

宏观研究/深度研究

2019年04月22日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：金融供给侧改革与信用释放》
2019.04
- 2 《宏观：从供给侧看全球资本流动》2019.04
- 3 《宏观：从央行的“视角”看经济下行风险》
2019.04

地产政策周期异化与科技周期孕育

新供给价值重估理论（三）

核心观点：

2008年后中国经济周期主要是地产政策周期，2016年10月以后，因城施策的房地产调控措施使得地产政策周期异化，目前“因城施策”的政策导向没有发生改变，地产政策成为了宏观经济波动的稳定器而不是宏观经济波动的放大器。中国摆脱地产政策周期困扰的唯一方法是触发科技周期，当前是科技周期孕育期，应该重点发展科技基础设施，当前新一轮科技周期已经初现雏形，以物联网、云计算、大数据、人工智能为主的信息技术设施已经逐步形成，未来仍需探索广泛应用于生产生活的具体形态。

新供给价值重估理论的提出

新供给价值重估理论是指在供给侧改革的大背景下，通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期，通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力，有效的使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或缓解其下行，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。

2008年后中国经济周期主要是地产政策周期，但近几年地产政策周期异化

2008年以来，中国经济周期形成了大致为3年左右的周期性特征，与房地产周期吻合度高，我国的地产周期主要受地产政策影响，可以说2008年后的经济周期主要就是地产政策周期。但从2016年三季度起，国家开始收紧重点城市的地产调控政策，并出台系列政策，配合推动三四线城市去库存。我们判断未来一线和部分重点二线城市地产政策有边际放松的可能性，但当前国家并不希望通过地产强刺激将经济拉成强势复苏，“因城施策”的政策导向没有改变，部分城市地产政策的边际宽松不会导致经济全面复苏。地产政策成为了宏观经济波动的稳定器而不是宏观经济波动的放大器。

中国摆脱地产政策周期困扰的唯一方法是触发科技周期

20世纪90年代，随着苏联解体、美国部分军用科技转向民用领域，同时克林顿政府将政策扶持新经济发展上升到国家战略高度，互联网技术在美国迅速发展并广泛应用于生产生活，较大程度上改变了社会生产生活方式，美国经济全要素生产率出现了较快速度增长。而为科技行业创设更友好的政策环境、提供更全面的支持，是触发科技周期的必要条件，只有触发科技周期，才可能从中长期来看提高我国经济的潜在增速，摆脱对房地产领域的政策依赖。

当前是科技周期孕育期，应该重点发展科技基础设施

90年代互联网繁荣所触发的科技周期主要源自50-60年代美国政府在军工、航空航天领域的大量研发投入，为后续科技周期酝酿了基础条件。70-80年代，美国开始强化联邦技术向私人部门的转移，推动高速网络及信息通信技术的开发和大规模商用，由此触发“硅谷机制”，催生新一轮科技周期。我们认为硅谷机制只是最后的催化剂，科技周期不能只靠商业资本，而更多是依靠政府前期在科技基础设施领域长周期的资本投入。科技周期的触发具有一定的偶发性，但并非无迹可寻，我们认为中国当前是培育科技基础设施的重要阶段，前瞻谋划和系统部署科技基础设施建设具有重要意义。

科技周期雏形出现，未来仍需探索广泛应用于生产生活的具体形态

人类社会经历了农业革命、工业革命，正在经历信息革命。当前，新一轮科技周期已经初现雏形，以物联网、云计算、大数据、人工智能为主的信息技术设施已经逐步形成，它们之间有着本质的联系，层层递进，但我们认为目前这些领域的应用仍较为碎片化，需要继续深度融合，建立系统的产业化和商用化体系，才能实现更加广泛的应用，才能带来大的变革，未来仍需探索广泛应用于生产生活的具体形态。同时，资本市场应在促进科技周期中发挥重要作用，科创板是关键性的改革举措，其设立目的是帮助科技创新型企业得到更多的资本支持，未来科创板的重要性将得以凸显。风险提示：金融供给侧改革政策落地不及预期；经济回落压力加大。

