

商业地产行业深度报告系列之一

推荐 (维持)

优质商业地产受益资产荒，流动性宽松驱动价值重估

我们复盘了过往全球宽松周期，以美国为例研究发现各大类资产中，国债、REITS、黄金和商业地产收益率按顺序大幅跑赢，国内则是黄金、房价和国债大幅跑赢，其中，历史表明商业地产在宽松周期中高收益优势及抗通胀能力突出。本轮全球宽松周期自19年初开启，目前30余国家及地区陆续跟进降息，我国自18年4月开始实施了6次降准+1次LPR降息，由此催生了内外资对我国商业地产的大宗交易热潮。本轮我国采用“宽货币+紧信用”将导致流动性相对宽松，但优质资产却极其紧缺，从而形成不同以往的优质资产荒。而就优质商业地产而言，NOI影响机制在强弱周期中恰当切换赋予其稳定的现金流，从而确保其受益优质资产荒，而无风险利率和风险溢价的双双下降则推动Cap Rate下行，从而推动其价值双重提升。我们看好流动性宽松下优质商业地产受益优质资产荒和价值双重提升，维持推荐核心商业地产标的：大悦城，并建议关注：中国国贸和金融街等；此外，我们维持开发板块推荐评级，维持推荐：1) 低估值、高股息龙头：保利地产、金地集团、万科A、融创中国、绿地控股、招商蛇口；2) 二线成长蓝筹：中南建设、阳光城、旭辉控股、金科股份、首开股份、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展；并维持物管板块推荐评级，维持推荐：中航善达，并建议关注：碧桂园服务、永升生活服务等。

支持评级的要点

□ 过往宽松周期：国债、黄金、商业地产收益大幅跑赢，后者抗通胀优势突出

过去20年全球出现6轮降息潮，基本都处于经济下行阶段，每轮持续时间1-2年，期间各种大类资产收益表现各有不同。我们以美国为例，研究最近4轮宽松周期中大类资产平均收益情况，其中国债51%、REITS指数47%、黄金45%和NCREIF商业地产房价指数40%，均大幅跑赢其他资产；并且NCREIF指数87%的时间中、REITS股息率90%的时间中大幅并持续跑赢CPI，综合显示了商业地产在宽松周期中高收益优势，其抗通胀能力也明显优于黄金。就中国而言，前两轮宽松周期中国债和房价大幅跑赢；最近一轮宽松周期中（15-16年）收益率排名：国贸和金融街股价59%和72%、黄金52%、一线房价指数43%、国债38%，其中国贸和金融街等商业地产股大幅跑赢其他资产，也阶段性跑赢申万房地产指数，此外，即使目前“房住不炒”，但商业地产定价机制基于租金贴现的理性模式，后续租金稳定持续上行必然将促进价格上涨。

□ 本轮宽松周期：“宽货币+紧信用”致优质资产荒，商业地产现大宗交易热潮

本轮全球降息潮自19年初开启，目前30余国家及地区陆续跟进。就我国而言，不同于以往周期中的“宽货币+松信用”，本轮周期采用“宽货币+紧信用”，这将推动流动性相对宽松，但优质资产却极其紧缺，从而形成不同以往的优质资产荒。由此催生了我国商业地产的大宗交易热潮。7M19国内商业地产大宗交易额已达18年的80%。其中，外资交易热潮不断创新高，在本轮全球宽松环境下，发展中经济体（尤其中国）仍是吸引外资投资流入的主要对象，17-18年外资购买国内商业地产金额连续翻番，占比内外资交易总额从16年14%提升至7M19的50%，并且7M19外资交易额更高达18年的133%。预计本轮宽松周期中内外资购买优质商业资产案例仍将持续增加。同时，国内商业地产房企阵营也正逐步扩大，目前全国性房企包括：大悦城、龙湖、华润、中海、新城、宝龙、金融街等，区域型房企包括：中国国贸、浦东金桥、陆家嘴等。

□ 商业地产价值：NOI稳定受益优质资产荒，Cap rate下行推动价值双重提升

本轮周期中，我国采用“宽货币+紧信用”将推动形成不同以往的优质资产荒。一般的，生息资产价值= $\sum FCFF/(1+WACC)$ ，“宽货币”推动无风险利率下行，从而分子端做正贡献，但“紧信用”却导致信用利差持续高位，能提供稳定现金流的资产减少，分母端正负贡献难料，也由此形成优质资产荒。而商业地产资产价值= $NOI/Cap\ rate$ ，一方面，根据美国经验，强经济中NOI与GDP强正相关、而弱经济中NOI与GDP脱钩、却与流动性强正相关，NOI影响机制在强弱周期中恰当切换也保证商业地产成为可提供稳定现金流的优质资产，尤其弱经济中其相对优势则更加凸显；另一方面， $Cap\ Rate=无风险利率+风险溢价$ ，“宽货币+紧信用”将赋予优质商业地产享受无风险利率下降外，还将享有更低风险溢价，如美日给予市区商业地产更低风险溢价就是验证。因而，NOI稳定保证商业地产受益优质资产荒，而Cap Rate下行推动其价值双重提升。

□ 风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧以及流动性宽松不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

证券分析师：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

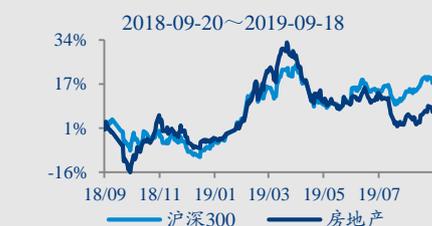
执业编号：S0360519070001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	131	3.56
总市值(亿元)	21,961.41	3.52
流通市值(亿元)	19,768.71	4.34

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		5.59	-12.07	14.57
相对表现		0.22	-13.58	-5.03



相关研究报告

《房地产行业周报：4年来首次“普降+定向”，“未松先紧”过渡到“松紧对冲”，多维度估值筑底待修复》

2019-09-08

《房地产行业周报：银保监会未控制贷款增量，宏观松紧对冲、地方因城施策，多维度估值筑底待修复》

2019-09-15

《房地产8月月报：投资表现趋强、实际趋弱，销售超预期好、尤其中西部》

2019-09-16

目 录

前言.....	6
一、过往宽松周期：宽松周期中，国债、黄金、商业地产收益大幅跑赢，后者抗通胀优势突出	6
（一）全球降息周期：过去 20 年 6 轮全球降息周期，每轮持续 1-2 年不等，本轮全球降息周期已开启	6
（二）美国宽松周期：大类资产中，黄金、REITS、国债、商业地产大幅跑赢，其中商业地产优势明显	9
（三）中国宽松周期：最近 3 轮宽松周期中，国债、房价大幅跑赢，其中 15-16 年商业地产股优势明显	13
二、本轮宽松周期：全球降息潮下再现资产荒，内外资现大宗交易热潮，房企主动探索转型商业地产	17
（一）本轮宽松周期：全球降息潮再现，债市、REITS 指数、黄金跑赢，周期轮回、资产荒再现	17
1、2019 年初全球降息潮再现，债市、REITS 指数、黄金跑赢，周期轮回、资产荒再现	17
2、本轮宽松周期中，国内 6 次降准、释放流动性近 5 万亿，“宽货币+紧信用”导致优质资产荒	20
（二）商业地产环境：流动性宽松之下，内外资购买一二线核心资产案例显著增加，再现交易热潮	22
1、中外 GDP 增速差吸引外资流入，外资 17-19H1 在国内商业地产大宗交易连续翻番、并不断创新高	22
2、16 年内资购买商业地产现交易高峰、19H1 紧资金下维持交易热度、预计后续热度也将提升	25
（三）房企主观意愿：增量市场过渡向存量市场，开发商主动探索转型，利于开发业务拿地能力提升	26
三、商业地产价值：NOI 稳定确保受益优质资产荒，Cap rate 下行推动价值双重提升	28
（一）大类资产的价值：本轮宽松周期中，无风险利率下行、风险偏好走低，优质资产荒再现	28
（二）商业地产的价值：本轮宽松周期中，无风险利率下行、风险偏好走低，优质商业地产价值凸显	32
1、NOI：“弱经济+宽松周期”中，NOI 增速与流动性正相关、并具备跑赢 CPI 和社零能力	33
2、Cap rate：“弱经济+宽货币+紧信用”下，优质资产受益于 10Y 国债和风险溢价双重下行	38
四、投资建议：优质商业地产受益资产荒，流动性宽松驱动价值重估，推荐核心商业地产标的	40
五、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧以及流动性宽松不及预期	40

图表目录

图表 1、1997 年至今全球 6 轮降息潮.....	6
图表 2、最近一轮（2015 年）的全球持续降息潮.....	7
图表 3、本轮（2019 年初至今）的全球持续降息潮.....	7
图表 4、美国国债利率倒挂-降息持续时间.....	9
图表 5、美债利率倒挂（10Y-2Y）再次出现.....	10
图表 6、美债利率倒挂（10Y-2Y）与联邦基金目标利率走势.....	10
图表 7、美国四轮宽松周期中各类资产收益率.....	11
图表 8、美国 NCREIF Property Index 同比 1971 年至今 87%的季度跑赢 CPI.....	12
图表 9、FTSE ALL EQ REITS 指数同比 1971 年至今 73%的月份跑赢 CPI.....	12
图表 10、美国权益类 REITS 股息率 1971 年至今 90%的月份跑赢 CPI.....	13
图表 11、黄金、期货指数并不能持续跑赢 CPI.....	13
图表 12、中国三轮宽松周期.....	14
图表 13、2000 年至今三轮降息.....	14
图表 14、2000 年至今四轮降准.....	14
图表 15、四轮宽松周期中各类资产收益率.....	14
图表 16、2014-2015 年股市上行.....	15
图表 17、2014-2015 年 10Y 国债收益率低至 2.7%左右.....	15
图表 18、2014-2015 年各评级产业债信用利差均下行.....	15
图表 19、2014-2015 年大宗商品指数下行.....	15
图表 20、三轮宽松周期住宅、商办房价均上行.....	16
图表 21、10 年期国债收益率 vs.中国国贸 PB.....	16
图表 22、10 年期国债收益率 vs.中国国贸股价.....	16
图表 23、10 年期国债收益率 vs.金融街 PB.....	17
图表 24、10 年期国债收益率 vs.金融街股价.....	17
图表 25、15-16 年流动性宽松国贸大幅跑赢地产板块.....	17
图表 26、15-16 年流动性宽松金融街大幅跑赢地产板块.....	17
图表 27、2019 年初至今全球出现持续降息潮.....	18
图表 28、美国继 8、9 月降息后年内还有降息可能.....	20
图表 29、2019 年前 8 个月美国各类资产收益率情况.....	20
图表 30、2018.10-至今黄金指数不断上行.....	21
图表 31、百城房价指数近期稳定.....	21
图表 32、股市 2019 年初上行、目前徘徊.....	21

