

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

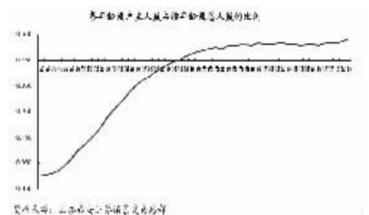
从人口角度 看住宅需求的持续性

国泰君安策略团队

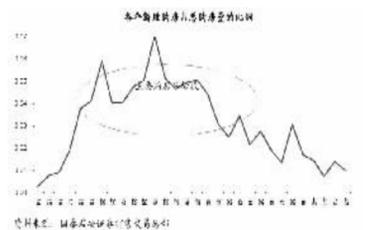
根据我们的人口数据来看,我国住宅购买的主力年龄分布在18-35岁之间。而从这一年龄段的人口变动趋势看,不考虑城市化进程,城市人口将呈现出下降趋势,但农村人口却一直增长到2022年。考虑城市化进程,未来10年城市化率将达到54%的水平,每年年龄段的农村人口中的30%需要迁移到城市,这构成了住宅需求人口。从该部分人口的变动趋势看,住宅需求的高峰期或在2016年结束。

当我们住宅的最终状态分为居住和空置以后,房屋的状态就由人口的分布决定了。在设定一个状态点的情况下,新增加人口的住宅需求,最终将通过购买满足,这里的逻辑在于“占位”效应。当空置房子的数量一定时,新的需求无论是通过租住还是购买满足,其必须通过挤占才能得到。而被挤出来的人再通过租住和购买满足,最后的挤占结果是通过购买新房得到满足。所以从这个角度讲,房地产的需求本质上由人口决定,房地产需求的本质是人口的变动。

从人口角度预测房地产需求,需要解决的第一个问题就是哪些人在购买住宅,年龄分布有什么特征。在这里我们从两个角度总结。第一,关于购房年龄段的问卷调查,35岁以下购房占总购房的比例在60%-80%之间。第二,根据国家统计局公布的户主按年龄分布情况,用各年龄段的户主人数除以各年龄段的总人口数。如果占比达到50%,则证明这一年龄段的结婚购房已经完成。从图上看我国的18-35岁之间的年龄段是户主占比快速增加的阶段,也就是说这一段是购房的主要力量。

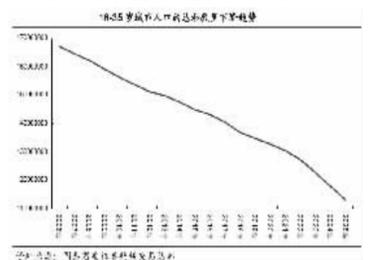


我们根据上图可以反推出各年龄购房占到总购房的比例,从数据上看18-35岁之间的各个年龄购房占比都在3%以上。年龄段的购房高峰期在19-30岁之间。

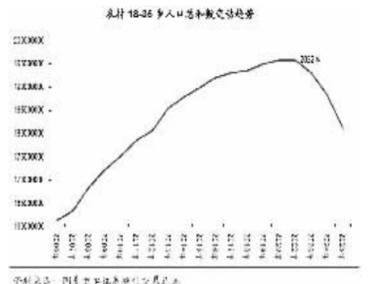


我们以2005年人口数据为基础,预测2006-2025年各年龄人口分布变动情况,然后求每一年中18-35岁人口的总和数,可以将该总和数作为住宅需求变动趋势的替代函数。

从城镇的角度看,在没有城市化的情况下,住宅需求将呈现出逐步下降的趋势。



从农村的角度看,该部分人口的总和数将持续增加,一直延续到2022年,这也反映了我国计划生育在城乡之间执行力度和时间、城乡生育模式上的差异。



考虑我国城市化过程中的人口变动,由于我国特殊的人口结构,18岁以下年龄人数具有明显的低城市化率现象,所以未来保持我国的城市化进程,必须保证农村人口的有序迁移。根据测算,需要各年龄段中的30%农村人口不断地迁入城市。

结论:从人口的变动趋势看,本次房地产的需求高峰期可延续到2013-2016年;但在2016年以后,随着我国人口结构的快速调整,房地产需求将出现快速下滑。另外,未来房地产需求增加的主力,将来自于城市化进程中农村人口的迁入。

■名家 | Columnist |

银行理财资金能否转化为股市增量流动性?

编前语1:在负利率背景下,银行理财产品已经改变了居民资产配置倾向,分流了储蓄存款,抽离了股市的存量资金。我们认为,前瞻性看未来几个季度,假如股市存在一轮行情(仅仅是假如),最大的推动力可能来自于流动性预期的改变,并伴随增量流动性的进入。那么,银行理财产品吸纳的资金会成为增量流动性的源泉吗?

