

宏观经济

宏观专题报告

证券投资报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

电 话: 0755-25832896

邮 件: wanghaoyu@fcsc.cn

发动机仍在加油：房地产、物价与美国经济**---为什么我们继续看多权益市场？****要点：**

- 2012 年中国的房地产市场将显著复苏，地方政府配合如前期的芜湖、上海，则复苏的进程快；地方政府没有明显的配合或者配合被中央政府叫停，也不改房地产市场复苏的方向，理由有三：（1）去年下半年被冻结的按揭贷款市场已重新开闸，抑制房地产市场最负面的因素褪去；（2）近十年的通胀事实教训与经验，卖房已成为中国居民心中最佳的货币配置策略；（3）首套房在政策支持下重新获得利率优惠。
- 中国物价的阶段性回落趋势明确，2-8 月份的物价回落具有相当高的确定性，运行区间预计为 3.5-1.5%。因近期高位的母猪存栏与仔猪价格大涨并不寻常，它反应了今年全国养猪户规模扩大（最近几年养猪赚钱效应明显，越来越多的资本进入养猪这个行业，形成了对仔猪的大量需求，比如连央企巨头武钢都开始养猪）和养猪户极高的补栏积极性。在生猪存栏维持高位并且价格还在下跌的今天，仔猪的强劲需求意味着生猪存栏将高位进一步增长，“猪周期”转而下行将成为牵引下阶段 CPI 下行的急先锋。
- 美国经济有极高概率在 2012 年超预期，扣除了通胀的 15 年期、30 年期按揭贷款固定利率从金融危机时的 7% 平台分别回落到 0.3%、0.9%，美国购房的资金成本几乎为零。以美国经济过去四十多年的经验来看，只要存在持续便宜的实际资金成本以及美联储同时辅以“宽松”货币政策，美国房地产市场就极有可能复苏，从而带动美国经济复苏力度超预期，牵引中国今年的出口超预期。而且，外汇占款因此可能重新恢复一定的水准，使流动性供给变得比我们去年底的预期远为充足。
- 综合中国的房地产市场、物价以及美国经济三个因素分析，我们认为，当前的权益市场仍然值得看多；而债券市场有物价回落的支撑，尽管利率产品已经涨幅较大，但仍存继续做多的基础，每次回调都构成机会，信用债则将因为流动性的改善向好。



发动机仍在加油：房地产、物价与美国经济

---为什么我们继续看多权益市场？

在 2011 年 11 月 11 日，我们率先在券商同业发布了第一篇 2012 年度物价预测报告《四刀砍去，明年 CPI 同比降至 2.7%》，基于对物价大幅回落的预测，由此，我们判断了政策放松具有确定性，从而提出全面看多权益市场。到 12 月发布的年度宏观经济策略报告《2008 开闸放水 VS.2012 步步为营》中，我们则探讨了 2012 年的放松力度并不需要具备 2008 年金融危机 4 万亿的力度，2012 年只需要步步为营的放松，足以提振实体经济，并形成对权益市场的显著利多。

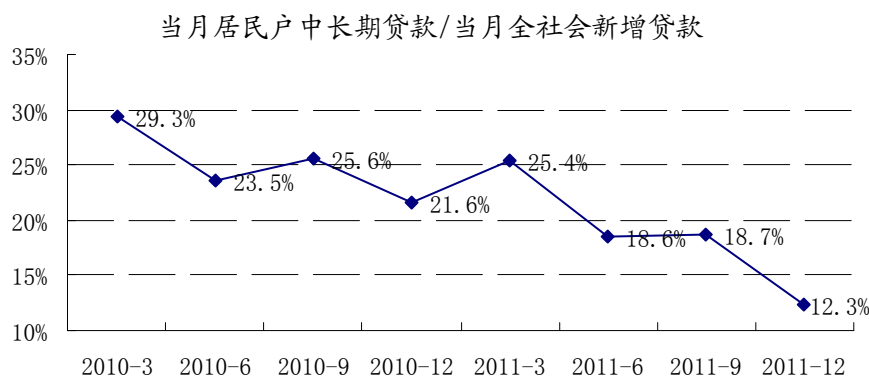
时至今日，尽管权益市场已经显著反弹，我们依然认为，我们以上两篇重点报告的逻辑继续成立，权益市场上涨的发动机仍在加油，可以从新的三个方面来分析：

