

經濟觀察家

政府力撐 市場火爆 內地房價何去何從？



▲內地家庭在資產配置上，大約三分之二配置在房地產上，遠高於大部分國家居民的配置水平

在動筆寫以此為題的文章之前，我們捫心自問，自己知道答案嗎？確實不知道。要是知道的話，不就可以賺大錢了嗎？但這不妨礙探討中國房地產及其他資產價格長期高估的問題，從中找出哪些因素可能是促使估值偏高的主因，哪些因素可以成為資產價格泡沫破滅的誘因。

海通證券首席經濟學家 李迅雷



察股觀經

從前寫過一篇分析，專門研究A股高估值現象，判斷流動性溢價是導致估值高低的一個重要原因。如果一個股市的流動性非常好，則溢價水平可以相對低。A股市場的換手率長期位居全球主要股市之首，尤其是2015年的換手率奇高，主板換手率超過6倍，中小板超過9倍，創業板則超過12倍。

內地樓市交易同樣也是非常之大，根據國家統計局數據，今年前四個月份全國商品房銷售額比去年同期增長55.9%，由於沒有獲得全國樓市的匯總數據，但同比增長也應該在50%以上。從全球看，中國房地產交易量也是最大的，僅北京一個城市就超過日本全國。

一個市場如果交易活躍，說明這個市場有存在的合理性；如果過度活躍，則說明投機性較強，投機是為獲取價差收益，股市、期市、樓市都是如此。內地家庭在資產配置上，大約三分之二配置在房地產上，遠高於大部分國家居民的配置水平，這也說明中國房價高估問題必然存在。

隱形剛兌抬高價格

剛性兌付不僅存在於信託產品、企業債等固定收益類產品的領域，樓市也或多或少地存在「隱形剛兌」現象。比如，三、四線城市的房地產庫存現象長期存在，如按照市場化原則降價銷售，庫存是可以化解的。但事實上，當地政府會干預房價，前期購房者也會反對降價出售。因此，房地產開發商在商品房

的銷售方面存在多重約束。

最大的「隱形剛兌」還是來自政府部門對房地產行業的支持。比如，2010年就推出房產稅的試點，迄今仍未實施。今年年初，為了推動房地產去庫存，還降低了首套房的首付比例。為何政府一定要支持房地產的發展呢？這是因為，房地產投資能夠帶動的行業最多，而且房地產投資在商品房銷售暢通的情況下，可以帶來可觀的現金流回報。

由於中國的市場體制不同於西方，政府的力量還是比較大，「隱形剛兌」其實就是降低了市場信用風險，使得信用溢價水平大幅降低。儘管政府一直試圖打破剛兌，但目前體制而言還很難，更何況在穩增長的既定目標下，必須維持寬鬆的貨幣政策以支持低利率，同時財政政策也必然是積極的。

匯率可控通脹溫和

今年年初市場擔心兩件事，一是人民幣貶值，二是通脹躍升。目前來看，在資本管制的情况下，貶值的主動權在央行，因此人民幣貶值預期長期存在，但資本大量外流的可能性似乎不大。通脹方面看來是溫和的，年初蔬菜和豬肉價格的上漲還是屬於季節性或周期性的。既然通脹壓力不大，那麼貨幣政策收緊的概率就低了。只要利率不上行，那麼對房價就不構成利空。

我判斷，央行會採取漸進式貶值的方式來調控匯率，或是退三進二、溫水煮青蛙，同時也打擊投機資金，使得投機資金無所適從。這樣做的好處是降低國內外匯流出的總規模，同時又能使得人民幣匯率貶值幅度逐步增加，從而緩解貶值預期帶來的資本外流的風險。對

於樓市而言，小幅貶值及溫和通脹，都會對房價有支撐作用，因為持有房地產也是應對通脹和貶值的一種保值手段，前提是資本不出現明顯的外流。

綜觀九十年代之後全球經濟，爆發全球性或局部性經濟危機的頻率比之前降低很多，原因在於主要經濟體都加強了政府調控經濟的作用，採取了逆週期的政策。相對而言，中國實行的是社會主義市場經濟體制，因此政府在經濟中所發揮的作用，比西方國家更大。

管制難免掛一漏萬

不過，凡事都有兩面性。如經濟增長中如何處理效率和公平的問題，始終沒有一個完美的解決方法。同樣，通過實證研究發現，市場化程度高的經濟體，企業的效率整體較高，但抗危機的能力較差；行政化程度高的經濟體，企業的效率整體較低，但抗危機的能力較強。如在過去20年中，日本和美國均發生過兩次經濟衰退，但中國從未發生過。

