

中国市场策略

拯救房地产泡沫的最后一枪

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com

摘要：中国 51 亿平方米的在建住宅物业可以轻松使中国的住房拥有率饱和至 100%。我们面临的是房地产投资增长的极限。降低首付也将无济于事。由于房地产是一个更大的风险，中国将继续货币宽松以延续房地产泡沫，同时实现某种形式的资本管制以缓解由于货币宽松导致的人民币贬值的压力。然而，稳定人民币汇率仍然会消耗中国的外汇储备。这些紧绷着的表面平衡最终将从压力最小之处破裂。这是中国和全世界都必须警惕的风险。而上证未完的下行趋势早已山雨欲来风满楼。

房地产大周期即将见顶；降低首付也无法刺激房地产投资：对无限购的城市降低首付并不能逆转中国的房地产周期进入长期下行的趋势。一线城市房价涨幅很快就会放缓，而其它二、三、四线城市的涨幅将会反转。经过住房通胀和 CPI 调整后的实际利率已在 2015 年年初达到了顶峰，并随后开始快速下行。接踵而来的是历史的轮回——伟大的中国泡沫在 2015 年 6 月破裂（请参见我们的报告“伟大的中国泡沫：800 多年历史的教训”）。以史为鉴，房地产长周期也最终将在股市泡沫破灭后半年左右见顶，（**焦点图表 1 和 2**）。尽管自 2014 年 9 月 30 日以来首付一直在下调，并激活了一线和部分二线城市的房地产市场，但是房地产投资的增长并没有回暖。土地销售和新开工面积的增长持续回落。为什么房地产政策会在此刻失效？

让我们做一个简单的计算。我们的数据显示，中国在建的住宅面积为 51 亿平方米。根据人口普查平均每户 2.97 人估算，中国的 14 亿人口相当于约 4 亿 6 千万户家庭。假设中国的住房拥有率从 90% 上升至 100%，这些新增的房地产买家将很容易地吸收所有的在建住宅面积。而且平均每户的面积达到 110 平方米左右。这个简单的计算里，我们对住房拥有率和人均居住面积的假设相对于全球的标准来说都是非常慷慨的。我们同时还忽略了由于楼价高企而产生的租房和合居的需求。也就是说，即使在我们乐观的估计下，中国房地产供给在全国水平来看已经饱和了。这就是房地产投资增长的极限。供给饱和和过剩，加上高昂的价格的现象证明了中国房地产很难说不是泡沫。

焦点图表 1：实际利率已经快速下行，领先股市约 6 个月，领先房地产约 12 个月。



資料來源：Bloomberg、国家统计局、交銀國際

焦点图表 2：伟大的中国泡沫已在半年前破灭；下一个是楼市泡沫。



資料來源：Bloomberg、国家统计局、交銀國際

政策选择的两难；房地产泡沫是一个比人民币贬值更大的风险；上证下行趋势尚未完成：当下，我们更关心的是在人民币贬值，资本外流和货币宽松的环境下中国面临的政策选择，以及这些政策对资产价格的影响。在我于 2014 年 3 月 17 日发表的题为“**人民币贬值将刺破房地产泡沫**”的报告里，我讨论了中国央行把人民币每日交易区间从 1%到 2%的显著意义。

“央行突然宣布扩大人民币兑美元汇率浮动幅度，每日波幅上限从 1%扩大至 2%。**这是一个历史性时刻**。市场对公告的解读仍然大都集中在如何从扩大汇率波动演绎出日后的货币政策发展。然而，在从央行对媒体问答稿件的字里行间，我们认为央行这次的举措背后对大类资产定价有更深层意义”。我写道。“人民币的估值似乎已达到了一个长期均衡点。值得注意的是，此说法与中国生产力增长速度已然见顶的时间吻合。假如我们的解读是正确的，那么**自 2005 年 7 月汇率改革以来所展开的人民币升值趋势终于将告一段落。。。人民币的汇率定价从此以后将大致由市场主导。**”

