

宏观研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

陈嘉禾 执业编号: S1500510120010

+86 10 63081251

chenjiahe@cindasc.com

联系人: 艾宜

+86 10 63081096

aiyi@cindasc.com

相关报告

策略月报

2010.1 大盘股的相对性机会

2010.3 从全球视角看中期板块配置

2010.4 策略三驾马车之风格转换、
动量和通胀

2010.5 房价跌物价涨, 蓝筹行情等
趋势

2010.6 投资社会进化论

2010.8 我们不缺流动性

2010.9 盘整难以成为市场常态

2010.11 岁到金秋论得失

2011.02 房地产的接力棒

投资札记 信达看盘

100706.水因地而制流

100728.温故而知新

100804.一根阴线代表不了中期趋势

100816.资本市场的摩厦预测

100827.全球变暖下的农业忧思

101011.我们的预期错在哪里

101021.加息与股市似有还无的关系

101026.日心说与对主题投资的思考

101104.鸡蛋的故事与创业板的估值

101129.假如大通胀只是一个传说

100117.警惕缩量的中小盘股

110118.在紧缩和结构高估中前行

110127.优等生排序: 你被骗了吗?

100224.石板!

请务必阅读最后一页重要的
免责声明

大洋两岸的后房地产时代

宏观月报 2011 年 2 月 28 日

摘要

- 当前的居住价格有和食品价格并驾齐驱的势头。联想到限购令之下极有可能造成的房地产供应量减少, 我们对未来的租金价格感到担忧。
- 就波动本身来说, 资金炒作顺势而为的可能性比较大。这也就意味着我们可能看到在 3、4 月份以后、9 月份以前的时间段内房租有大幅的扰动 - 以及伴随而来的舆论, 之后则出现下跌 - 看似在受宏观政策的影响之下。
- 就当前的通胀形势, 我们倾向于认为, 决策层对通胀的容忍已经接近极限。因此, 在未来短期内没有出现大面积天灾、抑或国际价格大幅波动的情况下, 通胀是可控的 - 尽管代价可能是房地产的大幅调整。但是在中期, 则将取决于政策、气候、国际价格、经济增速与失业的多重因素博弈之中。
- 作为一种金融资产, 地产自身的周期是相当长的。从战后到现在, 日本的房地产市场基本上只经历了一个大周期。
- 关于限购令可能带来的生产和价格上的波动 (以及限购令解除后的市场情况), 可以从中国近现代史里找到一些不错的例子。基本的规律大概是限购令会导致价格暴跌、生产同时大幅缩水, 但在限购令解除、抑或不再严格执行后, 价格出现报复性反弹, 同时生产缓慢跟上 - 其实从现在的房地产企业数据中我们已经可以看到一些端倪。
- 可以看到的是, 房地产行业在过去十年中逐步绑架了银行, 具体表现为流动负债占比的下降和总资产负债率的上升 - 这还没有包括相关的地方政府、行业、个人按揭在银行所积累的债务。
- 美国方面, 从房地产行业上市公司的角度, 我们也还没有看到美国房地产市场全面解冻的局面, 但是一些正面的端倪正在出现 - 虽然这也取决于解读的角度和解读者本身的信心。不过很明显的, 美国的金融界仍然不太认可房地产行业的复苏, 房地产行业公司也没有增加它们杠杆率的打算。
- 比较正面的事情是, 中美两国的经济确实在增长, 但通过 PMI 的细分项, 我们也可以发现一些让人略感不安的因素。在中美的 PMI 细分项中, 价格指数都是波动最大的细分项之一, 而过去 5 年中每次高涨基本都伴随之后 PMI 整体指数的下挫。就目前来, PMI 购进价格指数又到了这样一个让人不安的高位。

目录

1. 投资者最大的敌人	3
2. 大洋两岸的后房地产时代	8

图表

图表 1: CPI 环比正在上升	3
图表 2: PPI 波动幅度高于 CPI	3
图表 3: 中国 CPI 及构成	4
图表 4: CPI 食品价格细分	4
图表 5: 食品和非食品价格对比	4
图表 6: 城镇和非城镇居民价格指数同比	4
图表 7: 中国 CPI 及构成数据标准差 2000 至 2011 年	5
图表 8: 英国 RPI 及构成变动 1980 至 2011 年	5
图表 9: 英国 RPI 及构成数据标准差 1980 至 2011 年	6
图表 10: 中国 vs 发达国家 CPI 1990 - 2011	6
图表 11: 中国 vs 发达国家 CPI 2000 - 2011	6
图表 12: 中国 vs 发展中国家 CPI 1990 - 2011	7
图表 13: 中国 vs 发展中国家 CPI 2000 - 2011	7
图表 14: 物价上涨倍数: 中国 vs 发达国家 1990 至 2010 年	7
图表 15: 物价上涨倍数: 中国 vs 发展中国家 2000 至 2010 年	7
图表 16: 物价上涨倍数: 中国 vs 发展中国家 1990 至 2010 年	7
图表 17: 巴西 CPI 及构成数据 1991 至 2011 年	8
图表 18: 日本全国地价指数	8
图表 19: 中国香港中环房价指数	8
图表 20: 中国土地交易价格指数(YoY)	8
图表 21: A 股房地产行业可比上市公司营业利润 (彭博口径, 百万美元, 下同) / 总资产 vs 中国房地产景气指数 (申万行业分类)	9
图表 22: A 股房地产行业可比上市公司营业利润 vs 总资产 (申万行业分类)	9
图表 23: A 股房地产行业可比上市公司流动负债 / 总负债 vs 中国房地产景气指数	9
图表 24: A 股房地产行业可比上市公司总资产负债率 vs 中国房地产景气指数	9
图表 25: 美国经季调失业率对比 ISM PMI 指数	10
图表 26: 美国经季调失业率对比自有住宅空置率	10
图表 27: 北美市场 (含加拿大) 房地产管理与开发行业可比上市公司营业利润 / 总资产 vs 美国 GDP 同比增速 (GICS 全球分类, 下同)	10
图表 28: 北美市场 (含加拿大) 房地产管理与开发行业可比上市公司营业利润 vs 总资产	10
图表 29: 北美市场 (含加拿大) 房地产管理与开发行业可比上市公司例外项损益 / 净利润	11
图表 30: 北美市场 (含加拿大) 房地产管理与开发行业可比上市公司总资产负债率 vs 美国自有住宅空置率	11
图表 31: ISM 美国 PMI 分项统计	11

