

冬天来了，春天还会远么？

——09 年上半年维持房地产标配评级，静候流动性触底反弹的可能

报告提要：

近期行业报告

● 出口引擎失速是地产调整的中期因素，但流动性的支撑作用可能弥补出口进一步恶化的影响

过去两轮减息周期的结束均伴随着房地产销售出现周期性反转。我们的领先指标也显示，如果未来流动性开始增加，将对房地产市场构成支撑作用。尽管 09 年出口可能进一步恶化，但是如果货币和财政政策能够使得流动性触底反弹，房地产销售也存在在 09 年触底的概率。但在 09 年下半年之前，市场依然处于库存消化阶段，价格修正还将持续。本轮房地产调整周期终结的最终时间可能在 2010 年上半年。

● 新兴市场经验显示，利率平均下调 31%，从高点调整 17 个月后，房价增速可能触底

哥伦比亚、南非、韩国、台湾和泰国这几个新兴市场在过去几轮全球大的经济调整周期中的经验显示，房价增速从高点到触底反弹平均需要 17 个月左右，同样，平均来看在利率下调 31% 后（不管减息周期是否结束），房价增速可能出现反转。基于这些经验，我们将密切关注 09 年下半年房地产市场是否会出现触底并随后发生反转的可能。

● “U 型”策略：09 年上半年标配房地产

在未来两年中，我们将经历“底部调整”和“市场复苏”两个区间，但与 98-99 年不同的是，“底部调整”区间同时也将是一个政策密集期，因此我们对 09 年上半年的房地产行业维持“标配”评级。同时我们将密切关注 09 年经济基本面和货币政策的共同作用是否可能导致流动性的触底反弹。

- 2008 年 12 月 10 日，农业行业年度报告：规避经济下行的影响 关注政策推动的方向
- 2008 年 12 月 8 日，2009 年莫尼塔上半年策略配置：财政拉动“早周期”及“短通缩”环境下结构性底部
- 2008 年 12 月 4 日，钢铁行业年度报告：上半年钢价难以反转，但长材具备结构性优势
- 2008 年 11 月 21 日，策略周报：趋势投资与大小非共同影响 09 年股指走势
- 2008 年 11 月 18 日，莫尼塔 2009 年年度策略报告：2009 年经济自我修复，3009 点 A 股恢复均衡

分析师：王沛

电话：010-8448 6606 转 615

Email: vwang@cebm.com.cn

风险因素：全球和中国经济在明年上半年进一步发生超预期的恶化，或者政府针对房地

免责声明

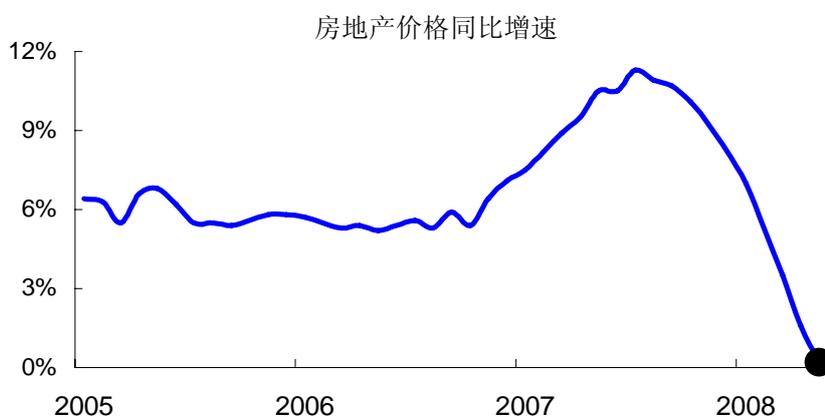
本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

2009H1——捕捉周期性调整中的短期机会 2009H2——关注销售强劲反转的领先信号

2007 年 4 季度，为了抑制过热的房地产和飙升的股市，央行对信贷采取了数量控制手段。房地产行业也开始了一轮修复因地产投资过热导致的供给快速增长以及房价上涨的过程。

尽管政府在 08 年 10 月出台了针对房地产市场的“救市”政策，同时全国数十个城市也开启了轰轰烈烈的“地产保卫战”，但这个并无硝烟的战场背后，是开发商、政府和消费者喧嚣百态的持续博弈。

站在 08 年末尾，我们看到实体经济层面的地产行业哀鸿遍野，但资本市场的表现却别有洞天，09 年上半年，这种状况仍会持续，在房地产大的调整周期持续进行的背景下，房地产板块短期内的机会仍将风起云涌，而在 09 年下半年，我们将开始关注房地产板块出现持续反转的时间点和信号。本轮房地产调整在 2010 年上半年结束是一个大概率事件，在 09 年下半年也存在触底可能。



第一部分

出口引擎失速是地产调整的中期因素 但流动性支撑可能弥补出口恶化的影响

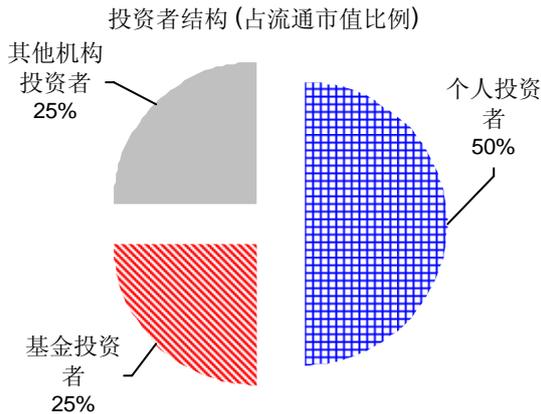
尽管股市的大幅下挫是本轮市场调整的触发性原因，但房地产周期背后的中期因素是出口的增长。外需是中国的一个主要的动力引擎，而出口积累的居民财富反过来又成为了房地产市场中的购买力。在过去 10 年中，出口增速的周期领先房地产销售周期大约 7 个月。

近两个月来，我们明显观察到多个城市的房地产市场对中央政策和减息的敏感性，过去十年中，两轮减息周期的结束均伴随着房地产销售出现周期性反转。我们的领先指标也显示，如果未来流动性开始增加，将对房地产市场构成显著的支撑作用。短期来看，房地产销售同比增速由于前期的“超跌”，可能在未来几个月出现“阶段性筑底”的状况。

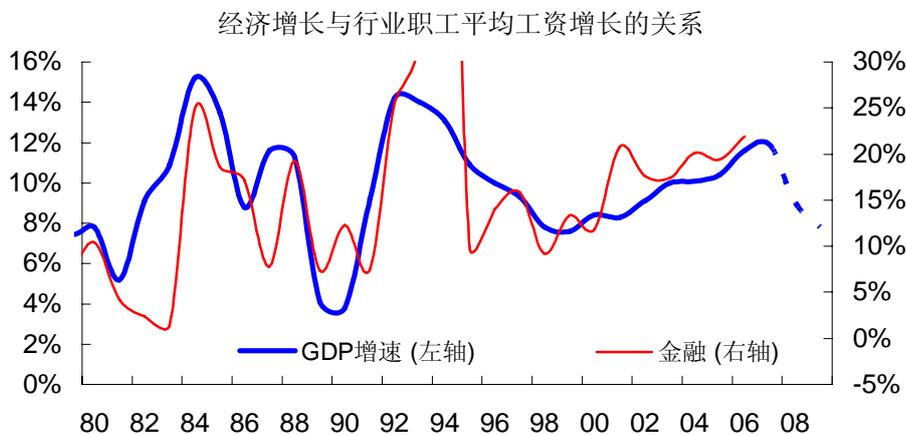
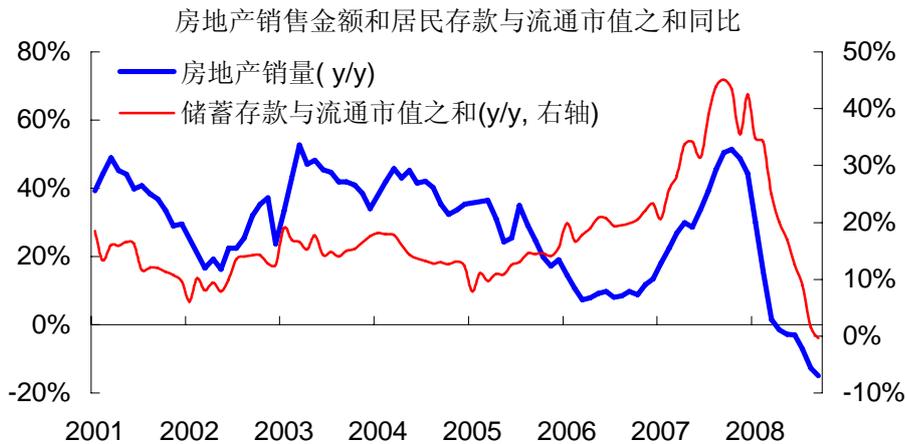
09 年下半年之前，市场依然处于库存消化阶段，价格调整还将持续，但在销售量开始缓慢“筑底”的过程中，价格出现大幅下跌的风险已经被逐渐释放。

财富效应是触发房地产调整的短期因素

虽然“二套房”政策在施行之后即伴随着房地产交易量的迅速萎缩，但我们认为股市的大幅下挫更是本轮房地产市场调整的触发性因素。3 万亿以上的帐面财富迅速缩水，个人投资者深幅被套，将在短期内显著的改变居民的消费倾向。而随着整体经济下滑，居民收入增长的放缓，将对房地产市场形成进一步的压力。