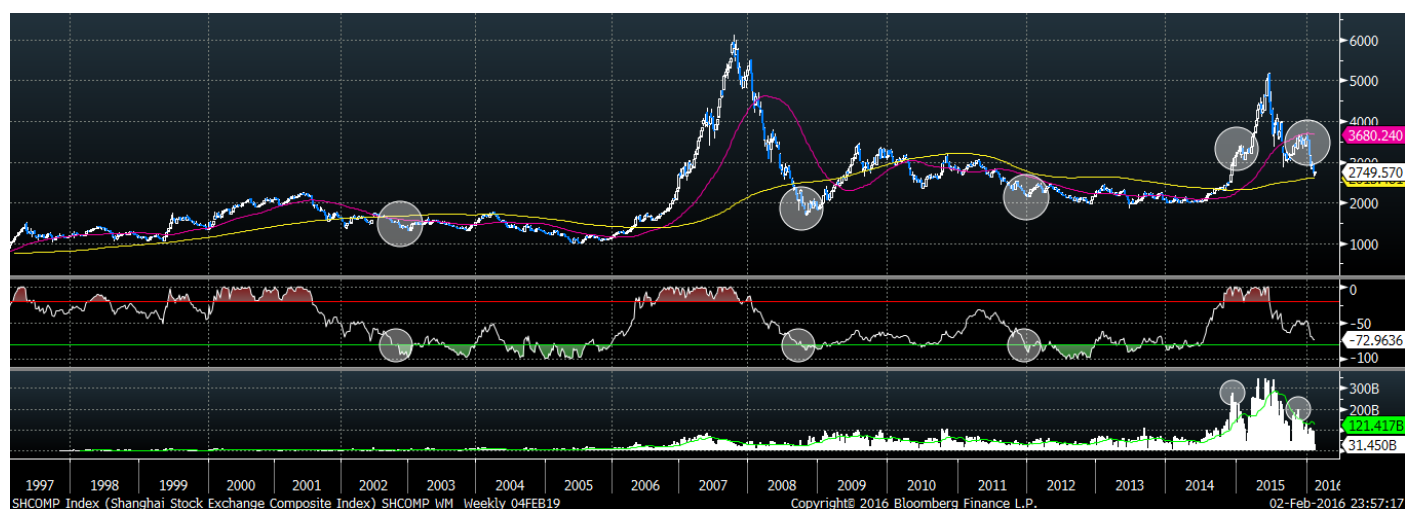
“假如人民币升值的预期发生逆转，那么对于投资者长期来说还有更多需要担心的”。我续道。“一般来说，一个国家可通过廉价的汇率推动出口，以增强外汇储备。然后，国家可以开始让货币升值，以便进行大规模的资产价值重估。一旦汇率升值至接近平衡点，资产价值重估将会停止。这些汇率调整的步骤反映出财富如何通过廉价的货币制度首先从国外生产商转移至国内生产商，然后通过资产重估转移至上层阶级，最终转移至大部分人——资产泡沫的最终接棒者”。

“这个过程听起来耳熟能详。2005 年 7 月，当中国开始进行人民币升值，中国的外汇储备只有 8000 亿美元，但现在这个数字已增长四倍至 3.8 万亿美元。与此同时，中国的房地产价格已急升至泡沫水平。若以史为鉴，**人民币贬值将会是中国资产价格上涨的强大阻力，这些资产主要是房地产，而股票也将难以幸免。**”

自我 2014 年 3 月发表报告之后，二线城市房地产价格一直无法上涨，而在三线城市已经开始下降。如果房地产泡沫最终爆裂，那么它将会引起债务通缩潮。鉴于这种显著风险，政策必然的选择是继续宽松货币政策以延长甚至试图逃避泡沫最终的宿命。与此同时，人民币汇率将承压。

