

房价究竟应该降多少？

（农业银行战略管理部，3月2日）

上周，国际宏观经济形势继续恶化。美国商务部上周五公布的数据显示，经修正后，美国 2008 年第四季度 GDP 经季节因素调整后折合成成年率为下降 6.2%（一个月前公布的初步数据为下降 3.8%），这也是 1982 年第一季度 GDP 下降 6.4% 以来的最差季度表现。日本财务省上周三发布的数据显示，今年 1 月份日本出口同比降幅达 45.7%，日本 1 月份的贸易逆差达到 9526 亿日元的历史新高。至此，自去年 8 月日本出现 26 年来首次月度贸易逆差后，日本已连续 4 个月出现贸易逆差（去年 9 月份日本为微弱顺差）。受此影响，日本 1 月份工业产值较上月下降 10.0%，降幅创历史最大。上周三德国统计局公布的最新数据也显示，德国 2008 年第四季度出口较上一季度大幅下降 7.3%，而第四季度 GDP 则环比下降 2.1%。

经济形势恶化在微观层面反映的也十分明显。上周四，英国苏格兰皇家银行（RBS）宣布，2008 年该行亏损达到 241 亿英镑（约 342 亿美元），创英国企业有史以来年度亏损之最。同日，美国通用汽车宣布，其去年第四季度亏损额度为 96 亿美元，2008 年全年亏损额更是高达 309 亿美元，这是通用汽车 100 年历史上损失第二大的一年，亏损第一多的年份为 2007 财年的 387 亿美

元。美国联邦储蓄保险公司(FDIC)上周公布的报告则显示,美国商业银行和储蓄机构去年第四季度共亏损**262**亿美元,为**1990**年第四季度以来的首次季亏,也是**FDIC**开始此项统计**25**年来的最高季度亏损额。截至去年第四季度末,**FDIC**关注的“问题银行”增加到**252**家,远高于去年第三季度末的**171**家。

与难看的经济数据相适应,上周公布的一些景气和信心指数也再次下滑。今年**2**月份美国消费者信心指数再次下跌,其中密西根大学消费者信心指数从上个月的**61.2**下降到**56.2**,世界大企业联合消费者信心指数从上个月的**37.4**下降到**25**,其中后者是**1967**年来该指数问世以来的最低点。德国经济研究所上周二日公布的调查显示,德国商业信心**2**月份跌至纪录新低**82.6**,为该调查自**1991**年开始以来的最低水平。

我们在上一期的周宏观述评中专门分析了东欧经济面临的严峻形势,上周,东欧国家的问题受到了更多的关注。最突出的是,标准普尔上周二(**2月24日**)将拉脱维亚的信用评级下调至“垃圾级”。无独有偶,东南亚国家的经济问题也在上周受到越来越多的关注。韩国上周公布的数据显示,经季节因素调整,韩国去年第四季度**GDP**下降**5.6%**,降幅居**OECD**的**30**个成员国之首。泰国政府上周公布的数据显示,泰国去年第四季度经济同比收缩**4.3%**。同时,泰国政府还将**2009**年经济增长预期由之前的**3%-4%**,大幅下调到**0%至-1%**。而据新加坡政府上周公布的最新数据,去年第四季度,新加坡**GDP**同比下降**4.2%**,降幅高于

政府一个月前宣布的 3.7%。预计 2008 全年新加坡经济只略增 1.1%，远远低于 2007 年的 7.8%。而由于铜、棕榈油和其他出口大宗商品价格萎缩，印尼的出口则受到了更大的冲击（附 1）。与东欧的困难主要在于外债负担过重不同，东南亚的困难主要在于对出口依赖过大。

国内方面，在上周三国务院常务会议原则通过有色和物流两个产业振兴规划之后，十大产业振兴规划全部出齐，预计在本周两会结束之后，还将公布十大产业振兴规划的实施细则。我们认为，对于此前也有呼声，但最终未能进入十大产业振兴规划之列的行业，如林业、新能源以及房地产等，也不排除今后会以其他形式出现（如某某行业中长期发展规划）的可能。

