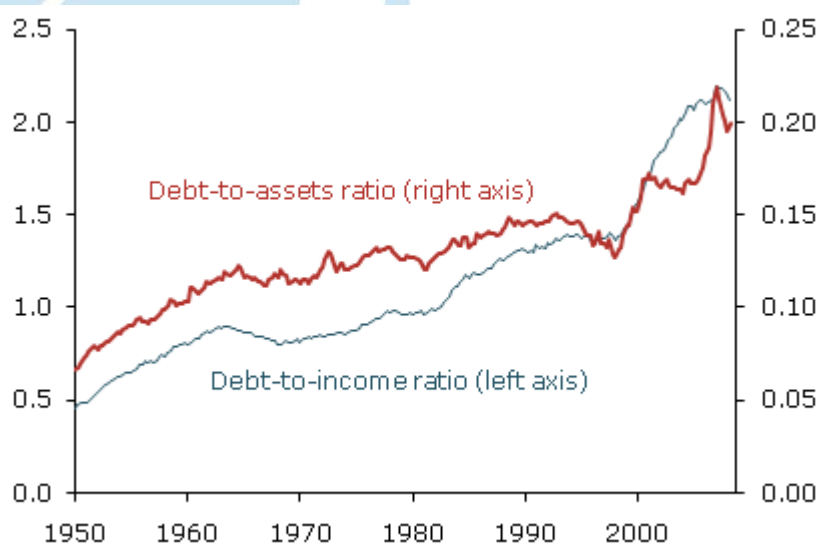


数据来源：IMF

1.4，地方政府投资成了缓冲出口下滑带来的通缩压力的手段

短期内，由于欧洲和美国目前是中国的主要净出口国家，外贸顺差的变化与美国净负债率和欧洲经济息息相关，随着金融危机结束，美国居民启动了去杠杆的过程，为了稳定经济，美国政府开始增加财政投资，政府负债率上升，美国居民的负债率转变成了美国政府的负债率。我们可以看到，03年以后中国外贸顺差的大幅度增长与美国家庭负债率走高相一致，美国信贷的宽松使居民负债率大幅上升，引发了房地产市场的泡沫，房地产市场的财富效应带来了消费的大幅增长，中国2003年-2006年外部市场需求强劲，2004年的宏观调控打击了出口企业的供给能力，从而使出口增速下滑；而2007年美国房地产泡沫破灭和随之而来的金融危机则将美国拖入去杠杆的进程，中国外贸顺差的增长速度才真正下滑，以基建债为主的地方政府投资则取代外贸顺差成为货币增长的一个主要动力。

图表 19 美国家庭负债率



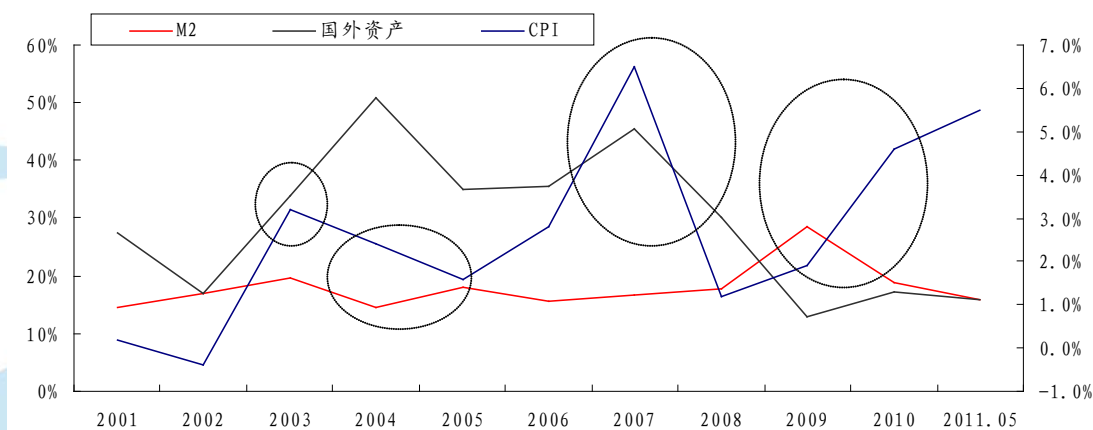
资料来源：www.frbsf.org

1.5, 信贷控制政策、CPI、M2 及房地产市场

1.5.1, 国外资产增长带来长期的通胀压力, 短期调控政策将减缓通胀恶化速度

由于外贸顺差带来的基础货币大量发行的一个结果就是国内的物价上涨, 所以在其他条件不变的情况下, 央行国外资产的大幅增长往往与 CPI 的高企同步出现, 而国外资产增长速度下滑则给中国带来通缩的风险。从历史上来看, 2003 年和 2007 年央行国外资产大幅增长, CPI 同步亦出现高点, 而 2002 年和 2008 年央行国外资产增长放缓则对应的是 CPI 的回落。