正文目录

一、2008 年后中国经济周期主要是地产政策周期	4
1.1 地产对宏观经济影响非常明显	4
1.1.1 房地产行业产业链长，与宏观经济关联度高	4
1.2 地产行业景气度受政策影响明显	5
1.3 2008 年后的经济周期主要是地产政策周期	6
二、2016 年 10 月以后因城施策的房地产调控措施使得地产政策周期异化	8
2.1 2016 年底至 2019 年初是一二线收紧三四线放松	8
2.2 预计未来一段时间三四线棚改货币化减弱，一二线城市逐渐放松	9
2.3 地产仅为经济托底，部分城市地产政策放松不会导致经济全面复苏	13
三、中国摆脱地产政策周期困扰的唯一方法是促发科技周期	14
3.1 20 世纪 90 年代，美国进入克林顿繁荣，互联网广泛应用于生产生活，触发科技周期	14
3.2 只有触发科技周期，经济才可以不依赖地产，并实现高质量发展	15
四、当前是科技周期孕育期，应该重点发展科技基础设施	17
4.1 美国在 20 世纪 50、60 年代在军工和航空航天领域的投入，为科技周期酝酿了基础条件	17
4.1.1 战争及冷战因素促使美国政府增加国防研发支出	18
4.1.2 设立 NASA，航空航天领域政府研发支出大增	18
4.1.3 美国政府在开发性及基础性研发领域的大量投入，为科技周期酝酿了基础条件	19
4.2 硅谷机制只是最后的催化剂，也很重要，但科技周期不能只靠商业资本	20
4.2.1 美国研发技术的商用始于里根时期	20
4.2.2 修改法案，推动高新技术向私人部门转移	20
4.2.3 重视民用科技，硅谷机制成催化剂，科技周期开启	21
4.3 中国当前是培育科技基础设施的重要阶段	22
五、科技周期雏形出现，未来仍需探索广泛应用于生产生活的具体形态	23
5.1 未来科技周期或是人工智能、大数据、云计算、物联网的结合体	23
5.1.1 物联网 IoT (Internet of things)	23
5.1.2 云计算 (Cloud)	23
5.1.3 大数据 (Dig Data)	24
5.1.4 人工智能 AI (Artificial Intelligence)	24
5.1.5 四者的关系	25
5.2 目前这些领域的应用仍较为碎片化，需要广泛应用才能带来大变革	25
5.3 资本市场应在促进科技周期中发挥重要作用——科创板的重要性凸显	26

图表目录

图表 1: 房地产产业链.....	4
图表 2: 房地产带动上游原材料产业发展.....	4
图表 3: 房地产推动下游产业发展	5
图表 4: 房地产行业的政策周期变动	5
图表 5: 房地产周期性政策梳理	6
图表 6: 房地产开发投资完成额变动与工业增加值的变动一致	7
图表 7: 上市房企利润增速和沪深股票利润总和变动一致	7
图表 8: 商品房销售面积变动领先与 GDP 不变价变动	7
图表 9: 70 个大中城市的新建商品住宅指数同比走势: 2016 年三季度-2019 年初, 三线城市明显强于一线	8
图表 10: 70 个大中城市二手住宅价格同比走势: 2016 年三季度-2019 年初, 三线城市也明显强于一线	8
图表 11: 2018 年多数省份超额完成棚改计划, 2019 年大部分省份棚改计划安排下降(单位: 万套)	10
图表 12: 2018 年四季度以来, 地方房地产调控政策边际变化	12
图表 13: 纳斯达克指数 1995~2000 年涨幅超过 450%; 2000 年初纳指计算机指数点位约为 1995 年初的 10 倍	14
图表 14: 1995-1999 年信息业行业增加值迅速增长, 占 GDP 比重提高	15
图表 15: 上世纪 90 年代是美国全要素生产率增速较快的时期	15
图表 16: 高端制造业(统计局口径)投资增速近年来持续明显高于整体制造业	15
图表 17: 政府科研支出在上世纪 50-60 年代出现大幅提升	17
图表 18: 50-60 年代美国政府先后在国防和非国防(主要为航空航天)领域增加研发支出, 两者比重先后上涨	17
图表 19: ARPA 成立后, 政府国防科研支出大幅提升	18
图表 20: NASA 成立后, 非国防科研支出大幅提升	19
图表 21: 阿波罗计划时期, NASA 支出占比大幅提升	19
图表 22: 政府研发支出中三类占比: “开发”项目占比最高	20
图表 23: 美国三类研发支出对政府资金依赖度(政府资金占总资金比重)	20
图表 24: 信息技术行业 IPO 公司猛增, 科技周期逐步开启	21
图表 25: 90 年代美国信息通信技术生产行业对 GDP 的拉动大幅提高	21
图表 26: 90 年代美国 GDP 增速迅速走高, 超过全球及高收入国家水平	22
图表 27: 美国 GDP 占全球的比重在 90 年代快速提高	22
图表 28: 2017 年中国物联网应用图谱	23
图表 29: 2018 年中国云计算产业生态图谱	24
图表 30: 2018 中国大数据产业图谱	24
图表 31: 人工智能发展行业应用	25
图表 32: 物联网、云计算、大数据、人工智能的关系是层层递进的	25
图表 33: 科创板设立是对创新发展战略和资本市场改革的双重响应	26

