



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009 年 3 月 13 日

投资策略

中金公司研究部

分析员：王汉锋，CFA

wanghf@cicc.com.cn

高 挺

gaoting@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

中国经济的一线曙光

投资要点：

- ◆ 在中国自去年下半年以来大幅减息以及房价回调的作用下，近来房地产市场成交量明显放大，验证了我们在 2008 年 11 月 7 日《走出熊市的第一步》报告中的判断。
- ◆ 在大幅减息的背景下，房地产是否能够持续回稳并带动经济企稳、避免深度下滑？我们认为，与政府投资于基建等已经略显过剩的行业相比，中国房地产市场刚性需求潜力依然较大，其对经济拉动作用更具持续性；房地产对上下游行业的拉动作用比基建更加明显。
- ◆ 中国依然存在进一步刺激需求的空间。中国目前无论名义利率还是实际利率已经在全球主要经济体中居最高水平，存在降息空间；外围经济依然在数量型放松、竞争性贬值，人民币年初至今已经显出升值趋势，不排除中国的率先走稳吸引外部的流动性的可能；中国针对购房者以及开发商的税费等项目依然存在下调空间来降低购房者的成本、刺激需求。
- ◆ 历史告诉我们什么？我们在《走出熊市的第一步》报告中就借美国 2001 年高科技泡沫破灭后以及日本 1985 年广场协议后历史来说明低利率对于住房需求的刺激作用。即使是 2001 年后高科技泡沫后的美国和 1985 年后的日本，在整体经济形势低迷的境况下，这两个住房满足率显著高于中国目前水平的国家，在大幅减息后，充裕的流动性和低廉的资金成本刺激了住房需求，从而避免经济陷入深度衰退、走出复苏。
- ◆ 美国 2001 年至 2005 年的信贷和股市演变反应了房地产的复苏如何带动其他经济活动复苏的过程：美国于 2000 年底开始大幅减息，直到 2002 年 4 月份之前，对房地产的信贷处于波动和停滞状态，对工商业的信贷则在持续下滑，此期间股市全面下滑。持续的降息对房地产的作用在 2002 年 5 月之后开始确立，对房地产的信贷自此开始持续上升，但对其他工商业信贷依然在下滑之中。此期间股市表现为持平、波动走势，与房地产相关的行业开始领先。到 2003 年 4 月，房地产的复苏作用逐步体现到其他更广泛的经济体，表现为对工商业的信贷下降幅度趋缓、甚至企稳，到 2004 年 4 月逐步上升，股市则进入上升通道，房地产相关的行业依然呈现领先走势。
- ◆ 我们将此前对股市“前高后低”的判断称为情形 A，将中国走出类似美国 2001 年高科技泡沫破灭后、日本 1985 年广场协议后大幅降低利率刺激房地产需求从而避免经济深度衰退的情形称为情形 B。我们认为需要持续观察：1) 信贷高增长的持续度和货币政策的方向；2) 房地产成交量的变化趋势和土地购置的情况；3) 财政政策是否加码，来判断是否需要调高情景 B 出现的概率。

目录

房地产：中国经济的一线曙光	4
我们说过什么？--2008 年 11 月 7 日《走出熊市的第一步》	4
有什么最新的情况？	4
当前面临环境的特征	9
为什么还是房地产？	9
房屋存量巨大？	10
中国还有进一步政策刺激的空间	12
历史告诉我们什么？	14
股市投资启示	24

插图

图 1: 央行继续大幅减息 27 个基点	5
图 2: 政府推出四万亿投资方案	5
图 3: 全球主要国家的相关利率处于百年来的低位 (英国、美国)	7
图 4: 信贷增速开始反弹, 货币供应量开始加速	7
图 5: 采购经理人指数企稳	8
图 6: 主要城市自 2009 年以来的房屋成交量呈现回升态势	8
图 7: 居民储蓄达 23.3 万亿元, 占 08 年 GDP 的比例为 77.6%	9
图 8: 城镇化率快速提升, 加大住房需求	10
图 9: 公路客货运周转量增长缓慢	10
图 10: 年底在建面积与当年销售面积比	11
图 11: 降息和降价改善购房能力	12
图 12: 中国实际利率已经高于全球主要经济体	12
图 13: 中国依然存在降息空间	13
图 14: 降息对房地产及其他经济活动作用及股市周期示意图	14
图 15: 2000-2004 年间新增居民信贷中 84% 流向了房地产市场	15
图 16: 美国 IT 泡沫后大幅减息刺激了房地产市场	15
图 17: 美国 IT 泡沫后大幅减息鼓励了居民部门信贷	16
图 18: 美国房价指数与收入指数比值 (左) 以及房价指数与租金指数的比值 (右)	16
图 19: 美国 IT 泡沫后大幅减息刺激了居民部门信贷、避免了大的衰退	16
图 20: 美国 IT 泡沫后对工商业的贷款的下滑则是持续的	17
图 21: 大幅减息刚开始对房地产的作用体现并不明显, 大盘多数行业下跌	17
图 22: 美国 IT 泡沫后对房地产行业的贷款开始确立进入上升通道	18
图 23: 大幅减息开始对房地产体现作用, 房地产及消费相关行业开始领先大盘	18
图 24: 对工商企业的信贷从 2004 年 5 月份开始进入上升通道	19
图 25: 2003 年下半年开始, 房地产回暖开始带动更广的经济企稳, 大盘进入上涨通道	19
图 26: 日本 1986 年、1987 年进出口大幅下滑	20
图 27: “广场协议”后日本的大幅放松的货币政策	21
图 28: “广场协议”后日本的大幅放松的货币政策使得货币供应加速	21
图 29: 广场协议后日本重新走向财政扩张	21
图 30: 日本银行业对个人贷款在降息后大幅增长	22
图 31: 房地产和财政刺激带动建筑面积大幅增长	23
图 32: 日本按行业的总贷款增速	23
图 33: 广场协议后日本宽松货币政策刺激了房地产需求	23
图 34: 日本分行业 GDP 指数在 1987 年的增长	24
图 35: 主要国家居民部门负债水平与居民可支配收入的比例	25
图 36: 各国政府负债与 GDP 的比例	25

表格

表 1: 十大行业振兴计划概要	6
表 2: 对 2009 年年底在建面积与销售面积比值的预测	11
表 3: 中国房地产购买者及开发商目前各项税费率及政策列表	13
表 4: 中国和日本分别是两次全球不平衡中最大的盈余方	20

房地产：中国经济的一线曙光

在零利率的边缘，全球主要经济体纷纷实施数量型放松政策以图再通胀。中国自去年下半年以来大幅减息，并宣布 4 万亿的财政刺激方案。虽然外需仍然在持续的恶化，但内需中的房地产最近成交量明显放大，主要城市中不少城市，包括北京、上海、广州、深圳等无论同比环比，都呈现上升趋势。市场关心在外围经济继续疲软的情况下，中国房地产以及更广的基本面进一步走势及对股市的可能的影响，特别是：房地产是否能够为中国经济带来缓冲，甚至带动中国经济逐步走出低迷？

基于最近经济中最新的一些进展以及对之前《走出熊市的第一步报告》中对几个历史片段的再研究，我们认为这种概率在上升。

我们说过什么？--2008 年 11 月 7 日《走出熊市的第一步》

自 2008 年 9 月份开始，面对肆虐全球的金融危机的冲击，全球主要经济体大幅降息并相继推出各自的经济刺激方案。全球股市包括中国 A 股继续大幅下挫，市场恐慌情绪弥漫。

面对可能推出的大幅降息以及经济刺激方案，我们在 2008 年 11 月 7 日《走出熊市的第一步》报告中指出：

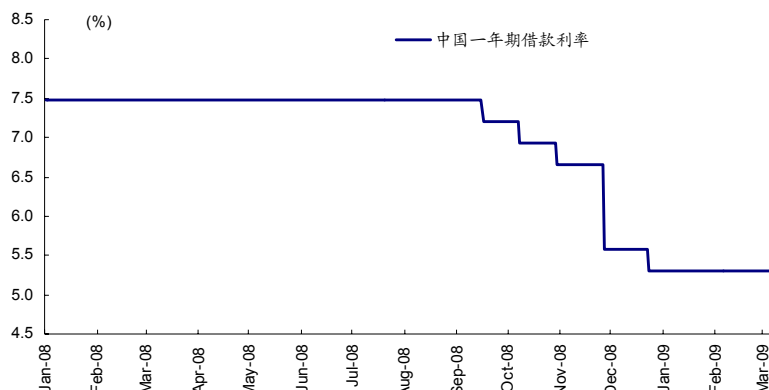
- 1) 由于外需的持续低迷，货币与财政政策组合下的内需走势是决定中国股市未来走势的关键；
- 2) 内需中房地产是对利率最敏感的行业之一。我们强调，虽然中国房地产经过多年的发展，但刚性潜在需求依然存在；大幅降息和预期的房价回调可能使得购房能力显著改善。在预计央行大幅减息的预期下，房地产有望率先企稳。
- 3) 报告还认为，全球均在去杠杆化，但中国经济体中的四大部门：居民部门、非金融企业部门、金融企业部门以及政府部门的负债水平都不高，这为中国刺激经济留下了足够的空间。
- 4) 中国的货币政策方式类似价格管制和数量控制相结合的方式，相比西方主要经济体中货币政策传导途径，中国的货币政策放松能更快更直接地被企业和居民感受到。相比之下，由于金融机构受金融危机创伤，西方经济体的利率传导机制并不畅通。这样的情况可能使得中国率先受益于降息而走出复苏。
- 5) 报告也重点分析了两个历史案例，即日本 1985 年“广场协议”后以及美国 2001 年高科技泡沫破灭后，政府大幅减息刺激了房地产而使得经济走出衰退的案例。我们当时指出中国也存在这种可能性。

有什么最新的情况？

在我们的报告推出至今，国内政策方面主要有如下情况出现：

- 1) 央行继续大幅减息，在 9 月 15 日、10 月 8 日和 10 月 29 日大幅减息 27 个基点的基础上，于 11 月 26 日及 12 月 22 日分别继续减息 108 和 27 个基点。但总体上说，到目前为止，与我们报告中预期的“未来一年仍有 216 个基点的降息幅度”相比，随后的降息步伐明显放缓。