图表 20 CPI M2 国外资产增长走势图



数据来源: wind

在两者的关系中, 由于 CPI 高企往往引发中央的货币紧缩政策, 而政府为了防止出口增速下滑带来的通缩的风险, 又往往会通过宽松的货币政策来刺激经济发展, 导致的结果是国外资产的变化与 CPI 变化的背离。由于 2003 年 CPI 出现了较大的涨幅, 达到 3% 的上限, 引发宏观调控, 货币乘数下降, 在外国资产大幅增长的情况下, 2004 年 CPI 出现回落; 2005 年和 2008 年随着净出口的回落, 中国出现了通缩的迹象, CPI 大幅回落, 随后政府采取较为宽松的信贷政策, 货币乘数大幅上升, 在外国资产增长速度未恢复上升的情况下, CPI 在 2006 年和 2009 年回升, 出现了背离。

因此, 我们可以预计, 贸易顺差的大幅度增长将带来 CPI 的上升, 而贸易顺差的大幅度下滑亦将使中国陷入通缩的境地, 从历史上看, 两者的发生几乎是同步的; 另外, CPI 是货币政策的主要指标, 历史上, 当 CPI 超过 3% 的控制目标, 将引发货币紧缩, 而当 CPI 回落至 2% 以下, 则货币又开始重新宽松, 同时, 货币政策又反过来对 CPI 造成影响, 过于宽松的货币政策将引发 CPI 重新上扬而紧缩的货币政策则通常能使 CPI 回落, 通常有一年左右的时滞。

1.5.2, 调控政策对房地产市场影响

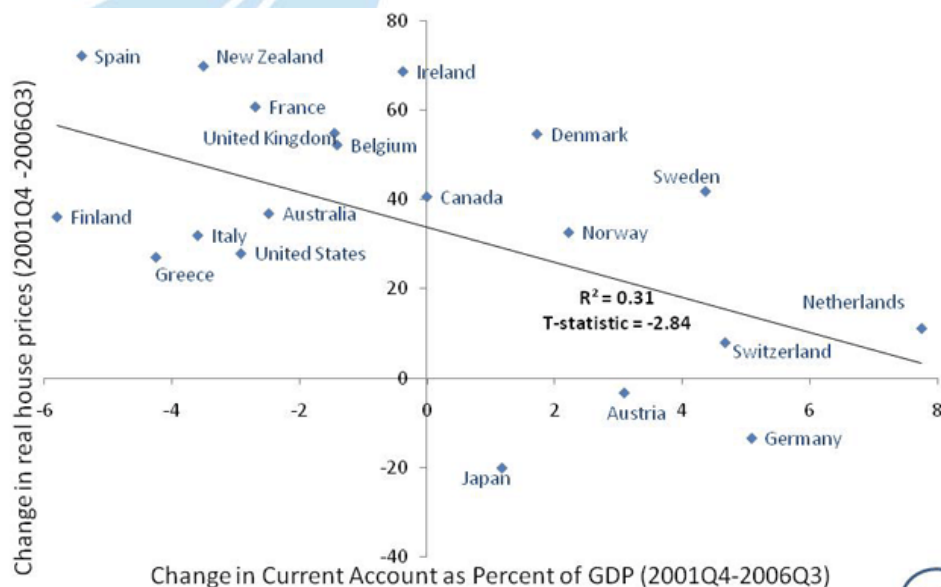
我们可以看到，在信贷紧缩时期往往伴随着房地产调控政策，而在信贷宽松时期则往往对应着房地产市场的支持政策；同时，由于按揭贷款对居民支付能力有较大影响，从而影响到房产的需求；因此住宅市场往往随着调控政策的力度而出现相应的波动。调控政策主要有五个方面，利率调整、准备金率调整、央票对冲操作、银行的信贷总额控制以及汇率调整。

