

房产刺“泡”何时了？

内容摘要

农产品刺“泡”，再下台阶。全球谷物再次出现供过于求现象，同时存货量也升至2001年以来最高水平。而各国主要气象模型显示拉尼娜高峰期已于2011年底结束，预计未来半年反常天气及农作物失收的机会均偏低，价格攀升的机会较微。

步入下降期，熊市路漫漫。大宗商品经历十年牛市后，周期选择从上升转为下降已无悬念。全球通胀持续偏低，美元在QE预期退出之下将步入强势，商品市场正进入熊市第二期，2014年农产品再下台阶恐难避免。

中国向消费社会转型。从三中全会公报及其细则来看，有三方面值得关注：一是生产模式向消费社会转变；二是放松二胎政策；三是改善资本流向。意味着政府有意放弃房地产增速贡献度。

刺“泡”之窗已经打开。2012-13年一线城市又出现疯狂上涨（是否“胜利者的诅咒”）。根据哈里森理论，本轮房地产周期已经进入第15个年头，中国房地产刺“泡”的“时间之窗”已经打开。

房产税征收，刺“泡”进行时。在楼市租售比、房价收入比达极值，市场供应大增、城镇化已到关键阶段，存量交易增长将出现变数。如果房产税全面推行，房地产刺“泡”的“政策之窗”正在打开。

泡沫从来只有一个选择。人生是短暂的，我们不能看见的东西不等于它不会出现，或许它是一代人的周期，但它该来的还得来。每当泡沫来临的时候，总会有人说，中国有多么与众不同。但人类800年来的金融历史告诉我们，历史是多么的惊人相似，泡沫的产生、膨胀及最终爆破总是不断重演，无一例外。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研 究 所 宏观策略团队

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn
投资咨询部 整理/分发

✍: 明 枫 (宏观策略)

☎: 86-755-83786971

✉: cenweizhong495@pingan.com.cn

📄: 期货从业资格: F0271803

本报告图表制作、数据来源由唐子健提供

相关报告

- 1、主流观点就肯定对吗？
2013.11.21
- 2、盲从孽生泡沫，三中督定前程
2013.11.12
- 3、理性兽性同获奖，经济转型需时日
2013.11.05

一、再谈泡沫

笔者连续几期谈论“泡沫”。从“兽性”学说的成功凸显市场理性判断的不足，并导致非理性亢奋到群体性盲从——“羊群效应”的风险事件。远的有郁金香狂潮，近的有纳斯达克泡沫或今年的创业板飙升等。而近日笔者在两次业务路演中也涉及到相关泡沫话题，一是农产品，二是房地产。

笔者路演的观点认为：经历数年量化宽松之后，全球宏观因素已从过往不确定性转向确定性，QE 退出步向明朗，美元转强明确，经济复苏明显，通胀无忧以及中国经济转型进入实质性推进阶段。全球资产价格包括股票、债券、商品以及房地产等在这一相对明朗的基本面下或将资产重组。股市在多方利好的支持下将步入熊转牛周期；持续十多年牛市的国债、房地产市场已经或将由牛转熊；商品经历去年牛转熊之后即将进入第二轮下降周期。

第一个泡沫话题是关于农产品的故事。经历去年的下跌后会否持续牛市泡沫？在一次现货贸易商的业务路演上，某贸易商梁总认同笔者上述观点，他认为，商品市场多年牛市后将进入个别发展阶段，尽管未来某一阶段农产品价格还会下跌，唯未来在中美战略博弈，国家粮食安全，发展中国家供应紧张，同时农耕落后、耕地流失等；一旦全球天气骤变，农产品尤其粮食价格将出现数十年来最为猛烈的飙升，前几年的牛市仅是一个预演，更大的农产品泡沫故事还在后头。

第二个泡沫话题是关于房地产的故事。在另一个机构路演上，一私募老总认为，中国房地产经历十多年的疯狂之后，在国内经济转型将推动服务业及高端制造业的形成，房地产业将不再是支柱产业；而近日传闻不动产统一登记制度，为下一步开征房产税做好准备，明年房地产泡沫必将引爆。

