

## 中国房地产发展阶段和路径推演—— 基于日韩经验的比较

### 报告要点

**本文的逻辑脉络：**房地产的复杂性众所周知，如何能在当前这样一个经济触底，但复苏前景仍不明朗的阶段来判断房地产的未来发展路径？我们采用的方法是，抛开房地产行业本身的纠结，从整个经济发展阶段的角度出发，将房地产置于整体经济发展的历史长河中加以审视，借鉴日韩类似经济发展阶段中房地产的发展轨迹，并比较中国当前内外环境与日韩类同阶段的差异，得出中国房地产发展所面对的特殊性问题，从而推演出中国房地产未来中短期最可能的发展路径。

**中期结论：**主要是基于中日韩经济发展阶段的类似性。按照罗斯托的经济发展阶段理论，中国目前的经济从而房地产发展阶段类似于这 75 年后的日本和 91 年后的韩国。处在一个历经高速增长，但正在转向低速增长的过渡期，仍在不断走向成熟的阶段。类似的发展阶段决定了房地产有大体类似的发展路径：

从中期来看，中国的房价出现大跌的可能很小。这不仅源于类似的发展阶段，更是源于中国城市化进程的特殊性所带来的需求的强劲和人民币中长期升值的必然性；中国房地产出现全国性更大泡沫的可能也很小。

未来几年，在走向成熟，增速逐渐回落的这样一个过渡阶段，在国内外需求与资源的约束下，中国经济依靠投资的增长方式，将导致经济出现增长与通胀的反复博弈，震荡式前行，房地产的发展同样会表现出一定的震荡性，在结束这样的过渡期后，随后将小幅上行，这是经济内生增长机制的使然。

**短期结论：**对于中国房地产短期发展路径的判断，主要基于当前中国房地产所面临的特殊性。和 75 年的日本相比，特殊性主要集中于：中国当前通缩而日本当时通胀；中国放松流动性与日本紧缩流动性；中国内外需难振而日本内外需强劲。和 02 年通缩加宽流动性背景下的中国房地产相比，特殊性主要集中于：很多工业产能过剩，对外部资源的依赖度高出很多；外需难支；民间投资难以跟进，实际货币需求难以增加，储蓄增速将回落。

短期的房地产发展路径，我们认为存在三种可能，但第二种可能最大，详细阐述见结论。在接下来的 3、4 季度，房地产仍将继续反弹的趋势。短期内也不会出现全国范围内的房地产大泡沫，此轮房价上涨的幅度将主要取决于投资性需求的强度，而支持此轮投资性需求的主导因素就是低利率下宽松的货币政策和 08 年累积下来的储蓄增长，从供需角度分析都不支持出现房地产大泡沫。

### 相关研究

《三论中级反弹的延续》

《从超预期到验证预期》

《通胀博弈政策

—资源价格是中级反弹的掘墓人》

### 分析师：

周金涛

(8621) 33130733

[zhoujt@cjsc.com.cn](mailto:zhoujt@cjsc.com.cn)

### 联系人：

李亚明

(8621) 63290499

[liyym@cjsc.com.cn](mailto:liyym@cjsc.com.cn)

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 这一次，我们会不会真的不一样？ .....             | 6  |
| 经济发展阶段的类似性——走向成熟 .....            | 7  |
| 人均 GDP 的相近性.....                  | 7  |
| GDP 实际增速回落的必然性 .....              | 8  |
| GDP 增速回落后的选择 .....                | 8  |
| 大众消费的时代远未到来 .....                 | 10 |
| 主导产业的选择.....                      | 11 |
| 发展路径的经典性 .....                    | 12 |
| 房价增速的路径.....                      | 12 |
| 调整的非独立性.....                      | 13 |
| 新开工面积反弹的必然性和反复性.....              | 14 |
| 互为支撑的刚性需求与投资性需求.....              | 15 |
| 长期因素.....                         | 16 |
| 人民币长期升值的必然性 .....                 | 17 |
| 城市化进程.....                        | 22 |
| 短期因素.....                         | 26 |
| 外部通胀来源—美元和大宗商品 .....              | 27 |
| 居民收入和储蓄的高增长回落—有效需求难撑房价的过快上涨 ..... | 29 |
| 增长与通胀的反复博弈.....                   | 32 |
| 保障性住房供应方式从被动到主动—政府职能转型的必然性.....   | 42 |
| 总结.....                           | 45 |
| 中期性结论.....                        | 46 |
| 短期性结论.....                        | 46 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 中日韩人均名义 GDP(USD).....         | 7  |
| 图 2: 中日韩按购买力平价得到的人均 GDP(USD) ..... | 7  |
| 图 3: 日本实际 GDP 增速和房价增速 .....        | 8  |
| 图 4: 韩国实际 GDP 增速和房价增速 .....        | 8  |
| 图 5: 日本 GDP 构成.....                | 9  |
| 图 6: 韩国 GDP 构成.....                | 9  |
| 图 7: 中国 GDP 结构。 .....              | 9  |
| 图 8: 中日韩居民消费/GDP.....              | 10 |
| 图 9: 中日韩出口/GDP .....               | 10 |
| 图 10: 日本地价增速 .....                 | 12 |
| 图 11: 韩国全国和首尔房价增速 .....            | 12 |
| 图 12: 中国一手房价格增速 .....              | 13 |
| 图 13: 日本地价指数和东京证券交易所指数.....        | 13 |
| 图 14: 韩国全国房价均价指数和 KOSPI 股指.....    | 13 |
| 图 15: 中国住宅房价指数和上证综合指数.....         | 14 |
| 图 16: 日本用于出售的新建住房开工面积累计同比 .....    | 15 |
| 图 17: 韩国住宅许可开工面积累计同比 .....         | 15 |
| 图 18: 中国商品住宅新开工面积增速.....           | 15 |
| 图 19: 日本用于自住和出租的新房开工面积.....        | 16 |
| 图 20: 韩国全国平均房价指数和租金指数 .....        | 16 |
| 图 21: 日元汇率 .....                   | 17 |
| 图 22: 韩国房价指数和韩元汇率 .....            | 17 |
| 图 23: 日本外汇储备和增速 .....              | 18 |
| 图 24: 韩国外汇储备和增速 .....              | 18 |
| 图 25: 日本经常项目余额.....                | 18 |
| 图 26: 韩国经常项目余额.....                | 18 |
| 图 27: 美国实际 GDP 增速.....             | 18 |
| 图 28: 美国的 CPI .....                | 18 |
| 图 29: 人民币汇率与住宅价格增速 .....           | 20 |
| 图 30: 中国外汇储备和增速 .....              | 20 |
| 图 31: 中国经常项目余额及与 GDP 占比.....       | 20 |
| 图 32: 中日韩对美出口依赖度.....              | 21 |
| 图 33: 中日韩对美进口依赖度.....              | 21 |
| 图 34: 中日韩利用 FDI/GDP .....          | 21 |
| 图 35: 中国房地产开发投资利用外资占比.....         | 21 |
| 图 36: 中日韩城市人口占比 .....              | 23 |
| 图 37: 中国城市人口增速.....                | 23 |
| 图 38: 日本城市人口增速.....                | 23 |
| 图 39: 韩国城市人口增速.....                | 23 |
| 图 40: 首尔人口变化 .....                 | 24 |
| 图 41: 东京人口变化 .....                 | 24 |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 42: 日韩结婚率 .....                   | 24 |
| 图 43: 日韩 20-40 岁人口占比 .....          | 24 |
| 图 44: 中国结婚率 .....                   | 25 |
| 图 45: 中国 20-40 岁人口占比 .....          | 25 |
| 图 46: 日本住房自有率 .....                 | 25 |
| 图 47: 美元指数与 LME3 个月期铜价格 .....       | 28 |
| 图 48: 美元指数与石油现货价格 .....             | 28 |
| 图 49: 中日铁矿石月度进口量 .....              | 28 |
| 图 50: 中日原油月度进口量 .....               | 28 |
| 图 51: 日本全国地价增速和居民收入增速 .....         | 29 |
| 图 52: 韩国房价和居民收入增速 .....             | 29 |
| 图 53: 日本银行个人储蓄增速和居民收入增速 .....       | 29 |
| 图 54: 韩国家庭储蓄增速和居民收入增速 .....         | 29 |
| 图 55: 中国新建房屋价格和居民可支配收入增速比较 .....    | 30 |
| 图 56: 中国居民储蓄和可支配收入增速比较 .....        | 30 |
| 图 57: 日韩失业率 .....                   | 31 |
| 图 58: 东京公寓房价收入比 .....               | 32 |
| 图 59: 中国城镇人均收入分化 .....              | 32 |
| 图 60: 日韩 M2 增速 .....                | 33 |
| 图 61: 日本韩国央行贴现率 .....               | 33 |
| 图 62: 日本银行贷款增速 .....                | 33 |
| 图 63: 韩国私人部门贷款和贴息的增速 .....          | 33 |
| 图 64: 日本银行平均贷款利率 .....              | 34 |
| 图 65: 韩国商业银行平均贷款利率 .....            | 34 |
| 图 66: 日本 CPI 和企业商品价格指数 .....        | 34 |
| 图 67: 韩国 CPI 和 PPI 的变化 .....        | 34 |
| 图 68: 日本城市银行住房和开发贷款增速 .....         | 35 |
| 图 69: 韩国住房贷款存量增速 .....              | 35 |
| 图 70: 中国住房贷款存量增速 .....              | 35 |
| 图 71: 中国房地产开发贷款存量增速 .....           | 35 |
| 图 72: 日本房地产业资产负债比 .....             | 36 |
| 图 73: 中国房地产业资产负债比 .....             | 36 |
| 图 74: 日本房地产开发和住房贷款存量在总贷款中占比 .....   | 36 |
| 图 75: 韩国住房贷款存量在总贷款中的比重 .....        | 36 |
| 图 76: 日本房地产业在 GDP 中的占比 .....        | 36 |
| 图 77: 韩国房地产业在 GDP 中的占比 .....        | 36 |
| 图 78: 中国房地产开发和居民购房贷款在总贷款规模中占比 ..... | 37 |
| 图 79: 中国房地产开发投资累计在 GDP 中的比重 .....   | 37 |
| 图 80: 中国固定资产总投资及国有投资增速 .....        | 41 |
| 图 81: 中国房地产投资增速 .....               | 41 |
| 图 82: 中国 M2 增速 .....                | 41 |
| 图 83: 中国新增贷款 .....                  | 41 |
| 图 84: 中国 5 年期以上贷款利率和 CPI .....      | 42 |

---

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 85: 日本个人和政府资金建设的新住宅数量 ..... | 43 |
| 图 86: 韩国住房年度竣工量变化 .....       | 43 |
|                               |    |
| 表 1: 日本主导产业的历史演变 .....        | 12 |
| 表 2: 中国部分城市房价收入比 .....        | 32 |
| 表 3: 韩国政府住房建设规划历程 .....       | 43 |

高速增长并不具有永恒的性质，它总要走向终结。在现实中，高速增长之后，是严酷的增长减速过程。造成这种转变的是 70 年代初的日元升值、通货膨胀和石油危机等一系列的“冲击”。在整个 70 年代，日本经济面临物价上涨，失业和国际收支平衡三大困难。在增长率下降的情况下，日本被迫适应新的增长率更低的发展途径。

选自《高速增长的时代》序一作者：香西泰（日本）

## 这一次，我们会不会真的不一样？

中国经济复苏的脚步声似乎越来越清晰，人们已经不再担心由于需求萎缩带来的通缩压力，大家的预期似乎已经转向信贷膨胀带来的通胀。房地产会不会在未来的通胀中再次爆发，在自身泡沫累积中带领中国经济共享繁华？这是我们关心的核心问题。我们在中级反弹的论述中指出，由于刚性需求的存在和去库存化后的成本的回落，在经济反转前，必然有一个由此带来的中级反弹。房地产无疑是此轮反弹的中坚力量，这是由其在中国经济的内需和投资组成中的地位所决定的。我们同时强调指出，在反弹和反转的过渡中，存在一个二次探底的过程。那么，在这个时点，即我们前期判断的中级反弹预期行将结束时，此轮房地产反弹，未来将会以怎样的方式来演进，反弹还能持续多久？会不会在信贷的高速增长中升腾起一个房地产泡沫？如果未来存在这样一个泡沫，它会以怎样的方式来释放？是以一种惨烈的快速爆破的方式，还是以渐进的时间换空间的方式？这一次，我们的房地产市场发展会不会和别人走过的路不一样？

对于这些问题的回答，我们将在借鉴日本和韩国房地产发展历程的基础上，展开对中国当前房地产发展的研判。日本在 70 年代前期，韩国在 80 年代末都曾经出现过房地产的高速发展期，但是二者随后的走势却差异明显。日本房地产在经历了 74，75 年的短暂回调后，房价出现了回升，保持了 10 年温和小幅增长态势，直到 80 年代末的再次大幅上涨。而韩国房地之后则保持了多年的小幅回落，直到 98 年爆发金融危机后房价出现大幅下挫。房地产的发展是多因素的集中表现，我们会从哪些角度，以怎样的逻辑来审视日本和韩国的房地产，从而以同样的逻辑来审视当前的中国房地产市场？

由于房地产本身的特殊性，这种特殊性决定于其兼具商品和资产的特殊的属性，体现为人们的刚性需求和投资需求的结合，从而带动一国的消费与投资。我们认为仅仅从房地产本身切入来研判房地产很难有一个比较准确的把握，往往会被局部的变化趋势，不同区域的表现所迷惑。所谓“不识庐山真面目，只缘身在此山中”，[我们将会跳出对房地产本身的纠结，站在一个更高的角度来审视房地产，采用“由远及近”的观察路径。](#)首先，我们将判断房地产所处发展阶段，这是“远看”，以确定轮廓和主体，这个发展阶段取决于整个国民经济的发展阶段，所以我们的重点也将是对后者的讨论；其次，我们将解析在这样的发展阶段下各种相关因素，这算是“近观”。这些因素又有长短期之分，影响房地产的长期因素，我们认为主要包括人民币的长期升值趋势，城市化进程，短期因素包括外部疲软的美元和大宗商品价格的上涨，居民收入增速回落下的有效需求，内部宽松货币政策下的通胀预期，积极财政政策下的政府保障性住房供应方式的转型。

上述是本文的逻辑脉络，而本文的行文布局是这样安排的：我们将遵照上面的逻辑顺序，把 70 年代初的日本，80 年代末的韩国和当前的中国放在一起比对，以一种并列的方式来推进。先远看，后近观，先长期，后短期，[着重把握日韩房地产价格回落初期各种内外长短相关因素的变化，及这种变化对房地产的可能影响](#)，再结合当前中国所面对这些因素的独特性，分析这些因素对中国房地产的影响。我们将在关注类似影响的同时，将更多的关注和日韩当年

的不同之处，从而更好地把握和判断中国房地产最可能的演进路径。

为何要选择 70 年代前期日本和 80 年代末韩国房地产作为我们借鉴的对象？对于这个问题，我们着重从以下两个方面来回答，一是经济发展所处阶段的类似性，二是房地产发展路径的经典性。首先，我们来看经济所处阶段的类似性。

## 经济发展阶段的类似性——走向成熟

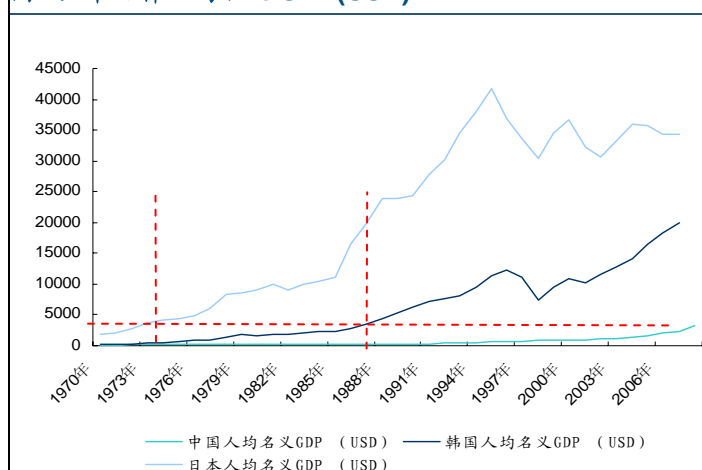
为何要关注发展阶段呢？房地产的发展是一个国家在特定发展阶段的产物，房地产发展是受到当时特定的内外经济因素促进的。脱离特定的经济阶段，从房地产行业自身的供需矛盾出发，既难以把握发展趋势，更难于判断每个具体国家的特殊性，以及由此而产生的房地产本身的特殊演进路径。在我们看来，对于发展阶段的把握，是对中国房地产认识的基础与主体，只有把这个问题明确了，我们才能在大的方向上把握趋势。

日本和韩国作为战后的后发工业化国家，所经历的工业化进程很多同样都是需要我们去经历；而且，作为东亚国家，相近的文化，相似的高密度人口，让我们对房地产都有着特殊的情节。从下面一系列的具体特征判断，我们的经济发展阶段接近日本 70 年代初，韩国 80 年代末的水平，这是个历经高速增长，经济不断走向成熟的阶段。类似的经济特征决定了我们处在类似的发展阶段，而类似的发展阶段决定了我们类似的房地产发展基调。这是我们观察那个年代日韩房地产发展的初衷。

## 人均 GDP 的相近性

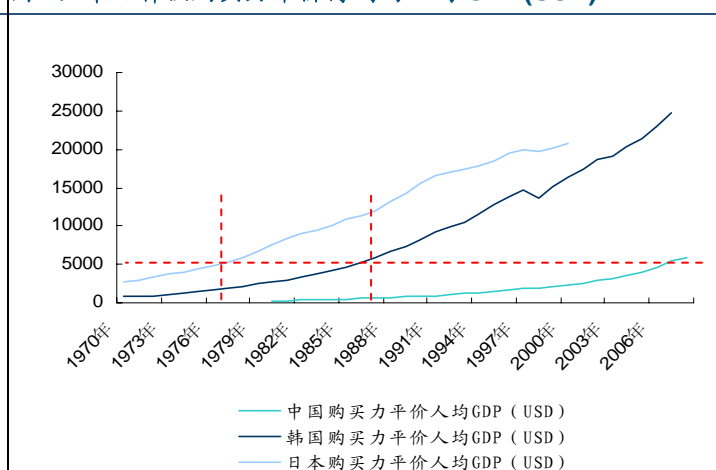
从人均 GDP 的角度来看，无论是名义值还是购买力平价值，2008 年的中国发展状况非常接近 1970 年代中期的日本和 1988 年韩国的水平。人均 GDP 应该是人均国民收入的主体，相近的人均收入水平，决定了会有类似的居民消费支出结构，对于房地产的需求以及房价的变化都应该有类似的东西。这是我们考察日本 70 年代和韩国 80 年代房地产市场最重要的原因，我们相信类似的经济发展阶段很可能会带来类似的房地产发展趋势。

图 1：中日韩人均名义 GDP(USD)



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 2：中日韩按购买力平价得到的人均 GDP(USD)



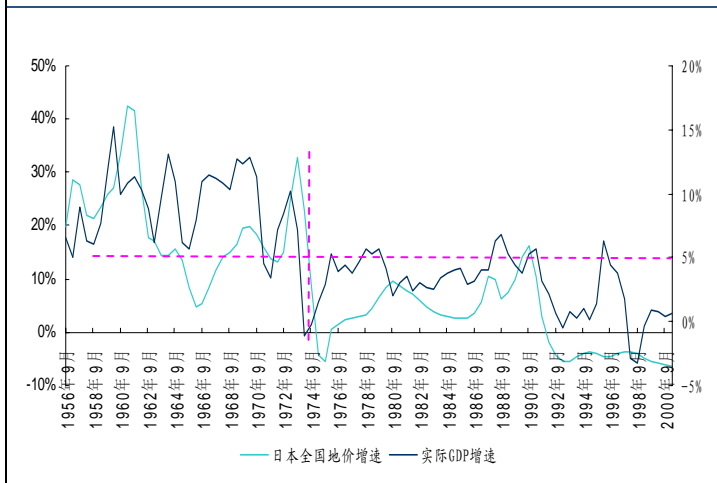
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## GDP 实际增速回落的必然性

人均 GDP 水平只是一个基础，下面我们将会从不同角度来观察和细化这个基础。首先，我们来看经济发展水平的增速，日韩的房地产调整都发生在实际 GDP 由高增速转向低增速的过渡阶段；房价的回落都伴随着实际 GDP 增速大幅回落，但是之后实际 GDP 的反弹回升中，日韩房价的表现差异巨大，日本房价随着 GDP 的回升而回升，韩国则继续小幅下降。

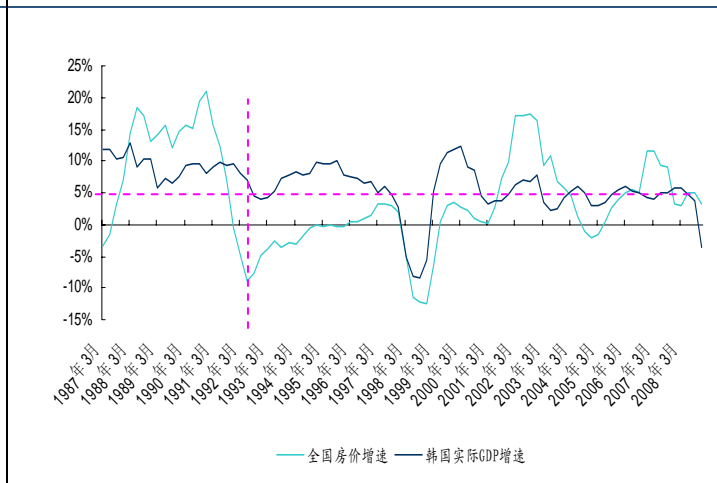
日本在 73 年以前除个别年份外实际 GDP 增速都保持在 10% 左右，在 74 和 75 年的两次探底期间，房价出现回调，之后实际 GDP 保持了 5% 左右的持续稳定增长，直到 91 年的泡沫破裂。韩国在 85 年后，实际 GDP 也经历了快速上升时期，处于历史相对高位，韩国当时和我们近年的情况类似，同样保持了 10% 左右的增速，而在 89 年股市下跌开始后，实际 GDP 增速经历明显的回落，韩国由 10% 下降到 89 年的 5-6%，而在 90 年又恢复到 9%，这个阶段房价仍然在快速上升，韩国实际 GDP 在 91 年 4 季度开始减速，房价也开始了回调之路。在整个后续回调中，韩国实际 GDP 的增速在投资的大幅拉动下展开强劲反弹，于 95 年再次回升到 10% 的增速，但随后进入了长期的低增长阶段。

图 3：日本实际 GDP 增速和房价增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 4：韩国实际 GDP 增速和房价增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## GDP 增速回落后的选择

日韩当年共同点之一是：73 年前后的日本以及 90 年前后的韩国居民消费占比维持在 58% 的水平，而近年中国的居民消费占比持续下滑到 35%。共同点之二是当年日韩净出口为持续负增长，而中国的净出口近年持续正增长，占比持续扩大。中国当前的出口额与 GDP 的比值已经达到了 37%，而当时的韩国只有 18%，日本为 24%。也就是说我们相较于当时的日韩，对外需的依赖度强而对内需的依赖弱。另外，无论是韩国还是日本，其后续出口的占比是持续上升的，这与他们很高的出口导向型的制造业占比以及内需的有限是密切相关的。日韩的共同点之三是，在实际 GDP 调整回落时，其投资的占比都出现了回落，韩国从 92 年 1 季度的 39% 下降到 93 年 1 季度的 34%，日本从 73 年 3 季度的 34% 下降到 75 年 3 季度的 30%。虽然，投资占比下降，但是二者的国内消费却没有出现大的波动，维持在高位。日韩比较明显的差异是经济复苏之后，日本的投资占比中期都没有回升，而净出口占比迅速回升，日本当年出口占比从 73 年 12 月的 24% 上升到 77 年 12 月份的 35.6%；而韩国的

投资占比却在 94 年时回升到 40%，而净出口占比持续没有起色。我们今天的情况已经不可能像日本那么幸运，出口占比回升可能很小。这也是我们短期很难走日本当年的道路，而必须像韩国那样倚重投资增长的原因。

以美国为代表的外部经济，在去杠杆化的进程中，未来经济的恢复仍然不容乐观，可能将在未来很长时间经济增长出现停滞，未来几年外需的减少已经是必然，依靠外需拉动的可能已经基本消失。而居民消费和投资支出的增长将有赖于收入水平的增长和社会保障制度的健全完善，而这些在短期内都无法得到实质性的改善。根据韩国的经验，结合当前的环境，我们认为未来中国最大的可能是，净出口占比在逐渐缩小，直到外需发生实质性的增长，或者人民币大幅的贬值，消费占比短期也不会改观，理由我们后面讲到。**最可能的是投资的持续增长直到占 GDP 比重继续上升，甚至超过 50%，从而类似于当时的韩国的投资占比上升。而在投资的增长中，居于支柱地位的房地产，在这样一个过渡时期，仍将发挥主导产业的作用，所以后续房地产投资增速的反弹将是预料中的选择。**

我们之所以还能继续的倚重投资，既是由于内外需难以明显改观，更是由于中国特殊的工业化路径，中国整体经济仍然处于工业化和城市化发展的中期阶段，巨大的城乡二元结构的差别，是我们有别于当时日韩的更大差异。还有一大差别是，我们目前对世界先进产业技术的吸收和利用能力相比当时的日韩差距也是很大，技术的提升空间仍然巨大。尽管目前的投资效率相比 98 年时代已经衰减很多，但在改变城乡二元结构，及提升产业技术水平上，投资仍然有很大上升空间。而房地产在这样的转变过程中，尤其是在改变城乡二元结构的过程中，将发挥主导性产业的作用。

