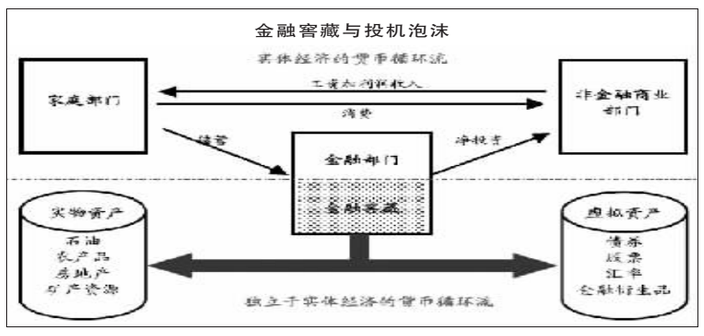
金融窖藏、通货膨胀与房产价格

——从通胀角度审视房价走势

⊙招商证券研发中心

一、金融窖藏：解析通货膨胀的新角度

本轮通胀产生的原因已经超越了传统经济周期理论所能解释的范畴，传统理论在解析通货膨胀时总是从供需角度解释物价上涨，但事实上供需层面的基本面分析已很难解释大宗商品价格的疯狂上涨，而金融窖藏（financial hoarding）理论为研究资产泡沫和通货膨胀提供了新的角度。1999年宾斯维杰提出的金融窖藏理论表明，大量脱离实体经济而滞留在虚拟经济领域的“金融窖藏”才是加速资产价格上涨、促使资产泡沫形成的源动力。



正常的三部门之间会通过储蓄、投资、消费以及工资利润的转移构筑一个实体经济的货币循环流，但随着金融部门的扩大，一旦实体经济中找不到太多的投资机会，部分资金便开始滞留在金融部门内部形成了独立于实体经济的货币循环流，宾斯维杰教授称之为“金融窖藏”。金融窖藏的经济学含义正是在于，它可以通过吸纳实体经济循环中多余的流动性，起到平滑实体经济动态无效的作用。

当然滞留在金融部门内部的金融窖藏并非简单沉淀在金融体系内，而是选择流向容易滋生泡沫的地方获取超额收益。因此，具有稀缺性的实物资产和虚拟资产便成为金融资本兴风作浪的主战场。前者主要涵盖附着于土地之上的石油、农产品、房地产以及其它稀缺性矿产资源，后者则指的是债券、股票、汇率以及金融衍生品市场。总体而言，越是具备稀缺性（供给可控）和流动性（交易成本低）的资产，就越会得到金融资本的青睐。最终金融窖藏与投机泡沫往往密不可分，而且一旦实物资产滋生投机泡沫，那么无形中通货膨胀也就不可避免了。

当前美国经济遭遇次贷危机，而中国经济也在高位减速，但国际油价却屡创新高，通胀持续上升。这其中的逻辑从供需层面无法全面解释，但从金融窖藏角度却可以得到完美解释：正是由于经济下滑，实体经济处于动态无效，越来越多的资本滞留在虚拟经济领域。稀缺性很强、流动性很高的石油不大幅上涨也相当困难，相应地通货膨胀压力自然加大。

二、核心观点：高通胀背景下名义房价难以大幅调整

应该说，当前油价暴涨带来的高通胀背景与历史上两次石油危机形成的高通胀区间（一次是上世纪70年代中期，另一次是上世纪70年代末80年代初）非常相似。我们考察了这两次高通胀区间内主要国家和地区的房价表现后发现，高通胀背景下名义房价难以大幅调整，房价调整更多地体现为实际价格的大幅调整而并非名义价格。

1、通胀期间全球的房价表现

从日本和美国的数据来看，日本在第一次石油危机期间通胀形势最为恶化，1974年日本CPI高达20%多；美国在第二次石油危机期间通胀形势最为糟糕，1980年美国CPI接近15%。在这两次典型的高通胀区间，我们发现名义房价并没有出现大幅调整。日本在通胀最严重的1975年，名义房价出现了-4.4%的小幅下跌；美国在通胀最严重的1980年，名义房价还保持了2%的小幅上涨。

反过来，我们再对比一下实际房价的调整幅度。如果我们将CPI在8%以上设定为高通胀区间，那么在此区间内日本在1975年实际房价下跌幅度最大，为16%；美国在1980年实际房价下跌幅度最大，为12%。这充分说明，在高通胀背景下名义房价难以大幅调整，房价即使下跌也更多体现为实际价格的大幅调整，而不是名义价格的下跌。