图表 33、19H1GDP 同比降至 6.2%、创新低.....	21
图表 34、2014-15 年 AAA 与 AA+产业债信用利差.....	21
图表 35、2018.10 至今 AAA 与 AA+产业债信用利差.....	21
图表 36、外国直接投资 Top20 国家.....	22
图表 37、GDP 增速：美国 vs.中国.....	23
图表 38、人均 GDP 增速：美国 vs.中国.....	23
图表 39、中国内地商业地产大宗交易额及同比.....	23
图表 40、中国内地商业地产大宗交易额：外资占比.....	23
图表 41、中国内地商业地产大宗交易金额及同比：外资.....	24
图表 42、大中华区商业地产内外资投资额：分城市.....	24
图表 43、中国内地商业地产内外资投资额：分类别.....	24
图表 44、中国内地商业地产大宗交易额：内外资.....	25
图表 45、外资交易金额占比提升至 7M2019 的 50%.....	25
图表 46、中国内地商业地产大宗交易金额及同比：内资.....	25
图表 47、2019 年初至今部分商业物业大宗交易.....	26
图表 48、近年主流开发商商业地产开发方面动态.....	26
图表 49、房企商业地产协同拿地地价显著折价.....	27
图表 50、主流 AH 公司持有型物业（包括酒店）经营与财务概况.....	27
图表 51、本轮宽松周期的特点：资金相对宽松和资产荒.....	29
图表 52、国债收益率低点：15 年 2.7%vs. 19 年 3.0%.....	30
图表 53、M2 同比高点：15 年 14.0%vs. 19 年 8.6%.....	30
图表 54、15-16 年、19 年货币整体宽松、流动性充裕.....	30
图表 55、整体宽松导致市场整体信用利差收窄.....	30
图表 56、信用利差差值高位：AAA 与 AA 评级债.....	31
图表 57、低评级债信用利差相对高位.....	31
图表 58、实体经济部门杠杆率.....	31
图表 59、居民部门杠杆率.....	31
图表 60、非金融企业部门杠杆率.....	31
图表 61、政府部门杠杆率.....	31
图表 62、AAA 评级债净融资额占比大幅提升.....	32
图表 63、AAA 评级债净新发行金额占比大幅提升.....	32
图表 64、基建、制造业投资下行，地产后续也将下行.....	32
图表 65、工业企业利润同比仍在低位.....	32
图表 66、本轮宽松周期的特点导致商业资产是优质投资标的.....	33

图表 67、美国权益类 REITS SS NOI 增速与 GDP 增速正相关.....	33
图表 68、2009 年前，美国权益类 REITS SS NOI 增速与国债收益率强正相关.....	34
图表 69、2009 年后，美国权益类 REITS SS NOI 增速与国债收益率强负相关.....	34
图表 70、2009 年前，美国 GDP 增速与国债收益率弱正相关.....	34
图表 71、2009 年后，美国 GDP 增速与国债收益率强正相关.....	34
图表 72、美国 NCREIF Property Index 同比 1971 年至今 87% 的季度跑赢 CPI.....	35
图表 73、FTSE ALL EQ REITS 指数同比 1971 年至今 73% 的月份跑赢 CPI.....	35
图表 74、以美国为例，强经济中，NOI 与 GDP 强相关，弱经济中，NOI 与流动性强相关.....	36
图表 75、2008-2014 年美国三轮量化宽松（QE）情况.....	37
图表 76、Realty Income Same-Store Rent 增速.....	37
图表 77、Simon Property Comparable Property NOI YoY.....	37
图表 78、大多数情况下，美国权益类 REITS NOI 增速基本高于 CPI、社零增速.....	38
图表 79、Cap rate 受益于无风险利率和风险溢价双重下行.....	38
图表 80、日本 10Y 国债收益率逐步下行.....	39
图表 81、日本市区郊区零售地产 Cap rate 分化.....	39
图表 82、日本市区郊区零售地产 Cap rate 差逐步扩大.....	39
图表 83、日本不同业态资产 Cap rate 分化.....	39
图表 84、美国 10Y 国债收益率逐步下行.....	39
图表 85、美国 Cap rate 逐步下行.....	39
图表 86、9 家房企毛租金回报率与 10Y 国债收益率.....	40
图表 87、9 家房企毛租金回报率与 10Y 国债收益率差值.....	40

前言

商业地产作为房地产行业存量市场的一大主力，在未来增量市场向存量市场过度的过程中，预计后续将有一大部分资金将逐步从住宅开发业务转移到商业地产经营业务当中，后续无论从资产配置还是从行业发展的角度来看，商业地产对房地产行业的重要性都在逐步提升，而考虑到我国城镇化率、二三产业占比、人均商业地产面积，人均可支配收入、行业集中度等等相关指标仍均有较大提升空间，因而预计我国商业地产市场发展空间广阔。

近几年中，市场对于商业地产的重视程度逐步提升，一方面，国内资本涉足商业地产经营的案例在逐步增加，而另一方面，国外资金选择中国购买一二线核心资产的案例也在爆发式增长。透过现象看本质，我们认为未来几年中商业地产将逐步进入加速发展阶段，主要源于：1) 商业地产租金回报率的逐步提升；2) 商业地产金融化时代的逐步到来；3) 全球性流动宽松周期再一次开启。

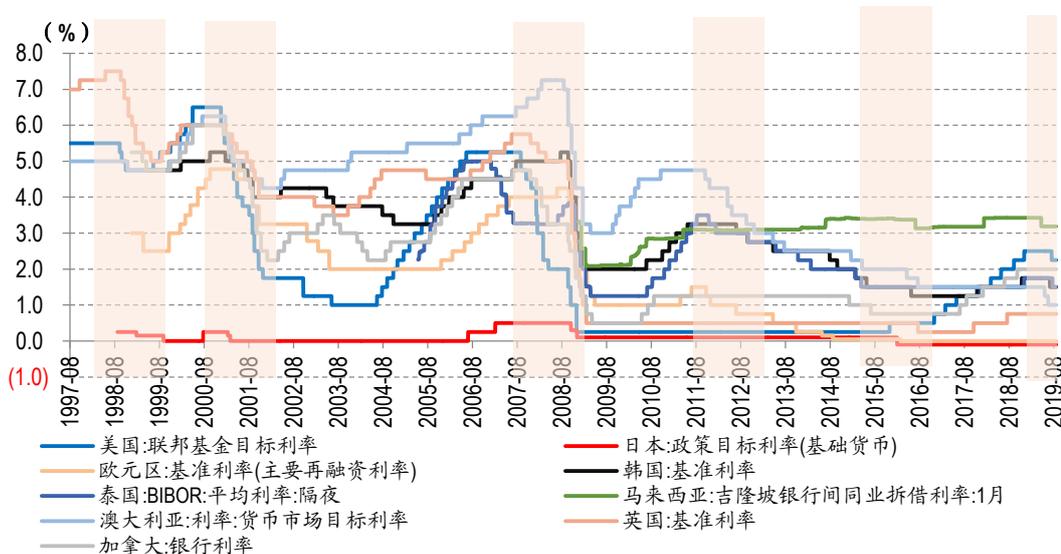
后续，我们华创地产团队将发布一系列商业地产研究报告，争取从多角度对商业地产进行深入行业分析，比如：流动性影响机制、商业地产现状、行业发展动力、国际案例比较、估值方法研究、主流企业分析等。而作为该系列研究报告的开篇之作，本文我们将主要分析流动性宽松周期中商业地产价值变化机制。

一、过往宽松周期：宽松周期中，国债、黄金、商业地产收益大幅跑赢，后者抗通胀优势突出

(一) 全球降息周期：过去 20 年 6 轮全球降息周期，每轮持续 1-2 年不等，本轮全球降息周期已开启

近 20 年来全球出现了 6 轮大范围降息周期，分别是 1997-1998 年、2000-2001 年、2007-2008 年、2011-2012 年、2014-2015 年和 2019 年初至今。根据我们不完全统计，每一轮覆盖 20 余主流国家和地区，持续 1-2 年不等。以最近一轮 2015 年的全球降息周期为例，覆盖包括埃及、印度、瑞士、加拿大、欧洲、俄罗斯、中国等 20 个国家和地区、全球 50% 人口。2019 年开始，全球经济增速放缓，各国贸易摩擦升级，在此经济悲观预期之下，30 余个国家及地区陆续降息，新一轮全球降息周期开启。在每轮全球降息周期中，各国央行不同程度的会通过降息来刺激实体经济，而在流动性明显宽松的背景下，各种大类资产的价格走势以及其投资收益也都会各有不同。

图表 1、1997 年至今全球 6 轮降息潮



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2、最近一轮（2015 年）的全球持续降息潮

时间	国家/地区	主要内容
2015/1/1	乌兹别克斯坦	决定降息 100 个基点至 9%。
2015/1/2	罗马尼亚	降息 50 个基点至 2.25%。
2015/1/15	埃及	埃及决定降息 50 个基点，将基准利率降至 8.75%，将隔夜贷款利率降至 9.75%。
2015/1/15	印度	印度将基准利率降低 25 个基点至 7.75%，以帮助政府削减财政赤字。这是在接近两年时间内首次下调关键贷款利率
2015/1/15	秘鲁	秘鲁央行宣布降息 25 个基点至 3.5%。
2015/1/15	瑞士	瑞士将商业银行存款的基准利率下调 50 个基点至负 0.75%，此外，取消瑞士法郎对欧元汇率 1.20 : 1 的上限，停止相关购汇行为，这标志着瑞士结束了这持续 3 年的汇率管制政策。
2015/1/19	丹麦	丹麦将存款利率从-0.05%降至-0.2%，将贷款利率从 0.2%降至 0.05%。
2015/1/20	土耳其	将关键利率下调了 50 个基点至 7.75%，存款和隔夜贷款利率则维持在 7.5% 和 11.25% 不变。
2015/1/21	加拿大	将本国主要利率调低 25 个基点至 0.75%。这是加拿大央行自 2010 年 9 月首次宣布降息。央行表示降息旨在保证通胀前景和原油价格暴跌之际金融下行风险。
2015/1/22	丹麦	丹麦将存款利率从-0.2%降至-0.35%，贷款利率保持不变，是本周第二次降息，该日稍早时欧央行宣布推出量化宽松(QE)，每月资产采购额增至 600 亿欧元。
2015/1/22	欧洲	欧洲央行宣布每月实施 600 亿债券购买计划，将从 3 月份开始购买国债，购买计划持续到 2016 年 9 月，QE 总规模将达到空前的 1.14 万亿欧元。
2015/1/24	巴基斯坦	降息 100 个基点至 8.5%。
2015/1/28	新加坡	新加坡央行意外宣布降低新加坡元汇率政策斜坡，强化汇市干预行动。
2015/1/29	丹麦	丹麦将存款利率从-0.35%下调至-0.5%，维持贷款利率在 0.05% 不变，为近期第三次降息。
2015/1/30	俄罗斯	俄罗斯意外降息 200 个基点至 15%。
2015/2/3	澳大利亚	澳大利亚宣布降息 25 个基点，至 2.25%。
2015/2/5	丹麦	丹麦将存款利率从-0.5%降至-0.75%，维持贷款利率在 0.05% 不变，这是该行三周内第四次降息。
2015/2/12	瑞典	瑞典宣布将再回购利率从 0.0% 下调至-0.1%，同时购买总额为 100 亿瑞典克朗的政府债券。
2015/2/17	印尼	印尼宣布降息 25 个基点至 7.5%。
2015/2/23	以色列	将基准利率从 0.25% 下调至 0.1%，出乎市场预期，是半年内再次降息。
2015/2/24	土耳其	土耳其宣布回购利率从 7.75% 下调至 7.5%；将隔夜贷款利率从 11.25% 下调至 10.75%，隔夜借款利率从 7.5% 下调至 7.25%。此为土耳其央行一月以来第二次降息。
2015/3/1	中国	一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。
2015/3/18	瑞典	瑞典宣布一个月内再度降息，将再回购利率从-0.1% 下调至-0.25%，将购买 300 亿瑞典克朗政府债券。