图 5：日本 GDP 构成

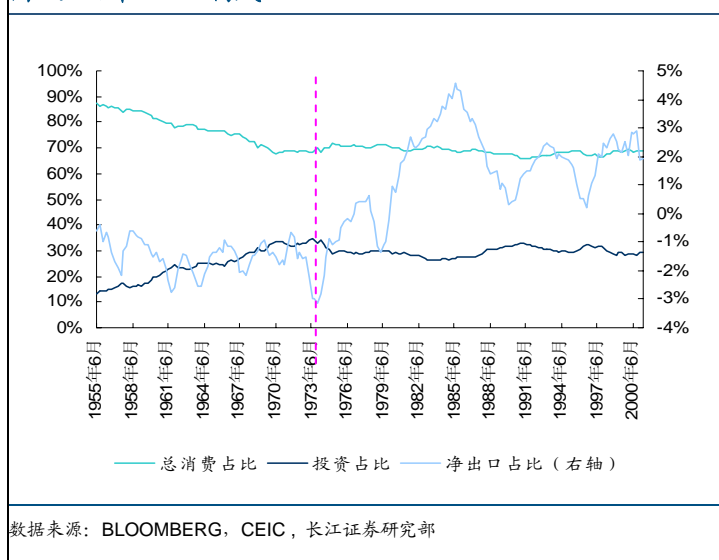


图 6：韩国 GDP 构成

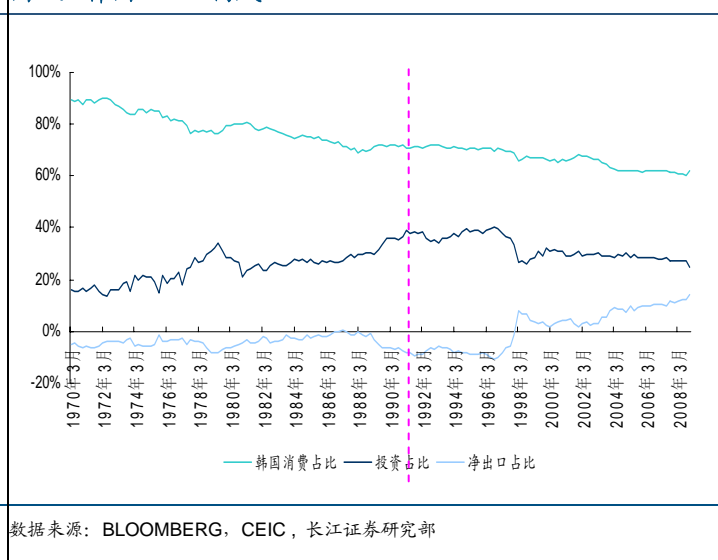
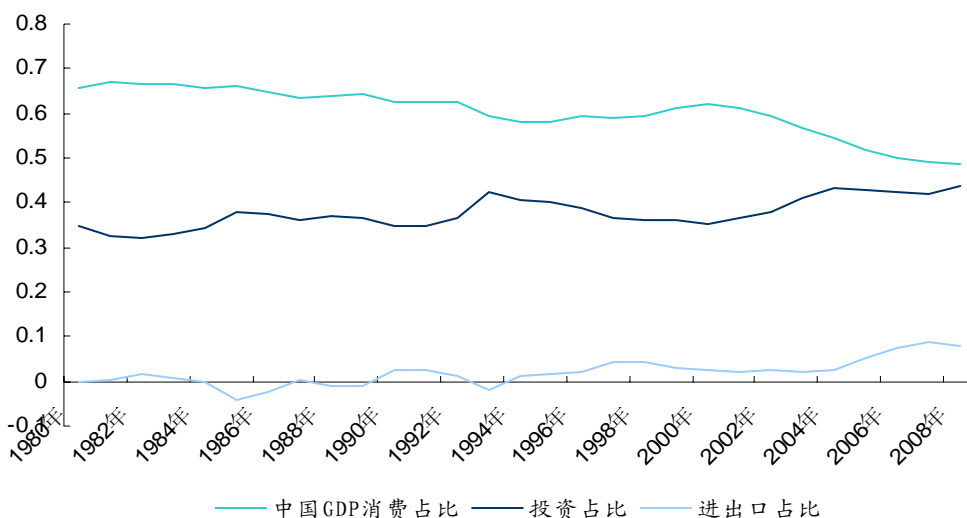
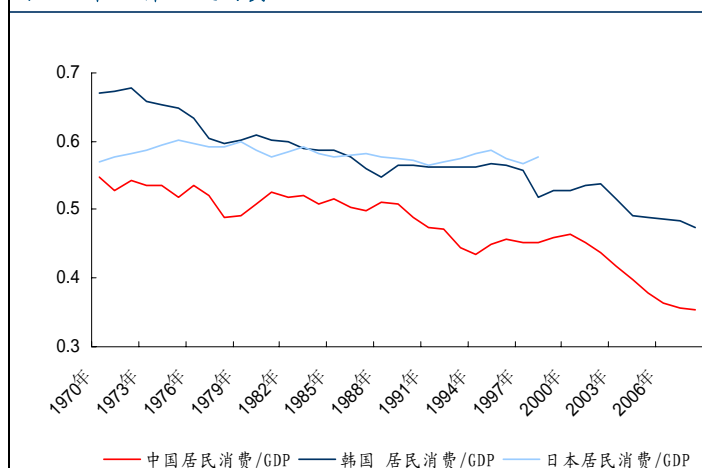


图 7：中国 GDP 结构。



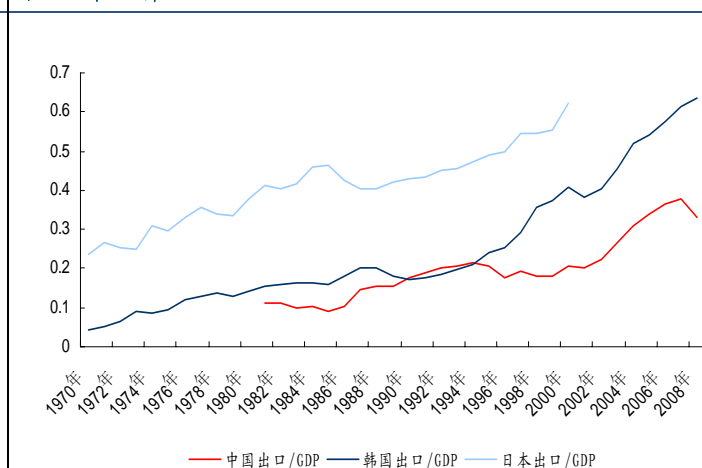
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 8: 中日韩居民消费/GDP



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 9: 中日韩出口/GDP



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 大众消费的时代远未到来

大众消费的时代，按照罗斯托的观点，就是耐用消费品和服务被大众广泛消费的时代。当然，随着时代的进步，耐用消费品和服务的内涵和外延都发生的翻天覆地的变化。今天，汽车，住房，家电仍然是最重要的耐用消费品，但是这些耐用消费品本身的品质和种类，还有我们的消费模式都发生的巨大的变化。中国当前所处的阶段，按照罗斯托的理论，是在一个走向成熟的阶段，我们在经历了复利式的 30 年的高增长后，现在类似于 70 年的日本，面临着资源和环境的约束，以及收入分配与增长的约束，处于一个转型的过渡期，在这个过渡期之后，经济将走向正常的低增长阶段。这个过渡期有多长，这很大程度上取决于政府的决心和具体有效政策的引导和实施。

前面谈到，中国的居民消费占比只有 35%，远小于日韩当时近 60% 的占比。因此很多人想

当然的认为，我们的内需提升空间巨大，在国家经济政策的刺激下，一个繁荣的大众消费时代即将到来。现在看来，显然是过于乐观了。

我们的判断之所以如此谨慎的关键是，大众消费时代到来，对于消费主体理解的差异。大众消费的真正主体应该是我们的产业工人和农民，因为他们是我们人口的主体，同时也是生产力的主要推动者和财富创造的主体。说句冠冕堂皇的话，人民是历史的创造者，产业工人和农民无疑是人民的主体，他们更应该成为财富的享用者。日韩为何能有如此高的居民消费占比，根源就在于消费的主体就是产业工人和农民，也就是制造业生产的耐用消费品的消费主体就是它们的生产者，产业工人和农民，而不是什么中产阶级。我们不是想把产业工人和中产阶级相对立，只是当前的中国中产阶级的构成还没有发展到以产业工人为主。

香西太在《高速增长的时代》中总结日本高速增长的经验时，认为“高速增长是使依赖国外资源与国内的高消费水平相并存，使加工产业中的技术革新与发展出口相并存的过程”。“购买和利用亲手生产的新型耐用消费品的主人仍是工人，高速增产实现了充分就业，创造出新型中流社会，其中起核心作用的力量是现代产业的工人。对高速增长起促进作用的日本式制度，习惯，行为方式的主人，也正是这些工人。”

很多人对国内需求很乐观的一个重要原因是基于中国正在形成一个庞大的以白领为代表的中产阶级。中产阶级是一个相对的概念，在任何一个市场机制的国家，在不断走向成熟的阶段都会产生这样的—个阶层，这个阶层随着社会的前行其内涵和外延都会出现很大的变动。今天的美国中产阶级和中国的中产阶级无论从哪个角度去衡量，都应该有着巨大的差异。在我们看来，中产阶级的数量固然在不断的增加，但在中国，他们的相对占比仍然是非常有限，中产阶级还没有成为这个社会的主体力量，产业工人还没有成为中产阶级。他们并不能代表我们的整体消费能力，我们不否认，中产阶级的大众消费时代已经提前到来，但是作为主体力量的产业工人和农民的大众消费时代远没有到来，这就是中国的居民消费占比为何迟迟不能提升的直接原因所在。我们所以长期看好中国的房地产，从需求的角度来说，就是因为我国中国的大众消费时代还没有真正到来，未来仍然有巨大的上升空间。但就当前来说，相对于产业工人的购买力，目前的价格是越走越远，背离了大众消费的根基所在，以中产阶级为支撑的有效需求还是有限的。那么，什么时候才是大众消费的时代，从工业化的进程来看，那是在工业化的后期。从中产阶级的变化来看，也即是，当中产阶级的主体是我们数量更加庞大的产业工人的时候，当中产阶级真正成为这个社会的主体力量的时候。

## 主导产业的选择

我们曾在 2009 年度的策略报告中指出，当前，从罗斯托的经济发展阶段理论来看，中国处于走向成熟的阶段，房地产业在当前的中国实际上不仅是支柱产业，更是主导产业，这样的判断，是基于中国特色的产业结构。但是从长远看房地产不应该成为一个国家经济的主导产业，因为房地产本身不具有对生产力的带动和先导作用，房地产更多的是一个消费和资产集合体。从日本的主导产业变迁来看，主导产业应该是那种能够带动整个生产力提升的产业，比如机械制造（包括汽车等运输设备，计算机等电子设备）。主导产业的差异，是中国目前有别于日韩当年最大的差异之一，这样的差异化选择，对于房地产的影响是深远的。一方面，相对于当时的日本，中国的投资产出效率是持续下降的，有效社会财富的创造将放缓，居民的真实购买力将进一步受到约束。另一方面，短期内中国又必须倚重房地产这一主导产业，这不仅是我们倚重投资的需要，同时也是城市化进程的需要，这些需要将促使房地产投资必须保证一定的增速，从而供给的不断扩大和成本的提升（为何供给不断扩大，成本就要上升？简单的讲就是边际成本递增，展开来讲，由于土地供给的垄断性，随着土地需求的不断扩大，

价格的上升是必然的)。也就是说,在以房地产为主导产业的过渡期,房地产供给的扩大和成本的上升,将伴随着相对购买力的减弱,也就是有效需求的减弱。这样的矛盾是我们后续判断房地产市场再次调整的深层次原因。我们认为,这是一个过渡时期的次优选择(过渡是指实际 GDP 增速由高到低的过渡)。随着投资边际效率的不断下降,必然会出现一定规模的,能提升和带动整个经济效率的新的主导产业,只有在那个时候,这样的矛盾才会得到缓解。

**表 1: 日本主导产业的历史演变**

| 时期    | 主导产业变迁                       |
|-------|------------------------------|
| 50 年代 | 化学、钢铁、电气机械、一般机械、运输机械(造船)     |
| 60 年代 | 运输机械(轿车)、一般机械、电气机械(家电)、化学、钢铁 |
| 70 年代 | 电气机械(电子计算机)、运输机械(轿车)、一般机械、化学 |
| 80 年代 | 电气机械(通信设备)、运输机械(轿车)、一般机械、化学  |

数据来源: 数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 发展路径的经典性

从这一阶段的日韩房地产发展路径来看,在房价回落后,虽然后续的表现有差异,但是都没有出现大涨和大跌,这是一个基本的经验。中国的房地产在去年以来的回落调整后,未来具体的发展路径与日韩将会有很大的不同,这是由于我们特定的内外因素决定的,后面我们会一一解析,但是,大的发展轮廓和主体,我们判断是不应该偏离的,这是我们关注日韩类似发展阶段的初衷和意义,更是房地产发展的内在规律。

## 房价增速的路径

首先,日韩房地产上升过程都经历了较长的时间,日本从 66 年 3 月到 74 年 9 月,韩国从 86 年初到 91 年 7 月经历快速上涨,而价格回落时间则差异巨大,日本的回落出现在随后的 75 年一年内,之后开始了温和的上涨(10%以内增速),直到 85 年开始再次快速上升;韩国在 96 年之前的 5 年一直在缓慢回落,96 和 97 年小幅回升后在金融危机的影响下又持续回落直到 2000 年。中国同样经历了 2002 年到 2008 年 6 月份的长时间上升期,之后开始了整体小幅回落,到 09 年初整体降幅不足 10%,问题的关键是在接下来怎么演变,是像日本那样在经历短期的小幅回调后就再次以一种温和的方式上升,是像韩国那样以一种温和的方式持续回落?还是走出独特的发展路径,比如在本轮反弹中再次快速的上涨,之后随着紧缩性政策到来,而量价持续回落完成二次探底,之后再走向上涨之路。

**图 10: 日本地价增速**

**图 11: 韩国全国和首尔房价增速**

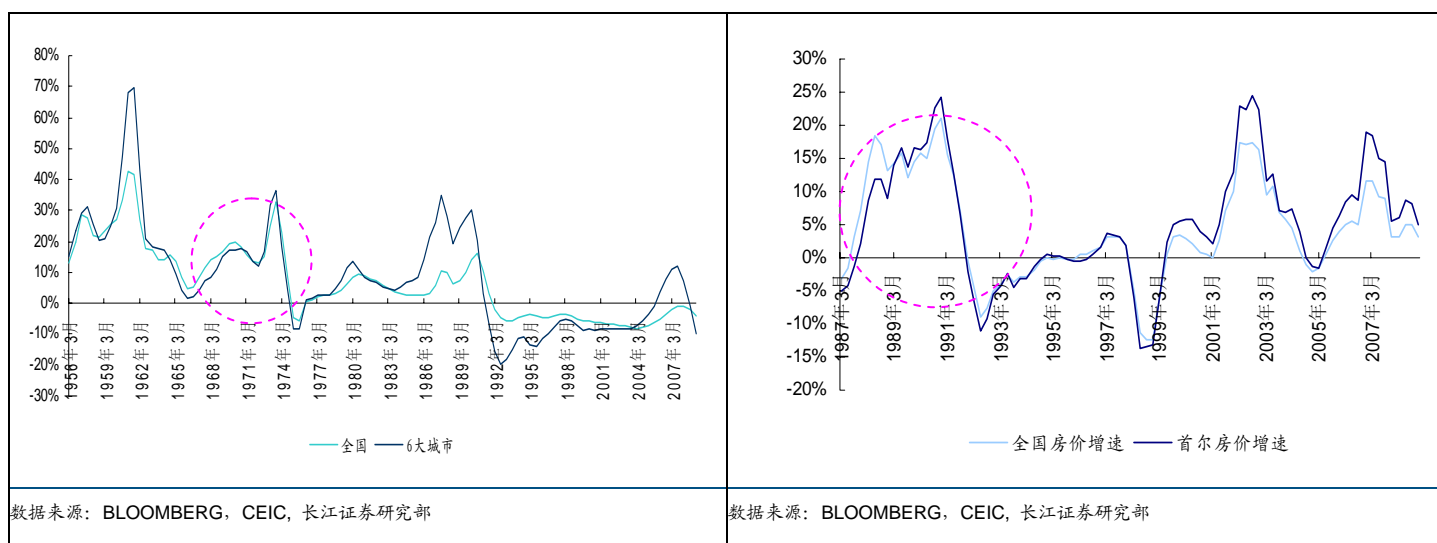
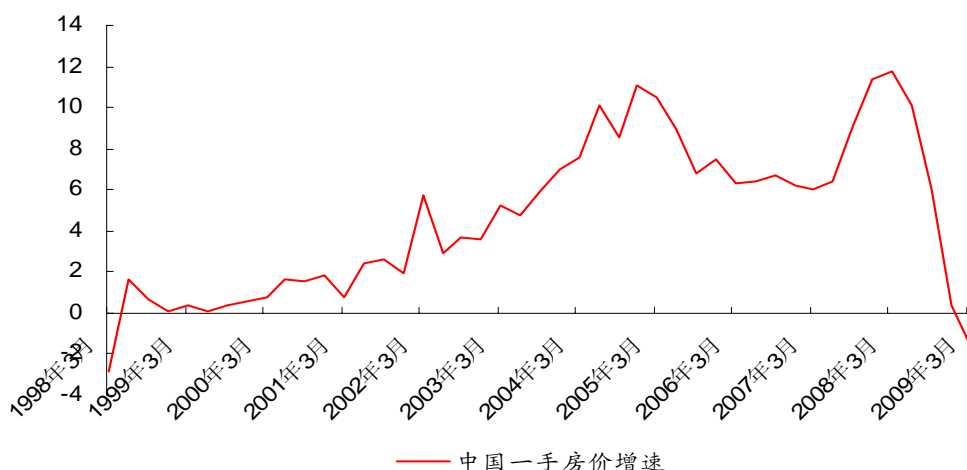


图 12：中国一手房价增速



## 调整的非独立性

其次，这种发展有明显的非独立性，往往伴随着股市等其他资产价格增长与回落，如下图所示，日本土地价格从 66 年到 74 年初 8 年间上涨了 3 倍，而东京证交所指数从 66 年到 73 年初上涨了 4 倍。韩国全国房价指数从 86 年初到 91 年 7 月上涨 80%，而 KOSPI 指数则从 86 年初到 89 年 5 月上涨了 6 倍；中国的住宅价格指数从 2005 年 7 月到 2008 年 10 月涨幅达 30%；而上证综指从 05 年 7 月到 07 年 10 月上涨了 6 倍。中日韩三国房地产价格的回落都共同滞后于股指的回落，日本滞后 1 年半，而韩国更是滞后两年多，中国滞后 1 年。这种滞后性来源于资产的特性，房地产供需结构和人们预期的改变速度要远慢于股票，这里就不再详细展开。另一方面也是财富效应具有滞后性，股市和楼市带来的财富效应难以在短期内改变人们的消费水平。

图 13：日本地价指数和东京证券交易所指数

图 14：韩国全国房价均价指数和 KOSPI 股指

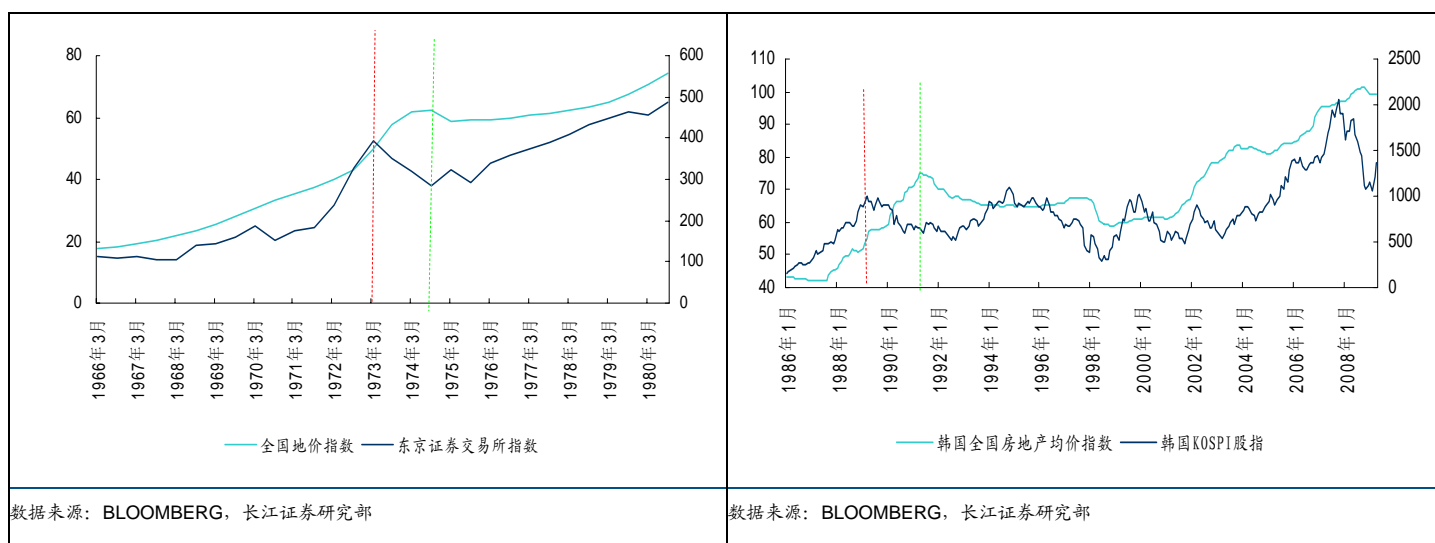
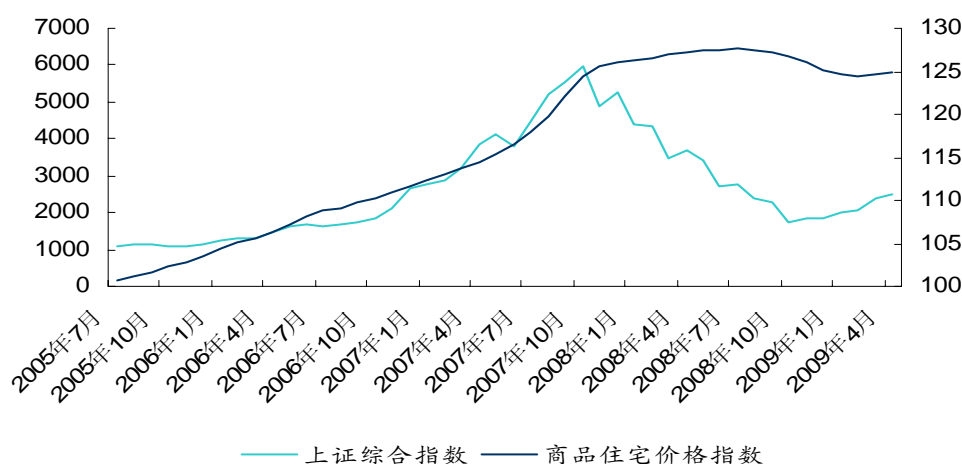


图 15：中国住宅房价指数和上证综合指数

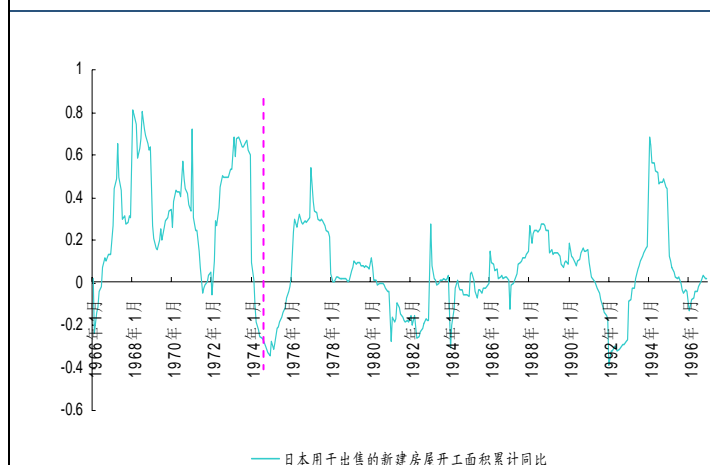


## 新开工面积反弹的必然性和反复性

再者，日韩在经历了新开工面积增速大幅回落之后，都经历了新开工面积累计同比增速的大幅反弹，日本新开工面积的增速在 74 年 12 月达到谷底后，随后在 75 年的下降中持续收窄，并从 76 年开始大幅反弹，但是从 77 年开始又出现持续多年的低增长和负增长。韩国在 91 年 12 月增速将到谷底后，在 92 年前 3 个月大幅反弹，但是 92 年下半年又出现继续的回落，并且类同日本，从此，新开工面积的增速处于低增长和负增长，**这表明，在这样的一个发展阶段，房地产的高速增长期已经结束，之后的日韩并没有选择依靠房地产来拉动经济。那么，中国的房地产发展的高速增长期是否已经结束？**后面我们将谈到，当前的中国和日韩巨大的差异之一是我们城市化的进程远未结束，再加上前面谈到我们的大众消费时代远未到来，**中国房地产发展的区域性差异巨大，未来还会出现高增长时期，但在接下来的过渡时期，中国更可能经历的是新开工面积增速的反复性。**我们判断，中国在随后的几个月新开工面积增速降幅将收窄，随着去库存化的深入、信贷资金的充裕和开工门槛的降低、新的土地供应的加