從過去一年來看，政府顯然加大了風險管控力度，如「權威人士」去年5月25日在《人民日報》訪談中提出，「防風險也是穩增長」。因此，穩定房價肯定也是作為政府部門的一大重要任務。

就目前而言，確實很難預測房價何時會跌，雖然大部分人都認為房價存在泡沫。管制導致價格扭曲，這是符合邏輯的，同時管制也能維持扭曲的價格。對於城鎮化去庫存之說，我並不看好，因為以目前的房價水平，農民工轉為城市市民之後，也買不起房子。至於城鎮化目前所處的階段，已經是後期了，因為流動人口數量已經淨減少。

綜上所述，年初至今，人民幣貶值和通脹預期這兩大因素對房價的負面影響似乎已經消除，目前似乎看不到導致短期房價下跌的因素，今明兩年估計總體不會下跌。今後，估計管制的力度和範圍都會增加，以避免由於經濟結構失衡導致的風險。但是，結構性改革的難度很大，如果結構性問題不能夠改善，那麼再多的管制其效果也是掛一漏萬，房價的下跌就難以避免。

客觀看債務率及去槓桿

光大證券首席經濟學家 徐高



憑高望遠

不恰當的高槓桿會引發嚴重風險。2015年A股市場的異常波動已經充分地體現了這一點。因此，有必要對中國經濟中的槓桿

風險加以控制和化解。這是供給側改革將「去槓桿」作為其五大任務之一的理由。去槓桿是個籠統而模糊的概念，將這一政策目標落實到具體政策措施上，需要找對目標，對症下藥。如果盲目地見槓桿就壓，則不僅會分散政策力量，還容易引發新的風險。中國去槓桿的重點，應該放在抑制金融市場中炒作力量所帶來的金融槓桿，但對全社會總債務規模所對應的這一槓桿，需給其健康有序增長留出空間。

資產負債表較健康

根據中國社科院的估計，中國2014年全社會總債務佔GDP比重已達236%，看上去規模不小，其中又以非金融企業的債務數量最多（佔GDP比重達123%）。但從兩個方面分析，中國全社會槓桿率實際上並不高。

第一，從資產負債率來看，中國整體槓桿率仍然較為健康。其實，債務佔GDP比重並不是一個衡量槓桿率的恰當指標。因為債務是存量，而GDP是流量。準確衡量槓桿率的指標應該是資產負債率，即債務存量與資產存量之間的比率。從這一指標來看，中國政府、居民和非金融企業的槓桿率分別為9%、30%與60%。從資產負債率角度來看，各部門資產負債表都比較健康。

第二，從中國儲蓄與債務的平衡來看，當前中國全社會債務水平可能是相對合適的。中國長期消費不足，儲蓄過剩，國民總儲蓄佔GDP比重接近50%。在可預見的未來，造成高儲蓄的收入分配不合理、社保發展滯後

等因素還會繼續存在。這些源源不斷產生的龐大儲蓄有向國內投資轉化的動力，但由於股權融資市場尚不發達，所以儲蓄向投資的轉化勢必主要以債權融資的方式推進，因而會形成債務的累積。

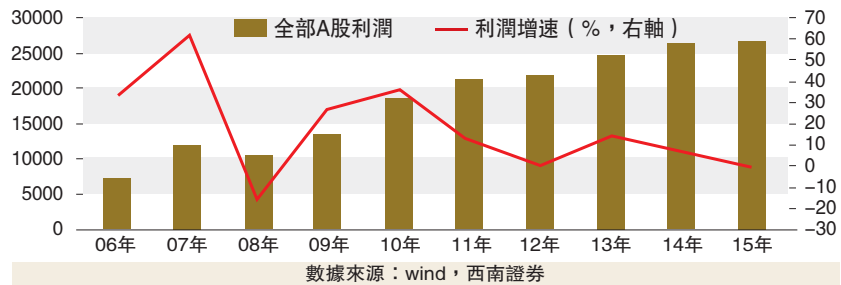
收緊融資企業過冬

中國全社會債務水平可能並不算高，去槓桿政策不應以降低全社會債務為目標。事實上，過去兩年的宏觀調控實踐已經在這方面留下了教訓。在2014至2015年，中國出於控制地方政府債務擴張的考慮，收緊了地方政府融資平台的融資。再加上地產調控導致貨幣信貸長期低增長，引發了實體經濟嚴重的「融資難」。隨之而來的經濟增長減速令企業經營愈發困難，還款能力下降，一定程度上導致今年債務違約事件的集中爆發。有此前車之鑒，供給側改革中的去槓桿政策就不應再重蹈緊縮貨幣之覆轍。