我们知道，资产泡沫始终会破的，只是时间的长短问题。对于上述两个泡沫话题，农产品去年已触顶，今年只是泡沫下的小调整抑或早已终结？而房地产市场喊了多年“狼来了”，但房价年年皆升，地王年年刷新，明年“狼”会真的来吗？以下笔者根据路演讨论的内容，结合业内专家老友提供的资料，作如下泡沫解读。

二、农产品刺“泡”，再下台阶

尽管今年商品早已从牛转熊，但正如上述贸易商梁总所提到的，中国在农产品尤其是粮食作物方面是依赖进口的，这将牵涉到国家粮食安全问题，在国际战略层面往往会成为大国谈判的筹码，如一旦天气或其它不确定性事件的影响，将会成为炒作农产品的诱因。尤其在粮食安全方面，对中国这样的大国来说，更是关系到国计民生的大事。

1、保障粮食安全防不测

根据国泰君安证券老同事——资深农林专家提供的数据，小麦、玉米和水稻三大谷物均为净进口，2012年粮食净进口规模达到7748万吨，大豆净进口量达到5838.4万吨，创下历史最高纪录。粮食年度自给率已降至88.4%，其中大豆自给率为18.1%。

其中，中美农业贸易依赖程度已经很深。2012 年从美国进口大豆占当年中国大豆进口总量的 44.5%；从美国进口玉米占玉米进口总量的 98.1%。

此外，中国城镇化进程从 2011 年至 2030 年的 20 年间，将新增城镇 3 亿人口，日消费的粮食要增加 20%。数亿进城农民将是中国推动粮食消费增长的主要力量。同时，未来 25 年粮食需求增长将显著高于国内生产增加，自给率还有可能有所降低。

因此，中国已从三个层面保障粮食安全：第一，中国每年粮食消费量占世界粮食贸易量的两倍，如果粮食进口过多，将令国际市场难以承受。第二，中国小麦、水稻、玉米的单产排在前十位国家水平的 60-70% 之间，未来粮食增产潜力仍然可观，如果过度进口，必会冲击国内粮食生产，造成大量农民失业。第三，中国对全球粮食市场的影响以及国际社会对中国的责任要求都在不断增加，立足国内实现粮食基本自给，这也是对全球粮食安全的重要贡献。

基于上述论据，保障国内粮食安全，近年农产品价格时而暴涨暴跌，已牵动了国内粮食部门的神经，建立必要的安全粮食保障体系的确非常重要。在全球人口持续增加，新兴国家中产崛起，长期粮食价格愈来愈贵的说法可能是对的。但就近年而言，笔者认为主要有两个方面最为重要，一是供需，二是天气。

2、农产品供大于求

图1:联合国粮农组织食品价格指数(2007-2013)

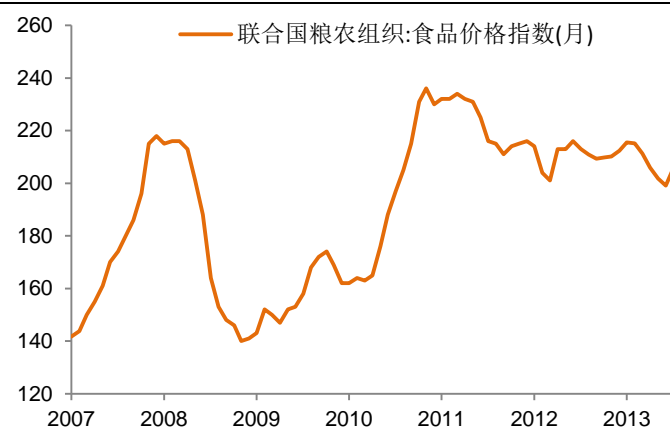


图2:标普高盛农产品指数(2008-2013)



资料来源: wind、平安期货研究所

图 1 是包括谷类、肉类、乳制品、油脂及食糖的联合国粮农组织食品价格指数，其 11 月为 206.4 点，较年初下跌了 2.2%。主要因为国际谷物价格显著下挫。图 2 是标普高盛农产品指数，反映玉米、小麦、大豆和咖啡的主要谷物走势；该指数由去年 7 月高位至今跌幅已达三成。基于粮食安全、人口膨胀及长期需求等，并不是当前最关键的影响因素。