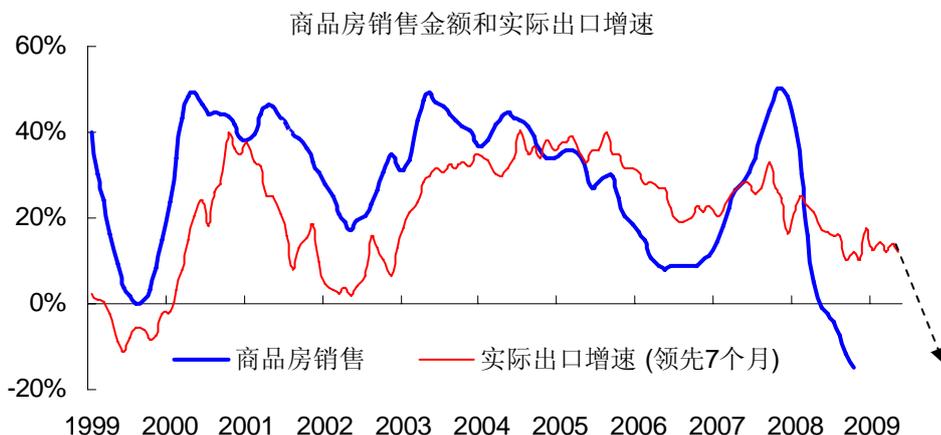
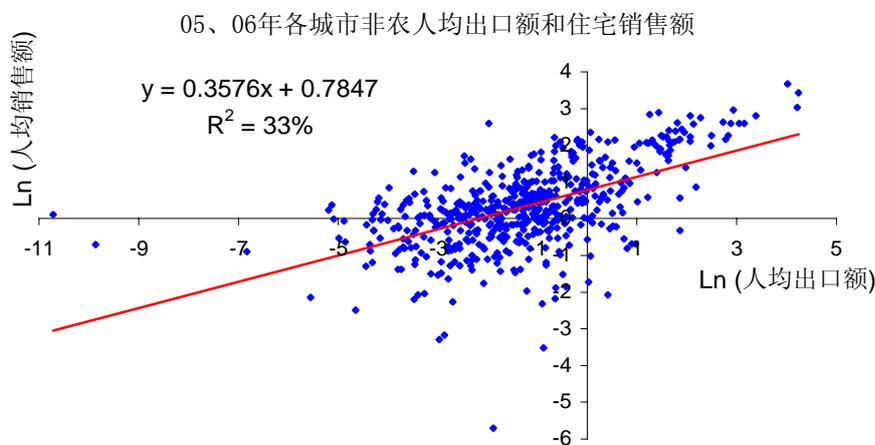
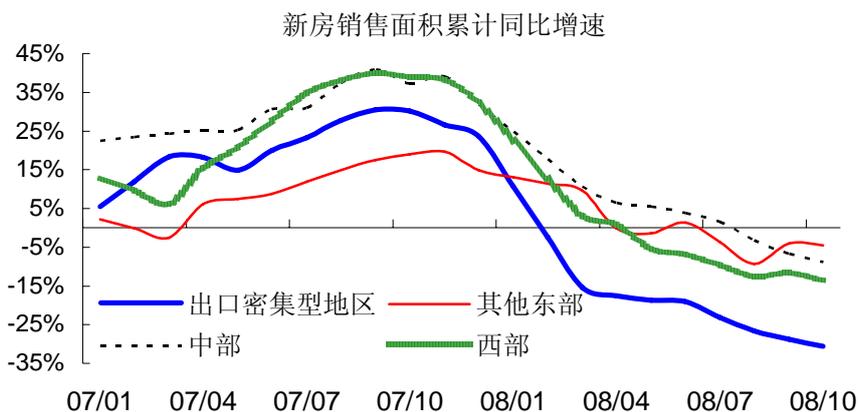
	A 股流通市值
2007 年 12 月	9 万亿
2008 年 10 月	4.6 万亿
流通市值损失	4.4 万亿
居民财富占流通市值比	$70\% = 50\% + 25\% \times 0.8$
居民财富损失	$3.08 \text{ 万亿} = 4.4 \text{ 万亿} \times 70\%$



出口引擎失速是房地产调整的中期因素

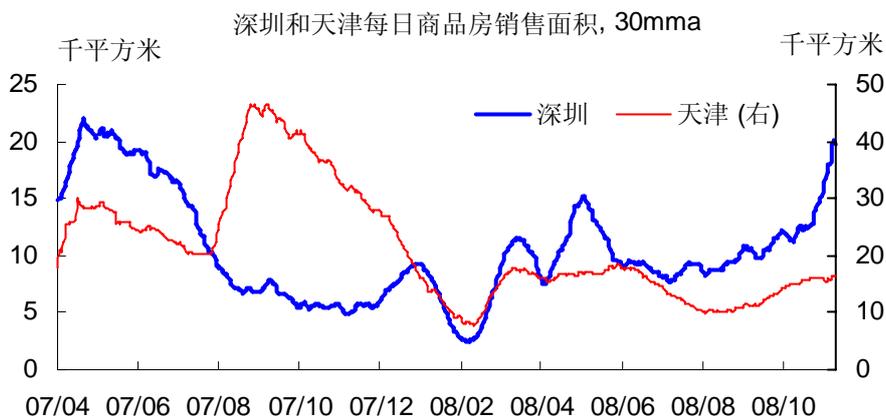
但我们认为，本轮房地产调整周期背后的一个中期因素是出口的放缓。外需是中国经济一个主要的动力引擎，而出口积累的居民财富反过来又成为了房地产市场中的购买力。在过去 10 年中，出口增速的周期领先房地产销售周期大约 7 个月。我们对出口短期内恢复并不抱有过高的期望，并且 09 年出口有进一步恶化的可能，因此我们将寻找在出口持续下滑的背景中是否有新的因素能够帮助房地产市场尽快进入恢复周期。

出口密集型省份的房地产销售下滑最为显著，这些省份包括上海、浙江、江苏、福建和广东。



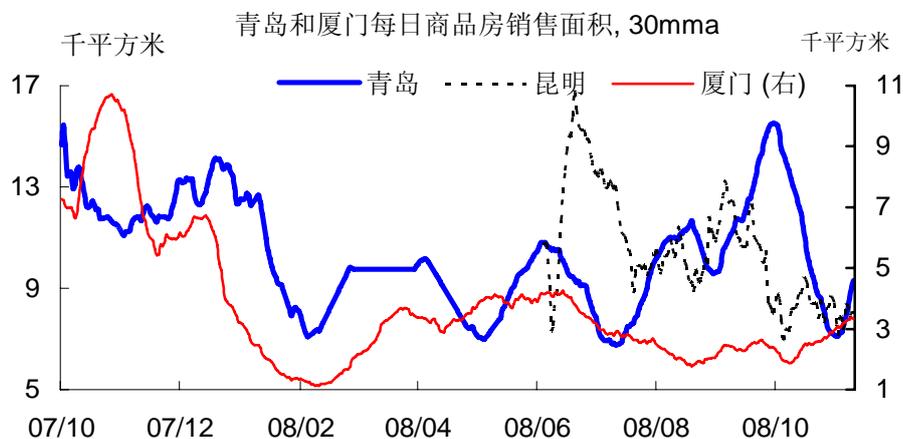
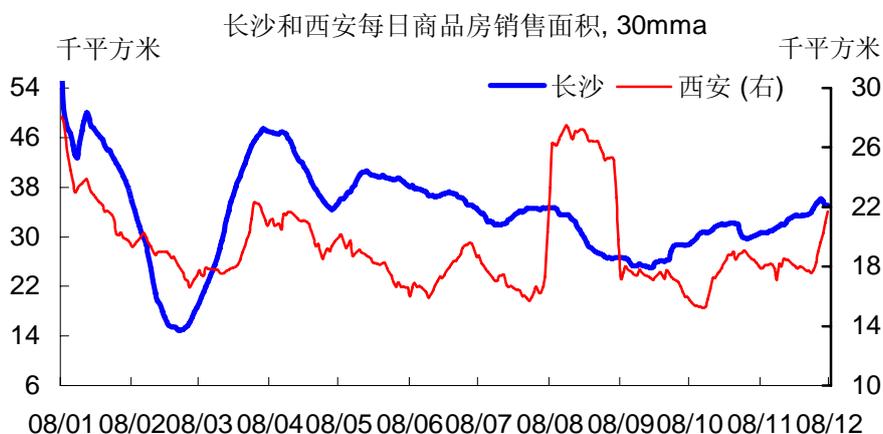
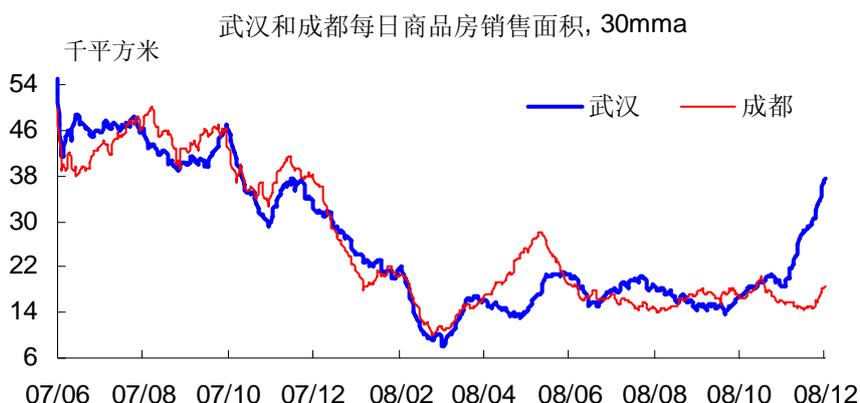
部分城市交易量环比出现上涨

我们发现部分城市最近两个月中交易量环比出现上涨，一方面是由于季节性因素造成，另外一方面我们也看到购房者对中央和地方出台的房地产救市政策以及连续减息做出了积极的回应。从一些微观案例上发现，开发商对大幅降价可能加深观望预期的担忧也在减弱，房地产价格的进一步回调有助于整个市场能够尽快走出修正周期。