因此，我认为政策的选择将是施行某种形式的资本管制，同时稳定人民币汇率并继续货币宽松。目前，有报道称使用银联买境外保险每笔交易不能超过 5000 美元。但是，由于供给饱和过剩，房地产投资增速很难恢复，经济增速将继续放缓，而人民币贬值的压力将持续。中国的外汇储备将在汇率维稳的过程中继续消耗。尽管政策干预，房地产泡沫最终将无法逃脱如其他泡沫破灭的宿命。以史为鉴，相关的表征有可能在 2017 年更加显而易见的。这是中国和全世界都必须警惕的风险。而上证未完的下行趋势似乎早已山雨欲来风满楼（**焦点图表 3**）。

焦点图表 3：上证下行趋势尚未结束（这里显示的是房地产行业指数和上证综合指数）。



資料來源：Bloomberg、国家统计局、交銀國際

近期报告

- 20120625 市场与经济的博弈
20120706 经济疲软 降息乏力
20120725 货币战争中难寻"钻石底"
20120822 猪"调控"了中国股市
20120906 静待政策市
20120922 央行在等什么？
20121019 市场和经济不可能同时见底
20121116 站在经济转型的十字路口
20121204 2013：改革的悖论（前瞻）
20121214 2013：站在市场进退的十字路口
20121219 2013：改革的悖论
20130117 市场共识忽略了些什么
20130227 乍暖还轻冷 未雨已迎风
20130325 股市见顶 何时何地
20130415 黄金暴跌预示着股市波动性上扬
20130422 赌市
20130513 麻将投资定理
20130520 麻将投资定理之二：创业板泡沫
20130524 第二只黑天鹅：日经
20130603 扭曲的“常态”
20130610 动荡的预示(下半年策略预览)
20130621 动荡的预示 之二
20130625 情绪宣泄淋漓 大盘反弹在即
20130722 小跃进：利率半市场化和股市的影响
20130729 债务审计与中国的“债务泡沫”
20130819 一系列市场异象及其显著意义
20130904 中国是当下最显著的逆向交易主题
20130910 牛市里应顺势而为
20130914 中国股市和美联储缩减计划
20131014 中国股市和美国债务上限的争议
20131017 股市是否可以预测？（向法码和席勒致敬）
20131024 逢高减持 获利了结
20131108 三中全会：当局清，市场迷
20131205 2014 展望：黑马与黑天鹅（预览）
20131212 2014 展望：黑马与黑天鹅
20140127 2013 年的警示
20140225 人民币、房价是显著的市场风险
20140304 风险 - “你懂的”
20140311 市场底部：1600 点
20140317 人民币贬值将刺破房地产泡沫
20140324 大盘股也有春天
20140409 长端收益率才是关键
20140414 三个流行交易策略的逆转和价值投资的回归
20140514 新常态和新极端
20140617 2014 年下半年展望：寂静的回响（预览）
20140625 2014 年下半年展望：寂静的回响（全文）
20140711 寂静的回响：波动性的回归
20140718 足球，股市和股指的楔形化
20140723 一万亿的疑问：抵押补充贷款、房地产和有色金属
20140728 一万亿的狂热：逢高减持；获利了结
20140805 市场共识忽略了什么
20140814 信贷转向及政策前景
20140822 沪港通和资金流向的真相
20140827 市场隐含的经济增长和政策前景
20140905 理智与情感：止损并修正交易策略
20140915 货币和财政政策可期
20140922 盘整还是回档 - 长端收益率仍然是关键
20140929 市场的割裂
20141006 香港的鸿沟
20141013 聚焦美元强势
20141020 货币政策的拐点
20141027 沪港通延迟成为市场阻力
20141111 市场共识对沪港通认知的误区
20141117 沪港通：开创新历程
20141124 降息！以及新的交易逻辑。
20141208 中国的价格与价值：上证等于 3400
20141211 2015 年展望：风险重新定价
20141224 2015 年中国的五个意外
20150118 两融调查引爆头寸；上证泡沫化点位=4200
20150129 危险的头寸
20150205 降准、人民币与国际收支不平衡
20150209 期权首发日和红庙子们的故事
20150302 降息和市场的新极端
20150320 市啥率，就是啥率
20150413 恒指目标 32,000；与“中国大妈”顺势而为
20150416 A50/500 股指期货和创业板泡沫的幻灭
20150420 肖钢、小川和丁蟹
20150506 调教“人民日报牛”
20150511 降息如期而至；历史会否重演？
20150528 “5-30”：以暴跌纪念暴跌
20150616 伟大的中国泡沫：800 多年历史的领悟
20150624 “钱荒”纪念日
20150629 央行双降又如何
20150702 证监会平抑市场波动
20150706 各部联合出大招又如何？
20151026 央行双降，市场抉择的时刻
20151109 重启 IPO：魔鬼的细节
20151116 巴黎冬天恐怖主义事件
20151130 市场的三个极端
20151209 2016 年展望：资产慌
20151217 美联储加息和中国交易模式的变化
20160104 熔断机制：伤的最深的是第一次
20160108 熔断机制暂停又如何？
20160115 超卖的修复
20160121 软弱的对手盘
20160125 稳定一个不稳定的市场

