

宏觀

嚴控土地，組屋主導，市場分層！——新加坡如何實現“居者有其屋”？

新加坡的房地產市場以超高居民住房自有率而聞名。本篇，我們將對新加坡房地產市場進行詳細分析，探索居者有其屋背後的奧秘。

價格合理，居者有其屋。新加坡房地產價格漲幅與CPI持平。新加坡有兩類房地產市場，一類是類似保障住房的組屋，另一類是私人住宅。2000年以來新加坡名義房價僅累計上漲38%，剔除通脹後累計漲幅僅3.4%。和其他國家相比，新加坡的私宅房價處於中等水準，而組屋房價低廉。新加坡的私人住宅房價收入比在26倍左右，屬於中等水準，而占比更高的組屋的房價收入比僅為8.6倍。除了價格合理以外，新加坡房地產市場最主要的特點是居者有其屋。2016年新加坡居民的住房自有率達到90.9%，而剩下的9%中大部分也通過租借組屋滿足了居住需求。

為何新加坡擁有如此高的住房自有率？我們從需求和供給兩方面進行分析：

需求旺盛，並非主因。人口密度高，移民占比大。從人口總量來看，在新加坡7909人/平方公里的人口密度遠高於其他國家；從人口結構來看，新加坡15-64歲人口占比自90年代開始一直維持在70%以上，外來移民占比接近40%，均處於高位。貨幣供給高，居民房貸松。新加坡是典型的小型開放經濟體，貨幣供給難以控制，2000年以來M2累計增幅達到231%。同時，新加坡的購房首付在20%，並且政府會給購買組屋的居民提供低息貸款。因而無論從人口還是貨幣看，需求均較旺盛，並非是價格合理、自有率高的主因。

制度完善，供給有序。組屋供給為主，私宅交易為輔。新加坡房地產供給市場最大的特點是政府供給的組屋占全市場的比重遠超私人住宅，2016年新加坡的組屋占比達到74%。政府控制土地，保障低價供給。一方面，1966年出臺的《土地徵用法》保障了新加坡政府對土地的絕對控制力；另一方面，新加坡不依賴土地財政，財政收入主要來自於稅收，杜絕了高地價，更避免了“高地價—高房價”的傳導。組屋類別多樣，申請條件嚴格。新加坡政府提供的組屋，一方面申請嚴格，主要針對無房適齡低收入本國公民，既滿足剛需也避免投機；另一方面不同類別的設定也滿足了居民多樣化的住房需求。交易市場分層，嚴控轉售環節。新加坡的組屋新購僅限於符合條件的新加坡公民，其餘公民和永久居民可以參與組屋的轉售交易，而外國人只能參與私人住宅的交易，既保障了本國公民權益，又杜絕了利用組屋進行套利的可能。

德國房價低位穩定，新加坡居者有其屋。兩者有何異同？需求和供給共同作用是德國房價低位穩定的奧秘。德國的城市發展分散，房貸政策嚴格；因此德國的購房需求並不算特別旺盛，而供給端主要是保障住房供給、完善租賃市場、立法約束投機。而新加坡居者有其屋則更多是依靠住房保障機制。相比之下，新加坡的人口密度極高，小型開放經濟體的模式又使得政府難以控制貨幣供給。但政府控制土地市場、特有的“組屋”制度，以及分層次的交易市場，使得供給與剛需相匹配，幾無投機空間。

德國VS新加坡：保障供給，殊途同歸。雖然兩者成功的奧秘不盡相同，但都給予我們一定的啟發，主要包括以下三個方面：一是人口方面，差異化的產業格局和城市群的發展能夠有效緩解大城市人口過於集中的問題。

二是貨幣政策方面，保持貨幣供給的穩定以及對房貸的適度控制能夠有效的抑制房地產的投資需求。三是最為重要的房地產制度方面，保障住房供應是重中之重。無論是德國的“住房合作社”模式還是新加坡的“組屋”制度，其目的均在於保障住房剛需得到滿足，德國還積極建設住房租賃市場作為補充。同時，為抑制投機、避免供給被扭曲，德國採用嚴格的懲罰措施和合理的稅收設計，新加坡則根據住房類型對交易市場分層，效果俱佳。

PPI高企CPI低迷，全球通脹怎麼了？

9月中國PPI同比再度上升到了6.9%，但CPI同比依然徘徊在2%以下。事實上，通脹分化的又豈止是中國，歐美等海外各國的通脹形勢也面臨同樣的問題，各國央行為達到2%的通脹目標奮戰多年，今年以來PPI是起來了，但CPI仍在低位徘徊。全球通脹到底怎麼了？CPI和PPI分化背後的原因是什麼？未來通脹如何走？我們先來分析下中國的情況。

中國：非對稱的漲價，分化的行業格局。上游行業推動，PPI再度大漲。我國9月PPI環比上漲1%，同比進一步攀升至6.9%，PPI大漲的貢獻主要來自生產資料，煤炭、鋼鐵、原油、有色和造紙等行業是主要推動力量，下游行業漲幅均較小。CPI低位徘徊，價格傳導有限。9月我國CPI環比上漲0.5%，同比再度回落至1.6%。從結構上看，食品價格依然在拖累CPI，服務類價格漲幅明顯，PPI對非食品類消費品價格的傳導非常有限。供需矛盾主導，漲價並不對稱。上游漲價較多，中下游漲價幅度卻有限，根本原因在於貨幣刺激增加了地產、汽車和基建需求，對上游商品需求有支撐，但是與地產、汽車、基建不那麼相關的需求被擠壓而偏弱，難以支撐下游的普遍漲價。與此同時，受環保、去產能等政策的衝擊，今年上游行業的供給整體受到壓制，也支撐了上游的漲價。在非對稱漲價的背後，上游行業利潤改善，而中下游行業的利潤空間受到擠壓，利益分配格局發生變化。

海外：中國影響推高PPI，內需拖累的CPI。與中國類似，歐美等發達經濟體也出現了PPI回升至高位、但CPI仍在低位的現象，背後的原因是什麼呢？中國因素主導，PPI大幅回升。從歷史上來看，各國PPI同比走勢基本上是保持一致的，都主要受到大宗商品價格走勢的主導，近兩年均出現明顯的回升。本輪歐美PPI的上漲也主要集中在上游大宗商品相關的行業，而中國佔據著全球大宗商品需求的“半壁江山”，對價格的影響非常大。去年以來中國需求的改善對全球PPI的回升起到重要推動作用，當前國內限產帶來的上游漲價，對其它經濟體PPI亦有一定推升作用。全球貧富差距擴大，CPI依舊低迷。發達經濟體的CPI也在低位徘徊，難以大幅回升。CPI是消費者直接面對的價格指數，其處於低位區間，說明消費者的終端需求並不是足夠強勁，而需求偏弱與老齡化、全球貧富差距擴大存在一定的關係。08年金融危機後，全球人口老齡化的程度不斷加重，開始面臨需求不足的問題，各國開始了低利率的強貨幣刺激政策。但是低利率對經濟的刺激作用遠遠小於對資產價格的刺激，而通過資產進行收入分配導致貧富差距擴大，富人的邊際消費傾向要低於窮人，所以經濟整體需求仍然偏弱，這或許是全球CPI持續低迷的深層次原因。

未來如何走？PPI向CPI收斂。全球PPI高位反映的是大宗商品市場的回暖，背後離不開中國房地產和基建刺激、以及環保限產的影響。CPI低位反映的是在全球老齡化加劇、貧富差距擴大的背景下，中下游其它需求依然偏弱。我們認為在下游需求偏弱的情況下，上游的漲價其實是難以持續的，且中國房地產和基建刺激的需求也在走弱，預計全球PPI大概率會向CPI收斂。

貨幣政策依舊中性。近期央行行長周小川表示，中國將繼續實行積極的財政政策和穩健的貨幣政策，並不斷綜合施策，補短板、去杠杆、警惕並防控影子銀行、房地產市場泡沫等風險。9月末央行雖對普惠金融領域實施定向降准，但釋放流動性規模非常有限，絕非大水漫灌，當前DR007仍在2.8%-2.9%附近，貨幣政策依然是中性態度。

策略

中小板和創業板業績分化加劇——2017年三季報預告分析

核心結論：①中小板、創業板三季報預告已基本披露完畢，淨利累計同比為34%、8%，中報為23%、6%，預計全年同比為26%、6%。②中小板和創業板業績分化加劇，其中權重股更明顯，預告值測算中小板指和創業板指的權重股三季報淨利累計同比為27%、-26%。③精選三季報預告業績較優且與估值匹配較好的高增長個股。

中小創業績分化趨勢更加明顯。①截至10月15日，披露三季報業績預告的公司共2130家，中小板、創業板基本披露完畢，主機板披露率為30.9%。②中小板、創業板前三季度淨利累計同比為33.9%、8.1%，業績分化趨勢更加明顯。以披露三季報預告的公司為樣本，中小板、創業板前三季度淨利潤同比分別為33.9%、8.1%，而中報為23.1%、5.7%，中小板指、創業板指前三季度淨利同比分別為26.3%、-8.5%，而中報為13.6%、-15.2%。其中，創業板剔除溫氏股份和東方財富（下稱溫氏和東財）前三季度淨利同比為22.6%，而中報為23.0%。中小創業績分化趨勢更加明顯，中小板-創業板淨利累計同比從16Q1的-48.0個百分點回升至17Q3的25.8個百分點，中小板指-創業板指淨利累計同比從-69.5個百分點回升至34.7個百分點。

創業板：三季度單季度淨利同比為22.1%，非權重股業績更優。①創業板三季度單季度淨利同比增速為22.1%，剔除溫氏和東財後為28.7%。根據三季報業績預告，創業板全體和創業板指數（100家）三季度單季度淨利同比分別22.1%、-2.2%，二季度分別為1.9%、-21.7%，而剔除溫氏和東財後為28.7%、11.2%，二季度分別為20.4%、8.5%。三季報預告顯示創業板權重股（權重最大的前50%只）淨利累計同比為-26.0%，而創業板指整體為-7.6%，權重股業績下滑拖累創業板整體淨利增速處於低位。②預計創業板17年淨利同比增速為5.8%，剔除溫氏和東財後為16.3%。16年創業板、創業板剔除溫氏東財前三季度淨利占全年比重為68.5%、61.7%，而15年為59.4%、59.8%，預計17年該占比會繼續上升，假設17年該比值分別為70%、65%，那麼17年創業板、創業板剔除溫氏東財淨利同比為5.8%、16.3%。同理，可推算17年創業板指、創業板指剔除溫氏東財淨利同比為-11.6%、12.9%。

中小板：三季度單季度淨利同比為42.3%，權重股表現優異。①中小板三季度單季度淨利同比增速為42.3%，較二季度略有提高。中小板全體和中小板指數（100家）（均不含券商，中小板券商暫並無財報數字預告）三季度單季度淨利同比分別為42.3%、29.9%，比二季度的20.7%、9.3%略提高。權重股成為穩定業績的主心骨，三季報預告顯示中小板權重股17年前三季度淨利同比為27.4%，而中小板指為27.8%。②預計中小板17年淨利同比為25.5%。12-16年中小板前三季度淨利潤占全年比重均值分別為71.5%，以此推算17年全年淨利同比為25.5%。以此類推，預計17年中小板指淨利同比為28.2%。

高增長個股篩選。具體篩選指標包括：1、17年三季報預告淨利同比增速較中報改善，中報和三季報預告淨利潤同比增速大於20%，wind一致預期17年淨利潤同比大於20%；2、最近一年累計淨利同比（16Q3-17Q2）超25%，ROE(TTM，16Q3-17Q2)超10%，確保盈利穩定性。3、當前PE（TTM）小於35倍，PEG小於1.3倍。

風險提示。業績預告與實際公佈業績存在差距。

金融工程

量化研究新思維（四）——動量崩潰

量化研究離不開閱讀、思考與實證。但囿於國內金融市場不長的歷史，很多思維的火花都無法通過足夠的資料進行研究和驗證。本系列試圖填補這一空白，將海通量化團隊的分析師平日閱讀、思考的心得與海外資料相結合，致力於為國內的量化從業人員提供新的靈感。考慮到篇幅，文中只呈現了研究思路和主要結論，對詳細過程感興趣的讀者可與我們聯繫，海通量化團隊時刻為您守候，與您分享。

動量崩潰（Momentum Crashes）。動量策略是一種認為歷史收益能夠預測未來橫截面收益，並通過買入過去的勝者（winner）、賣出過去的敗者（loser）構建的交易策略。諸多學術文獻驗證了其在時間序列、不同市場和資產類別上的有效性，但歷史資料顯示，動量策略偶爾也會出現崩潰的情況，並出現持續較長的負回報期。不過，由於部分崩潰期是可預測的，我們就能藉此改進傳統的靜態動量策略。不同市場和品種上的測試表明，動態的動量策略能將夏普比率提升近1倍。

價值策略的另一面：盈利能力溢價。以毛利（gross profit，銷售收入Sales-已售商品成本COGS）作為公司的盈利指標，並使用總資產TA對不同公司之間的盈利能力進行標準化，得到最終的盈利能力指標gross profitability（GP）。在A股市場，我們發現：在控制風格因素後，高盈利能力的公司同樣具有更高的收益。因此，基於基本面的投資策略，長期來看總是有效的。

利用宏觀經濟因數進行行業輪動。經濟週期與宏觀經濟指標是行業輪動常見的策略信號來源，我們通過ETA定價模型構建基於宏觀經濟指標的行業輪動策略。每一個備選資產或者每一個資產組合均可納入ETA定價模型中，測試其對宏觀經濟指標的反應能力與敏感性。對於資產組合，則可採用多項不同的權重優化方案，以獲得不同的ETA模型的分析結果。

多資產利差交易最優化。利差交易作為外匯市場中比較成熟的交易策略，也可以拓展到股指、債券、商品等其他資產中。根據利差的大小，可以構建三個組合：橫截面利差、時間序列利差和最優利差。其中，最優利差組合自1990至2016年間取得了1.42%的年化超額收益，而年化波動率僅為1.48%，夏普比率高達0.96。組合具有良好的風險分散性，且在極端情況下不會出現過大的波動和回撤。

企業債預期投資回報率的影響因素。在美國市場上，企業債的投資回報率以符合有效定價的方式展現出它的可預測性。公司的盈利能力和資產增長率與企業債的回報率呈負相關，這與股票的相關結論恰好相反。因為高盈利或高資產增長率的公司風險相對較小，它們發行的債券所需的回報率就會低一些。而公司的股票歷史回報率與債券當前的回報率呈正相關關係，表明股票的價格變化領先於債券。這是因為，資訊的傳遞在流動性較好的市場上會十分迅速，股票的流動性好於企業債，其價格對資訊的反應也更快。

在風險均衡組合中引入預期收益。風險均衡是一種構建分散化組合的資產配置方法，它不依賴於任何有關預期收益的假設，因而更多的是被看作被動策略而非主動管理。針對這一不足，我們提出了一個全新的風險預算模型，在傳統的風險度量指標中引入預期收益。該模型既可以用於確定長期的戰略資產配置方案，也可對戰術資產組合進行動態的調整。

風險提示。市場系統性風險、模型失效風險、海外與國內市場結構差異風險。

行業點評

資訊服務：端的技術提升，資料的即時性，看好AI大公司

今年以來，我們看好那些估值底清晰、符合產業方向、內生增長穩健的中大白馬，建議重點放在明年估值已在25倍左右PE的優質成長，以及Big Name公司。10月是三季度報披露期，從業績增長確定性角度，我們仍然看好智慧安防，中短期以新疆為代表省份對前端產品的投入，以及雪亮工程為代表的產業政策的推進，以及長遠看需求升級換代催生了基於AI的智慧安防產品，對整體解決方案能力需求的提升，都使得主要安防供應商高增長，利好龍頭和技術驅動廠商。

月度組合累積超額收益42.7%。我們在每月月度組合中精選各細分領域優質成長科技龍頭，6月、7月、8月、9月和10月截止目前組合分別跑贏電腦指數12.2%、2.7%、4.6%、5.2%和3.9%。海通電腦每月組合自今年3月份建立以來，相較電腦指數已連續7個月不斷創造正收益，截止10月13日累積超額收益42.7%。

17年三季度預告分析：智慧安防增長確定性強。從已經公佈2017年三季度報業績預告的公司看，預告上下限平均增速在25%及以上的公司所屬細分行業較為分散，不過多集中于智慧安防、資訊安全/自主可控、智慧交通/地理資訊化、智慧城市、金融機具、以及大資料/基礎IT方向。若進一步剔除外延並購影響，我們認為智慧安防領域的增長確定性相對最強，產業政策的推進以及整體解決方案能力需求的提升，都使得主要安防供應商安防業務收入呈高增長態勢，給予智慧安防是貫穿全年主線的觀點。

端的技術提升，資料的即時性，看好AI大公司。

從產業發展的大邏輯角度，我們看好從晶片到終端到應用的AI大公司。一方面是在智慧晶片定制化方面大步邁進，另一方面是AI+軟體+硬體方面的生態圈不斷完善，從基礎硬體、全新架構、演算法，再到應用層利用AI技術不斷優化用戶體驗。端的技術提升，疊加資料的即時性，使得對話式的交互、多種設備同步成為可能，並不斷適應各種使用場景。AI正更加務實地推廣到各個應用層面，真正解決用戶使用“痛點”。

風險提示：部分細分領域資訊化投入不及預期，短期市場波動風險。

農業：農業行業2017年三季度報前瞻：延續中報趨勢，畜禽盈利全面下滑

剔除溫氏股份，海通農業重點公司2017年三季度報業績增速在-10%左右。67家農業公司中已有43家發佈2017年三季度業績預告，預告中值之和為129.18億元，同比下降36%。同時，我們對海通農業重點關注的33家公司進行了盈利預測，這33家公司盈利增速為-33%，剔除溫氏股份後則為-10%。根據我們預測，業績同比下滑的有19家公司，主要集中在畜禽養殖板塊。業績同比增長的有14家公司，集中在飼料、制糖板塊。

延續中報趨勢，畜禽盈利全面下滑。豬價、雞價的持續低迷導致畜禽養殖板塊業績同比大幅下降。而前三季度食糖均價同比上漲近20%，使得制糖板塊業績顯著增長。其他如飼料、種子、疫苗等板塊業績表現繼續分化。畜養殖：今年一季度生豬均價達17元/公斤以上，但二、三季度大幅下滑，生豬養殖利潤大幅縮窄，導致前三季度多數企業業績下滑，如溫氏股份、正邦科技、天邦股份、雛鷹農牧下滑幅度預計分別在61%、54%、33%、8%。牧原股份由於前三季度出欄量同比增長150%以上，預計增幅在5%左右。

禽養殖：前三季度父母代雞苗均價為23.8元/套，商品代雞苗均價1.4元/羽，雞肉均價9.2元/公斤。整體看，三季度相比上半年價格有所回暖，但同比去年仍舊較弱，前三季度預計禽養殖企業業績大幅下滑，我們預計益生股份、民和股份、聖農發展、仙壇股份業績下滑幅度分別在-130%、-216%、-81%、-60%。

飼料：今年初以來，飼料企業銷量增長明顯，預計前三季度海大集團、大北農、唐人神業績增速分別在34%、43%、56%，通威股份由於光伏業務全面並表，預計增速在64%。新希望由於種禽業務虧損以及屠宰業務盈利下降，預計業績下滑15%左右，禾豐牧業、金新農預計也有20%左右下滑。

疫苗：我們預計疫苗企業前三季度業績同比增速和中報增速基本持平。其中生物股份受益客戶規模擴張，預計增速在40%左右，海利生物由於口蹄疫市場苗上市，預計增速提升至15%左右，普萊柯繼續受豬瘟、藍耳取消招采影響，加上去年獲得補貼較多導致基數較高，預計三季報業績下滑40%左右。中牧股份也受到招標政策變化的影響，預計三季報繼續下滑10%。

種子：種子的銷售主要集中在四季度和次年一季度，三季度確認收入較少。預計前三季度盈利表現與上半年一致。受玉米種植面積調減影響，玉米種子龍頭登海種業前三季度淨利潤預計大幅下滑45%左右。而水稻龍頭隆平高科受益優勢品種放量，預計增幅在70%左右。

制糖：年初以來國內糖價持續高位運行，前三季度現貨均價達6693元/噸，同比上漲20%。制糖企業中糧糖業、南寧糖業業績大幅好轉，預計中糧糖業利潤增幅54%，南寧糖業大幅減虧。

風險提示。農產品價格大幅下滑；自然災害。

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。