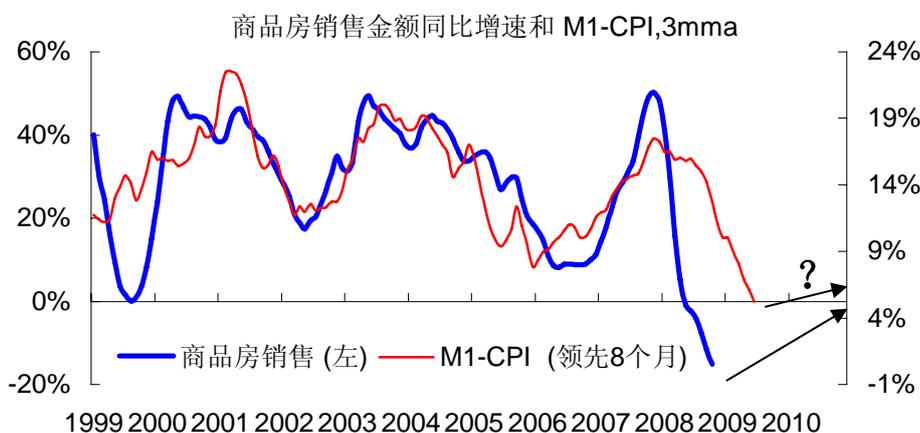
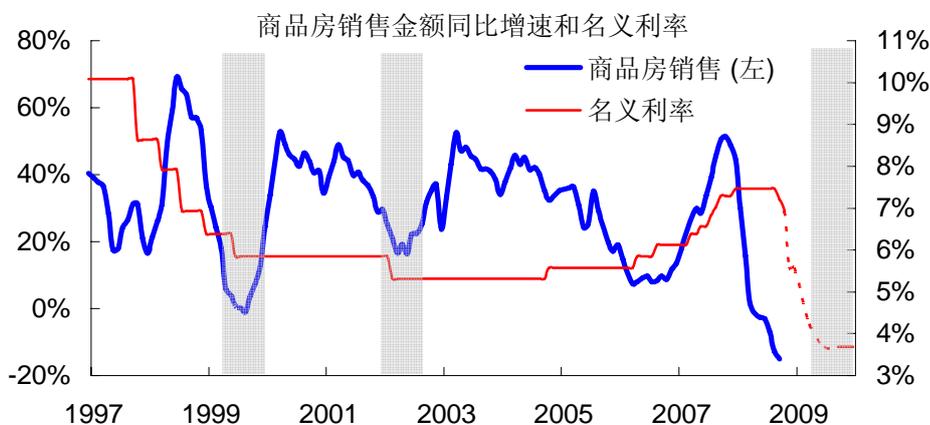
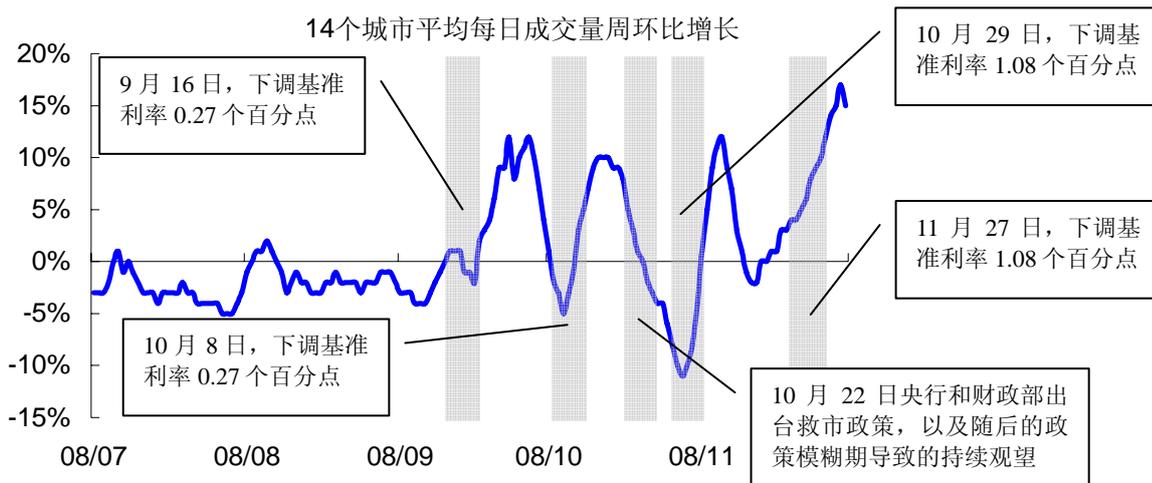
部分城市交易量环比出现上涨（续）

这种交易量的恢复趋势更有可能是一种“超跌反弹”的表现，从前面的出口和房地产的关系中我们可以发现，中国的房地产销售呈现“晚周期”特点，它常常是跟随而不是先导于宏观经济面的变化。但这一轮房地产调整一方面反映了经济基本面的下行趋势，但另一方面其波动性又被 07 年价格过快上涨所放大，因此从 08 年开始的销量急剧萎缩具有“挤压泡沫”的特征，修正的速度和深度都大于经济的下滑预期。



流动性可能成为新的房地产支撑因素

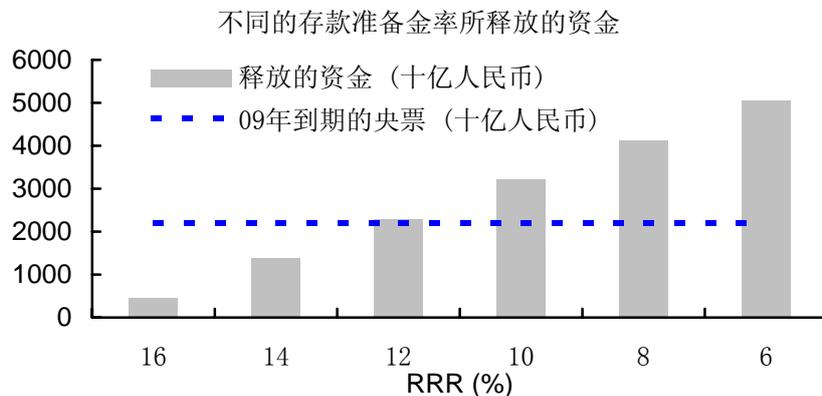
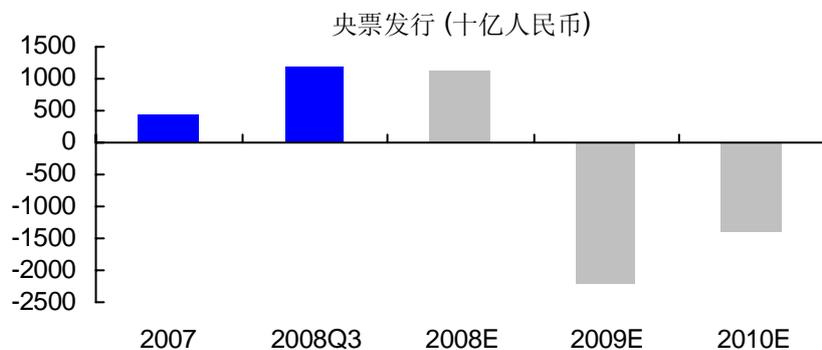
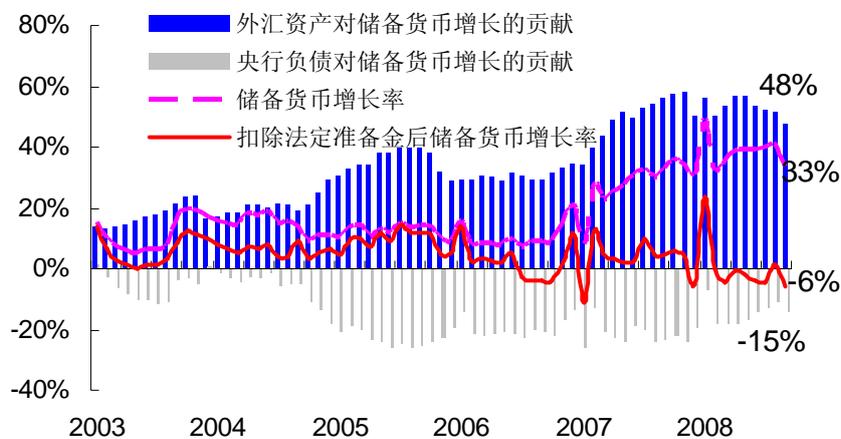
但中期来看，这些城市的房地产市场对中央政策和减息的敏感性值得关注。过去十年中，两轮减息周期的结束均伴随着房地产销售出现周期性反转。我们的领先指标也显示，如果未来流动性开始增加，将对房地产市场构成显著的支撑作用。短期来看，房地产销售同比增速由于前期的“超跌”，可能在未来几个月出现“阶段性筑底”的状况。



09 年“流动性冻结”的趋势可能反转

央行能够通过收缩央票对冲力度和降低存款准备金率的方式向实体经济直接注入流动性。最近几个月的央票发行力度已经明显减弱，而且 09 年到期央票将达到 2.2 万亿，同时如果央行将准备金率下调到 8%，能向市场投放大约 4 万亿的货币，总共差不多相当于今年 9 月国内储备货币量的 65%。

国家“财政拉动”在银行惜贷的背景下有望成为流动性注入实体经济的“阀门”，我们预期 09 年实体经济中“流动性冻结”的趋势可能反转，这可能对房地产销售的增长形成显著支撑。



只靠供应收缩不能在 2010 年前完成价格调整

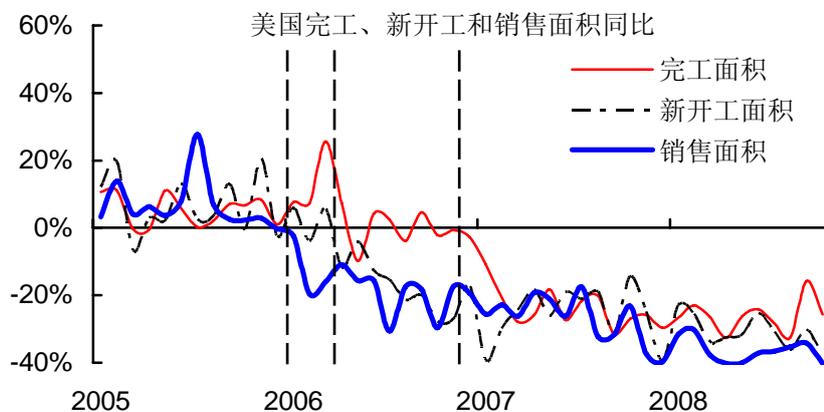
销售量从 12 月开始可能出现阶段性筑底，同时完工面积才真正开始出现明显收缩，市场清理库存的时间恐怕在 09 年初才正式拉开序幕。如果库存不能显著降低，价格调整的压力不会消失，而仅仅只靠新增供应的收缩是不能在 2010 年之前完成价格调整的过程。



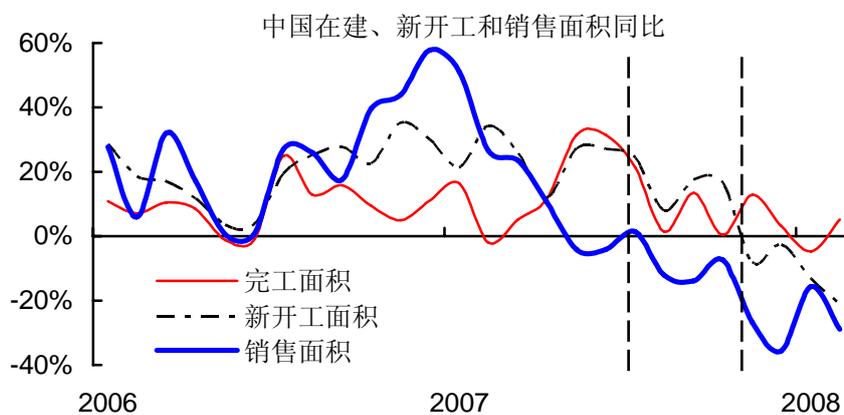
$$\text{房地产投资累计同比增速} = 0.3296 + 0.1173 \times \text{新开工面积累计同比增速 (领先 12 个月)} + 0.2942 \times \text{贷款同比增速 (领先 8 个月)} - 1.467 \times \text{土地价格同比增速 (领先 20 个月)}$$