總而言之，高槓桿確實會帶來風險，中國債務率的較快上升也需引起警惕。但不同國家的經濟結構、發展階段和國情都有差異，不宜作簡單比較。不能僅僅因為中國全社會總債務規模不小，就覺得中國全社會槓桿率過高了。近年來大量資金投向基礎設施領域，長期有正向溢出效應，但短期盈利能力差，由此會導致短期內債務率上升。

當然，一些領域存在軟約束和剛性兌付等情況也推高了債務槓桿水平，一些產能過剩企業債務高企也潛藏着一定的金融風險。因此，對債務率這個問題要高度重視，同時也要有耐心，既要防止過高債務率可能造成的問題，也要尋找一條適合國情的道路逐步解決。這裏面關鍵是要區分何處是會產生風險的高槓桿，進行仔細識別。從防範風險的角度來看，去槓桿應當以金融市場中投機性的高槓桿為目標，並有針對性地解決過剩產能和殭屍企業的高債務問題。

A股主要板塊市盈率變化情況



A股底部料為2450點

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

雖然說「熊市不言底」，但從多種角度對底部進行一個審視，也不失為未來的投資決策做出一個參考。在這樣的考慮下，我們嘗試從資產價格、估值水平、宏觀指標、微觀指標四個維度對於市場的底部進行一個分析探討。我們認為，在目前的宏觀環境下，綜合各類指標判斷，滬綜指在2450點左右有可能是比較合適的長期底部區間。

第一個視角：無風險利率層面觀察，所對應的資產價格而言，2275至2952點是一個比照2011至2013年的底部震盪區間，而2600點可能是這個震盪區間的中樞。在2011年底至2013年底期間，市場平均無風險利率約在3.6%左右，而目前的利率約在2.8%左右，下降了約23%。在不考慮盈利情況下，按照利率變化對於市場的估值影響，2.8%的無風險利率對應的平均指數點位應該在2613點左右。

第二個視角：從估值方面看，A股市盈率離歷史底部依然有較大的距離。滬綜指目前市盈率約為13倍左右，歷史上底部在10倍左右。從金融股市盈率來看，目前市盈率為8倍左右。同時，滬綜指利潤還呈現負增長態勢，意味着即使指數不漲，市盈率仍有可能上升。中小板目前估值在50倍左右，歷史上曾經跌到20倍以下，最低達到16倍左右。創業板目前的估值在70倍左右，其歷史最低估值在30倍左右。

第三個視角：宏觀角度的審視，主要分成兩個方面，一個是考察經典巴菲特指標「總市值/GDP」指標，一個是考察資產配置指標「總市值/M2」，目前這兩大指標距離歷史底部均有一定幅度。「總市值/GDP」在60%左右，歷史上最低曾到36%左右（由於股權分置改革前A股沒有全流通，故2006年前這一指標是失真的）。從資產配置指標「總市值比M2」來看，1664點時這一指標為24.7%。按照目前144.5萬億元（人民幣，下同）的M2（廣義貨幣供應）規模來看，對應的總市值應該在35.7萬億元左右，相應的滬綜指點位為2443點。

配置績優低估值板塊

第四個視角：從微觀視角分析。選取三個維度來觀公司層面：破淨公司數量、低市值公司數量及分紅收益率。從跌破淨資產的個股數量看，目前市場上破淨股票為46個，佔全部個股比重為1.63%，歷史低點時破淨公司佔比高達11.18%。低市值個股數與分紅收益率也離底部差距較大。

綜上所述，A股市場已經處於底部區間，未來可能震盪上行，還是仍然需要一個築底過程，市場參與者對此是有爭議的。從觀測到的基金倉位數據來看，目前大部分投資者的倉位並不很重，市場的直接賣壓較小。但同時，由於缺乏持續性的市場熱點，指數的上漲也缺乏動力。從目前的市場環境來看，配置一些業績增速穩定，且PEG（市盈率相對盈利增長比率）小於1的安全邊際較高的行業和個股，會有不錯的相對收益和絕對收益。

A股市場換手率一覽