全球谷物再次出现供过于求现象，同时存货量也升至 2001 年以来最高水平。除 2005 年外，每当全球生产量超过消耗量时，该年均会录得不同程度下跌。

经过去年较微供不应求之后，粮农组织预计 2013/14 年度谷物市场将重新呈现供过于求。最新预测的全球产量达 24.89 亿吨，较上年度增加 7.7%。消耗量则升至 24.16 亿吨，同比上升 3.3%。生产量减去使用量所得出的生产盈余达 0.73 亿吨，是 2009/10

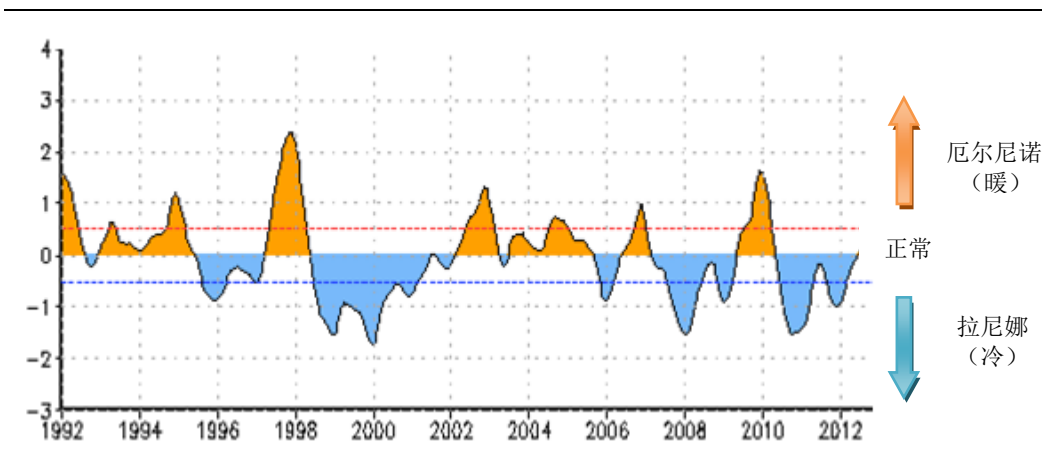
年度以来最高水平。

如果把项目细分，会发现发展中国家谷物自身供应量与消耗量均高于发达国家；相反，发达国家持续供应过剩。因此要考虑全球粮食价格，不应该只考虑新兴国家的需求，而忽略发达国家的供应；前者于 2013/14 年度预计上升仅 3%；后者则急涨 15.5%。换言之，只要后者能抵销前者，粮价就不致失控。

3、极端气候发生微

天气是影响农产品价格极为重要因素。天气的变化影响粮食供应及价格，例如 2010 年澳洲降雨量过多及俄罗斯火灾，导致小麦失收及价格飙升，去年美国旱灾亦令农产品急涨。因此，了解全球极端气候发生的机率非常重要，方法是参考各国气象局的气象模型预测数据。

图3:赤道东部太平洋表层海水温度异常值



资料来源：信达证券、平安期货研究所

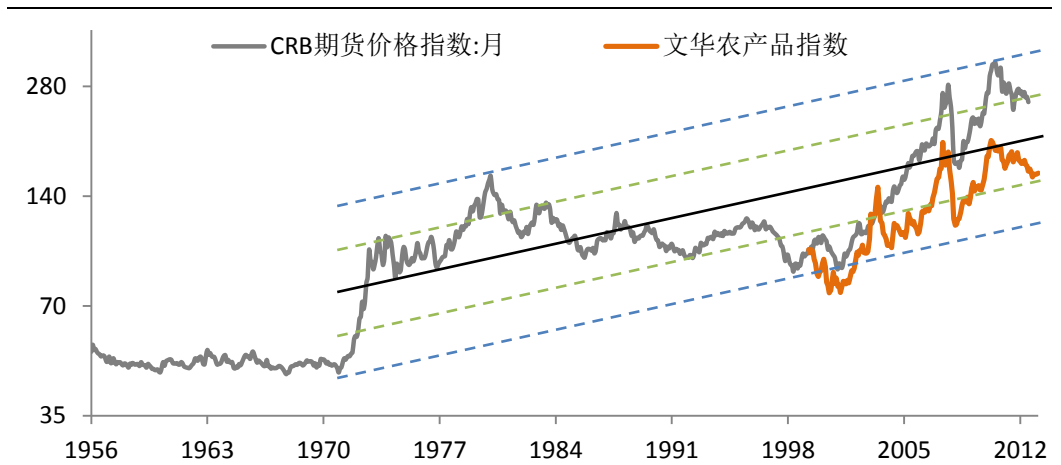
所谓的极端气候是指全球此地区降雨量过多而彼地区降雨量过少，主要量度指标是太平洋中部及东部的海水表面温度变化，水温偏高属于“厄尔尼诺”现象；水温偏低则属于“拉尼娜”现象。各国主要气象模型显示拉尼娜高峰期已于 2011 年底结束，预计未来半年海水温度仍保持在正常水平，意味反常天气持续出现及农作物失收的机会偏低，价格持续攀升的机会较微。