资料来源：各国央行，财联社，华创证券

图表 3、本轮（2019 年初至今）的全球持续降息潮

时间	国家/地区	主要内容
1 月 28 日	加纳	将利率降低了 100 个基点至 16%。，为年内第一次降息。
2 月 7 日	印度	回购利率下调 25 个基点至 6.25%，开启首轮降息，改变了政策立场。因通胀放缓给予央行决策者空间来

时间	国家/地区	主要内容
		支持政府刺激经济增长。货币政策委员会一致投票决定将其立场从10月采取的“校准紧缩”改为中性。
2月15日	埃及	大幅降息100个基点至15.75%，为年内第一次降息。
2月26日	吉尔吉斯斯坦	将政策利率从4.75%下调至4.50%，理由是通货紧缩和刺激经济增长的必要性，为年内第一次降息。
3月13日	格鲁吉亚	将其再融资利率从6.75%下调至6.5%，理由是预测年度通胀率将接近3%的目标，为年内第一次降息。
3月19日	牙买加	将利率下调25个基点至1.25%，这是自去年12月以来的第三次降息。
3月22日	巴拉圭	其政策利率下调25个基点至4.75%，为年内第一次利率。
3月26日	尼日利亚	关键利率下调50个基点至13.5%，为年内第一次降息。
4月4日	印度	将25个基点至6%，为年内第二次降息。此外央行认为通胀将维持在4%的目标范围，将2020年财年GDP增长预测降至7.2%。
4月15日	哈萨克斯坦	将政策利率下调25个基点至9.00%，在市场预期之内，为年内第一次降息。
4月25日	乌克兰	央行在4月25日将主要利率下调至17.5%，这是过去两年来的首次降息。
4月26日	阿塞拜疆	央行将再融资利率下调25个基点至8.75%，为年内第一次降息。
5月7日	马来西亚	央行宣布降息25个基点至3%。这是该国自2016年7月以来首次下调基准利率，也是今年继印度之后第二个降息的亚洲国家。央行声明表示，尽管国内的货币状况仍能支持经济增长，但全球经济回暖有效缓解的迹象，因此选择通过降息来保持货币的宽松程度。
5月8日	新西兰	新西兰联储宣布将基准利率下调25个基点至1.5%。这是新西兰联储自2016年11月以来首次降息，并创下其有史以来最低基准利率。声明表示全球经济增速放缓，经济前景不确定性和贸易疑虑仍存。
5月9日	菲律宾	将关键利率下调25个基点至4.5%，这是该国自2012年10月以来首次降息，意在降低融资成本，刺激经济增长。官方公布的数据显示，今年第一季度该国国内生产总值增速为5.6%，低于市场预期，为2015年第一季度以来最低值。
6月4日	澳大利亚	降息25个基点至1.25%，刷新历史低位，符合市场预期，为澳洲三年来首次降息。澳联储预计通胀在6月将上升0.25%，因油价上涨；今年潜在通胀为1.75%；预计2019年和2020年经济增长率为2.75%；预计2020年潜在通胀为2%。
6月6日	印度	降息25个基点至5.75%，为年内第三次降息，并将将货币政策立场调整为宽松；将印度2020年财年GDP增长预测从7.2%降至7%。
6月8日	智利	将基准利率下调50个基点，由3%下调至2.5%，为10年来最大的一次降息。
6月14日	俄罗斯	降息25个基点至7.5%，为去年3月以来首次降息，符合市场预期；将今年经济增速预期从1.2%-1.7%下调至1%-1.5%。
7月2日	澳大利亚	现金利率下调25个基点至1%，为年内第二次降息。澳联储表示，在通胀预期符合中期目标的情况下，较为宽松的货币政策有利于增加就业，同时提振市场信心。市场预计澳联储仍将在今年底明年初实施一系列降息，最终将利率水平降到0.5%。
7月18日	韩国	降息25个基点至1.5%，为三年来首次降息，韩央行还将2019年的经济增长预期从此前的2.5%下调至2.2%，原因是包括日本出口限制在内的经济不确定性日益增加。
7月18日	印尼	降息25个基点至5.75%，这是自2017年9月以来首次降息。同时，受全球贸易紧张局势影响，央行下调2019年经济增长预测，由此前的3至4%，降至2.75至3.5%。
7月18日	乌克兰	主要利率降至17%，为年内第二次降息。乌克兰央行表示将2019年GDP增速预期从2.5%上调至3%，2020年从2.9%上调至3.2%。
7月18日	南非	南非央行将关键利率下调25个基点至6.50%，为2018年3月以来首次降息。
7月25日	土耳其	将基准利率从24%降至19.75%，下调425个基点。这是自2015年2月以来首次降息，是2002年以来的最大降息幅度。

时间	国家/地区	主要内容
8月1日	美国	美联储宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至2%-2.25%，为10年来首次降息。
8月1日	巴林	巴林因为货币与美元挂钩，宣布降息25个基点，追随美联储降息步伐。
8月1日	沙特	阿联酋因为货币与美元挂钩，宣布降息25个基点至2.75%，追随美联储降息步伐。
8月1日	阿联酋	阿联酋因为货币与美元挂钩，宣布降息25个基点，追随美联储降息步伐。
8月1日	巴西	巴西将基准利率下调50个基点至6.00%，并暗示良性的通胀前景意味着可以进一步实施宽松政策，这是自2018年3月以来首次降息。
8月1日	香港地区	香港金管局宣布降息25个基点至2.5%，此为金管局自去年12月以来，再次调整基本利率。
8月7日	泰国	泰国央行在7日宣布降息25个基点至1.5%。泰国央行货币政策委员会成员认为，宽松的货币政策更有利于该国经济持续增长。
8月7日	新西兰	新西兰央行宣布将现有基准利率下调50个基点至1%，以实现就业和通胀的政策目标，降息幅度超出市场预期。
8月7日	印度	印度央行宣布将基准利率从5.75%下调35个基点至5.40%，降息力度高出市场预期，这已是印度央行年内的第四次降息，今年以来，该央行累计降息110个基点，利率降至2010年以来的最低水平。
8月8日	菲律宾	菲律宾中央银行8日宣布，将基准利率下调25个基点至4.25%。这是该国今年5月以来第二次降息。
8月9日	秘鲁	秘鲁央行降息25个基点至2.50%
8月22日	印尼	新华社雅加达8月22日电（郑世波）为提振经济增长，印度尼西亚中央银行22日宣布，将基准利率下调25个基点至5.50%，这也是印尼央行两个月内第二次降息。
9月6日	俄罗斯	俄罗斯央行降息25个基点至7%，符合市场预期，为连续第三次会议降息
9月12日	欧洲	欧洲央行理事会做出货币政策决定，下调10个基点至-0.50%，并决定从11月1日起，根据理事会的资产购买方案(APP)，将重新量化宽松，每月净买入相关资产的费用为200亿欧元
9月18日	美国	美联储宣布将其基准利率下调25个基点至1.75%到2%的目标区间，符合市场广泛预期。这是2008年12月以来美联储的第二次降息。此外，美联储将隔夜逆回购利率下调30个基点至1.7%，将超额准备金利率下调30个基点至1.8%。

资料来源：财联社、各国及地区政府官网，华创证券

（二）美国宽松周期：大类资产中，黄金、REITS、国债、商业地产大幅跑赢，其中商业地产优势明显

我们以美国为例，研究宽松周期中大类资产价格走势。一般来说美国国债利率倒挂（10Y-2Y）意味着加息周期进入尾声，即将开启货币宽松周期。我们选取美国历史上四轮利率倒挂开始-停止降息的周期，分别是1978/8-1982/12、1988/12-1992/9、2000/2-2003/6、2005/12-2008/1，后三轮平均周期为12.5个月。本轮周期中，2019年8月27日，美国2年期与10年期国债收益率再现倒挂，且倒挂程度创下金融危机之后新高，或预示着美国新一轮货币宽松周期的开启。

图表4、美国国债利率倒挂-降息持续时间

周期	首次利率倒挂时间	利率倒挂结束时间	最大利率倒挂值(BPs)	利率倒挂持续时间(月)	首次降息时间	停止降息时间	持续时间(月)	开始倒挂-首次降息时间(月)
第一轮	1978/8/18	1982/7/16	241	47.6	1982/9/27	1982/12/14	2.6	50.0
第二轮	1988/12/13	1990/3/29	45	15.7	1989/5/17	1992/9/4	40.2	5.2

周期	首次利率倒挂时间	利率倒挂结束时间	最大利率倒挂值(BPs)	利率倒挂持续时间(月)	首次降息时间	停止降息时间	持续时间(月)	开始倒挂-首次降息时间(月)
第三轮	2000/2/2	2000/12/28	52	11.0	2001/1/3	2003/6/25	30.1	11.2
第四轮	2005/12/27	2007/6/5	19	17.5	2007/9/18	2008/12/16	15.2	21.0
第五轮	2019/8/27				2019/8/1			
2-4轮平均				14.7			28.5	12.5

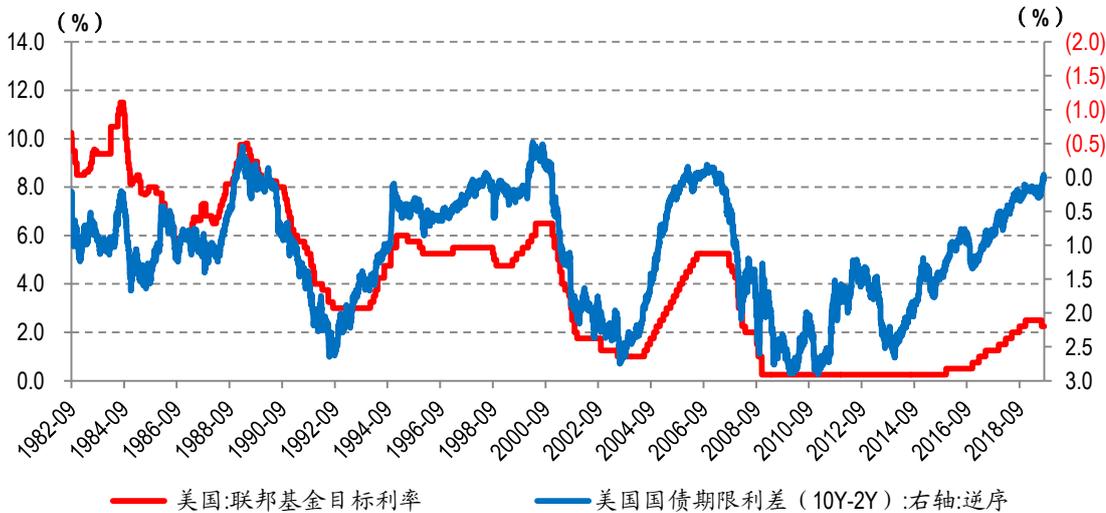
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5、美债利率倒挂 (10Y-2Y) 再次出现



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6、美债利率倒挂 (10Y-2Y) 与联邦基金目标利率走势