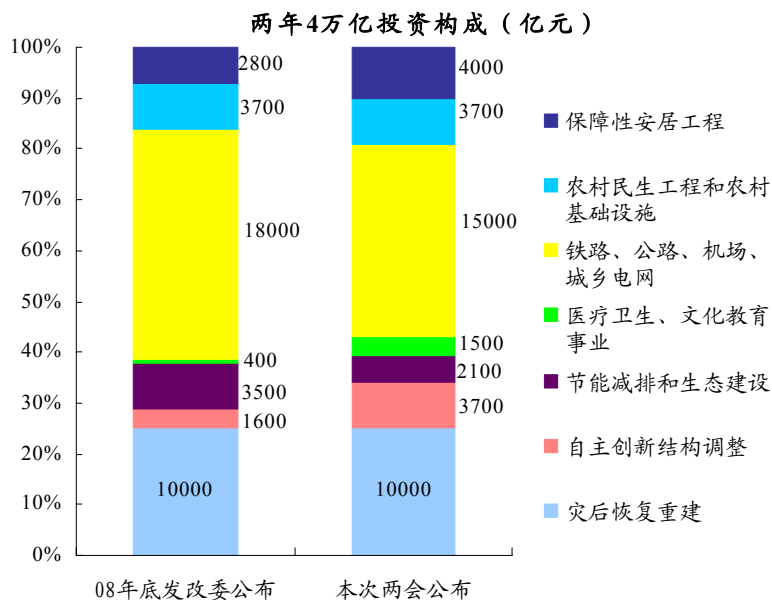
图 1：央行继续大幅减息 27 个基点



资料来源: WIND EDB、中金公司研究部

2) 政府推出了总额达 4 万亿的财政刺激方案，具体投向包括铁路、公路、机场和城乡电网，灾后恢复重建，农村民生工程 and 农村基础设施等几个方面。

图 2：政府推出四万亿投资方案



资料来源: 国家发改委、全国人大、中金公司研究部

3) 十大行业，包括钢铁、汽车、纺织、造船、装备制造、电子、轻工、石化、有色金属、物流等行业振兴计划陆续出台。

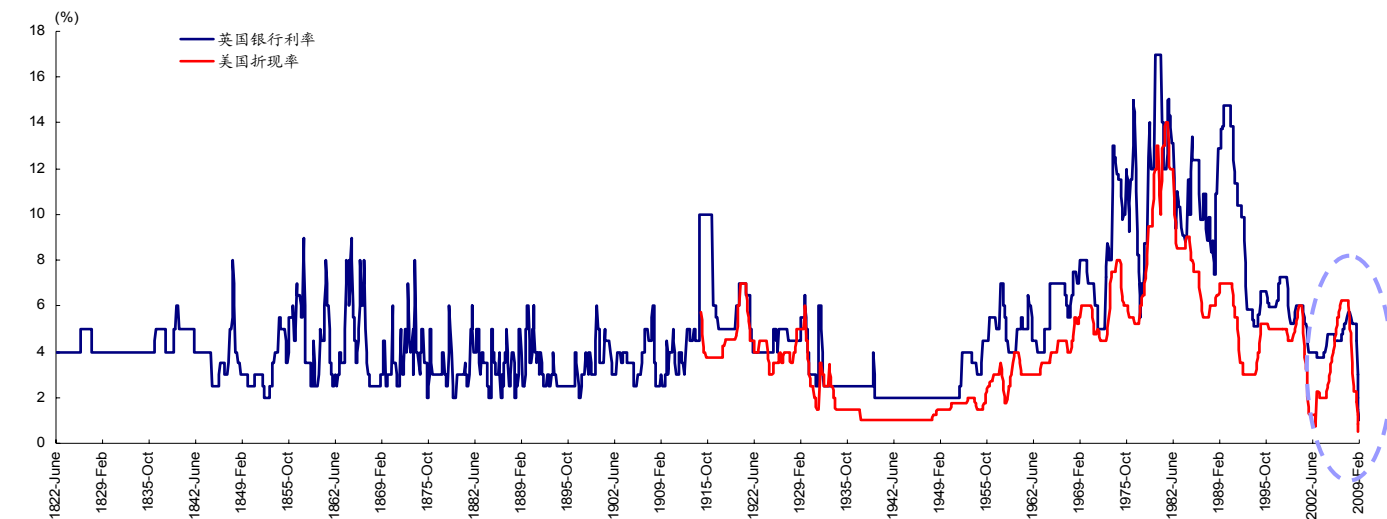
表 1：十大行业振兴计划概要

行业	政策	行业分析员简短评论
物流业	一要积极扩大物流市场需求，促进物流企业生产、商贸企业互动发展，推进物流服务社会化和专业化。二要加快企业兼并重组。三要推动能源、矿产、汽车、农产品、医药等重点领域物流发展，加快发展国际物流和保税物流。四要增强物流基础设施建设，提高物流标准化程度和信息化水平。确定了振兴物流业的九大重点工程，包括多式联运和转运设施、物流园区、城市配送、大宗商品和农村物流、制造业和物流业联动发展、物流标准和技术推广、物流公共信息平台、物流科技攻关及应急物流等。	之前市场预期的最具有直接利好的降低营业税一项并未列在其中。
电子信息产业	通讯设备行业：1. 在3G、下一代互联网和数字电视网络建设方面，形成超过6000亿元投资规模。2. 提出加快宽带光纤接入和网络升级。3. 加大财政投入力度，新增资金向电子信息产业倾斜。4. 2010年将到期的软件增值税退税的优惠政策有望延长。 软件行业：1. 扶持软件外包企业发展，并将软件外包行业纳入高新技术企业范畴等。2. 实施国产软件替代计划，包括政府采购规定、强制与国产软件兼容以及研发和产业发展支持等。3. 积极推动自有知识产权的财税（税控收款机）应用系统设备应用。4. 支持优势企业并购重组，鼓励优势企业“走出去”。	我们认为该振兴政策初稿相当于2009-2011年的3年产业规划，其中所提到的目标和任务，多数是对已有项目的综合和重申。长远来看，确实有望推动行业发展，但①具体的政策和实施细则仍需进一步明确；②未预期更大力度的税收或财政支持。因此短期看，我们认为更多是消息面上的刺激，为通讯设备和软件行业公司带来交易型机会。
轻工业	轻工业振兴规划提出，未来三年将以食品、家电、造纸、塑料、皮革、五金、电池、照明电器、洗涤、轻工装备等行业为振兴重点，而产业振兴的目标是，到2010年，使轻工重点行业结构调整和产业升级取得明显成效。1. 扩大内需促进消费。2. 临时降低酒及酒精、化妆品、贵重首饰、高档手表等商品的消费税，提高进口高档消费品关税。3. 继续提高家电、家具、皮革、五金等轻工631项商品的出口退税税率。	我们认为，上述政策预期利好家电龙头企业，短期交易性机会值得关注。其中：1) 白色家电公司的受益程度会好于黑色家电公司；2) 节能有望成为鼓励的重点，短期冰箱更受益、长期空调更受益；3) 白电龙头企业受益程度的排名是青岛海尔、美的电器，而格力电器的受益会相对滞后。
船舶	1. 稳定造船订单，扩大船舶市场需求。方法a. 鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放；b. 鼓励老旧船舶报废更新和单壳油轮强制淘汰政策。2. 化解经营风险。方法a. 将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到2012年；b. 支持大型船舶企业和航运企业按期履行造船合同。3. 控制新增造船能力，推进产业结构调整。方法a. 今后3年暂停现有船舶生产企业新上船坞、船台扩建项目；b. 新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项，支持高技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发；c. 支持企业兼并重组，提高大型企业综合实力。	我们认为如果规划落实到位将有助于造船行业调整产业结构，解决过去几年来该行业在高速发展中积累的一些弊端，但是短期内对整个行业帮助有限。
有色金属	推进有色金属产业调整和振兴，要以控制总量、淘汰落后、技术改造、企业重组为重点，推动产业结构调整和优化升级。一要稳定和扩大国内市场，改善出口环境。调整产品结构，满足电力、交通、建筑、机械、轻工等行业需求。支持技术含量和附加值高的深加工产品出口。二要严格控制总量，加快淘汰落后产能。三要加大技术改造和研发力度，推动技术进步。四要促进企业重组，优化产业布局。五要充分利用国内外两种资源，增强资源保障能力。六要加快建设覆盖全社会的有色金属再生利用体系，发展循环经济，提高资源综合利用水平。	
石化	振兴石化产业，必须在稳定石化产品市场的同时，加快结构调整，优化产业布局，着力提高创新能力和管理水平，不断增强产业竞争力。一要保持产业平稳运行。落实国家扩大内需、振兴重点产业和粮食增产等综合措施，拉动石化产品消费。二要提高农资保障能力。调整化肥农药生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给。完善化肥淡储制度，加强农用柴油供应网络建设。三要统筹重大项目布局，大力推进技术改造。抓紧组织实施在建炼油、乙烯重大项目，增强产业发展后劲。推广资源综合利用和废弃物资源化技术。发展循环经济。四要控制总量，淘汰落后产能。五要加大政策扶持。抓紧落实成品油储备，完善税收政策，增加技改投入，加大对石化企业的信贷支持。六要完善公司治理结构，加强科学决策，增强风险防控能力，提高石化企业管理水平。	
装备制造业	1. 依托国家重点建设工程，大规模开展重大技术装备自主化工作；2. 通过加大技术改造投入，增强企业自主创新能力，大幅度提高基础配套件和基础工艺水平；3. 加快企业兼并重组和产品更新换代，促进产业结构优化升级，全面提升产业竞争力；4. 增加出口信贷额度，支持装备产品出口。	整体上，装备制造业调整振兴规划的出台并没有给市场带来超预期的内容，以上几点全都在市场预期之内，且没有特别具体的刺激措施，主要是方向性和政策性的调整方案。事实上自2008年底以来，市场已经在期待振兴规划，关于振兴规划的内容此前在诸多媒体也屡次报道，相关板块的股份也已有所反映，由于振兴规划的出台并没有带来超预期的内容，估计对股价的进一步刺激作用将有限。
纺织	以自主创新、技术改造、淘汰落后、优化布局为重点，推进结构调整和产业升级，巩固和加强对就业和惠农的支撑地位，推进我国纺织工业由大到强的转变。一要统筹国际国内两个市场；二要加大技术改造和自主品牌建设；三要加快淘汰落后产能；四要优化区域布局；五要加大财税金融支持。将纺织品服装出口退税税率由14%提高至15%。	此次纺织工业振兴计划的实质性政策和财政支持额度明显弱于医药、汽车、钢铁等其它行业的振兴计划。其总体支持力度也低于市场此前的一些预期。该计划立足长远，强调技术升级、结构调整和行业整合，难以在短期内为企业带来盈利能力的明显改善，可获利了结或集中投资于有望中长期受益的行业龙头企业。
汽车	会议强调，加快汽车产业调整和振兴，必须实施积极的消费政策，稳定和扩大汽车消费需求，以结构调整为主线，推进企业联合重组，以新能源汽车为突破口，加强自主创新，形成新的竞争优势。同时，提出五项措施来振兴汽车产业，一要培育汽车消费市场，二要推进汽车产业重组，三要支持企业自主创新和技改投入，四要实施新能源汽车战略，五要支持汽车生产企业发展自主品牌，加快汽车及零部件出口基地建设，发展现代汽车服务业，完善汽车消费信贷。	我们认为，本次产业振兴规划出台有利于在短期内刺激1.6升及以下排量轿车销量的回升，但是依然难以以实质性提升2009全年的汽车销量。我们对于本次振兴规划的最终效果并不乐观，而且政策力度总体上低于市场预期，因此建议投资者获利了结轿车股。而对于我们近期推荐的重卡板块，我们依然认为目前是行业最差的时刻，尽管本次振兴规划未能受益，但是2季度销量反弹确定性高，是2009上半年汽车股投资的首选品种。福田汽车（600166.CH）由于具备双重受益可能，值得投资者关注。
钢铁	会议要求必须以控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局为重点，推动钢铁产业由大变强。具体政策包括：一要统筹国际国内两个市场。落实扩大内需措施，拉动国内钢材消费。实施适度灵活的出口税收政策，稳定国际市场份额。二要严格控制钢铁总量，淘汰落后产能。三推进行业兼并重组力度。四要支持企业技术改造。五要整顿铁矿石进口市场秩序，规范钢材销售制度，建立产销风险共担机制。	长远来看，钢铁产业振兴规划有利于优化我国的钢铁产业结构，提升产业竞争力和改善产能过剩的局面，对钢铁行业早日从目前的低谷中走出来有帮助。不过，短期内，在国内需求放缓的大背景下，供过于求的形势难以很快改变。预计08年4季度是钢铁行业最差的时刻，在09年1季度和2季度，随着库存和成本的下降，盈利将有所恢复，从而带来阶段性的投资机会。

资料来源：中金公司研究部

而国际方面，全球主要国家继续大幅减息以稳定金融系统和刺激经济，利率已经降至近百年来最低水平。在传统的利率政策已经捉襟见肘的情况下，纷纷宣布开始实施数量型的宽松货币政策。

图 3: 全球主要国家的相关利率处于百年来的低位 (英国、美国)

