

2010年5月24日

## 中国经济 最近针对房地产市场投机的 系列政策是否会引起硬着 陆？

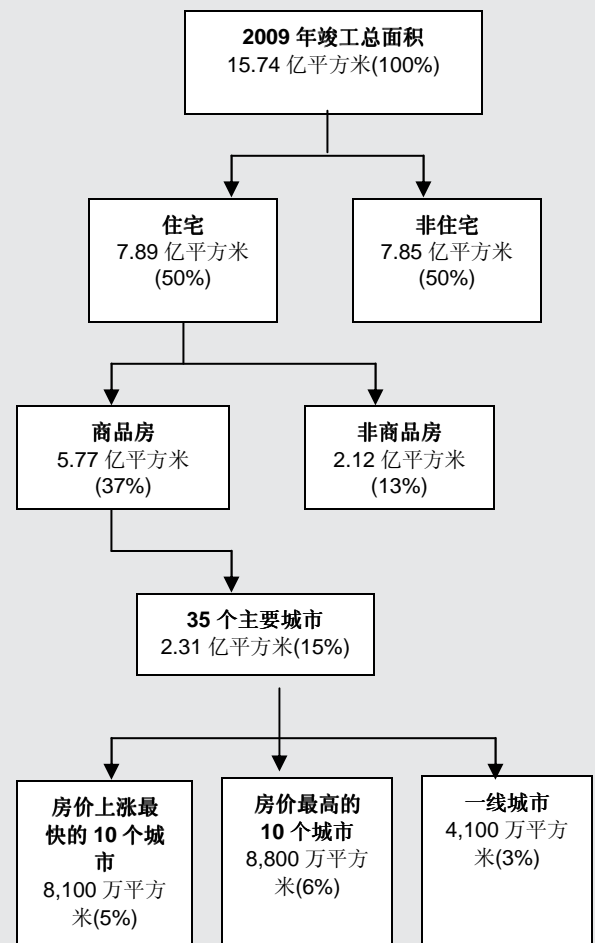
**什么样的问题：**最近，中国通胀压力刚刚有所缓和，但对经济可能出现硬着陆的担心已经开始加剧。尤其是许多市场人士认为，最近针对房地产市场投机的系列政策导致整体经济，特别是固定资产投资硬着陆的风险较大。

**我们的观点：**潜在的负面影响被大大夸大了：

- 1) 全国范围内，住宅类房地产竣工面积仅占所有建筑面积的50%。但是，约73%的住宅类建筑（占所有建筑的37%）为“商品房”，其开工建设和交易由市场自由决定。
- 2) 约40%的“商品房”（占所有建筑的15%）位于本次严厉调控措施涉及的35个主要城市。
- 3) 35个主要城市中，约30-40%的房地产项目（占所有建筑的5-6%）位于10个房价最高或上涨最快的城市。地方政府可能随后出台类似的严厉政策。4个一线城市的建筑面积只占全国的3%（表1）。

在中国，银行信贷一直是影响固定资产投资，尤其是房地产建设的最重要因素。本年度新增贷款目标为7.5万亿元，这意味着银行贷款余额同比增长将达到19%。只要这一信贷目标保持不变，固定资产投资增长硬着陆的可能性很小。此外，我们预期CPI的下行趋势将于今年四季度确立，届时新增贷款目标可能会有所松动。

表1：魔鬼在细节之中：  
主要城市的住宅类房地产市场有多重要？



来源：摩根士丹利研究部

## 最近针对房地产市场投机的系列政策是否会引起硬着陆？

### 情绪波动

#### 从过热到硬着陆

最近，对于中国经济可能出现硬着陆的担心正在加剧。尤其是许多市场人士认为，最近中国政府针对房地产市场投机的系列政策导致固定资产投资硬着陆的风险较大。有意思的是，一个月以前，许多市场人士还在认为中国经济最大的风险是通胀和过热。