新供给价值重估理论是指在供给侧改革的大背景下，通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期，通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力，有效的使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或缓解其下行，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。

本篇报告是系列报告第三篇，重点讨论地产政策周期异化与科技周期孕育。

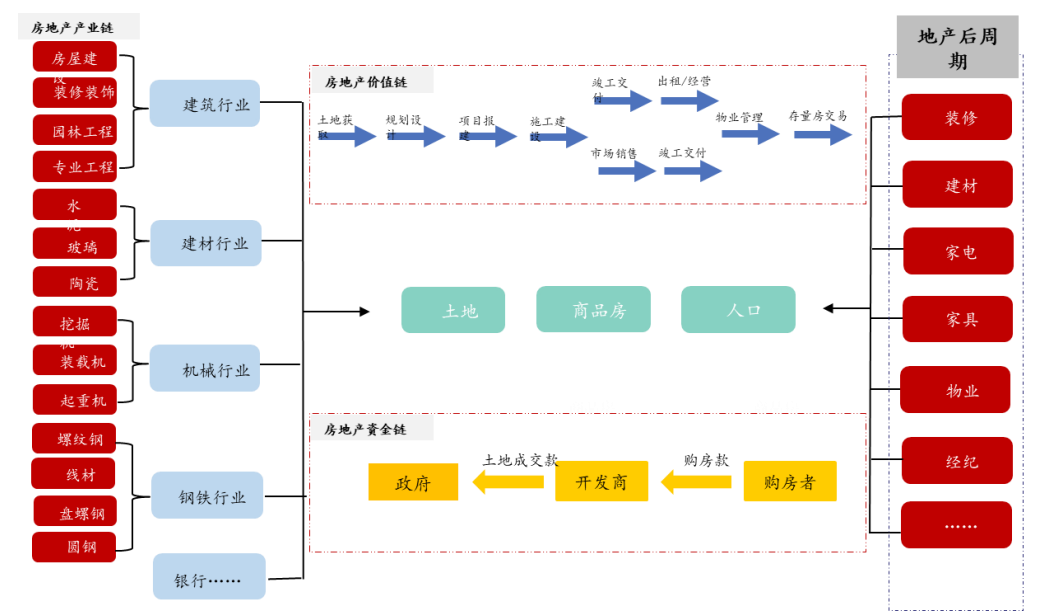
一、2008 年后中国经济周期主要是地产政策周期

1.1 地产对宏观经济影响非常明显

1.1.1 房地产行业产业链长，与宏观经济关联度高

