

## 宏觀

### 保障供給，完善租賃，抑制投機！——德國房價為何低位穩定？

2015年至今，我國經歷了一輪房價的暴漲，政府提出建立“房地產長效機制”。本文將對德國的房地產市場進行詳細分析，探索德國房價穩定背後的奧秘。

合理的房價，穩定的市場。從自身來看，德國房價增幅大部分時間沒有跑贏通脹。1990年以來，德國房價累計上漲61%，年均增長率僅為1.8%，並且大部分時間名義房價的同比增速低於CPI的同比增速。和其他國家相比，德國房價也處於發達國家中較低水準，房價收入比僅為15倍，相比之下，日本、法國和美國均高於30倍。同時德國的房價波動率也明顯小於其他國家。尤其次貸危機前後，德國房價在主要發達國家中表現最為穩定。而從微觀城市層面看，柏林的房價僅為英國倫敦的1/5，巴黎、紐約和東京的1/3，柏林核心地段房價不到7000美元/平米，僅與我國一線城市郊區房價相當。

為何德國房價如此穩定？我們從人口變遷、貨幣供應、住房制度三方面分析：

剛需壓力下降，住房需求趨緩。人口密度不低，剛需占比下降。從人口總量來看，在歐洲國家中德國的人口密度並不低；但是從人口結構來看，德國15-64歲的人口占比從1986年開始見頂回落，而淨移民人數也在1992年前後冲高回落。城市發展均衡，人口集中度低。從人口流動來看，德國人口經歷了一個“城市化—郊區化—再城市化”的過程。同時，與其他國家相比，德國的城市發展也相對更加均衡，德國百萬人口城市的人口占比僅為9.6%。

貨幣投放穩健，房貸限制嚴格。德國貨幣政策以穩定物價為首要目標，為房地產市場創造了穩定的貨幣環境。2000年以來，德國M2累計增長120%，而同期美國、英國和中國分別增長209%、194%、1241%。而德國特有的房貸制度也對穩定房價起到了關鍵作用。建房信貸協會的先存後貸、大部分房貸實行固定利率以及抵押貸款額度上限60%等特點，均有效降低了居民加杠杆的可能，2016年德國居民負債/GDP僅53.2%，遠低於發達國家平均值。

保障供給，完善租賃，抑制投機。四大法規，頂層設計。1950年以來德國政府出臺《住房建設法》、《住房補助金》、《住房租賃法》和《私人住房補助金》四項法規進行頂層設計，逐步形成了完善的房地產市場制度。《住房補助金法》和《住房租賃法》經過不斷完善成為目前德國房地產制度的基石。保障住房供應，完善租賃市場。在《住房建設法》框架下，德國逐步形成了以房企、住房合作社和家庭自建為主體的房地產供給體系，極大地豐富了住房供給。1971年出臺的《住房租賃法》保障了租客的合法權益，使得德國擁有發達的住房租賃市場，也削弱了居民的購房需求。多拳出擊，抑制投機。一方面，“房地產公共評估委員會”提供了具有權威性和約束力的基準價格，而基準房價保障了房地產市場價格的合理性。另一方面，德國政府在房地產的持有環節、交易環節和繼承贈予環節均設定了較高的稅率，抑制了投機需求。

控制貨幣增速，健全市場制度。總結來說，德國穩定的房地產市場由多重因素共同推進。從人口因素看，15-64歲人口占比持續下降以及大城市人口集中度較低均導致剛性購房需求壓力趨緩。從信貸政策看，德國貨幣

政策的首要目標是控制通脹，穩定的貨幣投放和溫和的通脹率抑制了房地產的投資性需求。從房地產制度看，充足的住房供給和完善的租賃市場使得居民的住房需求得到保障，同時官方的基準價格和較高的房地產稅率又限制了居民炒房的可能。對比當前中國房地產市場，改革之路任重道遠。人口方面，目前我國15-64歲人口占比已見頂回落，但年輕人口仍持續湧入一二線城市。貨幣方面，近年來每次房價暴漲背後幾乎都有貨幣超發、居民大幅加杠杆的身影。而在房地產制度方面，無論是住房供應、稅收制度還是租賃市場，都有許多需要完善的地方。“房地產長效機制”建立勢在必行！