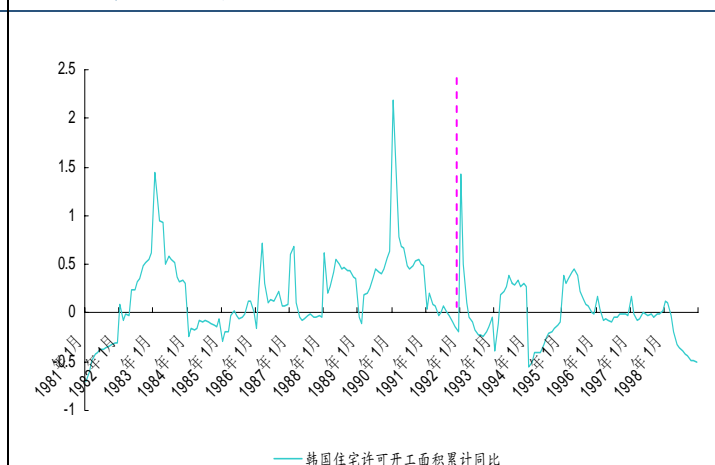
速，房地产投资回暖将成为必然，自然新开工面积的反弹也是水到渠成的。但是，这样的反弹能持续多久，我们将在后面讨论。同时后续的反复也是不可避免的，这样的反复主要是取决于销量的反复。在反弹房价创新高后，随着销量回落，开发商将再次面对库存的压力，从而主动收缩新开工面积。

图 16：日本用于出售的新建住房开工面积累计同比



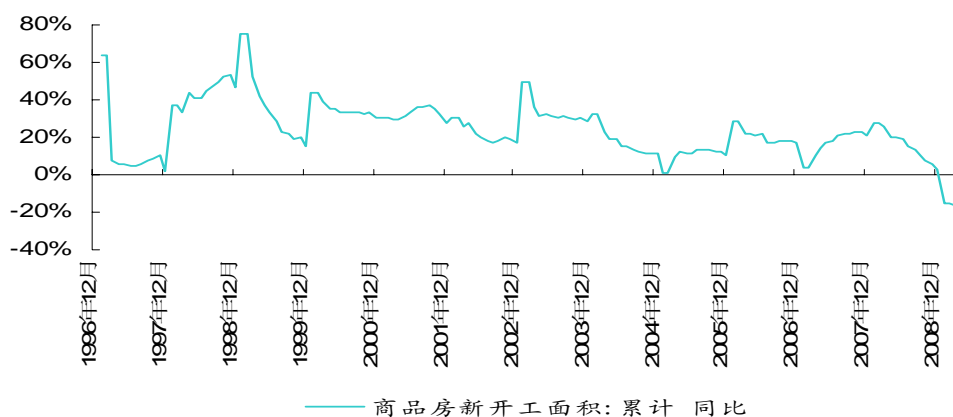
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 17：韩国住宅许可开工面积累计同比



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 18：中国商品住宅新开工面积增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

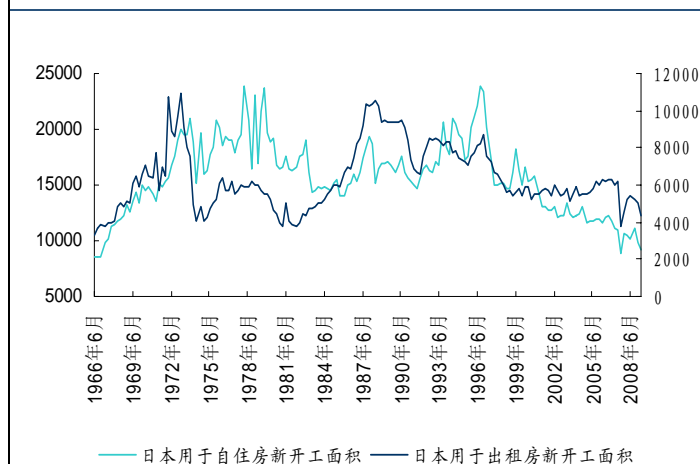
## 互为支撑的刚性需求与投资性需求

从日本的自住房和出租房的新开工面积来看，用于出租房的新开工面积变动幅度要大于自住房，出租房是为了获取租金，可以看作是投资性质的建房，在市场调整的时期，反应比自住房更敏感，出租房新开工面积的变动是市场冷暖的体温计。我们更感兴趣的是，日本在 73 年的时候，出租房的建设为何有那么大的降幅，这次降幅要大过 91 年日本房地产泡沫破裂后的降幅。显然，租房的需求不可能突然出现下降，只能是投资者的预期发生了变化，即很可能由于经济衰退导致未来房价的不确定，而引起投资者预期发生改变。在整个 70 年代，日本的自住房建设维持在一个高位波动的状态，尤其是 75 年到 78 年初持续增长，自住需

求的持续稳定是日本市场当年房地产价格相对强势的重要原因。日本的数据告诉我们一个更重要的事实：出租房，也就是投资性的住房建设在市场的后续回升幅度非常有限，当时日本同样面临通胀的压力，但是，今天的中国不同于日本的是我们的流动性不是收紧而是极度的放松。这将直接导致中国在此轮反弹中与日本的差异，我们的投资性需求很可能要有一个大幅的反弹。而这样的反弹会不会带给我们一个更大的泡沫，这是我们认为存在的一个变数。

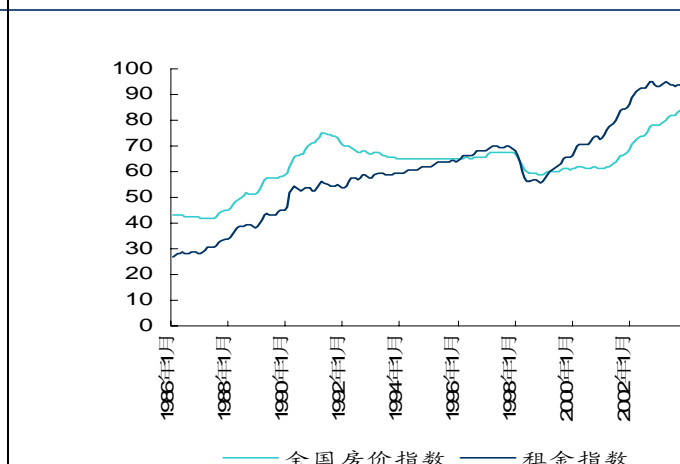
从韩国的房价和租金指数来看，租金的上涨幅度要远大于房价的上涨幅度，即使在韩国房价回落期间，租金仍然保持了上涨的态势，一般来说，租房者是房地产的重要刚性需求者，这也是韩国的房价未能大幅回落的有力支撑。而中国目前的情况是，租金上涨的幅度要小于房价上涨的幅度，租金收益不支持房价。也就是说，房地产投资的目的是为了租金，主要是为了房价本身的增长，而这种增长从租金的角度来看，是没有实质支撑的。那么，在此轮反弹中，中国与日韩的差异将非常明显了，一方面，我们的投资性需求很可能会大幅反弹，另一方面，从租金的角度看，这样的反弹愈发没有支撑。投资性需求是要建立在刚性需求的基础上，以拉动房价上涨为目的房地产投资性需求的大量释放，势必再次推高房价，这样的结果只会再次削弱有效的刚性需求，背离自己的基础越远，未来的回调压力越大。

图 19: 日本用于自住和出租的新房开工面积



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究

图 20: 韩国全国平均房价指数和租金指数



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 长期因素

从长期来看，我们关心的是中国工业化的进程，工业化的发展是一个生产效率不断提高，产业结构不断升级的过程，内在的要求城市化的提升，同时，工业化的发展，将改变中国的进出口结构和规模，自然也会改变人民币的汇率。我们认为，在这一过程中，影响房地产需求和价值的主要是城市化(含人口红利)和人民币汇率。无论是城市化外延式扩张还是内涵式提升，和当时的日韩相比，中国都有巨大提升空间，房地产的发展是城市化的集中体现和必然要求，对于当代中国，城市化不仅是工业化的内在要求，也是保增长，促稳定的政治韬略。大国发展历史经验表明，人民币如果要走向国际化，成为区域主导货币，未来的升值空间是巨大的，人民币的升值，将会提升中国房地产的价值和需求。

## 人民币长期升值的必然性

### 日韩汇率与房价的演变

日元在 71 年 1 月开始到 73 年 7 月升值了 35%，地价指数上升了 70%。而之后的 74，75 年，房价回调时，日元小幅贬值 10%，而在之后的 76 年开始到 78 年日元又升值 60%，地价指数上涨了 10%。韩元在 85 年 10 月到 89 年 6 月升值 25%，而之后的两年，韩国房价也出现了快速的上升。**日元和韩元在房地产回落期间的表现类似，韩元也选择小幅贬值**，从 730 降到 800，降幅为 10%。我们不能简单将日韩房价的上涨归因于日元和韩元的升值，事实上日元在 91 年大幅升值期间正是日本房价大幅回落阶段，但是，韩元从 95 到 98 年间大幅贬值 100%，期间韩国房价也是持续下滑，而从 99 年开始到 07 年底韩元升值达 80%，韩国房价涨幅也近 80%。

日本在 70 年开始，韩国从 80 年代开始都走向了制造业大国，同时出口占比在不断攀升，这些实体经济力量的改变，是日韩元升值的根本动力。一国货币的升值，必然会增加该国货币的需求，无论是贸易信贷的需求，还是投资需求，这种需求往往会转化为对这个国家货币计价和结算的资产的需求，房地产无疑是其中最重要的选择。而 90 年代日元升值的步伐没有阻止日本房价的下跌，一者是日本房价资产泡沫程度过大，二者，更重要的原因是日本当年的实际住房需求增长已经是尾声。如果 90 年代，日元选择小幅贬值，日本的房价会不会下降的幅度更大一些？

伴随着日元和韩元的升值，从 71 年到 72 年的日本，从 88 年到 90 年的韩国，外汇储备都出现了高速增长，经常项目余额在随后都大幅回落，这主要是由于净出口的持续为负增长所致。期间，日韩对美出口依赖度都出现了快速下滑，日本对美出口占比由 72 年的 34% 下降到 75 年的 18%；韩国对美出口占比从 90 年的 30% 下降到 93 年的 22%。**观察两个时期的美国经济，实际 GDP 增速都出现了快速的下滑，而通胀水平在这两个区间处于相对历史高点**，显然当时日韩出口的减慢既有汇率升值的因素，也有美国需求减弱的因素。而从韩国房价回落的 91 年 2 季度开始，从日本房价在 75 年小幅回调开始，**美国实际 GDP 都出现了快速的回升**。日韩在房价回落后的差异之一是韩国对美出口依赖度在迅速的下降，从 90 年的 30% 下降到 97 年的 15%；而日本在这期间从 18% 上升到 78 年的 25% 左右。外需的回升对于在日本经济在房价回落最显著的特征之一，这对于日本国民收入的稳定，从而房价的稳定的作用应该是巨大的。

图 21: 日元汇率

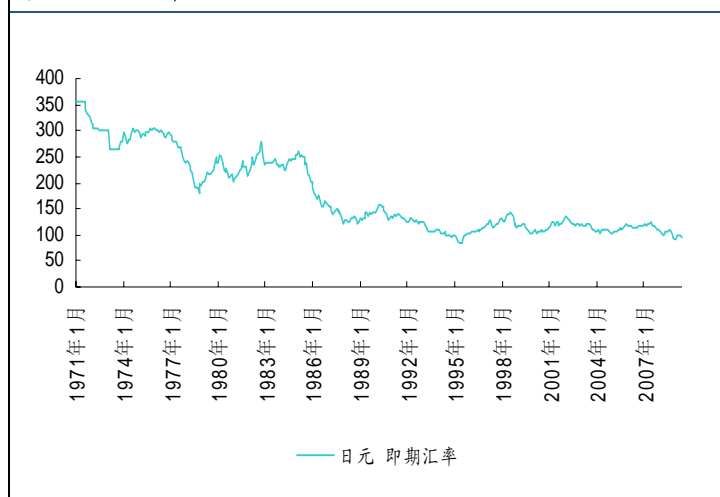
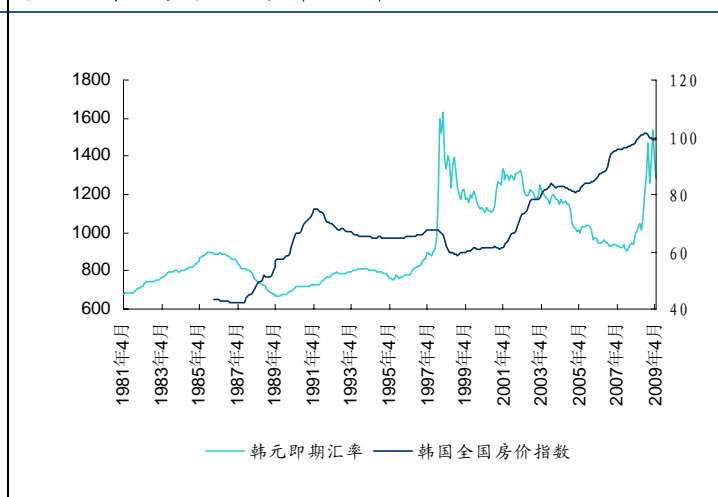
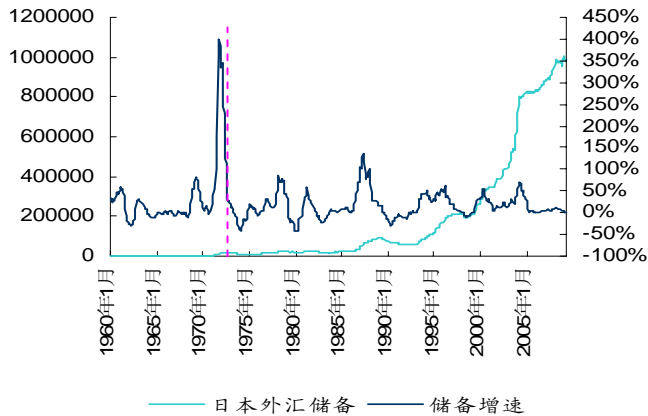


图 22: 韩国房价指数和韩元汇率

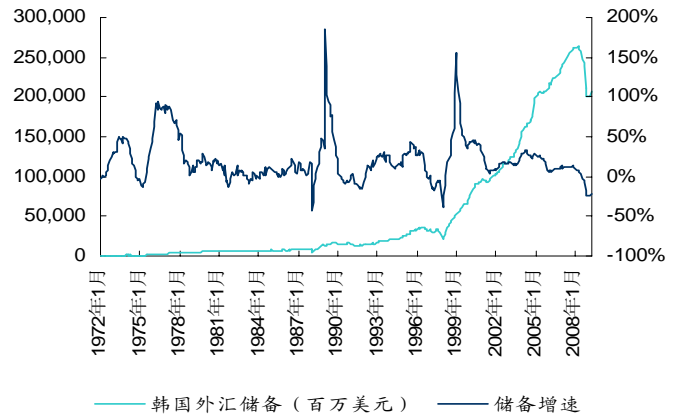


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

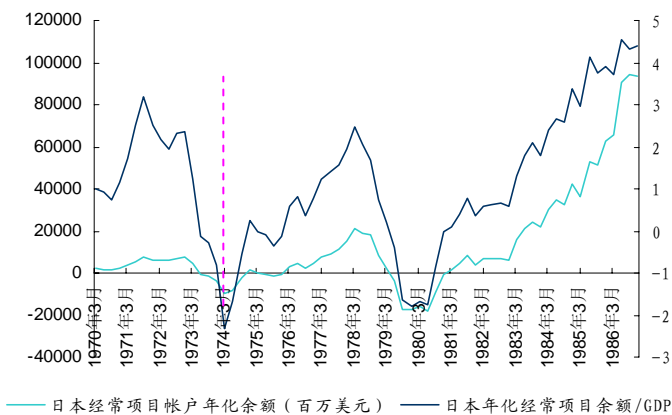
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 23: 日本外汇储备和增速**


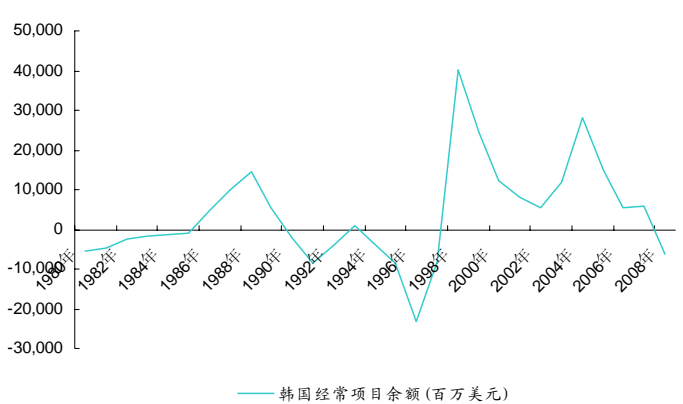
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 24: 韩国外汇储备和增速**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

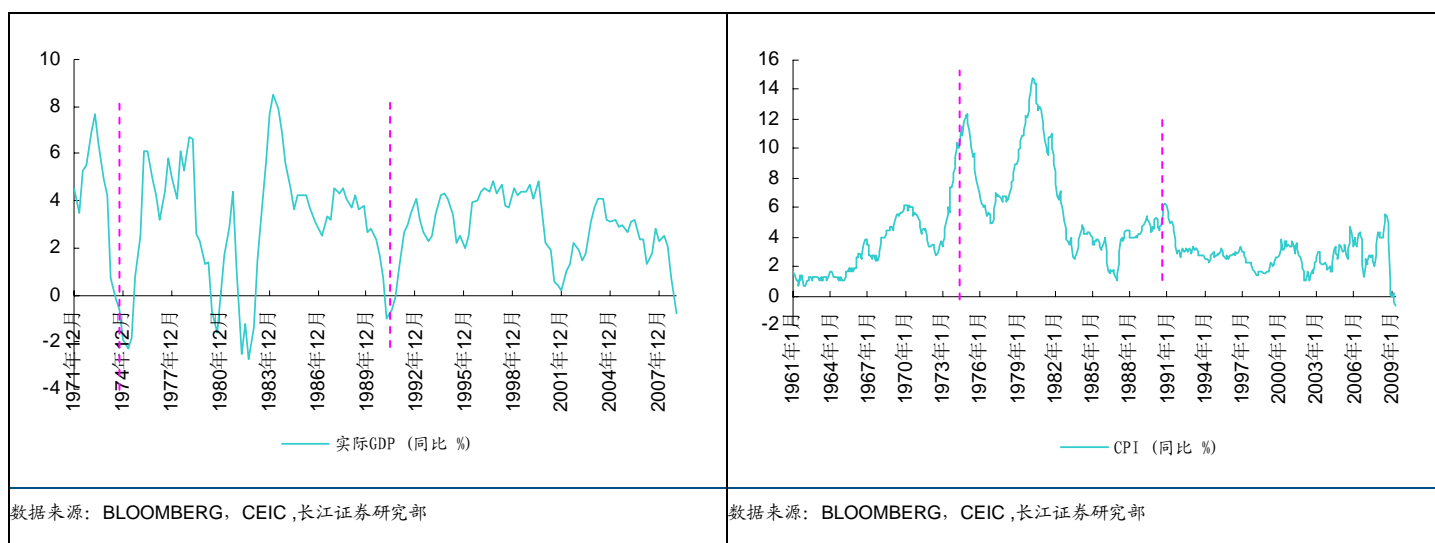
**图 25: 日本经常项目余额**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 26: 韩国经常项目余额**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 27: 美国实际 GDP 增速**
**图 28: 美国的 CPI**



## 发展中大国的汇率选择和升值压力

工业化进程是一个由非均衡向均衡发展的进程,相应的,汇率的形成也是由非均衡的汇率逐渐转变为均衡汇率。在整个工业化的进程中,尤其是对于大国的工业化,在不同的发展阶段汇率政策的选择要服务于经济发展的需要,发展中的大国必需要有自己的独立的有效的货币政策和最终贷款人的央行。这样,无论是硬盯住的汇率制度还是自由浮动的汇率制度都不是最优的选择,而是选择中间汇率制度,类似于当前的中国,选择以盯住美元为主的可以有一定浮动的汇率制度。发展中的大国的汇率制度安排,更多的是要考虑汇率制度、国际资本流动和货币政策独立性三者间的平衡。

根据“巴拉萨-萨缪尔森效应”(Balassa-Samuelson effect),一个快速增长的发展中国家,其实际汇率应该不断上升。(“巴拉萨——萨缪尔森效应”的理论内核可以概括为:如果一价定律成立于两国的贸易品部门、工资跨部门均等化成立于本国的贸易品和非贸易品部门,则两国间两部门相对劳动生产率的偏差会引致两国非贸易品相对价格出现偏差,进而导致均衡汇率的变化)。对于中国这样处于工业化中期出口导向型国家来说,经济增长很大一部分是由于出口增加而推动的,中国不仅有占 GDP10%的经常项目余额,同时有巨大的 FDI,同时面对这两种情况,自 2005 年 7 月份人民币小幅升值以来,中国一直面临着更大的人民币升值压力。同时,在工业化中期的新兴市场国家经常会表现出很高的穿透效应,即贬值易导致通货膨胀,这是由外贸顺差的维持所带来的对国内商品和服务需求的增加,从而国内价格水平的上涨。

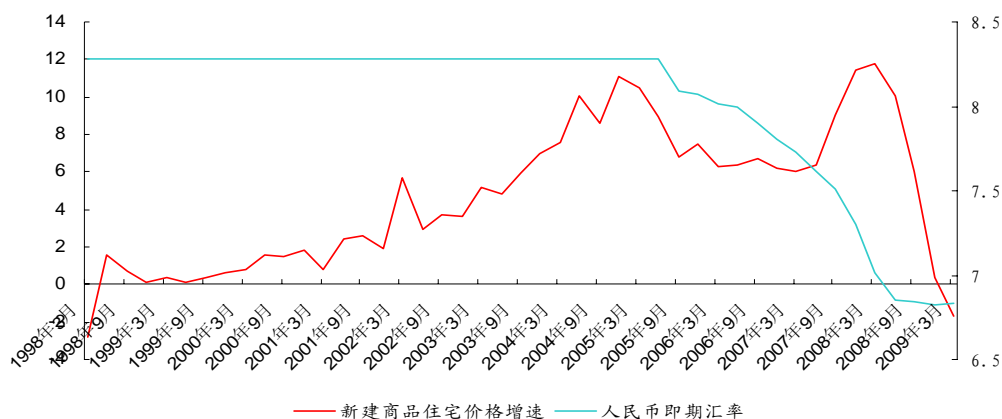
中国对美出口依赖度由最高时的 23%降到目前 18%,外汇储备增速在经过 02 年来高速增长后出现了快速下降的趋势,当前的美国经济像当年日韩所面对的,经济出现负增长, CPI 持续下降。虽然,今天美国所面对的外部环境更像 75 年的情况,当时美国经济在通胀的下降中实际 GDP 得到了快速的回升,并在 77 年再次步入通胀的通道,但是今天的美国和 75 年的美国不同的是,宽松的货币政策和积极的财政政策可以带来恢复经济的信心,但经济的增长却无法迅速的恢复,可能要面对的是滞胀。结合当前的大宗商品走势,我们担心的就是:今天,我们所面对的美国和日韩当年所面对的美国是不可同日而语的,不仅仅经济增长无望,美国的通胀还将带来美元继续贬值,我们判断美国 CPI 的反弹基本已经成为必然,这既是经济内在运行的必然,更有大宗商品价格上涨的助推。日本地价在 75 年后并没有像 90 年代韩国持续回落,这和日元的相对走强是有关系的。这点可以从日本 80 年代高速增长的经

常项目盈余和日元的大幅升值中可以得到借证。如果人民币相对于美元继续走强，势必会增加人民币资产的吸引力，同时降低中国的出口优势。根据 IMF 公布的人民币实际购买力水平，人民币还有近一倍的升值潜力。

在人民币升值问题上，最有借鉴意义的是日元和德国马克，随着日本和德国经济的崛起，日元和马克不断走向国际化，成为国际储备货币的一种。在日元和马克走向国际化的过程中，整体来看，都是一个不断升值的过程。如果贬值，别的国家就可能会放弃其作为储备货币，类似于今天美元贬值所带来的困境。人民币现在周边国家的贸易往来中，已经成为重要的计价和结算货币，并努力成为亚太地区的领导性货币，中国政府最近一系列的动作，包括签署货币互换协议，建立人民币结算试点，以及超主权货币设想的提出，都表明人民币国际化的理想和决心。这一切都需要人民币的稳定，人民币贬值的可能性相对于升值的预期来看小的多。人民币的升值，虽然，从短期来看，对一部分出口制造业带来不利的影响，因为企业的产品毛利本身就很低，所以升值可能直接就会让他们破产。从另一方面来看，人民币的升值有利于进口产品降低成本，这对于我们这样大量进口石油，铁矿石等原材料的国家来说，降低成本就意味着降低通胀的威胁。总体判断，随着大宗商品的再次走强，通胀压力的加大，未来人民币继续升值的可能性要大很多，房地产在人民币的升值过程中将会是最重要的人民币投资资产之一，这是中国房地产未来长期强势的重要原因之一。

而就短期来看，人民币的汇率需在通胀压力和外需疲软之间做出权衡。扩张性的货币政策将会使人民币趋于贬值，而扩张性的财政政策将会使人民币趋于升值，但是短期来看，低利率的现状还要持续下去，所以扩张性的货币政策应该占有主导地位，也就是说短期内，贬值的可能性在加大。考虑到上述的人民币稳定性的需要，以及国外资本对人民币长期升值的觊觎从而外汇占款的不断创新高，这种贬值的幅度会很小。而短期的贬值，在我们看来，只会使长期升值的预期变得更强烈，从而人民币资产更有吸引力。最后我们想强调，对于短期汇率的判断，由于影响因素众多，很难得出一个确定性的结论。