年初以来特别是自春节之后，对于中国的经济形势，市场上一度上出现了不少乐观的声音（但我们依然持谨慎观点，参见 1 月 21 日专题分析报告“2009 年经济走势与银行业展望”和 2 月 9 日周述评“全球严冬，中国早春？”），认为中国经济有可能在一季度见底，中国 A 股也走出了一波独立于国际股市的反弹行情。但是，从上周开始，各方面对形势的判断开始趋于谨慎。上周一下午中央政治局进行了第十二次集体学习，中共中央总书记胡锦涛在主持学习时指出，当前世界经济形势严峻复杂，国际金融危机尚未见底，中国经济增长下行压力加大。胡总书记的这一看法，应该反映了中央对当前经济形势的最权威表态。反映在股市方面，据天相投资投顾问公司的统计，截止上周一，共有 1003

家上市公司公布了 2008 年年报或者业绩预告，共实现净利润合计约为 1736 亿元，较上年同期下降 43.56%。也许是与之相呼应，上周二到周五 A 股四连阴，创 18 周以来最大单周跌幅。

上周，还有一个值得特别关注的问题就是房地产市场的最新发展。英国国家建筑协会(Nationwide Building Society)上周四(2月26日)的最新报告显示，英国2月份房价同比下降17.6%，创1991年以来的最大降幅。另据英国银行家协会周二(2月24日)的报告，今年1月份的英国抵押贷款批准数量同比骤降了43%。美国的房价也在继续下跌。上周二公布的数据显示，去年12月份美国Case-Shiller 20城市住宅房屋指数为同比下降18.5%，已经下降到2003年底的水平。如果从2006年7月份该指数的最高点206.52算起，在过去两年半之内，美国平均房价已经下降了27%。与美国房价下跌相伴的是销售的持续下降，其中去年12月份成屋(即二手房，占美国住房销售总量的几乎90%)销售比上个月下降25万套。

鉴于2000年到2007年期间这轮全球经济增长与房价上涨有密切关系，次贷危机的导火索也是美国房价的下跌，因此房地产市场是否企稳特别是房价是否见底应该是本轮经济危机是否即将结束的一个重要风向标。从这个意义上说，国际金融危机确实尚未见底。对中国房地产市场来说，突出的表现是，尽管从去年8月份开始，全国70大中城市房屋销售价格已经连续6个月环比下降，但是整体降幅并不大，房价仍然偏高。这在舆论导向的变

化上也有一定反映。在去年 12 月 20 日《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》(以下简称《意见》)之前,尽管市场已经有大量关于房价过高的讨论,但是政府方面一直没有对此有任何明确的表态,但在《意见》提出“房地产开发企业要根据市场变化和 demand, 主动采取措施,以合理的价格促进商品住房销售”之后,来自政府部门的、认为房价过高声音开始越来越多(见附表 5)。

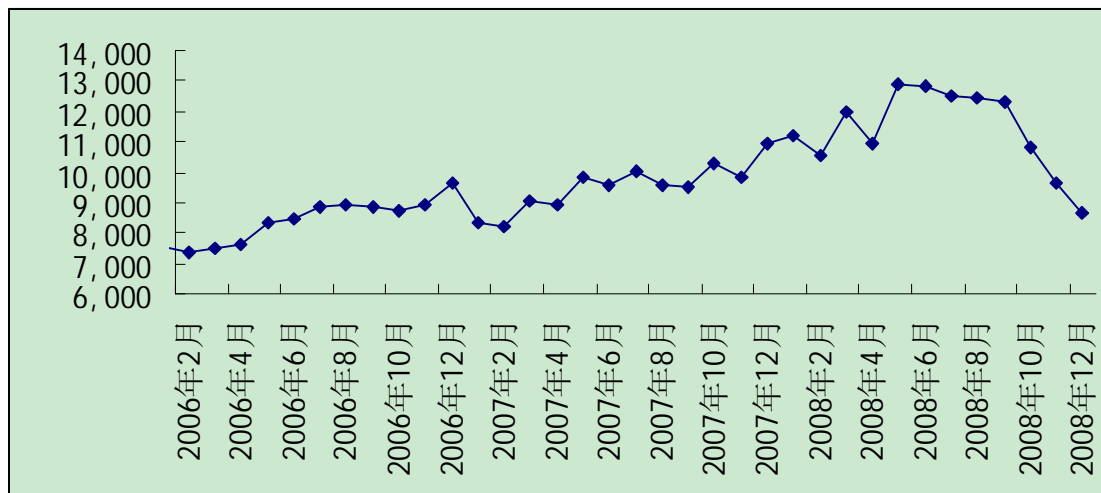
但是,在确认房价过高、需要下降的时候,另一个更重要也更让人关心的问题就是,房价究竟应该降多少?对于这个问题,有两个比较常用的指标可资参考,一个是房价收入比,另外一个则是租金收益率。考虑到数据的可得性,我们这里选用房价收入比指标,不过房价收入比的合理水平在不同的时期和不同的地区标准并不相同,考虑到现在城镇居民购房绝大多数都采用银行按揭贷款的方式,为此我们选用可以由房价收入比推算出来的另外一个更合适指标:月供收入比,无论是从银行控制风险还是家庭可接受的角度看,如果房价合理,那么一般居民家庭的平均月供收入比应该不高于 50%。