对硬着陆的新忧虑是有没有道理？

**针对房地产市场投机的系列政策** 4月17日，国务院下发了一份措辞严厉的通知，要求各级政府和主要部委采取一致行动，遏制房地产市场投机和房价过快增长。国务院通知要求采取下列措施：

- a) 第二套房的贷款首付比例从目前的30-40%提高到50%，最低利率须高于基准利率10%。
- b) 对购首套自住房且面积在90平方米以上的，贷款首付比例不得低于30%，而目前的首付比例为20%。
- c) 对于购买第三套及以上住房的，银行应大幅提高首付比例及利率。
- d) 在房价“过高”或上涨“过快”的地区，银行暂停发放第三套住房贷款，并对非本地居民暂停发放住房贷款。
- e) 地方政府可自行决定在一定时间内限制购买套数。

国务院还要求财政部“加快研究和实施相关税收政策”，并重申将继续实行增加住房，尤其是低端市场住房供应的现有政策（参见“*中国经济：出台政策遏制房价快速增长*”，4月18日）。

值得注意的是，除了在全国实行与危机前相同的第二套和第三套房贷款规定之外，这些政策措施中最严厉的部分包括暂停发放第三套房贷款以及暂停向非本地居民发放购房贷款，并在一定时间内限制购房套数。这些新政策特别针对房价“过高”及 / 或最近几个月上涨“过快”的城市。

### 现实情况

#### 主要城市中住宅类房地产市场对于国民经济的重要性有多大？

上述针对房地产市场投机的政策出台至今已有一个月了。房价似乎已经不再快速增长，在一些主要城市，房地产成交量出现了大幅下滑。例如，据摩根士丹利房地产分析团队称，在5月10-16日的那一周，他们所跟踪的城市中，一半城市的成交量低于上周，另一半则高于上周。由于北京市实施了比较严厉的收紧政策，当周北京的房地产销售比上周下跌了49%。杭州的投机氛围显然更浓，其跌幅高达61%，显示了向下的趋势（参见“*中国房地产跟踪报道*”，5月17日）。

此外，为了响应政府号召，各地媒体不遗余力地报道房价和成交量下跌的各种新闻。这些数据和新闻报道加剧了人们对那些受影响最严重的城市房地产开工项目急剧萎缩，以及对固定资产投资增长可能出现全面的硬着陆的担心。

- 我们认为，最近针对房地产市场投机的系列政策对整体经济，尤其是对固定资产投资的潜在负面影响被大大夸大了。
- 为了衡量出具体的影响，很重要的一点是需要了解主要城市住宅类房地产建设和交易对于中国整体经济的影响。

#### 魔鬼在细节之中

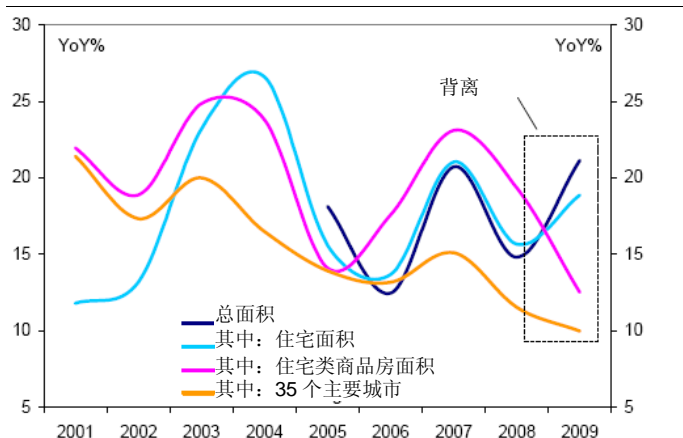
- 1) 全国范围内，住宅类房地产竣工面积仅占有房地产面积的50%。另一半是非住宅类房地产，如工业和商业建筑。
- 2) 约73%的住宅类建筑（占有所有建筑的37%）为商品房，其开工建设和交易由市场自由决定，购房者可以申请购房贷款。其余的住宅类建筑并非完全的市场化行为，而是由政府部门、国有企业、甚至大型私营企业为了给无房的雇员提供住所而在农村地区兴建的房屋，而