$R^2 = 87.8\%$

美国从销售同比下滑到新开工同比下滑经历了 4 个月，而到完工面积同比下滑又经历了 5 个月。

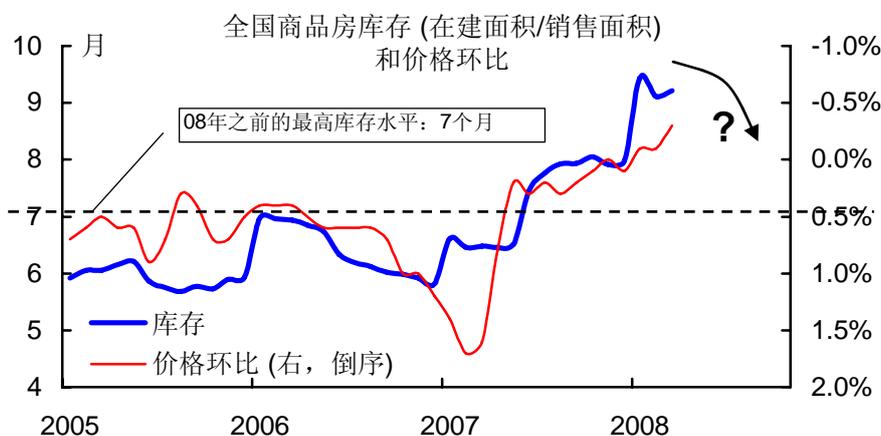
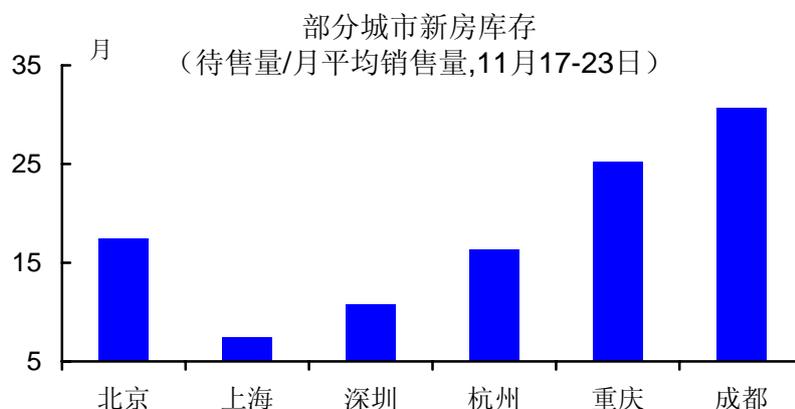
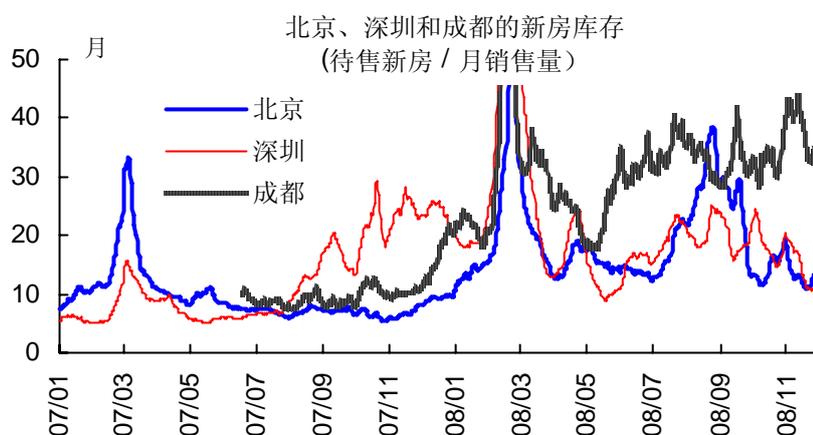


中国从销售同比下滑到新开工同比下滑经历了 3 个月，按照和美国相似的经验，完工面积真正开始收缩则从 08 年 12 月左右开始。



高库存仍将主导价格调整，但价格大跌的风险已被逐渐释放

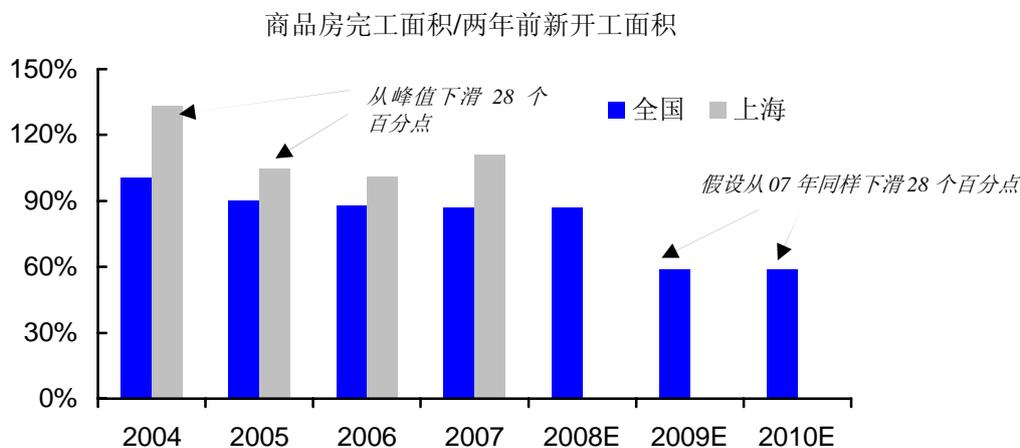
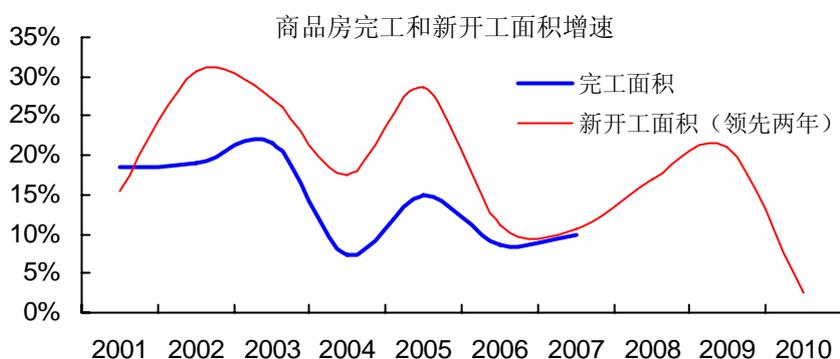
尽管近期有城市的库存开始呈现下行趋势，但多数城市当前的库存水平仍远高于历史平均值。09 年下半年之前，整个市场依然处于库存消化阶段，价格调整还将持续，但在销售量开始缓慢“筑底”的过程中，价格出现大幅下跌的风险已经被逐渐释放。整个市场在由“挤压泡沫”的动态加速阶段逐渐向反映基本面的静态均衡阶段回归。



房地产调整结束时间不会晚于 2010 年

上海在 03-05 年的房地产周期中，也经历了大幅的调整，我们认为在一定程度上，可以用当时的上海来考量现在全国的市场状况。如果本轮周期中全国房地产市场经历上海在 03-05 年的调整幅度，则新开工、在建和完工面积都会出现大幅下滑，由此将引致 09 年全国商品房完工面积同比下滑 18%，这将直接导致 2010 年全国商品房的供给相对不足，如果全球和中国经济不会出现灾难性的进一步超预期恶化，或者更具体的说，只要 2010 年 GDP 好于 09 年上半年，则房地产调整结束的时间不会晚于 2010 年。

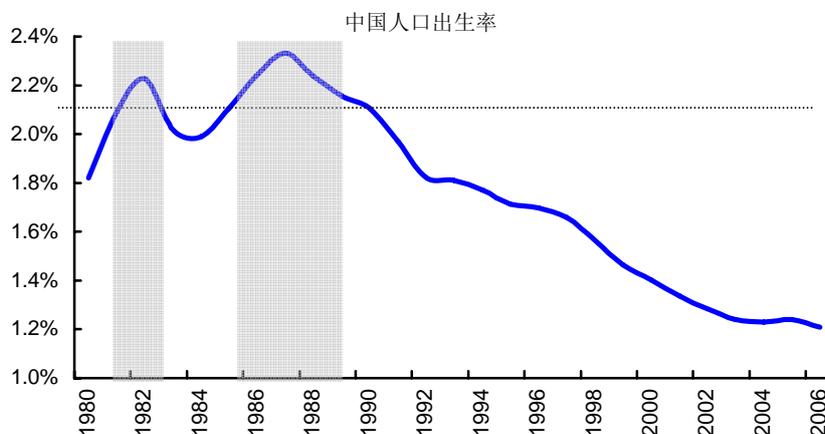
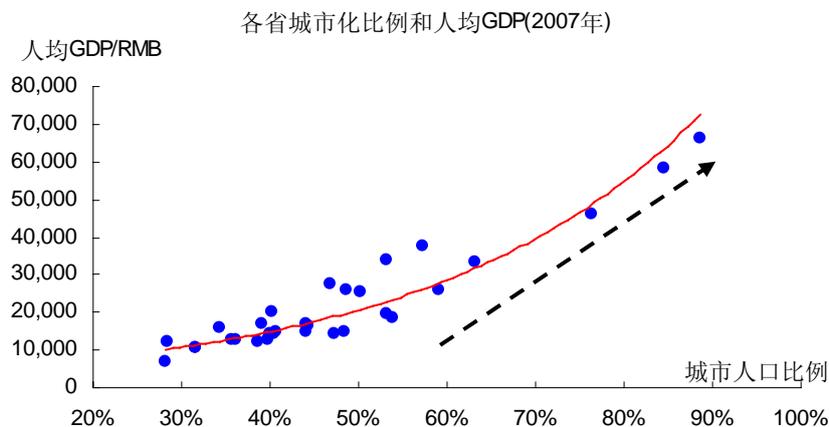
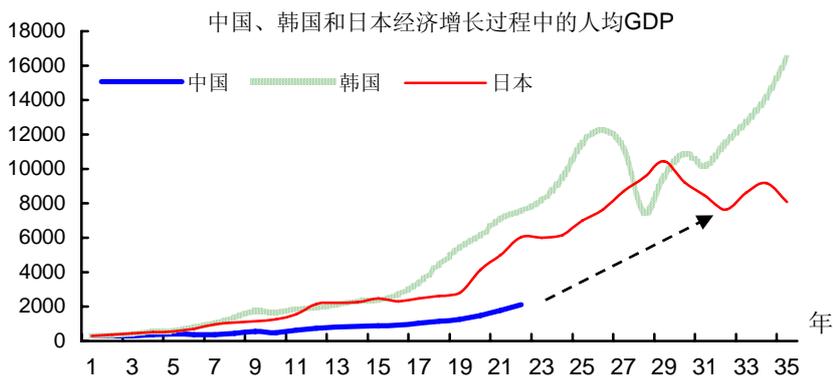
如果新开工面积累计同比增速按照现有趋势线性下滑，那么 08 年全年新开工面积同比增长为 2~3%。