此外，由于香港地区近10多年来通胀率一直比较低，我们难以考察其高通胀背景下的房价表现。但是香港的数据也让我们证实了一个观点，即房价增速基本与通胀趋势保持一致。1999至2003年是香港房价持续下跌的区间，而这一段时间内香港也面临严重的通货紧缩，这在一定程度上也反映了通胀与房价之间的正向依存关系。

2、通胀期间国内的房价表现

从国内一线城市数据来看，近期通胀与房价表现基本趋势一致。2007年6月至9月间CPI均处于加速上涨区间，上海、北京以及广州和深圳的房价也纷纷大幅上扬；进入9月份之后，上海和北京的物价仍然处于上涨趋势之中，而广东省的物价则进入短暂平稳期，广州和深圳的房价涨势受阻。我们不排除政策调控因素对珠三角地区房价的影响，但是仅从数据层面来看，我们也的确看到了各地区物价和房价的一致趋势。最新的CPI数据显示，今年一季度三地通胀均开始明显上升，我们认为这可能对未来房价形成一定支撑。

三、实证研究：不同资产抵御通胀的能力分析

通胀与房价之间的关系可以从更高层次——商品价格和资产价格的关系来分析。相当多实证研究表明，房价对通胀能够起到一定冲销作用，而股价则不能有效对冲通胀。换言之，资产价格中房地产抵御通货膨胀的能力最强，而房地产中又以商业地产抵御通货膨胀能力最强。

1、资产价格中房产抵御通胀能力最强

国际上Summers在1981年利用美国季度数据对通货膨胀率、可支配收入、住宅需求与股票价格、住宅价格关系进行研究。结果发现通货膨胀将增加自住房地产价值，降低股票市场价值。Wurtzebach，Mueller和Machi在1991年也对美国房地产自1977年三季度至1989年四季度的数据进行研究，结果表明，无论对实际的、预期的还是未预期的通货膨胀，房地产都是一种有效的冲销工具。

国内刘洪玉和郑思齐在2003年利用戴得量行的房地产数据、上证指数和通货膨胀率计算出来的结论也支持上述观点：在通货膨胀期间住宅资产同时升值，而股票资产收益率与通货膨胀率呈现相反走势。总之，房地产比股票明显更具有保值和抵御通货膨胀风险的能力。

2、房产中商业地产抵御通胀能力最强

Wurtzebach，Mueller和Machi在1991年的研究进一步表明，房地产中商业地产抵御通胀的能力最强。日本的明细数据也给我们提供了一种印证。在第一次石油危机导致的高通胀期间，日本城市地价在1975年出现小幅下跌，其中调整幅度最小的是商业地产，住宅地产次之，工业地产调整幅度最大。

四、因素分析：通胀对房价的直接和间接影响

一提到通胀，人们往往第一反应是加息，从而对房价构成不利。但事实上，通胀是因加息是果，加息只是通胀的间接影响。如果加息赶不上通胀上升的幅度，那么实际利率反而是进一步下滑，从而对房地产市场而言未必是件坏事。因此，我们认为，如果要搞清通胀与房价之间的关系，首先必须区分通胀对房价的直接影响和间接影响。

通胀对房价的直接影响有四：一是提升建安成本，二是带动工资重估，三是驱动租金上涨，四是降低实际利率。对房价的间接影响主要体现为通胀后的信贷紧缩，譬如加息或者提升准备金率等。考虑到建安成本占地产开放总成本中的比例较为可控，我们以下的分析主要从工资收入、租金汇率以及信贷利率等三个因素出发，分析通胀与房价之间的关联关系。

1、工资收入的上涨幅度与通胀基本保持一致

通胀背景下工资收入的上涨带来名义购买力的提升，对当前的名义房价必将构成一定支撑。无论日本还是国内的数据都显示，工资收入的上涨与通胀基本保持同步。其中的逻辑不言自明，从均衡水平来看，不考虑劳动生产率的提升，理论上名义工资收入的上涨应该与通胀保持一致。

2、租金平滑房价波动，体现住房刚性需求

CPI与房价之间最直接的联系体现在房屋租金上，我国的房租价格增速与CPI基本维持一致。而从房价与房租的波动关系来看，房租价格往往与房价呈现反向波动关系，这在一定程度上体现了刚性需求对房价的支撑。

从日本第一次石油危机期间的数据来看，当日本的城市地价增速由1974年的大幅上涨变成1975年的小幅下跌后，同期日本的房租价格反而是上涨的。这一现象最近在珠三角地区也有所显现。