资料来源: Wind, 华创证券

对比历史上主要大类资产收益率可知，美国四轮周期平均收益排名前列的分别是国债收益率为 51%、FTSE EQ REITS 指数为 47%、黄金为 45% 和 NCREIF 商业地产房价指数为 40%。在这四轮周期中，黄金指数收益率分别为 112%、-19%、22%、66%，NCREIF 商业地产房价指数收益率分别为 99%、3%、34% 和 26%，FTSE ALL EQ REITS 指数 116%、38%、66%、-30%，国债收益率 -19%、43%、95% 和 83%。其中，商业地产价格指数是唯一一类四轮周期中收益率均为正的资产，超过了黄金和国债，显示出了商业地产在货币宽松周期中的稳定而相对高收益优势。

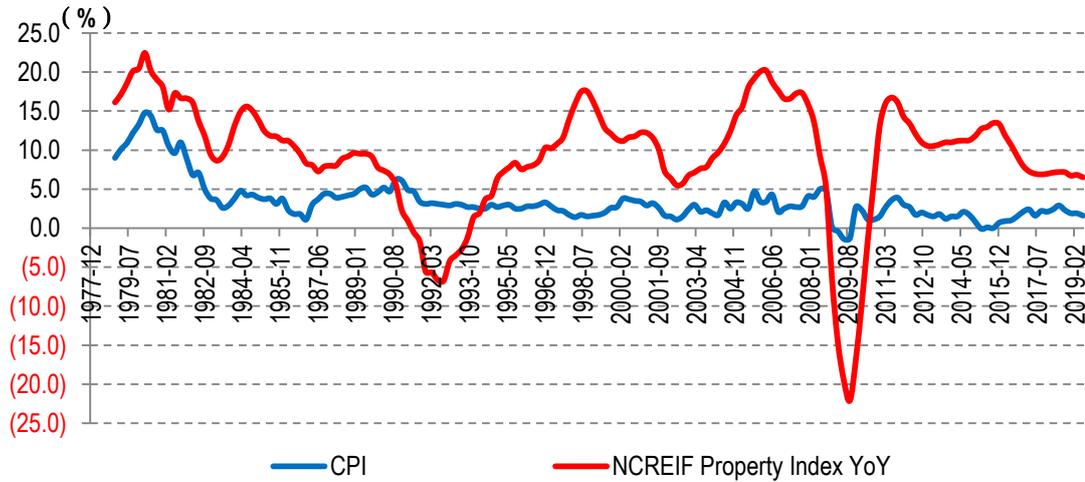
图表 7、美国四轮宽松周期中各类资产收益率

各类资产收益率	第一轮 (1978/8/18-1982/12/24)	第二轮 (1988/12/13-1992/9/4)	第三轮 (2000/2/2-2003/6/25)	第四轮 (2005/12/27-2008/12/16)	平均收益率
黄金	112%	-19%	22%	66%	45%
标普 500	31%	51%	-31%	-27%	6%
国债收益率	-19%	43%	95%	83%	51%
CRB 现货指数	-5%	-14%	13%	1%	-1%
CPI	59%	17%	8%	7%	23%
NCREIF 商业地产房价指数	99%	3%	34%	26%	40%
FTSE ALL EQ REITS	116%	38%	66%	-30%	47%
主流 7 家地产 REITS 股价			48%	-18%	15%
住宅房屋价格指数			23%	-4%	9%

资料来源：Wind，华创证券

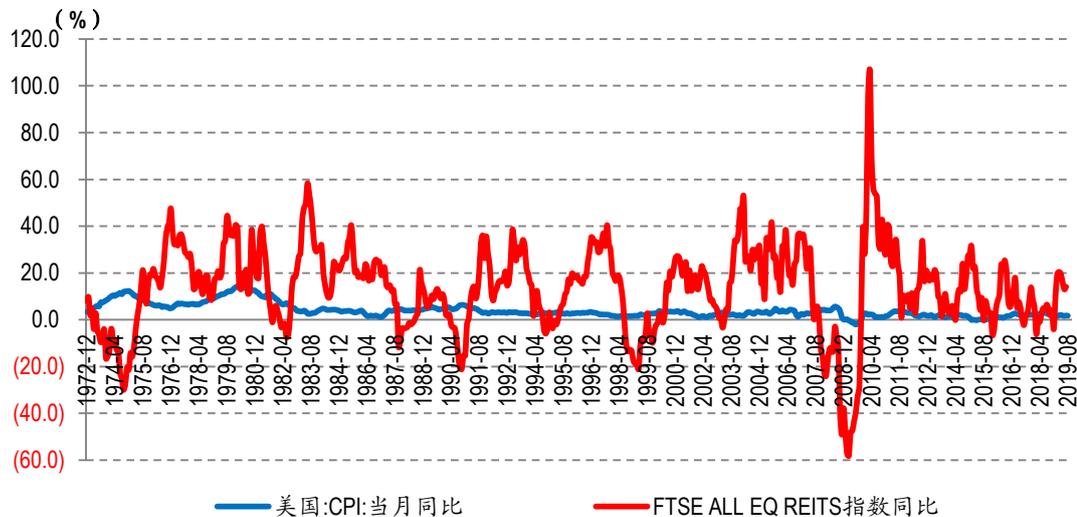
注：主流 7 家地产 REITS 指：Prologis、Simon Property、Boston Properties、Welltower、Digital Realty Trust、W. P. Carey、Equity Commonwealth。

并且，除了在大类资产之间做收益率比较之外，商业地产大多数情况下持续跑赢 CPI，在货币宽松周期中的抗通胀特性显著。从 NCREIF 指数同比来看，除去 1990 年房地产泡沫和 2007 年金融危机外，87% 的季度中大幅跑赢 CPI；同样的，所有权益类上市 REITS 指数自 1971 年至今 73% 的月份跑赢 CPI，其对应的股息率目前在 3-4%，并自 1971 年至今 90% 的月份中持续跑赢 1.0-2.5% 的 CPI。而对比黄金或 CRB 期货指数，其对比 CPI 的收益持续性没有那么稳定。

图表 8、美国 NCREIF Property Index 同比 1971 年至今 87% 的季度跑赢 CPI


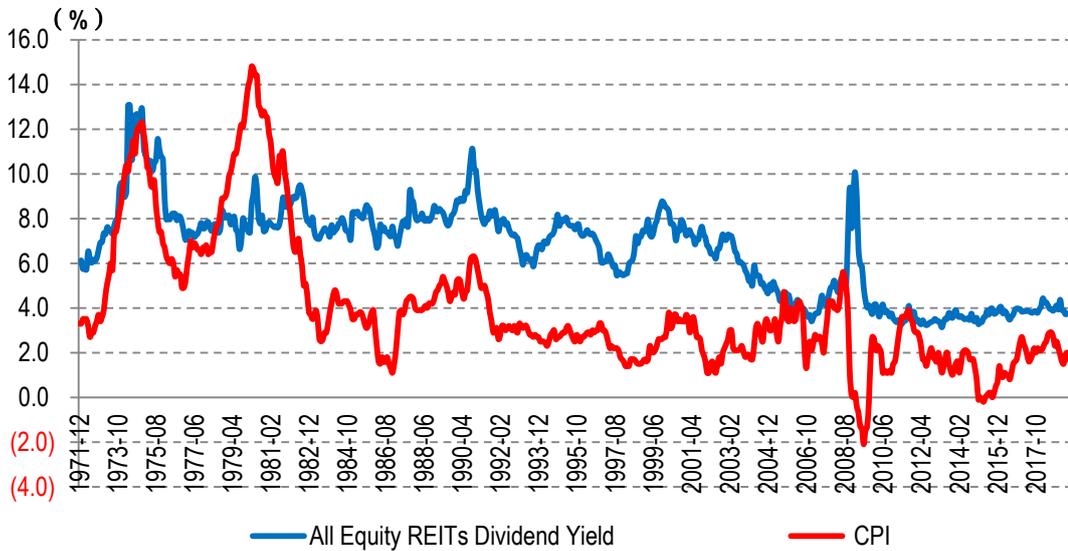
资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

注: NCREIF Property Index 指美国 NCREIF 统计的商业地产价格指数。

图表 9、FTSE ALL EQ REITS 指数同比 1971 年至今 73% 的月份跑赢 CPI


资料来源: Wind, 华创证券

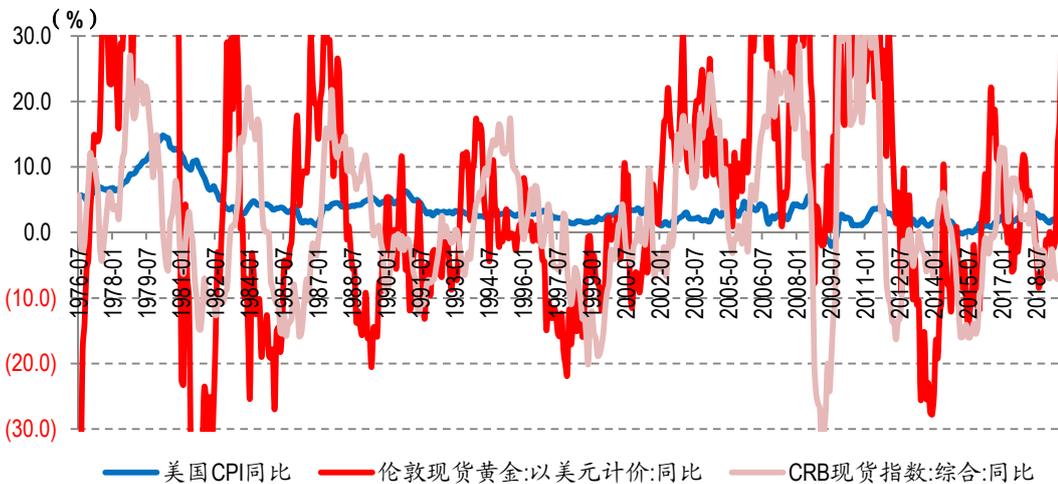
图表 10、美国权益类 REITS 股息率 1971 年至今 90% 的月份跑赢 CPI



资料来源: NAREIT, Wind, 华创证券

注: ALL Equity REITs 指美国所有权益类上市 REITS。

图表 11、黄金、期货指数并不能持续跑赢 CPI



资料来源: Wind, 华创证券

(三) 中国宽松周期: 最近 3 轮宽松周期中, 国债、房价大幅跑赢, 其中 15-16 年商业地产股优势明显

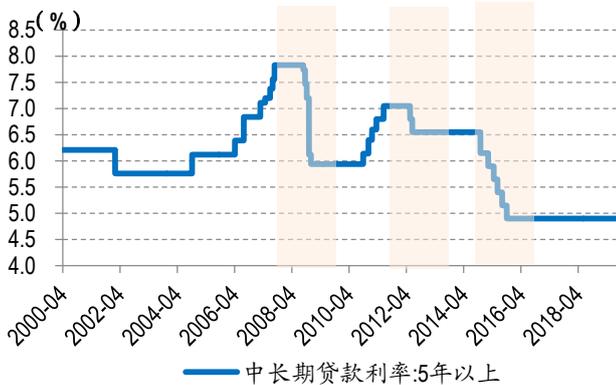
就中国而言, 2008 年以来我国共经历了三轮宽松周期: 2008-2009 年、2011-2012 年和 2014-2016 年, 三轮宽松周期均出现了资金利率的大幅下行, 但下行幅度和持续时间有所差异。在这三轮宽松周期中, 各大类资产价格表现走势各异, 其中能稳定持续跑赢其他大类资产价格、并持续跑赢 CPI 的包括债和房价指数, 三轮周期中国债收益率涨幅 22%、12%、38%, 后两轮中百城和一线城市房价涨幅分别为 7%、21%和 16%、43%, 甚至统计局商办房价涨幅也达到 19%、11%和 9%。