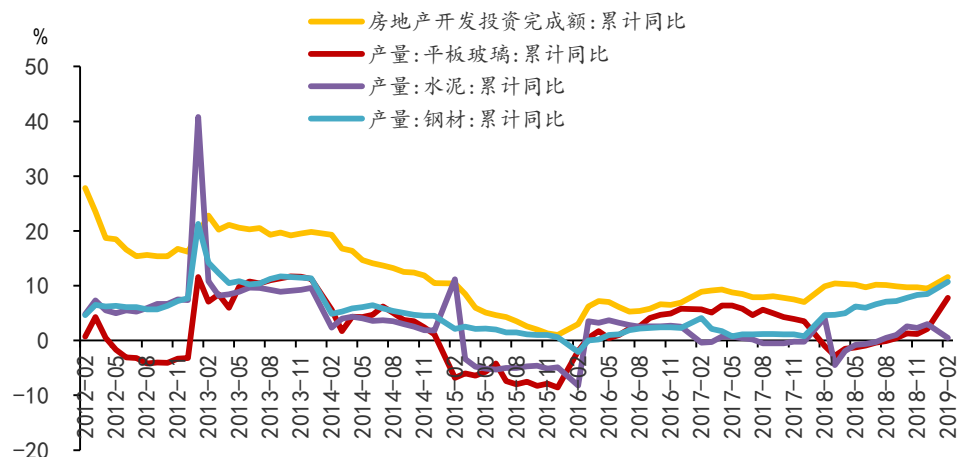
房地产与多数行业存在着产业链上的联系。房地产为居民、企业提供居住、办公、生产等场所，是生产生活必需行业，此外房地产产业链长，覆盖行业多，可将其分成三类，一种上游行业如水泥、建材等原材料行业，房地产对其产生需求拉动作用，一类是下游产业如汽车、家电等消费行业，房地产对其产生供给推动作用，另一类是生产性服务业如银行，房地产是资金密集型行业，具有较大的融资需求。

图表1： 房地产产业链

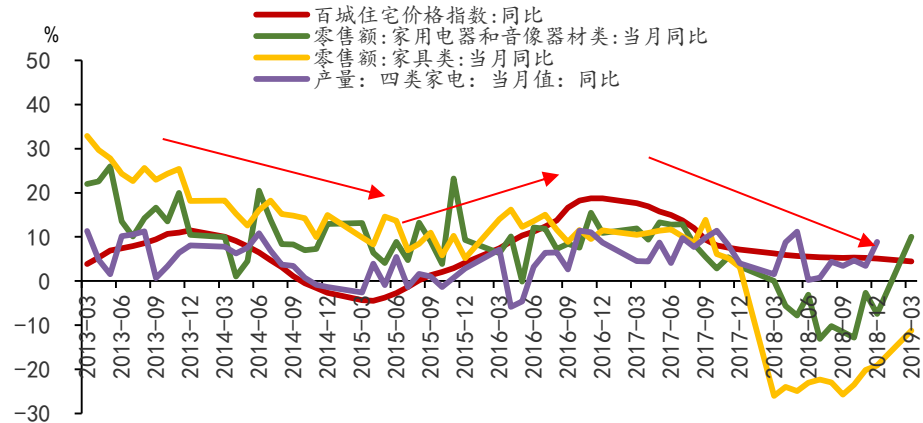


资料来源：wind，华泰证券研究所

图表2： 房地产带动上游原材料产业发展



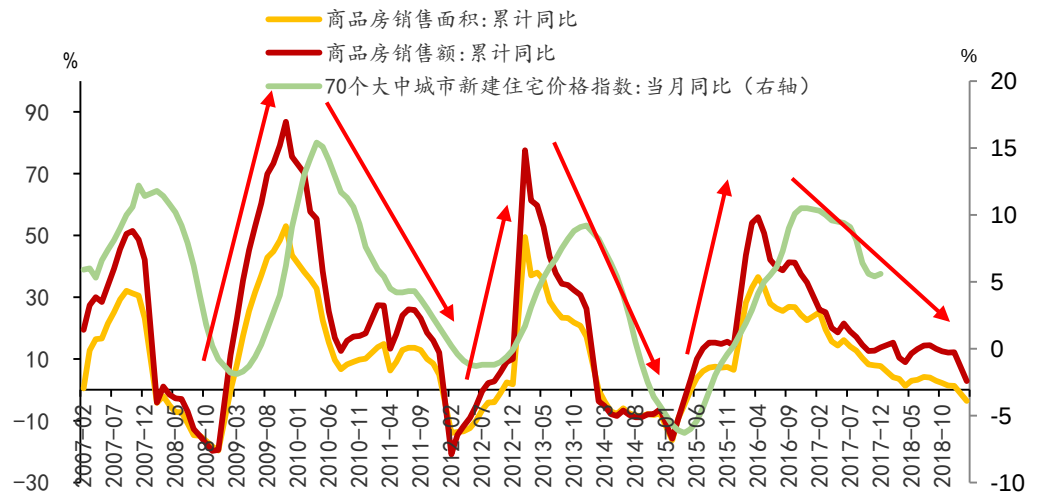
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表3： 房地产推动下游产业发展