利率对房地产价格有较大的影响，按揭利率主要通过影响购房者的支付能力，另外，实际利率影响居民的资产配置决策，从而影响市场需求，最终对市场价格造成影响。对从万科的经营情况看，近三年支付方式中一次性付款占总销售比例在 20%-30% 左右，按揭贷款对于普通住宅的需求影响较大。历史上，我们可以看到上海市场 02-03 年实际利率大幅下降对应着房价的大幅上升，而 08 年初的实际利率快速上升则对房价上涨起到了抑制作用，而 08 年年底的按揭利率七五折优惠政策和 08 年底实际利率的大幅度下降则共同造就了 2009 年地产行业的复苏。

准备金率调整、央票对冲操作以及银行的信贷总额控制则均对银行创造信贷的能力有较大的影响，间接影响了银行对房贷的支持力度和对开发商贷款的松紧，从而影响到居民的可支付能力以及开发商短期的资金压力和未来 1-2 年内供应情况，从而对住房价格产生影响。04、05 年的住房价格下滑和 06 年价格报复性上涨是 04 年紧缩政策的结果。

而汇率的调整，人民币升值则成为进一步吸引资本流入的信号，往往成为触发资产泡沫的源头，经济学家和伯南克的研究发现，资本流入与住房价格关系较为明显，资本流入能够解释 30% 的住房价格变化。

图表 21 资本流入与房产价格



Source: International Monetary Fund, Haver Analytics, and Federal Reserve staff calculations.

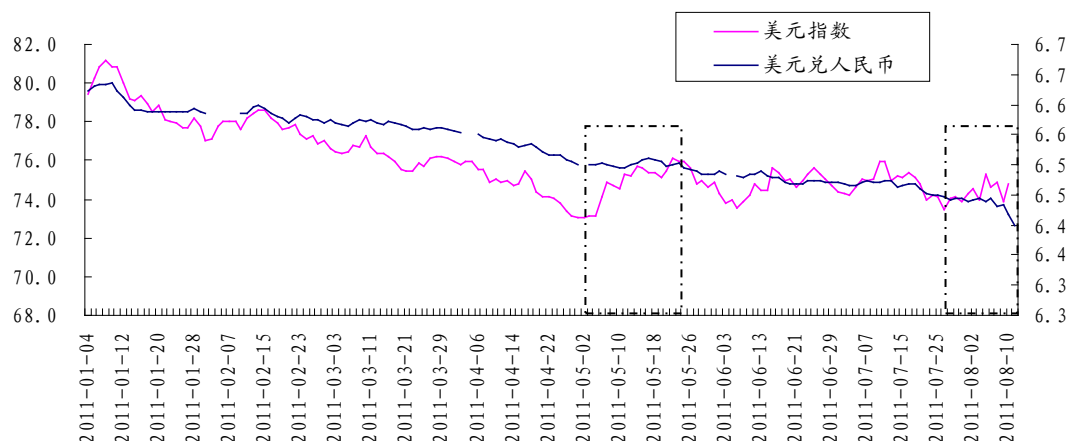
10

资料来源:《Monetary Policy and the Housing Bubble》bernanke

从美元指数和人民币兑美元汇率的走势来看，在美元指数大幅上升的同时，美元兑人民币汇率则继续下降，出现了较大的背离，2011 年 5 月份和 2011 年 8 月份均出现过较大背离，从 5 月份以来，美元指数基本保持稳定，而人民币则启动了升值步伐，目前人民币汇率可能已成为央行调控政策的主要手段，人民币由被动升值变成主动升值后，确定性增强，而热钱的流入则有可能进一步增强，从而推动国内资产价格