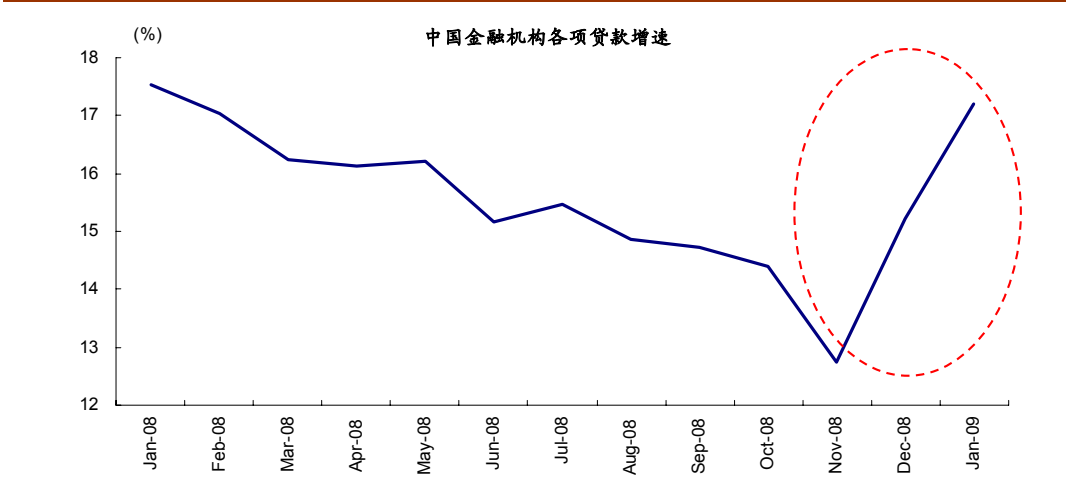


资料来源: Bank of England、NBER、中金公司研究部

实体经济方面, 中国有如下几个方面的进展值得关注:

- 1) 自 2008 年 11 月份以来的信贷增速开始持续反弹, 货币供应量开始加速增长: 一、二月份的信贷增量约 2.7 万亿, 一月贷款增速达到 17.2%。

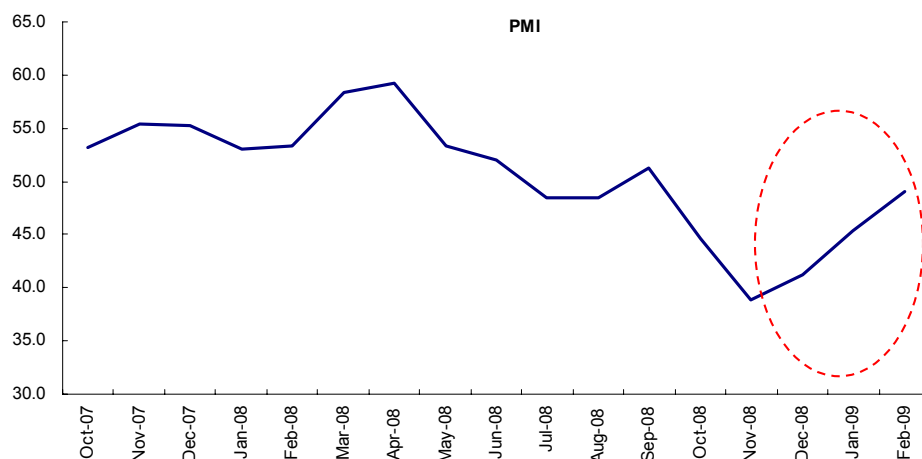
图 4: 信贷增速开始反弹, 货币供应量开始加速



资料来源: WIND EDB、中金公司研究部

- 2) 采购经理人指数连续三个月指向企稳的方向, 表明制造业状况正在改善之中。

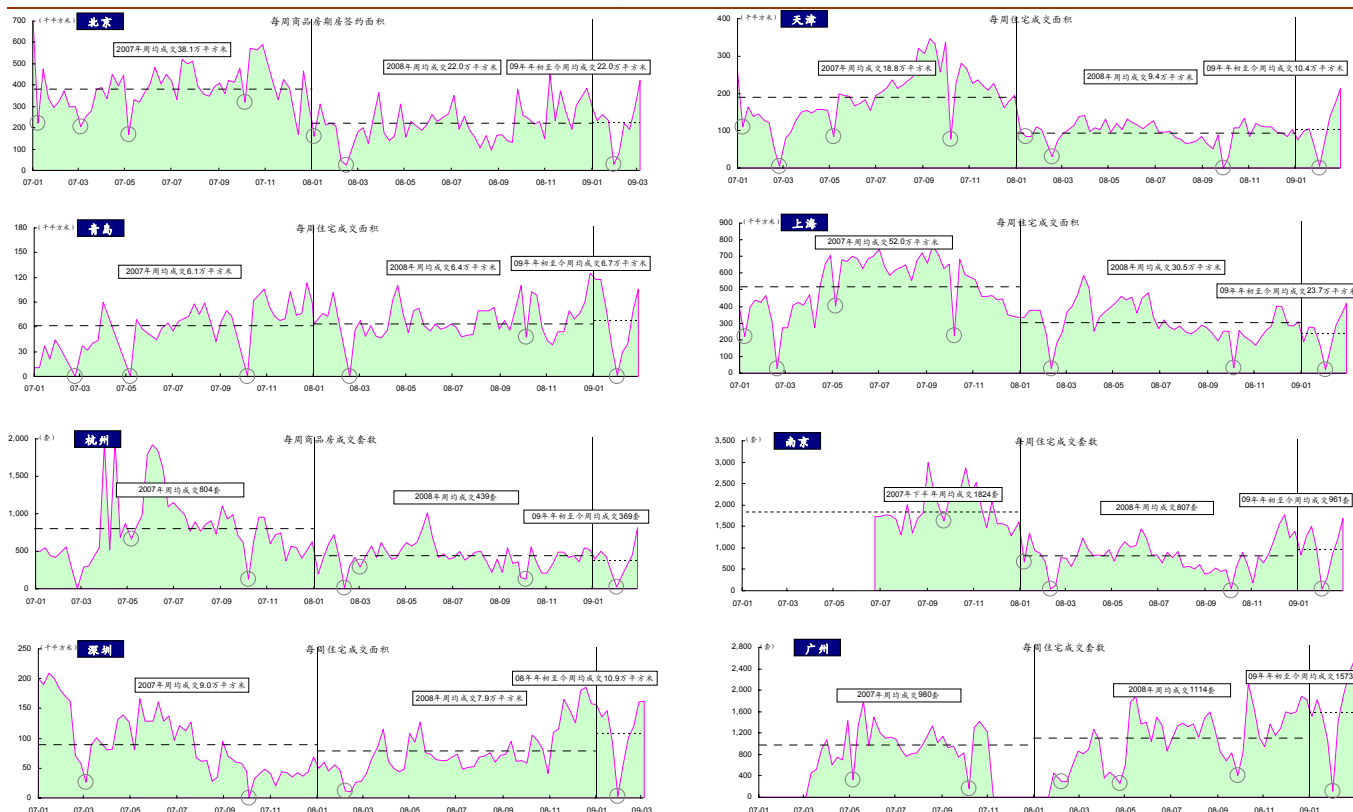
图 5：采购经理人指数企稳



资料来源：WIND EDB、中金公司研究部

3) 房地产成交量开始显著上升：从北到南主要城市的房地产成交量明显放大，主要城市中多数无论同比还是环比都已经呈现上升趋势。

图 6：主要城市自 2009 年以来的房屋成交量呈现回升态势



资料来源：搜房网、中金公司研究部。

股市方面，从我们推出报告之日起，中国 A 股市场已经显著反弹。目前从前期高点回调，正在盘整之中。

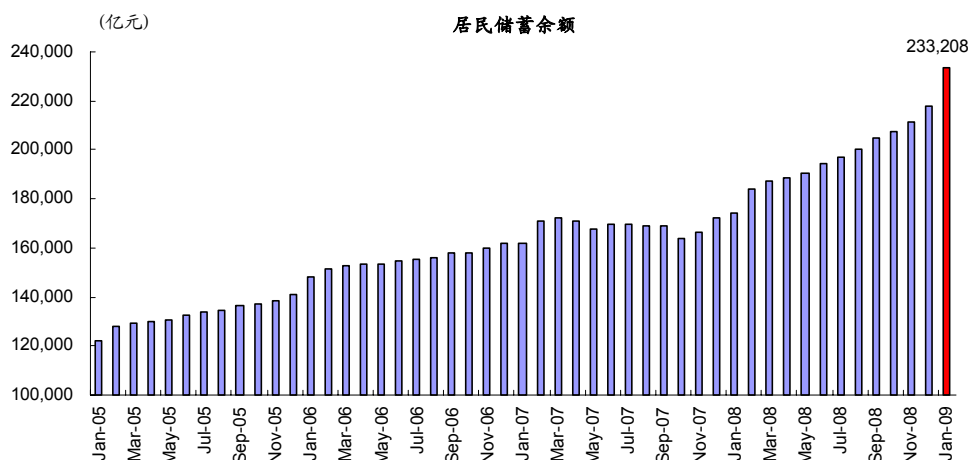
这其中最引人注目的当数房地产成交量的回升。

当前面临环境的特征

我们当前的环境具备几个特征，其中最引人注目的就是内需中的重要板块--房地产成交量的回升。

- 1) 外围经济体依然在继续恶化之中，再通胀的数量型量化政策的效果仍有待观察，中国的外需还将面临恶化的局面。
- 2) 但政府刺激的力度空前之大，包括利率政策以及财政刺激政策。在政策的作用下，政府推动的基建相关的板块开始带动制造业逐步改善，内需中的房地产呈现出走稳态势。
- 3) 市场流动性充裕，无论是流动性存量（居民储蓄）还是支持企业活动的流动性（信贷）都非常充裕，而投资渠道相对缺乏。

图 7: 居民储蓄达 23.3 万亿元，占 08 年 GDP 的比例为 77.6%



资料来源: WIND EDB、中金公司研究部

在这样的环境下，一个很自然的问题就是：大幅的信贷以及 4 万亿财政刺激投向实体经济，但外需仍未企稳，房地产能否持续走稳并带动中国经济走出低迷？

为什么还是房地产？

从 2008 年 3 月 23 日《固定资产投资增速放缓下的投资策略》、11 月 7 日的《走出熊市的第一步》到本报告，我们一直强调房地产在内需中的重要地位，我们想传达的一个核心观点就是：随着收入水平的提高以及城镇化的进一步提升，房地产在现阶段的中国处于高速发展时期。在“衣食住行”四大需求中，“衣足饭饱”之后，自然就想住得宽敞点，再有个车开，更好了。由受中国“家”文化的影响，“住”的需求在现实中比“行”更具紧迫性。这就是在中国经济发在到现阶段正在发生的事情。经济周期的起落可能会影响其进程，但改变不了方向。

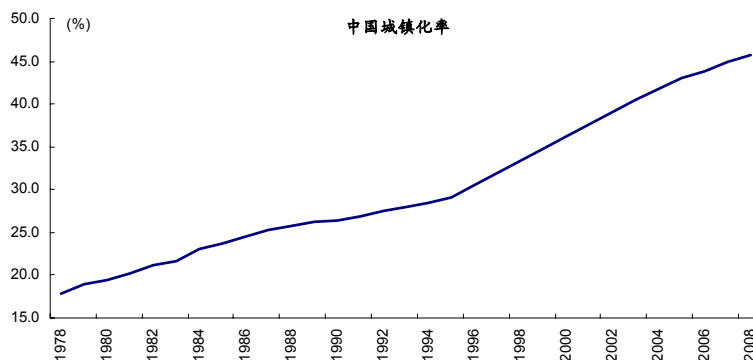
强调房地产在内需中的作用，还在于：

- 1) 房地产在中国的刚性需求潜力巨大，相比高速公路、港口、机场等在中国已经显得过剩的基础设施建设，满足房地产的需求比政府投入大量资金建已经显得过剩的基础设施更有效率，而且更具可持续性。有个数字可以大概看出中国房地产目前的满足程度，从 1997 年以来，中国累计销售商品住宅面积是 36 亿平方米，这些面积平摊到在此期间新增的城镇人口，平均每人只有 17 平米，这还没有考虑原有城镇人口的改善需求。目前中国的城镇化率每年以 1.2 个百分点的速度在提升，只算新增城镇人口的带来的住房需求，按照每人 25 平方米居住面积计算，每年新增的住宅需求就达 4.1 亿平米。相比之下，基础设

施部分已经存在过剩，以高速公路为例，2001 - 2007 年公路客货运周转量复合增长率分别为 7% 和 9%。但是同期公路的固定资产投资复合增长率达到 27%，表明需求增长其实严重落后。目前政府对基础设施继续的高投入，可能面对的是未来持续的低效益。