编前语2:2010年-2011年的储蓄分流累计规模已超过1.3万亿元,创下近10年储蓄分流的新高。我们认为,结构性推动因素是银行理财业务的快速发展,吸纳了大量的流动性。理财产品独特的期限设计,内生性加剧储蓄存款的季节性波动;理财产品在关键时点的融资,加剧了货币市场流动性的紧张。

编前语3:我们相信,未来几个季度股市流动性最大的改善,来自于增量资金的进入。从理财资金回流股市的条件、投资者构成、资金回流顺序来看,我们目前仍然看不到理财资金回流股市的任何迹象。

陈李

银行理财吸纳大量资金

2008-2010年,银行理财产品市场呈现爆发式的增长,发行量和产品规模存量余额均不断创出新高。我们保守估计,银行理财产品销量和存量每年的增速超过100%。2010年,银行理财产品市场的发行数量接近12000款,募集的资金规模大大超过同期基金、券商理财、保险理财、私募产品等理财产品募集资金之和。

Wind数据显示,2010年商业银行共发行11803只理财产品,扣除到期产品以后,全年净发行1445只。2011年上半年已经发行理财产品10250只,同比增长103%,占2010年全年发行数量的87%。根据第三方研究机构普益财富的不完全统计,2011年上半年预估的发行规模超过7.5万亿元,已经超过2010年全年7万亿元左右的发行量。

我们认为,理财产品实际平均存续规模可能远远小于累计发行规模数据。主要理由是:期次型理财产品平均期限呈现明显的短期化趋势,短久期理财产品占比在扩大;滚动型理财产品(包括无固定期限和固定期限)持续滚动发行,放大销售量。

储蓄存款分流,进入银行理财产品市场,同时理财产品的火爆销售也挤压了居民储蓄存款的正常增长。为了缓解月末、季末、年末重要时点存款、贷存比考核的压力,商业银行一方面通过发行高收益率

的理财产品吸收存款,另一方面改进产品的期限设计,在重要的考核时点,尽可能将理财资金锁定在银行的存款账户之内。

资金价格间歇性高企

自2010年以来,货币市场流动性呈现间歇性的紧张,资金价格不断攀升,并多次创出新高。我们认为,主要的理由不外乎是:存款准备金的缴款、大规模可转债的申购、新股发行以及关键时点商业银行存款、贷存比考核压力。

此外,我们认为,理财产品在季末关键时点大规模到期和净赎回也是一大间接推手。具体来说,绝大多数理财产品运用“久期错配”的原则,吸收短期资金,通过灵活的流动性管理沉淀较大比例的资金,配置在长期投资品,赚取长期投资品的利差。期限错配的结果是,当理财产品到期或者遭遇净赎回时,投资品难以在短时间内变现。此时巨大现金缺口下的融资压力只有转移至银行间货币市场,开展大量的资金拆借,推高资金价格。

理财产品的资金投向一直以来是一个非常敏感的话题。市场上诸多研究认为,理财资金通过银信合作方式,间接进入高风险的地产融资信托项目,或者承接商业银行的信贷资产,绕过监管展开表外融资。我们认为,银行理财产品的快速发展,实质上是利率市场化的初级表现,不应将所有的焦点过分集中在资金的去向之上。具体来说:投资者获得高于同期存款利率的收

资产池模式成为主流

理财产品的资金投向一直以来是一个非常敏感的话题。市场上诸多研究认为,理财资金通过银信合作方式,间接进入高风险的地产融资信托项目,或者承接商业银行的信贷资产,绕过监管展开表外融资。我们认为,银行理财产品的快速发展,实质上是利率市场化的初级表现,不应将所有的焦点过分集中在资金的去向之上。具体来说:投资者获得高于同期存款利率的收

益,实际上是存款端的利率市场化;理财资金主要通过银行间市场配置债券或者信托计划,对于债券发行人或信托资金需求人而言,实际上是贷款端的利率市场化;投资者购买理财产品,是将储蓄存款或者保证金存款转化为一种高流动性的金融资产;理财资金绝大部分配置品是国债、政策性金融债、企业债、中票和短融,居民储蓄资金进而转化为财政存款、同业存款和企业存款;理财产品不创造货币,只是加快货币的流通速度,有可能造成M₂存量和增速的低估。