图表 12、中国三轮宽松周期

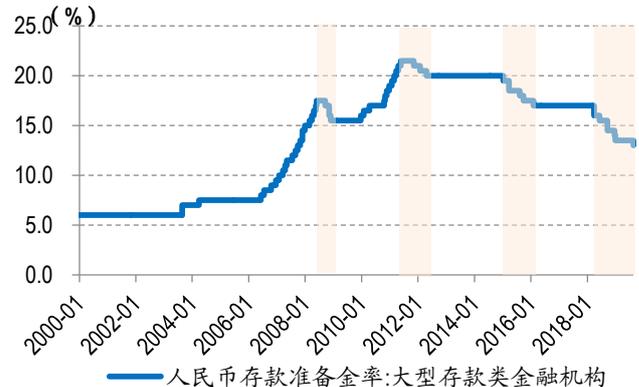
周期	开始降息时间	结束降息时间	结束降息后一年	基准利率下行	持续时间（月）
第一轮	2007/12/21	2008/12/23	2009/12/23	1.89	12.3
第二轮	2011/4/6	2012/7/6	2013/7/6	0.25	15.2
第三轮	2014/11/22	2015/10/24	2016/10/23	1.25	11.2
第四轮	2019/8/20 (LPR 降息)	待定	待定	待定	待定

资料来源: Wind, 华创证券

注: 2019 年 8 月 20 日, 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布, 2019 年 8 月 20 日贷款市场报价利率(LPR)为: 1 年期 LPR 为 4.25%(此前为 4.31%), 5 年期以上 LPR 为 4.85%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。

图表 13、2000 年至今三轮降息


资料来源: Wind, 华创证券

图表 14、2000 年至今四轮降准


资料来源: Wind, 华创证券

图表 15、四轮宽松周期中各类资产收益率

各类资产收益率	第一轮 (2007/12/21-2009/12/23)	第二轮 (2011/4/6-2013/7/6)	第三轮 (2014/11/12-2016/10/23)
黄金	-8%	-54%	52%
上证指数	-40%	-33%	24%
国债收益率	22%	12%	38%
南华工业品指数	11%	-29%	11%
CPI	3%	5%	4%
统计局住宅房价	22%	15%	23%
统计局商办房价	19%	11%	9%
百城房价指数		7%	21%
一线房价指数		16%	43%
二线房价指数		6%	17%
三线房价指数		3%	6%

各类资产收益率	第一轮 (2007/12/21-2009/12/23)	第二轮 (2011/4/6-2013/7/6)	第三轮 (2014/11/12-2016/10/23)
国贸股价	-41%	-10%	59%
金融街股价	-56%	-26%	72%

资料来源: Wind, 华创证券

注: 这里所说的房价(住宅房价、商办房价和百城房价指数)更多指的还是开发型的物业价格, 而非持有型的商办物业价格。

图表 16、2014-2015 年股市上行



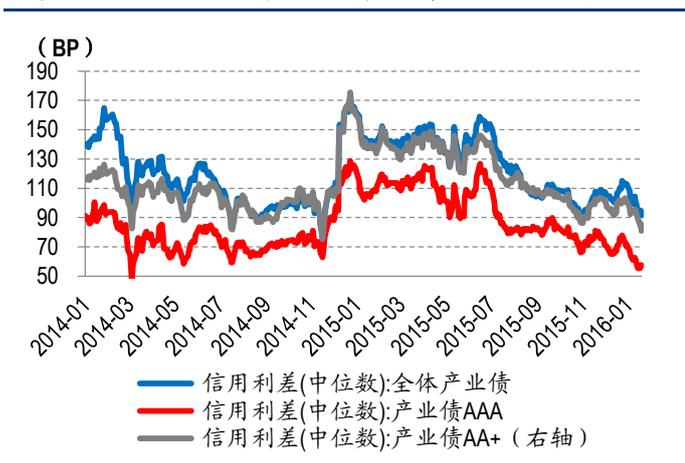
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17、2014-2015 年 10Y 国债收益率低至 2.7% 左右



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18、2014-2015 年各评级产业债信用利差均下行



资料来源: Wind, 华创证券

图表 19、2014-2015 年大宗商品指数下行

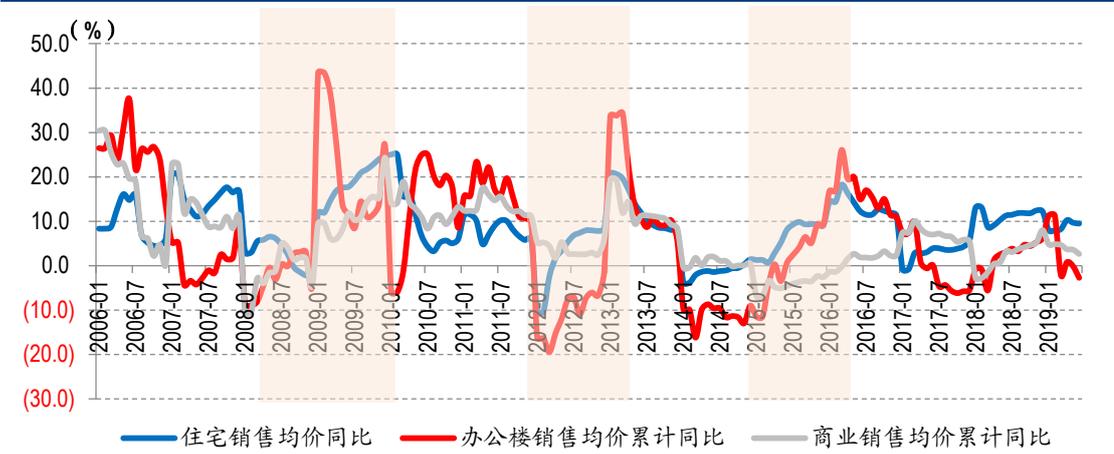


资料来源: Wind, 华创证券

不过值得注意的是, 这里所说的房价(住宅房价、商办房价和百城房价指数)更多指的还是开发型的住宅物业价格, 而非持有型的商办物业价格, 因而严格意义上讲, 我国过去三轮宽松周期中, 大类资产中稳定而持续跑赢市场包括债和开发型的住宅物业价格。展望未来, 考虑到政府房住不炒的定位, 后续住宅开发类住宅房价不存在大幅上涨的政策基础, 相对以往而言继续大幅跑赢市场的难度有所提升, 不过考虑到持有型的商业地产和开发性的住宅

地产的定价机制有所不同，其中前者拥有一套基于租金贴现模式为基础的理性定价机制，即使在“房住不炒”的政策基调之下，预计持有型商业地产的价格和租金仍将稳定而持续的上涨。

图表 20、三轮宽松周期住宅、商办房价均上行



资料来源: Wind, 华创证券

此外，2015-2016 年中，中国国贸、金融街等商业地产股价涨幅分别达到 59%和 62%，大幅跑赢其他资产，一定程度上反应了货币宽松周期中，市场对于商业地产价值的认可。就 A 股来看，中国国贸、金融街 PB 与 10 年期国债收益率逆序明显正相关。A 股商业地产标的较少，目前来看包括大悦城（2019 年初重组完成）、中国国贸、金融街、世茂股份和陆家嘴，其中中国国贸无扩张、最纯粹，金融街办公居多、也持有部分商业；陆家嘴自带自贸区概念因此股价有所扰动；世茂股份属于纯办公型但租金体量较小。因此，我们选取中国国贸和金融街来分析，两者股价、PB 与 10 年期国债收益率逆序明显正相关，并且 2015-2016 年中，中国国贸、金融街等商业地产股价涨幅分别达到 59%和 62%，大幅跑赢其他资产，其中也阶段性明显跑赢申万房地产指数。

图表 21、10 年期国债收益率 vs.中国国贸 PB



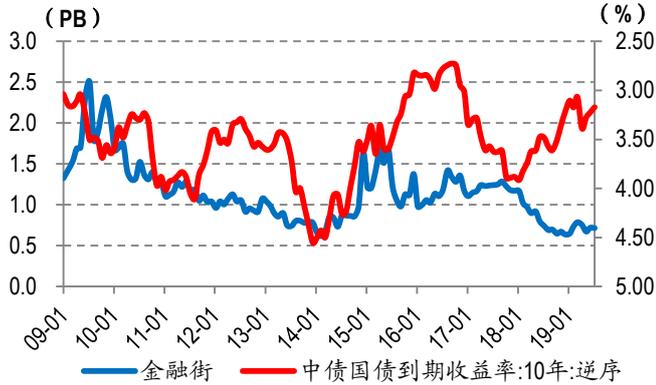
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22、10 年期国债收益率 vs.中国国贸股价



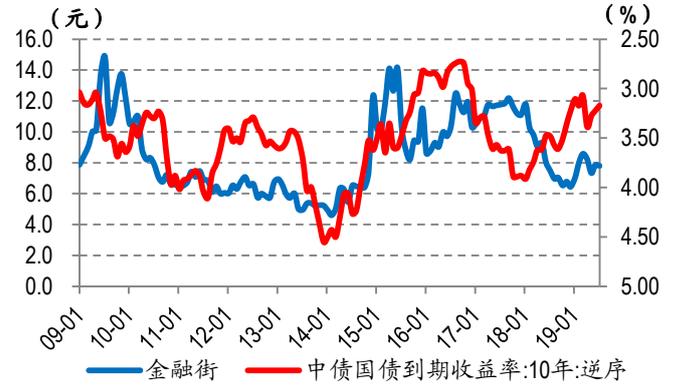
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23、10 年期国债收益率 vs.金融街 PB



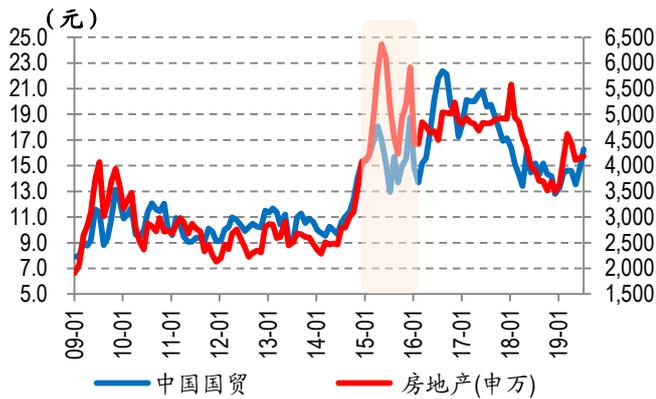
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24、10 年期国债收益率 vs.金融街股价