一、中国房地产市场将显著复苏：信贷市场正在全面支持房地产市场显著复苏（去年下半年被冻结的按揭贷款市场重新开闸、首套按揭贷款享受利率优惠），即使标志性城市类似于限购类的行政性措施继续执行，亦不会阻碍中国房地产市场在 2012 年显著复苏

依我们所见，农历新年过后，中国的房地产市场相对于 2011 年下半年，发生了重大的变化。这个变化的表像是成交量的回升，具体的成交回暖情况不但券商报告已经连篇累牍，媒体也多有报道，甚至以楼市“小阳春”为标题谓之。第一创业研究所在北京和深圳的草根调研也显示，无论是新盘还是二手盘，看房量都出现了非常显著的回升。二手房中介大多认为，成交量现阶段的上升还没足够反应最近看房客的增多，因为从看房到成交，至少有半个月过程。成交量的回升只是表像，为什么会这样？我们认为，依次有三个原因：

（1）去年下半年被冻结的按揭贷款市场重新开闸，抑制房地产市场最负面的因素褪去。回顾 2011 年抑制房地产市场的诸多因素，依我们所见，最重要的不是“限购”，而是下半年按揭贷款市场的接近“冻结”，意向购房者因为根本拿不到按揭贷款，只能被动退出市场。见图 1，我们将居民户的中长期贷款比上当月的全社会新增贷款，这个指标自 2011 年一季度后回落，第四季度尤其更甚。央行的贷款细项统计中，居民户不包括企业，因此居民户中长期贷款基本等于按揭贷款。

图 1：商业银行信贷资金对购房人的支持



资料来源：中国人民银行，第一创业证券研究所整理

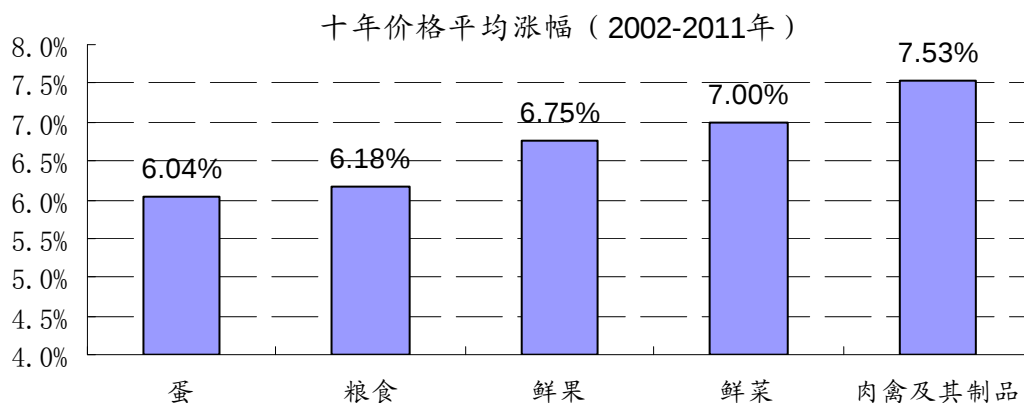


如果直观的理解，到了 2011 年 12 月份，居民户的中长期贷款比上当月的全社会新增贷款这个比值虽然回落到了 12.3%，确实是比一季度末回落了 13 个百分点，回落很大，但毕竟还有 12.3%，怎么能说当时的按揭贷款市场是“冻结”的呢？这就要从 2011 年下半年特别是第四季度说起。因为在 2011 年 7 月初，统计局公布的 6 月份 CPI 数据一举突破 6%，央行压力骤然加大，因此愈发严格控制每月的信贷投放规模，这导致大量的购房者当时虽然申请了按揭贷款，却因为央行对信贷规模的严格控制，商业银行缺少足够的信贷额度，迟迟不能获得放款，从申请按揭贷款到最终获得贷款至少需要等待 3-4 个月。又因为 CPI 的回落幅度总是低于市场预期，这一现象一直拖延到 2011 年第四季度结束。所以，我们说 2011 年下半年，特别是第四季度，按揭贷款市场是接近冻结的，因为当时的按揭贷款已无法申请获得，每个月发放的按揭贷款不过是前面 3-4 个月甚至更长时间前提出申请的，新的按揭贷款申请根本不可能随即获取。意向购房者在询问银行知道按揭贷款难以获得后，不得不大量的被动离开房地产市场，选择观望。