按照上述标准,根据我们的计算,从静态看(2008 年底这一时点),全国主要城市房价应该再下降 30%;从动态看(到 2009 年底时),由于居民收入也在增长(2008 年城镇居民人均可支配收入同比增长 14.5%),那么房价应该再下降约 15%。在其他条件不变时,如果能够保持去年 9 月末以来的房价下降速度,那么

到今年三季度时，全国房价就将进入一个基本合理的区域（具体城市会有较大差异）。

当然，需要特别指出的是，以上估算是建立在一系列并不严格假设之上（贷款利率不变、居民收入增速不变、按揭 20 年、住房面积 90 平米等等）得出的，而且仅仅 6 个城市的数据并不一定能够代表全国的平均情况，因此也就只能是仅供参考。

附1 印尼对外出口从去年5月份之后开始持续下降（单位：百万美元）



数据来源：CEIC、农业银行战略管理部

附2 全国六大城市二手房月供收入比

	平均	北京	上海	南京	杭州	广州	深圳
2009年1月份二手房销售价格(元/平米)	11641	13118	16843	8299	11813	7927	11844
家庭月收入(元)	7134	7284	7516	6463	6900	7425	7216
1月份房价下家庭月供(元)	5149	5803	7450	3671	5225	3506	5239
月供收入比	72%	80%	99%	57%	76%	47%	73%
房价下降多少使得月供收入比降至50%	-31%	-37%	-50%	-12%	-34%	-	-31%
2008年9月份二手房销售价格(元/平米)	12325	14486	17964	8751	12089	8394	12264
二手房价与08年9月份相比实际下降幅度	-6%	-9%	-6%	-5%	-2%	-6%	-3%

注：假设购买90平米房屋，首付20%，20年贷款，按揭利率下浮30%，为4.158%。在计算收入时，我们假设每个家庭有三个人有收入，这一明显偏高的假设用以覆盖可能存在的灰色收入以及父母帮助月供的情形。此外，目前大多数住房面积都大于90平米，但是二手房以房价较高的市区为主，而且大面积住房因素也可用更长的贷款期限予以低效。

