

全球最大的资产 - 尚能饭否？

- 中国房地产现在已经进入存量博弈；房地产板块变得与整体市场负相关。因此，房地产放宽并不一定意味着市场整体上涨。
- 房地产与中国宏观储蓄率高度相关。储蓄率越低，房地产越好。但家庭杠杆率也越高。
- 港股估值非常便宜，并开始发出一些中性甚至是积极的技术信号。风物长宜。

洪灏，CFA
hao.hong@growim.com

本报告英文版：

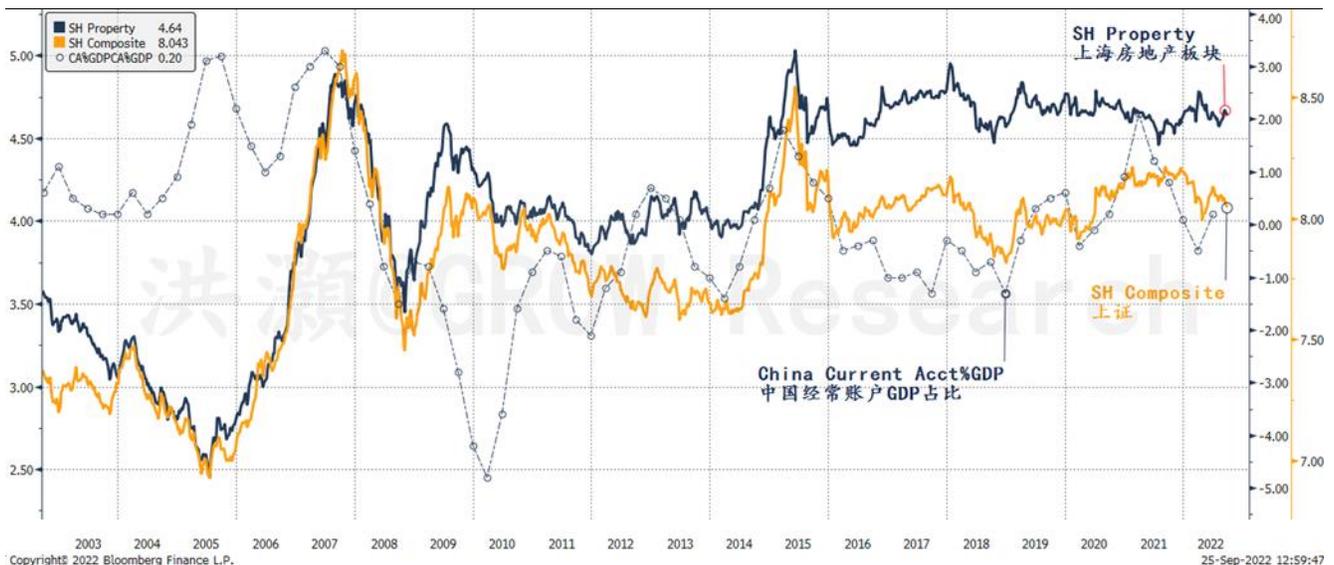
[《Can Property Save the Day - Again?》](#)

房地产进入存量博弈模式

刚刚过去的一周里，全球市场风急浪高。市场的惊涛尤以汇率市场表现得最为汹涌，美元一路高歌猛进，创下近 30 年以来的新高，日元暴跌至广场协议以来的次低，欧元显著跌破与美元的平价线，而英镑破位。与此同时，人民币正快速逼近备受瞩目的 7.2 关口——那将是 2018 年贸易战期间的水平。

以破纪录的零售认沽期权买盘来衡量，美国的市场情绪似乎极度低迷，市场正接近历史上将要开始技术反弹的超卖水平。然而，市场历史每天都在改写。我们的量化模型曾依赖于市场因子之间的历史相关性，但此刻已发生了根本的改变。在市场动荡的洪流中，为中国房地产松绑的熟悉呼声再度响彻耳畔。毕竟，这是世界上规模最大、最重要的资产类别之一。

图表 1: 自 2019 年以来，中国房地产板块开始与上证呈负相关。



虽然我们对于这些呼声感同身受，但我们注意到，自2019年以来，房地产板块和中国股市整体之间的关系已经悄然发生了改变。因此，房地产行业与中国经济之间的底层关系也应该发生了改变——如果股市表现确乎反映了潜在的经济基本面的话。