继续上涨。

图表 22 美元指数与美元对人民币汇率的背离



数据来源: wind

1.6, 结论

根据以上的分析,我们可以得出结论,1,住宅作为一项固定资产,长期来看其价格仅仅是一货币现象,在中国由于利率和通货膨胀率失真,更多地与M2相关,而由于居民收入增长相对M2滞后,这能够部分解释中国房价收入比、月供收入比等指标偏高而房地产销售仍较旺盛的现象;2,中国的M2增长长期主要是基础货币发行的结果,而近10年来外贸顺差带来的外汇储备增长是基础货币增长的主要源动力,为应对出口下滑带来的短期通缩压力,政府主导的基建、保障房和水利等投资则成了短期信贷增长的主要驱动力,另外,针对通胀的调控政策也将对M2变化造成影响;3,外贸顺差将是结构性现象,将是M2增长的源泉,房价长期的增长将与外贸顺差的变化息息相关;4,长期外贸顺差与美国居民和政府的杠杆率密切相关;5,信贷政策通过短期内影响M2的变化和居民的支付能力以及资产配置行为,从而影响房价;6,CPI是影响信贷政策的主要指标,主要受M2变化的影响;7,目前,调控政策正由加息和提准备金率转向人民币升值,将支撑资产价格不出现较大下滑。

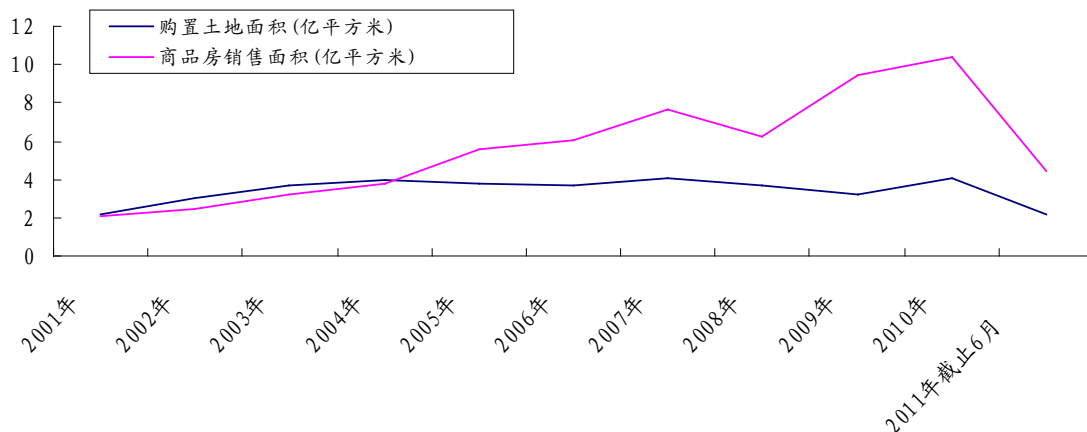
二、未来展望

1,根据我们之前的分析,外汇顺差属于结构性原因,仍将继续增长,即使面对美欧经济波动短期内的冲击,中央亦将通过增加政府投资的方式加大货币乘数,从而保持M2的增速,因此,我们认为,如果出口导向经济结构、金融体系、外汇体系未发生改革,中国M2增长的速度仍将较快,从而对房价等资产价格起到支撑作用。

就更长的时间来看,由于中国以及石油出口国通过不断地借贷以支持美国购买本国产品造成的全球经济的不平衡,随着“云技术”使美国只能在当地提供的传统的高端服务业能够跨越国界,以及新能源技术特别是生物制油技术的成熟将降低美国对外国石油的依赖,全球经济重新走向平衡,而资本单方向往新兴市场流动追求较高回报的流动可能切断,全球经济结构将发生较大的变化。但目前阶段看来,由于中国、日本、欧洲的取代美国的可能性仍较小,在美国债务率高企而新兴产业尚未发展成熟的情况下,中国和石油出口国仍不得不承受更低的利率以借给美国资金,整个全球经济结构尚未发生较大的逆转。