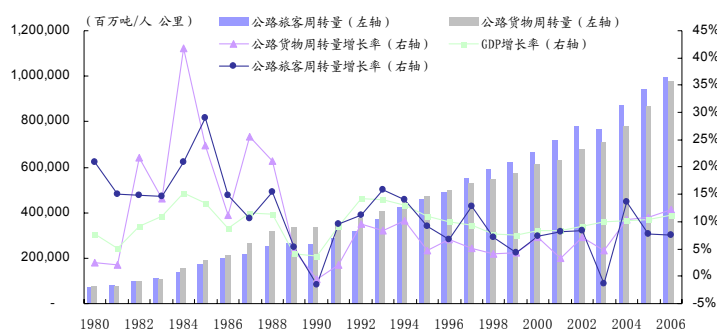
近来房地产成交量的放大，也一定程度上说明这种刚性需求的存在。我们对部分北京地区房产中介的抽样调查也显示，近期的购房需求绝大部分是自主需求。

图 8：城镇化率快速提升，加大住房需求



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图 9：公路客货运周转量增长缓慢



资料来源：CEIC，中金公司研究部

2) 房地产对上下游的拉动作用明显，相比基础设施建设，房地产行业上下游更广泛，其对经济的拉动效果比基建更加明显。我们的静态分析显示，房地产投资每增加 10 个百分点，对 GDP 的直接拉动就是约 1.5 个百分点。这个还不算房地产相关的上下游行业。在目前经济回落的情况下，鼓励房地产发展对经济的拉动作用更加明显。

房屋存量巨大？

市场往往担心房地产存量巨大，需要很长时间来消化。由于中国房屋存量方面的数据比较缺乏，我们根据已有的数据来推测对此做了一个相对粗略的分析。我们的分析显示，结果并没有那么悲观。

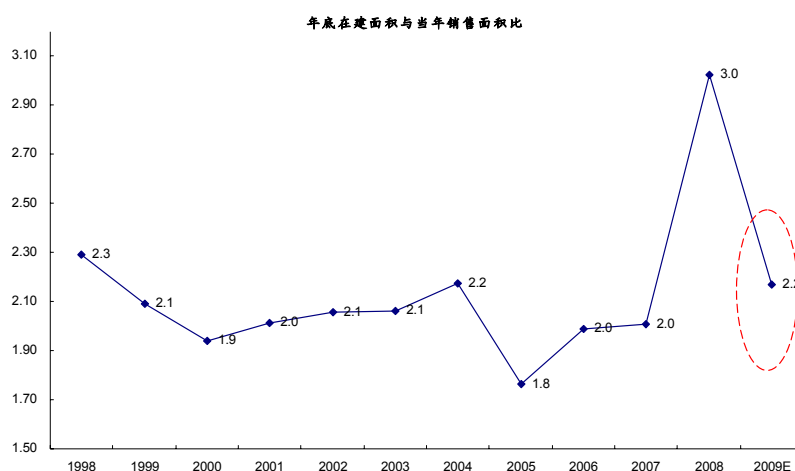
我们将自 1995 年以来每年年底的总在建面积规模剔除当年竣工面积，再除以当年的销售面积，来看房屋存货释放的压力。如下图所示。截至 2008 年年底，中国房屋在建面积 21.6 亿平方米，扣除 2008 年竣工面积 4.8 亿平方米，表明实际在建面积 16.8 亿平方米。我们发现，在房地产市场普遍认为还相对正常的 2004、2005 及 2006 年，这一比例分别是 2.2、1.8、2.0，均值为 2。我们根据一定的假设，来预计 2009 年年底这个比例的值，来判断截至 2009 年年

底房屋存货可能面临的情况。

从目前的趋势来看，我们假设 2009 年房地产投资是零增长。虽然目前已经看到房地产成交量的回升趋势，我们也依然相对保守地假设今年销售面积与 2008 年持平。

房地产投资应该看成是两部分组成，一部分是原有在建面积的继续投资，另一部分是对新增在建面积的投资。在目前的情况下，考虑到房地产开发商的谨慎态度和资金的紧张，我们假设新增在建面积为零，而所有的投资都是针对原有在建面积的继续投资。在同样的投资都投向现有在建面积的情况下，2009 年竣工面积大概与 2008 年可以维持持平甚至更多。所以在 2009 年年底的扣除当年销售面积之后的在建面积将下降到 12.8 亿平方米，与当年销售面积的比值也回落只 2.2 左右的水平，比 2004-2006 年的均值只是略高。

图 10: 年底在建面积与当年销售面积比



资料来源: CEIC、中金公司研究部

表 2: 对 2009 年年底在建面积与销售面积比值的预测

(千平方米)	年底在建面积与当年销售面积比	销售面积	竣工面积	年底在建面积 (包含当年竣工面积)	年底在建面积
		51,224		300,645	
1996		66,356		313,947	
1997		68,882		286,425	
1998	2.29	95,109	124,802	342,919	218,117
1999	2.09	118,789	161,946	410,284	248,338
2000	1.94	151,369	189,485	483,049	293,565
2001	2.01	184,988	225,442	597,661	372,219
2002	2.06	221,172	266,128	720,772	454,644
2003	2.06	285,025	322,005	910,181	588,176
2004	2.17	338,199	346,772	1,081,965	735,194
2005	1.76	497,945	400,045	1,277,476	877,432
2006	1.99	543,921	432,475	1,514,987	1,082,513
2007	2.01	691,038	477,673	1,864,550	1,386,877
2008	3.02	558,865	477,497	2,166,714	1,689,216
2009E	2.17	558,865	477,497	1,689,216	1,211,719

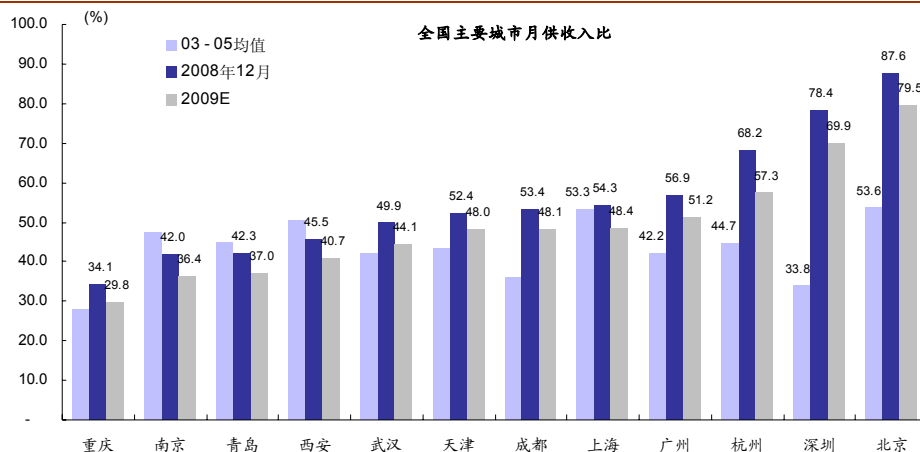
资料来源: CEIC、中金公司研究部

如果这样来看，到 2009 年年底，我们面临未来可能释放房屋存量与销售速度的比例就回到一个相对正常的水平，表明不必对房屋在建存量过于担心。如果 2009 年实际销售面积比我们假设的更多，或者 2009 年竣工的面积更多，那么实际的结果就会比我们预计的更理想。

中国还有进一步政策刺激的空间

在大幅降息和房价略有回调的基础上，目前主要城市的购房能力已经大幅改善。我们假设利率在未来一年内下调 54 个基点、房价比 2008 年均价下调 5% 的条件下，主要城市的购房能力指标将大大改善至 2003-2005 年的平均水平，而近期房地产成交量的回稳也显示这种降息与降价的效果。

图 11：降息和降价改善购房能力



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

全球大幅降息并实施数量型宽松货币政策，使得中国的利率水平，无论是名义利率还是实际利率，在全球主要经济体中已经是最高的，因此中国的确具有利率进一步放松的空间。而且，当外围经济体在纷纷实施数量型宽松货币政策、竞争性贬值的背景下，中国如果率先企稳，完全有可能吸引外围流动性的流入。人民币年初至今对主要的货币的确就是在升值的，表明资金流入的可能性。

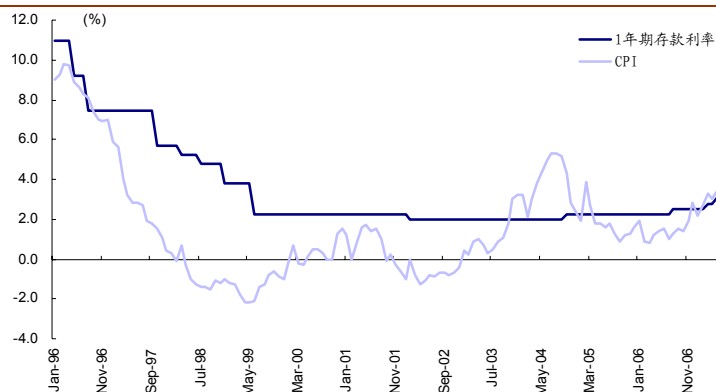
图 12：中国实际利率已经高于全球主要经济体



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部（中国利率采用一年期贷款利率，实际利率约等于官方利率减去通胀率）

除了降息之外，政府也可以减税、扩大信贷等方式继续鼓励房地产的需求。下表列示的是当前的房地产行业的税费列表，政府可以下调针对购房者（一手房与二手房）和开发商的部分税费率，以鼓励住房需求和降低住房购买成本。