具备一次性付款能力的购房者毕竟还是少数，在购房者获得按揭贷款无望，即按揭贷款市场冻结的背景下，房地产市场怎么可能不疲软？这就是 2011 年第四季度中国房地产市场走软的决定性原因。而一旦这个因素褪去，对房地产市场就是最重大、最实质的利好，“限购”固然是利空，但并不足以改变房地产市场的方向。以北京为例，2011 年 2 月 18 日开始实施“限购”，但房地产的成交量一直到下半年才明显回落。而下半年，正是按揭贷款市场接近冻结的时候。

（2）近十年的通胀事实教训与经验，卖房已成为中国居民最佳的货币配置策略。最近几年，货币会贬值并且贬值速度快这个概念几乎深入到了每个中国老百姓的心里，越来越多普通老百姓都从实际的生活经验中得知“钱不经用了”、“一百元钱花花就不见了”。我们选取了居民日常生活中感受通货膨胀最直接的五类商品：蛋、粮食、鲜果、鲜菜、肉禽及其制品。过去十年（2002-2011），这五类商品的平均价格涨幅分别是：6.04%、6.18%、6.75%、7.00%、7.53%，确实相当高。在这样一个涨价速度即货币贬值速度下，居民自然会想到，货币必须保值，否则实不划算。

图 2：一部分消费品的十年平均价格涨幅



资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所整理

那么，过去十年，老百姓感受最好的投资保值品恰恰就是、也唯一就是房子。上证指数十年下来，年平均涨幅只有 3.4%，而房子在过去十年，不但显示出极强的保值价值，更展现出惊人的创富能力，涨幅 5-8 倍的房子比比皆是，即持有房地产年平均涨幅 50-80%，远远战胜通货膨胀。老百姓的投资行为通常是总结过去的经验，后知后觉。基于过去十年的经验和教训，买房保值（或者说早买房早省钱）正是当下老百姓心目中最优的货币配置策略，这一幕在日本发生过，在台湾地区发生过，在香港地区也发生过，我们亦难例外。所以说，一旦信贷市场的冻结放开，我们相信，居民会陆续涌入房地产市场。



(3) 首套房在政策支持下，重新获得贷款利率优惠。这一条件的改善，一方面源自 2012 年以来信贷额度的重新宽松，有额度了自然才有优惠利率可言；另一方面来自央行基于更高层管理调控精神变化所相应做的变化，在今年 2 月 7 日的央行官网上，央行明确发文表示要“...加大普通商品住房建设的支持力度，满足首次购房家庭的贷款需求”。目前，例如深圳地区，首套置业已经可以享受基准利率 95 折优惠。这相比于去年基准利率的 1.1-1.2 倍，按揭资金成本已经便宜了 100-180bp。

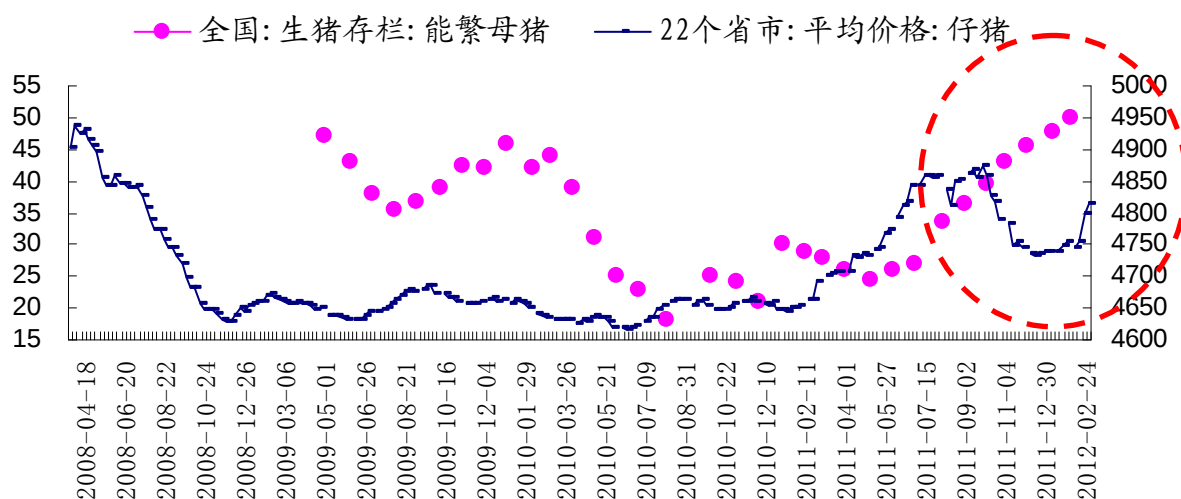
基于以上三个原因，我们认为，2012 年中国的房地产市场将显著复苏。地方政府配合如前期的芜湖、上海，则复苏的进程快；地方政府没有明显的配合或者配合被中央政府叫停，也不改房地产市场复苏的方向，因为我们分析的以上三个因素更具有决定性。