4、步入下降期，熊市路漫漫

从商品价格运行结构来看，图 3 是 CRB 商品指数，本轮牛市启动于 2001 年，尽管 2008 年因次债危机一度爆跌，依然在 2011 年中创下历史新高。而农产品的玉米、小麦及油脂市场的爆涨势头更延伸至去年年中。因此，判断商品或农产品牛市完结需要找出一些理据，笔者发现有以下两个看点：

一是时间结构。本轮牛市全程 2002-2011 年超过 9 个年头，其中伴随一个次债危机（2008 年）而将升市一分为二；无独有偶，上世纪 1971-1980 年的牛市，也正好是 9 个年头，上轮牛市也出现二次石油危机（1973 及 1978 年）而将升市分开。巧合的周期及结构，相信 2011 年已触及中长期顶部（大胆来说 10 年内均难以逾越）。

图3:CRB商品指数70年代以来的两轮牛市均为9年,且涨幅相同



资料来源: wind、平安期货研究所

二是价格波动。图表显示70年代以来呈现标准通道模式。80年代升幅近250%，本轮超过260%。同时，通道中轴（黑线）成为80年代多空分水岭，也成了08年次债危机的支撑点。可见该线将成为未来商品价格的重要支持（约在440点）。

综上所述，农产品供大于求格局持续，极端天气发生暂时无忧；大宗商品经历十年牛市后，周期选择正从上升转为下降已无悬念。更重要的是，全球通胀持续偏低，美元在QE预期退出之下将步入强势，商品市场正进入熊市第二期，2014年农产品再下台阶恐难避免。

二、房地产泡沫何时引爆？

1、超人大撤资，王石忙警告

房地产近日成为话题，并非一线城市楼价又创新高，而是三中全会后，市场热议的不动产统一登记，房产税开征进入议事日程等一系列信息。这也是开篇提到的第二个泡沫话题——房地产何去何从。

早在9-10月间，华人首富、投资超人李嘉诚，旗下长和系自香港到内地接连撤资的重磅举措，正勾勒出“撤东进西”资产大腾挪战略。超人在资本市场长袖善舞，眼光敏锐世人皆知，他选择现在时点退出，潜藏的信号或许嗅到中国房地产进入高危区。此后，万科董事长王石亦发微博称李嘉诚出售内地物业，警示小心楼市风险。而早在今年3月份，王石接受外媒时亦警告，中国房地产泡沫一旦爆破，或许会面临灾难性后果，甚至发生革命性可怕场面。

2、中国向消费社会转型

我们暂且不管李嘉诚撤资及王石的“危言耸听”，国内房价进入高危区乃不争事实，政府或已意识到这一点。从刚公布的十八届三中全会公报及其细则来看，有以下三方面值得关注：

一是生产模式向消费社会转变。三中全会提出新的政策建议，如建设和完善社会保障网络，改变国人的消费和储蓄惯有模式。尽管面临诸多挑战，此次就直接针对了这些

顾虑,赋予农民更多财产权利、建立更加公平的土地产权机制以及改革现有的户籍制度。期望改变国人一直以来“考虑后顾之忧”的储蓄文化,转而培养一种更为积极的消费文化。

二是放松二胎政策。允许以“单独二胎”的方式放松计划生育政策将带来生育率和出生率的提高,提升幼儿抚养比,降低经济中的投资需求,也将抑制房地产的投资性需求,从而对房地产价格上涨起到抑制作用。