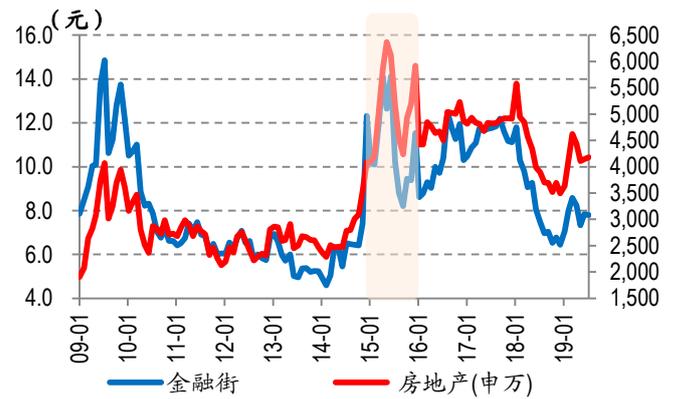
资料来源: Wind, 华创证券

图表 25、15-16 年流动性宽松国贸大幅跑赢地产板块



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26、15-16 年流动性宽松金融街大幅跑赢地产板块



资料来源: Wind, 华创证券

二、本轮宽松周期: 全球降息潮下再现资产荒, 内外资现大宗交易热潮, 房企主动探索转型商业地产

(一) 本轮宽松周期: 全球降息潮再现, 债市、REITS 指数、黄金跑赢, 周期轮回、资产荒再现

1、2019 年初全球降息潮再现, 债市、REITS 指数、黄金跑赢, 周期轮回、资产荒再现

2019 年初以来, 在全球经济放缓的背景下, 多国进行了降息操作, 重启货币宽松模式。2019 年 2 月份开始印度、马来西亚、澳大利亚、俄罗斯、美国等 30 余个国家及地区陆续降息。8 月 1 日和 9 月 18 日美国两次分别降息 25BP 到目前 1.75% 至 2% 的水平, 符合市场普遍预期; 并且从点阵图来看到 2020 年底还有一次降息可能。此外, 9 月 18 日美联储将隔夜逆回购利率下调 30 个基点至 1.7%, 将超额准备金利率下调 30 个基点至 1.8%。我们认为本轮全球流动性宽松趋势不改, 资产荒将再次演绎。而从前 8 个月美国各类资产收益率来看, 国债达到 79%、FTSE EQ REITS 指数达到 26%、8 家房地产 REITS 22%、黄金 19%, 商业地产收益率依然保持前列。

图表 27、2019 年初至今全球出现持续降息潮

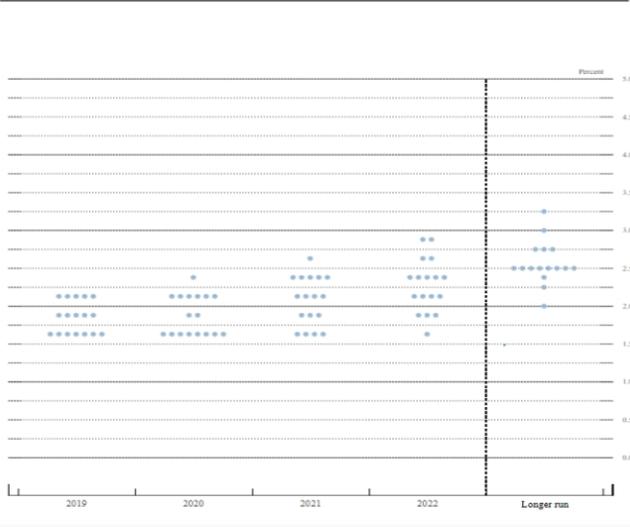
时间	国家/地区	主要内容
1月28日	加纳	将利率降低了100个基点至16%。为年内第一次降息。
2月7日	印度	回购利率下调25个基点至6.25%，开启首轮降息，改变了政策立场。因通胀放缓给予央行决策者空间来支持政府刺激经济增长。货币政策委员会一致投票决定将其立场从10月采取的“校准紧缩”改为中性。
2月15日	埃及	大幅降息100个基点至15.75%，为年内第一次降息。
2月26日	吉尔吉斯斯坦	将政策利率从4.75%下调至4.50%，理由是通货紧缩和刺激经济增长的必要性，为年内第一次降息。
3月13日	格鲁吉亚	将其再融资利率从6.75%下调至6.5%，理由是预测年度通胀率将接近3%的目标，为年内第一次降息。
3月19日	牙买加	将利率下调25个基点至1.25%，这是自去年12月以来的第三次降息。
3月22日	巴拉圭	其政策利率下调25个基点至4.75%，为年内第一次利率。
3月26日	尼日利亚	关键利率下调50个基点至13.5%，为年内第一次降息。
4月4日	印度	将25个基点至6%，为年内第二次降息。此外央行认为通胀将维持在4%的目标范围，将2020年财年GDP增长预测降至7.2%。
4月15日	哈萨克斯坦	将政策利率下调25个基点至9.00%，在市场预期之内，为年内第一次降息。
4月25日	乌克兰	央行在4月25日将主要利率下调至17.5%，这是过去两年来的首次降息。
4月26日	阿塞拜疆	央行将再融资利率下调25个基点至8.75%，为年内第一次降息。
5月7日	马来西亚	央行宣布降息25个基点至3%。这是该国自2016年7月以来首次下调基准利率，也是今年继印度之后第二个降息的亚洲国家。央行声明表示，尽管国内的货币状况仍能支持经济增长，但全球经济回暖有放缓的迹象，因此选择通过降息来保持货币的宽松程度。
5月8日	新西兰	新西兰联储宣布将基准利率下调25个基点至1.5%。这是新西兰联储自2016年11月以来首次降息，并创下其有史以来最低基准利率。声明表示全球经济增速放缓，经济前景不确定性和贸易疑虑仍存。
5月9日	菲律宾	将关键利率下调25个基点至4.5%，这是该国自2012年10月以来首次降息，意在降低融资成本，刺激经济增长。官方公布的数据显示，今年第一季度该国国内生产总值增速为5.6%，低于市场预期，为2015年第一季度以来最低值。
6月4日	澳大利亚	降息25个基点至1.25%，刷新历史低位，符合市场预期，为澳洲三年来首次降息。澳联储预计通胀在6月将上升0.25%，因油价上涨；今年潜在通胀为1.75%；预计2019年和2020年经济增长率为2.75%；预计2020年潜在通胀为2%。
6月6日	印度	降息25个基点至5.75%，为年内第三次降息，并将将货币政策立场调整为宽松；将印度2020年财年GDP增长预测从7.2%降至7%。
6月8日	智利	将基准利率下调50个基点，由3%下调至2.5%，为10年来最大的一次降息。
6月14日	俄罗斯	降息25个基点至7.5%，为去年3月以来首次降息，符合市场预期；将今年经济增速预期从1.2%-1.7%下调至1%-1.5%。
7月2日	澳大利亚	现金利率下调25个基点至1%，为年内第二次降息。澳联储表示，在通胀预期符合中期目标的情况下，较为宽松的货币政策有利于增加就业，同时提振市场信心。市场预计澳联储仍将在今年底明年初实施一系列降息，最终将利率水平降到0.5%。
7月18日	韩国	降息25个基点至1.5%，为三年来首次降息，韩央行还将2019年的经济增长预期从此前的2.5%下调至2.2%，原因是包括日本出口限制在内的经济不确定性日益增加。
7月18日	印尼	降息25个基点至5.75%，这是自2017年9月以来首次降息。同时，受全球贸易紧张局势影响，

时间	国家/地区	主要内容
		央行下调 2019 年经济增长预测, 由此前的 3 至 4%, 降至 2.75 至 3.5%。
7 月 18 日	乌克兰	主要利率降至 17%, 为年内第二次降息。乌央行表示将 2019 年 GDP 增速预期从 2.5% 上调至 3%, 2020 年从 2.9% 上调至 3.2%。
7 月 18 日	南非	南非央行将关键利率下调 25 个基点至 6.50%, 为 2018 年 3 月以来首次降息。
7 月 25 日	土耳其	将基准利率从 24% 降至 19.75%, 下调 425 个基点。这是自 2015 年 2 月以来首次降息, 是 2002 年以来的最大降息幅度。
8 月 1 日	美国	美联储宣布降息 25 个基点, 将联邦基金利率目标区间下调至 2%-2.25%, 为 10 年来首次降息。
8 月 1 日	巴林	巴林因为货币与美元挂钩, 宣布降息 25 个基点, 追随美联储降息步伐。
8 月 1 日	沙特	阿联酋因为货币与美元挂钩, 宣布降息 25 个基点至 2.75%, 追随美联储降息步伐。
8 月 1 日	阿联酋	阿联酋因为货币与美元挂钩, 宣布降息 25 个基点, 追随美联储降息步伐。
8 月 1 日	巴西	巴西将基准利率下调 50 个基点至 6.00%, 并暗示良性的通胀前景意味着可以进一步实施宽松政策, 这是自 2018 年 3 月以来首次降息。
8 月 1 日	香港地区	香港金管局宣布降息 25 个基点至 2.5%, 此为金管局自去年 12 月以来, 再次调整基本利率。
8 月 7 日	泰国	泰国央行在 7 日宣布降息 25 个基点至 1.5%。泰国央行货币政策委员会成员认为, 宽松的货币政策更有利于该国经济持续增长。
8 月 7 日	新西兰	新西兰央行宣布将现有基准利率下调 50 个基点至 1%, 以实现就业和通胀的政策目标, 降息幅度超出市场预期。
8 月 7 日	印度	印度央行宣布将基准利率从 5.75% 下调 35 个基点至 5.40%, 降息力度高出市场预期, 这已是印度央行年内的第四次降息, 今年以来, 该央行累计降息 110 个基点, 利率降至 2010 年以来的最低水平。
8 月 8 日	菲律宾	菲律宾中央银行 8 日宣布, 将基准利率下调 25 个基点至 4.25%。这是该国今年 5 月以来第二次降息。
8 月 9 日	秘鲁	秘鲁央行降息 25 个基点至 2.50%
8 月 22 日	印尼	新华社雅加达 8 月 22 日电 (郑世波) 为提振经济增长, 印度尼西亚中央银行 22 日宣布, 将基准利率下调 25 个基点至 5.50%, 这也是印尼央行两个月内第二次降息。
9 月 6 日	俄罗斯	俄罗斯央行降息 25 个基点至 7%, 符合市场预期, 为连续第三次会议降息
9 月 12 日	欧洲	欧洲央行理事会做出货币政策决定, 下调 10 个基点至 -0.50%, 并决定从 11 月 1 日起, 根据理事会的资产购买方案(APP), 将重新量化宽松, 每月净买入相关资产的费用为 200 亿欧元
9 月 18 日	美国	美联储宣布将其基准利率下调 25 个基点至 1.75% 到 2% 的目标区间, 符合市场广泛预期。这是 2008 年 12 月以来美联储的第二次降息。此外, 美联储将隔夜逆回购利率下调 30 个基点至 1.7%, 将超额准备金利率下调 30 个基点至 1.8%。