居住者对房屋没有完全产权。不过，非商品房类住宅建筑是固定资产投资的一部分。它所使用的建筑材料类别以及单位用量都与商品房相同，同时，每单位产出也可以产生同等的增加值。

- 3) 约40%的商品房（占有所有建筑的15%）位于本次严厉调控措施涉及的35个主要城市。其他60%的“商品房”位于中小城镇，这些中小城镇的人口占全国城市人口的62%。
- 4) 上述35个城市中，约30-40%的房地产项目（占有所有建筑的5-6%）集中在10个房价最高或上涨过快的城市。地方政府很可能随后出台类似的严厉政策。特别是，在北京、上海、广州、深圳这4个一线城市，其一级和二级住宅类房地产市场被认为流动性过高，投机过活跃，但是其竣工面积只占全国总量的3%。

难怪从全国和主要城市来看，总体建筑市场趋势和商品房市场趋势并不总是一致的。后者受行业政策干预的影响比较大，而前者则通常反映了宏观经济政策的总体情况（表2）。具体而言，2009年在建总面积的增长与激进的政策刺激下固定资产投资的强劲增长是一致的。

表2  
 在建房地产面积



来源：摩根士丹利研究部

另一方面，在建住宅类商品房的减速反映了开发商对

2009年宏观经济和政策环境改善的反应迟钝。2008年，开发商受到政策干预的制约，无论是宏观经济还是行业政策都对他们不利。

总体情况

底线：如果只根据受此类严厉政策措施影响最大的主要城市的住宅类房地产市场来评估中国经济的总体实力，则难免有失偏颇。这只是固定资产投资和总体经济的一小部分。

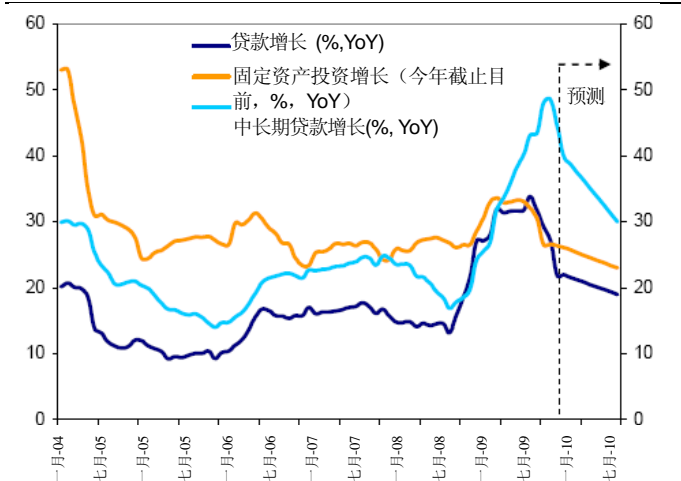
如果从地产类上市公司的股价表现来观察中国经济则更具有误导性。地产类上市公司的业务通常集中在高端市场和主要城市，因此受本次严厉政策的打击尤为严重。

银行贷款是关键

那么，总体情况究竟如何？

- 尽管出台了针对房地产市场投机的严厉政策，但我们相信总体宏观经济政策姿态并未改变。
- 尤其是，中国政府已多次重申了今年初确定的7.5万亿新增贷款目标。
- 1-4月份的贷款发放情况也显示，银行正在朝着这一目标前进。