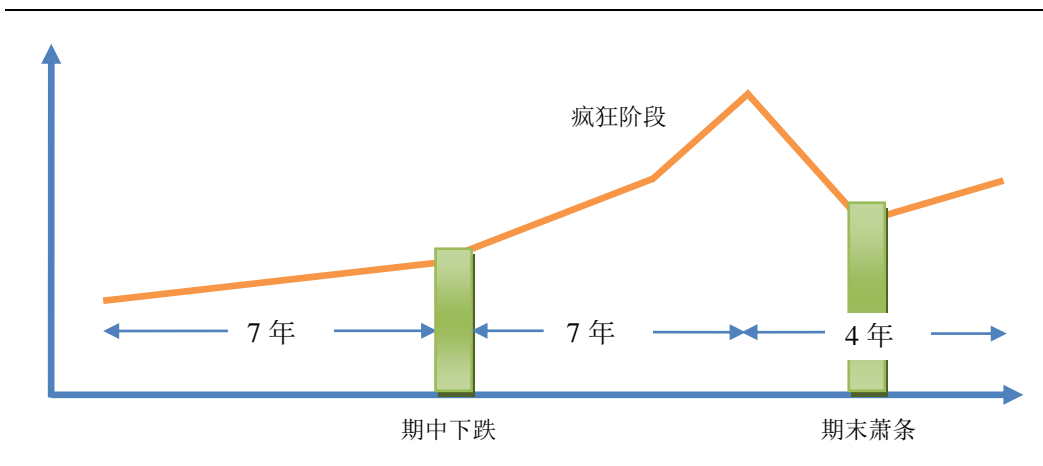
三是改善资本流向。过去通过限制人民币的波动来支持出口,被迫向国内经济注入了大量的过剩流动性,这样的状况诱发了房地产泡沫,让房价上涨超出了普通老百姓可承担的水平。而按照三中全会的决定,让人民币在外汇市场更自由波动,有助改善这样的扭曲状况。

由此可见,通过多种政策组合,中国向消费社会转型已是大势所趋。新一届政府多次强调,未来经济增速将适当下降至7-7.5%的水平,意味着政府有意放弃房地产增速贡献度。那么,中国房地产未来的命运会怎样?以下,笔者以时间窗口及政策窗口两个维度进行剖释,以解开中国房地产未来密匙。

3、18年房地产周期会否在中国出现?

据国际货币基金组织去年底的数据,房地产约占中国经济总产值的12%,房地产的盛衰对经济影响由此可见。研究房地产周期将非常重要,是了解经济周期运行的重要依据。

图3:哈里森18年房地产周期模型



资料来源:平安期货研究所

英国经济学家弗雷德·哈里森(Harrison)对美国建筑业、土地价格与经济衰退的时间点进行比较。发现土地价格下降和建筑活动放缓是早于整个宏观经济的表现,而且土地价格下降与建筑活动达到顶峰时同时出现。他认为,工业革命以来200多年的历史表明,一个完整的房地产周期是18年左右。在这18年里,房价会先上涨7年,然后可能会发生一个短期的下跌,然后经历5年的快速上涨,再之后是2年的疯狂(称之为“胜利者的诅咒”),最后是历时4年左右的崩溃。

哈里森理论在西方多个国家及地区都得到验证。美国1989年房地产泡沫破裂,导致储贷危机,到2007年次贷危机爆发,房地产泡沫再次破裂,历时18年;日本房地产

1974年开始为期3年的调整，到1992年一个更大的泡沫破裂，历时18年；香港房地产1985年开始复苏，中间经历惨痛的崩盘，到2003年香港房地产业再次复苏，历时18年。

如果说，1998年是中国房地产市场化的开局之年，国内房价经历了7年上涨后，在2005年有一个短暂调整，然后连续3年快速上涨，08年被次债危机短暂打断而将上涨周期拉长至09-10年，2012-13年一线城市又出现疯狂上涨（是否“胜利者的诅咒”）。根据哈里森周期，本轮房地产周期已经进入第15个年头，中国房地产破“爆”的“时间之窗”显然已经打开。