二、中国物价的阶段性回落趋势明确：2-8 月份的物价回落具有相当高的确定性，运行区间预计为 3.5-1.5%，因近期高位的母猪存栏与仔猪价格大涨反应了全国养猪户规模扩大且有极高的补栏积极性，生猪存栏因此将高位增长，“猪周期”转而下行将成为牵引下阶段 **CPI** 下行急先锋

我们第二个继续看多当前权益市场的理由，是我们对物价在今年 2-8 月份的回落继续充满信心，尽管管理层特别是央行（最近举行的一级交易商会议）仍然对物价相当的担心。长期来看，我们也担心物价，因为中国经济并未脱离我们去年提出的“滞胀”大周期。但小周期里，会有物价的快速回落，这个过程将伴随 M2 的主动性回升，如同上世纪 70 年代的美国经济。

在今年 2-8 月份的这轮物价趋势性回落中，“猪周期”的下行将发挥重要作用，曾经推高 CPI 的关键性因素将掉转过头来，成为牵引 CPI 下行的急先锋。一个佐证是，国家发改委价格司副司长周望军在今年 2 月中旬接受媒体采访时，公开谈到“2012 年猪价肯定会下跌...建议养殖朋友少养点猪，适当的减少补栏”。

图 3：母猪存栏与仔猪价格的对比



资料来源：iFinD，第一创业证券研究所整理

但是，我们的统计数据却显示，养殖户并没有减少补栏！见图 3，目前全国的母猪存栏已经处在 2009 年 5 月份以来的新高值，按照这个数据，仔猪的供应应该是非常充足的，不应该出现价格的快速并大幅上涨。但是，在今年农历春节过后，全国的仔猪价格就开始连续的飚涨。大量的信息显示，今年的仔猪疫情并不比往年严重，因此没有影响到仔猪的产量。唯一的解释是，全国生猪养



殖户的规模在增大，并且在积极补栏，从而形成了对仔猪的抢购，推动了春节后仔猪价格的快速并大幅上涨。可能的逻辑是，最近几年，养猪赚钱效应明显，越来越多的资本进入养猪这个行业，形成了对仔猪的大量需求，比如刚刚被媒体报道出来的央企巨头武钢都开始养猪了。在生猪存栏维持高位并且价格还在下跌的今天，养殖户的增多再加上积极补栏仔猪，意味着未来的生猪存栏会进一步高位增加，从而致使未来的生猪价格存在大幅下跌的风险。

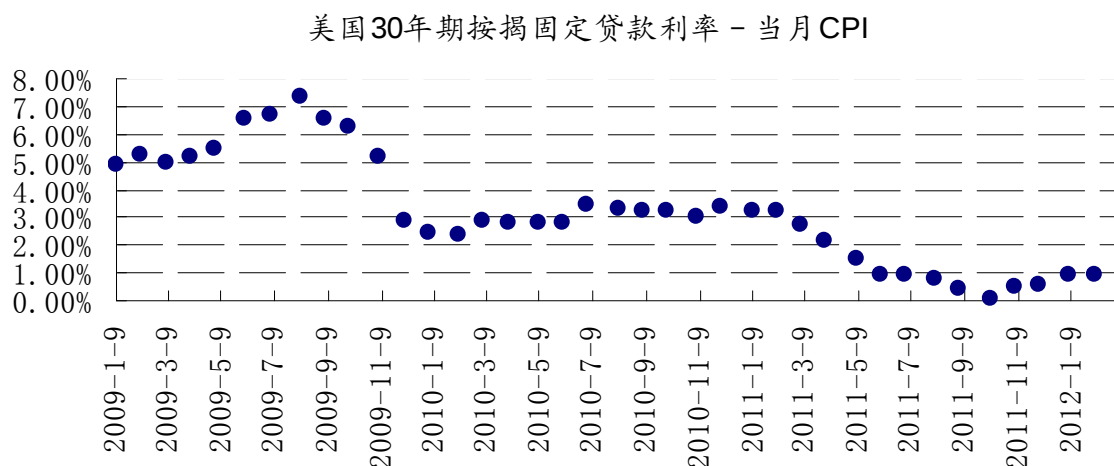
因此，我们预计，生猪价格下阶段可能较大幅下跌，从而推动 CPI 按照我们的预期回落，并有效对冲国际石油价格上涨的影响。在 CPI 持续回落的背景下，宏观调控的放松成为必然。