图表 32: 中国 PMI 分项统计	12
图表 33: A 股 2005 年至今 GDP 与股市比较	12
图表 34: A 股 2005 年至今 M2 同比增速与股市比较	12
图表 35: 台湾地区股市大泡沫期间 GDP 与股市比较	12
图表 36: 台湾地区股市大泡沫期间 M2 同比增速与股市比较	12

1. 投资者最大的敌人

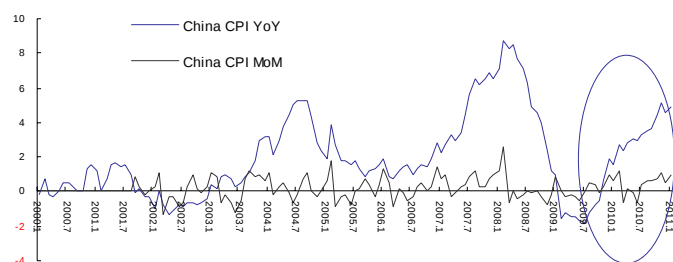
哲学是一场战斗，它反对的是用我们的语言作为手段，来使我们的理智入魔。- 路德维希·维特根斯坦

近期我们的宏观研究员暂时缺位，为了不给研究体系留下空白，因此我们这些策略研究员就越俎代庖了。

既然是越俎代庖，水平就会比较有限。幸好我们意识到了这个问题，因此在接手的这段时间里，我们将发扬策略报告的既有风格，更加偏向于为投资者提供更多的数据事实。寄以希望通过这样的方式，能在宏观思想不完备的情况下，让报告仍具备一些可读性。

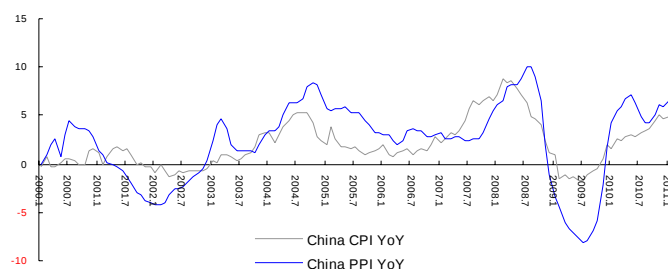
巴菲特曾说过，通胀是投资者最大的敌人。现在看来，这个敌人又一次出现在我们面前。

图表 1: CPI 环比正在上升



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 2: PPI 波动幅度高于 CPI



资料来源：信达证券，Bloomberg

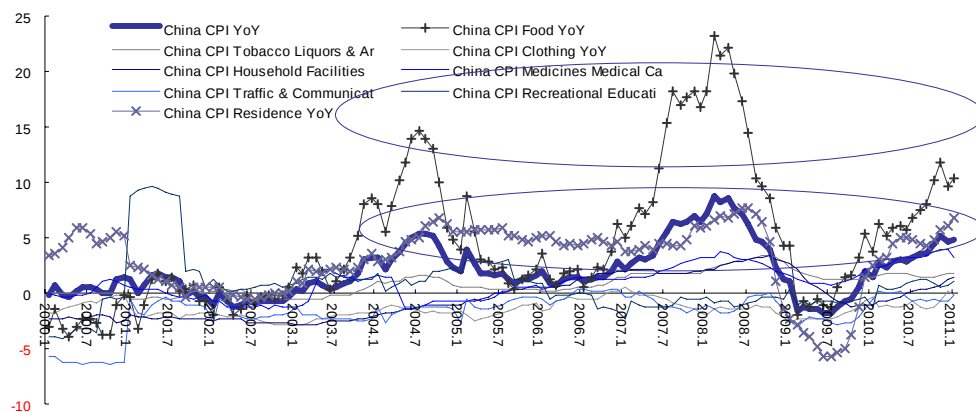
就分项构成来看，国内通胀历来的首要问题在于食品价格，其次在于居住价格。就数据看，当前的居住价格有和食品价格并驾齐驱的势头。

联想到限购令之下极有可能造成的房地产供应量减少（虽然同时可能带来房价的大幅下挫，但房租才是 CPI 的组成部分），我们对未来的租金价格继续感到担忧。

当然，就其本身来说，租金价格不是一个容易产生大幅波动的数字，原因主要是租房市场的充分竞争。但问题在于，一则社会上“闲散资金”仍然不少 - 这从 M2 和 GDP 的比值历史上可以看出来，二则通过干扰租金价格固然可能获利甚微，但可以从社会舆论的角度给房地产调控政策施压。因此租金的价格可能在 2011 年产生大幅波动。

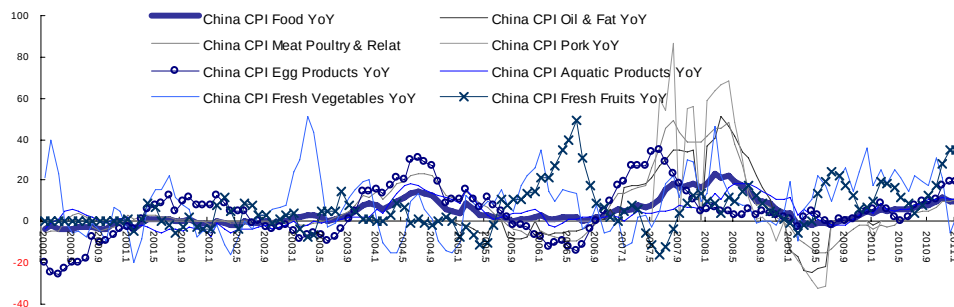
就波动本身来说，资金炒作顺势而为的可能性比较大。这也就意味着我们可能看到在 3、4 月份以后、9 月份以前的时间段内房租有大幅的扰动 - 以及伴随而来的舆论，之后则出现下跌 - 看似在受宏观政策的影响之下。