图3:住宅价格指数（1994-2004）

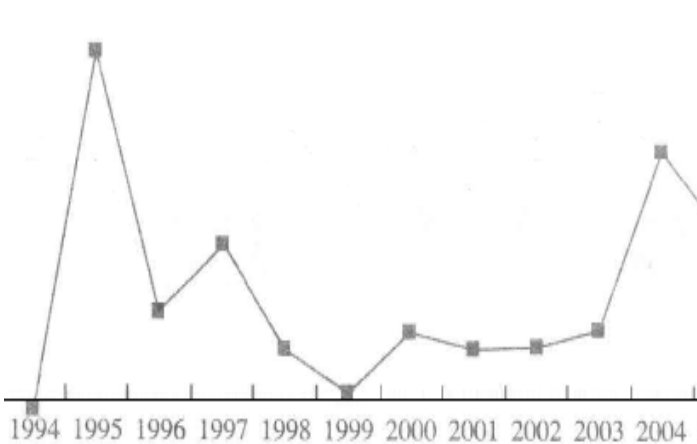
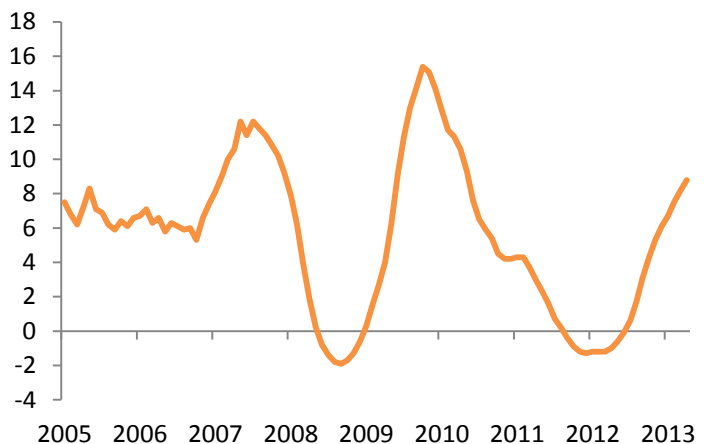


图4:70大中城市住宅月同比价格指数（2005-2013）



资料来源：《经济研究参考》2009年第71期、平安期货研究所

4、08年底始，13年底止？

上述套用西方国家多年行之有效的房地产盛衰周期，但由于并没有经历过一个完整的房地产周期，因此并没有明确的可比较的历史极值供参考。国际清算银行曾经用一个较小幅度的标准来测度房地产周期，结果发现其小幅的波动完全和4年左右的库存周期的波动相吻合。换句话说，在长达18年的房地产长周期中，都可以划分为若干个4-6年左右的库存周期。

实际情况怎样？80年代以来共出现四波峰，即1988年、1993年、1998年、2003年、2008年，恰好是5年一个周期。为什么中国房地产周期是4-6年、平均五年呢？笔者发现，中国经济从1953年到1990年共呈现出8个4-6年的波动周期。这和中国一直以来制定实施的国民经济“五年计划”有关。

本轮库存周期起于2008年，由于07年底宏观调控再次开启，按照惯性，物价和经济增长到2008年中期才达峰顶。此后次债爆发，需求急剧萎缩，中国经济进入严冬，政府祭出四万亿以刺激经济。中国经济在2009年出现“V型”反弹……

从2008年年底到2011年，加库存周期仍在进行中。接下来下一个高峰在哪里？根据中国经济库存周期4-6年推算，下一波峰应该在2013-14年前后。房地产破“爆”另一“时间之窗”也在打开。

5、房产税征收，刺“泡”进行时

在经历了长达15年的长周期之后，促使房价泡沫不断膨胀的多重因素都开始显现强

弩之末的趋势。虽然看涨房价的因素林林总总，但重大因素无外乎刚性需求、土地财政和货币泛滥。如果刨除这三点，房价泡沫也就失去了存在的基础。

当房价已经远远偏离居民收入，动辄就是20倍以上的房价收入比之际，民众对高房价已忍无可忍，政府早觉察到这种民怨。三中全会过后决定建立不动产统一登记制度，这显然是全国推行房产税的前奏。