从**图表 1**中我们可以看到，自2019年以来，房地产板块与上证负相关。最近，房地产板块正试图借力一系列宽松政策信号开始一波技术反弹，但上证却未能衔枚疾进。显然，中国房地产和中国经济之间的关系已经不同往日。

为究其缘由，我们可以运用一些宏观的、大局性的数字做一个简单的思维实验。

从1987年至2021年间，中国城镇人口已经由2.75亿增长到9亿，增加了6.25亿人之多。国家统计局的报告显示人均居住面积在35至40平方米之间，6.25亿新增城镇化人口意味着220亿至250亿平方米的新增居住空间需求。有趣的是，同期累计住宅销售面积为230亿平方米——与中国城镇人口增长所产生的新需求大致相当。

展望未来，在建住宅面积为60亿平方米。根据国家统计局的报告，住宅单元的平均面积为110平方米，60亿平方米相当于5,500万套住宅单元。如果城镇化率能从当前的64%提升至75%的目标，则将意味着1.6亿新增城镇化人口。国家统计局的报告显示平均家庭规模约为3人，1.6亿人口将意味着对约5,000万套住宅单元的新需求。换言之，未来几年的房地产供应量与潜在需求量大体相若。

此外，中国的人口增长开始停滞不前。2021年，仅有1,062万新生儿呱呱坠地，而死亡人口为1,014万。2022年中国很可能将见证人口负增长，这比专家的预测提前了十多年。鉴于历史和未来房地产供求基本平衡，人口增长所带来的住房需求微乎其微，中国房地产已然变成了一场存量博弈。这不再是一场增量游戏，而是蛋糕的重新分配。

中国宏观储蓄率与房地产

在**图表 1**中，我们还以中国经常账户占GDP的比例为代理指标，展示了房地产行业表现与中国储蓄之间另一项重要的宏观关系。

我们注意到，2019年之前，中国宏观储蓄率与房地产行业表现之间曾为正相关。但此后这一关系却发生了逆转。这个逆转其实是房地产已成为存量博弈的又一迹象。人们选择在有限的预算范围内存钱而非置业，房地产行业的表现就会因此而低迷不振。

居民家庭预算可能受限于与其生产力增长和产出不合意的劳动报酬，也可能是受限于居高不下的房价，或两者兼有。中国的巨额储蓄作为宏观流动性曾经能够同时外溢至整体市场和房地产行业。（我们在2022年9月18日发表的上篇报告《[佛系“破7”](#)》中讨论了中国储蓄存款和上证之间的关系。）然而，正如市场、房地产以及中国宏观储蓄率之间的关系变化所表明的那样，时移世易。现如今，房地产已经成为一场存量博弈。

因此，尽管现在多项“因城施策”的楼市提振措施频出，新房销售仍未见恢复。这些政策大多旨在令居民购房更方便、更快捷、更便宜。其实就是让居民加大其资产负债表的杠杆。

然而，中国的房地产既是一个供给问题，亦是一个需求问题。供给过剩，而需求不足。2015年3月也曾有过类似举措出台，鼓励居民购房置业，同时一家政策性银行扩大其资产负债表用于棚户区改造。那个故事的结局，众所周知。

中国离岸美元垃圾债表现远弱于 2011 年

自 2021 年一季度末以来，中国离岸美元垃圾债一直表现不佳。其中不少债券由中国地产开发商发行，以试图利用较低的离岸美元利率融资。同时，因为“三条红线”政策限制了其在国内加杠杆的能力，房地产开发商还借此补充现金储备。