金融危机以后,资产池理财模式逐渐成为国内商业银行理财业务的主流运作模式,信贷类理财模式从2010年开始淡出。资产池模式采用动态投资组合管理、资产负债匹配管理方法,提高了理财产品组合的投资运作效率,具有“滚动发售、集合运作、期限错配、分离定价”的特点。2009年资产池类理财产品占比为17%,2010年占比上升至32%,2011年一季度末占比进一步升至41%。我们预计,在资产池模式下,银行理财资金的去向一般是:超过60%的资金配置在风险较低、流动性较好的债券、货币市场工具,20%左右的资金配置在信贷类资产(如:票据、信贷资产、银信合作项目等),10%左右的资金配置在定期存款或者同业存款,剩余资金作为现金。

负利率造就储蓄资金分流

通货膨胀无疑将侵蚀货币的购买力,尤其是银行存款。过去10年的经验数据显示,储蓄存款的同比增速与实际利率具有良好的相关关系。从2002年开始,这种相关性明显增强。我们发现,当实际利率为负时,储蓄存款增速明显下滑,资产配置发生转移,要么进入权益市场,要么进入其它资产市场,如地产、农产品、艺术品市场等。当负实际利率逐渐修复时,资产配置再次发生转移,从高风险市场回流银行存款账户,储蓄存款增速也开始恢复。

我们认为,除负实际利率以外,居民储蓄搬家还受当时股票市场的走势影响。如果股票市场存在显著的赚钱效应,储蓄资金开始分流,资金活化程度提高,活化资金进入股市(或者与股市相关的基金市场),活化资金为股市带来增量流动性,实现“储蓄分流——股市上涨——赚钱效应”的正向循环。

第一次发生在1999年-2000年。1999年7月、10月和11月居民储蓄分别负增长26亿元、94亿元和85亿元,全年居民储蓄同比减少约900亿元。2000年4月、7月和10月居民储蓄实现负增长341亿元、1亿元

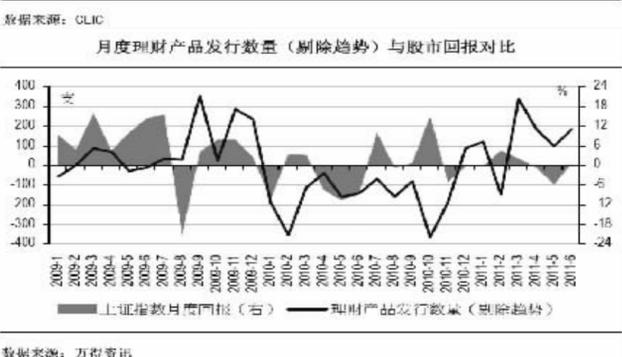
和121亿元,全年居民储蓄同比减少706亿元。

第二次发生在2006年-2007年。储蓄分流开始于2006年10月,单月负增长76亿元,全年储蓄同比减少960亿元。2007年储蓄分流相当严重,4月、5月、7-10月均为负增长,累计减少10189亿元,全年储蓄同比减少9589亿元。我们认为,该次储蓄分流持续时间比较长,分流规模大,与当时股票市场的大幅上涨密切相关。

第三次发生在2009年。7月、8月和10月居民储蓄分别负增长437亿元、440亿元和2673亿元,累计减少3549亿元,绝对规模超过第一次,小于第二次。2009年全年居民储蓄同比减少2465亿元。

第四次发生在2010年-2011年。2010年4月、7月和10月居民储蓄减少394亿元、980亿元和6865亿元,2011年4月储蓄减少5019亿元,累计已经减少13258亿元,创下近10年储蓄分流的新高。如果本轮储蓄分流继续,我们保守预计,绝对规模将突破2万亿元。

因此,我们认为:理财产品的快速发展,一是利率市场化初期,居民资产配置的结构化变化结果;二是负利率直接加速了储蓄的分流。储蓄分流资金进入股市最重要的条件是股市存在显著的赚钱效应。流动性拐点是否出现?股票市场的流动性拐点何时到来?除了宏观层面的信贷、外汇占款增量以及货币资



寻找中国创业资本中的伯克希尔

张志林

被资本市场誉为股神的巴菲特先生,以其运作的伯克希尔·哈撒韦公司演绎了投资界的财富神话。下面我们对伯克希尔的成长过程进行简单的回顾。

1965年,巴菲特通过合伙企业成功收购了濒临破产的纺织公司伯克希尔·哈撒韦公司,并以此为平台于20世纪70年代收购并控股了10个以上的中小保险公司。此后,巴菲特通过自我平衡调控经营模式,将保险公司所独有的大把“浮存金”引入控股公司伯克希尔,终于建立起了一个“投资+保险”的伯克希尔金融帝国。在保险公司充裕的现金流基础上,伯克希尔开始撬动资本的杠杆,寻求并购市场上被低估的股权资产。其“买股票就是买企业”的股权投资理念,使其50多年来在股票市场上演绎了净资产复合增长率达20.3%、投资者回报复合增长率25%的投资神话。

中国式伯克希尔在哪里?