**图 29：人民币汇率与住宅价格增速**



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 30：中国外汇储备和增速**

**图 31：中国经常项目余额及与 GDP 占比**

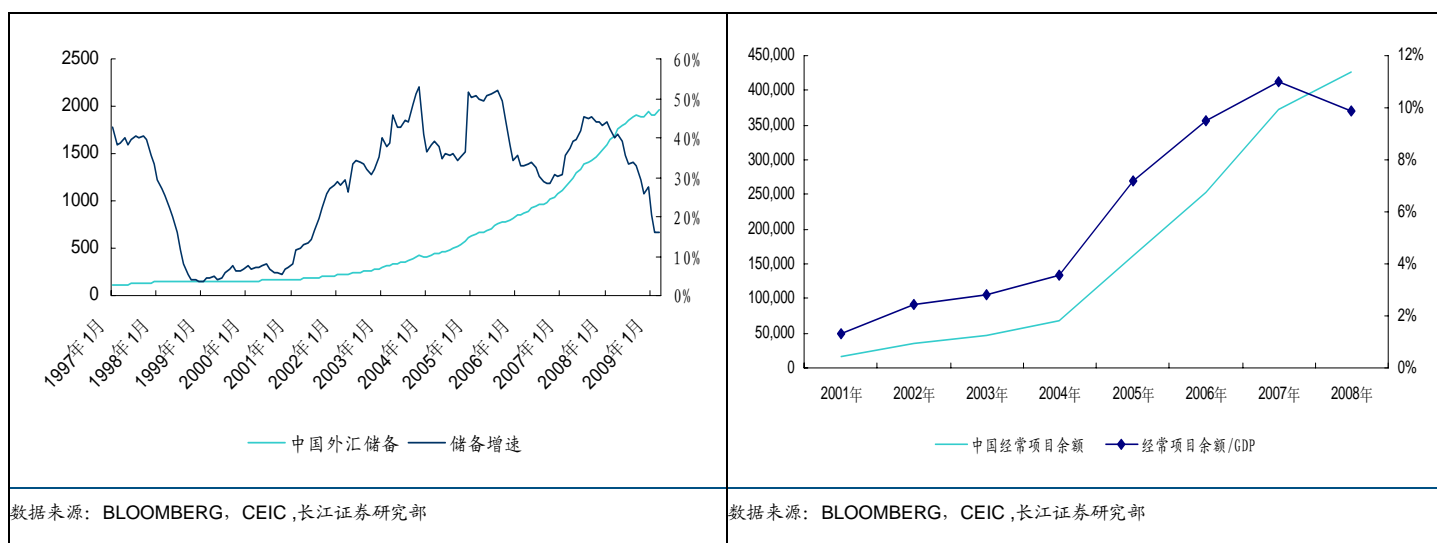


图 32: 中日韩对美出口依赖度

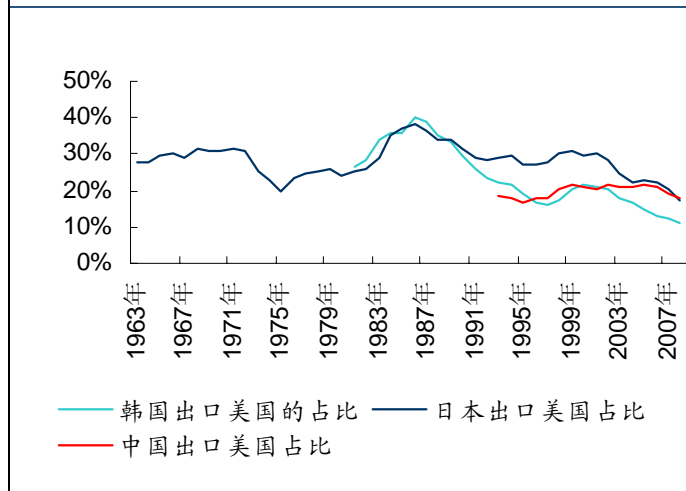


图 33: 中日韩对美进口依赖度

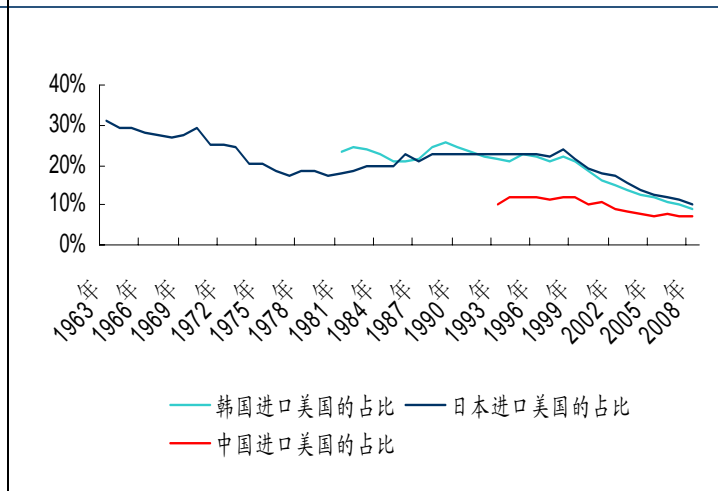


图 34: 中日韩利用 FDI/GDP

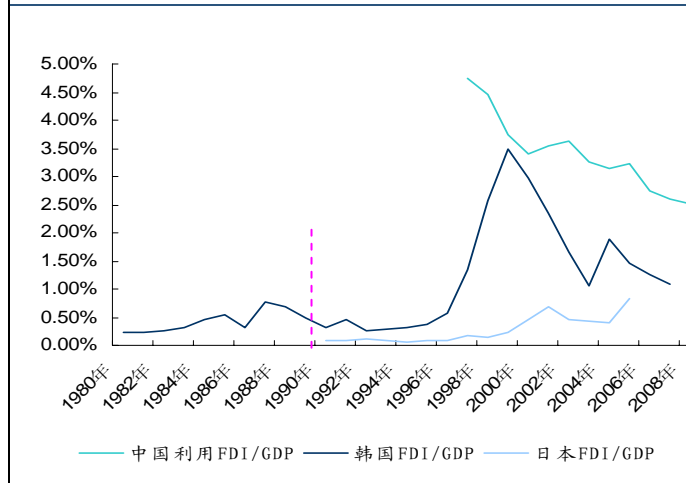
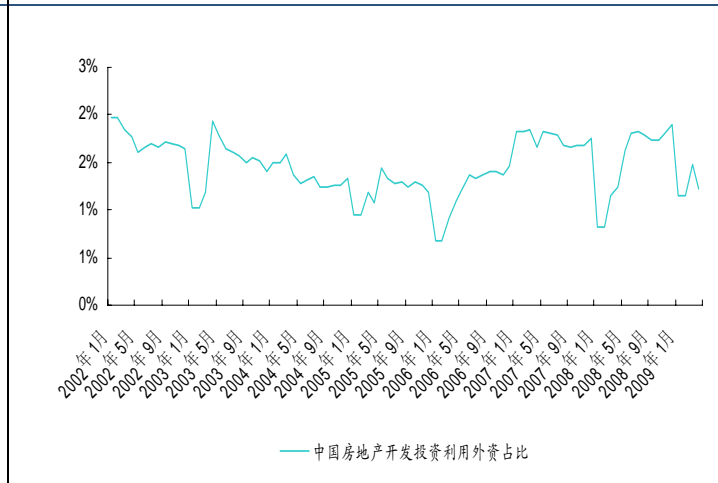


图 35: 中国房地产开发投资利用外资占比



数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 城市化进程

毫无疑问,城市化进程带给房地产的是根本性的推动和提升的动力,如果没有城市,如果没有城市的升级换代,也就没有人口的集中,产业集群的集中,无论是住宅还是商业地产,都将由于需求的有限和流动性的缺乏而导致其作为资产属性的减弱,从而投资需求的减弱。中国正在经历着,并将在未来 20 年继续着人类有史以来最大的工业化以及伴随的城市化。工业化和城市化是一对孪生姐妹,工业化内在的要求城市化的发展,中国要想提升生产效率,要想突破目前工业化的发展瓶颈,城市化将是我们的必由之路,同时,城市化也是我们当前保持经济增长速度,稳定大局的政治韬略。

### 房价是城市化进程的调节器

房价过高将成为城市化进程的阻碍。过高的房价,将会提高居民的生活成本和企业的经营成本。过高的房价,必然会引起租金的上涨,尽管中国租金的增速要远慢于房价的增速。而租金的上涨,势必要引起员工工资的上升,这对于那些工资较低的制造业企业来说,尤其敏感,这只是其一, 其二是过高的房价,对于那些准备买房落户的骨干员工来说,势必会要求提高工资待遇,以期尽快实现买房的梦想;三者,企业自身所需要的工厂用地或办公楼的租金也会上涨,同样增加企业的成本费用。上海和深圳平均工资水平高的重要原因就是由于住房成本的迅速上升。当租金或月供引起的生活成本增速达到一定程度后,必然会引起劳资矛盾,从而阻碍产业的发展,减缓城市化进程。

目前中国的城市人口占比为 45%; 75 年日本非农就业人口占比已达到 87%, 91 年的韩国非农家庭占比达 84%。当时的日韩已经基本完成了城市化的历程,这是目前中国与当时日韩的最大差异之一。这里面有个问题,城市化的完成,是不是意味着住房需求的减弱?可能恰恰相反,人们的需求欲是无尽的,有尽的只是有能力购买的需求。这种需求来自三方面,一是新的年轻人成长起来后带来的刚性需求,二是中老年人改善性需求,三是富裕阶层的投资置业需求。这也是日韩房地产后来还能再次掀起发展高潮的原因。处于中国这个阶段的城市化,这 3 种需求都是巨大的,这也是中国房地产市场最有力的支撑之一。

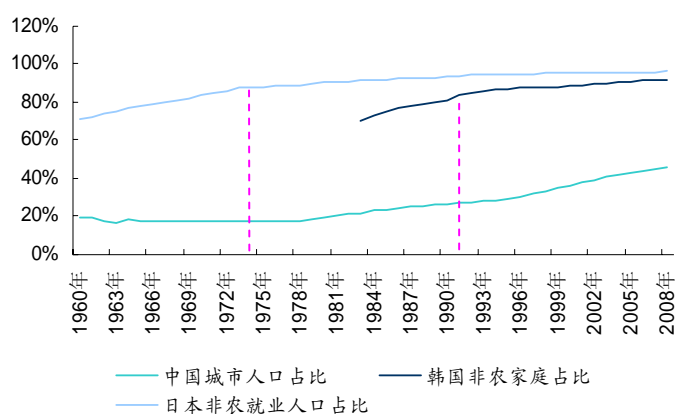
在这两个时期的日韩,城市人口增速差异和共同点都是明显的(这里的城市人口指的是一个城市的总人口,包括农业人口)。日本的城市人口增长只有 1%左右的低水平,尤其是东京更是出现了负增长,这很可能与其高昂的房价有关,生活压力太大,导致人口和企业的搬迁;而韩国的城市人口增速基本都在 2%以上。共同点是,这个时期日韩城市人口增长出现明显的分化,首尔地区人口增速在 91 年前还保持正的 1-2%的增长,91 年地产价格回落后,首尔的人口基本上是小幅的负增长,而其他的一些小型城市却在 91 年前后都保持了正的 2-4%的高增长;东京也在 77 年到 81 年出现人口的同比负增长,而同期其他中小城市出现 0.5%—1%的增长。这种人口的增长分化,房地产价格分化应该是功不可没。我们看到那个时期的首尔和东京的人口已经达到了最高水平,之后基本停止增长,首尔甚至负增长。房价的高增长必然会,如前面分析,阻止其他地方的人口流入和剔除一部分已进入人口,房价实际上被动地起了一个城市人口规模的调节器。有人担心上海和北京的城市人口会继续大幅的增长去,从首尔和东京的经验来看,这种可能性是几乎没有的,除非房价不在增长。那么写到这里,我们的意思就很明显了:未来上海和北京这样的大城市房价必然是要涨的,这是城市合理发展的内在需要,我们担心的不是房价上涨,而是以怎样的方式上涨,只有过快的上涨才

会影响到我们大多数人的生活质量和企业的成本。在这样一个特殊的城市化阶段，尽管中国城市人口整体增速近年持续下降，但是仍然保持了2%以上的增速，这是中国作为一个高速增长的后发工业化国家的禀赋性优势。

1970~2000年间，韩国的总人口增长了1500万，但农村人口却下降了1000万，农业就业人口从占全国劳动力总数的50%降至8.5%。韩国没有城乡分离的户籍制度，大量年轻人自由地拥入城市后，农村出现了劳动力老龄化和后继无人的局面。韩国城市化发展有两个特点，一是发展速度快；二是大都市首尔基本上占了整个韩国人口的一半，人口聚集在韩国表现得尤为显著。这两个特点给韩国政策制定者提出了严峻的挑战。第一个挑战就是城市和农村人口的收入差距不断扩大；另外就是大都市区和小区域居民的收入差距不断扩大。

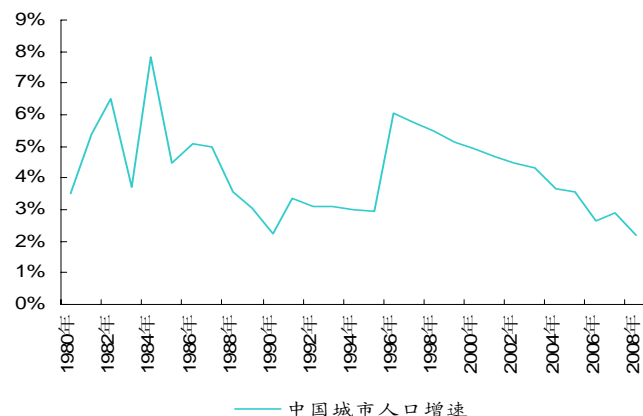
收入差距的扩大，贫富分化的加剧，同样是中国当前城市化进程中的突出问题，这是我们最担心的一个问题，这个问题将给未来的房地产发展带来的巨大的不确定性。

图 36：中日韩城市人口占比



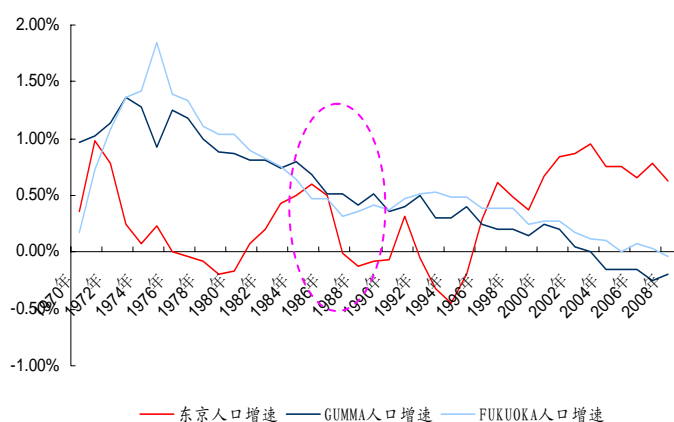
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 37：中国城市人口增速



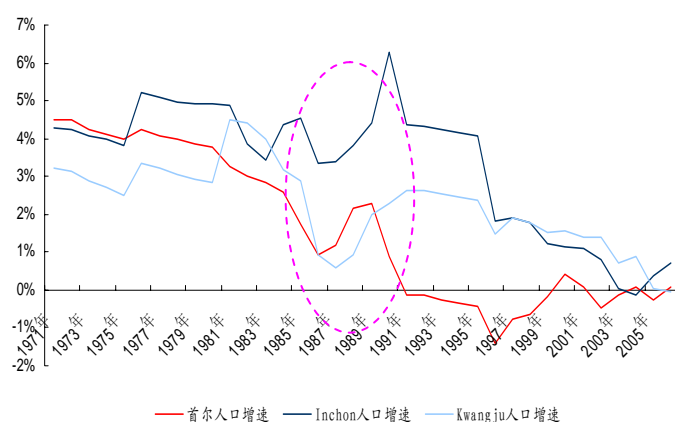
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 38：日本城市人口增速

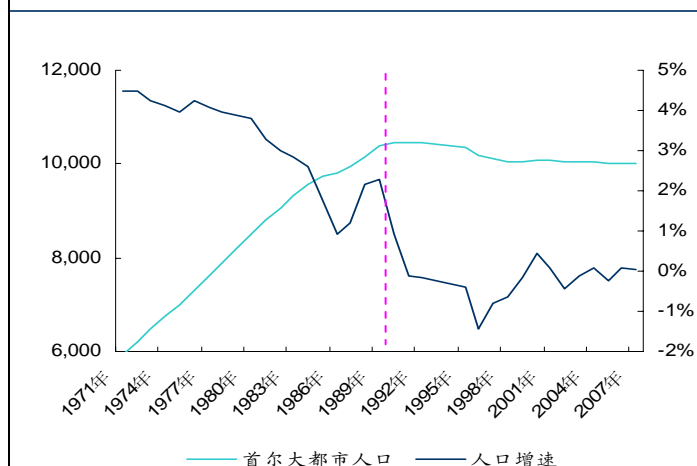


数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

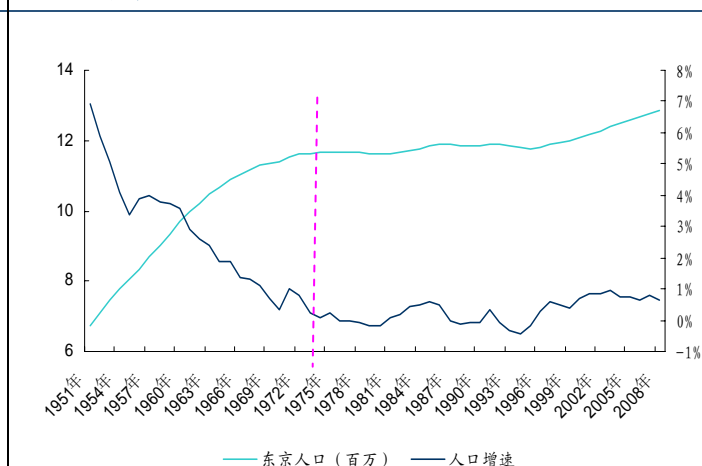
图 39：韩国城市人口增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 40: 首尔人口变化**


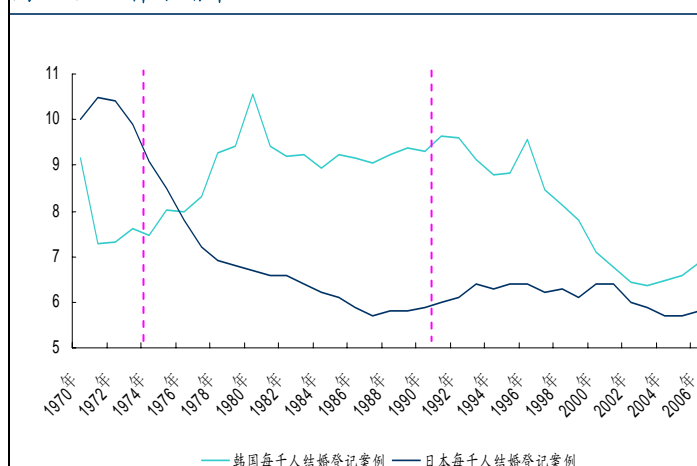
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 41: 东京人口变化**


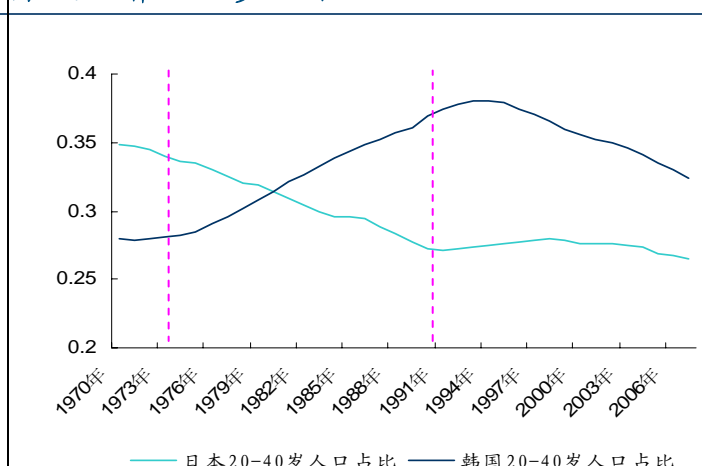
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 人口结构的年轻化

从人口年龄构成来看,韩国 20-40 岁人口占比在 91 年前后持续增加,91 年时就达到了 37%,是一个非常年轻的国家;75 年日本这个年龄段的人口占比为 33%,之后持续下降。而中国当前的占比已由 2000 年的 36% 下降到 30%,尽管没有当时日韩年轻,但是由于我们的人口基数远大于日韩,所以这个年龄段的人口绝对数量仍然庞大,超过 4 个亿。从日韩的结婚率来看,75 年的日本和 91 年前后韩国的结婚率处在相对的历史高位,都在千分之 9 左右,而 07 年中国的结婚率为千分之 15。20-40 岁这样的年龄段,是首次置业最集中的人口年龄,是房地产需求的最重要的来源和支撑。尤其是婚房作为刚性需求的重要组成部分,无论是购买,还是租赁,都是房地产市场的最有力的支撑之一。类同于日韩,人口结构的年轻化,将是房地产市场不会大跌的一个非常重要的因素。

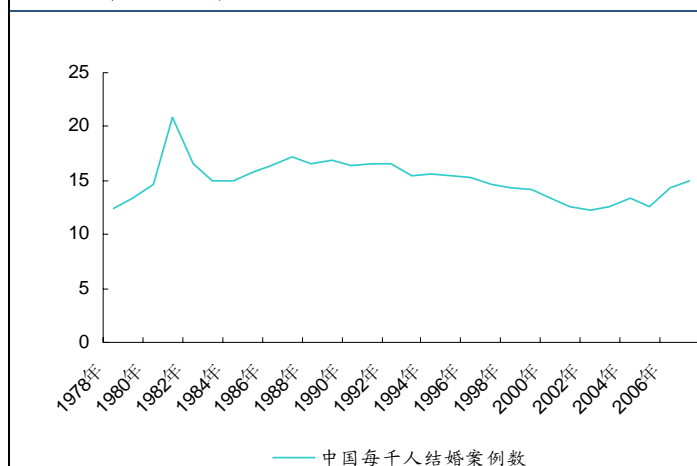
**图 42: 日韩结婚率**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 43: 日韩 20-40 岁人口占比**


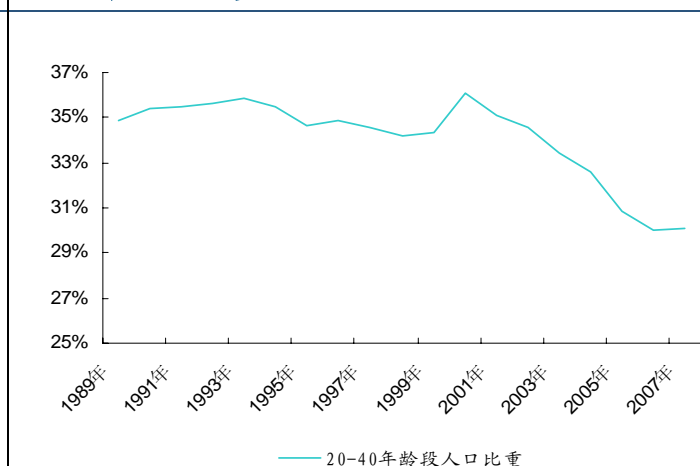
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 44: 中国结婚率



数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 45: 中国 20-40 岁人口占比



数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

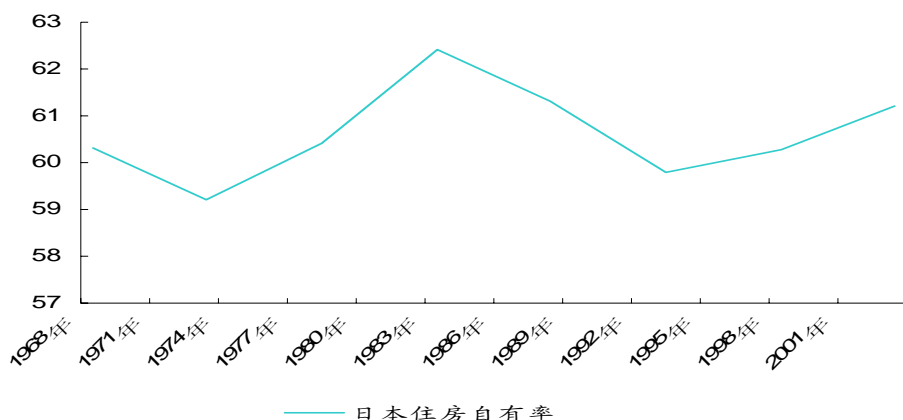
## 住房自有率的差异

这里要特别提到的一点是,日本的住房自有率一直保持在 60%左右,从 73 年的 59.2%上升 83 年最高点的 62.4%。这段时间自有率的提升是房价的重要支撑,随着 85 年后房价的飙升,自有率又回落到 60%。实际上,日本政府还在运用税收手段鼓励住宅建设。《住宅取得促进税制》中规定:利用住宅贷款自购、自建住宅的居民,在 5 年内可以从每年的所得税中扣除当年年底的住宅贷款余额的 1%。另外,日本政府对财产登记税、不动产所得税、城市建设税实行了减免,并且规定,住房资金中的赠款部分可以免交赠与税。