## 策略

### 預計最新一周資金入市合計約淨流出207億元

市場情緒有所下降。周年化換手率為185%，前一周229%，07年高點1658%；上周成交量均值為324.3億股（0925-0929），前一周為400.5億股；融資交易占比9.1%，前一周9.7%，歷史高點為19.5%，市場情緒有所下降。

融資融券市場看多情緒下降。截止上週五，股票融資餘額為8923億元，股票融券餘額為22億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.72%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到18.48%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為80.53%，較前一周上升，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.20%，較前一周持平。一周融資買入2025億元，較前一周下降，融券賣出23億元，較前一周下降。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為-204億元，較前一周大幅下降。

股指期貨市場看多情緒有所上升。上周股指當月合約持倉2.5萬手。當季合約基差上升21.83點，下季合約基差上升27.03基點，當月合約基差上升21.03基點，次月合約基差上升21.83基點。當月合約前十位多空持倉比為0.90，比前一周略降。

產業資本二級市場淨減持47.9億元。根據WIND統計，截止9月29日一周產業資本在二級市場淨減持47.9億元。其中，主板淨增持1.92億元，中小板淨減持41.64億元，創業板淨減持8.22億元。從行業來看，汽車增持力度最強，為3.94億元；電子元器件減持力度最強，為35.19億元。從個股來看，萬向錢潮增持力度最強，約4億元，海康威視減持力度最強，約33.5億元。

並購重組跟蹤。上周共有4家重大並購重組事件，為同力水泥資產置換收購許平南高速100%股權、渤海金控協議收購C2公司100%股權、漢邦高科發行股份收購金石威視100%股權與中昌資料發行股份收購雲克科技100%股權。上周證監會並購重組委員會審議通過3家，分別為湖南天潤數位娛樂文化傳媒股份有限公司、廣州天創時尚鞋業股份有限公司與神思電子技術股份有限公司。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

## 行業點評

### 醫藥與健康護理：推薦三大細分領域龍頭

1) 基層管道強大的企業。招標降價背景下，非三級醫院的銷售增長明顯加速，基層及零售管道的重要性愈加凸顯，推薦通化東寶、濟川藥業、樂普醫療、山大華特等；

2) 創新藥。創新藥物研發審批的確進入了收穫期，研發國際視野及海外同步開展臨床是龍頭企業的共同選擇，推薦恒瑞醫藥、貝達藥業等；

3) 消費品及服務器械龍頭。帶消費屬性、競爭格局良好的藥物受消費升級等刺激，終端需求旺盛，且免受招標降價影響；服務、器械等高增速行業亦少受降價影響，主要依賴品牌積累，強者恒強趨勢明顯，推薦長春高新、愛爾眼科、魚躍醫療等。

風險提示：政策多變期，板塊估值波動和內部分化仍將繼續；市場風格轉換的風險。

### **傳媒：看多板塊，推薦影視、遊戲、教育**

細分領域重點關注：1) 影視，需求旺盛市場持續好轉。2) 遊戲，業績增長穩定。行業盈利情況最佳，預計Q3、Q4業績增長穩健；3) 教育，教育標的海外上市，整體板塊投資情緒升溫，預計A股教育類上市公司發展前景可觀，估值及業績提升可期。

標的推薦：

影視：光線傳媒、唐德影視、捷成股份、華誼兄弟、慈文傳媒；

遊戲：帝龍文化、完美世界、三七互娛、寶通科技、迅遊科技；

教育：百洋股份、威創股份、新南洋、全通教育；

傳統：皖新傳媒、新經典；

細分行業龍頭：分眾傳媒、視覺中國。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

### **互聯網軟體與服務：硬體切入場景，“AI+軟體+硬體”生態圈**

穀歌人工智慧產品設計的基本理念和原則。人工智慧時代，穀歌的一個基本理念是，在人工智慧的說明下，計算終端將主動適應人們的生活，而非人們去被動學習計算終端的用法。由此衍生出穀歌人工智慧產品的四大原則：1、多形式的交互感知體驗；2、多設備隨時隨地連接；3、瞭解使用者的特徵和意圖，做出推薦；4、具備自我調整、學習能力。