图 13: 中国依然存在降息空间



资料来源: Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

表 3: 中国房地产购买者及开发商目前各项税费率及政策列表（部分区域性的政策以北京市政策为参考）

新房	交易过程中	契税	购买普通住宅的，按 1.5% 税率征收契税；购买非普通住宅的，按 3% 税率征收契税。对于首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一调到 1%
		印花税	现暂免
		产权证登记费	80 元/套
	申办产权证过程中需交费用	产权证工本费	10 元/件
		产权证印花税	5 元/件
		委托办理产权手续费	数百至数千元不等
	收房过程中	公共维修基金	2%
		面积结算费用	入住办理合同约定面积与产权登记面积差额结算
		物业管理费	按国家及北京市规定及房屋的特殊情况收取，自入住起开始计收。目前经济适用房的物业管理费按规定为 0.52 元/建筑平方米·月，其他普通商品房的物业管理费一般在 2 元至 4 元/建筑平方米·月不等
	其他费用	装修房屋垃圾外运费、车辆存车费、有线电视及卫星电视收视费等；装修押金；电话初装费及话费；冷、热水费；电费、燃气费	
二手房	贷款	首付下限	20%
		五年以上，下限（7 折）	4.16%
		律师费	一般为贷款额的 3‰
	商业贷款	公证费	200 元
		保险费	财险保险费=总房款*年费率*年限系数。其中 15 年-20 年（不含）的费率为 0.46‰，20 年的年限系数为 16.32
		五年以上利率	3.87%
	公积金贷款	额度	北京公积金贷款最高额度为 80 万元人民币；对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平，再申请购买第二套普通自住住房的居民，比照执行首次贷款购买普通自住住房的优惠政策。
		贷款担保服务费	贷款额的 3‰，不足 300 元的，按 300 元收取
		评估费	按抵押物评估价值的 3‰收取评估费，最低收费 300 元，最高收费 1500 元
	代办费	委托中介机构代办的还需缴纳 900 元左右的代办费	
二手房	土地成本	土地增值税	暂免
		印花税	暂免
		交易费	3 元/平方米
	出售方	营业税	2 年以上（含 2 年）：普通住宅暂免，非普通住宅按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税，税率 5.5%
		营业税	2 年以内：普通住宅按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税，非普通住宅按转让收入征收营业税，税率 5.5%
		个人所得税	〔售房价-原购房价-合理费用（当初业主购房时所产生的税费，即：契税+印花税）〕×20%
	购买方	契税	对不能提供房屋原值等有关涉税资料的，税务机关可以在住房转让收入的 1% 至 3% 比例内核定应纳个人所得税额。
		印花税	暂免
		契税	购买普通住宅的，按 1.5% 税率征收契税；购买非普通住宅的，按 3% 税率征收契税。对于首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一调到 1%
	交易费	交易费	3 元/平方米
开发商	土地成本	产权证登记费	80 元/套
		产权证工本费	10 元/件
		产权证印花税	5 元/件
	前期工程费	中介费	3%
		土地购置费	土地购置费，土地出让金，土地征用及拆迁费，耕地占用税，耕地开垦费，征地事务管理费，土地使用权注册登记发证费，等等
		土地闲置费	土地闲置满两年、依法应当无偿收回的，坚决无偿收回，重新安排使用；不符合法定收回条件的，也应采取改变用途、等价置换、安排临时使用、纳入政府储备等途径及时处置、充分利用。土地闲置满一年不满两年的，按出让或划拨土地价款的 20% 征收土地闲置费。对闲置土地特别是闲置房地产用地要征缴增值地价。
	建筑、安装工程费	前期工程费	建设项目前期工作咨询费，勘察费，设计费，招标投标交易服务费，招标投标代理服务费，钉桩放线费，环境影响评价费，临时水、电、路、场地平整费。
		建筑、安装工程费	建安工程费，建设工程许可证执照费，临时占地费，临时用地和临时建设工程费，建筑节能与发展新型墙体材料专项基金，工程建设监理费，建设工程质量监督费，施工噪声扰民费。
	基础设施费	基础设施费	基础设施工程费，供用电设施建设管理费，居住小区路灯维护费，地下水资源费，防空地下室易地建设费，供电贴费，建设项目共用电力设施代维护费，绿化补偿费。
		公共配套设施费	为根据北京市人民政府《关于本市新建改建居住区公共服务设施配套建设实行指标管理的通知》（京政发〔1994〕72 号）规定配置，为居住小区服务的公共设施和生活服务设施的建设费用，包括教育、医疗卫生、文化体育、商业服务、金融邮电、社区服务、行政管理、市政公用设施。
开发商	开发间接费	开发间接费	为开发经营者直接经营组织、管理开发项目发生的各项费用，包括工资、职工福利费、折旧费、修理费、办公费、水电费、劳动保护费、周转房摊销等项支出。
		期间费用	管理费用、财务费用、销售费用等与住宅开发项目有关的支出。
		税金	营业税、城市维护建设税、教育费附加等
	售房	公共维修基金	多层住宅售房款的 20%、高层住宅售房款的 30%
		交易费	购房总价的 0.5% 买卖双方各交 0.25%，（住宅 3 元/平方米，由开发商交，购房者不用交）
		交易费	购房总价的 0.5% 买卖双方各交 0.25%，（住宅 3 元/平方米，由开发商交，购房者不用交）

资料来源: 中金公司研究部

另外，我们也看到，历史上有著名的低利率政策在经济下滑时期刺激起房地产市场而避免整个经济进入深度衰退的案例。

历史告诉我们什么？

我们在《走出熊市的第一步》报告中就分析了日本 1985 年广场协议后以及美国 2001 年高科技泡沫破灭后的历史案例。在这里，我们认为有必要对这两个案例进行进一步的分析，来窥探当前中国事态发展的方向。

我们的分析发现，即使是 2001 年后高科技泡沫后的美国和 1985 年后的日本，这两个住房满足率显著高于中国目前水平的国家，在大幅减息后，充裕的流动性和低廉的资金成本刺激了住房需求，从而力挽经济进入深度衰退。在美国，2000-2004 年间美国新增居民信贷 84% 都流向了房地产市场，而在日本广场协议后的大幅减息使得针对个人的信贷（主要是住房信贷）在 1987 年增长 25%，整体信贷增速只有 9% 左右。

美国 2001-2004 年间的信贷增长与股市表现则清晰地反应了房地产复苏拉动其他经济活动恢复的过程。美国于 2000 年底开始大幅减息，直到 2002 年 4 月份之前，对房地产的信贷处于波动和停滞状态，对工商业的信贷则在持续下滑，此期间股市全面下滑。持续的降息对房地产的作用在 2002 年 5 月之后开始确立，对房地产的信贷自此开始持续上升，但对其他工商业信贷依然在下滑之中。此期间股市表现为持平、波动走势，与房地产相关的行业开始领先。到 2003 年 4 月，房地产的复苏作用逐步体现到其他更广泛的经济体，表现为对工商业的信贷下降幅度趋缓、甚至企稳，到 2004 年 4 月逐步上升，股市则进入上升通道，房地产相关的行业依然呈现领先走势。

图 14：降息对房地产及其他经济活动作用及股市周期示意图



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

不得不承认，两个国家后期的房地产泡沫都与需求复苏后偏低的利率政策持续时间过长有关。在中国，货币政策是价格管制和数量控制相结合的方式，预防房地产泡沫产生的手段应该更加直接有效。

当然我们也应该注意到，房地产企稳也不意味着经济立刻就可以走入稳定复苏的通道。基于美国当年的经验，这可能是一个相对漫长的过程。从美国当年的案例中我们看到，对房地产信贷的确立上升趋势开始于 2002 年 4 月份，但房地产的复苏传递到更广的经济基本面是在 2003 年下半年，除房地产外的对工商企业的信贷直到 2004 年 4 月才确立进入上升通道。

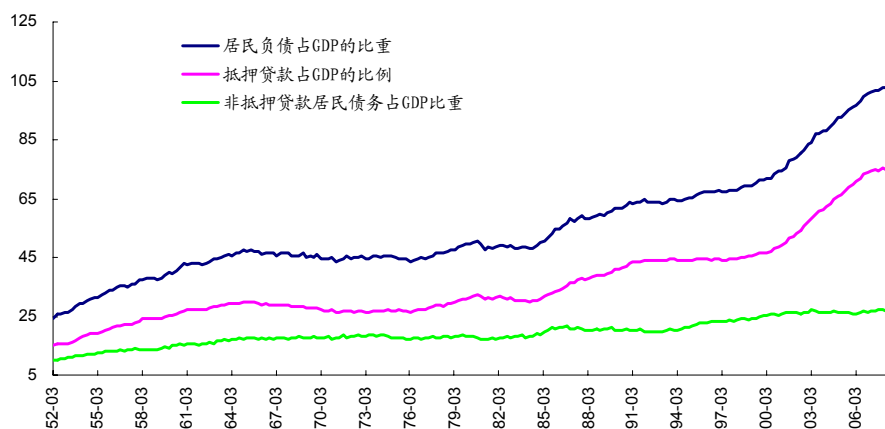
美国 IT 泡沫破灭后的房地产市场

美国高科技泡沫的破灭也给美国和全球带来巨大的冲击，但在美国连续大幅降息的条件下，房地产市场却走出了独立的行情。

2001 年的美国案例历史并不遥远。跟当前的情况类似，美国高科技泡沫破灭后，全球大宗商品价格暴跌，全球主要国家都在通缩的边缘，全球主要经济体也大幅减息以刺激经济增长。

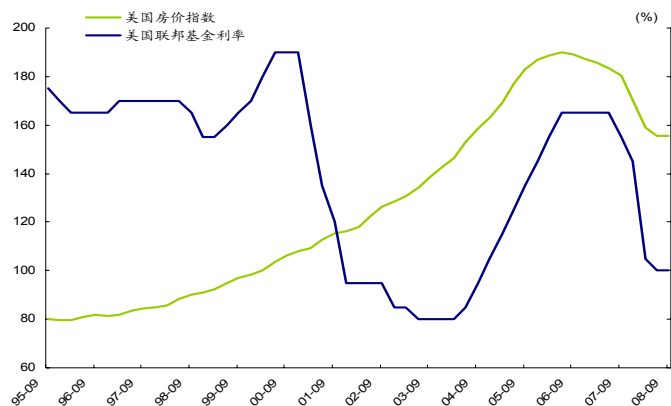
2001 年美国的地产泡沫并不严重，房价指数与收入指数的比值以及房价指数与租金指数的比值均在历史均值附近。美联储大幅降低利率，刺激了居民部门的借贷意愿。我们看到在 2001-2004 年，虽然美国企业部门的信贷增速大幅萎缩，但居民部门的信贷增速并没有出现明显的调整，表明降息的确对居民部门的信贷增长起到了支撑作用。大幅降低的利率刺激了个人信贷并支持了房地产的发展，从 2000-2004 年新增的居民信贷中，84%都流向了房地产市场。房地产市场使得整个经济只是经历了一个比较短暂和比较浅的衰退。

图 15: 2000-2004 年间新增居民信贷中 84%流向了房地产市场



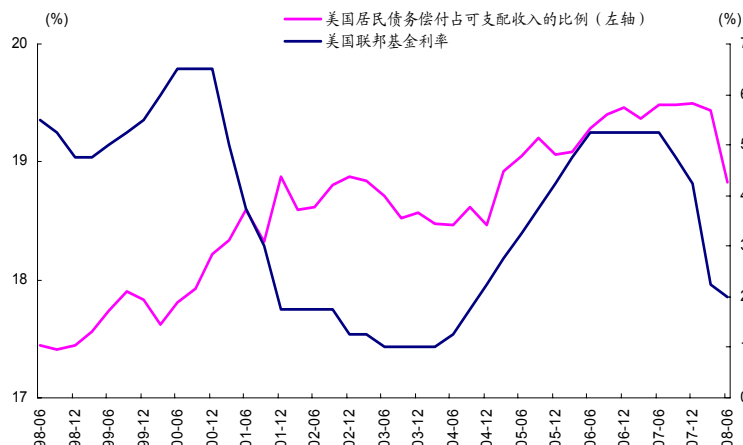
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图 16: 美国 IT 泡沫后大幅减息刺激了房地产市场



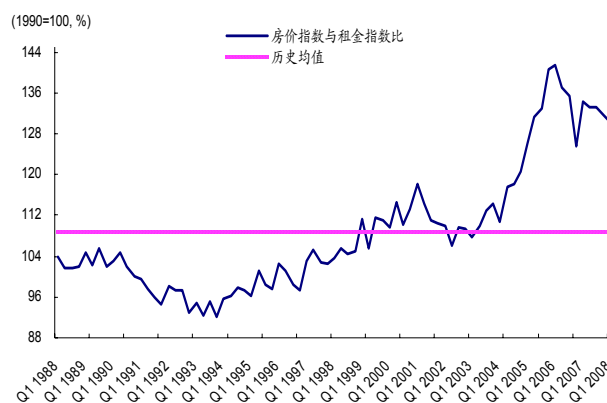
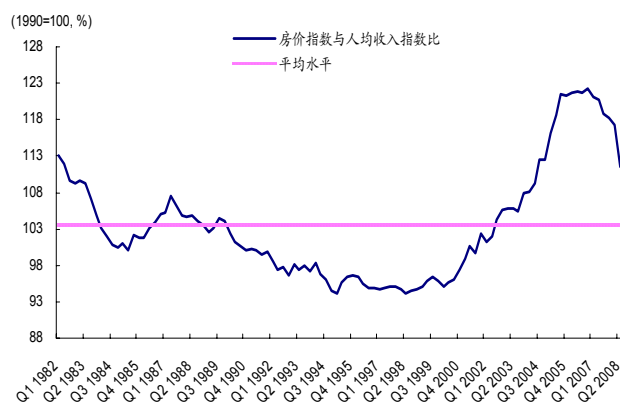
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图 17: 美国 IT 泡沫后大幅减息鼓励了居民部门信贷



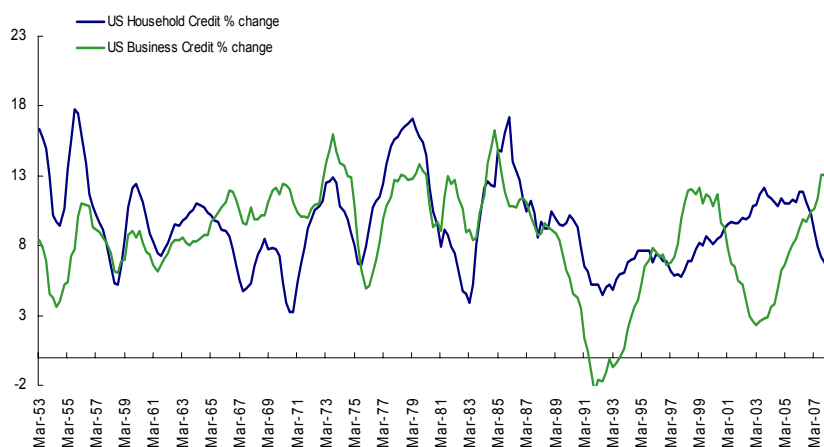
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图 18: 美国房价指数与收入指数比值（左）以及房价指数与租金指数的比值（右）