但是日本仍有将近 40%的家庭是租房居住,一者可能是由于租房的便利性和房源的实用性,便于工薪阶层的生活和工作。日本城市小套型住房有几大显著特点:一是多集中在轨道交通沿线,可有效保证居民上下班通勤便利;二是外观设计多充分考虑到了采光、隔热、保暖等诸多因素;三是室内结构比较人性化,设施比较完备,日常用品基本齐全,能够较好地满足工薪阶层的日常需要;二者是这些城市小套型住房多集中在城乡接合部,租金相对低廉,与房贷的月供相比更经济,基本符合工薪阶层的消费水平。因此,这样的小套型出租房可在一定程度上既满足工薪族的基本生活需求,又确保工薪家庭的基本生活质量。

中国人的传统观念更强调住房自有率,我们宁可在郊区买房,忍受上下班的劳顿之苦,也不愿就近租房。几乎每个年轻家庭都在为自己能有一套房子而努力奋斗。这样将导致我们未来的住房自有率要远高于日本。和日本的情况可能恰恰相反,通往郊区便利的轨道交通不是提升了大家租房的动力,而是帮助我们在郊区实现买房的梦想。这在中国已经是很平常的现象了,这样的观念差异,将为中国房地产的未来带来更强大的刚性需求和投资需求。

图 46: 日本住房自有率



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 短期因素

从短期来看，我们关注的是货币和财政政策以及房地产的现实基础和外部环境，宽松的货币政策以及由此带来的通胀预期是我们今天有别于当时日本的最主要的特点之一，而今天中国和日本最大的类似之一是，以高耗能重工业为主的产业结构发展到了一个历史的拐点，同样都面临着巨大的产能过剩，同样的对外原材料，尤其是石油，铁矿石，有色等大宗商品的依赖达到了一个历史性的高峰，相比当年的日本，中国更是有过之而无不及。相比 98 年，中国工业的发展对外依赖度已经发生了天翻地覆的变化，这是我们的现在最大的现实国情之一。尽管我们宽松的货币政策本意是刺激内需，拉动投资增速，尤其是房地产需求的释放和投资的恢复增长，但是，不幸的是，就我们目前的以投资拉动的增长模式，本身的痼疾在对外依赖增强的现实面前暴露无遗，输入性通胀如梦魇般将如期而至，我们想强调的是，货币政策也就是流动性只是表象，问题的根本是过往带给我们发展的模式，走到今天，已经强烈的受到国内外不仅是需求还有成本的制约，生产效率的边际递减效应已经非常的突出，也就是到了一个发展的瓶颈，必须要做出改变的时候了。现在我们就处在这样一个改变的过渡期，在这个过渡期，短期来看，如前面分析，中国对投资的依赖将会进一步增强，房地产投资只是他的一个重要组成部分。表面上，我们会看到，通胀逼迫货币政策的收紧，从而会让产业投资减速，经济增长再次放缓，实质上是经济内生增长机制本身痼疾的发作。如果中国短期内不能像日本那样迅速的转型，在接下来的过渡期，很可能看到的就是增长与通胀的反复博弈。

目前，房地产发展有两大现实基础，一者，如上述，我们面临着经济增长方式的转型，在这样的一个过渡时期，房地产承担着过渡性主导产业的作用，同样要面对增长与通胀的博弈。二者，从房价收入比的角度，以北京，上海，深圳为代表的部分城市的房地产已经存在严重的泡沫，更重要的是，在目前以大宗商品带动的成本压力下，居民的可支配收入的增速也将会放缓。**这是我们认为后续房地产会再次调整的现实基础。**

再次的调整包含价和量两个方面的调整，首先是成交量的回落，这是价格再创新高后，在我们后面谈到的制约因素开始显现时，有购买力的刚性需求的下降明显，成交量出现萎缩。投资性需求很快会感受到这些变化，从而迅速萎缩。在成交量的回落中，开发商的库存再次开始回升，新开工面积累计也再次达到一个新的高度，在压力面前，已经经历过 08 年的回落

之痛的开发商将会迅速的调整自己的价格策略，主动降价以促进成交量的回升。但是，正如我们前面的判断，在这样的发展阶段，再次调整中，类似于日本 90 年代那样，价格深幅回调的可能性很小，更大的可能是小幅回调（20%之内）。

在整个日韩房地产发展的过程中，政府主导的保障性住房供应和税收的倾斜都是一直持续的，只是韩国政府的力度更大。从 91 年韩国房价回落后，政府的住房供应力度来看，保障性住房供应如果能真正达到 30%以上的占比，这对市场的冲击将是巨大的，对于房价的平抑功能也会凸显，而无论是城市化进程稳定发展的需要，还是地方财政稳定发展的需要，在这样的一个过渡时期，政府参与房地产甚至直接大面积开发的力度将会加大，方式也将更趋合理，10 年后的保障性住房供应会怎么样，我们还不好断言，但是，在接下来几年的过渡时期，保障性住房，无论是廉租房，还是公建商品房（不一定是经济适用房）建设都将会加大力度，影响整个商品房市场，下一阶段，廉租房建设的规模能够完成国家 747 万套的规划就不错了，因为这部分土地供应对于地方政府来说，没有什么收入，而且还要占用财政收入。政府在过去多年的房地产发展中，总结的一个重要教训就是：如果只是等着开发商来买地开发，从中赚取土地出让收入，之后再收税，这样的经营方式在行情好的时候还可以，一旦出现调整，政府将非常的被动。而中国和日韩最大的不同是，中国政府是土地的唯一供给者，只要政府愿意，他随时就可以成为住房市场最大的供给者。我们认为，从日韩的经验来看，中国政府完全有能力，也有义务做出这样的积极转型，而且，关键是现实已经在逼迫政府做出这样的转型。经济的转型，必然要求政府职能的转型。这样的转型，将有利于房价的稳定，有利于城市化的顺利推进。从中长期来看，这样的转型，是提升社会保障能力的必然要求，但是短期内仍然存在一定的变数。

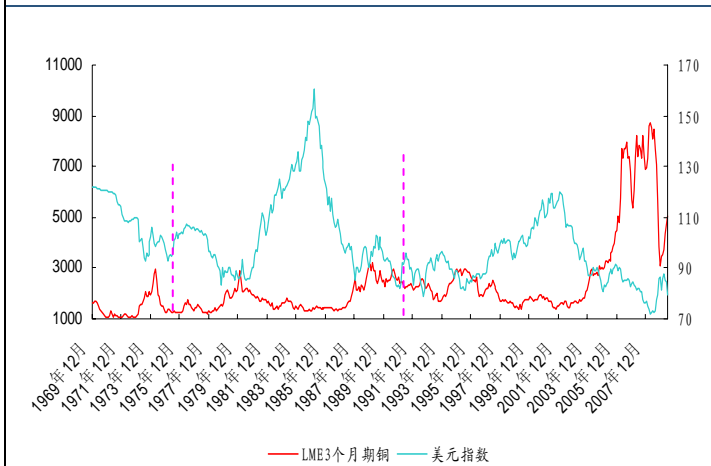
## 外部通胀来源—美元和大宗商品

从美元和大宗商品的走势来看，在这两个阶段共同的特征就是，弱势美元和以铜为代表的大宗商品暴涨暴跌的并存，这也是我们今天所面对的最大的外部背景。美元指数在 73 和 75 年间维持在 90 到 100 间，在这期间，LME 期铜价格上涨了 3 倍之后又迅速的回落，之后，在 76 年期间又有 30%的反弹，在 76 年美元有近 10%的升值。而当前的美元指数更是跌破 80 关口，3 个月期铜已反弹接近 70%。从 85 年到 88 年初美元大幅贬值了近 100%，同期 LME 期铜价格上涨了 1 倍。之后美元指数都在 80—100 间徘徊，这个区间是美元指数的一个历史性的低位区间。在这样的一个历史性的低位，大宗商品的价格再次出现快速的暴涨暴跌，从 87 年开始到 91 年，在整个韩国房价大幅上升的期间，期铜价格出现大幅波动，而在 91 年后韩国房价回落的几年里，期铜价格并没有出现大幅的波动。总体来看，70 年代的两期铜价格的暴涨暴跌和 80 年代的大幅波动，以及 07 年以来的暴涨暴跌，都是伴随着美元的低位徘徊。在美元大幅贬值的同时，日元和韩元的升值，都会增强日韩国国内以房地产为代表的资产吸引力。

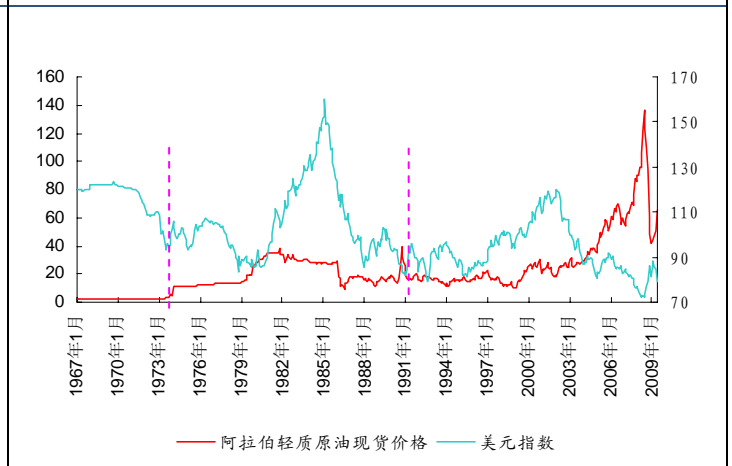
90 年左右韩国所面对的外部市场和现在最大的差异来自石油价格。由于海湾战争，石油价格在 90 年 6 月的 13 美元/桶上升到 90 年 9 月的 39 美元/桶，之后于 91 年 6 月回落到 17 美元/桶。其他时间段都维持在 15 美元左右，尽管石油价格上涨的时间段很短，但在那样的一个时间段，它会不会就是压倒韩国房价的最后一根稻草？

从大宗商品的表现来看，中国的房地产目前所面对的外部环境更类似于 75 年后日本的情况。石油从 70 年的 1.8 美元/桶上升到 74 年的 11.65 美元，涨幅超过 6 倍；而阿拉伯轻质原油从 04 年的 34 美元/桶，上升到 08 年 6 月的 135 美元/桶，涨幅达 4 倍。日本的原油进口量在 73 年达到的历史最高水平阶段，随后一直再没有增长，而今天，中国的原油进口量已经

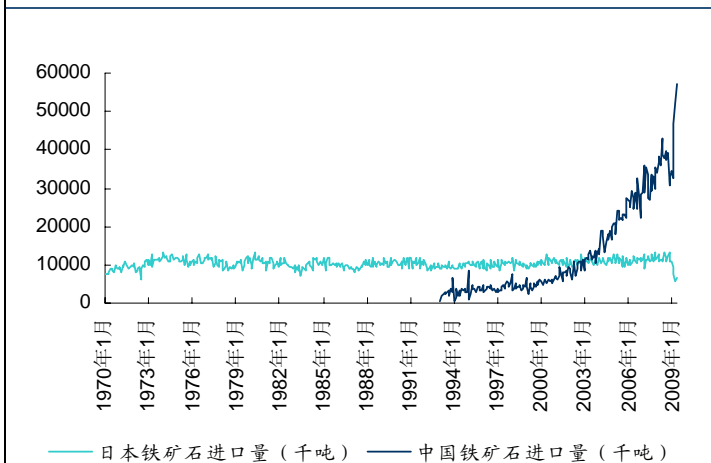
达到了日本当年的水平，所以石油价格的变动对我们影响也会是类似的。在油价的上涨中，我们同样面临输入性通胀的压力。另外，日本在 70 年后，铁矿石的进口量就没有再增加，而中国的铁矿石进口量持续的攀升，已经是日本进口量的将近 4-5 倍，这同样加大中国输入性通胀的压力。加上今天美元比当时更加弱势，从而增大了这种压力。从 05 年以来的人民币升值期间，既是中国的房价增速最快的一个时期，也是世界油价上涨最快的阶段，在 08 年 6 月开始，人民币升值停滞，这类似于 75 年的日元贬值 10%，因为那时日本还要面对比我们 08 年更严重的通胀。之后，房价增速回落，同时油价也开始回落。油价在 09 年 2 月份触底反弹，而此时的中国楼市经过 1 年多的调整迎来了“小阳春”，并如火如荼的展开燎原之势。显然，中国房地产的此轮周期和石油价格的走势几近吻合，这样的吻合，与中国经济对于石油的外来依赖是密切相关的。所以，至少在现阶段，我们都必须关注油价的走势，我们对经济的过渡期的预判，也是和对石油，有色金属的价格的二次探底密切相关的。

**图 47: 美元指数与 LME3 个月期铜价格**


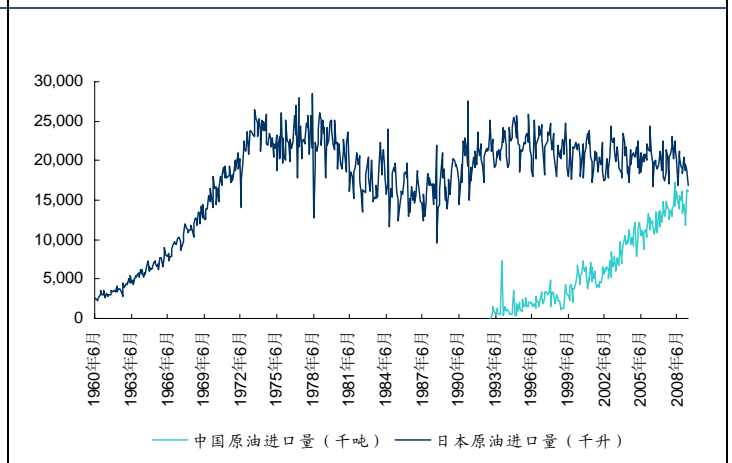
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 48: 美元指数与石油现货价格**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 49: 中日铁矿石月度进口量**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 50: 中日原油月度进口量**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

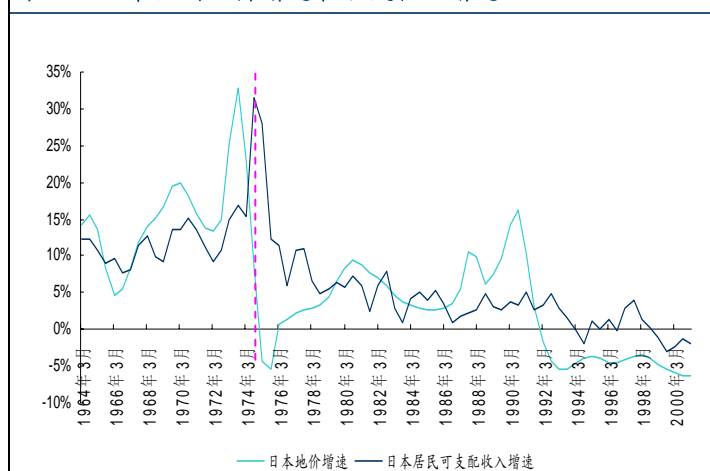
## 居民收入和储蓄的高增长回落—有效需求难撑房价的过快上涨

### 居民收入和储蓄高增长回落的意义

居民的收入水平是房地产购买力的决定性因素。居民收入的增速决定了人们的收入预期和消费的收入效应。收入水平具有刚性，增速的回落要滞后于经济增速的发展。日韩的经验表明：

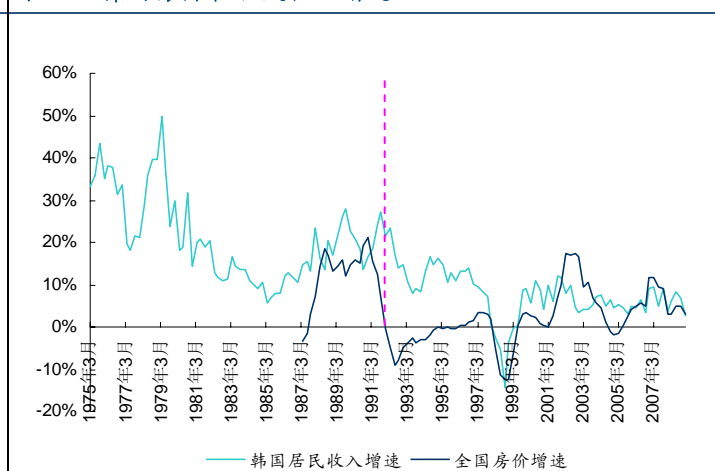
- 1、在整个房价高速上涨的阶段，都会伴随着居民收入水平的高速增长。
- 2、房价高点的来临，既房价回落的开始，也是收入增速的高点（接下来收入增长变慢，但不会很快出现负增长）；
- 3、日韩房价的上涨以及随后只是小幅回调的关键性原因是日韩居民的收入增速与房价的增速差距很小，尤其在房价回调时，尽管收入增速也出下降，但仍然保持了较高的增速。一个相反的例子是日本房价增速在 85 年到 91 年间保持在 20%-30% 间，而居民收入增速基本在 5% 以内，这是日本 90 代房地产泡沫的重要原因。

图 51：日本全国地价增速和居民收入增速



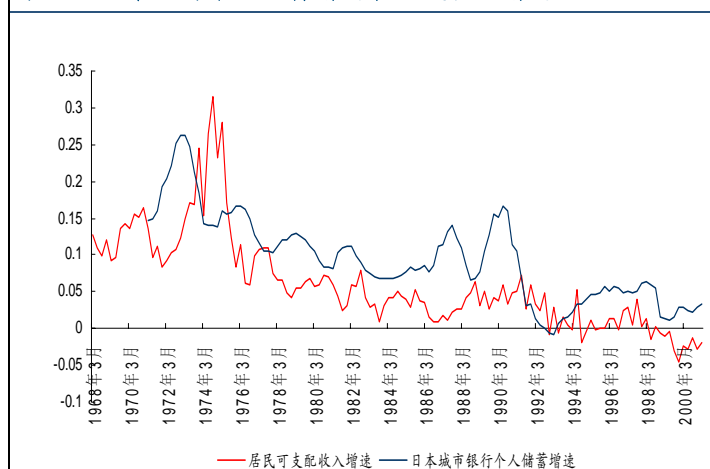
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 52：韩国房价和居民收入增速



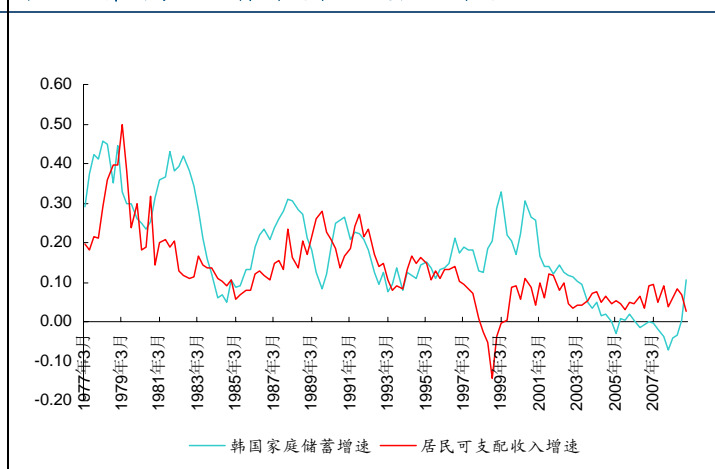
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 53：日本银行个人储蓄增速和居民收入增速

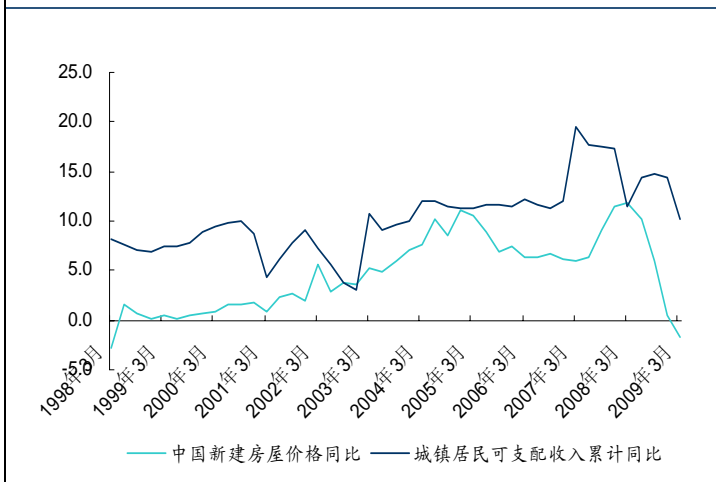


数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

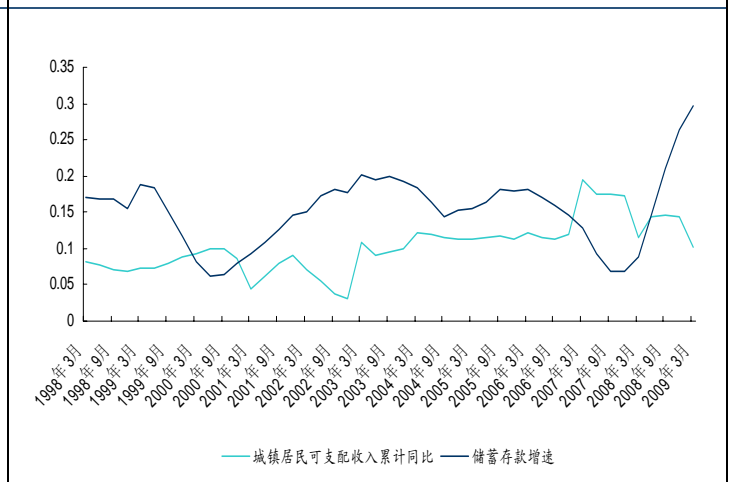
图 54：韩国家庭储蓄增速和居民收入增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 55：中国新建房屋价格和居民可支配收入增速比较**


数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 56：中国居民储蓄和可支配收入增速比较**


数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

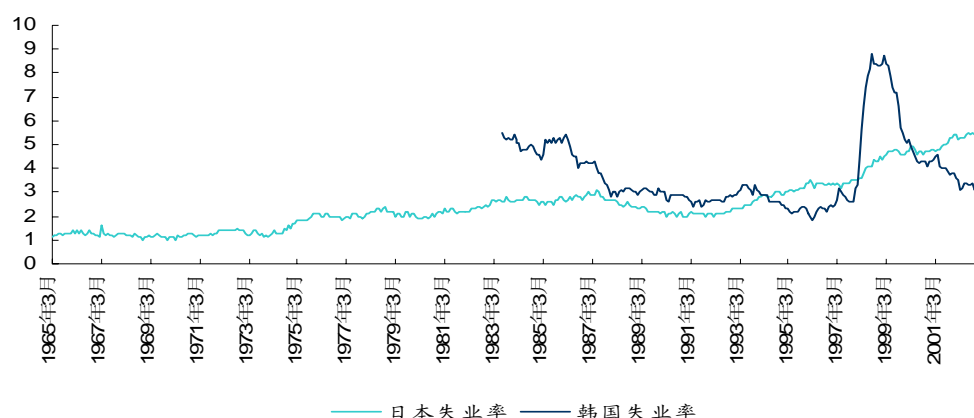
从日韩经验来看，房价的下跌，起始于居民可支配收入的见顶。另一方面，从日韩的数据来看，居民储蓄的增速一般要提前于居民可支配收入做出反应，即储蓄的增速回落要提前于可支配收入的增速回落。这个主要是由于，一者储蓄与消费的多少选择权掌握在消费者手里，它对经济的冷暖应该有更灵敏的反应；二者，储蓄的增速根本上决定于收入的增速，储蓄增速的回落并不意味着储蓄的减少，从经济学的角度来讲，储蓄和当前消费具有替代关系，如果实际利率水平很低，也即通胀相对较高，那么人们将会更多的选择当前消费或持有资产，否则就选择储蓄。三者，储蓄的重要动机之一是防范作用，即由于居民预期未来的收入增加将会减慢，从而减少当前的消费，以备未来之需。从这些角度理解，我们认为，储蓄应该是一个更灵敏的指标。

按照这个逻辑，我们将观察中国居民可支配收入和储蓄增速的变化，以作为对房地产价格未来见顶的判断，并将储蓄增速作为一个领先指标来看。我们前面已经讲到，由于工资刚性的存在和工作合同的存在，居民收入增速回落滞后于整个经济的增速回落。一旦人们由于楼市带来的财富效应与未来面对的收入增长发生矛盾，并且由于可支配收入增速变化的趋势一旦确立，短期内很难改变，这样人们对未来几年的收入增速都不会乐观，自然对于房价的上涨将会更敏感，需求曲线将会下移，房价的下跌水到渠成。从上面的图形中可以看出，中国的居民储蓄存款在 07 年底见底后出现了迅速的回升，这样的增速回升应该是符合我们前面的分析，主要是由于紧急增速的回落，导致人们未来收入预期的下降，从而增加了居民的防范需求，另一方面，由于 CPI 的降幅大于名义利率的下降，实际利率也快速的上升，也对储蓄形成了一定的吸引力。因此，中国居民储蓄的增速将从 09 年 2 季度开始反转并快速下降，这个判断是基于这样的理由：一者，来源于当前资产价格的上涨所带来的财富效应；二者，在强烈的通胀预期下，居民选择拿出储蓄来投资房地产等可以保值增值的资产；三者，短期内，在本轮政府带动的投资刺激以及一系列的减税措施下，居民预期收入很可能会出现增速反弹。所以，储蓄增速的下降将成为我们判断通胀抬头的重要指标，同时，当储蓄再次探底并反转时，也就是此轮房地产反弹的见顶回落时。