图表 2: 中国垃圾债的相对回报率甚至弱于 2011 年；人民币承压



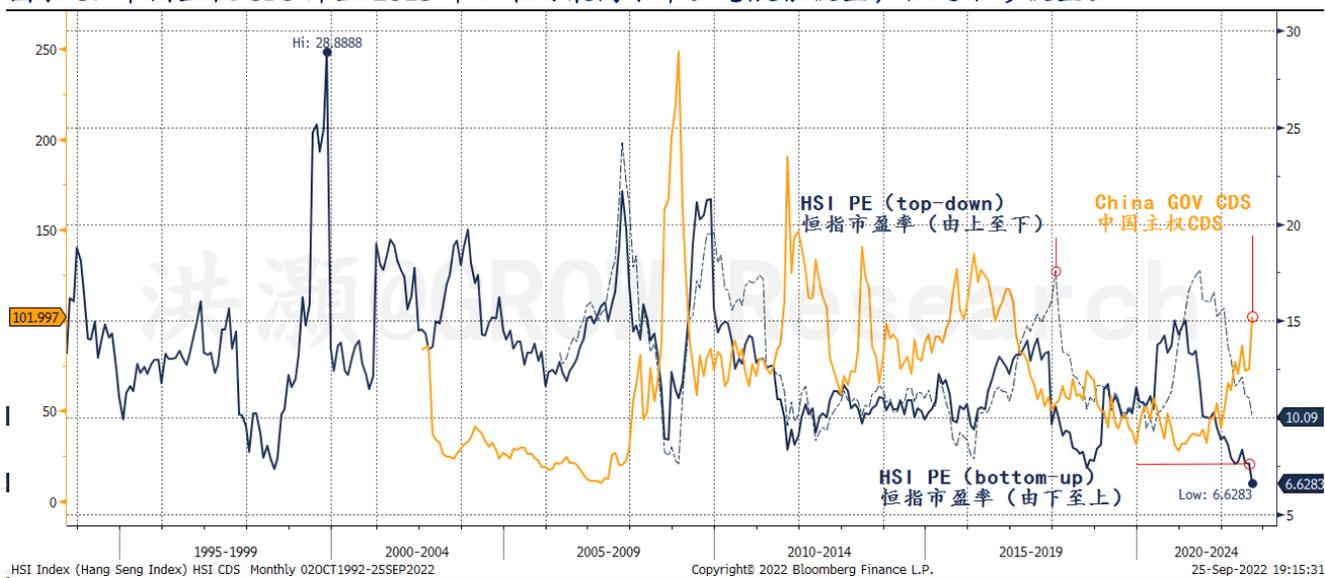
我们通过计算这些垃圾债和投资级债券之间的回报差来衡量这些债券的表现。可以看到，这一利差已经扩大至 2011 年欧洲主权债务危机以来的最严重水平（图表 2）。因此，中国离岸美元垃圾债和投资级债券的利差已经计入了房地产行业的诸多负面消息，并在近期楼市宽松措施的提振下收复了些许失地。

但我们认为，与 2011 年相比，我们现今面临着更为严峻的挑战。彼时，房地产行业的饱和程度和中国资产负债表的杠杆率均要低得多，城镇化仍在衔枚疾进。值得注意的是，2011 年是中国越过刘易斯拐点（Lewis Turning Point）和库兹涅茨拐点（Kuznets Turning Point）的重要年份，对中国的人口结构和收入分配产生了深远影响。随着中国离岸美元垃圾债和投资级债券的利差有可能跌至新低，人民币将继续承压，如图表 2 所示。

港股很便宜，然而……

病树前头万木春。我们注意到，在当前史诗级的市场波动、关键点位的突破和大量的美股认沽期权买盘中，恒指的市盈率已经跌至有历史数据以来最低，这是用自下而上的汇总方法计算得出的，即把指数成分股的每股收益与相应市值加权。但恒指自上而下的指数级市盈率，即以指数总市值除以指数总收益，仍未达到最低水平（图表3）。