资料来源: wind, 华泰证券研究所

1.2 地产行业景气度受政策影响明显

从历史数据来看, 2008 年之后地产行业景气度与政策有着密切的关系, 货币政策和限购、限贷、首付比、限售等调控政策的放松和收紧都能引起地产行业快速变动。以 2008 年为例, 受金融危机影响, 央行自 08 年 9 月中到 08 年年底, 进行了 4 次降准, 5 次降息; 从 10 月底到 09 年 5 月, 采取了降低首付款、降契税、暂免土地增值税和印花税、免征营业税等调控手段, 较强的政策刺激迅速推动商品房销售迅速回升, 在 1 年内从谷底达到顶峰, 09 年底开始控房价, 陆续出台“国四条”、“国十一条”、“新国八条”等, 货币政策也开始转松为紧, 房地产迅速掉头往下, 政策影响较为明显。

图表4： 房地产行业的政策周期变动

资料来源: wind, 华泰证券研究所

房地产的每一次周期性变动, 都伴随着政策的调控, 并显著受其影响。我们梳理, 从 08 年后房地产共有 3 次周期性的变动, 分别为 2008.10-2012.02、2012.03-2015.02、2015.03 至今, 每次大概持续 3 年左右时间, 而政策是地产周期变化的重要因素。

图表5： 房地产周期性政策梳理

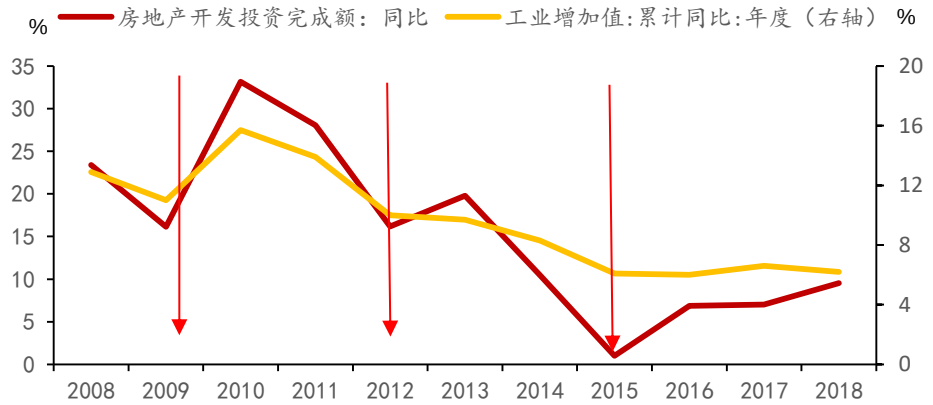
房地产周期	周期阶段	主要调控政策	性质
2008.10-2012.02	谷→顶：2008.10-2009.11	2008.10：降贷款利息 0.27pct；降低准备金率 1pct；调整最低首付款比例至 20%；契税暂下调至 1%；个人销售或购买住房暂免征印花税；个人销售住房暂免征土地增值税 2008.12：住房转让环节营业税暂定一年实行减免 2009.01：四大行宣布符合条件可以申请七折优惠利率 2009.05：保障性住房、普通住房开发项目最低资本金下调至 20%，其他房地产开发项目最低资本金下调至 30%	宽松
	顶→谷：2009.11-2012.02	2009.12：个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年；“国四条” 2010.01：“国五条”、“国十一条”；自 2010.01 开始到 2011.06，期间存款准备金率连续上调 12 次 2010.02：7 折贷款利率取消 2010.03：19 条土地调控新政 2010.04：二套房首付不低于 50%，贷款利率不低于基准利率 1.1 倍；首套房面积大于 90 平米，贷款首付不低于 30%；“新国十条”；各地开始限购 2010.09：暂停发放第三套房房贷；部分城市限购；囤地捂盘房企暂停发行股票、债券和新购置土地 2010.10：自 2010.10 到 2011.07，存贷款基准利率连续 5 次调高 2011.01：“新国八条”；个人购买不足 5 年住房对外销售，全部征收营业税；试点房产税 2011.02：上调个人住房公积金贷款利率 2012.02：推定房产税扩大试点范围；严打小产权房	紧缩