人口红利和城市化仍是未来重要支撑因素

以韩国和日本的经验来看，尽管经济增长中难免出现波折，但是中国的上升空间依然广阔，同时不同地区的城市化进程也差异巨大，未来几年中，城市化仍然在不停的为房地产市场制造真正的“刚性需求”。

另外，在可以预见的 2 到 5 年内，80 年代的出生高峰人群也开始进入市场，房地产的人口红利还远未到淡出舞台的时候。



第二部分

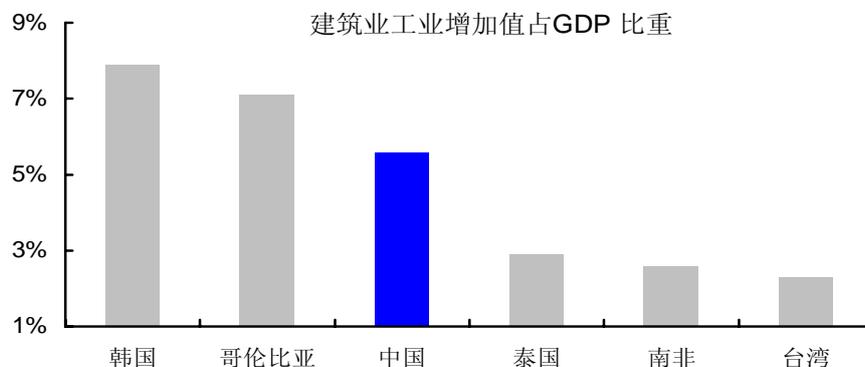
新兴市场经验显示： 利率平均下调 31%，从高点调整 17 个月后， 房价增速可能触底

哥伦比亚、南非、韩国、台湾和泰国这几个新兴市场在过去几轮全球大的经济调整周期中的经验显示，房价增速从高点到触底反弹平均需要 17 个月左右，同样，平均来看在利率下调 31% 后（不管减息周期是否结束），房价增速可能出现反转。基于这些经验，我们将密切关注 09 年下半年房地产市场是否会出现触底并随后发生反转的可能。

新兴市场横向比较：如果央行继续大幅减息，09 年 6 月之后房价同比增速可能触底反弹？

我们比较了哥伦比亚、南非、韩国、台湾和泰国这几个新兴市场在过去几轮全球大的经济调整中房地产价格与 GDP 以及利率的关系。平均来看，房价增速从高点到触底反弹一般需要 17 个月左右，而中国房价同比增速的高点是在 08 年 1 月，如果按照 17 个月触底的经验，则中国房价增速开始反弹的时间在 09 年 6 月左右。同样，平均来看在利率下调 31% 后（不管减息周期是否结束），房价增速可能出现反转，截至到 12 月初，中国的利率已经下调了 25%，而我们的宏观研究组认为到明年 1 季度末，央行至少还会降息 108 个基点。

我们横向对比了不同国家/地区建筑业增加值占 GDP 比例，中国在样本国家/地区中处于中间水平。

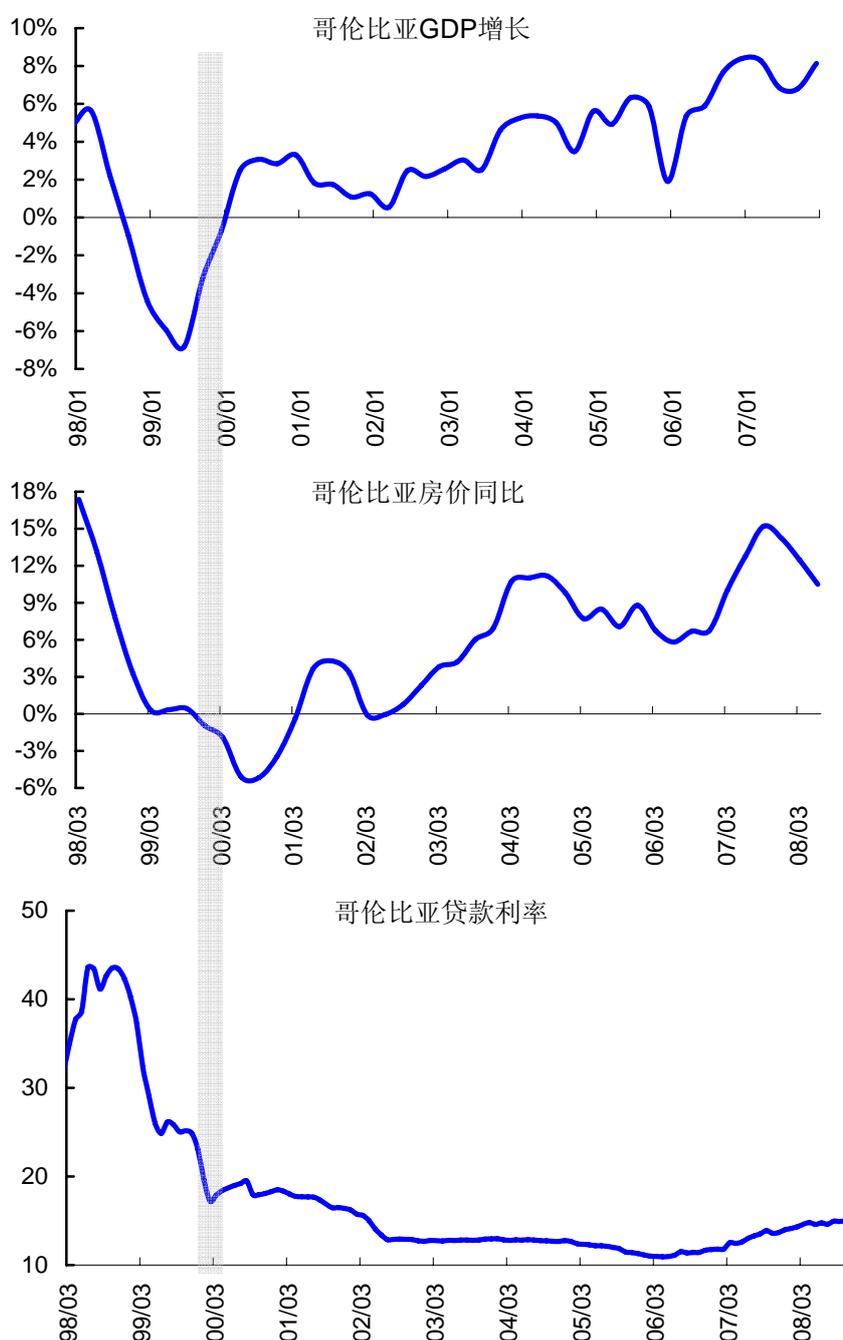


国家	周期	房价触底前减息幅度	房价从高点滑落到触底反弹时间(月)	房价触底滞后GDP触底时间(月)
南非	1985年	18%	20	0
	1992年	33%	19	12
台湾	2001年	26%	9	-3
韩国	1992年	29%	18	-2
	1998年	40%	14	5
泰国	1998年	43%	24	13
哥伦比亚	1999年	31%	12	12
均值		31%	17	5



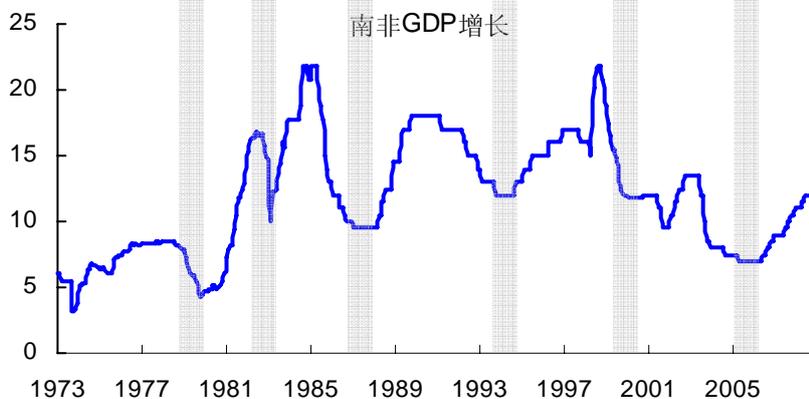
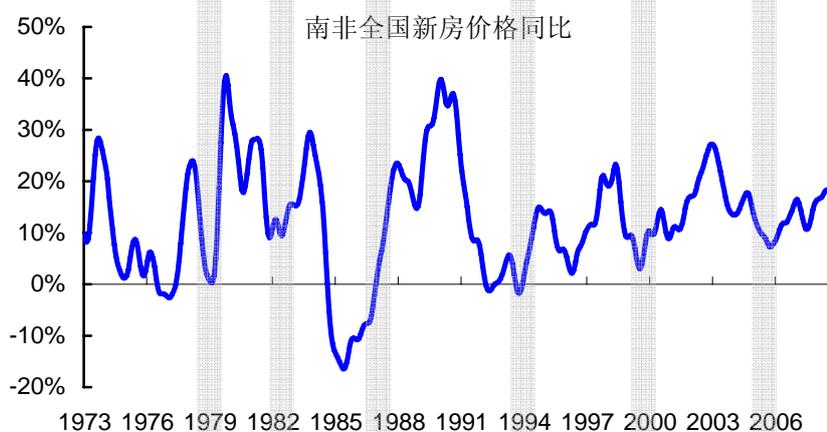
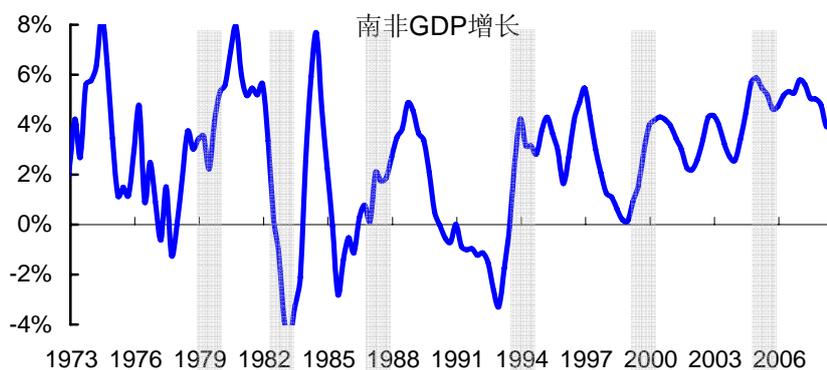
99 年的哥伦比亚：房价在减息周期结束后 3 个月触底反弹，利率从周期性高点下调 31%