图表3：中国主权CDS升至2015年以来的最高水平。港股很便宜；但还不够便宜。



资料来源：彭博，思睿研究

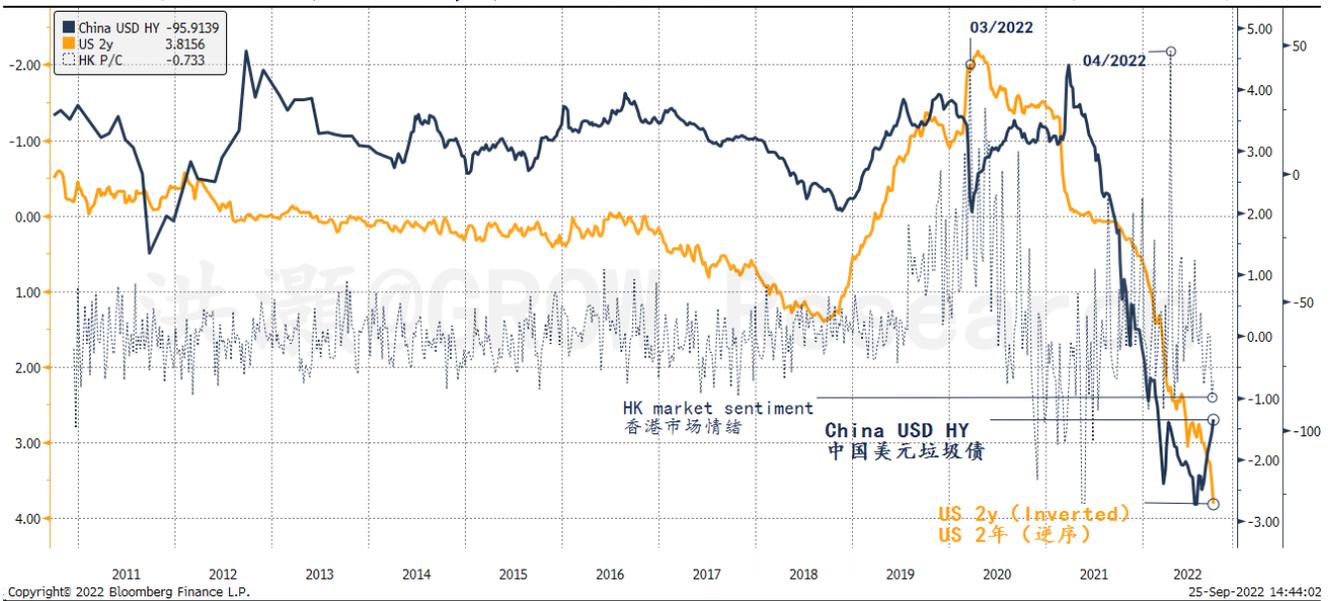
与此同时，中国主权CDS利差继续升至2015年以来的最高水平，反映出普遍的风险厌恶环境。尽管CDS利差处于高位，但仍远低于2008年全球金融危机、2011年欧洲主权债务危机和2015年中国股市泡沫破裂时的高点。也就是说，风险很可能会继续攀升，但CDS利差和恒指市盈率尚未充分计入若隐若现的突发事件。今年3月底，我们曾被恒指的廉价估值所吸引。彼时，我们预测到了恒指将会出现技术性反弹。但如今，短期风险太大，即使有回报，也不值得做多。风物长宜放眼量。

其实，随着市场重挫，交易员们一直在减少港股的卖空头寸。目前，卖空头寸已跌至历史最低水平之一，往往与2008年、2016年、2018年和2020年的市场底部相吻合（图表4）。然而，看跌期权购买一直不温不火，没有提供太多的技术信号。

图表 4: 交易员在削减港股做空仓位, 已至历史最低水平之一。



图表 5: 两年美债收益率还将上行, 中国垃圾债很可能因此而继续下行。但港股市场情绪仍未崩溃。



结论

中国房地产与中国经济的关系发生了变化。随着房地产变成了一场存量博弈，储蓄模式也发生了改变。中国人储蓄越多，流向房地产而非其他风险资产的资金就越少。

因此，我们观察到中国房地产行业的表现和整体市场之间的负相关关系。房地产宽松可能是经济放缓的暂时解药，但其对中国家庭储蓄和杠杆率、以及经济结构调整的长期影响不可小觑。

承受了最近的抛压之后，港股变得非常便宜。但 CDS 很可能进一步上涨，垃圾债很可能继续表现不佳，人民币的压力将持续。交易员持续将做空头寸减少，接近市场底部时的水平，但市场情绪尚未完全崩溃。而全球动荡还将继续。

我们不能仅仅为了折扣而购物。

法律声明

本报告由 GROW 思睿制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但 GROW 思睿及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，GROW 思睿及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，GROW 思睿可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与 GROW 思睿的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的金融工具的基本面评级或评分。

GROW 思睿的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。GROW 思睿没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。GROW 思睿可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均仅代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。