

阿根廷

房地产展望

2010 年度报告

经济研究分析

- 建筑业在居住用房方面已看到复苏迹象，但其速度尚低于正常水平。
- 尽管内部成本提升，主要表现为工资方面，但房地产行业的机遇仍在不断扩大。
- 投资者需求正在逐渐回升，主要受较低利率和稳定的汇率带动。
- 抵押贷款的门槛正在降低，但由于物业价格上涨，普通群众的抵押贷款申请依旧较为困难。
- 抵押贷款市场需要一个低通胀的外部环境，才能提供一个稳定的贷款利率。

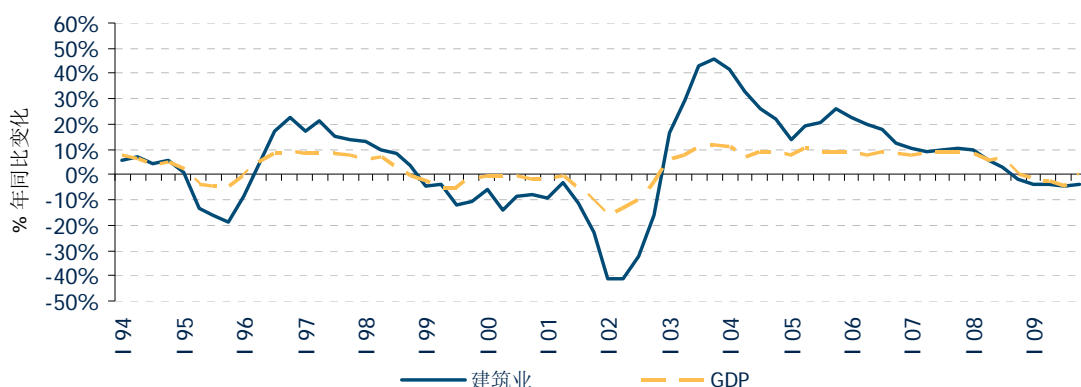
目录

1. 地产行业虽然增长缓慢，但仍为复苏提供动力.....	3
2. 尽管成本增加，但建筑投资依旧不减.....	4
3. 房地产物业需求仍由投资者维持.....	5
4. 比率衡量阻碍按揭市场良性发展.....	5
5. 通胀舒缓是中期经济发展的前提.....	7

1. 地产行业虽然增长缓慢，但仍为复苏提供动力

由 2008 年底的全球危机引起的不确定性增加以及金融动荡使得 2009 年建筑业 GDP 同比增长减缓至 3.8%。然而，与其他部门不同，建筑业并未导致整体生产活动的加速下滑（图 1）。某种程度上，这是由于住房计划扩张以及一系列基建项目的实施使得公共投入增加而导致的。国家对家庭住房和居民基建工程拨付 53 亿元，相较于去年 38 亿元的投资，增长近 40%。我们估计，如果没有政府的住房项目，建筑行业实际将缩水 6%。