资料来源: 财联社、各国及地区政府官网, 华创证券

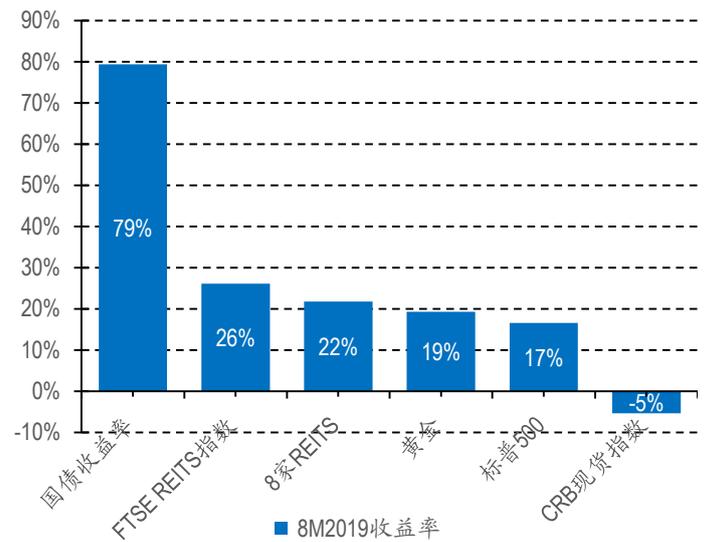
图表 28、美国继 8、9 月降息后年内还有降息可能

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: FOMC, 华创证券

图表 29、2019 年前 8 个月美国各类资产收益率情况



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

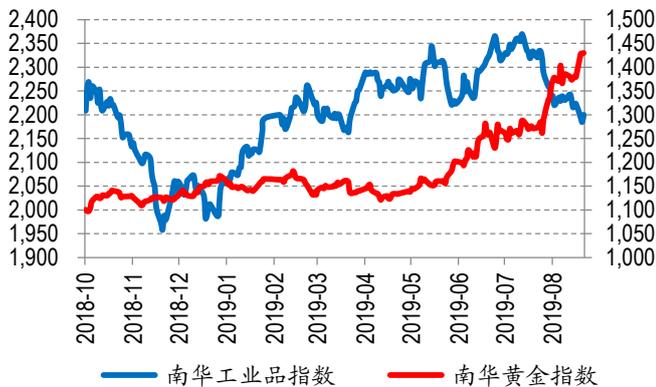
注: 8 家地产 REITS 指: Prologis、Simon Property、Boston Properties、Welltower、Digital Realty Trust、W. P. Carey、Alexandria Real Estate、Equity Commonwealth。

2、本轮宽松周期中，国内 6 次降准、释放流动性近 5 万亿，“宽货币+紧信用”导致优质资产荒

国内而言，从释放资金规模来看，综合历次降准及公开市场操作，本轮货币宽松自 2018 年 4 月开始降准 6 次，共释放流动性近 5 万亿，与 2015-2016 年的超力度货币宽松相当，但金融机构存款规模在这 3 年内已经增加近 30%，因此相对存款规模而言，“量”上的宽松力度仅有当年 7 成。从利率下调幅度来看，2012 年和 2015 年宽松周期中，贷款基准利率分别调降了 56bp 和 165bp，而当前新 LPR 也只初步下降了 6bp。

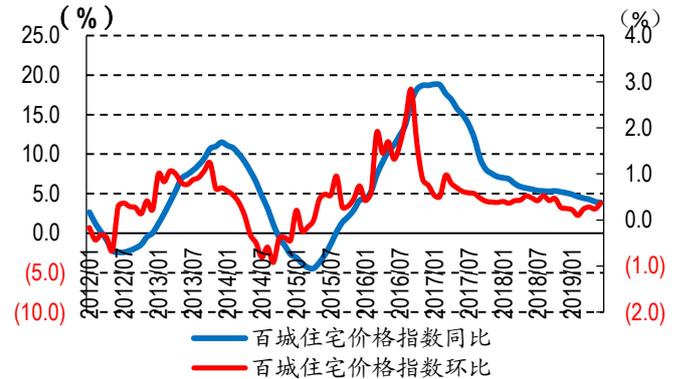
而本轮流动性宽松不同之处在于紧信用，资金相对宽松与去杠杆的过程导致优质资产稀缺，形成结构性资产荒，或者可称为优质资产荒。定性从配套政策来看，以往货币宽松时期往往伴随地方债务的扩张和地产政策的放松，但本轮货币宽松中，地方隐性债务仍未放松，房地产“房住不炒”仍不动摇，信用扩张具有明显的约束性和指向性。定量来看，一方面，2019 年 6 月以来市场避险情绪高涨。黄金指数自 2018 年 10 月至今上涨 30%。另一方面，高低评级债信用利差走势在 6 月后分化，而在 2015 年则是无差别下行。产业债 AAA 与 AA+信用利差之差 2015 年中枢在 27BP，2018 年 10 月以来扩大在 127BP 左右。

图表 30、2018.10-至今黄金指数不断上行



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31、百城房价指数近期稳定



资料来源: 中指院, 华创证券

图表 32、股市 2019 年初上行、目前徘徊



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33、19H1GDP 同比降至 6.2%、创新低



资料来源: Wind, 华创证券

图表 34、2014-15 年 AAA 与 AA+ 产业债信用利差



资料来源: Wind, 华创证券

图表 35、2018.10 至今 AAA 与 AA+ 产业债信用利差



资料来源: Wind, 华创证券

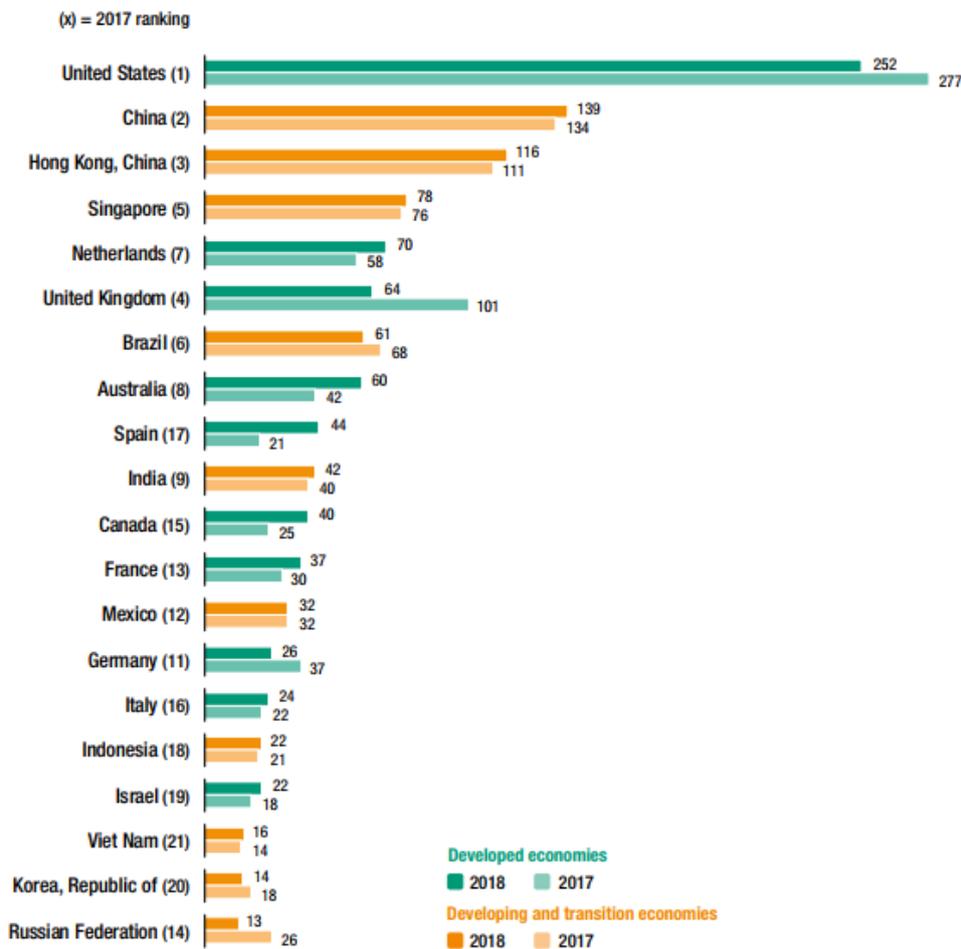
(二) 商业地产环境：流动性宽松之下，内外资购买一二线核心资产案例显著增加、再现交易热潮

1、中外 GDP 增速差吸引外资流入，外资 17-19H1 在国内商业地产大宗交易连续翻番、并不断创新高

在全球货币宽松的环境下，发展中经济体仍是吸引外资投资流入的主要主体。粗略来看，近年中国 GDP 增速稳定在 6-7%，美国则在 2-3%。联合国贸易和发展会议日前发布《2019 年世界投资报告》称，2018 年全球外国直接投资下降 13%、连续 3 年下滑，降至自国际金融危机（2008 年）以来的最低水平。但亚洲仍是全球最大的外国直接投资接受地、外国直接投资逆势同比增长 3.9%，并且主要集中在中国内地、中国香港、新加坡和印尼等，中国内地的外国直接投资流入增长 4%。

图表 36、外国直接投资 Top20 国家和地区

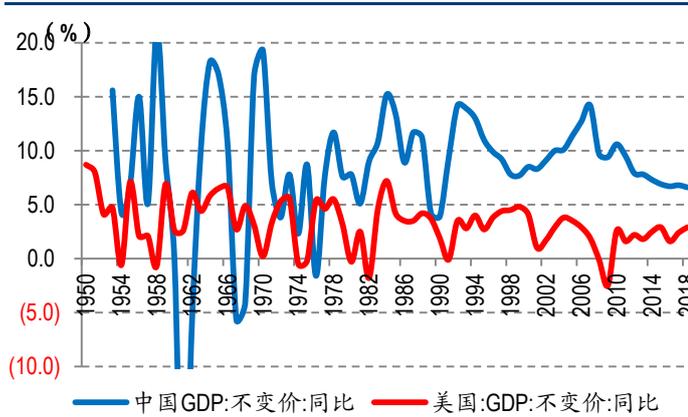
Figure 1.3. | FDI inflows, top 20 host economies, 2017 and 2018 (Billions of dollars)



Source: UNCTAD, FDI/MNE database (www.unctad.org/fdistatistics).

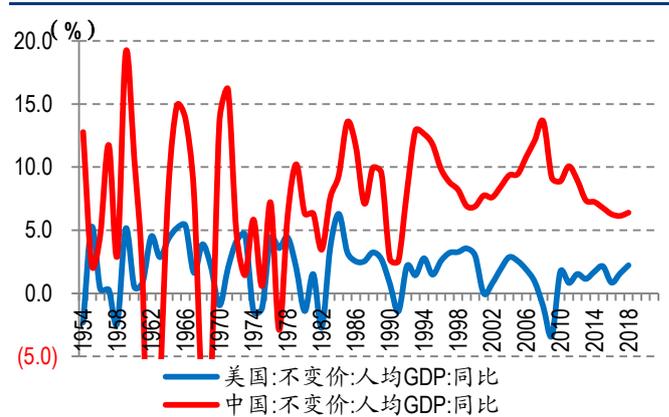
资料来源：联合国贸易和发展会议《2019 年世界投资报告》

图表 37、GDP 增速：美国 vs.中国



资料来源: Wind, 华创证券

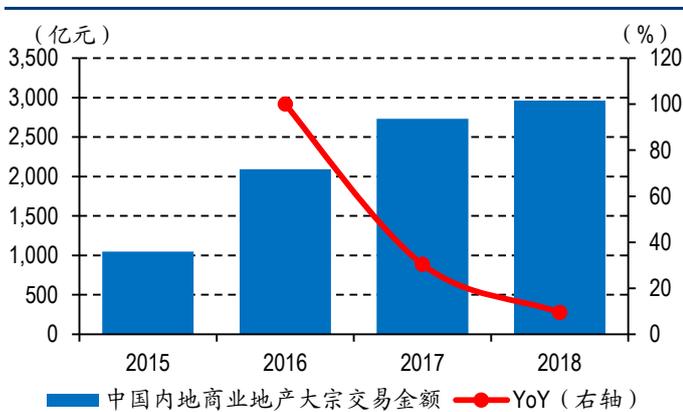
图表 38、人均 GDP 增速：美国 vs.中国



资料来源: Wind, 华创证券

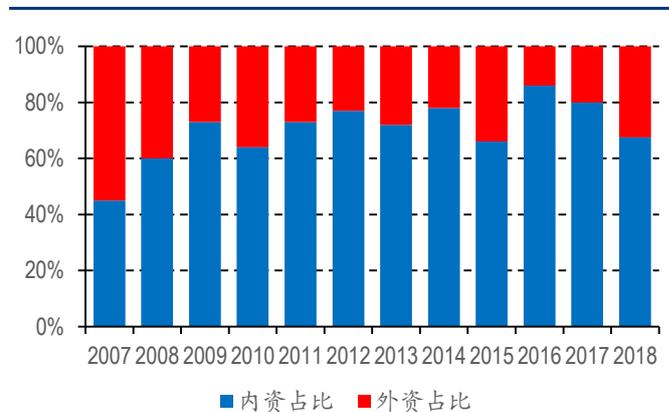
在海外持续宽松的背景下，2017-2018 外资购买国内商业地产显著增加，交易热潮频现。2018 年中国内地商业地产大宗交易成交金额 2,960 亿元，同比增长 10%；其中外资交易额占比从 2016 年的 14% 提升至 2018 年的 32%，并且同比增长 76%。并且，外资在一线城市的投资占外资国内总投资额的近 99%，实际投资金额较 2017 增长一倍多。此外，外资同时也占到一线城市总投资额的 45%，明显高于 2017 年 25% 的份额。