AI生態化，以終端產品切入使用者場景。為形成AI生態化，谷歌一方面致力提高開放度，降低演算法的門檻；另一方面，谷歌通過開發能切入使用者生活場景的終端產品，不間斷地通過人們的日常使用積累更個人化的使用者資料，使人工智慧提供定制化的使用者個人服務。這一方面需要人工智慧處理不同場景下獲得的使用者語音、圖像和行為資料等，另一方面，需要AI融入各類硬體設備，保證使用者在每個設備上的體驗。

發力硬體製造，打造“護城河”。標識呈現變化說明了穀歌對待硬體的戰略轉型，從“合作”到“以我為主”。我們認為穀歌正在學習Apple將硬體和軟體結合並提供最優用戶體驗的做法，通過硬體設備，直接為穀

歌軟體引入流量。在高科技產品消費領域，從手機和遊戲機的歷史來看，當一個消費者接受一套智慧硬體和軟體系統後，會形成很高的客戶忠誠度，使用者輕易不會轉換到另一個系統——競爭的“護城河”就此確立。穀歌產品力的提升既在創新也在務實。穀歌用AI技術拉進了人與人間交流的距離，提升了人與環境之間的互動體驗，不同于以往的黑科技展示，AI正更加務實地推廣到各個應用層面，解決用戶使用“痛點”。比如升級後的Google Home，作為谷歌語音助手的家庭終端，其通過百萬條計的新指令學習庫擴充，通過不斷學習變得越來越智慧，能根據環境具體判斷。還有Google Lens的視覺搜索應用等等，也將圖像識別和人工智慧技術應用提升了一個高度。

投資建議。穀歌在將整體戰略從“移動優先”轉變為“AI優先”後，通過硬體切入應用場景，以“人工智慧+軟體+硬體”形成生態。我們看好國內同時具備人工智慧硬體產品以及專業應用場景的公司，建議關注海康威視，大華股份，東軟集團，四維圖新和中科曙光。

風險提示。人工智慧技術發展不及預期，硬體應用不及預期的風險。

### 有色金屬：預焙陽極價格穩健上行

據百川資訊，2017年1-8月我國商用預焙陽極產量567.76萬噸，同比僅上漲1.25%，其中8月份商業預焙陽極產量為78.52萬噸，環比7月份增加了1.57萬噸，環比增長僅2.04%。8月產能1356.5萬噸，各陽極廠商受盈利驅動全力提高產能利用率，但受環保影響，產能利用率僅69%。

近日，河南省政府發佈了《河南省2017-2018年秋冬季工業企業錯峰生產實施方案》（徵求意見稿），其中明確錯峰時間為2017年11月15日至2018年3月15日，錯峰要求包括13家電解鋁廠分別限產30%以上，以電解槽數量計，以現場督查抽查核實；和86家未安裝大氣污染物線上監測設施的炭素企業，全部停產，33家達到特別排放限值要求（顆粒物10毫克/立方米、二氧化硫100毫克/立方米、氮氧化物100毫克/立方米）的炭素企業，限產50%以上，以生產線計，以現場督查抽查核實，出現超標排放情況的炭素企業，一律納入停產管控範圍；

我國的預焙陽極生產企業主要集中在山東、河南地區，其產量約占全國總產量的大約70%。據百川資訊，“2+26”城市總涉及預焙陽極產能1016萬噸，占全國總產能43.96%，商業陽極有73.88%受到影響。據百川資訊統計，“2+26”城市總涉及電解鋁產能1196萬噸。假設不考慮去除違規產能，採暖季在涉及的1196萬噸電解鋁產能中關停30%，則影響約359萬噸電解鋁產能（以年化計算），對應對179萬噸預焙陽極需求，而“2+26”城市總涉及預焙陽極涉及產能1016萬噸若全部達到排放限制，減產50%，也將去除約508萬噸預焙陽極供應（以年化計算），則當前預焙陽極供不應求的局面將進一步加劇，從而推動預焙陽極價格上漲。此外，我們預計，石墨電極價格大幅上漲拉動石油焦和煤瀝青的價格，將從成本支撐的角度進一步促進預焙陽極價格的上漲。

風險提示：供給側改革力度不及預期，下游需求不及預期。

### 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。