表3  
 银行信贷推动固定资产投资



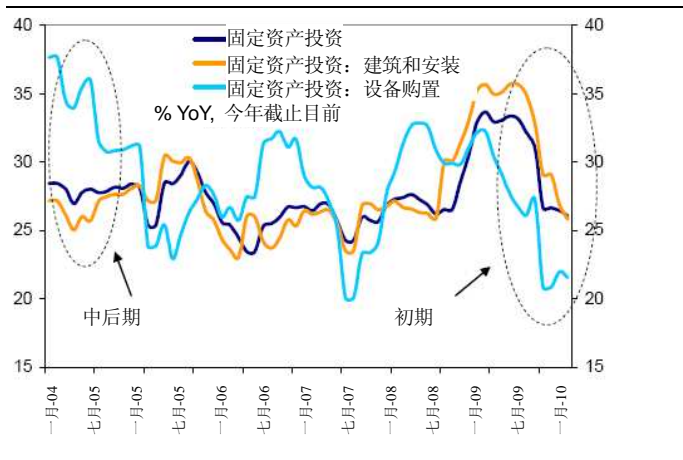
来源：摩根士丹利研究部

应当注意的是，在中国，银行信贷一直是影响固定资产投资，尤其是房地产建设的最重要因素。本年度新增贷款目标为 7.5 万亿元，这意味着银行贷款余额同比增长将达到 19%。我们认为，只要这一信贷目标保持不变，固定资产投资增长硬着陆的可能性很小（表 3）。

考虑到 19% 的银行贷款余额增长，我们预测 2010 年固定资产投资增长约在 20-25% 之间。虽然与 2009 年的 32% 相比有所减速，但这肯定不能算是硬着陆。尤其需要指出的是，主要用于固定资产投资的中长期贷款增长远高于整体贷款增长。这是因为 2009 年延期的短期贷款（主要是在信贷控制放松后银行急于扩大其贷款规模的结果）中，许多在 2010 年随着可贷款项目的增多而转成了中长期贷款。

如果这一固定资产投资增长可以持续，则以目前的资本支出周期，建筑和房地产投资增长即使不加速增长，也会保持目前的强劲势头。在固定资产投资内部，建筑和安装支出自 2009 年以来一直远超设备购置支出，这表明中国的资本支出周期仍处于早期阶段。这与 2005 年的情况刚好相反，当时设备购置支出远超建筑和安装支出，表明资本支出周期处于中后期。

表 4  
资本周期仍处于早期



来源：摩根士丹利研究部

## CPI 增长与（孤立的）房价泡沫

考虑到市场对中国房地产新政的负面反应，我们曾在一份报告中指出：“在目前这个当口，纠缠于中国政府对房地产行业会采取哪些措施，不会采取哪些措施，及其对实体经济的潜在影响的细节并没有多大作用。相反，我们应当了解总体情况...”（参见“中国经济：再通胀和政策正常化缓解”，5月11日）

在本报告中，在挖掘了具体细节之后，我们的基本观点依然不变：“这一次中国政府选择正确的宏观政策的可能性较大”，而今年出现“理想情形”的可能性最大（参见“中国经济：似曾相识：解析与日俱增的不确定性”，2010年2月8日）。

- 此外，我们预期CPI的下行趋势将于今年四季度确立，届时新增贷款目标可能会有所松动。
- 特别是，我们要再次强调：就宏观政策而言，能够改变政策是CPI增长，而不是孤立的资产价格泡沫。

自从希腊债务危机及其影响加剧以来，国际商品价格已经出现了大幅下跌。我们认为这将有助于控制中国的通胀。事实上，我们预测中国的经理人采购指数（PPI）同比增长将在4月份达到6.8%的峰值（参见“中国通胀跟踪报道：PPI可能已经见顶”4月19日）。

此外，希腊债务危机加剧了中国经济外部环境的不确定性和下行风险，使中国的政策制定者在进行重大的宏观政策转变（收紧）时更趋于谨慎。

中国总理温家宝在最近的一次公开讲话中表示应注意多项政策叠加的负面影响。我们认为，这意味着未来几个月政策将处于暂停状态（参见“中国经济：欧元和欧元区经济走弱的潜在影响”，5月19日）。