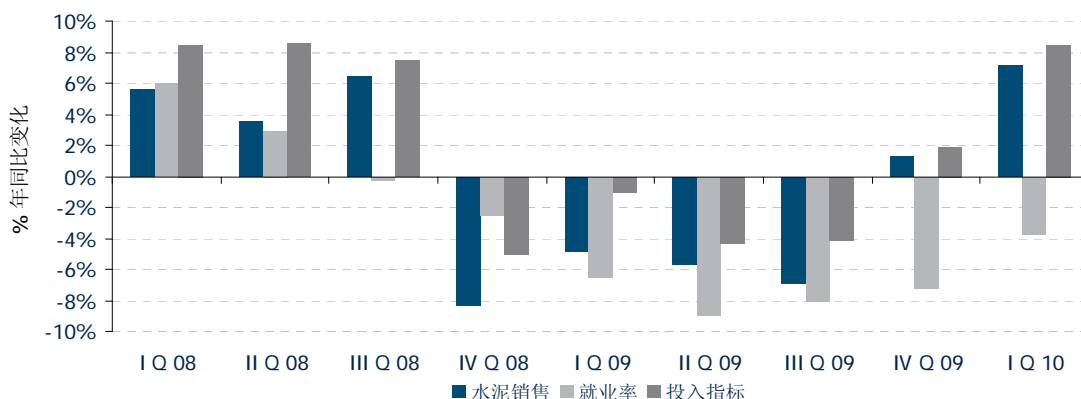
图 1
实际 GDP 以及建筑业生产总值



来源：BBVA 研究以及法国央行

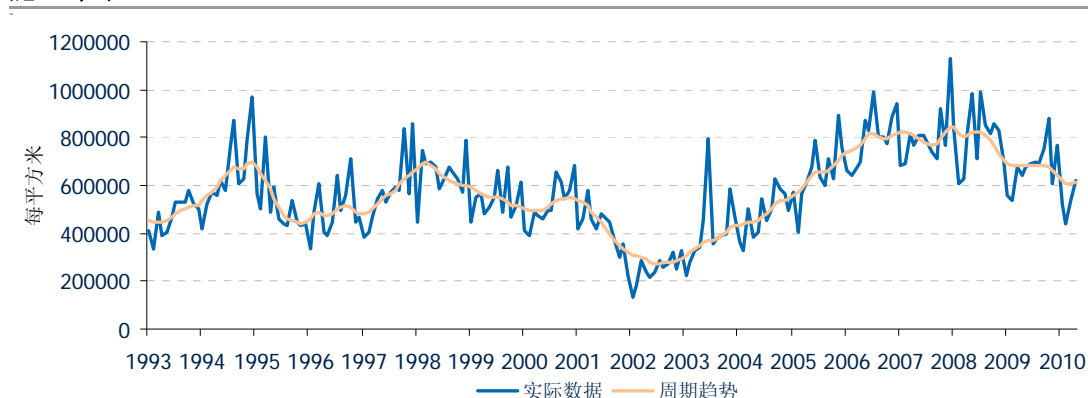
2010 至今，部分指标显示对于工业物资的需求增强（水泥以及其他），但与此同时，就业率回复仍然缓慢，在该行业就业的人数远远低于 2008 年的高峰时期（图 2）。在今年第一季度，建筑业 GDP 同比增长仅为 2%，已回落至危机前水平。

图 2
建筑业各项指标



来源：BBVA 研究和水泥生产商

新建项目的启动之后于该部门的复苏速度。施工许可（09 年全年下跌 15.9%）在 2010 年第一季度持续减少，但步伐有所放缓（同比 -12.7%）且在不同地区表现不一（图 3）。布宜诺斯艾利斯建筑活动的缩减仍可明显感受到，可能不仅是由于理想居住区的消耗待尽，同时也因为其他社区交通不便和公共设施缺乏。考虑到这一点，市政府推出了一系列的刺激政策，以促进南部城市的开发建设（标准样地允许在原有基础上扩建 25%），但真正的效果还有待观察。

图 3
施工许可

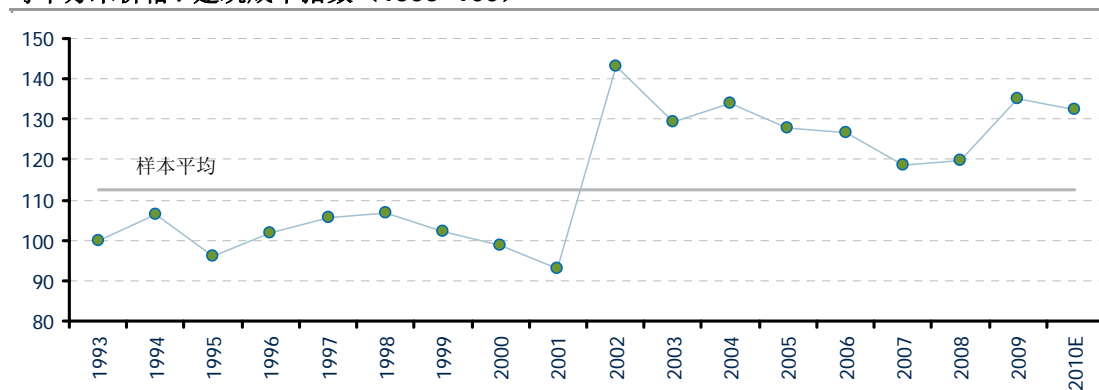
来源: BBVA 研究

在这方面, 我们估计, 建筑业在 2010 年和 2011 年将分别以 6% 和 4%, 和经济的整体恢复节奏相似。相较于其他行业, 其扩张速度放缓是因为: 1) 金融体系外的储备金供应减少; 2) 建设和土地成本增加; 3) 公共工程的边际效应减少, 即便其在 2011 年可能会因选举而再度活跃, 但政治不确定性增加对于私营项目的负面影响也会随之将其抵消。