数据来源：CEIC、搜房网、中金公司报告、农业银行战略管理部

附3 中国宏观经济数据概览

		2008-1	2008-2	2008-3	2008-4	2008-5	2008-6	2008-7	2008-8	2008-9	2008-10	2008-11	2008-12	2009-1
国内生产总值														
GDP	人民币, 十亿	6,149				13,062				20,163				30007.0
	同比增长, %	10.6				10.4				9.9				9.0
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	17.4	15.4	17.8	15.7	16.0	16.0	14.7	12.8	11.4	8.2	5.4	5.7	
其中: 轻工业	同比增长, %	15.2	11.8	15.7	12.1	13.5	13.3	12.2	11.7	11.2	10.3	10.1	8.1	
重工业	同比增长, %	18.4	16.9	18.7	17.2	17.0	17.1	15.7	13.2	11.5	7.3	3.4	4.7	
消费 当月														
消费品零售	人民币, 十亿	907.7	835.5	812.3	814.2	870.4	864.2	862.9	876.8	944.7	1008.3	977.59	1072.8	
	同比增长, %	21.2	19.1	21.5	22.0	21.6	23.0	23.3	23.2	23.2	22.0	20.8	19.0	
其中: 城市	人民币, 十亿	615.8	568.3	553.7	555.9	594.7	594.65	590.5	601.5	642.7	683.3	652.8	720.8	
固定资产投资, 自年初累计														
城镇固定 投资	人民币, 十亿	812	812	1,832	2,841	4,026	5843.6	7216	8492	9987	11318.9	12766	14817	
	同比增长, %	24.3	24.3	25.9	25.7	25.6	26.8	27.3	27.4	29.0	27.2	26.8	26	
房地产投资	人民币, 十亿	260	260	528	695	952	1319.6	1588.4	1843	2128	2391.8	3083.6	3058.0	
	同比增长, %	34.1	34.1	34.7	32.1	31.9	33.5	30.9	29.1	26.5	24.6	22.7	20.9	
外商直接投资, 自年初累计														
实际利用 金额	美元, 十亿	11.2	18.1	27.4	35.0	42.8	52.4	60.7	67.7	74.4	81.1	86.42	92.4	7.54
	同比增长, %	109.8	75.2	61.3	71.9	54.97	45.55	44.54	41.6	39.85	35.06	26.29	23.58	-32.67
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	109.6	87.4	109	118.7	120.5	121.5	136.7	134.9	136.4	128.3	114.9	111.16	90.5
	同比增长, %	26.7	6.5	30.6	21.8	28.1	17.6	26.9	21.1	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5
进口	美元, 十亿	90.2	78.8	95.6	102.0	100.3	100.2	111.4	106.1	107.1	93.1	74.8	72.18	51.3
	同比增长, %	27.6	35.1	24.6	26.3	40.0	31.0	33.7	23.1	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1
贸易差额	美元, 十亿	19.5	8.6	13.4	16.7	20.2	21.3	25.3	28.7	29.3	35.2	40.09	38.9	39.1
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数	同比, %	7.1	8.7	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0
商品零售价格指数	同比, %	6.2	8.1	7.8	8.1	7.5	7.1	6.8	5.5	5.3	4.6	2.7	1.44	0.7
工业品出厂价格指数	同比, %	6.1	6.6	8.0	8.1	8.2	8.8	10	10.1	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3
货币														
M0	人民币, 十亿	3,667	3,245	3,043	3,080	3,017	3,018	3,070	3100	3172	3130	3063.6	3421.8	4110.0
	同比增长, %	31.2	6.0	11.1	10.7	12.88	12.28	12.3	10.89	9.28	10.59	9.04	12.65	12.0
M1	人民币, 十亿	15,487	15,017	15,087	15,170	15,334	15,482	15,500	15,700	15,575	15,720	15,783	16622	16520
	同比增长, %	20.7	19.2	18.3	19.05	17.93	14.19	13.96	11.48	9.43	8.85	6.80	9.06	6.7
M2	人民币, 十亿	41,784	42,103	42,305	42,920	43,622	44,314	44,640	44,900	45,290	45,310	45864	47517	49610
	同比增长, %	18.9	17.5	16.3	16.94	18.07	17.37	16.35	16	15.29	15.02	14.8	17.82	18.8
金融机构 存款	人民币, 十亿	39,155	40,492	41,569	42,220	43,127	43,899	44,370	45,000	45,494	45,830	46237	46620	48160
	同比增长, %	15.1	17.2	17.4	17.69	19.64	18.85	19.6	19.28	18.79	21.1	19.97	19.73	22.98
金融机构 贷款	人民币, 十亿	26,969	27,216	27,500	27,960	28,290	28,620	29,000	29,300	29648	29,830	29575	30347	31990
	同比增长, %	16.7	15.7	14.8	14.7	14.86	14.12	14.58	14.29	14.48	14.58	16.03	18.76	21.33
贷款利率	一年期, %	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	6.93	6.66	5.58	5.31	5.31
存款利率	一年期, %	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	3.87	3.60	2.52	2.25	2.25
汇率(期末)	人民币/美元	7.19	7.11	7.02	7.00	6.94	6.86	6.84	6.83	6.82	6.83	6.84	6.84	6.84