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图 19: 美国 IT 泡沫后大幅减息刺激了居民部门信贷、避免了大的衰退

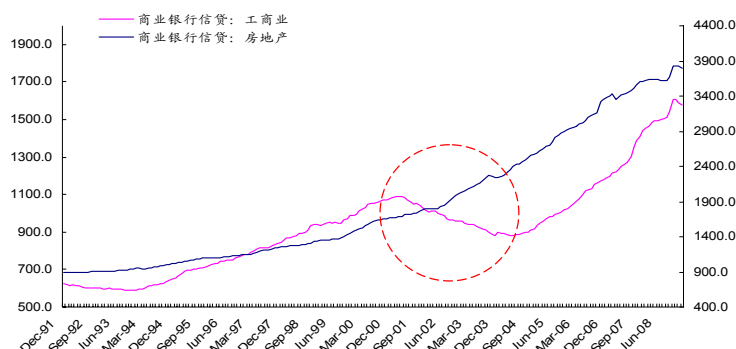


资料来源: CEIC、中金公司研究部

从时间点上，美国自 2000 年底开始的大幅减息，商业银行对房地产的信贷在减息之初的

2001 年波动较大，但持续的减息在 2002 年 4 月开始取得了比较确定的成效。对工商业的贷款的下滑则是持续的，2003 年下半年下滑趋势减缓，2004 年 5 月见底复苏。

图 20: 美国 IT 泡沫后对工商业的贷款的下滑则是持续的

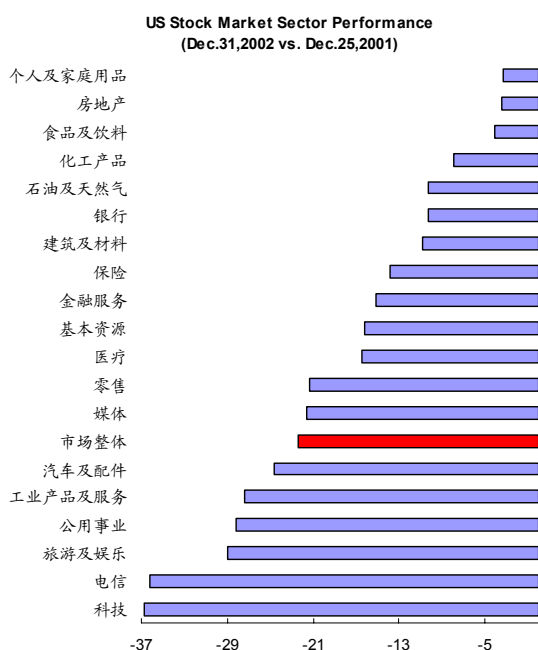


资料来源: CEIC、中金公司研究部

对各行业信贷的数据清晰地说明了美国当年房地产以及其他经济体复苏的情况。

从 2000 年年底美联储大幅降息，至 2002 年年初，商业银行对房地产相关的信贷增速大幅波动，表明信贷对房地产的刺激作用还不明显，同时除房地产外的其他行业仍在下滑之中。此时股市大幅下跌，表现的是各行业的普遍下跌。

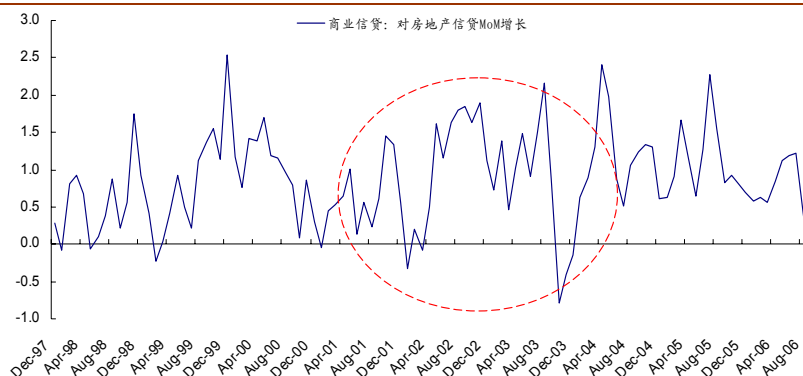
图 21: 大幅减息刚开始对房地产的作用体现并不明显，大盘多数行业下跌



资料来源: CEIC、中金公司研究部

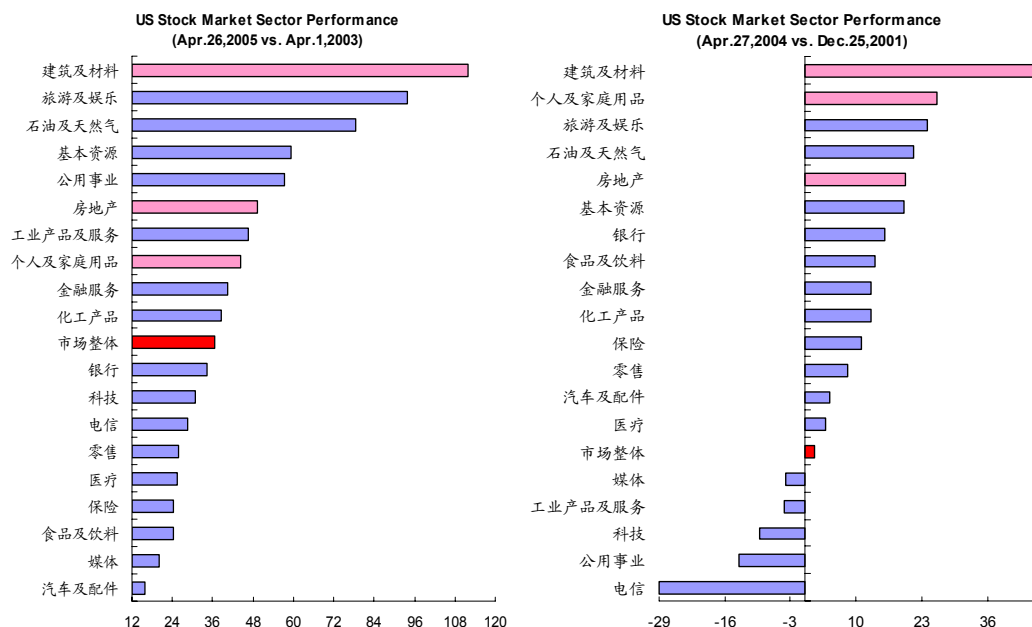
商业银行对房地产行业的贷款从 2002 年 4 月份开始确立进入上升通道，表明持续的降息对房地产的作用确立，但除房地产外的经济体，特别是企业信贷仍在下滑中，表明房地产的改善并没有广泛地传播到经济中的其他领域。在这样的背景下，美国股市在 2002 年 7 月份左右开始接近底部区域，与房地产（建材等）及消费相关的行业开始领先股市表现，并带动大盘在波动中逐步回升。这一趋势一直持续到 2004 年 4 月左右。

图 22：美国 IT 泡沫后对房地产行业的贷款开始确立进入上升通道



资料来源：CEIC、中金公司研究部

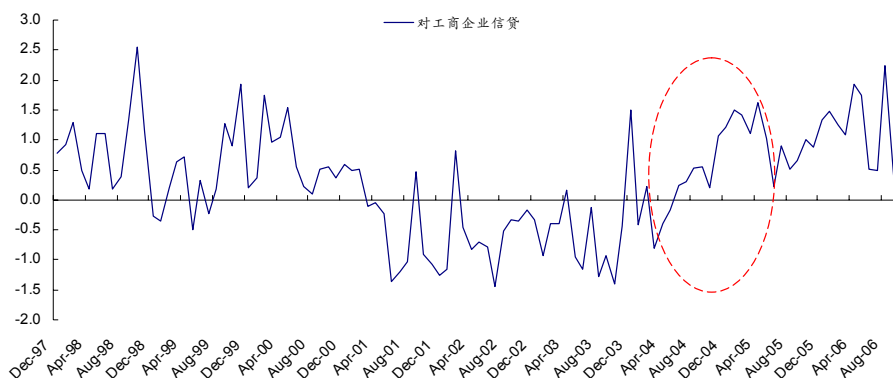
图 23：大幅减息开始对房地产体现作用，房地产及消费相关行业开始领先大盘



资料来源：CEIC、中金公司研究部

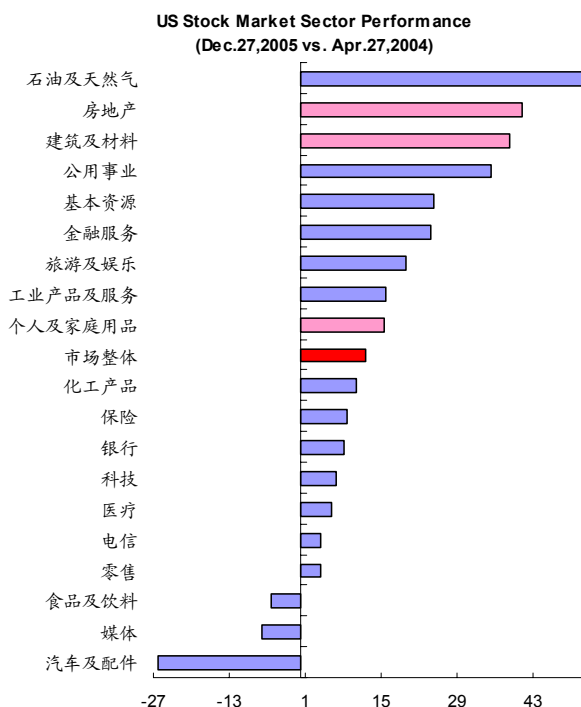
从 2003 年下半年开始，对房地产行业的信贷依然在上升，但对经济中其他工商业的信贷开始企稳，到 2004 年 4 月确立进入回升状态，表明房地产的持续回暖已经开始波及到经济体中的其他部门。这个时候开始大市开始进入快速上升通道，大盘涨幅也扩大，更多行业加入上涨的行列，以房地产、建材、基础材料等涨幅居前。

图 24：对工商企业的信贷从 2004 年 5 月份开始进入上升通道



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 25：2003 年下半年开始，房地产回暖开始带动更广的经济企稳，大盘进入上涨通道