交银国际

 香港中环德辅道中 68 号万宜大厦十一楼

总机: +852 3710 3328

传真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

评级定义

公司评级

买入: 预期股价于 12 个月内上升超过 20%

长线买入: 预期股价于 12 个月以上时间上升超过 20%

中性: 预期股价波幅在±20%之间

沽出: 预期股价于 12 个月内下跌超过 20%

行业评级

领先: 预期行业指数于 12 个月内超过大市涨幅 10%以上

同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间

落后: 预期行业指数于 12 个月内落后大市涨幅 10%以上

研究团队

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

郑子丰 CFA, CPA, CA

(852) 2977 9393

raymond.cheng

策略

洪灏 CFA

(852) 2977 9384

hao.hong

互联网

马原 PhD

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

谷馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

孙梦琪

(86) 10 8800 9788 - 8048

mengqi.sun

银行/网络新金融

杨青丽

(852) 2977 9212

yangqingli

李珊珊 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

万丽 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8051

Wanli

韩嘉楠

(86) 10 8800 9788 - 8055

hannah.han

建材及工业(中盘)

陈庆

(852) 2977 9392

angus.chan

油气/燃气

刘旭彤

(852) 2977 9390

xutong.liu

非必需品消费

黄文嫻 CPA

(852) 2977 9391

phoebe.wong

房地产

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

谢联聪 CFA, FRM

(852) 2977 9220

philip.tse

过瑞璐

(852) 2977 9211

luella.guo

必需品消费

王惟颖 CFA

(852) 2977 9221

summer.wang

吴效宇

(852) 2977 9386

shawn.wu

新能源

孙胜权

(86) 21 6065 3606

louis.sun

环保服务

郑民康

(852) 2977 9387

wallace.cheng

科技

严司政

(852) 2977 9243

christopher.yim

博彩休闲

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

电讯/中小盘

李志武

(852) 2977 9209

lizhiwu

医药生物

李博

(852) 2977 9203

david.li

交通运输及工业

郑碧海 CFA

(852) 2977 9380

geoffrey.cheng

周云飞

(852) 2977 9381

fay.zhou

保险及证券

郑嘉梁

(852) 2977 9389

jupiter.zheng

张雨琦

(852) 2977 9250

yufan.zhang

汽车

姚炜

(86) 21 6065 3675

wei.yao

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之 30 个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、奥星生命科技有限公司、北京汽车股份有限公司、中国惠农资本集团有限公司、德基科技控股有限公司、国联证券股份有限公司、广发控股（香港）有限公司、培力控股有限公司、齐合天地集团有限公司、绿地香港控股有限公司、中软国际有限公司、云游控股有限公司、联想控股股份有限公司、匹克体育用品有限公司、恒投证券（亦称为恒泰证券股份有限公司）、郑州银行股份有限公司、中国华融资产管理股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、绿景（中国）地产投资有限公司及中国建设银行股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际控股有限公司现持有中软国际有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的全资附属公司。