图表 3：中国 CPI 及构成



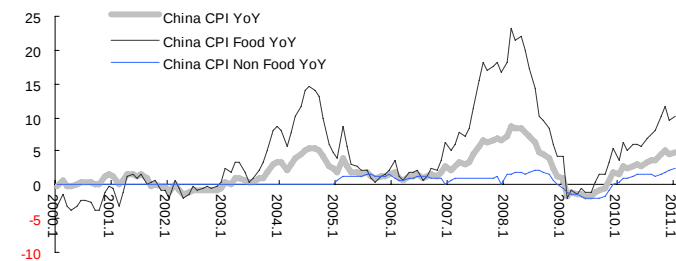
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 4：CPI 食品价格细分



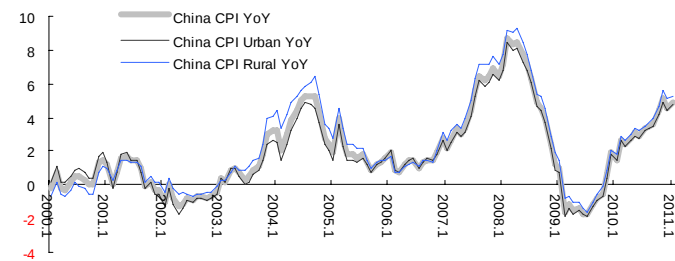
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 5：食品和非食品价格对比



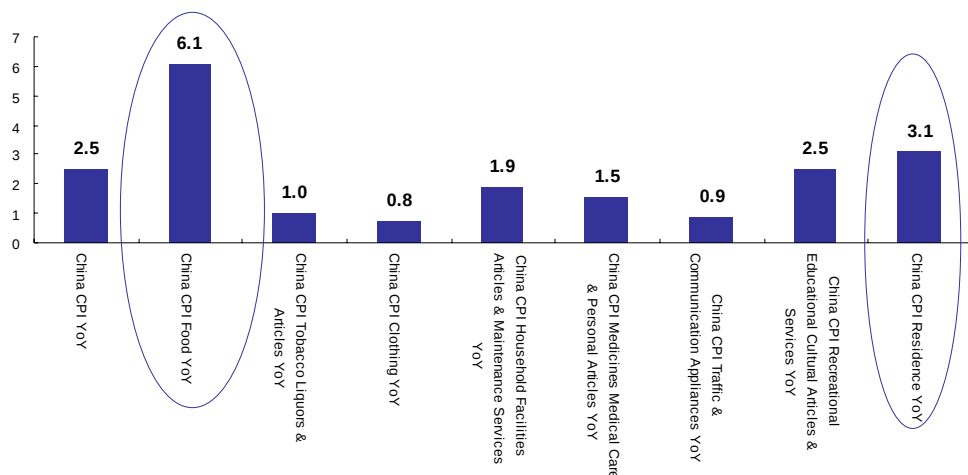
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 6：城镇和非城镇居民价格指数同比



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 7：中国 CPI 及构成数据标准差 2000 至 2011 年

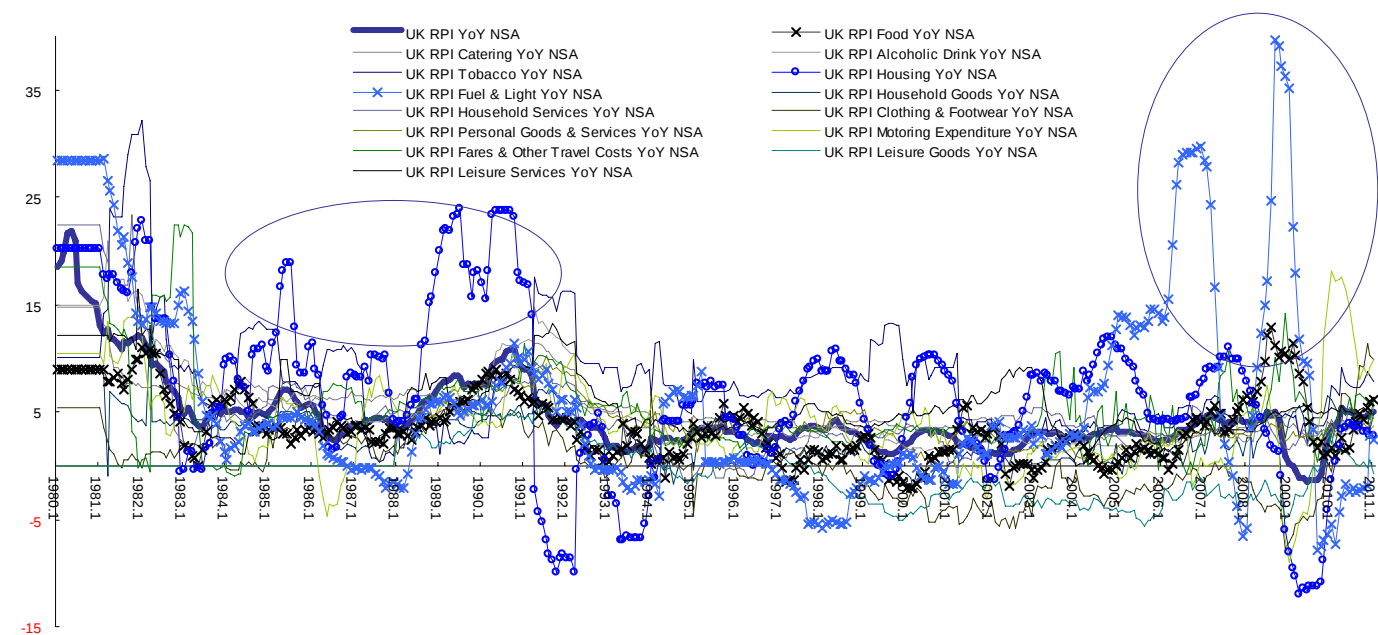


资料来源：信达证券，Bloomberg

此外，食品价格占比高和统计局的制定当然有关，但和中国的经济发达程度也不无关系。可以看到，作为一个工业国家，英国的燃料价格（而非食品价格）是 RPI 中影响最大的一块。