从伯克希尔的成长历程,我们看到了股权投资巨大增值效应。

伯克希尔的运作模式:首先通过股权投资收购现金流丰富的保险企业,然后用保险企业较为稳定的现金流对市场上低估的股权进行投资,最后等待低估股权被市场重新认知,在价值回归后出售股权,回收现金,再进入新一轮低估股权投资的投资。周而复始,创造了资产增值的神话。我们通过对,这种资本运作的模式与我国现有创投企业的模式具有一定的可比性。投资的逻辑大都是:货币资金——股权投资(伯克希尔投资价值被低估公司的股权;我国创投资本投资的是未上市公司的股权)——获利退出——货币资金——新一轮投资。在类似的投资逻辑下,那么在中国专注于股权投资的创投公司中,是否也能产生我们本土的伯克希尔呢?

目前A股市场中被冠以创投概念的企业有不少。而且,2008年以来,伴随着创业板推出的预期,这些创投概念的股票在炒作之后纷纷回落。究其原因,我们发现,这些创投概念公司无法形成长期有效的资本循环,不能实现长期的“货币资金——股权——获利退出——货币资金——新一轮投资”的良好循环。它们只能通过数量有

限、不可再生和循环的股权来获利。例如雅戈尔公司1999年投资的中信证券股权在持有8年之后陆续抛售。虽然短期获取了巨大的收益,但因为没有后续的创投项目,无法形成长期有效的资本循环。

中国的伯克希尔应该是这样一类创投企业:公司创投战略明确,创投业务是公司的核心业务,拥有稳定的创投团队和持续不断的优质创投项目的公司。

中国创投业机遇层出不穷

中国创投业已进入新的战略发展期,正在和将要面对诸多新的发展机遇,需要创投基金从业者去捕捉,去转化,去创造。

一、多层次资本市场发展步伐加快,创投退出获利机遇增大。在中小板和创业板上市公司的示范带动下,国内大批高成长中小创新企业的资本运作意识和上市融资欲望大大增强,加之政府招商引资的重心已转向大力扶持当地新兴产业的企业上市,这就为创业投资提供了更为广阔的优质项目市场。在未来三五年内,中小板和创业板将呈现出持续加快扩容的态势。另外,年内有望开设全国统一监管的场外市场,并建成

高成长小企业的孵化器,从而为创投基金所持企业股权提供更加广阔的退出变现和获利通道。

创投基金的运作规律表明,通过设立基金将社会资金转化为货币股权资本,货币股权资本投资企业后便转变为实业股权资本,被投资企业上市后,实物股权资本将发生革命性蜕变,而成为证券股权资本,然后通过证券市场出售,又转化为价值增大的货币资金,乃是创投基金生命周期的质的飞跃。因此,多层次资本市场是创业投资的生命线。

二、大量社会资金进入创投业,创投资金来源更加充沛。随着通货膨胀预期的加大及国家管制措施的推出,再加上严控投机投资性房地产的泛滥,充斥社会的巨额热钱已有相当部分涌入创投业。拥有大量长期闲置资金的民间机构和个人看到多层次资本市场和创业投资的发展前景,通过充当有限合伙基金的投资者,期望获得长期高回报。大批具有投资能力和经验的专业人士,纷纷合伙发起设立新的基金开展创业业务。可以预见,未来5年内,中国创投基金的资金规模和机构数量都将出现爆发式增长,将成为中国最具发展

远景的产业新星。

三、中国创投基金日趋成熟,投资效率不断提高。

经过十多年的探索和实践,中国创投基金正在快速健康成长中迈向成熟。他们不仅在内部治理、价值发现、风险控制、投资策略及员工素质等方面,已经积累了较为丰富的实践经验,尤其是具有高素质的从业者队伍也正在成批壮大。据调查,近几年来中国内资创投已涌现出一大批资金规模大、内部管理规范、投资企业成功上市多、投资收益丰厚,并在业内及社会上获得较高声誉和影响力的团队。

四、政策法规进一步完善,扶持措施更加有力。

据悉,国家有关部委正在调研和总结过去十多年中国创投业实践经验的基础上,对现有的政策法规进行修订,并将陆续制定新的相关政策法规。综上所述,中国创投业在进入新的战略发展期后,在政策平台、融资渠道、税收制度等各方面都得到国家的全面大力支持,其业态将呈现新的发展趋势,发展空间不断扩大,新的机遇层出不穷。随着时间的推移,中国必将诞生一两家世界顶级的、可以媲美伯克希尔的创投公司。

(作者单位:国海证券)