资料来源: CEIC、中金公司研究部

日本的案例

日本 1985 年广场协议之后日元大幅升值带来“日元升值的萧条”，但随后政府采取宽松货币政策以及大力的财政政策，成功刺激了房地产需求，避免经济进入深度衰退。

中国与“广场协议”前后的日本的相似性，表现在如下几个方面：

- 1) 当时全球也处于不平衡状态中，美国是最大的赤字方，而日本是当时最大的盈余方；当下的全球不平衡中，美国依然是最大的赤字方，而中国是最大的盈余方。

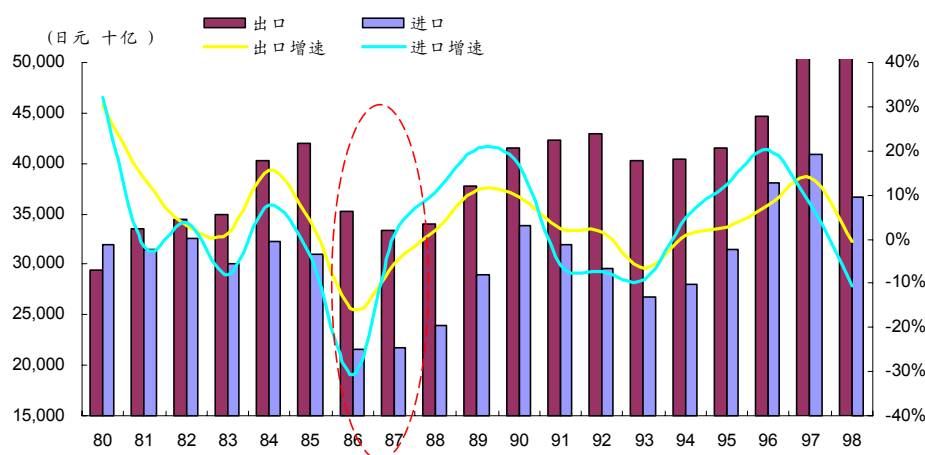
表 4：中国和日本分别是两次全球不平衡中最大的盈余方

	1980	1985	1986	1987	1991	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
按国家分类															
赤字最大的前十大国家															
美国	2.2	-124.5	-147.2	-160.7	2.8	-140.7	-214.8	-301.7	-417.3	-384.6	-459.4	-522.1	-640.1	-754.8	-811.5
西班牙	-5.6	2.8	3.9	-0.3	-19.8	-0.8	-7.3	-18.1	-23.2	-24.1	-22.2	-30.9	-54.9	-83.4	-106.3
英国	6.9	3.3	-1.3	-12.6	-19.0	-1.4	-5.3	-35.2	-37.4	-31.4	-24.6	-24.5	-35.2	-55.0	-77.5
意大利	-10.6	-4.1	2.5	-2.6	-24.5	32.4	20.0	8.1	-5.8	-0.7	-9.4	-19.4	-16.5	-29.4	-47.3
澳大利亚	-4.4	-9.2	-9.8	-8.0	-11.0	-11.9	-17.8	-21.3	-14.8	-7.4	-15.8	-28.7	-38.8	-41.0	-41.0
土耳其	-3.4	-1.0	-1.5	-0.8	0.3	-2.6	2.0	-1.3	-9.8	3.4	-1.5	-8.0	-15.6	-22.6	-32.8
希腊	-2.2	-3.3	-1.7	-1.2	-1.6	-4.9	..	-7.3	-9.8	-9.4	-9.6	-12.8	-13.5	-18.2	-29.6
法国	-4.2	0.0	2.4	-4.4	-6.5	37.8	37.7	45.9	22.3	26.2	19.7	14.8	10.4	-19.5	-28.3
葡萄牙	-1.1	0.4	1.2	0.4	-0.7	-6.6	-8.4	-10.3	-11.6	-11.4	-10.3	-9.6	-13.9	-18.0	-18.3
南非	3.2	2.3	2.8	5.1	1.4	-2.2	-2.2	-0.7	-0.2	0.3	0.9	-1.9	-7.0	-9.7	-16.5
盈余最大的前十大国家															
新加坡	-1.6	0.0	0.3	-0.1	4.9	14.9	18.3	14.4	10.7	12.0	12.1	22.3	21.6	28.6	36.3
科威特	15.3	4.8	5.6	4.6	-26.5	7.9	2.2	5.0	14.7	8.3	4.3	9.4	18.2	34.3	51.0
瑞士	-0.2	6.0	4.7	6.3	9.5	25.3	25.2	28.3	32.8	22.2	24.9	43.5	54.8	51.7	54.8
挪威	1.1	3.0	-4.6	-4.1	5.0	10.0	0.0	8.9	25.1	27.5	24.3	27.7	33.0	46.6	55.2
荷兰	-0.9	4.2	4.3	4.2	7.5	25.1	13.0	15.7	7.3	9.8	11.0	29.9	46.1	45.7	55.8
俄罗斯	..	..	..	..	..	-0.1	0.2	24.6	46.8	33.9	29.1	35.4	59.5	84.4	94.3
沙特阿拉伯	41.5	-12.9	-11.8	-9.8	-27.5	0.3	-13.1	0.4	14.3	9.4	11.9	28.0	51.9	90.1	99.1
德国	-15.6	18.0	38.8	44.4	-24.1	-9.3	-14.8	-26.8	-32.0	0.5	40.7	49.2	120.3	131.8	150.7
日本	-10.8	51.1	85.9	84.4	68.2	96.8	118.7	114.6	119.7	87.8	112.4	136.2	172.1	165.8	170.5
中国	..	-11.4	-7.0	0.3	13.3	37.0	31.5	21.1	20.5	17.4	35.4	45.9	68.7	160.8	249.9

资料来源：中金公司研究部

2) 当时的日本，在广场协议后，日元大幅升值超过 50%，外需大幅下降；中国目前的外需也面临大幅下降的压力，虽然其根本原因并不是升值引起；

图 26：日本 1986 年、1987 年进出口大幅下滑



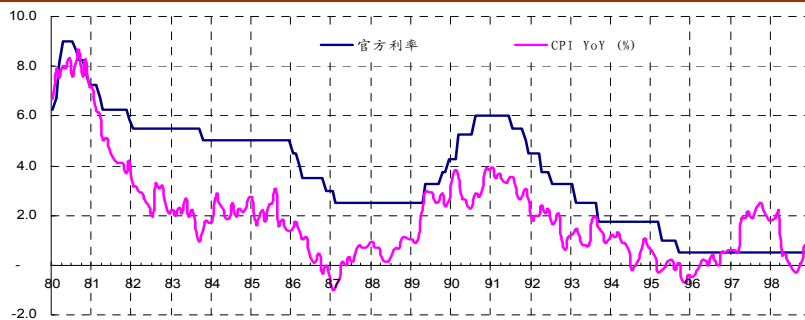
资料来源：CEIC、中金公司研究部

3) 当时的日本与现在的中国，面临的外部环境都很恶劣。1986 年至 1991 年间，作为日本最大贸易伙伴的美国深受“储贷危机”的影响，而储贷危机当时也是美国自大萧条以来所面临最大规模的金融危机；

面对类似的处境，当前的中国与当时的日本几乎是采取了完全类似的政策组合：

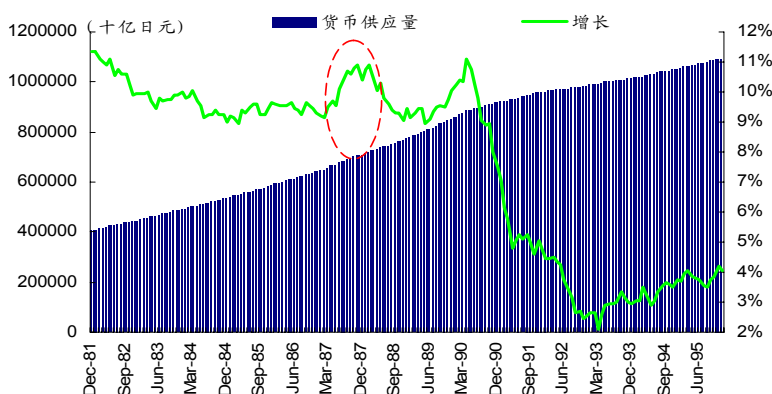
1) 日本大幅下调利率，贴现率从 5% 下调至 2.5%，并一直持续到 1989 年 5 月。在大幅放松的信贷条件下，信贷开始大幅增长。

图 27：“广场协议”后日本的大幅放松的货币政策



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

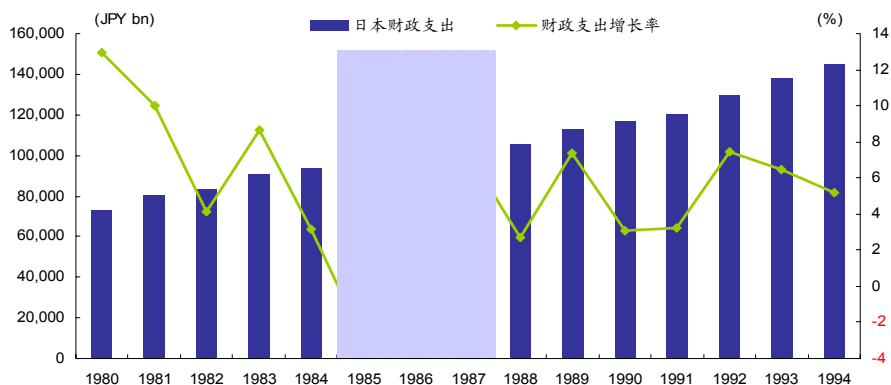
图 28：“广场协议”后日本的大幅放松的货币政策使得货币供应加速



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

2) 财政支出力度加大。日本在1980年代本来尝试实施的是“财政重建”，旨在恢复平衡预算。但是1985年广场协议之后的“日元升值萧条”，使得政府不得不改变了这一策略，而加大了财政支出的力度。跟当前的中国一样，1986-1989年日本的财政支出有显著的扩张，并在1987年6月通过了“第四次全国综合开发计划”，提出建造“全国一日交通圈”、各地大规模修整游览胜地等。这与中国目前大张旗鼓实施的各项超大基础设施工程如出一辙。

图 29：广场协议后日本重新走向财政扩张



资料来源：CEIC、中金公司研究部

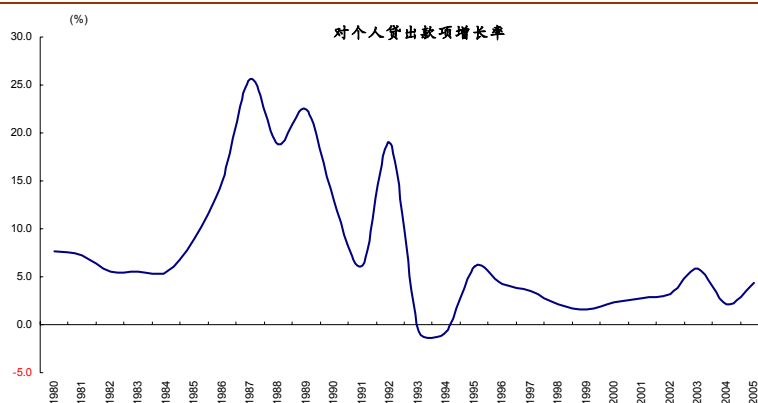
站在1986年底的日本，我们会发现当时日本的投资者与当前中国投资者面临非常类似的局面：

- 1) 由于日元的大幅升值，造成外部需求大幅下滑，1986 年日本的出口下滑超过 10%，这在当时来看也是日本战后的几十年从来没有过的；
- 2) 经济增速下滑，失业率开始攀升：GDP 增速从 1985 年第四季度的 5.2% 下滑至 1986 年第一季度的 2.9%；
- 3) 物价开始下滑，通缩阴影出现；
- 4) 政府大力刺激经济增长，利率大幅降低，同时财政刺激力度加大；
- 5) 股市大幅下跌，从 1986 年 8 月至 1986 年 10 月，股市下跌近 20%；
- 6) 流动性宽松，资金成本低廉，截止 1986 年底，短期贷款利率 3% 左右，长期贷款 6.2%，与当前的中国相仿。

在这样的条件下，日本的货币政策放松和大力的财政刺激在 1987 年取得的结果，有如下几点值得注意的地方：

- 1) 资金规避外需部门：在贸易部门即制造业方面，银行对制造业的贷款在 1987 年加速萎缩，全年下滑了 4.3%。表明外需的打击使得资金回避了外需部门。

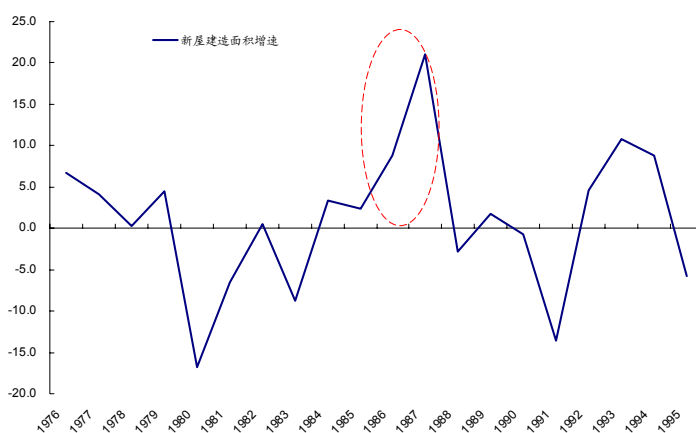
图 30：日本银行业对个人贷款在降息后大幅增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