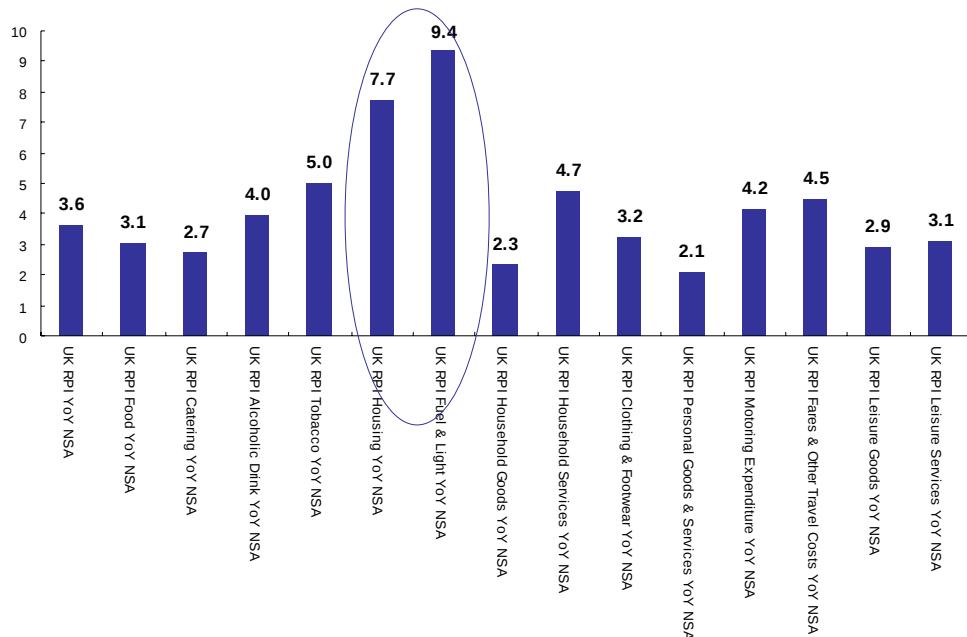
不无巧合的是，对于通胀，居住价格在中英两国都是居于第二位的贡献因子。我们以为，这可以用土地资源的稀缺性解释。不过，这种稀缺性并非一种绝对意义上的稀缺，而是在日益集中化的现代经济体制下的一种相对稀缺。

图表 8：英国 RPI 及构成变动 1980 至 2011 年



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 9：英国 RPI 及构成数据标准差 1980 至 2011 年

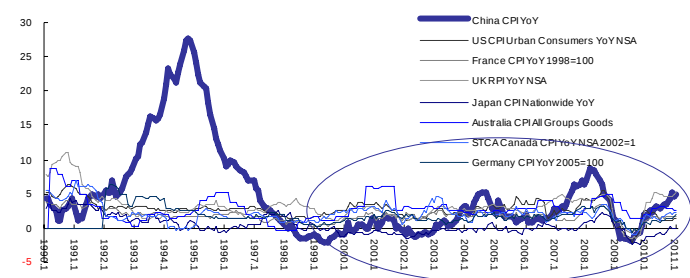


资料来源：信达证券，Bloomberg

必须客观的看到，作为一个发展中国家，中国至少在 90 年代后期大通胀结束之后，还算成功的控制了自己的物价 - 即使是和发达国家相比也并不逊色。

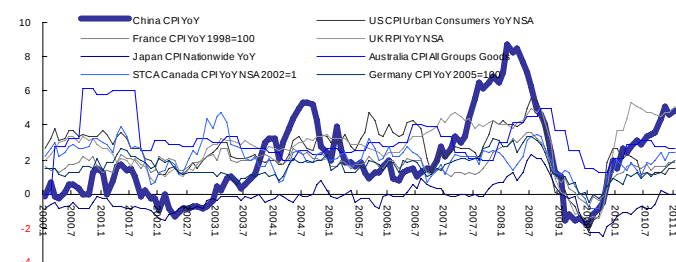
当然有人反对说，这种控制根本就不体现在一些基础的价格上，比如房子就是典型。但需要记住的是，第一，在经济学中房价至少不是 CPI 的组成部分；第二，CPI 反应的是对全体国民所购买的一篮子物品成本，而城乡所有居民中，购买商品住房的尚且不是多数。

图表 10：中国 vs 发达国家 CPI 1990 - 2011



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 11：中国 vs 发达国家 CPI 2000 - 2011



资料来源：信达证券，Bloomberg

如下图可以看到，对比发展中国家来说，中国的 CPI 至少在过去 10 年中处于低位 - 这也从一方面至少说明了我们的决策层对通胀是相对比较有意识的。而如果我们把无论据的简单的怀疑统计局的数据作为推论的出发点，那么我们就没有理由不怀疑其它统计局的数据。

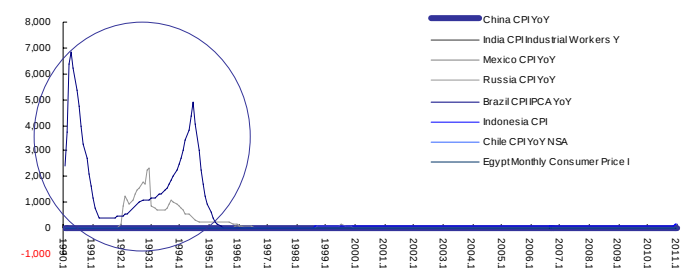
一个比较极端的反例则是巴西 - 在巴西上世纪的几次大通胀中，可以确定的是，普通民众的货币财富数次面临被清零（想象一下打了五个小时游戏忽然死机、而且没有存

盘时的心情)。

从对价格波动的容忍度来说，我们认为对于决策当局顺序应当是：CPI 小于楼市小于股市。其顺序链主要由于其波及的范围之广泛程度、波及的问题关系民生深浅决定的。就当前的通胀形势，我们倾向于认为，决策层对通胀的容忍已经接近极限。

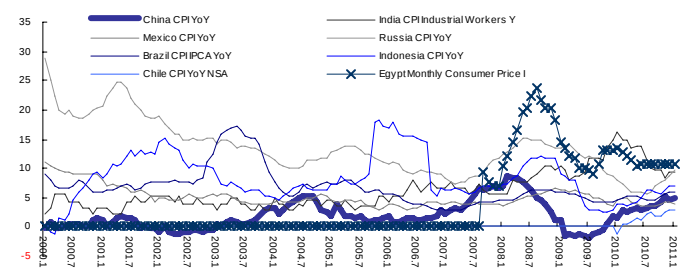
因此，在未来短期内没有出现大面积天灾（大旱？拉尼娜之后再一个厄尔尼诺？）、抑或国际价格大幅波动（油价再破 140？）的情况下，通胀是可控的 - 尽管代价可能是房地产的大幅调整。但是在中期，则将取决于政策、气候、国际价格、经济增速与失业的多重因素博弈之中。