从日韩发展的经验来看，中国房地产价格在今天这样的阶段不再具有高增长的核心理由是居民的收入快速增长的可能已经不存在。详细的阐述将在流动性部分论述，主要是基于我们的增长模式和输入性通胀的瓶颈，从而导致我们居民收入从来源创造上增速放缓。日韩经验表

明，在走向成熟的阶段，居民收入增速的回落是一个必然的过程。在这里，我们特别想提到的是，相比当年的日韩，中国当前的失业率（包括隐性失业率）处于一个很高水平，日韩当年只有 2%-4% 的水平，今天的美国失业率已经达到了近 10%，尽管我们没有中国比较客观的统计数据，但如果包含那些已经失业的，来自农村的成为中小制造业工厂里的产业工人，以及这些年累积下来的大学毕业但隐性失业的青年，中国的真实失业率超过 10% 应该没有任何悬念。这样一个庞大的失业群体的存在，是对居民收入增长的巨大制约。他们的存在，对现有就业者的收入增长也形成了巨大的威胁。巨大的失业率将使居民收入的增速被再次抑制。

图 57：日韩失业率



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

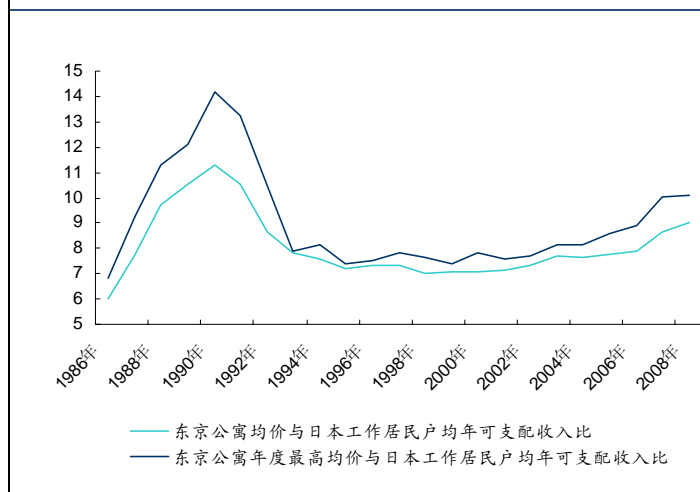
## 房价收入比的下的泡沫差异化

下面我们将从房价收入比的角度来考察中国主要城市房价和居民收入之间的偏离程度。为了更好地说明问题，我们首先找到一个可靠的参照系——日本在 90 年代房地产泡沫时期的房价收入比。数据表明，东京在房地产泡沫最严重的 90 年底时，房价收入比到 14 倍，这里的收入是日本家庭可支配收入。采用相同的方法和最新的数据，我们得到了部分中国城市现在的房价收入比。从比值来看，相比 90 年东京的情况，如果说东京当时存在房地产泡沫，那么北京，上海，深圳这三大城市都具有很高的房地产泡沫。我们在前面的城市化部分论述到：上海，北京，深圳的房价未来必然还要上涨，但是，就现阶段来看，房价已经远远的偏离普通居民收入决定的购买力水平，这是我们在前面讲到的房地产很可能面临二次探底的现实基础之一。而其他城市的泡沫程度相对要小很多，尤其是长沙，武汉，重庆，西安为代表的中西部城市。尽管相比国际认可的 3-6 倍，这些城市已经超越了上限，但是考虑中国的城市化进程，这样的比值还在可接受的范围。

对于未来这些主要城市的房地产价格，存在的一大变数，是城市化过程中产生的贫富分化的进一步扩大，数据表明，中国城镇人均收入分化程度在不断加深，最高收入水平的户均收入与中等收入水平的户均收入的比值已经由 95 年的 2 倍扩大现在的 3 倍。居民的收入包括劳动性收入，资产性收入（资本利得），转移支付等。随着资产性收入在居民总收入比重的加大，贫富分化在城市化过程中会越来越大，因为资产禀赋相对于劳动禀赋在个体中的差异更大。中国的富有阶层（中小企业主，官员，企业里的骨干等）不断壮大，他们的收入很大一部分是没有纳入国家统计局的范围的，尤其是很多个体的私营业主。这部分人的收入不会安于躺在银行里，而是积极的寻找保值增值，房地产无疑是他们当期最重要的选择之一，尤其

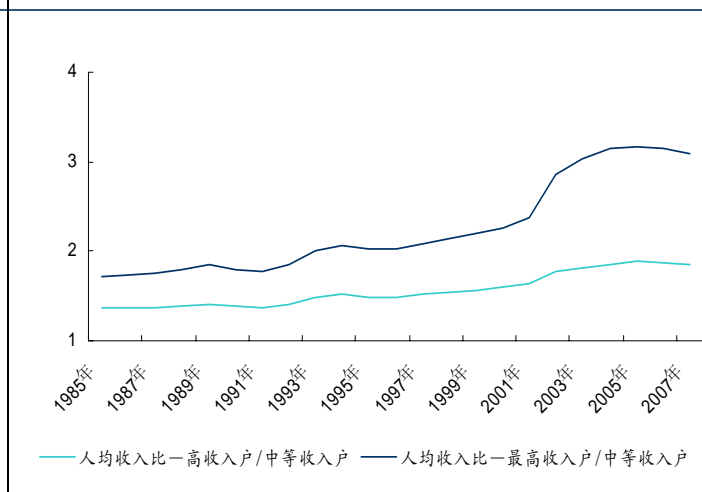
的在通胀的预期下。这部分人的投资需求，将会给未来的房地产发展带来巨大的波动，实际上会加速房地产的调整步伐，理由将在流动性部分讲到。

图 58: 东京公寓房价收入比



数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 59: 中国城镇人均收入分化



数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

表 2: 中国部分城市房价收入比

|                   | 北京      | 上海           | 广州     | 深圳      | 武汉     | 长沙     | 重庆     | 西安     |
|-------------------|---------|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 08 年城镇人均可支配收入 × 3 | 78146   | 80025        | 75950  | 80187   | 50137  | 54846  | 47126  | 45105  |
| 09 年最新的住宅均价       | 13254   | 10972 (含配套房) | 8073   | 12878   | 5216   | 3998   | 4306   | 4793   |
| 户均面积=28 × 3       | 84      | 84           | 84     | 84      | 84     | 84     | 84     | 84     |
| 平均房价              | 1113336 | 921648       | 678132 | 1081752 | 438144 | 335832 | 361704 | 402612 |
| 房价收入比             | 14.25   | 11.52        | 8.93   | 13.49   | 8.74   | 6.12   | 7.68   | 8.93   |

数据来源: CEIC, BLOOMBERG, 中房指数研究院, 地方房地产信息网, 长江证券研究所

注: 国家统计局公布的 2008 年城镇人均住房建筑面积为 28 平米。

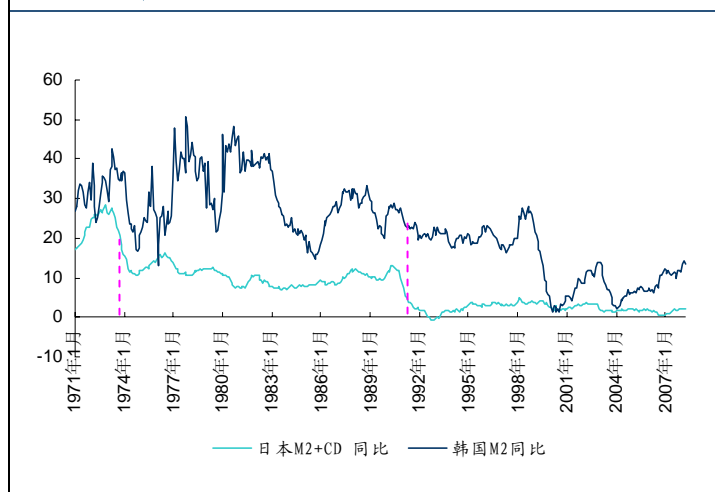
## 增长与通胀的反复博弈

### 货币供应的巨大差异

日韩在整个房地产快速上升阶段，货币供应量都处在相对历史高位，维持在 20-30% 的高增长状态。日韩关键的差异来自于房价回落后的货币供应，日本 M2 增速由 73 年 3 月的 27.3%，下降到 75 年 11 月的 11.9%。而韩国在 91 年房价回落开始后，M2 的增速仍然维持在 20% 的水平。日韩的银行业贷款增速的问题同样类似，日本银行贷款增速由 72 年 12 月的 204% 下降到 74 年 12 月的 -26%，之后的 75 年继续负增长。而韩国在 91 年前后尽管增速有所回落，但仍然在 20% 左右，更在房价已开始回落的 92 年 3 月达到 28% 的峰值。日本整体流动性的大幅收缩，得益于日本央行的加息政策，日本央行贴现率从 73 年 3 月的 4.25% 连续加息到 74 年 5 月的 9%。这一加息政策主要针对的是当时日本的恶性通胀，韩国在 91 年房价回落前后的货币政策比较稳定，利率基本没有大的变动，所以流动性也比较稳定。我

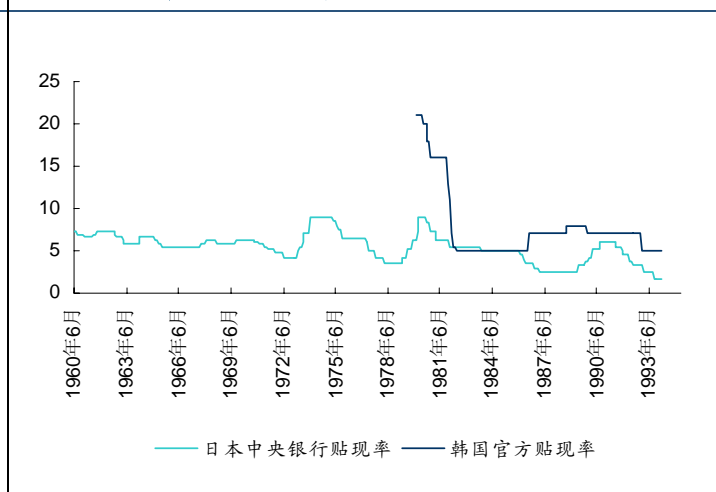
们更关注的是日本在 75 年房价开始调整后的政策。从 75 年 6 月开始，日本央行的贴现率持续下调，到 78 年 8 月时已下调到 3.5%。但是日本的 M2 增速在 75 和 76 年及随后并没有出现大幅反弹，而是维持在 10%-15% 的一个较低的区间，这主要是由于日本银行（央行）收紧流动性所致。

图 60: 日韩 M2 增速



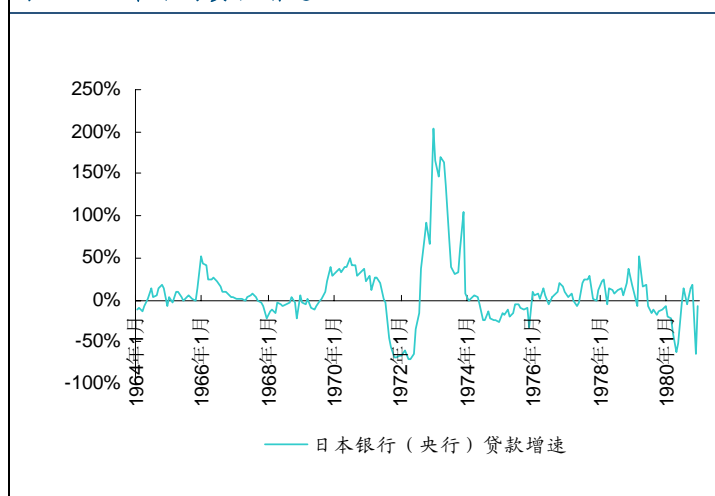
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 61: 日本韩国央行贴现率



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 62: 日本银行贷款增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

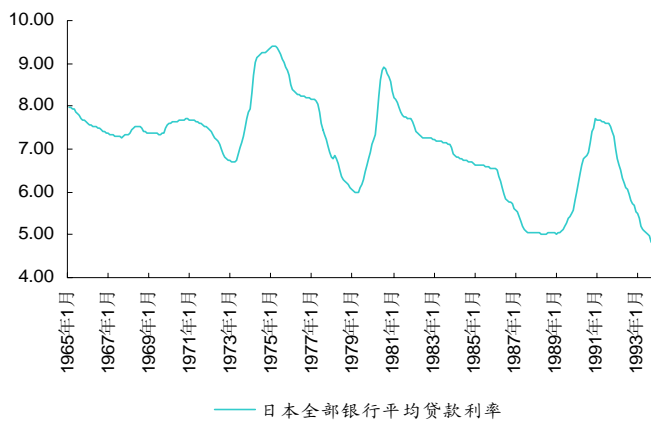
图 63: 韩国私人部门贷款和贴息的增速



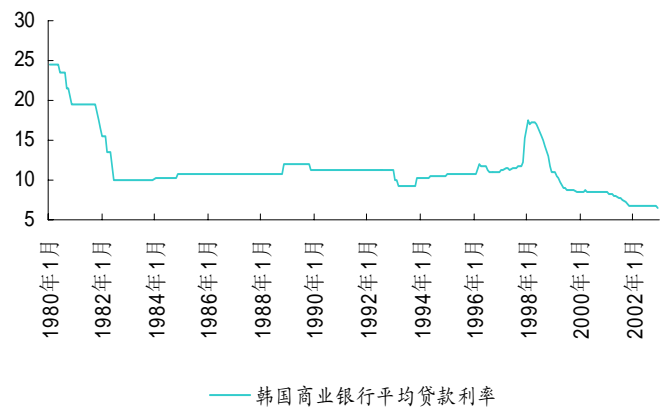
数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

日本实际 GDP 在 75 年 1 季度见底后就开始快速反弹，日本在 74、75 年这样的经济低谷期间，并没有增大贷款的投放而释放流动性，一方面是因为忌惮于当时的通胀压力，更重要的是，日本接受了经济转型的必要性，接受了日本实际 GDP 从以前 10% 左右的增速降到 75 年后的不足 5% 的缓慢但平稳的增长，为何日本能够容忍这样的一个增速落差？一个重要原因是，从前面的日本失业率情况来看，日本当时的失业率并不高，并没有因为经济增长放缓而有所增长。这得益于日本内外需的稳定，当时美国经济在 75 年触底后迎来了又一个快速增长期，同时日本的居民消费占比在当时一直都维持在 60% 左右。相比日本，韩国的贷

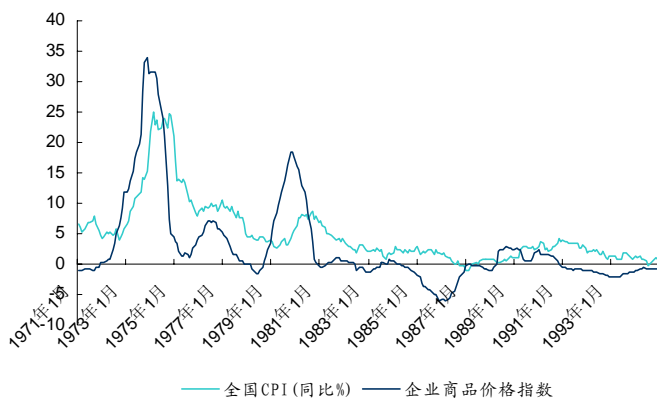
款利率要稳定的多, 91 年前后, 韩国核心 CPI(扣除能源和食品)增速已经在 8%左右, 已处于明显的通胀时期, 韩国的贷款利率水平只是在 89 年 10 月到 90 年 10 月间从 10.75%上调到 12%, 之后又回调到 11.25%, 并一直保持到 93 年。韩国稳定的利率政策保证了贷款增速的稳定, 也有利于控制人们的通胀预期, 韩国为何能在这段时间一直采用持续了稳定的利率政策, 由前面的分析知, 这段时间韩国的 GDP 增速保持在一个较高的稳定水平, 汇率升值的压力不大, 国际石油价格也处于一个历史性的低位, 这些都有利于控制通胀水平。

**图 64: 日本银行平均贷款利率**


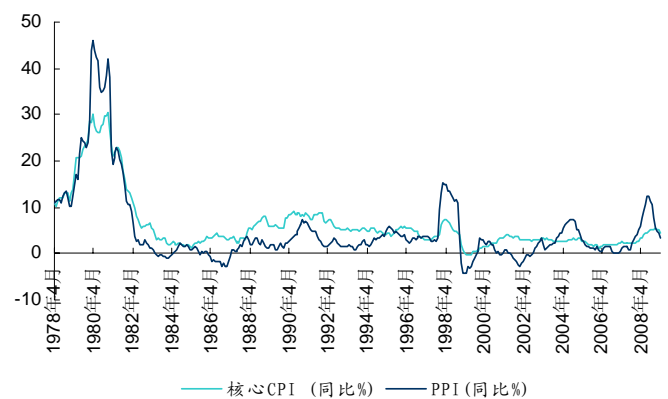
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 65: 韩国商业银行平均贷款利率**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 66: 日本 CPI 和企业商品价格指数**


数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 67: 韩国 CPI 和 PPI 的变化**


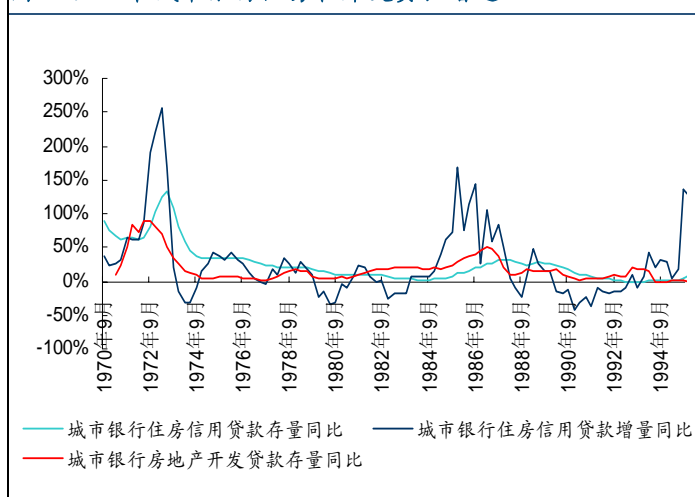
数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 房地产开发和抵押贷款

日本无论开发贷款还是抵押贷款, 在 73 年之后都经历了大幅的回落, 从 74 年到 76 年, 房地产的回落和复苏期, 日本的住房抵押贷款的存量保持了 30%以上的增速, 但是这个时期

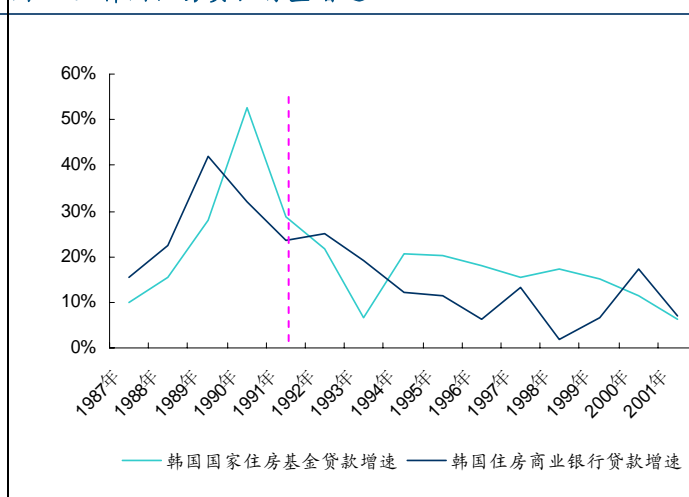
的开发贷款存量的增速只有 5%左右，这是和中国当前情况非常不同的地方。这也是我们前文思路的一个具体表现：按照常理，我们应该采用类似日本的做法，给购房者信贷支持以消化库存，同时，减少开发者的融资贷款规模以增加其资金压力，逼其压价出货，从而平抑价格，促进供需矛盾的平衡。为何能有这样的效果呢？因为房地产行业都是高负债行业，每一个项目的开发，都是主要依靠贷款来推动的，自然，银行一旦收紧银根对于开发商来说，无异于是去了造血的功能。而中国的做法是一方面给购房者降低利率，首付和税负以刺激需求的释放，另一方面，不是抑制开发商的贷款规模，而是积极鼓励银行给其输血缓解其资金压力，没有资金压力的房地产开发商自然没有动力去降价出货，在新的一轮刚性需求的释放中，开发商又一次见证了中国人民对于住房需求的旺盛，从而在宽松的信贷支持下开始了新一轮的投资开发。这是中国“保投资”在房地产行业的一个典型表现而已，这种作法的后果是什么呢？是在刚性需求释放和投资性需求的抬升中，房价的新一轮上涨。在未来流动性收紧和收入增速下降的双重压力下，开发商将面临更大销量萎缩和资金压力。

图 68：日本城市银行住房和开发贷款增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 69：韩国住房贷款存量增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 70：中国住房贷款存量增速

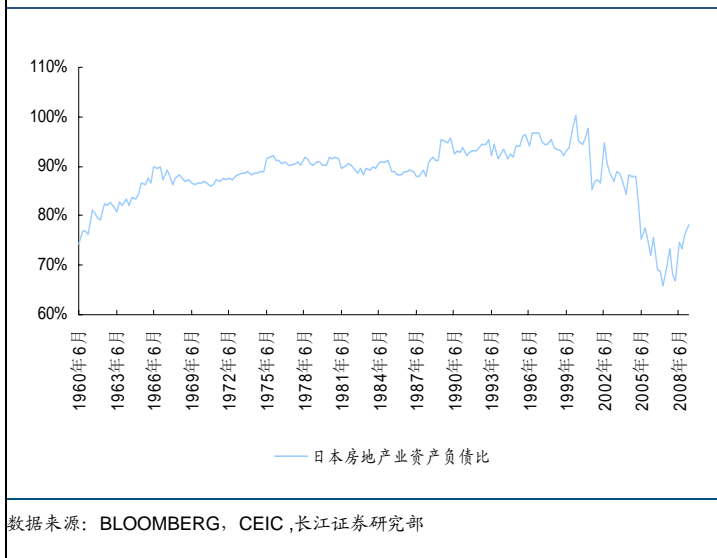
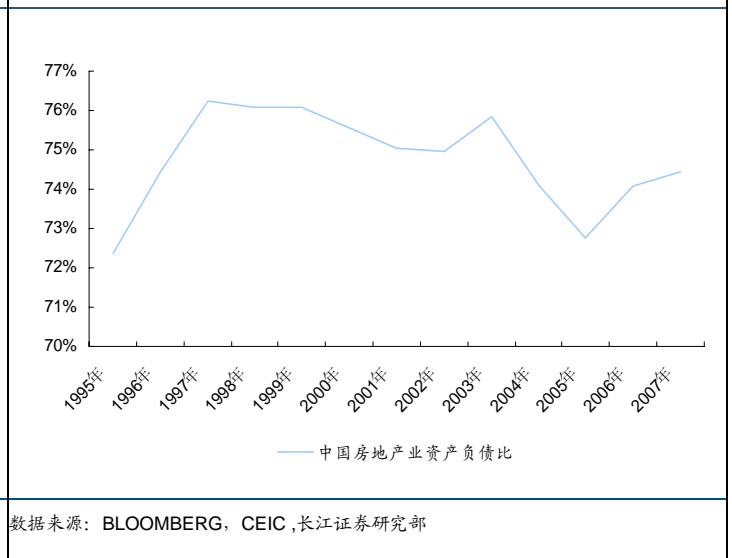


数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

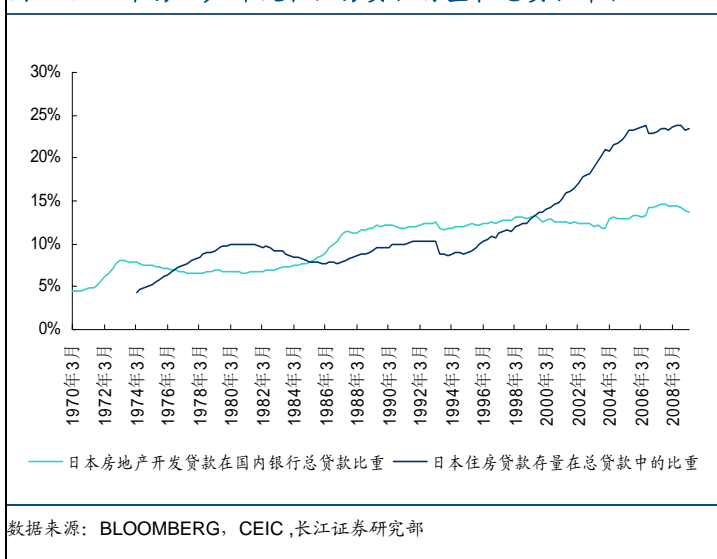
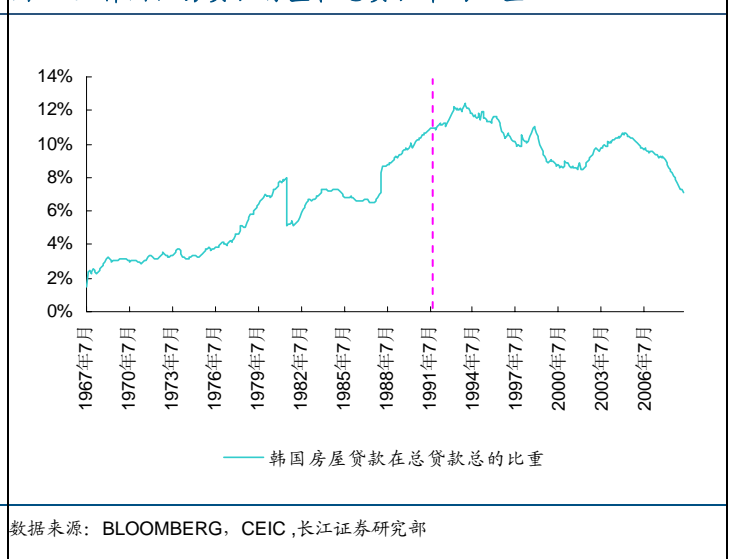
图 71：中国房地产开发贷款存量增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