三、美国经济有极高概率超预期：扣除了通胀的 15 年期、30 年期按揭贷款固定利率从金融危机时的 7% 平台分别回落到 0.3%、0.9%，购房的资金成本几乎为零，美国房地产市场极有可能在 2012 年显著复苏，从而带动美国经济超预期复苏，牵引中国出口超预期，进而外汇占款可能超预期，流动性供给比去年底预期充足

我们第三个继续看多权益市场的理由，是对美国房地产市场的期待。我们认为，有极高的概率，美国的房地产市场将于 2012 年显著复苏。尽管最近股神巴菲特也表示了类似的看法，但巴菲特并没有给出看多美国房地产市场足够的理由，且他老人家最近几年的判断出错不少，不足为证据。另一方面，我们也不想随大流，去列举最近美国的新屋成交、成屋成交等一系列数据以论证美国房地产市场将复苏。因为过去两年，这些数据太具有波动性，仍然不足为证。

我们的思路是，结合美国经济的历史，从实际利率出发去寻找答案。我们发现，就在当下，美国扣除了通胀的 15 年期按揭贷款固定利率已经连续 5 个月为负值，扣除了通胀的 30 年期按揭贷款固定利率已经连续 7 个月在 1% 以下。而在金融危机严重时，这两个利率分别是 6.8% 和 7%。这是一个巨大幅度的回落，意味着美国房地产市场的投资环境得到了极大的改善，因为在美国按揭贷款购房的资金成本几乎为零。

图 4：美国实际的购房资金成本



资料来源：iFinD，第一创业证券研究所整理

在美国经济过去的四十多年里，扣除了通货膨胀的 30 年期按揭贷款固定利率持续回落到 1% 以下只有两次，我们分别考察分析之：

(1) 1974-1975 年为第一次：在这一次，扣除了通货膨胀的 30 年期按揭贷款固定利率一度为负值，1974 年为 -0.6%，1975 年为 -0.1%，购房的实际资金成本极度便宜（实际是补贴），而



随后的 1975-1978 年则正是一轮美国房地产市场轰轰烈烈的上涨。需要特别强调的是，为什么房地产价格在 1974 年负利率最严重的时候没有上涨？这是因为在整个 1974 年，美联储货币政策的基调是“紧缩”，1974 年全年，美国广义货币 M2 的增速压到平均只有 6%，远低于 1972-1973 年的 11%。而进入 1975 年下半年后，美联储转而采取“宽松”货币政策，广义货币 M2 不断上升，再加上按揭利率的极低成本，致使 1975-1978 年美国房地产市场强劲上扬。

（2）1979-1980 年为第二次：在这一次，扣除了通货膨胀的 30 年期按揭贷款固定利率一度持续也为负值，平均水平大约在 -0.3% 左右，从资金成本的角度，同样支持房地产市场上涨。然而，不幸的是，此时的美联储没有配合，而是与 1974 年一样，采取了严格“紧缩”性货币政策。因此，当时美国的房地产市场没有因为这次资金成本的极度便宜而上扬。

综合分析两次低于 1% 的情况，依我们所见：

- 1、持续的、极便宜的实际资金成本；
- 2、美联储同时辅以“宽松”的货币政策；

历史的经验显示，有以上两条，美国的房地产市场就有极大的概率复苏上扬。而现在的美国房地产市场，以上两个条件都完全符合，因此，我们相信，2012 年美国房地产市场有极大的概率超预期复苏。可能的反例是日本房地产市场，但日本与美国相比，对全球资本远不具美国有吸引力，因此不能将 1990 泡沫破灭后的日本房地产市场与美国房地产市场进行类比。

有重要意义的是，随着美国房地产市场的显著复苏，美国经济复苏的力度将超预期，从而使中国的出口也超预期，牵引中国实体经济跟随超预期。而且，外汇占款因此可能重新恢复一定的水准，使流动性供给变得比我们去年底的预期远为充足。

综合中国的房地产市场、物价以及美国经济三个因素分析，我们认为，当前的权益市场仍然值得看多；而债券市场有物价回落的支撑，尽管利率产品已经涨幅较大，但仍存继续做多的基础，每次回调都构成机会，信用债则将因为流动性的改善向好。



免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135