1999 年，受亚洲金融危机等影响，哥伦比亚陷入 60 年来最严重的衰退，经济在 99 年 2 季度筑底，而房价则在 2000 年 3 季度筑底，滞后 GDP 触底 5 个季度。减息周期从 98 年 12 月到 2000 年 2 月结束，此时 GDP 已经回到 2% 的正增长，而房地产同比增速在跌至零增长附近后又出现了小幅回调，减息周期结束后 3 个月左右开始触底反弹。在此之间，利率从房价回调的周期性高点下调了 31%。



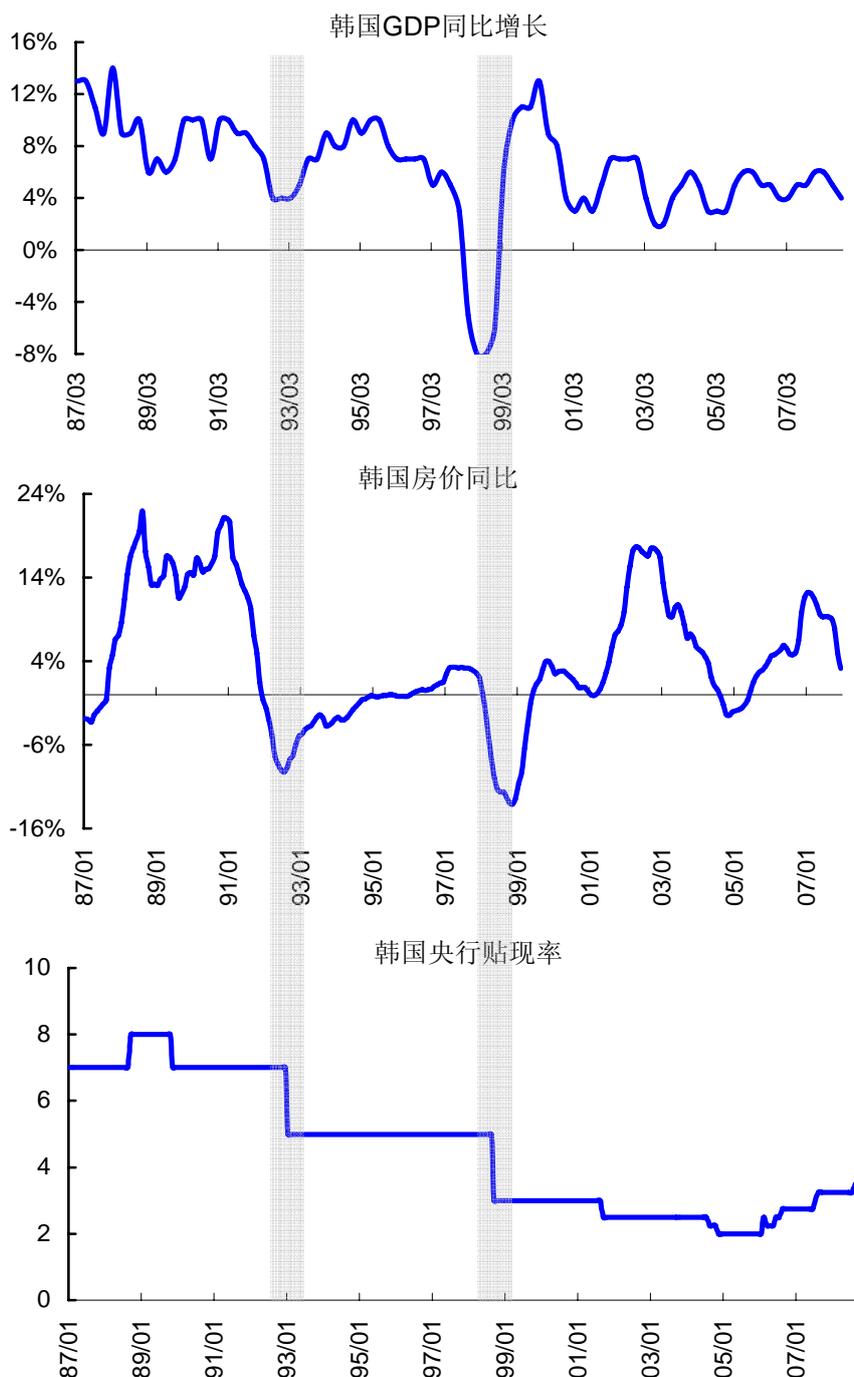
85/92 年的南非：房价先于减息周期结束发生反转；减息 18/33%，房价增速触底

过去 25 年中，南非经济了 6 次减息周期，其中有两次最大的经济调整，它们分别发生在 1985 年和 1992 年。在每一次减息周期中我们均能够观察到房地产价格不同程度的调整，而多数情况下房地产价格都先于减息周期结束之前发生反转。而在 1985 年和 1992 年的周期中，房价增速触底之前，利率从周期性高点下调相对幅度分别为 18% 和 33%。



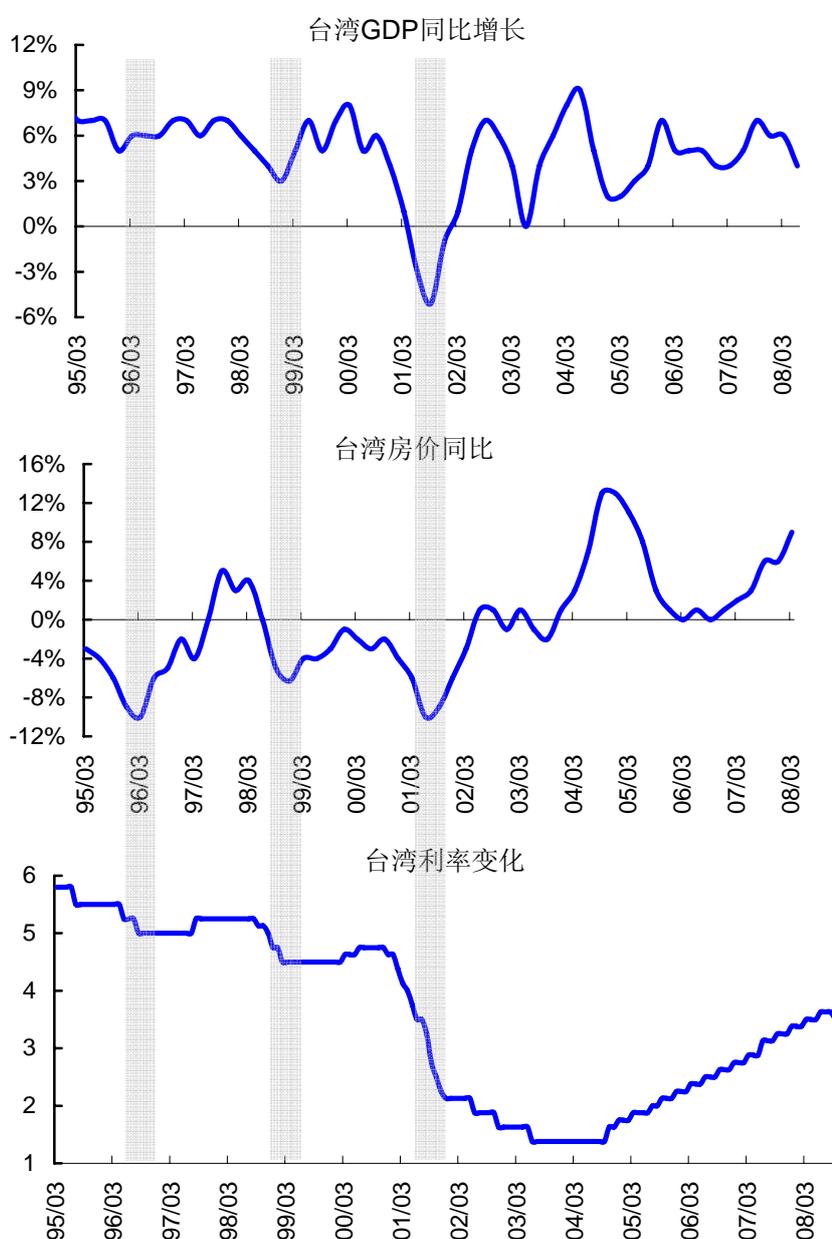
92/98 年的韩国：减息 29/40%，房价增速触底

我们观察了韩国的两次经济调整，分别发生在 1992 年和 1998 年。而房价同比增速从底部反弹的时间在 1992 年先于减息周期结束 7 个月，而在 1998 年的亚洲金融危机中，房价增速筑底晚于减息周期结束两个月。而在两次减息过程中，央行贴现率分别下降了 29% 和 40%。