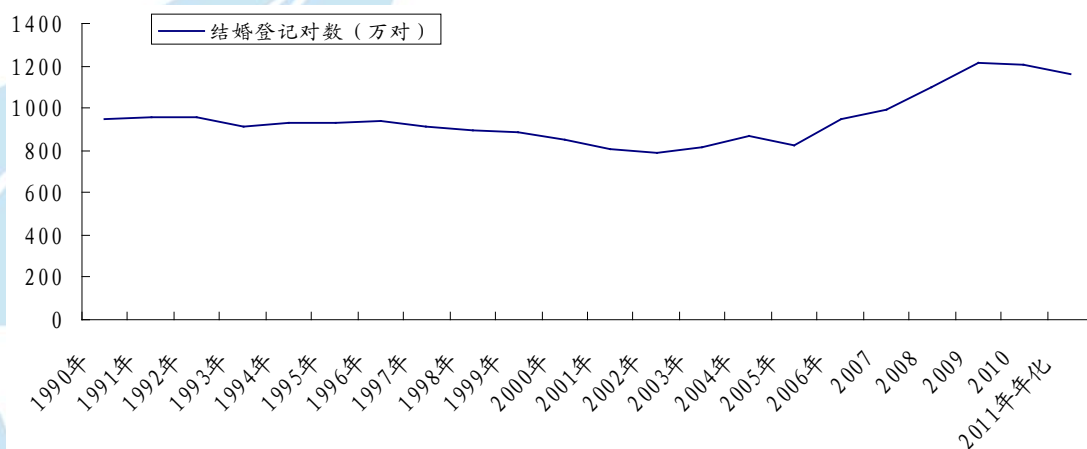
2, 供给未出现大幅的过剩, 土地出让面积相对住宅销售面积仍较低; 假如每年 1% 的城市化率提高速度, 将有 1500 万人进城住房需求, 每年 1000 万对结婚人口以及 100 万左右的大学生购房需求, 80-90 万套的拆迁房需求, 潜在需求每年至少有 1200 万套, 大约 8-10 亿平米, 市场潜在需求较高仍将存续。

图表 23 购置土地面积远低于商品房销售面积



数据来源: wind

图表 24 历年结婚登记对数



数据来源: 民政部 中航证券金融研究所

3, 我们之前的分析表明, 由 CPI 上涨引致的宏观调控政策对 M2 的增长速度造成较大的影响, 但目前可能已经发生转变, 由调准备金、加息转向人民币升值, 对房地产市场的影响逐渐由负面转向正面; 政策何时放松, CPI 是主要看点, 在贸易顺差增长放缓、而中央货币总量控制有力的情况下, 一般从货币紧缩到 CPI 回落有一年左右的时滞, 我们宏观认为 CPI 可能在 3 季度末到顶, 三季度末是比较好的宏观调控政策调整的时间窗口期。

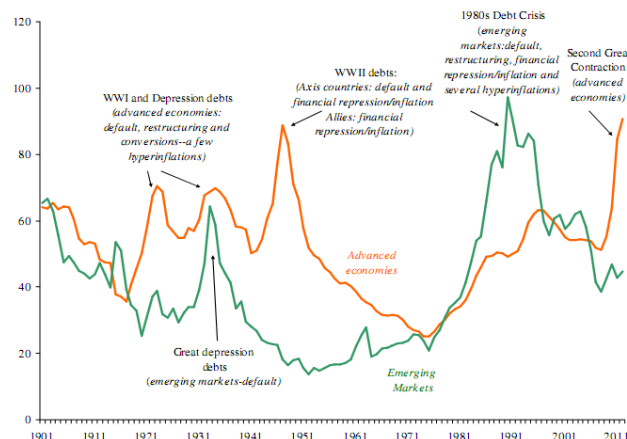
4, 唯一担忧的是目前各地月供收入比和房价租金比较高, 但根据我们之前的分析, 月供收入比过高是居民收入增长慢于 M2 增长造成的, 如果经济保持快速增长, 而劳动者报酬占比提升, 收入的增长将较快, 而房价的增长将随之变化。长期来看, 全球宏观环境仍将维持在低利率状态, 作为全球标准的美国采

取金融抑制的手段，以实现温和的通胀，较低的实际利率的方式来降低负债率的可能性较高，在低利率的环境下，全球风险资产的收益率将保持在较低水平，风险资产的价格将得到支撑，相应，住房作为投资产品的一种，租金收益率在 3% 左右也属于较为正常的现象。另外，为抑制套息差热钱的流入和解决地方政府债务以及国企和央企的低效投资对经济的影响，中国央行有较大的激励继续实行金融抑制政策，保持较低的利率，今年来调控政策以调准备金和信贷额度控制为主、加息为辅说明央行的行为在情理之中，而目前央行的调控政策则由调准和加息转向人民币升值，利率上升的可能性则进一步下降，因此，我们认为未来收入的增长将快于利率的增长，月供收入比的指标随着收入的增长将得到改善。

另外，从居民资产配置的角度看，在资产项目未放开，全球经济未走稳之前，中国仍以储蓄、国内住房和理财产品等投资渠道为主，在股市低迷，银行利息较低，而住房由于短缺而带来的升值预期的情况下，大部分资金仍将走进房产市场。