图表 12: 中国 vs 发展中国家 CPI 1990 - 2011



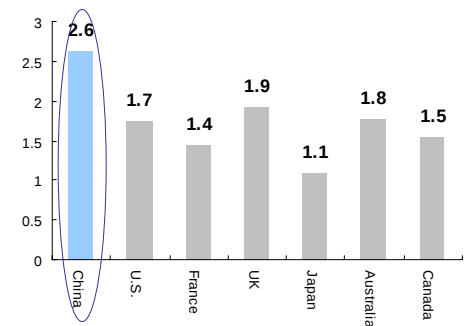
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 13: 中国 vs 发展中国家 CPI 2000 - 2011



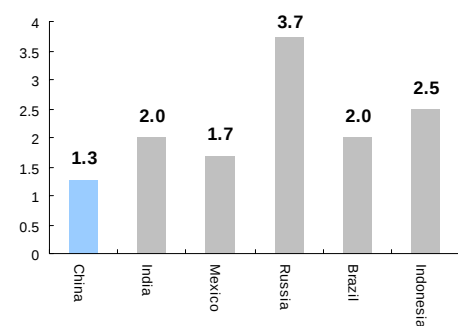
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 14: 物价上涨倍数：中国 vs 发达国家 1990 至 2010 年



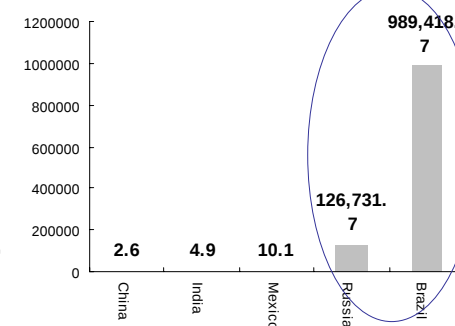
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 15: 物价上涨倍数：中国 vs 发展中国家 2000 至 2010 年



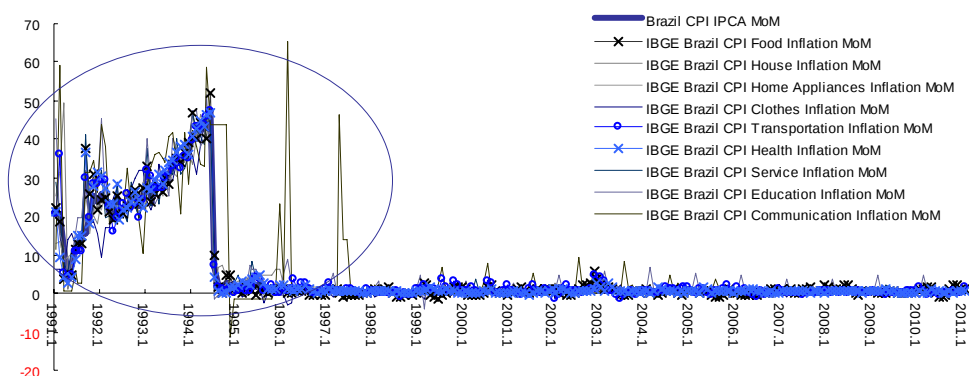
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 16: 物价上涨倍数：中国 vs 发展中国家 1990 至 2010 年



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 17: 巴西 CPI 及构成数据 1991 至 2011 年



资料来源：信达证券，Bloomberg

2. 大洋两岸的后房地产时代

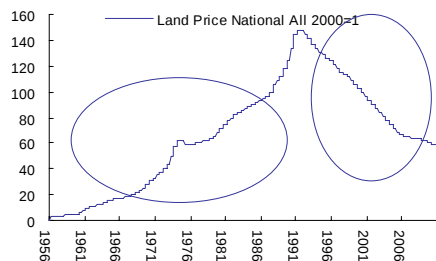
历史是奇妙的。举例来说，近代史上在欧亚大陆的两端同时出现了英国和日本两个本地区最为先进的文明，而它们的地理特征竟是如此接近，都是靠近大陆的岛国。不过，英国和日本的近代史又是截然不同的，一个是工业革命的创作者，一个是学习者。

中国和美国，这两个大洋两岸的欢喜冤家现在碰到的问题大概也和以上有些相似，都是为房地产困扰。不同的是，中国困扰的是泡沫太大，美国是太小 - 甚至完全没有。

作为一种金融资产，地产自身的周期是相当长的。如下图，从战后到现在，日本的房地产市场基本上只经历了一个大周期：90 年代之前的 40 年上涨，之后的 20 年下跌（想象一只 40 岁大的肉鸡，40 岁之前一直吃好吃的，之后突然变成好吃的）。

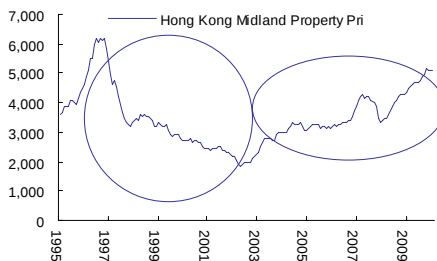
如果看香港的市场，周期会感觉稍短一些。但不可忽略的是，香港在很大程度上受到内地地产市场的影响，因而其周期并不独立。

图表 18: 日本全国地价指数



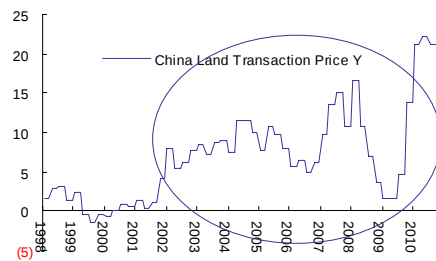
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 19: 中国香港中环房价指数



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 20: 中国土地交易价格指数(YoY)