2. 尽管成本增加, 但建筑投资依旧不减

由于名义工资上升, 汇率保持稳定 (图 4), 房地产价格和工资之间的美元价格悬殊在美元贬值期间逐渐缩小直至 2008 年。2009 年, 在投资者和低负债主导的市场, 因为业主将其名下物业视作金融动荡时期的保值工具而不愿意出售物业, 每平方米美元价格上涨。此外根据我们的托宾 Q 指标¹, 由原材料价格调整导致材料价格大幅下跌以及协议工资增加使得失业率上升的影响, 建筑投资热情将逐渐恢复。

由于最近该行业的工资协议 (增长 27%), 建筑成本在 2010 年将增加 16%, 这同时也使得边际投资动机减少。但总体而言, 上升的每平米美元价格 (私营机构上半年调查结果为同比增长 6% 到 7%) 仍将吸引更多投资者进入。

图 4
每平方米价格 / 建筑成本指数 (1993=100)

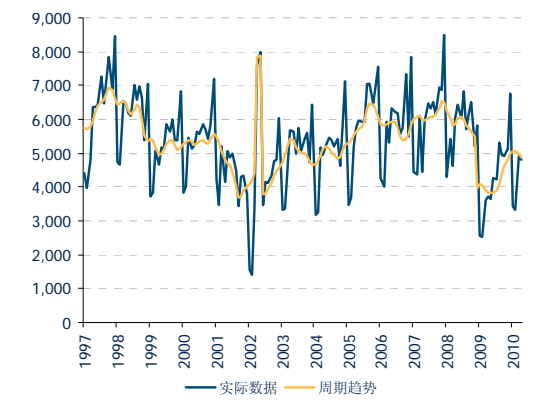
来源: BBVA 研究

¹ This indicator is obtained from the quotient between the price of the average square meter to be introduced to the market and the costs of construction. If the figure is greater than 100, this is an indication that it is better to build a unit rather than buy it finished

3. 房地产物业需求仍由投资者维持

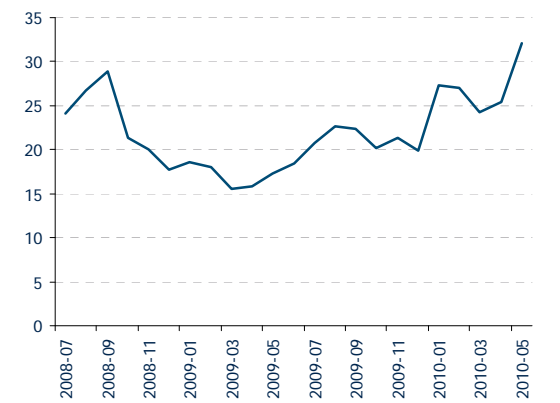
继 2008 年第四季度开始缩水，并在 2009 年第二季度触底后，房地产业复苏在本年度的头几个月里逐渐明显。这可以由该国首都售楼合同在头四个月里同比增长 32.8% 看出，而该数字在 2009 年则是同比收缩 39.3% (图 5)。然而，由于全球危机的后续影响以及某些地方复苏的不确定性，该增长仍低于 2007 年 40% 的高峰水平。

图 5
销售量



来源: BBVA 研究

图 6
消费者信心指数: 物业和汽车购买



来源: BBVA 研究

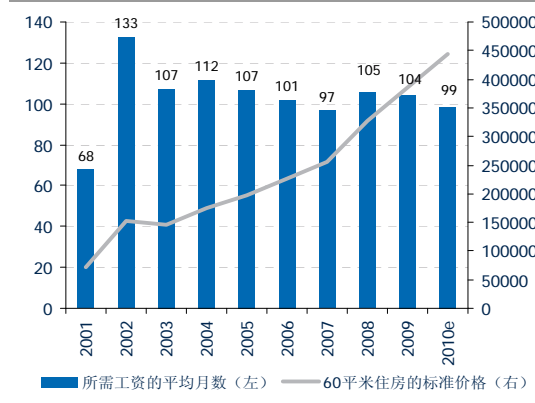
经济的快速复苏和政治纠纷减少对消费者信心产生积极影响。早前，消费者因为担心全球金融危机带来的不利影响以及失业率的高企，对于耐用品的购买持续减少 (图 6)。