我们认为，这可能是住房刚性需求的一种体现。当房价下跌、人们购买意愿下降时，租房意愿上升，这也会带动租金收入比的理性回升。所以说，房租与房价的反向波动一定程度上平抑了房价向下波动，体现刚性需求对房价的支撑。

3、通胀是因加息是果，负利率凸显住房保值功能

通胀本身会带来实际利率的下跌，从而加重市场的负利率状况，但同时通胀又可能引致信贷紧缩，譬如加息、提高准备金率等。这里需要强调的是，通胀是因信贷紧缩是果，在这种情况下，加息幅度赶不上通胀上升幅度，那么政策调控并不能改善市场的负利率状况，此时房地产在通胀中更显保值功能。

如果我们仔细观察一下日本通货膨胀、货币政策以及房价表现便可以发现，第一次石油危机期间，油价暴涨带来的高通胀背景下，日本的名义利率提升幅度并不大，实际利率一直处于负利率状况，日本的房价也没有出现根本性拐点，而真正的拐点出现在1990年前后。当时日本在低通胀背景下处于对泡沫经济的担心，依然紧缩货币最后导致实际利率大幅攀升，房价才迎来真正意义上的拐点，累计的地价调整幅度也非常惊人。

国内的数据更加明显，当2005-2006年实际利率为正情况下，房价指数是下滑的；而在2003-2004年以及2006-2007年，实际利率为负且持续走低情况下，房价指数是持续攀升的。

五、趋势策略：区分银行与地产的风险和价值

1、趋势判断：金融窖藏催生高通胀，高通胀支撑高房价

综合以上分析，我们对未来通胀和房价的趋势总结如下：

首先，经济放缓背景下金融窖藏的形成会加大稀缺资源品的上涨压力，从而提升通胀失控的概率；

其次，在高通胀背景下，只要实际利率持续为负，名义房价拐点难显，房价的调整更多体现为实际房价的下跌，而不是名义房价的下跌；

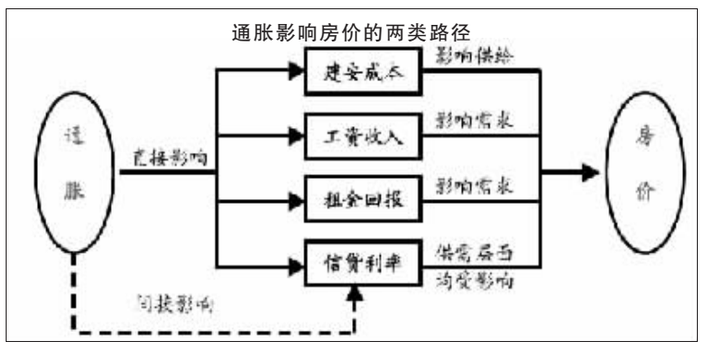
第三，名义房价的拐点与通货膨胀的拐点趋于一致，触发因素在于严厉的信贷紧缩，其中“严厉”的含义在于实际利率必须摆脱负利率境况。

2、从通胀角度对房价趋势的分析可以让我们摆脱传统的思维模式，进一步区分银行和地产的风险和价值

银行是高通胀的受益者，名义房价的小幅调整对银行信贷质量也是一种支撑，其潜在风险主要体现在利率市场化带来的利差缩小以及整体经济波动风险上。但金融窖藏的形成会在平滑实体经济动态无效的同时，也平滑了银行的业绩波动；

地产行业的风险主要体现为违背周期的扩张在信贷紧缩背景下可能导致公司资金链断裂，此时价格波动对地产商的伤害远比销量下滑对地产商的伤害要小得多。价值则蕴涵在行业整合之中，所谓“剩者为王”，整合有利于龙头企业的发展。

（执笔：周勇）



银行和地产的风险和价值

	风险	价值
房地产	1、违背周期的扩张带来公司资金链断裂； 2、更加有利于买方的政策导向，使得行业前景与公司盈利分化。	1、剩者为王； 2、整合有利龙头企业的发展。
银行	1、利率市场化带来利差缩小； 2、整体经济波动的风险。	1、通胀受益者，名义房价小幅调整对银行信贷质量也是一种支撑； 2、利差一定时期内不会显著缩小，一旦利率自由化只会加速金融窖藏的形成； 3、金融窖藏在平滑实体经济动态无效的同时，也平滑了银行的业绩波动。