先从国际公认的楼市租售比、房价收入比来观察。看下美国房价收入比，即新建单套住宅平均售价与人均可支配收入之比，它的历史均值为8.4，超过9就属于历史极值区域，1989年美国房地产崩盘前这个指标值是9.73，2007年次贷危机前是9.9。而中国房地产业中这些基础性的指标值，租售比超过500（国际正常值150），在京沪穗深等一线城市甚至租售比达到800和1000的房产比比皆是。按单套住宅80平米算，目前的房价收入比也超过30（国际正常值6-9）。目前房地产总值与国民生产总值之比已经超过2，而美国次贷危机爆发前的历史峰值是1.74。无论从那方面看，目前国内房地产价格都处于循环周期的极值区域。

再从草根调查和直观判断：一、除一线城市外，二三线城市在新楼盘不断吞噬新城区的扩张中，楼市泡沫已大量积聚，过剩房源导致过高的空置率是直观判断的一个方面。二、在申报财产制度下，未来官员抛售房产的新闻将是未来常见现象。三、发达国家经验证明，开征房产税后房地产不再是支柱产业。过去炒房者从不认为税收有多大影响；但真的实施存量房收税政策后，囤在手里的房产成本将会倍增。

因此，在楼市租售比、房价收入比达极值，市场供应大增、城镇化已到关键阶段，存量交易增长将出现变数。如果房产税届时全面推行，房地产破“爆”的“政策之窗”正在打开。

6、中国房地产或将出现3-4年的下降期

结论已经不言而喻，在两个时间之窗打开的情况下，三中全会强大的政策面呼啸而至，政策之窗也在打开。尽管房产税还需经过立法过程，但中国房地产市场已通向全新的制度变革，城镇化带来的过量供应、财产申报、二胎政策，房地产的支柱产业将让位于消费，有力表明了中国房地产发展的拐点已经到来。

从现在起，根据哈里森周期及库存周期结构，中国房地产将出现3-4年的下降期。其间会有一个从“复苏”—“繁荣”—“衰退”，再到新的“复苏”周期波动过程。当然，上述所指的“衰退”，要考虑到各个区域（一线、二三线城市）的“衰退”力度及时间。空置率大量过剩的二、三线城市的“衰退”会大一些，时间来得快一点（，当前二三线城市供应量较大，楼价已显疲态，明年出现拐点的可能性大）。而房源相对偏紧的一线城市的“衰退”估计会弱一些，时间来慢一点，一线城市由于供求失衡及地价高企，明年楼价还较坚挺，楼价拐点仍等待确认。

最新数据显示，2013年三季度土地供应规模投速上升、地产景气指数迅速下滑，这是近年所罕见，表明城市经济以控制土地供应规模牵动增长的“地产依赖”拐点初步出现。

四、泡沫从来只有一个选择——引爆

中国资本市场20年，我们这代人有幸经历了完整的10年期大宗商品牛熊市势，观摩

了商品期货市场的风云变幻；侧观了08年全球性的金融危机，领略到金融市场的风险性，使得财富管理及风险防范变得异常重要。

但我们至今还没有经历一个完整的房地产的周期，究竟是哈里森18年周期，还是4-6年库存周期，抑或两者兼而有之？目前还待破解。

人生是短暂的，我们不能看见的东西不等于它不会出现，或许它是一代人的周期，是漫长的周期。但它该来的还得来。每当泡沫来临的时候，总会有人说，中国有多么与众不同。但人类800年来的金融历史告诉我们，历史是多么的惊人相似，泡沫的产生、膨胀及最终爆破总是不断重演，无一例外。

因此，不要低估这次房地产泡沫爆破的杀伤力及恐惧性，就像不能低估泡沫时期人们的疯狂将房价推到令人瞠目的程度一样。

笔者感觉我们生活在一个伟大而又疯狂的时代。未来数年，我们将见证中国资本市场的巨大变化，以证明它与历史的异同。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服:400 8888 933

电话:0755-8378 8578

传真:0755-8378 5241

邮编:518031

网址:<http://futures.pingan.com>