图表 25 发达国家负债率逼近二战后高点

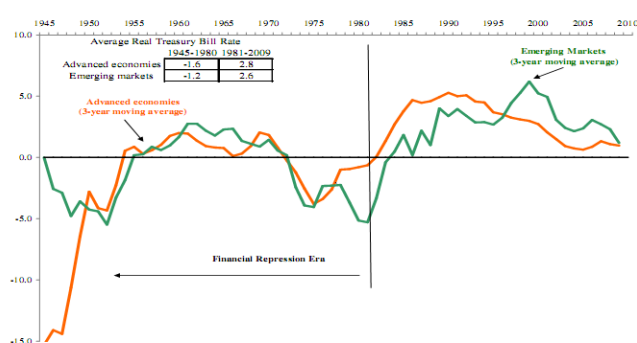
Figure 1: Surges in Central Government Public Debts and their Resolution: Advanced Economies and Emerging Markets, 1900-2011



资料来源: THE LIQUIDATION OF GOVERNMENT DEBT

图表 26 二战后发达国家通过金融抑制解决高负债问题

Figure 2: Average Ex-post Real Rate on Treasury Bills: Advanced Economies and Emerging Markets, 1945-2009 (3-year moving averages, in percent)



资料来源: THE LIQUIDATION OF GOVERNMENT DEBT

5，而对于限购政策，我们认为中央与地方的利益存在冲突，而政策的出台是为了迎合广大群众的心

理，但制定和执行政策所需的许多细节则更多的会照顾政府的利益。比如“关于限购令，沈阳市明确提出，在“人口密集、房价过高的二环区域内，暂时实行居民家庭限购住房套数政策。”而实际上，二环属于老城区，几乎没有新盘出售。整体来看，各地的执行千差万别，需要仔细甄别。而提准备金带来的银行信贷紧缩以及带来的利率优惠取消和首付比率提高则对购房者的购房能力和住房的投资回报率造成实质的影响，从而影响到市场需求，目前货币政策转向，已无进一步紧缩的可能，而CPI可能到顶带来政策的放松，对于市场需求来说都是比较好的消息。

综合来看，我们认为目前行业可能已经到了黎明前的黑暗阶段，是比较好的介入的时间窗口期。

三、投资机会及所面临的风险

就投资策略来说，我们推荐产品适合投资者需求的公司，包括产品定位高端、主要项目位于一线城市及拥有旅游度假等稀缺性资源的公司。包括金地集团、招商地产、鲁商置业、格力地产、金融街、华侨城、北辰实业、绿城中国、龙湖地产、雅居乐等。

图表 27 重点公司估值及评级一览表

评级	公司代码	公司名称	股价 9月5日	2010	2011E	2012E	PE TTM 2011	PB 2011Q2	NAV 折价/溢价
买入	600383	金地集团	5.91	0.6	0.78	1.02	8	1.47	-40%
买入	000069	华侨城	7.31	0.54	0.66	0.85	11	2.87	-40%
买入	000024	招商地产	18.43	1.17	1.5	1.9	12	1.61	-36%
买入	000062	深圳华强	7.7	0.29	0.35	1	22	2.91	-30%
买入	601588	北辰实业	3.07	0.06	0.15	0.4	20	1.09	-12%
买入	600185	格力地产	6.97	0.25	0.48	0.67	15	1.93	-43%
买入	600223	鲁商置业	7.46	0.06	0.18	0.3	41	6.7	-33%
买入	000402	金融街	6.66	0.59	0.73	0.9	9	1.15	-45%
买入	0960.HK	龙湖地产	11.08	0.51	1.02	1.32	11	3.05	-35%
买入	3383.HK	雅居乐	9.84	1.2	1.45	1.59	7	1.56	-56%
买入	3900.HK	绿城中国	5.78	0.83	1.67	2.12	3	0.79	-74%
		行业平均					10.5	1.7	-25%

数据来源：wind 中航证券金融研究所

风险提示：国家利率、汇率政策发生较大的改变，使本报告前提假设不成立

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

吴伟，SAC 执业证书号：**S0640511030001**

清华大学会计系毕业，2009年1月加入中航证券金融研究所，从事房地产行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。