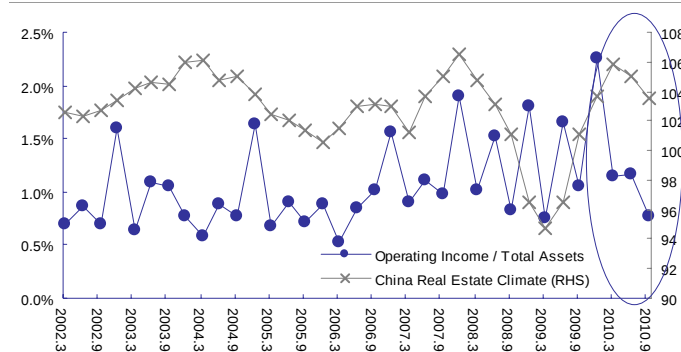


资料来源：信达证券，Bloomberg

关于限购令可能带来的生产和价格上的波动（以及限购令解除后的市场情况），可以从中国近现代史里找到一些不错的例子。基本的规律大概是限购令会导致价格暴跌、生产同时大幅缩水，但在限购令解除、抑或不再严格执行后，价格出现报复性反弹，同时生产缓慢跟上 - 其实从现在的房地产企业数据中我们已经可以看到一些端倪。

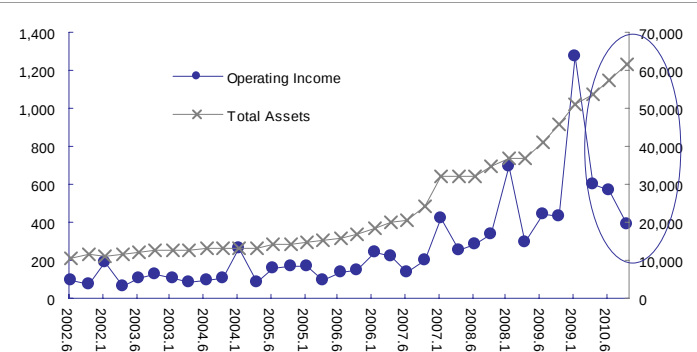
图表 21: A 股房地产行业可比上市公司营业利润（彭博口径，百万美元，

下同）/ 总资产 vs 中国房地产景气指数（申万行业分类）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 22: A 股房地产行业可比上市公司营业利润 vs 总资产（申万行业分类）

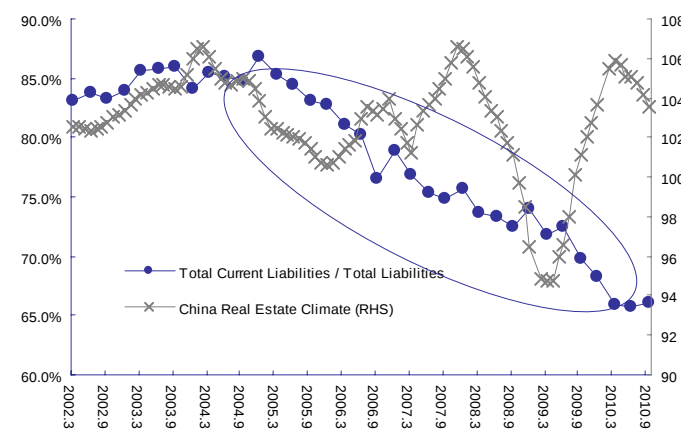


资料来源：信达证券，Bloomberg

房地产的重要性不言而喻。改革开放 30 年以来，如果说头 10 年经济的引擎是体制改革和市场建设、中间的 10 年是对外贸易增加，那么最近 10 年最重要的领头羊就是金融市场 - 主要成分为股票和房地产。

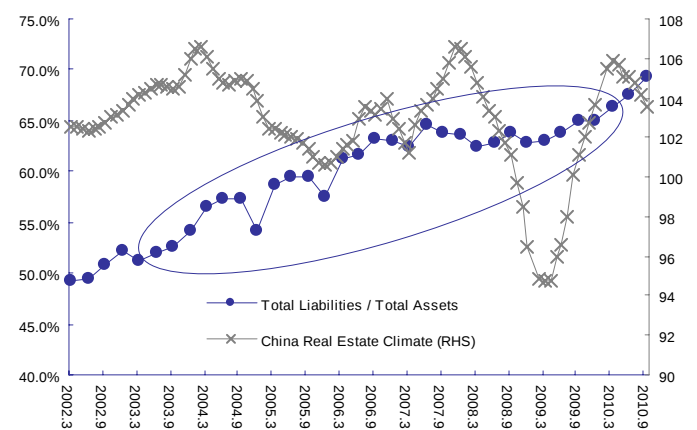
可以看到的是，房地产行业在过去十年中逐步绑架了银行，具体表现为流动负债占比的下降和总资产负债率的上升 - 这还没有包括相关的地方政府、行业、个人按揭在银行所积累的债务。

图表 23: A 股房地产行业可比上市公司流动负债 / 总负债 vs 中国房地产景气指数



资料来源：信达证券，Bloomberg

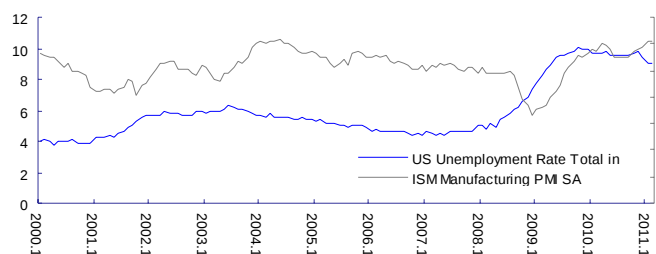
图表 24: A 股房地产行业可比上市公司总资产负债率 vs 中国房地产景气指数



资料来源：信达证券，Bloomberg

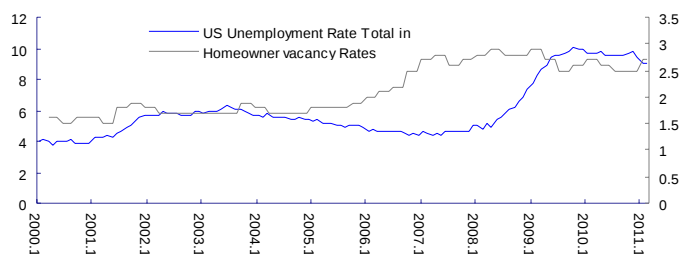
在美国,则可以说是镜子的反面,房地产市场持续低迷 - 当然现在看到了少许的复苏,不过似乎还不够支持足够的信心 - 导致失业率、金融体系仍然处于冰冻状态。