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

（统计日：5月5日至5月28日）

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	5月28日收盘价	目标涨幅(%)	2008报告预期		2009报告预期		2008一致预期		2009一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
600663	陆家嘴	东方证券	买入	5-9	52.00	17.29	200.75	0.580	29.810	0.850	20.341	0.501	34.503	0.639	27.039
600230	沧州大化	银河证券	推荐	5-21	67.50	26.39	155.78	1.400	18.850	3.180	8.299	1.291	20.445	2.819	9.362
601318	中国平安	中投证券	强烈推荐	5-21	130.30	55.80	131.44	1.710	32.632	2.080	26.827	1.931	28.903	2.276	24.522
600825	新华传媒	国金证券	强力买入	5-9	58.00	29.04	99.73	0.961	30.219	1.238	23.457	0.815	35.612	0.975	29.777
000651	格力电器	中投证券	强烈推荐	5-21	81.50	42.44	92.04	2.330	18.215	3.300	12.861	2.155	19.694	2.915	14.560
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	5-6	38.10	20.11	89.46	1.270	15.835	1.910	10.529	1.201	16.742	1.788	11.247
600456	宝钛股份	中投证券	强烈推荐	5-21	65.00	34.87	86.41	1.850	18.849	2.450	14.233	1.653	21.093	2.101	16.595
600031	三一重工	中信证券	买入	5-22	75.00	40.37	85.78	2.250	17.942	3.200	12.616	1.995	20.236	2.610	15.467
600875	东方电气	东北证券	谨慎推荐	5-5	59.00	32.07	83.97	3.040	10.549	3.280	9.777	2.242	14.305	3.000	10.690
600798	宁波海运	兴业证券	推荐	5-13	20.00	11.35	76.21	0.920	12.337	1.160	9.784	0.828	13.701	0.982	11.557
000001	深发展A	国泰君安	增持	5-14	46.00	26.17	75.77	1.866	14.025	2.432	10.761	1.691	15.477	2.211	11.838
000031	中粮地产	国泰君安	增持	5-20	30.00	17.10	75.44	1.020	16.765	1.600	10.688	0.916	18.668	1.400	12.214
600325	华发股份	国金证券	买入	5-5	30.90	16.57	73.68	1.295	12.795	1.861	8.904	0.908	18.250	1.315	12.602
002122	天马股份	中信建投	买入	5-13	100.00	58.85	69.92	1.780	33.062	2.340	25.150	1.767	33.299	2.630	22.377
600569	安阳钢铁	兴业证券	推荐	5-7	12.00	7.12	68.54	0.800	8.900	0.950	7.495	0.761	9.358	0.898	7.933
600545	新疆城建	第一创业	买入	5-18	20.02	6.71	65.12	0.810	8.284	1.010	6.644	0.447	15.004	0.614	10.930
002018	华星化工	西南证券	强力买入	5-6	52.30	31.90	63.95	1.308	24.388	2.231	14.299	1.360	23.455	2.043	15.613
000338	潍柴动力	群益证券	强力买入	5-8	100.00	61.35	63.00	5.030	12.197	6.400	9.586	4.637	13.230	5.064	12.116
600570	恒生电子	兴业证券	强烈推荐	5-18	46.00	17.89	60.31	0.957	18.694	1.337	13.381	0.510	35.084	0.661	27.068
000888	峨眉山A	兴业证券	推荐	5-7	15.00	9.39	59.74	0.310	30.290	0.380	24.711	0.284	33.050	0.367	25.559

说明：

1）“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识，目标价与现价差异也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。

2）以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识，并不代表市场以及买方机构投资者的观点，在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性，同时也需要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出具后市场的反映情况等。因此，我们同时给出一致预期数据，这一更能代表市场平均预测水平的指标，将对您的投资提供新的依据。

（数据来源：上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com）

■信息评述

410户国有重点企业营收继续增长

国资委网站公布，1-4月份410户国有重点企业营业收入继续较快增长，产销衔接水平有所提高。但由于石油、电力等行业利润锐减，国有重点企业实现利润小幅下降。

天相投顾：

1-4月份410户国有重点企业实现营业收入46793.3亿元，增长25.7%，增速比一季度回落0.9个百分点，比上年同期提高6.5个百分点。煤炭、贸易、冶金、石油石化等主要行业收入增速均在30%以上；实现利润3526亿元，下降1.3%（上年同期为增长34.8%）。石油石化和电力行业效益大幅下降，两个行业合计减利663.4亿元，19个利润增长的行业合计增利667.9亿元；资产总额198740.3亿元，增长21.7%，增速远超上年最高水平。有色、煤炭、冶金、建筑等行业资产增速均超过33%。