- 2) 资金流向了房地产市场：宽松的信贷和低廉的资金成本，刺激了个人住房需求，使得对个人的消费信贷大幅增长，同时推高了房价。1987 年全年对个人的贷款增长了 25.6%，对房地产行业的贷款也增长迅速。
- 3) 政府加大财政支出，刺激了基建相关行业：与政府加大投资和房地产繁荣相关的建筑行业，虽然获得信贷资金投入增速并不显著，但其在分行的 GDP 中增速居前。制造业中建材如钢铁等增速也较快。

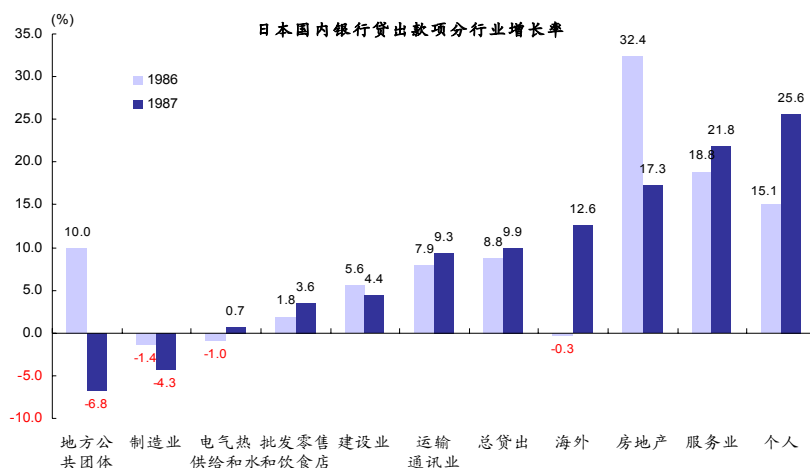
图 31: 房地产和财政刺激带动建筑面积大幅增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

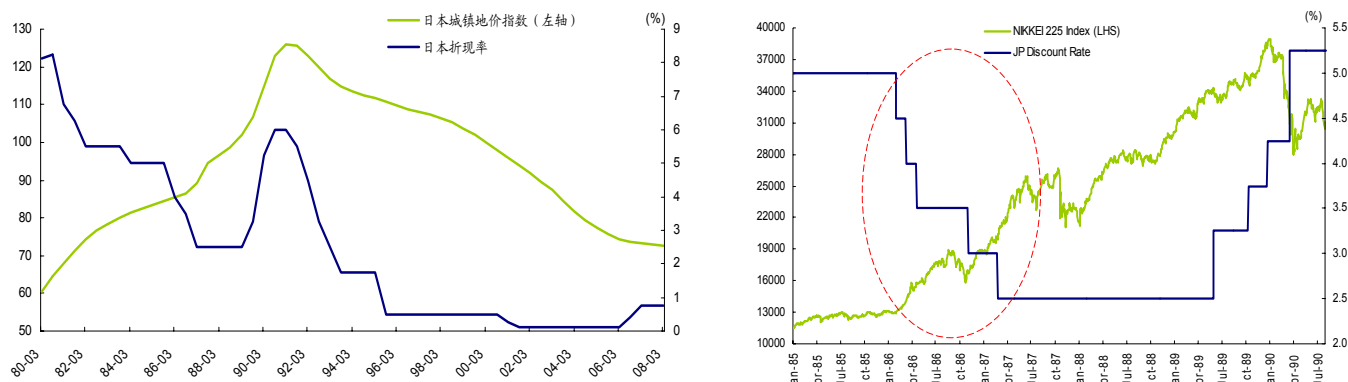
4) 受经济波动较小的通讯业、医疗等服务业, 信贷也获得了加速增长, 在 GDP 分行业指数中也领先。

图 32: 日本按行业的总贷款增速



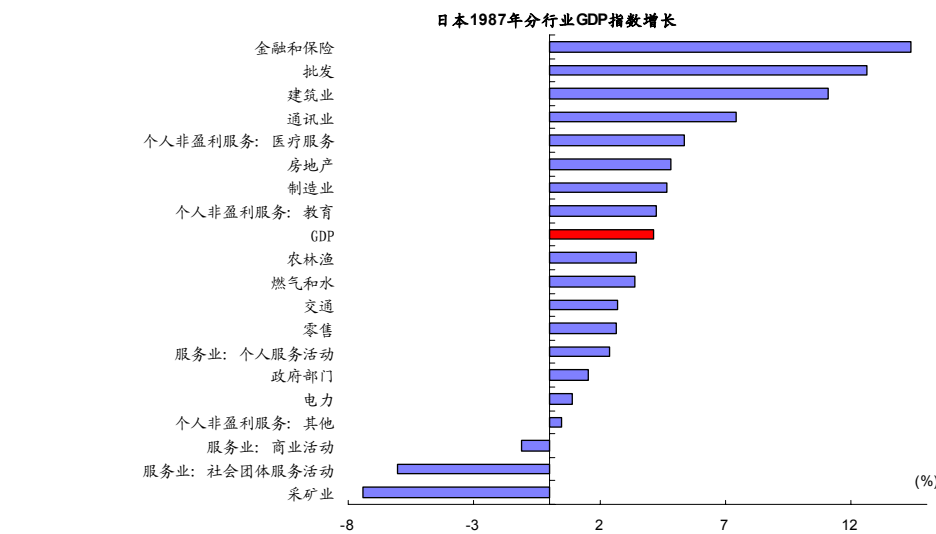
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 33: 广场协议后日本宽松货币政策刺激了房地产需求



资料来源: CEIC、Bloomberg、中金公司研究部。

图 34：日本分行业 GDP 指数在 1987 年的增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

基于对日本 1985 年广场协议后以及美国高科技泡沫破灭后历史的研究，我们得到如下的启发：

- 1) 在外需下滑的背景下，资金会规避与外需相关的行业；
- 2) 充裕的流动性以及资金成本的低廉，往往会引导资金流入房地产，托起房地产市场，并带动与房地产相关的消费；
- 3) 政府加大财政支出的力度，也会将资金导向基建相关的行业，包括建材等；
- 4) 房地产行业的回暖以及财政投入的加大，可能带动经济回暖的预期，资金也开始流入股票市场；
- 5) 与经济波动关联度相对低的电信、医疗等行业，也能够吸引资金流入。

我们注意到，到目前为止，中国大幅降息和财政刺激的效果的确也呈现上述的特征。

股市投资启示

依然是“前高后低”？该情形背后的假设实现的可能性仍然很高（情形 A）。

我们在 09 年初对 A 股今年整体走势的判断为“前高后低”，并仔细阐述了这个判断背后的基本假设：

- 1) 2008 年下半年以来大幅的降息以及财政刺激可能激发市场的经济见底反弹的预期，一些制造业指数的改善增强了这样的预期。同时，市场普遍认为财政政策的实际效果在 09 年下半年会更明显的表现出来。下半年经济向好的预期将反映在 09 年“前高”的股市表现。
- 2) 但外需的继续下滑、房地产投资的疲软、以及消费受收入增长的拖累等几项重要因素将使政府财政政策对经济的拉动力不足。财政政策受投资项目质量、效益和资金来源等因素的影响，其持续性不强（98-99 年的经济走势具有很好的参考意义）。因此，下半年的经济反弹将是弱反弹且不能持续。

3) 经济下行期的信贷自然收缩(反映已经商业化的银行体系对资产质量的重视和风险控制)在资金面上也难以为经济复苏提供持续的支持。

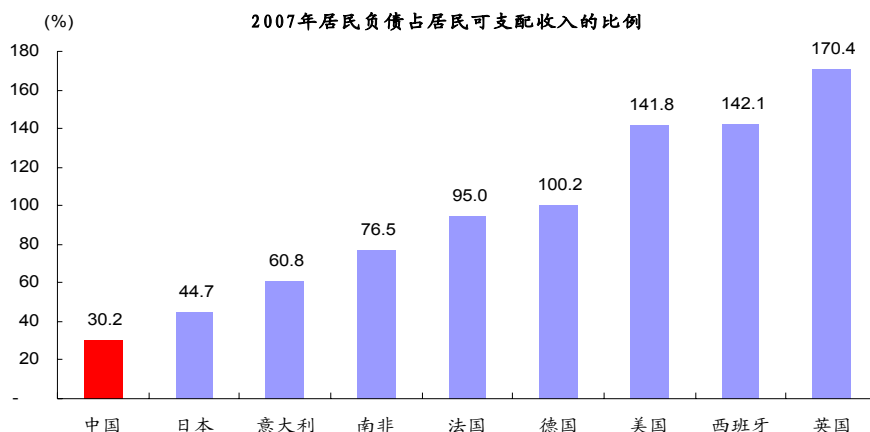
股市后期的“低”则是这个现实最终在投资者行为上的反映。我们将这种基本走势情形称为情形 A。

低利率和更大的政策力度刺激了房地产需求, 避免经济深度下滑—另一种情形的探讨(情形 B)

目前中国的财政政策力度以及信贷的增速超过我们此前的预期, 而且房地产成交量也在逐步回稳之中, 这在时间点上也比我们之前预期的要早。这些新的进展, 使我们将以相对更大的概率来看待中国走出类似美国 2001 年高科技泡沫后、日本 1985 年广场协议之后的宽松货币政策托起房地产、避免经济深度衰退的情形。

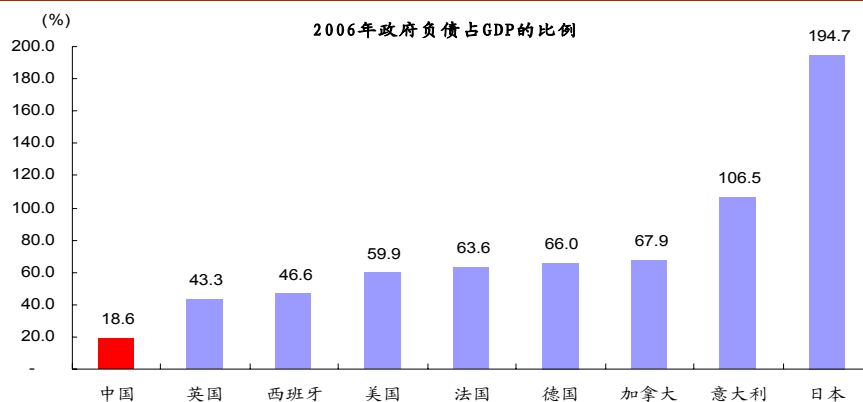
虽然房地产成交量还可能会有反复, 减息对房地产刺激作用还会出现波动, 但政府还有一定的空间进一步来刺激需求。中国经济体中各部门杠杆水平相对并不高, 也为政府继续推行扩张的货币和财政政策提供了基础。总体来看, 货币和财政政策进一步加码的空间是存在的。

图 35: 主要国家居民部门负债水平与居民可支配收入的比例



资料来源: CEIC、Global Insight、中金公司研究部。中国的居民部门负债主要来自银行借款, 主要包括住房按揭以及其它的消费信贷

图 36: 各国政府负债与 GDP 的比例



资料来源: WEO、CEIC、中金公司研究部。中国政府的负债只包括所有未偿付的政府债券, 即使包括政府的借款, 这一比例也不高。

当然即使情形 B 最终出现，也不意味着经济立刻就可以走入稳定复苏的通道，基于美国当年的经验，这可能是一个相对漫长的过程。从美国当年的案例中我们看到，对房地产信贷的确立上升趋势开始于 2002 年 4 月份，但房地产的复苏传递到更广的经济基本面是在 2003 年下半年，除房地产外的对工商企业的信贷直到 2004 年 4 月才确立进入上升通道。

情形 A 还是情形 B——今后市场演化趋势主要风向标是什么？

1. 信贷增长的持续度，货币政策的方向和政府的态度
2. 房地产成交量的变化趋势和土地购置的情况来判断房地产是否进入持续回暖趋势；
3. 财政政策是否加码

如果三项回答是肯定的，B 出现的概率增加。我们认为，需要继续观察这三方面的进展来决定是否调高情形 B 出现的概率。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。