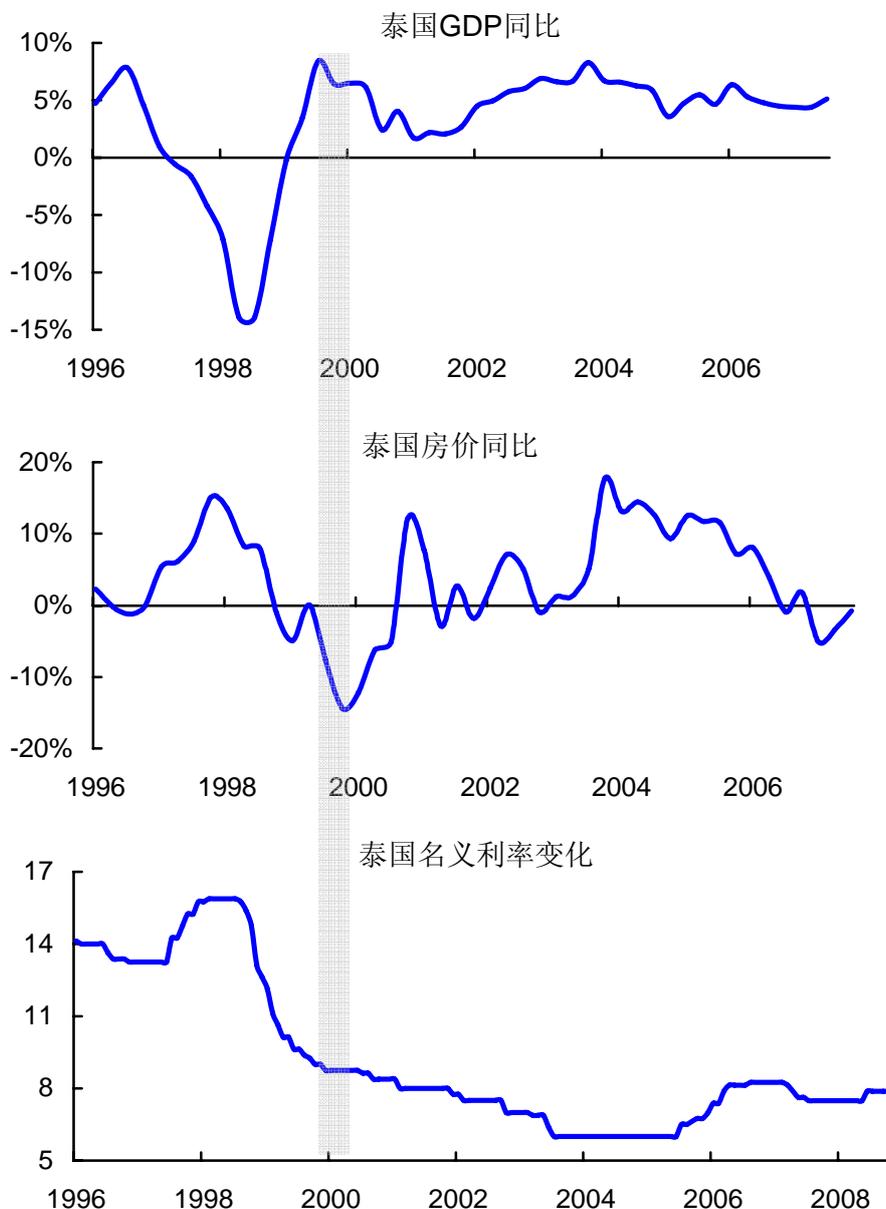
01 年的台湾：减息 26%，房价增速触底；历次周期中房价增速低点领先减息结束 3-6 个月

从 95 年到现在，我们能够观察到台湾房地产价格同比增长的三个明显低点，对应的三次减息周期减息幅度分别达到为 10%、14% 和 55%，房地产价格同比增长的低点领先减息周期结束大约为 3-6 个月。而在房价增速反弹之前，利率从周期性高点下调相对幅度分别为 5%、10% 和 26%。这三次周期中，考虑经济调整的幅度和深度，我们认为 01 年的周期和现在的中国最有可比性。



98 年的泰国：房价增速反弹滞后 GDP 一年；减息 43%，房价增速触底

我们重点关注泰国 98 年亚洲危机时的状况，GDP 增速在 98 年 3 季度触底，滑落至 -14%，而房价增速在 99 年 10 月才触底，同比也下滑了 14%；从 98 年 7 月到 99 年 4 月泰国开始一段疾风骤雨般的减息，一共减息了 36% 即 575 个基点。随后减息的频率开始放缓，但一直没有停止减息的步伐，直到 03 年 7 月一共又减息 41% 即 413 个基点。在房价增速触底反弹之前，利率从周期性高点下调相对幅度为 43%。



第三部分

“U型”策略：09年上半年标配

在未来两年中，我们将经历“底部调整”和“市场复苏”两个区间，但与 98-99 年不同的是，“底部调整”区间同时也将是一个政策密集期，因此我们对 09 年上半年的房地产行业维持“标配”评级。同时我们将密切关注 09 年经济基本面和货币政策的共同作用是否可能导致流动性的触底反弹。

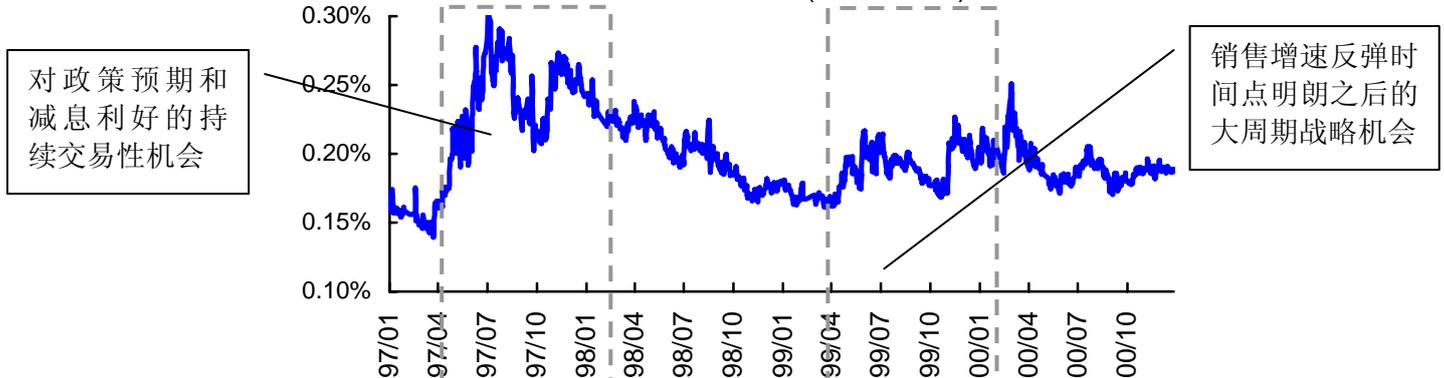
1997-2000 年周期回顾：政策利好和基本面共同左右万科股价表现

我们回顾了 1997-2000 年的经济调整周期，发现万科相对整体市场的相对走势典型的分为三个阶段：走强大盘以及大幅波动期（1997 年 1 月-1997 年 12 月），持续走弱大盘期（1998 年 1 月-1999 年 4 月）以及之后的反弹期（1999 年 5 月-2000 年 3 月）。

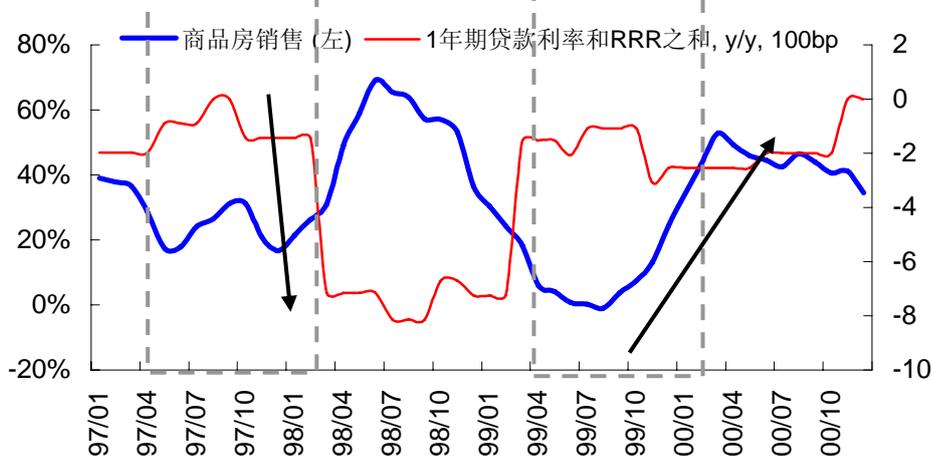
从基本面上看，房地产销售增速从 1998 年末到 2000 年初经历了一个“V 型”走势，央行也采取了相应的货币政策，其间多次下调基准利率和存款准备金率。但由于“房改”造成了房地产周期与宏观经济周期出现“错位”，货币政策的大幅调整是在房地产销售增速达到顶峰之前完成的，因此政策利好预期和销售的持续增长造就了股价的良好表现。

98 年下半年，房地产销售开始迅速下滑，而政策利好已经出尽，股价则持续走弱大盘。99 年 1 季度之后，房地产市场的底部预期逐渐明朗，随后销售开始反弹，因此股价则开始新一轮强劲反弹。

万科的相对走势 (1997-2000)