在目前的通胀情况下，房地产需求因为低利率和稳定汇率而被进一步刺激，投资者们也越来越多地倾向于进入该领域，将其视作一个安全的避风港。2010 年，该部门也将因大豆创收而受到积极的正面影响，因为农业生产者有将自己的储蓄投资到非金融产品的偏好。但目前需求并非像 08 年初一样坚定，虽然当时原材料价格已处于最高价位，但农业和畜牧业并未受到国内和国际信心恶化的影响。

4. 比率衡量阻碍按揭市场良性发展

这场危机对于抵押贷款的发行也产生了相当的负面影响，使其倒退至了 2005 年的水平。从去年的下半年开始，我们看到抵押贷款市场随着由公私联营的抵押银行支持的社会保障(ANSES)贷款项目的启动而逐渐恢复。这些贷款有着期限长达 20 年的固定利率补贴由政府推动，希望中等收入阶层能够更好地得到安居，同时大力促进二手物业地交易。其他的公营和私营银行也发起了类似的政策，以期抵押贷款的进一步增长，但抵押贷款仍不到总业务的 6% (表 1)。

图 7
购房承受力



来源: BBVA 研究

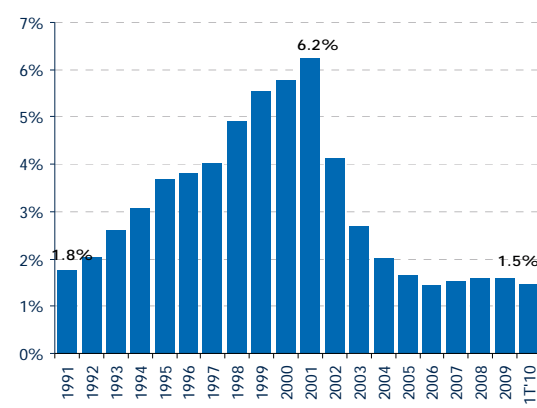
表 1
抵押贷款 (比索, 百万)

年份	布宜诺斯艾利斯市合约签订量	布宜诺斯艾利斯市新增抵押贷款	占有所有交易总量
2004	6,717	178	2.7%
2005	9,659	683	7.1%
2006	12,214	910	7.4%
2007	15,464	2,108	13.6%
2008	16,549	2,010	12.1%
2009	15,656	724	4.6%
2010*	4,238	240	5.7%
2009*	2,417	144	6.0%

来源: BBVA 研究

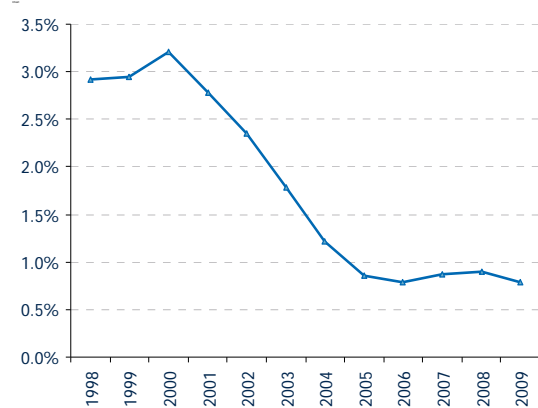
尽管实际工资增长使得贷款增长回复至 2002 年危机之后的水平成为可能（图 7），当前对于抵押贷款的广泛利用仍存在诸多障碍（抵押贷款仅占整个金融系统对私人贷款的 12.5%，占 GDP 总量的 1.5%，图 8）。金融机构对家庭抵押贷款征收的财务费用与其他国家相比较低，因此不构成对有关业务扩展的限制因素（图 9）。