2012.03-2015.02	谷→顶：2012.02-2013.02	2012.02：自 2012.02 开始下调存款准备金率 2012.06：自 2012.06 开始降低人民币贷款基准利率 2012.07：差别化住房税收征收，加快和扩大营改增试点 2012.12：坚持楼市调控不动摇 2013.02：“新国五条”	紧缩
	顶→谷：2013.02-2015.02	2013.03：提高二套房贷款首付比和贷款利率；对出售自有住房征收个人所得税，按照所得的 20%征收 2013.11：一线城市相继收紧限购政策，二三线也逐渐开始紧调控，出台“汉七条”等调控政策 2014.03：房地产税扩围试点暂停 2014.05：“央五条” 2014.09：放宽限贷 2014.10：降低公积金贷款买房门槛	宽松
2015.03 至今	谷→顶：2015.03-2016.06	2015.03：二套房首付比降至 40%；个人转让 2 年以上住房免征营业税；鼓励公积金买房 2015.08：取消外资购房限制；降低公积金购买二套房首付比例为 20% 2015.09：在不限购的城市，首套房首付比例调整为不低于 25% 2016.02：在不限购的城市，首套房最低首付比例降至 20%，二套房最低降至 30%；个人购买前两套住房降低契税；个人购买 2 年以上住房对外销售免征营业税 2016.05：二手房交易营改增；降低住房公积金缴存比例为 12%；鼓励个人出租房屋，允许商品房改租住房 因城施策：2016.09 至今 2016.9：930，全国多个城市限购限贷	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

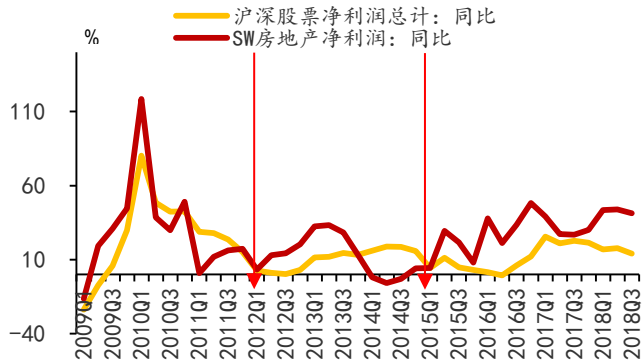
1.3 2008 年后的经济周期主要是地产政策周期

自 2008 年以来，中国经济周期形成了大致为 3 年左右的周期性特征，与房地产周期吻合度高，而上述分析表明我国的地产周期主要受地产政策影响，可以说 2008 年后的经济周期主要是地产政策周期。

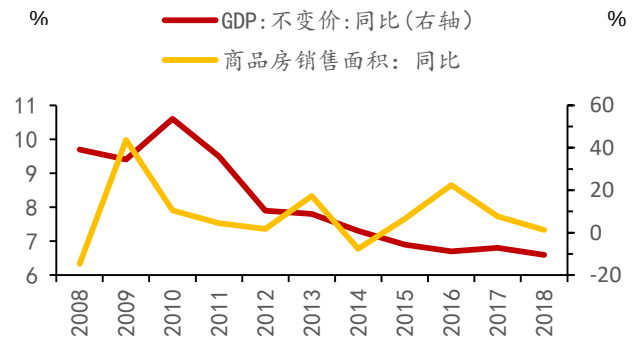
从房地产和经济的运行轨迹来看，房地产的相关指标与宏观指标变动都比较吻合，我们利用房地产开发投资增速、商品房销售面积增速等房地产开发指标与 GDP 增速、工业企业利润增速等经济增长的指标比较，发现房地产指标与经济增长具有较为显著的相关性。此外在企业层面，我们对房地产和全行业的上市公司的净利润增速对比也可以看出，二者拐点较为一致。