数据来源: CEIC、Wind 资讯、农行战略管理

附 4：金融市场主要数据概览

指数名称	收盘	最近一周涨跌幅%	最近两周涨跌幅%	最近一个月涨跌幅%	09年至今涨跌幅%	08年至今涨跌幅%	
主要股指							
上证指数	2,082.85	-7.90	-10.25	4.63	14.39	-62.36	
深成指	7,608.22	-9.68	-11.83	8.45	17.31	-57.39	
道琼斯工业平均指数	7,062.93	-4.11	-11.16	-11.72	-21.82	-45.85	
标准普尔500指数	735.09	-4.54	-11.09	-11.64	-21.11	-49.20	
FT100	3,830.99	-1.49	-8.56	-5.47	-16.02	-40.30	
东京日经225指数	7,503.56	1.18	-3.55	-6.14	-15.31	-48.93	
香港恒生指数	12,894.94	1.54	-4.17	2.51	-14.28	-53.21	
利率							
3个月LIBOR	1.26	1.10	2.18	6.49	-10.71	-72.95	
3个月SHIBOR	1.27	-0.63	-1.90	-7.68	-26.93	-71.29	
汇率							
美元/人民币	6.84	0.03	0.07	-0.02	0.05	-6.33	
欧元/人民币	8.68	0.50	-1.41	-0.87	-10.13	-18.58	
美元指数	88.01	0.50	2.39	2.54	7.99	4.37	
欧元/美元	1.27	-1.21	-0.85	-1.04	-9.15	-13.93	
国际原油价格							
伦敦期货	46.35	10.65	3.44	1.02	-1.19	-52.63	
纽约期货	44.76	14.95	19.33	7.39	-3.41	-55.07	
有色金属							
铜	1,748.77	0.72	-0.91	5.66	14.15	-50.31	
铝	846.94	-0.58	0.25	3.47	1.85	-31.71	
农产品							
小麦	514.00	-1.01	-4.01	-11.80	-15.88	-43.83	
玉米	362.00	3.35	-0.34	-7.30	-12.19	-21.73	
大豆	976.00	2.15	13.16	12.28	0.62	-20.81	
黄金	942.60	-3.22	-0.50	7.63	6.75	7.17	
钢	3,561.00	-2.09	-7.60	-6.26	-4.99	-20.19	
煤	秦皇岛动力煤	347.50	-2.80	-6.08	-10.90	-10.90	-6.08
波罗的海干散货指数	1,986.00	4.09	20.95	127.75	156.92	-77.66	

注：本数据报告日期为2009年2月27日，其中LIBOR以美元计价，SHIBOR以人民币计价。
 原油价格单位为美元/每桶；黄金为纽约商交所期货价格，单位为美元/盎司；
 钢为螺纹钢（25毫米）各城市平均价，秦皇岛动力煤为普通混煤平仓价格元/吨；
 铜、铝为上海有色金属价格指数SMM（2003年4月1日=1000）；
 小麦、玉米、大豆为郑州商品交易所期货价格，单位为元/吨。

数据来源：WIND资讯、农业银行战略管理部

附5 年初以来部分政府高官关于房价的公开表态

人物	内容	来源
中共中央政治局委员、上海市市委书记俞正声	“房价不能高，不能再涨了。”1月17日，在上海市十三届人民代表大会第二次会议上，中共中央政治局委员、市委书记俞正声代表说	2009年1月18日 《东方早报》
北京市市长郭金龙	“房价涨得太离奇 适当要开发中端房” 面对多空僵持的北京房地产市场，北京市市长郭金龙在北京两会期间坦言，房价离谱是重要原因，他建议房地产业自身解决该问题。房价涨得太过离奇。“在座的各位，一个月收入还买不了一平方米，我还爱你吗？”	2009年1月13日 《新京报》
南京市市长蒋宏坤	“有的楼盘根本是暴利，我们要引导开发商更多让利百姓”。南京市市长蒋宏坤期待房市能够理性回归。1月13日上午，在南京市政协一次联组讨论会上，蒋宏坤表示：“房价要理性回归，尽管去年9月，南京在全国较早出台了促进房市发展的若干政策，但政府不是一味救市。有的楼盘根本是暴利，我们要引导开发商理性回归价格，更多让利百姓。”	2009年1月26日 《华夏时报》
建设部部长姜伟新	“2007年下半年我国市场化的住房价格飞涨，除了极少数高收入家庭外，几乎所有家庭都难以承受，因此房价已经到了必须调整的时候，世界经济金融危机催化了这个调整。”面对民建中央两位副主席的到访，住房和城乡建设部（下称“住房部”）部长姜伟新直言不讳。	2009年2月26日 中国新闻网

数据来源：农行战略管理根据公开资料整理

中国农业银行 战略管理部

北京市东城区建国门内大街 69 号

邮编：100005

E-mail/ fubingtao@abchina.com

联系电话/ 85107862

声明：本报告由中国农业银行战略管理部撰写，其中的数据和信息均来自于公开资料。本报告的版权仅为中国农业银行战略管理部所有，复印、引用或转载需注明出处。研究报告中所提供的信息仅供参考，中国农业银行不对任何使用本报告产生的后果负责。