**图 72: 日本房地产业资产负债比**

**图 73: 中国房地产业资产负债比**


上面我们看到了房地产贷款的绝对增量，接着我们来看房地产贷款的相对增量。从相对增量来看，日本的开发贷款在 73 年后到 80 年占比都没有增加，而居民的住房贷款占比却持续上升 6 个百分点。韩国的住房贷款在总贷款中的比重在 91 年前后也持续上升，并在 93 年到达历史最高占比。日韩的历史都表明，在房地产回落和后续的复苏时期，尽管总体流动性有所收缩，但是居民的住房贷款相对增速却在提高。从相对占比来看，中国的居民购房贷款和房地产贷款的占比已经达到日本 78 年的类同水平。从房地产业占比来看，中国今天也更像当时的日本，我们认为，房地产贷款的占比总体上来说应该和房地产业的产值占比保持相对稳定的比例，从这个角度出发，可以认为，中国房地产贷款的占比未来增加的空间取决于房地产投资在 GDP 中的占比情况，短期内，这个占比将会上升，从而带动房地产贷款占比的上升，但是增长的空间已不大。

**图 74: 日本房地产开发和住房贷款存量在总贷款中占比**

**图 75: 韩国住房贷款存量在总贷款中的比重**

**图 76: 日本房地产业在 GDP 中的占比**

**图 77: 韩国房地产业在 GDP 中的占比**

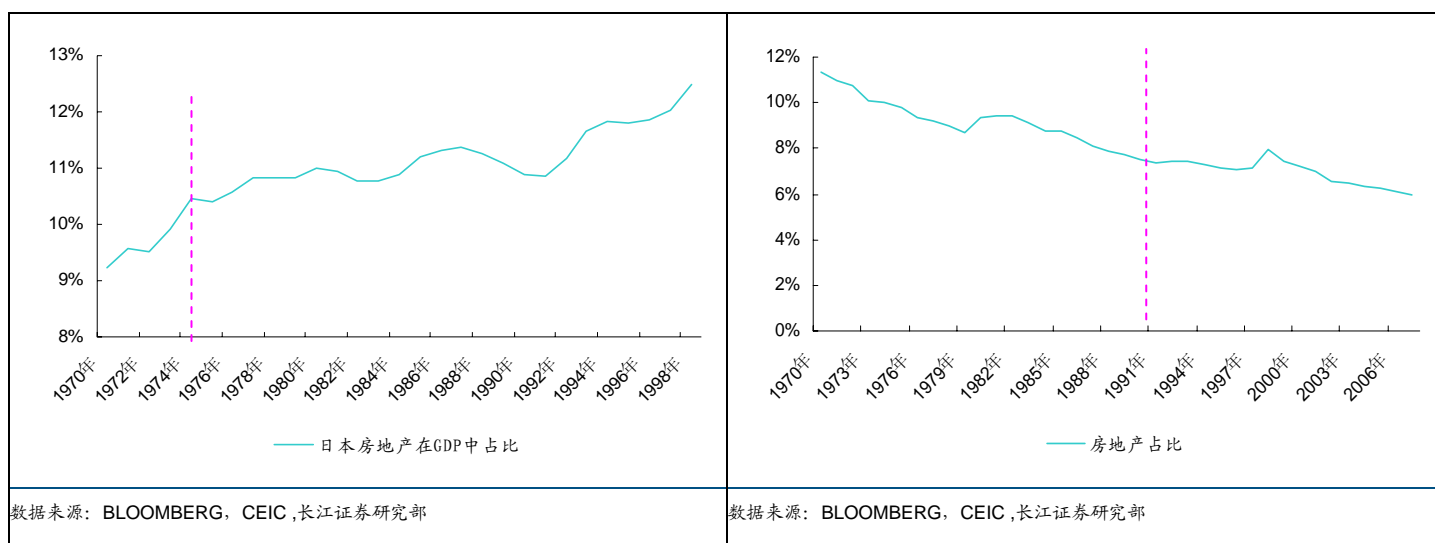
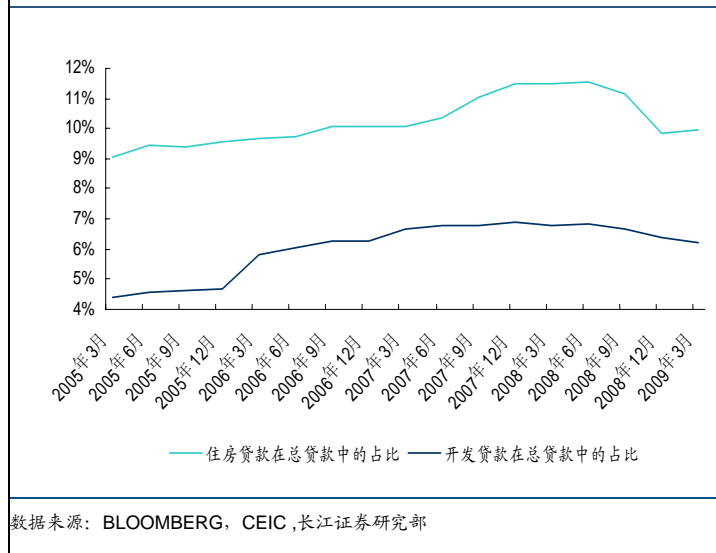
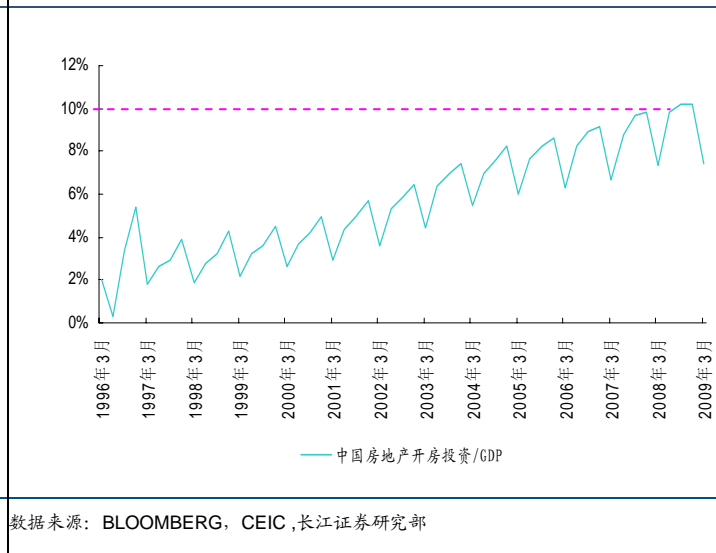



图 78: 中国房地产开发和居民购房贷款在总贷款规模中占比



数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 79: 中国房地产开发投资累计在 GDP 中的比重



数据来源: BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

## 通胀与增长的博弈逻辑

为何要在这里谈货币政策，因为房地产贷款的松紧与货币政策是紧密相连的。央行一再表态，只要经济增长不复苏，宽松的货币政策就不会改变，因此，内外需短期内基本不可能出现明显的改观，要想让经济恢复，最可能就是保证投资的增速，这是央行和财政部可以掌控的，也是其屡试不爽的，尤其是 02 年那次成功。当时，也是处于通缩状态，并且投资增速和现在很接近，货币供应增长也突然加速。

但是现在和 02 年的中国最大的不同有四：一者，现在钢铁，水泥，有色，煤炭都面临巨大的产能过剩；二者，我们当时对石油，有色，铁矿石的进口依赖程度也是无法和今天相提并论，当时的油价和有色金属的价格都处在一个历史的相对低位水平，我们不存在输入性通胀的压力，这也给了当时货币和财政政策以巨大的施展空间。三者，中国刚刚加入 WTO，美国在经历了科技股泡沫后，实际 GDP 在快速回升，中国的出口占比进入快速拉升期，从 02 年的 20% 上升到 07 年的 37%，外需的扩张带来的是中国产能的巨大释放，中国也迅速摆脱

掉了通缩的状态，从 03 年的开始随着货币供应的加速，CPI 出现了迅速的上升。接下来，我们判断，中国经济短期内很难回到之前 10% 以上的高增长，如此声势浩大的 4 万亿投资计划和十大产业振兴计划，短期内只能增加投资以实现“保八”的目标。在经济增长无望的情况下，也就是需求难振的情况下，巨大的货币供应增速带来的结果只能是通胀和资产泡沫，为什么会这样呢？这是我和 02 年的第四点不同：民间投资难以跟进，实际货币需求难以增加。本轮的经济刺激包括财政和货币政策，主要倾向于国企的投资扩张，贷款也是主要以国企的项目为主。民间资本在投资无望的情况下，在宽松的货币政策导致的通胀预期下，企业和居民共同的选择将会是减少储蓄，购买房产等可以保值增值的资产。这也是为何我们判断从 09 年 2 季度起，储蓄增速将下降。

中国在此轮经济的回调中，与当时日本的货币政策差异巨大。央行采取了极度宽松的货币政策，M2 的增速达到了历史性的新高。截至 09 年前 5 个月的贷款总额已经达到 5.7 万亿，同比增长 160%。中国敢于采取如此有别于日本当时的货币政策，主要是由于特定的内外环境：一者，通缩与通胀的差异，中国目前的 CPI 为负，处于历史低位，而 75 年的日本 CPI 仍然高达 10% 左右，这样的 CPI 水平，实际上给了中国一定的货币政策空间；二者，降低利率，增加流动性的目的，显然是想增加投资，促进消费，尤其是想提振房地产投资与消费，因为我们对投资的依赖达到 44%，4 月份的投资增速达到了 30% 以上，而日本的投资占比从 73 年高峰时的 33% 降到了 75 年后的 27% 左右，并且消费一直保持 60% 以上；三者；美国经济基本不可能类似 75 年那样在短期内再次步入高增长，外部的需求恢复情况难以和当时的日本相比。

当时的日本，面临的问题和我们一样：产能过剩，对外依赖已达历史高点，石油有色价格经历了大幅抬升，有输入性通胀的压力，高增长难以持续。中国和日本当时的差异除了上述 3 者外，我们认为，最大的差异是中国暂时不能接受经济的低增长状态，这是由于我们特殊的国情决定的。日本在当时，如前述，并没有采取激进的货币政策以刺激投资和内需，表面上看，是由于忌惮于高通胀，根本的原因是他迅速的调整了经济增长方式，面对现实，实现经济低增长但可持续的发展，从而在货币政策的选择上也采取了适应经济增长速度的货币供应。我们前面也谈到，韩国在 91 年代到 96 年，随着净出口的持续逆差，投资占比持续反弹，从 92 年 1 季度的 34% 上升到 94 年四季度的 40%，从而也维持了 4 年的经济增长的回升，但之后投资占比回落到 30% 以下，迎来的是长期的 5% 左右低增长。当时，韩国和我们最大的不同之处在于石油有色处于历史低位水平，没有输入性通胀压力，所以货币供应增速维持在 20% 高增速，CPI 维持在 5%。

在上述的背景差异下，我们很可能会看到这样的景象：在宽松的货币和积极的财政刺激下，以房地产为首及其拉动的上下游产业链以及政府主导的基建大项目投资迅速回升，事实上，我们已经看到了这样的景象。投资增速持续在 30% 左右的高增长，未来在净出口减少的情况下，投资占比持续上升到 50% 以上也是可以期待的，GDP 在 09 年的 2、3 季度出现连续的反弹，但是我们还在重复以前的增长模式，这么做的结果是，在我们的投资高速增长的时候，却发现石油、有色、铁矿石的价格（尽管最近国际铁矿石协议价下调 1/3）也跟着一起涨。企业开始扩大产能利用率，随着成本的上升开始提价，由于前期去库存的结果，和相对宽松的信贷环境，企业资金周转现在还比较顺畅，但是随着产品价格上涨，企业又会发现消费物价水平也开始抬高了，员工开始要求增加工资收入，企业的成本进一步上升，更为重要的是，目前的投资增长模式，其边际投资回报率必然衰减的更快，同时，边际成本的上升也更快。也就是说投资拉动的增长效率是递减的。

但是两个关键性的东西也将会再次出现，一者，货币决策者的核心任务之一就是要防止通胀

的继续扩大，随着通胀的上升，流动性的收紧是必然的，任何一个执政者都无法容忍通胀的威胁。有人会说，未来出现通胀的可能性并不大，更可能的是出现资产价格的飙升，按照我们前述的逻辑，中国如果仍然依赖固有的增长模式，在大宗商品价格的推动下，出现通货膨胀的可能性是非常大的。退一步讲，即使在此轮反弹前期不出现通胀，而只是出现资产价格的飙升，但是，资产价格的飙升所带来的财富效应和收入效应可能会很快引发需求拉动型通胀。再退一步讲，即使始终不出现通胀，只是资产价格飙升，特别是房地产价格飙升，如我们前面分析，收紧流动性也是必然的。那时，就会看到诸如不断加息，银行贷款收紧，货币供应增速大幅回落等等一系列的例行公事。

**二者**，人们会发现，居民可支配收入无法得到快速上涨。为何无法得到快速上涨？居民可支配收入来源在哪里？当然主要是以劳动收入为主，在这个劳动收入中又以工资收入为主，工资收入来自哪里？当然是企业的盈利。这个时候会发生什么呢？前面提到的这些投资拉动型企业将再次陷入盈利的困境。原因是什么呢？原因有二，一者，是我们始终强调的内外需短期难振，此处不再重复；二者，是因为企业无法掌控成本，成本的上涨比产品售价的上涨可能更快。这是我们这样的产业结构发展到今天必然要面对的难题，这样的难题 75 年的时的日本同样在面对，91 年时的韩国也在面对，这是工业化国家的宿命。面对这样的难题日本选择了积极改变产业结构，提振生产效率，关键是降低生产成本，日本虽然在之后经济保持了 5% 左右低增长，但是铁矿石和原油进口量再没有增加。如果中国不能像当年的日本那样实现迅速的转型，降低生产成本，改变依靠投资拉动型的增长方式，经济的高增长难言可持续性，也就是说，在我们没有能发展出来新的主导产业之前，在这样的一个过渡期间，仍然只能靠投资拉动来维持经济的增长，这就是为什么我们前面说房地产行业只能是过渡性的主导产业。

在这样的一个过渡期间，未来很可能会出现经济增长的动荡期，既投资拉动和通胀形影相随，每次经济增长的盛宴将在通胀和资产泡沫的哀乐中终结。经过这样的阵痛，新的更有生命力的产业和企业将会迅速的成长起来，成为新的主导产业，引导中国经济走向成熟，步入经济发展的新阶段。上述是我们判断中国房地产市场和日本当年发展路径不同，短期内可能会再次出现调整的原因解析

## 中国房地产的短期发展路径可能

短期内（一年之内），大家主要关心两个问题，一者，房地产会不会产生全国性的大泡沫；二者，存不存在二次探底的可能。

09 年的一季度，中国的房地产历经一年的调整后，房价完成了第一次触底。二月份开始的成交量的回升，主要是在一系列的房地产新政实施后，刚性需求的释放。而在二季度开始后，成交量不断创出历史的新高，二季度的成交量最显著的特征是超过 90 平米的套型成交占比加大，以上海为例，5 月份，90 平米以上的套数占比达 70%。140 平米以上的非普通住房的占比达到 26%，210 平米以上占比 10.7%，20000 元/平米以上的成交面积占比达到 13%，二季度的成交天量，是刚性需求和投资性需求共同爆发的结果。投资性需求的爆发主要是由于非常规的流动性充裕和投资者的防通胀意识，随着成交量的回升，价格的上涨也成为此次反弹的必然景象之一。从房地产开发商的角度，在量价齐升中，开发商库存迅速的下降，原来绷紧的资金链现在变得宽松，在贷款利率已经下降到 96 年的水平，在项目自有资金占比要求大幅下调，还有地方政府宽松的土地出让金延迟缴付政策，都将推动新一轮房地产投资开发的热潮，这也是我们前面判断新开工面积反弹的必然性的原因。

那么从三季度开始的一年内，未来房地产的演绎路径会怎样呢？

我们判断，在 2 季度宏观经济数据出现反弹的刺激下，在流动性仍然宽松的环境下，在通胀预期仍然没有改变的情况下，企业和居民的实际货币需求的增速将下降，从而储蓄增速迅速下降，房地产投资性需求继续扩大，投资性需求的爆发带来的后果是房价的继续上升，第三季度的刚性需求在投资性需求的刺激下，仍然有继续维持高位成交的希望。同时，由于去年的土地财政吃紧，今年地方政府有大量推地的意愿，开发商的拿地热情很可能会全面的迸发，地价自然也水涨船高，可能不断有新地王涌现。

而在进入 10 月以后的 4 季度，很多楼盘的房价可能已经又创出了历史的新高。那么，**这个新高的幅度会有多大？这取决于投资性需求的强度。**正如在前面谈到的，当前的中国不同于当年日本的是采取激进的货币政策，本轮的反弹，其后续的反弹高度和持续度很大程度上将取决于投资性需求的强弱。因为，众所周知，如前分析，从刚性需求的购买力来说，现在的房价是没有什么继续上涨的空间可言。**而支持此轮投资性需求的主导因素就是低利率下宽松的货币政策和 08 年累积下来的储蓄增长。**但是，正如我们前面分析的此轮房地产上涨已和 02 年以来的尤其是 07 年的房地产快速上涨的内在的支撑因素差异巨大。07 年的快速上涨，当然也是全民投资性需求的爆发，也是伴随着居民储蓄增速的迅速减少。但是 07 年的时候，和现在巨大的差异是，一者，当时居民的收入增速处于近 10 年以来的最快的阶段，再加上当时股市也处于历史高位，大家的财富和收入效应非常显著，对于未来的收入预期应该也会很高。二者，内外需都处在一个高峰，失业率应该处在一个历史低点，记得当时不断闹出“工人荒”。而今天，失业率高企，内外需难振，居民收入高增长基本无望，收入预期的回落，必将从根本上约束个人的支出。未来随着房价的创新高，累积下来的有购买力的刚性需求也基本被消耗殆尽，投资性需求者的购房热情很可能也达到一个新的高潮，而居民的储蓄增速达到一个新的低点。成交量的回落是必然的。

四季度开始后，房地产的供给也将再次达到了一个新的高潮，新的预售楼盘将大量涌现，新开工面积的增幅也达到了一个反弹的高点，在成交量的回落下，存货上升的压力再次降临。同时，地方政府的保障性住房也将大量入市。并且，在 4 季度，以石油和铁矿石为代表的大宗商品价格，很可能也再次达到一个历史的高位，输入性通胀的压力将再次凸现。**所以从供需的角度，都不支持短期出现大的全国性的房地产泡沫。**

**对于短期内的房地产演绎路径，我们认为有三种可能，但第二种的可能性更大。**

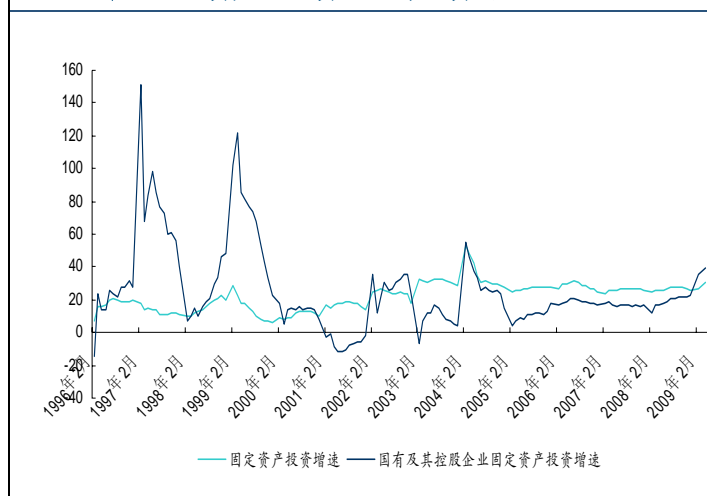
**第一种**，我们仍然看不到内外需复苏的稳定，经济的后续反弹无力，通胀并不明显并在央行认为的可控范围内，货币政策仍然保持宽松以维持投资的增速。这个时候，此轮上涨的支撑因素之一宽松的货币政策仍在持续，但是居民的收入预期回落，并且储蓄增速已达低点，继续拿出储蓄投资楼市的动力已不足。在这种情况下，尽管刚性需求已无法持续跟进，**但是，由于通胀预期的仍然存在，投资性需求并没有迅速回落，所以房价仍然有支撑，但是，由于成交量的回落，价格上涨放缓，很可能出现高位的震荡**，因为，如果到时情况真如此，那么，无论是开发商，还是消费者，大家对于紧缩性的货币政策和房价的走势都会出现很大的分歧。但是，如果到明年内外需仍然复苏无望，那么，宽松的货币政策是不是一直要持续到复苏的那一天？经济学的基本常识告诉我们持续的货币高增长和实际货币需求的低增长势必会带来通胀，何况，我们现在还要面对外部大宗商品价格上涨的压力。**内有宽松货币，外有宽松美元下的大宗商品，通胀的压力不会等到外需复苏的那一天**，持续如当前 09 年的上半年的货币供应可能性基本没有可能。随着后续的紧缩性政策的出现，投资性需求的支撑也将崩塌。开发商在存货增加，流动性收紧的压力下，降价成为必然，而且，如果这种情况出现，未来调整的幅度可能是最大的，世上没有免费的午餐。

**第二种**，内外需复苏仍无望，但通胀压力已经明显，后续经济很可能面临滞胀的威胁，央行开始收紧流动性，同时，居民的储蓄增速已经达到了一个低点，有效的刚性购买力到达了一个低点。在我们强调的本轮上涨的两个支撑性因素都将消失的情况下，投资性需求将快速回落，从而成交量进一步萎缩，刚性需求再次出现观望，开发商将再次面对存货上升的压力，吸取 08 年的教训，下调价格将成为必然，实际二次探底开始，而再次探底的幅度有多大？我们认为不会太大（整体不超过 20%），而持续的时间则有待于经济复苏的快慢。

**第三种**，外需复苏迹象明显，整体经济复苏在望，通胀压力也明显，这个时候，央行的紧缩性政策应该出现，前期放出来的货币将面临收回，从而步入正常的政策轨道。随着成交量的回落，投资性需求迅速回落，因为支撑它的两个主要因素的消失，这个时候，货币需求将出现增长，由于民间投资的跟进，储蓄不再集中于房地产投资领域，而是向更广泛的存货和设备投资领域转移。价格也再次回落，但幅度不大，并迅速完成调整，再次走上小幅上涨之路。

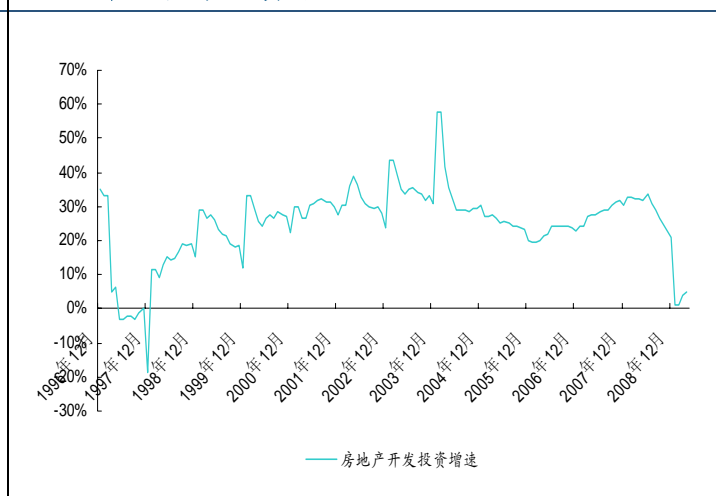
之所以没有谈到通缩的继续，是因为我们认为，当前，如前面分析，已经远非 02 年那个时候的中国，内外经济情况的巨变，继续通缩的可能很小，故而不在此展开讨论。试想，如果通缩的局面继续下去，也就意味着，一者，上游成本上涨压力很小，这种可能应该被排除；二者，终端的需求始终难振，这将是怎样可怕的局面。尽管我们并不看好内需的根本改观，但我们同时也承认货币政策刺激下需求的回升，所以，通缩在我们看来，未来发生的可能很小。如果真的继续通缩，那么，二次探底更没有什么悬念了。

图 80：中国固定资产总投资及国有投资增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 81：中国房地产投资增速