## 近期中国经济研究报告

欧元和欧元区经济走弱的潜在影响, 2010年5月19日

航图: 感觉差异, 2010年5月17日

再通胀和政策正常化缓行, 2010年5月11日

存款准备金率再次上调, 2010年5月3日

出台政策遏制房价快速增长, 2010年4月18日

2010年一季度的发展显示理想情形进入轨道, 2010年4月15日

人民币盯住美元: 会否退出? 为何退出? 何时退出? 如何退出? 2010年4月4日

无须担心中国的“高”债务问题, 2010年3月25日

航图: 增长动力的再平衡, 2010年3月21日

对温总理新闻发布会的解读, 2010年3月14日

胃口好≠肥胖: 如何看待中国的“过度投资”, 2010年3月5日

一个国家, 三个经济体: 城市化将成为经济增长的主要动力, 2010年3月2日

似曾相识: 解析与日俱增的不确定性, 2010年2月8日

央行数据显示外汇储备积累和热钱流入有所减缓, 2008年2月7日

外部经济看好, 调高2010年预测, 2010年2月3日

航图: 中国经济复苏动力增强, 2010年1月25日

再平衡, 未过热, 2010年1月21日

存款准备金率上升周期早于预期开始, 2010年1月11日

通胀之忧将会加剧;发布通胀跟踪报告, 2010年1月4日

2010年的五个潜在意外, 2009年12月7日

政策重点转向刺激私人消费, 2009年11月7日

2010年: 宏观经济不温不火, 2009年11月22日

中国经济: 关于人民币的对话, 2009年11月11日

10月份增长得到巩固, 未发生过热, 2009年11月11日

从供应面的角度看2010年的通胀预期, 2009年11月1日)。

航图: 经济复苏及其之后, 2009年10月26日

复苏走上轨道, 但并未过热, 2009年10月22日

担心通货膨胀? 先搞清楚货币供应量, 2009年10月19日

“过度储蓄”的优点: 危机过后对中国经济的反思, 2009年9月22日

复苏变得平淡, 2009年9月17日

美国中国轮胎特保案问答, 2009年9月14日

“中国消费不足”被夸大, 2009年9月13日

盘点财政状况, 2009年9月11日

“宽松政策的终结”和“紧缩政策的开始”, 2009年8月9日

目

中国的铁路还是美国的国债：如何看待中国“投资过热”，  
2009年7月27日

政策稳定性再次得到确认，7月23日

航图：强劲的复苏进入轨道，2009年7月22日

政策推动下的脱钩：调高2009—10年预测”，2009年7  
月17日

## 信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构 (统称“摩根士丹利”)。

### 全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行, 详情请查看: [www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies](http://www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies)

### 重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者: 在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放, 或被公众媒体所引用。

致香港读者: 信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为, 属于其在香港受监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问, 请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责; 在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行; 在西班牙由 Morgan Stanley, S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管, 该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发行; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行, 并对刊物内容负责。在英国, 由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告, 并完全根据《2000 年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员, 并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 First Rand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司, First Rand Investment Holdings Limited 则由 First Rand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述, 并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及在若干情况下, 以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播, 受迪拜金融服务管理局监管, 并仅针对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供给批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播, 受卡塔尔金融中央管理局监管, 并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求, 这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此, 单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意: 如中英文版本之间存在差别, 以英文版为准。

<b>美国</b> 1585Broadway NewYork,NY10036-8293 <b>UnitedStates</b> Tel:+1(1)2127614000	<b>欧洲</b> 20BankStreet,CanaryWharf LondonE144AD <b>UnitedKingdom</b> Tel:+44(0)2074258000	<b>日本</b> 4-20-3Ebisu,Shibuya-ku Tokyo150-6008 <b>Japan</b> Tel:+81(0)354245000	<b>亚太地区</b> ThreeExchangeSquare Central <b>HongKong</b> Tel:+85228485200
---	---	---	--