图表 25: 美国经季调失业率对比 ISM PMI 指数



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 26: 美国经季调失业率对比自有住宅空置率

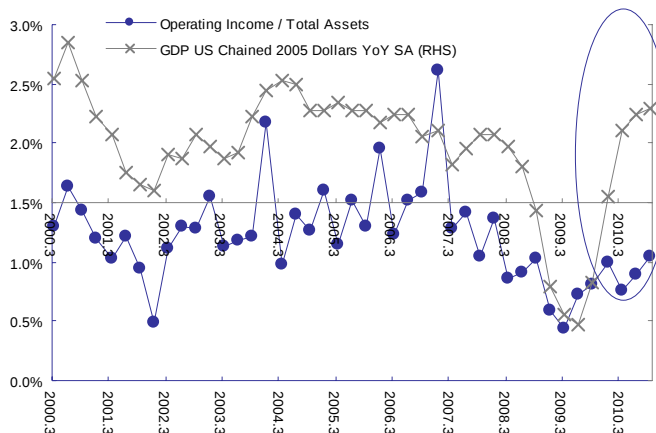


资料来源: 信达证券, Bloomberg

从房地产行业上市公司的角度,我们也还没有看到美国房地产市场全面解冻的局面,但是一些正面的端倪正在出现 - 虽然这也取决于解读的角度和解读者本身的信心。

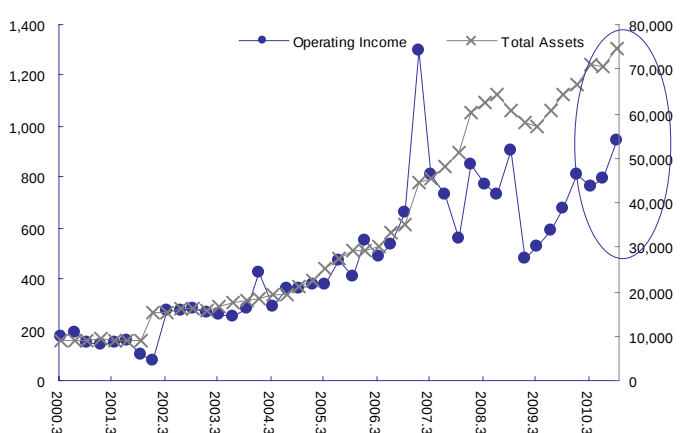
从下图中所体现的盈利、盈利能力、负债率等指标来看,尽管美国金融市场对房地产行业仍然比较悲观,但房地产管理与开发板块公司的盈利情况却在实实在在的复苏。房地产行业的可比利润总额在增加,资产的盈利能力也在上升。

图表 27: 北美市场(含加拿大)房地产管理与开发行业可比上市公司营业利润 / 总资产 vs 美国 GDP 同比增速 (GICS 全球分类, 下同)



资料来源: 信达证券, Bloomberg

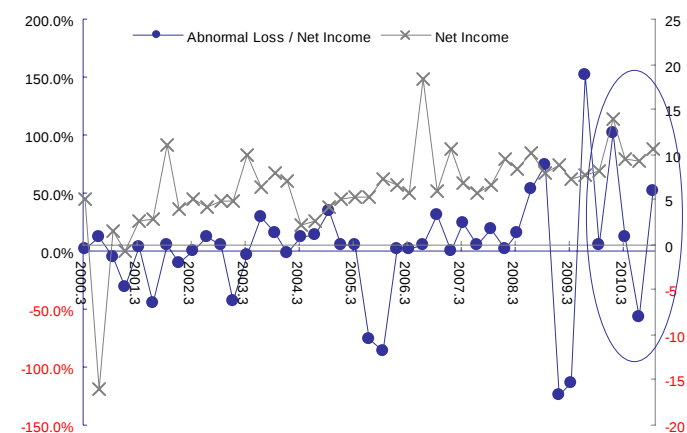
图表 28: 北美市场(含加拿大)房地产管理与开发行业可比上市公司营业利润 vs 总资产



资料来源: 信达证券, Bloomberg

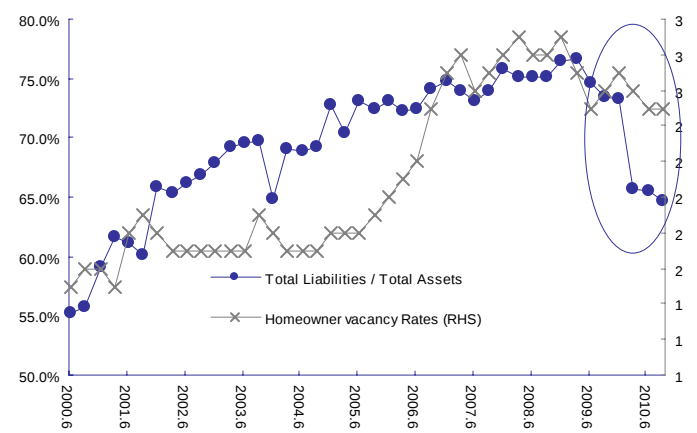
不过很明显的,美国的金融界仍然不太认可房地产行业的复苏,房地产行业公司也没有增加它们杠杆率的打算。这其实是一个有些自相矛盾的事件,一方面金融界对房地产行业的复苏抱有严重怀疑态度,无论是从对房地产的资产价格判断还是对其的金融支持上都是如此,另一方面又相信美国的经济其它行业能够在缺乏房地产的情况下持续前进 - 恰如股票市场所体现的那样。

图表 29: 北美市场（含加拿大）房地产管理与开发行业可比上市公司例外项损益 / 净利润



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 30: 北美市场（含加拿大）房地产管理与开发行业可比上市公司总资产负债率 vs 美国自有住宅空置率