图 8
抵押贷款占 GDP 百分比



来源：BBVA 研究

图 9
每年按揭占总贷款比例



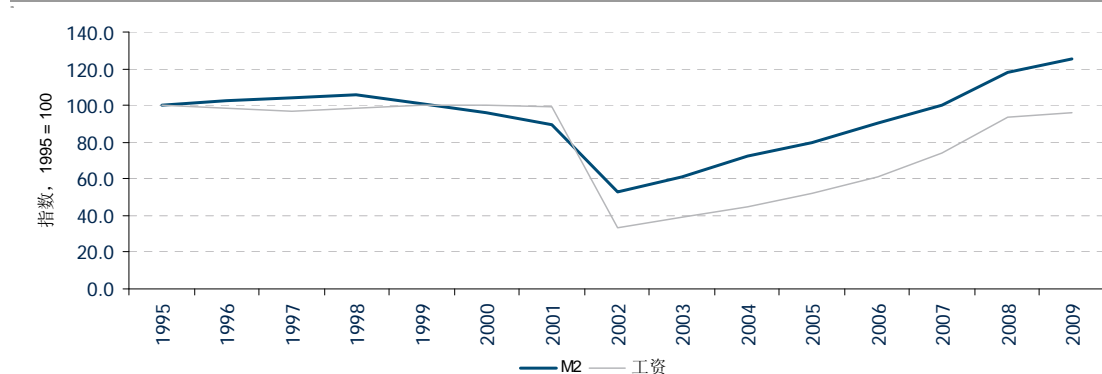
来源：BBVA 研究

相对于其他国家，按揭贷款仅占总房地产交易总量的一小部分，这是由于供求双方的自身限制造成的。

在供给方面，按揭贷款的发展阻碍来自阿根廷经济本身的结构动荡，因此使得金融机构很难对一个低流动的狭小的资本市场进行长期的资助。如果没有法律机制对于资产估价进行引导，融资利率需要具有灵活性才能抵消通货膨胀的侵蚀。

虽然约有两百万物业的需求无法得到满足，大量的非正式员工（占总量的 36.1%）因被金融系统的按揭贷款申请限制排除在外而导致该需求被大量削减。在正规的申请途径中，对于按揭和收入比的严格限制将大量申请者拒之门外。这项限制是因为住房价格的增长速度比常规工资的恢复速度更加迅速，这表明大部分符合要求的投资者都较为谨慎，他们将物业作为一项收入来源，尽管其盈利能力较低（图 10）。目前，总租金收入每月约为物业总价值的 0.5%到 0.6%，一旦将维修费用列入考虑，净回报率则降到 0.2%到 0.3%。

图 10
房地产价格与工资，美元



来源：BBVA 研究

5. 通胀舒缓是中期经济发展的前提

考虑到目前相对过剩的需求、未来新家庭的成立以及妇女进入劳动力市场后家庭收入提升，基本指标显示出房地产部门在中期的积极前景。

建造业的持续发展的主要障碍是在融资方面，由于退休和养老基金管理的逐渐稳定以及在该地区对公共部门住宅物业建设的限制，本地资本市场日趋狭隘。通货膨胀率也损害了建设业增长，因为它将成本预算复杂化，特别是工资这项，这对业界的冲击十分强烈。

在需求方面，获得抵押贷款渠道的改善不仅涉及到相对价格的调整（物业价值和新酬比），同时也需要给予较长期固定利率融资的保障。由于历史上的不良经验和阿根廷就业周期的变化，很多家庭都不愿意为抵押贷款融资支付较长期的浮动利率利息。

在这个前提下，较低的通货膨胀率将会通过减少储蓄波动性并更多的储蓄引进金融系统而对信贷市场产生积极影响。这将允许金融机构增加固定利率的按揭贷款，拓宽贷款对象层面，深化客户关系，减少拖欠和违约情况的发生。

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

This report has been produced by Emerging Markets Unit

South America Chief Economist

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina Chief Economist

Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Jorge Lamela
jorge.lamela@bancofrances.com.ar

Juan Manuel Manias
juan.manias@bancofrances.com.ar

In collaboration with:
Laura Rocha
laura.rocha@bancofrances.com.ar

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com
Financial Scenarios
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com
Financial Systems
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Regulatory Affairs
Economic Scenarios

Spain and Europe:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

Spain
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Cross-Country Emerging Markets Analysis
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
Pensions
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com
Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
South America
Joaquín Vial
jvial@bbva.cl
Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar
Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl
Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co
Peru
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe
Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com
Equity and Credit
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com
Interest Rates, Currencies and Commodities
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com
Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com
United States
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com
Mexico
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com
Macro Analysis Mexico
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. +852-2582-3272
Fax. +852-2587-9717
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese