

2020年7月14日

銷售部 - 投資策略

宏觀

房子會沒人買麼？

地產舉足輕重，需求強弩之末？地產是拉動我國內需的關鍵引擎之一，隨著人口紅利消退以及城鎮化提升速度放緩，市場對於地產行業的發展空間多有疑慮，甚至有觀點認為行業已到強弩之末，需求所剩無幾。但是，今年在疫情衝擊後的經濟修復過程中，地產仍然做出了很大的貢獻。地產行業為何能夠屢超預期？需求背後是否仍有中長期因素支撐？

進城腳步不歇，改善態勢未止。事實上，地產需求目前來看並不會成為我國經濟發展的掣肘。城市化廣闊空間，都市圈方興未艾。一是我國城鎮化的進程還未停止，從城鎮到城市更有著廣闊空間。部分觀點認為銷售占比更高的三四線地市存在人口淨流出趨勢，會拖累我國地產需求，實際上三四線城市城區人口仍在增加，流失的主要是農村和鄉鎮人口。而我國不同於美國等發達國家，貧困人口主要還是分佈在農村而並非城市，資源集中優勢導致“逆城市化”的趨勢在我國很難形成。我國常住人口城鎮化率雖超60%，但城市化率剛剛接近40%，這意味著未來城市化至少有20%左右的提升空間，這部分進城人口無疑會帶動相應的購房需求。更值得重視的是，我國的城市發展已進入了“都市圈時代”。19年初發改委發佈《關於培育發展現代化都市圈的指導意見》，標誌著都市圈發展加快推進。今年上半年，長三角和珠三角都市圈區域地產的熱銷即印證了這一趨勢。由於面臨戶籍約束，並且為了平衡超大城市的就業機會與生活成本，我國人口已開始落地周邊城市。交通互聯是人口向都市圈聚集的重要前提，日本東京都市圈依靠軌道交通建設帶動人口同步增長，18年以來，我國各地也陸續發佈都市圈一體化交通建設規劃，“1小時交通圈”成為熱點詞匯，與中心城市通勤時間的縮短顯著提升周邊的房產價值。都市圈所帶來的產業佈局優化，也為周邊城市提供了發展機遇。日本東京和大阪的二產在相應都市圈佔比持續下降。我國都市圈的區域產業分工已初步形成，都市圈整體在吸引產業進入的同時，外圍城市也承接了中心城市第二產業的轉移，其低房價的優勢使得房產更受青睞。居住面積質量雙升，改善需求不容忽視。二是居民對於住房的改善型需求不容忽視。自從98年房改以來，我國城鎮居民的人均住房建築面積持續上升，近期漲幅平穩。美日的發展經驗均表明，人均住房面積的提升不會因城市化進程放緩而停止。近來我國人口因素的變化也反映出存在著對於居住面積增加的客觀需求。一方面，我國家庭的規模在逐漸變小，結婚率的下降和離婚率的上升意味著單身群體也在增多。另一方面，計劃生育政策放開後，婚育的家庭撫養二胎及以上的比重有所上升。另外，居住面積並不能夠完全反映居住質量，從居民住房建築材料的變化中，我們能夠看出人們居住條件的持續改善，而17年我國城鎮居民鋼筋混凝土住房比重尚不足50%，因此，出於改善目的而催生的地產需求並不會就此停止。

貨幣超發地產受益，三大趨勢值得關注。由於中長期的地產需求仍能夠得到支撐，因此，我們預計，在未來五到十年內，地產銷售並不會出現斷崖式下滑，銷售總量有望保持平穩。而我國歷史經驗表明房價的漲幅接近於同期貨幣增幅，應對疫情使得我國貨幣增速大幅上行，貨幣超發意味著地產行

業銷售額依然能夠保持增長。“房住不炒”的大背景下，地產行業發展將逐漸回歸理性，未來有三大分化趨勢值得關注：一是城市間的分化，都市圈加速發展使得緊鄰中心城市的外圍城市受益；二是企業間的分化，地產行業集中度上升，馬太效應凸顯。三是服務上的分化，購房者對居住質量要求提高，對居住配套服務愈發重視，能夠為業主提供優質增值服務的房產將獲得高溢價。

金融工程

量化研究新思維（二十）——基於馬氏距離構建新的經濟週期指數

本文參考麻省理工斯隆商學院於2020年1月發表的論文“A New Index of The Business Cycle”，以讀書筆記的形式介紹一類新的經濟週期指數。

經濟週期通常由經濟體系內部因素導致，是宏觀經濟學領域的重要研究內容。1920年，美國成立了國家經濟研究局（NBER）。發展至今，NBER業已成為全球經濟週期研究領域的中心。其研究結果表明，經濟始終以一種週期性變動的方式循環往復，並強調全社會都應該形成經濟週期的意識。

經濟週期指數。經濟與金融領域的研究發現，許多指標與經濟週期活動存在領先、同期或滯後的關係。由此，眾多學者開發了一系列經濟週期指數，並用於指導理論研究和實際操作。經典的經濟週期指數，如世界大型企業聯合會（Conference Board，後文簡稱CB）編制的領先、同期或滯後指數，是一組被認為是獨立的經濟指標的加權平均。各國經濟和金融學家也在不斷更新經濟週期指數的設計思路。

馬氏距離。該距離由印度統計學家馬哈拉諾比斯（P. C. Mahalanobis）提出，表示點與一個分佈之間的距離。與歐氏距離不同的是，它考慮到組成元素之間的關聯關係，因而能減少信息損失，這對有一定相關性的經濟變量十分適用。而且，馬氏距離的標準化運算使之與變量的尺度無關，無論經濟指標用百分比還是數量表示都可以處理。

本文介紹由W. Kinlaw，M. Kritzman和D. Turkington提出的一類新的經濟週期指數（簡稱KKT指數）。它基於馬氏距離和統計似然的概念構建，可被解釋為當前經濟狀態相對於穩健增長而言，處於衰退的概率。

新經濟週期指數的特徵。（1）單一指標評估經濟狀態，十分高效；（2）使用不同於NBER所用的變量構建指數，可以給出獨立的判斷；（3）嚴格由數據驅動，排除主觀因素的干擾；（4）用馬氏距離引入變量間的相關性，準確性更高。

經實證檢驗，新經濟週期指數對衰退期的預警能力優於CB領先指數。CB領先指數的上升幾乎與經濟的衰退同時開始，因而並不具備很好的預測效果；相比之下，本文提出的新經濟週期指數會在每次衰退到來前出現陡升，因而能起到很好的預警效果。

新經濟週期指數的衰退預警準備期比收益率曲線更短，故能更高效地傳遞信息。運用收益率曲線的倒掛來預警衰退是一種歷史悠久的做法，但這種方法的缺點是，從預警信號發出到實際進入衰退的準備期過長，容易造成決策失誤或資源浪費。新經濟週期指數則大大縮短了這個準備期。

新經濟週期指數不僅能預警經濟衰退，也能提示穩健增長。對應兩種狀態的指數值區分明顯，有較大的實際應用價值。

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。

行業研究

紡織與服裝：跨境出口電商蓬勃，扶持政策持續出台

市場規模超7萬億，中國供應鏈優勢支撐高增長。根據前瞻產業研究院，跨境出口電商市場交易規模從2013年2.7萬億，增長至2018年7.1萬億元，複合增速為21%。借由中國的供應鏈優勢，跨境電商為海外消費者提供大量、長尾、低價的商品。商務部2020/7/2日網上新聞發佈會中提到，2019年跨境電商零售出口總額同比增長60%，2020年前5個月，跨境電商零售出口逆勢增長，同比增長12%，我們認為，海外疫情催生了上半年電商滲透提升。

出口業務和B2B仍為核心模式。中國產業信息網顯示，2016年我國出口跨境電商交易額占整體交易額的82%，仍為核心交易模式。前瞻產業研究院數據同時顯示，美國、法國等發達國家依然是中國出口電商的主要目的地，主要由於其基礎設施完善，具有較為成熟的網絡購物環境。而從商業模式看，我國跨境電商仍以B2B 模式為主，但B2C 模式交易規模逐年上升，占跨境電商交易規模比重由2012年的11.8%提升至2018年的19.7%。

3方面發展頗具成效。2020/4/7，國務院決定新設46個跨境電商綜試區，此後全國已有105個綜試區，覆蓋了30個省、市、自治區，形成了陸海內外聯動，東西雙向互濟的發展格局。近5年跨境電商在3方面發展頗有成效，①線上品牌建設積極推進，目前跨境電商綜試區企業品牌已經超過3000家，②成為創新創業的新平臺，③海外倉快速發展，各綜試區企業已建設海外倉超過1200個，服務範圍覆蓋全球。

政策支持助力跨境電商發展。根據傲基科技招股說明書，2012/4，商務部出臺了《關於利用電子商務平臺開展對外貿易的若干意見》，明確要為跨境電商提供政策支持。2013 年以來，國務院陸續發佈了《關於實施支持跨境電子商務零售出口有關政策意見的通知》等多個涉及跨境出口零售的政策性文件，海關部門也陸續發佈了《關於跨境貿易電子商務進出境貨物、物品有關監管事宜公告》等多個監管文件，國家外匯管理局亦陸續推出了《支付機構跨境電子商務外匯支付業務試點指導意見》等多個政策法規和支持性意見，上述政策法規涉及到跨境電商的企業資質認定、報關流程、倉儲物流服務、保稅區制度、稅收操作、業務監管、外匯支付等關鍵領域，有利於從多個角度全面促進跨境電商的健康持續發展。

中美貿易摩擦有利電商2C替代2B模式。從全球貿易環境變化看，2017年起美國發佈數項針對中國的加征關稅和技術封鎖措施，其中對中國商品的加稅，是在傳統2B貿易模式下進行，由於電商2C業務下單和運輸模式的特殊性，對傳統線下商品消費進行了替代，同時跨境出口電商為海外消費者提供品類量龐大的商品庫，滿足原本線下無法實現的需求。所以，我們認為，在現有國際貿易環境下，跨境出口B2C將成為出口業務中，出現結構性增長的板塊。

風險提示。電商產業政策變化，全球貿易環境變化，行業競爭加劇，經濟下行零售環境疲軟。

有色金屬：鋰價開啟漲價通道

近期多個平臺的鋰鹽產品報價開始上漲。我們推薦鋰板塊。

每週價格走勢。上周（7月6日-7月10日）金價上漲0.97%，上周（7月6日-7月10日）WTI原油價格上漲0.77%，上周（7月6日-7月10日）銅價上漲6.88%，上周（7月6日-7月10日）美元指數下跌0.59%。海通有色2020年7月投資組合：海通有色2020年7月投資組合：贛鋒鋰業40%，紫金礦業40%，天華超淨20%。上周（7月3日-7月10日）海通有色組合上漲19.69%，申萬有色上漲12.72%，滬深300上漲7.55%。

風險提示：如果全球經濟衰退，會壓制金屬價格上行空間。

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，亦不就此等內容之準確性、完整性或正確性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3929