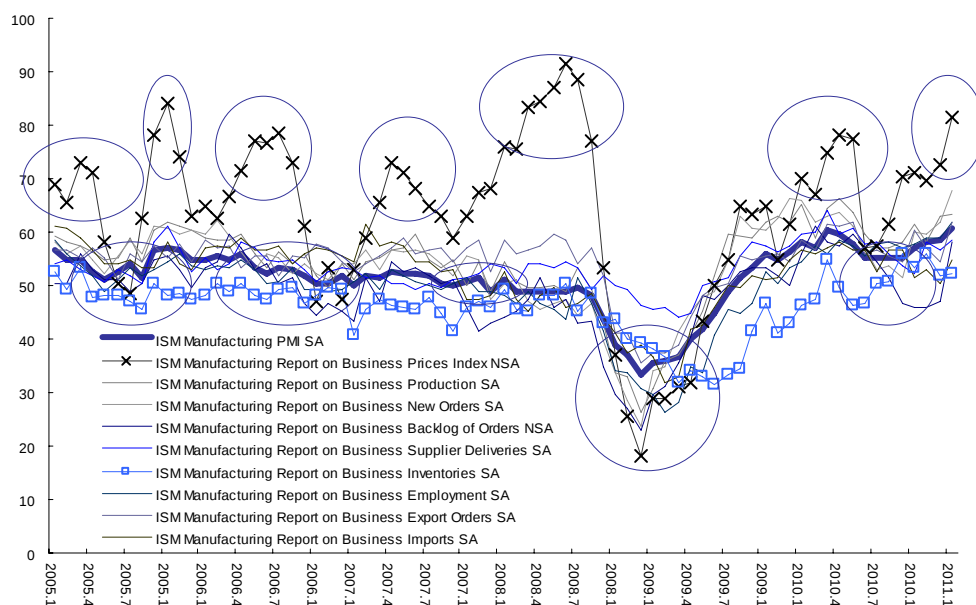


资料来源: 信达证券, Bloomberg

比较正面的事情是，两国的经济确实在增长，而且 PMI 等领先指标也给市场以正面的信息。不过如果看 PMI 的细分项，我们也可以发现一些让人略感不安的因素。

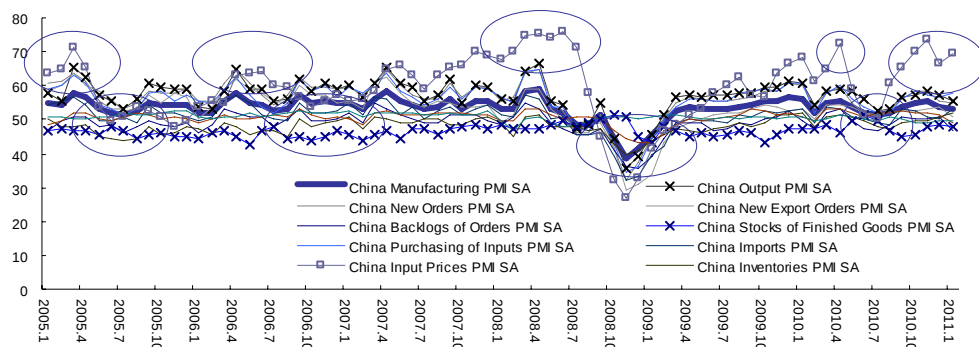
如下两图所示，中美的 PMI 细分项中，价格指数都是波动最大的细分项之一，而过去 5 年中每次高涨基本都伴随之后 PMI 整体指数的下挫。就目前来，PMI 购进价格指数又到了这样一个让人不安的高位。

图表 31: ISM 美国 PMI 分项统计



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 32：中国 PMI 分项统计

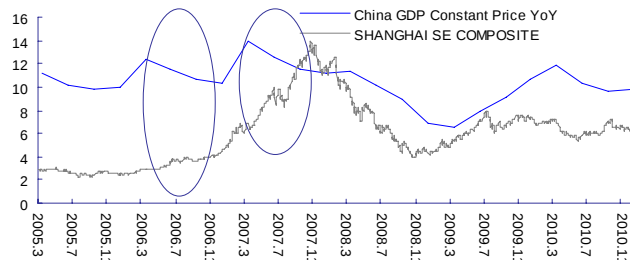


资料来源：信达证券，Bloomberg

从未来看，房地产将是 2011 年贯穿影响中美两国经济的主要因素，而且应该对中国产生负面影响、对美国产生正面影响的概率更大。

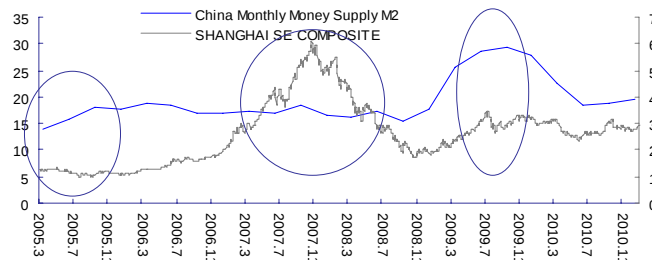
不过话说回来，宏观经济和资本市场的相关性并不是那么高，这点在新兴市场尤其如此。我们以为，如果说 A 股市场在 20 世纪末的 10 年中投机占 9 分、价值投资能占 1 分，那么在之后的 10 年则投机因素至少仍能占 7 分。未来一个 10 年投机的比重是否会下降到 50%？我们拭目以待。

图表 33：A 股 2005 年至今 GDP 与股市比较



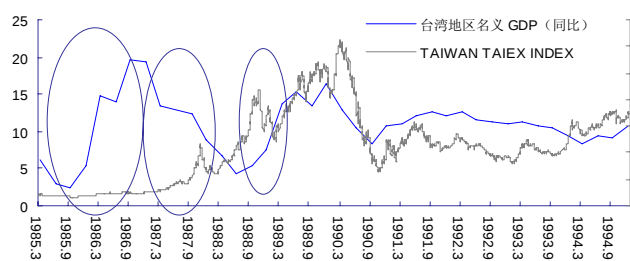
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 34：A 股 2005 年至今 M2 同比增速与股市比较



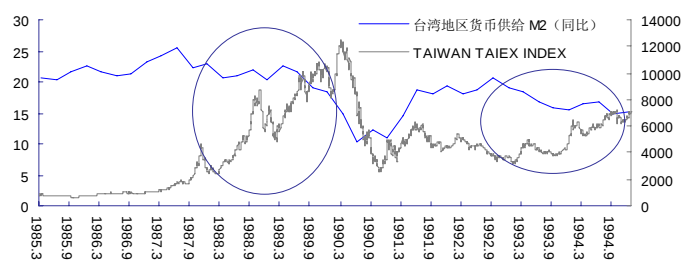
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 35：台湾地区股市大泡沫期间 GDP 与股市比较



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 36：台湾地区股市大泡沫期间 M2 同比增速与股市比较



资料来源：信达证券，Bloomberg

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102