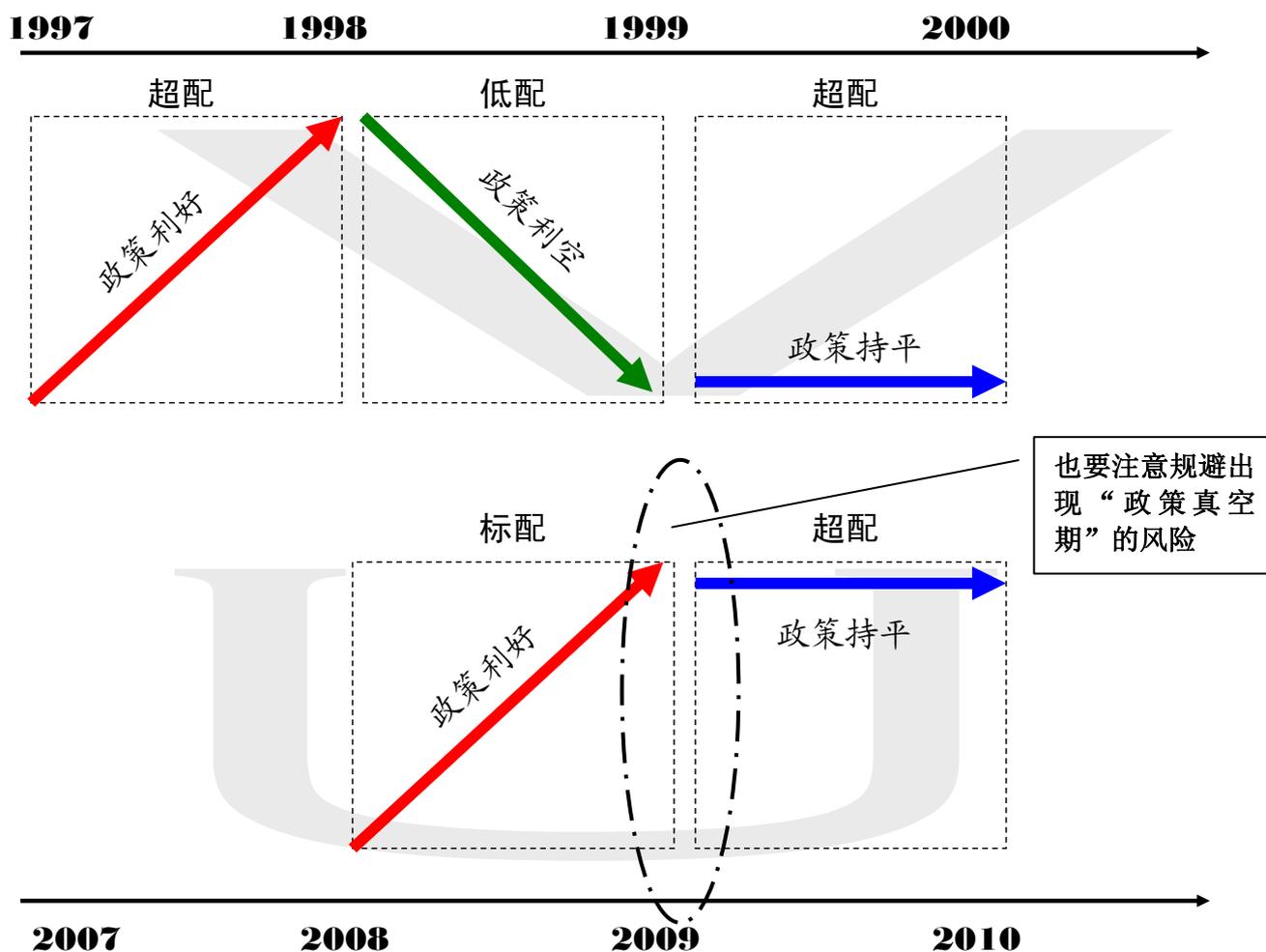
商品房销售金额和货币政策变化



十年之间（1999 年和 2009 年），沧海已变桑田： “V 型”策略 vs. “U 型”策略

十年之后，我们又一次站在了房地产市场大幅调整的周期性关口，但与上一轮房地产市场的“V 型”走势不同的是，由于全球的经济恶化程度胜于当初，而中国受外需影响的密度和深度更是今非昔比，所以这次房地产市场的调整更有可能演绎一轮“U 型”走势。

在未来的两年中，我们将经历“底部调整”和“市场复苏”两个区间，但与十年之前不同的是，“底部调整”区间同时也将是一个政策密集期，因此在周期性调整持续进行的背景下，房地产板块的机会仍将风起云涌，我们 09 年上半年对房地产维持“标配”评级，而从下半年开始，我们将关注行业出现反转的时间点和信号。本轮房地产调整在 2010 年上半年结束是一个大概率事件，在 09 年下半年也存在触底可能，我们将 09 年下半年房地产的评级提高至“超配”，但同时也要注意规避因为底部时间可能长于货币政策调整时间所导致的“政策真空期”风险。



其他时间万科股价走势的补充案例： 2001 年，牛熊转变时政策对股价形成明显支撑

尽管 2001 年年中的时候，A 股市场出现了那一轮牛熊市转折点，并且全球经济在 2001 年进入了因互联网泡沫破灭引发的衰退，但是由于 2000 年底中央出台一系列利好于房地产发展政策，这些都促使了万科的股价表现在 2001 年底之前表现好于大盘。

从市场环境来看，2001 年是上一轮牛熊转折点，股市刚刚开始漫漫调整路。同时也是实体经济增长陷入下滑的时期。而目前，市场已经经历了近一年熊市下跌，股市也已经大幅度调整。当然就实体经济而言，全球经济仍然在下滑，并且何时能够复苏尚有不不确定性。



相关地产政策：

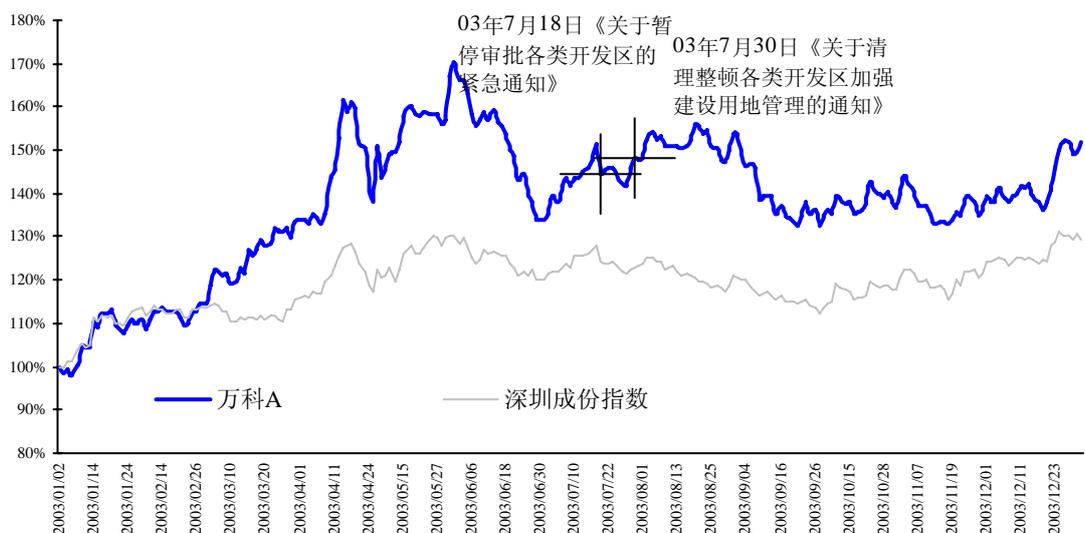
- 1 月，关于调整住房租赁市场税收政策的通知：为了配合国家住房制度改革，支持住房租赁市场的健康发展，财政部、国家税务总局对房屋出租的税费进行减免。从 2001 年 1 月 1 日起，对政府定价出租的住房，暂免征收房产税、营业税，对个人按市场价格出租的居民住房，减征营业税（由 5% 降为 3%），房产税（由 12% 降为 4%），个人所得税（由 20% 降为 10%），使个人出租房屋总体税收负担由原来的 17.5% ~ 30% 降低为 7.3% ~ 14.57%。
- 4 月 19 日关于对消化空置商品房有关税费政策的通知：为消化积压空置商品房，促进房地产市场的健康发展，积极防范金融风险，经国务院批准，《财政部、国家税务总局关于对消化空置商品房有关税费政策的通知》规定：（1）对于 1998 年 6 月 30 日以前建成尚未售出的商品住房，至 2002 年 12 月 31 日之前免征营业税、契税；（2）对于 1998 年 6 月 30 日以前建成的商业用房、写字楼在 2001 年 1 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日期间销售的，免征营业税、契税；同时对于开发企业在 1998 年 6 月 30 日以前建成的商业用房、写字楼、住房（不含别墅、度假村等高消费性的空置商品房），不予免征各种行政事业性收费。
- 2001 年 7 月 23 日关于对消化空置商品房有关税费政策的补充通知：一、在财税[2001]44 号文件第一条、第二条征、免契税的规定中，其纳税人应为购买房屋的单位和个人。二、财税[2001]44 号文件第三条免征各种行政事业性收费的规定，执行时间为 2001 年 1 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日。三、财税[2001]44 号文件中规定享受税费政策优惠的商品住房、商业用房、写字楼等空置商品房，应限于 1998 年 6 月 30 日以前建成尚未售出的商品房。

其他时间万科股价走势的补充案例：

02/03 年：地产调控政策较少，更多反映基本面

2002 年，全球经济尚未完全走出 IT 泡沫引发的衰退。同时，国内房地产行业也进入了一次调整，而国内股市仍然在熊市中挣扎。这段时期出台的政策基本上都不是以直接调控房地产为目标的政策，而是以促进国内土地长期规范性使用政策为主。这个时期，万科股价比大盘要弱。

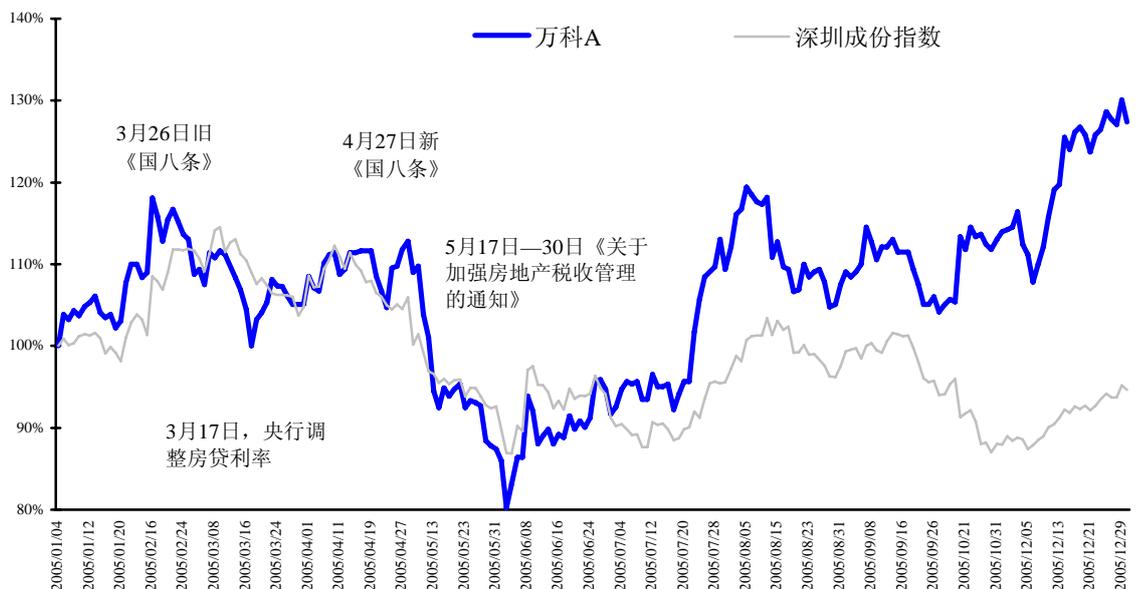
2003 年，随着全球经济逐步走出 IT 泡沫引发的衰退，国内经济增长重新加速，同时房地产投资以及销售增速也加快。尽管这个时期出台直接针对房地产政策也较少，但是基本面的走强促使了万科表现好于大盘。



其他时间万科股价走势的补充案例：

04/05 年：基本上行期间负面调控政策影响有限

04/05 年大部分时间，国内股市尚处于熊市之中，但是实体经济已经处于了新一轮景气之中。这期间，针对房价上涨以及房地产投资增长过快，中央出台了一系列调控措施。每一次出台这些措施前，股价似乎都有一定预期。但总体上万科股价表现或者跑赢大盘，或者与大盘持平。



免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。