图表6： 房地产开发投资完成额变动与工业增加值的变动一致

资料来源：wind，华泰证券研究所

图表7： 上市房企利润增速和沪深股票利润总和变动一致

资料来源：wind，华泰证券研究所

图表8： 商品房销售面积变动领先与 GDP 不变价变动

资料来源：wind，华泰证券研究所

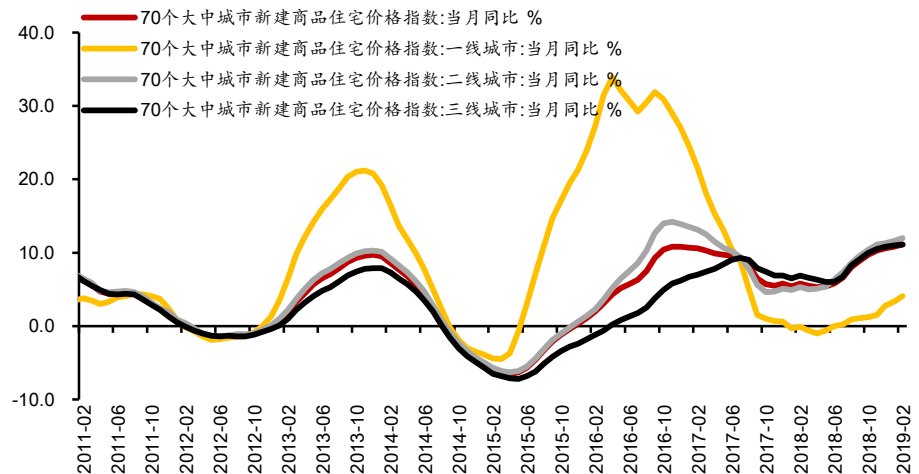
二、2016 年 10 月以后因城施策的房地产调控措施使得地产政策周期异化

2.1 2016 年底至 2019 年初是一二线收紧三四线放松

我们认为，我国最重要的宏观周期是地产政策周期，不同地产政策周期之间的切换，导致了房地产投资、销售、房价的周期性变化。2016-2019 年，国家强调“因城施策”和多样化供给，对房地产市场进行调控。具体而言，在 2015 年下半年~2016 年上半年，在宽松地产政策和流动性环境背景下，一线和部分重点二线城市房价出现了较为明显的上涨；从 2016 年三季度起，国家开始收紧重点城市的地产调控政策，并出台系列政策，配合推动三四线城市去库存。一线城市房价从 2017 年中期开始逐渐见顶、进入顶部震荡，而在最近两年，三四线城市地产出现了量价齐升的特征。

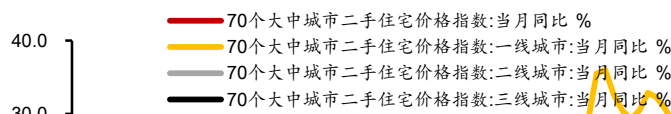
从 70 个大中城市的新建商品住宅/二手住宅价格指数同比走势来看，一线城市房价同比增速从 2016 年 9 月开始出现了较为明显的下行。截至 2019 年初，一线城市二手房房价同比增速仍在低位震荡，新建住宅价格同比增速有小幅上行，但仍明显低于三线城市的同期表现。在“因城施策”的政策导向下，城市间房地产数据分化较为明显，三线城市明显表现较强。

图表9： 70 个大中城市的新建商品住宅指数同比走势：2016 年三季度-2019 年初，三线城市明显强于一线



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 70 个大中城市二手住宅价格同比走势：2016 年三季度-2019 年初，三线城市也明显强于一线



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13011