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 82：中国 M2 增速

图 83：中国新增贷款

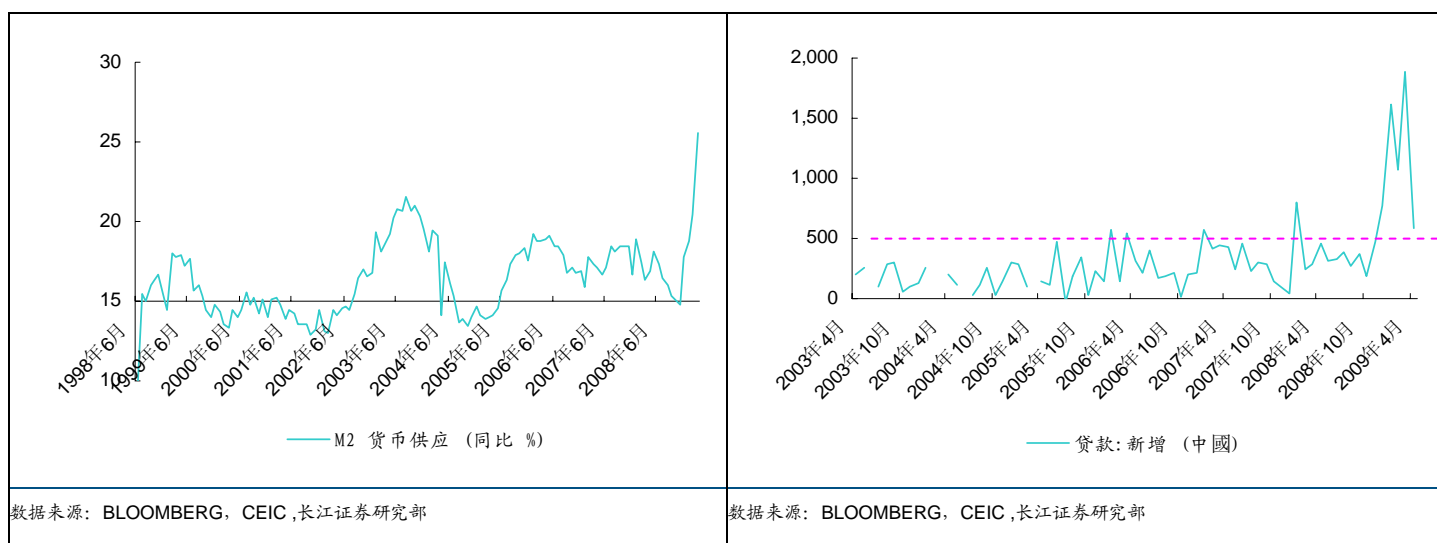
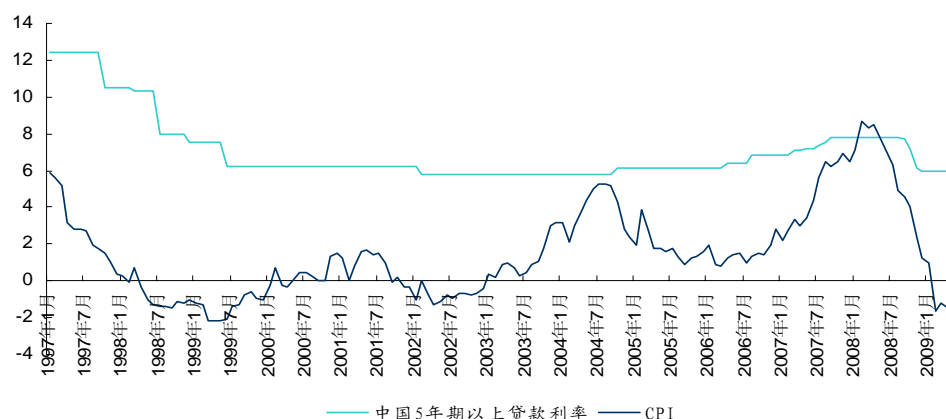


图 84: 中国 5 年期以上贷款利率和 CPI



## 保障性住房供应方式从被动到主动—政府职能转型的必然性

日韩在住房的供应上差异巨大。日本的住房主要是私人开发，私人所有；政府公共资金建设的住房供应占到 15% 左右。日本在 74、75 年房价回调时期，供应量减少的主要是私人开发的住房，而政府开发的住房在这段时间并没有减少。韩国从 80 年到 88 年，私人住房和政府提供的公有住房旗鼓相当，从 89 年开始，私人所有的住房建设加速，但是公共住房供给仍然达到 1/3。供给结构的不同，也是韩国房地产走势有别于日本的重要原因。韩国非常重视政府公有住房的供应以及对房地产投机的控制。

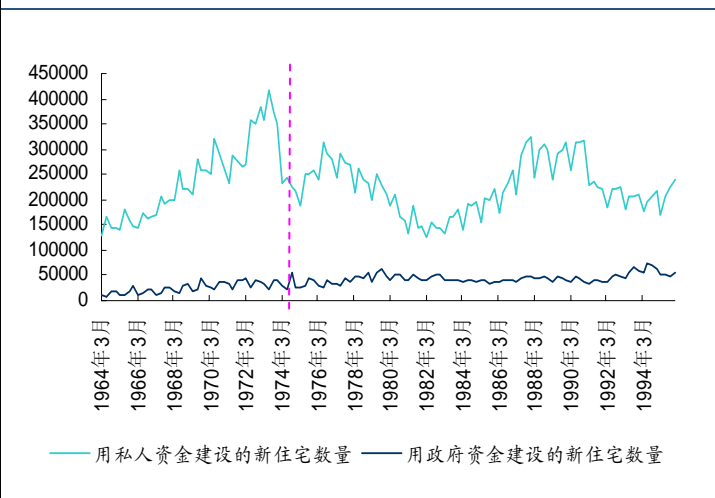
尤其是韩国政府在 91 年前后分别推出《住宅 200 万户建设规划(1988-1992 年)》和《新经济五年规划(1993-1997 年)》，两次规划期间共建房 584 万户，使韩国住房普及率大大提高。韩国这样的政策在不同经济阶段对房地产市场的影响是不一样的。首先，政府提供的各种公租房和公售房占比如此之大，势必挤压了民间投资，所以我们看到，在 87 年后，政府政策有所放宽后，私人住房供给得以井喷，这极大的有别于日本，自然也带来了房价的暴涨。而 91 年房价的回落，我们判断，当时政府住房持续大量投放是重要的原因，公有住房的大量投放，一方面增大了供给，另一方面，本身的售价和租金都比相应的市场价低

15-30%左右，有利于房价的稳定。

我国在 08 年出台的一系列廉租房和经济适用房建设规划，但是这些规划的落实程度是关键，北京和上海的保障房规划建设规模达到 30%，而其他大多数的城市不足 20%，保障房占比只有达到一定比重，如韩国为 30%以上，方能对市场在特定的历史阶段起到一定的作用，否则，就如日本，政府建设住房供给占比只有 15%左右，无法真正影响市场的趋势。

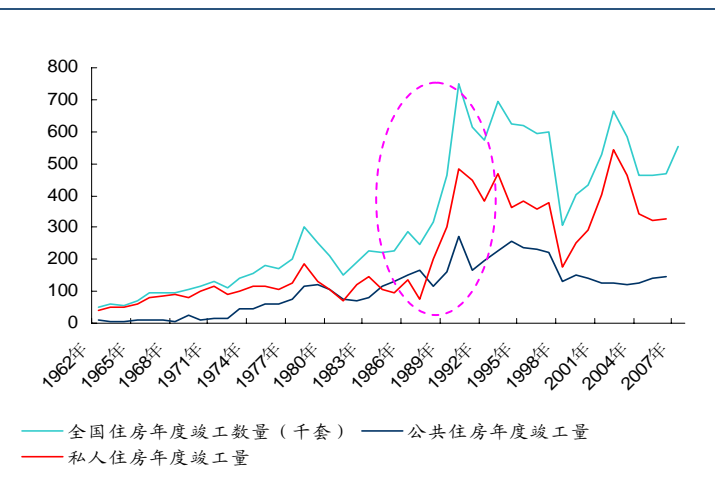
前面已经分析到，在这个经济的转型期，必然要求政府职能的转型，在房地产的供应上，这种转型的关键是要求地方政府变被动为主动，主要是要转变保障性住房的供应模式，未来通过保障性住房这样的形式，政府的行为可能会深刻影响住房供给格局从而影响房价。前面我们已经大幅的讨论得出：房地产投资对于当前转型中的中国经济仍然是主导产业和支柱产业，这不仅体现在对于其他产业的拉动效应，对于 GDP 的贡献，还体现在对于地方政府财政收入的贡献。我们始终坚持认为，房地产的特殊地位和对其他产业的拉动效应，决定其至少在这个过渡时期绝对不能持续的低迷下去。我们还谈到城市化进程对于中国经济的重要意义，认为政府不应该让房价的上涨阻碍了整个城市化的进程，这是政治底线。有人担心房地产投资的下降会持续，但其实政府会力保房地产投资的，从降低购房税收，抵押贷款利率，首付比例，到降低开发商项目自有资金比例，都是在诱导投资。如果这些措施不能长期有效，房地产投资未能持续回升，那么政府将会直接出手，如何出手？一种可能的方式是政府仍然通过拍卖的方式来出让土地，但受让方可以是政府自己成立的开发公司，这样，银行的贷款就通过土地拍卖转为地方财政，同时，增加了房地产投资，而且政府投资开发的住房可以比市场价更低的方式来出售，从而引导整个房地产市场的发展。这样的行为已经在一些城市出现，如果后续房地产投资没有好的表现，这样的行为将会被不断升级扩大。这样的行为在短期内还存在一定的变数，但中长期来看，以日韩的经验，政府保障性住房供应方式的转变和力度的加大是加强社会保障的内在要求。

图 85：日本个人和政府资金建设的新住宅数量



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

图 86：韩国住房年度竣工量变化



数据来源：BLOOMBERG, CEIC, 长江证券研究部

表 3：韩国政府住房建设规划历程

| 时间    | 条例                      | 内容                     |
|-------|-------------------------|------------------------|
|       | 条款制度                    |                        |
| 70 年代 | 《住宅建设十年规划(1972-1981 年)》 | 计划在 10 年内建设供给 250 万套住房 |

|                  |   |   |
|------------------|---|---|
| 1972 年           | 《住宅建设促进法》   | 制度建设  |
| 1976 年           | 《城市再开发法》  | 对住房建设相关制度进行强化   |
| 1978 年           | 《有关住宅供给规定》  | 对住房建设相关制度进行强化   |
| (1982-1986 年) 期间 | 《租赁住宅建设促进法》   | 促进租赁住房建设  |
| (1987-1991 年) 期间 |   | 为强化租赁用住房建设, 设立租赁住房管理工团, 在税制上实行优惠政策, 并且为租赁住房建设提供大量土地   |
| 90 年代            | 《住宅 200 万户建设规划(1988-1992 年)》和《新济济五年规划(1993-1997 年)》 | 两次规划期间共建房 584 万户, 使韩国住房普及率大大提高  |
| 1978 年           | 《有关稳定住宅价格、抑制投机、供给住宅的规定》                             | 制定了规范住房供给条件与方法  |
| 1978 年           | 《抑制房地产投机及供给对策》                                      | 采取土地交易许可及申报制度, 扩大标准地价告示地域等众多抑制投机对策  |
| 1983 年           |   | 对民营住房实施债券购买制度   |
| 1988 年           |   | 政府通过“8·10 措施”, 采取了房地产检印契约制度和地价公告制度  |
| 综合规划             | 《国土综合开发规划》、中期的《经济社会发展五年规划》和短期的年度住房建设综合规划            |   |
| 20 世纪 70 年代      | 《住宅建设十年规划》  |   |
| 1988-1992 年期间    | 《住宅 200 万户建设规划》                                     | 它按收入将住宅供给对象划分为 10 级, 并归为 5 种类型, 按类型建立多元化供给体系。按当时的规划, 国家已经不承担中产以上阶层(8-10 级)的住房保障, 但同时却对特困的贫民(1 级)的永租房也提供财政支援。在税收方面, 韩国住宅相关税制包括往来课税(取得税、登记税、转让所得税和法人税特别课税)和保有课税(财产税、综合土地税)。税收减免对低收入者以及租赁房实行倾斜 |
| 90 年代            | 《新经济五年规划》   |   |
|                  | 特别机构  |   |
| 1962 年           | 设立了大韩住宅公社   | 专门承担公营住宅建设  |
| 1969 年           | 韩国住宅银行  | 专门承担住宅金融  |
| 1979 年           | 设立韩国土地开发公社  | 使低廉、大量供给住房用地成为可能  |
| 20 世纪 80 年代后期    | 设立租赁住房管理工团  | 以强化租赁用住房建设  |
| 1989 年           | 平民住宅建设企划团   | 督促《住宅 200 万户建设计划》的实施  |
|                  | 韩国国家住宅公司  | 公司每年为中低收入者生产并提供 5 万套经济适用住房。房屋类型主要有永租房、国租房、公租房和公售房等四种类型  |
|                  | 筹资渠道  |   |
| 1981 年           | 国民住宅基金  | 为无房产筹措购房款, 它由建设交通部委托韩国住宅银行管理。基金来源有国民住宅债券、住宅彩票、政府财政、国外贷款、住宅预约储蓄、国债管理基金预收金、利息等  |
|                  | 民营住宅资金  | 由经管住宅金融的金融机关通过预收金等方式筹措, 韩国住宅银行起初在民间住宅金融领域充当最核心的角色   |
|                  | 期付金融公司  | 向综合金融公司或资本市场筹措资金, 替购房者向住宅开发商提供资金后, 从购房者按一定条件收回其资金和利息  |

数据来源：长江证券研究部整理

## 附：中国保障性住房规划：

2008 年 11 月，住房和城乡建设部出炉的 9000 亿元庞大计划，未来 3 年中，中国政府将增加 200 多万套的廉租住房、400 多万套的经济适用住房，另外还将对 220 多万户林业、农垦、矿区的棚户区居民住房进行改造，平均每年投入约 3000 亿元。该计划实施后，将基本解决全国 1 0 0 0 万户低收入家庭的住房困难。未来 3 年，计划通过廉租房解决 747 万户低收入家庭的住房困难。其中 287 万户通过实物配租解决，460 万户通过租赁补贴解决。这方面的总投入约为 2150 亿元。经济适用房方面，根据各地上报的规划，今后 3 年将新建约 400 万套经济适用房，总投资约 6000 亿元。而棚户区改造也将于今年底全面启动，计划 3 年投资约 1000 亿元。

2009 年 5 月住房和城乡建设部，财政部和发改委公布《2009-2011 年廉租住房保障规划》

总体目标：从 2009 年起到 2011 年，争取用三年时间，基本解决 747 万户现有城市低收入住房困难家庭的住房问题。其中，2008 年第四季度已开工建设廉租住房 38 万套，三年内再新增廉租住房 518 万套、新增发放租赁补贴 191 万户（各省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团任务分解见附表）。进一步健全实物配租和租赁补贴相结合的廉租住房制度，并以此为重点加快城市住房保障体系建设，完善相关的土地、财税和信贷支持政策。

年度工作任务：

- 1、2009 年，解决 260 万户城市低收入住房困难家庭的住房问题。其中，新增廉租住房房源 177 万套，新增发放租赁补贴 83 万户。
- 2、2010 年，解决 245 万户城市低收入住房困难家庭的住房问题。其中，新增廉租住房房源 180 万套，新增发放租赁补贴 65 万户。
- 3、2011 年，解决 204 万户城市低收入住房困难家庭的住房问题。其中，新增廉租住房房源 161 万套，新增发放租赁补贴 43 万户。

保障方式：通过新建、购置和改造等方式筹集房源，同时继续实施租赁补贴制度，多渠道、多方式解决城市低收入住房困难家庭的住房问题。新建廉租住房采用统一集中建设和在经济适用住房、普通商品住房、棚户区改造项目中配建两种方式，以配建方式为主。

保障标准：廉租住房保障对象是城市低收入住房困难家庭，具体条件由市、县政府确定。廉租住房保障标准控制在人均住房建筑面积 13 平方米左右，套型建筑面积 50 平方米以内，保证基本的居住功能。租赁补贴额根据当地平均市场租金、家庭住房支付能力合理确定。

## 总结

在我们写作此文时，上海的房地产成交量和价格已经大幅反弹，再现甚至超过 07 年楼市的疯狂时期。有人肯定会质疑：是不是我们杞人忧天，或者是屁股决定脑袋，睁眼说瞎话？我们要告诉你的是：在 08 年四季度写的 09 年的年度策略报告里面，我们已经策略性的提出中国经济的反弹，当然包括房地产的反弹，那个时候，包括上海，回过头来看，房地产成交量和价格已经到了一个底部。可以说，今天的房地产发展趋势并没有超出我们的判断。

## 中期性结论

中期性结论的得出，主要是基于中日韩经济发展阶段的类似性。

一者，按照罗斯托的经济发展阶段理论，类似日韩当年，中国目前仍在一个走向成熟的阶段。从对日本 75 年左右和韩国 91 年左右的房地产发展的比较研究表明，中国目前的经济从而房地产发展阶段类似于这两个时期的日韩，处在一个历经高速增长，正在转向低速增长的过渡期，仍然在不断走向成熟的阶段。类似的发展阶段决定了有大体类似的发展路径。

二者，**从中期来看，中国的房地产大跌的可能很小。**尽管北京，上海，深圳等部分城市的房地产泡沫已经很严重，但是，整体来看，泡沫程度有限，即使短期房地产二次探底，整体房价大幅下调的可能（超过 30%）也几乎没有。这不仅源于类似的发展阶段，更是源于中国城市化进程的特殊性所带来的需求的强劲和人民币中长期升值的必然性。

三者，**从中期来看，中国房地产出现全国性的更大泡沫的可能很小。**在经济由高速向低速回落的过渡期，居民的收入增速必将同样出现回落，个人的收入增速预期回落将限制其支出水平；从中期来看，未来货币政策不大可能持续现在的宽松；尽管短期来看，政府的保障性住房供应还存在变数，但中期来看，政府保障性供应方式和力度的改变是必然的，这是完善全社会保障体系的内在要求，也是日韩的经验；中国整体上距离大众消费的时代还很远，以产业工人为主体的中产阶级时代还没有出现。

四者，未来几年，在走向成熟，增速逐渐回落的这样一个过渡阶段，在国内外需求与资源的约束下，中国经济依靠投资的增长方式，将导致经济出现增长与通胀的反复博弈，震荡式的前行，**房地产的发展同样会表现出一定的震荡性，在结束这样的过渡期后，随后将小幅上行，这是经济内生增长机制的使然。**

## 短期性结论

短期性结论的得出，主要是基于中国现阶段特殊性而言。中国当前的特殊性主要集中于通缩背景下，政府主导的宽松的货币政策和积极的财政刺激。

相比 02 年时的通缩下的政府类似的刺激政策，我们现在是内忧外患，对内很多制造业和矿产开采业加工业已经产能过剩；对外面对疲软的美元和大幅上涨的大宗商品价格上涨的压力；内外需短期复苏希望渺茫，民间投资跟进无望，实际货币需求增速放缓，而货币供应却急剧膨胀，带来的结果只能是通胀和资产价格上升。

相比 75 年的日本，都有产能过剩的压力，都存在很高的对外资源的依赖度，由于大宗商品价格上涨而面临输入性通胀的压力。和日本不同的是，一者，中国对外出口占比更大，当时的日本为 24%，而 08 的中国达到 35%，外需的疲软对我们的影响更大；二者，当时的日本，从消费的角度来看，已经进入了大众消费的时代，居民消费占比大 60%，而中国只有 35%；三者，当时日本面临严重的通货膨胀，从而采取了紧缩的货币供应政策，而中国是通缩下的极度宽松的货币政策。

**短期内，大家主要关心两个问题，一者，房地产会不会产生全国性的大泡沫；二者，存不存在二次探底的可能。**

我们判断在接下来的 3、4 季度，房地产仍将继续反弹的趋势。本轮反弹的支撑有三：一者，房地产的投资拉动地位。**房地产在这样的过渡时期扮演主导产业的角色**，按照我们前述判断，现阶段，投资将是中国经济增长的核心动力，其中房地产投资更是重中之重，房地产投资的

反弹是必需的和必然的，这里既有作为主导产业发展的供需支撑，更是政策的强力推进。二者，充沛的流动性和信贷支持。这是和日本当年最大的不同之一。信贷支持一方面激发了刚性需求的爆发，促进了成交量的迅速回升，另一方面引发人们的通胀预期，促进了投资需求的跟进。在需求的爆发中，在房地产开发贷款的松绑下，在去库存压力的缓解下，在地方政府主动降价卖地救急财政困境下，房地产开发投资的反弹应该是顺理成章。三者，居民的收入增速仍然在一个历史的相对高位，居民储蓄增速更是在一个历史高点，如前分析，在通胀的预期下和实际货币需求放缓下，居民和企业将需求资产的增值和保值，从而储蓄增速下降，用于投资地产等资产。同时，在此轮经济的反弹中，以汽车，有色，煤炭等为代表的企业开工率迅速恢复，居民收入短期内同样存在反弹的可能。前期房地产整体降幅非常有限，现在股市，楼市都大幅反弹，再次带来巨大的财富效应，刺激居民的购房冲动。

对于今后短期内楼市走势，我们认为有三种可能，但第二种可能最大。

第一种，我们仍然看不到内外需复苏的稳定，经济的后续反弹无力，但通胀并不明显并在央行认为的可控范围内，货币政策短期内仍然保持宽松以维持投资的增速。这个时候，此轮上涨的支撑因素之一宽松的货币政策仍在持续，但是居民的收入预期回落，并且储蓄增速已达低点，继续拿出储蓄投资楼市的动力已不足。在这种情况下，尽管刚性需求已无法持续跟进，但是，由于通胀预期的仍然存在，投资性需求并没有迅速回落，所以房价仍然有支撑，由于成交量的回落，价格上涨放缓，很可能出现高位的震荡，因为，如果到时情况真如此，那么，无论是开发商，还是消费者，大家对于紧缩性的货币政策和房价的走势都会出现很大的分歧。但是，如果到明年内外需仍然复苏无望，那么，宽松的货币政策是不是一直要持续到复苏的那一天？经济学的基本常识告诉我们持续的货币高增长和实际货币需求的低增长势必会带来通胀，何况，我们现在还要面对外部大宗商品价格上涨的压力。内有宽松货币，外有宽松美元下的大宗商品，通胀的压力不会等到外需复苏的那一天，持续如当前 09 年的上半年的货币供应可能性基本没有可能。随着后续的紧缩性政策的出现，投资性需求的支撑也将崩塌。开发商在存货增加，流动性收紧的压力下，降价成为必然，而且，如果这种情况出现，未来调整的幅度可能是最大的。

第二种，内外需复苏仍无望，但通胀压力已经明显，后续经济很可能面临滞胀的威胁，紧缩性的货币政策将收紧，同时，居民的储蓄增速已经达到了一个低点，有效的刚性购买力到达了一个低点。在我们强调的本轮上涨的两个支撑性因素都将消失的情况下，投资性需求将快速回落，从而成交量进一步萎缩，刚性需求再次出现观望，开发商将再次面对存货上升的压力，吸取 08 年的教训，下调价格将成为必然，实际二次探底开始，而再次探底的幅度有多大？我们认为不会太大（整体不超过 20%），而持续的时间则有待于经济复苏的快慢。

第三种，外需复苏迹象明显，整体经济复苏在望，通胀压力也明显，这个时候，央行的紧缩性政策应该出现，政策回到正常轨道，前期的放出来的货币将面临收回，随着成交量的回落，投资性需求迅速回落，因为支撑他的两个主要因素的消失，这个时候，货币需求将出现增长，由于民间投资的跟进，储蓄不再集中于房地产投资领域，而是向更广泛的存货和设备投资领域转移。价格也再次回落，但幅度不大，并迅速完成调整，再次走上小幅上涨之路。

那么在短期内，在全中国会不会升腾起一个巨大的房地产泡沫？我们认为，发生的可能也不大，此轮房价上涨的幅度将主要取决于投资性需求的强度，而支持此轮投资性需求的主导因素就是低利率下宽松的货币政策和 08 年累积下来的储蓄增长。如前面分析，从需求的角度，即由于内外需短期难振下，居民未来的收入预期的下降导致支出约束，储蓄增速的见底速度可能比 07 年来的更快；目前的房价已经回到了 07 年的最高水平，房价的继续上涨，尽管

说现在首付变少了，但是，未来月供的压力却在加大，考虑到未来收入的难以高增长，银行的贷款风险将加大，从而很可能再次收紧房贷。从供给的角度，随着政府的强力转型，地方政府很可能在这样的一个过渡期做出积极的转型，从土地的唯一供给者转变为住房市场最大的直接供给者，在现阶段的中国，是不能容忍高房价来阻止或减慢城市化，从而工业化的步伐；再者，未来几个月，商品房供给也将持续放大，新开工面积也加大，房价的过快上涨总会导致成交量的回落，从而存货压力的上升；当然，如果出现上述的第二或第三种情况，紧缩性的货币政策到来，投资性需求将会崩塌。

在影响未来房地产走势的因素中，有两个因素可能会给房地产带来巨大的不确定性，这样的不确定性也会影响我们关于再次调整的时点判断。一个是城市化过程中贫富分化的拉大，社会富裕阶层的预期变化和投资行为的变化将加大房地产市场的震荡，推动房地产价格反复上涨；另一个是政府未来参与房地产市场的方式和力度。为了稳定房地产投资，首先要稳定房价，为了保障城市化的有序推进，为了保证地方财政的稳定，政府在接下来的过渡时期，如前述，从中长期来看，政府很可能会实现房地产市场角色的转换，成为最大的住宅直接供应者。未来的中国房地产很可能出现的景象是政府主导的普通价格住房供应和富裕阶层主导的以抬升房价为主的投资行为的博弈，但是，短期却存在一定的变数。

## 分析师介绍

周金涛，南开大学经济学硕士，现任长江证券研究部副主管，长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。

李亚明，上海财经大学经济学硕士，复旦大学理学学士，08 年作为助理研究员在长江证券从事房地产研究，09 年加入长江证券策略团队。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话                         | E-mail                |
|-----|---------|----------------------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 3313073513564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘露  | 华东区客户经理 | (8621) 6329636213701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 吕洁  | 华东区客户经理 | (8621) 3313045013564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |
| 杨忠  | 华南区客户经理 | (8621) 3313073713916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李靖  | 华北区客户经理 | (8621) 6329957213761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |

## 投资评级说明

|             |  |
|-------------|--|
| <b>行业评级</b> | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好：相对表现优于市场<br>中性：相对表现与市场持平<br>看淡：相对表现弱于市场  |
| <b>公司评级</b> | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐：相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐：相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持：相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。