国有企业营业收入增长保持较快增速，但是由于一方面原材料成本上涨，另一方面行政性限价下电力和石油石化亏损严重，总体上国有企业利润增速小幅放缓。虽然受美国经济放缓影响，整体上出口增速放缓，但是由于新兴经济体增长仍然较为强劲，因此机电类产品出口增速仍然保持较快。

汶川地震对全国GDP总量影响有限

国家发改委副主任穆虹表示，这次汶川地震造成的损失巨大，但对全国GDP总量的影响是有限的。

齐鲁证券：

“5·12”特大地震灾害对当地经济乃至更大范围内的经济发展产生了极大的负面影响，特别是对重灾区的存量资产和生产设施造成了极大的破坏，对当地生产总值的影响肯定是巨大的。灾后重建会带来大量的建设需求，而GDP作为一种增量，灾后重建在一定程度上会加快GDP增长。但从经济基本面来看，此次地震有显著的地域性特点，不会从根本上改变全国经济发展趋势。四川在全国GDP总量中所占的比重大概是4%左右，重灾区占的比重大概只占千分之几，所以这次灾害对全国生产总量相信会有一些影响，但是有限的。

日本经济正面临下行风险

日本央行（BOJ）行长白川方明表示，当前日本经济正面临下行风险。

中金公司：

风险产生的原因主要来自两个方面，其一是能源和原材料价格高涨，其二是全球经济放缓和金融动荡。虽然白川方明指出目前日本实际利率水平维持在一个相当低的水平，并认为如果出现物价稳定前提下经济持续增长的局面，央行就应该升息。然而5月20日日本央行宣布维持0.5%的利率水平不变，说明央行认为的“物价稳定前提下的经济持续增长”局面并没有出现。虽然日本一季度GDP年化环比增长大幅上扬3.3%，好于市场预期，但是美国经济下滑和金融动荡对其它国家的负面影响将会逐步显现，而这通常有一年左右的时滞，因此日本经济反弹难以持久，2008年下半年经济将面临下行风险。此外，原油价格从2007年底以来上升幅度已经超过40%，油价持续上涨将推高全球通胀，进一步打击消费，并有可能引起全球经济放缓的局面。在此情况下，日本经济也难以回到潜在增长率水平。

■行业评析

棉花进口关税下调应可刺激进口

经国务院批准，国务院关税税则委员会决定从2008年6月5日至10月5日，将进口价格较高的高品质棉花适用的从量税从570元/吨降低至357元/吨。

国金证券：

这次从量税下调相当于将棉花滑准税由5%-40%降至3%-40%，即高等级棉花完税价格较之前下降213元，这样可以降低棉纺企业的生产成本。表明面对纺织企业的困境，国家在一定程度上有所扶持。目前国外进口棉花完税价较国内棉花高约500元左右，关税下调后价差减少至280元左右，一般认为国内外棉价差低于500元就可刺激进口。当然目前纺织企业困难很多，仅仅213元的成本下降并不会改变企业和行业的运行情况和经营效益。

大宗交易为券商提供了新的蛋糕

上证所发布《大宗交易系统专场业务办理指南（试行）》，对大宗交易采用的形式、参与主体和执行流程进行了细化。

安信证券：

指南一方面将使得大宗交易更加规范，另一方面也为证券公司提供了新的蛋糕。首先，证券公司作为会员中介机构可以受卖方和买方委托发起交易、受买方委托代为交易，作为在资本市场联系广泛的专业机构也可以为委托方提供寻找交易对手、询价、竞标等服务，从而收取合理的佣金和服务费。考虑到大小非减持需求，未来会带来一定的经纪业务增量收入。其次，证券公司和其资产管理类的子公司也可以作为合格投资者参与交易，如果操作得当可以从中赚取一些差价。考虑到大宗交易范围不仅包括限售股解禁部分，如果证券公司在初期的大宗交易中能够协助监管层维持市场平稳运行，未来有可能在大宗交易系统中扮演类似于做市商的角色。另外，证券公司也有可能采取先批发后零售的策略赚取大宗交易系统与竞价交易系统的差价。

具体来看，资本雄厚、资产管理规模大及机构客户多的券商在大宗交易发起、定价、提供服务方面更有优势，因而未来获得的收益将会更多。但由于未来大宗交易的规模、费率水平及政策连贯性还有待观察，其对证券公司业务的贡献度还难以确定。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系