图表 39、中国内地商业地产大宗交易额及同比



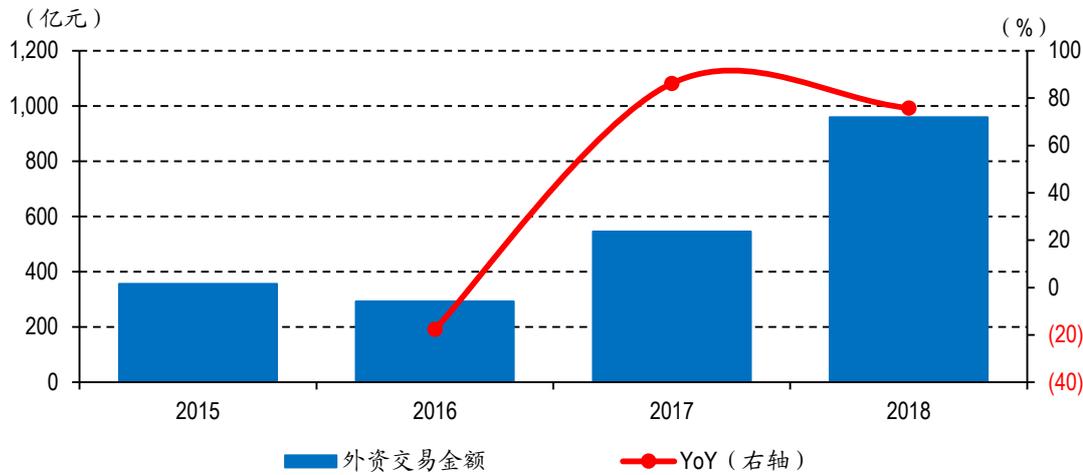
资料来源: DTZ, 华创证券

图表 40、中国内地商业地产大宗交易额：外资占比



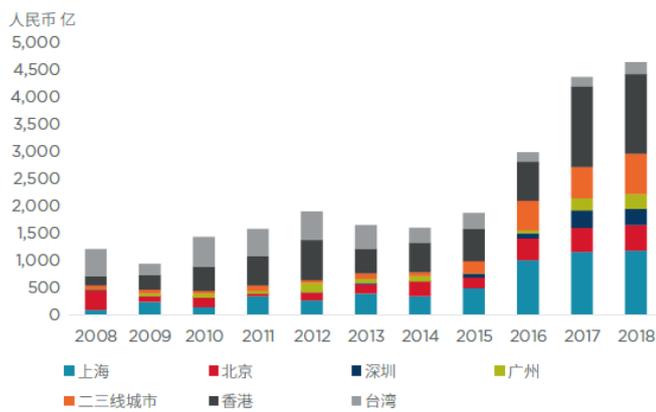
资料来源: DTZ, 华创证券

图表 41、中国内地商业地产大宗交易金额及同比：外资



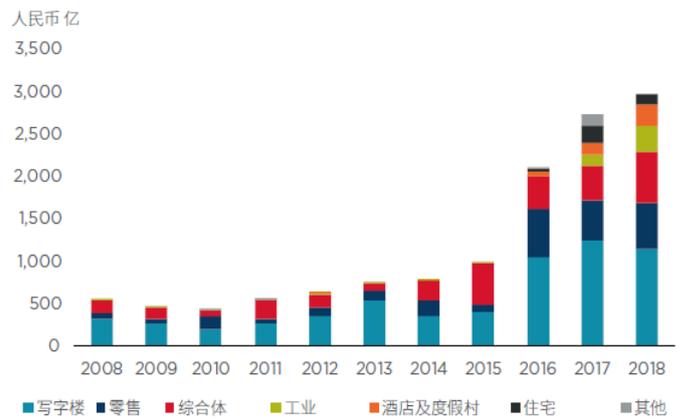
资料来源：DTZ，华创证券

图表 42、大中华区商业地产内外资投资额：分城市



资料来源：DTZ，华创证券

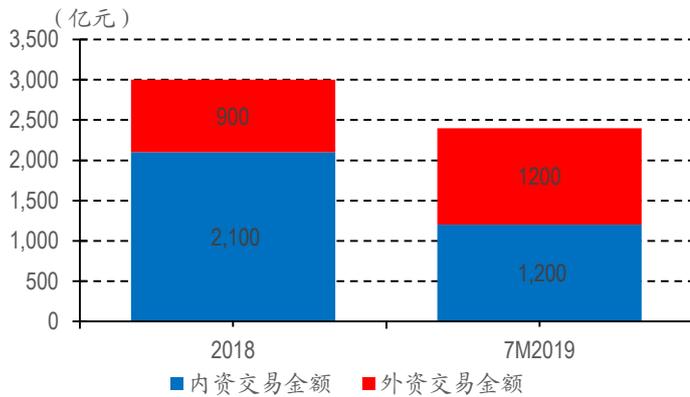
图表 43、中国内地商业地产内外资投资额：分类别



资料来源：DTZ，华创证券

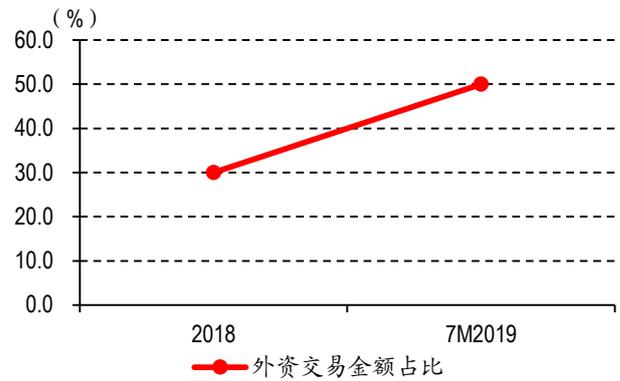
值得注意的是，2019 年年初至今外资购买国内商业地产热潮再被推升至一个新的高度。根据资资乐平台统计，截至到 2019 年 7 月中旬，国内大宗物业交易金额约人民币 2,400 亿元，已经达到 2018 年全年 3,000 亿元规模的 80%，其中外资交易金额达到 1,200 亿元，占比进一步提升至 50%，并且已经达到 2018 年全年 900 亿元的 133%。我们预计本轮国内外货币宽松之下，内外资购买优质商业资产的案例将持续增加。

图表 44、中国内地商业地产大宗交易额：内外资



资料来源：资资乐，华创证券

图表 45、外资交易金额占比提升至 7M2019 的 50%



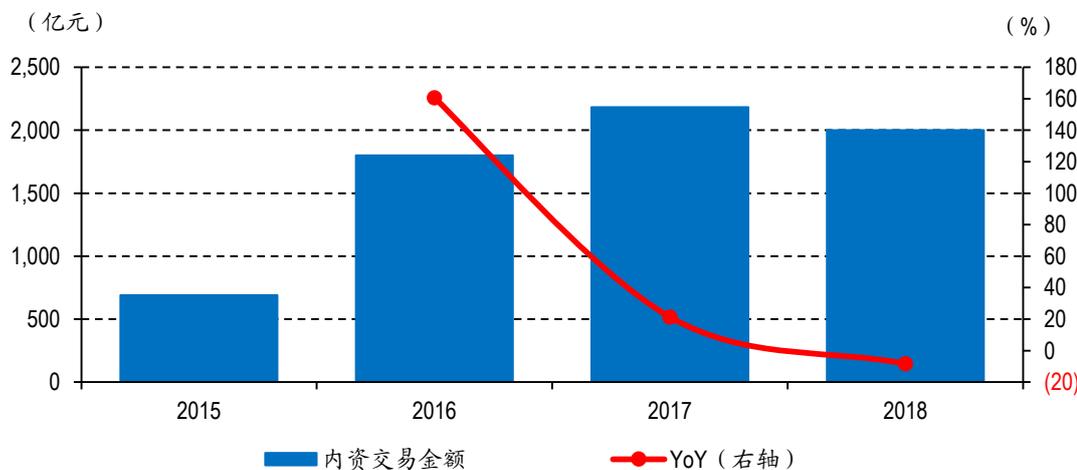
资料来源：资资乐，华创证券

2、16 年内资购买商业地产现交易高峰、19H1 紧资金下维持交易热度、预计后续热度也将提升

2015-2016 年流动性宽松的环境中，内资购买商业地产情况显著增加。根据戴德梁行数据显示，2016 年国内资金宽松，内资购买中国内地商业地产大宗交易额达到 1,801 亿元，较 2015 年同比增长 161%，其中知名的内资交易包括中国人寿以 200 亿收购上海世纪汇广场、万丈资本（万科旗下）以 23.75 亿元收购凯雷集团的中区广场等。2017 年内资购买中国内地商业地产大宗交易额进一步提升至 2,184 亿元，较 2016 年同比增长 21%。2018 年开始，随着金融去杠杆深化，房地产行业资金环境日益趋紧，内资购买中国内地商业地产大宗交易额下降至 2,000 亿元，较 2017 年同比下降 8%。

2019 年年初至今，内资购买国内商业地产维持交易热度，但预计随着流动性的进一步宽松，后续内资交易热度也将有所提升。根据资资乐平台统计，2019 年前 7 月，内资购买交易金额 1,200 亿元，同比基本持平，主要内资交易包括万科+厚朴收购北京海航大厦等。

图表 46、中国内地商业地产大宗交易金额及同比：内资



资料来源：DTZ，华创证券

图表 47、2019 年初至今部分商业物业大宗交易

时间	出售方	收购方	项目名称	交易对价 (亿元)	城市
2019/1/17	海航集团	凯德集团	上海浦发大厦	27.52	上海
2019/1/17	华润资本	基汇资本	上海万象城四栋写字楼	28	上海
2019/2/2	首创集团	京东	北京翠宫饭店有限公司 100% 股权	27	北京
2019/2/14	星桥腾飞	三菱物产	腾飞大厦及腾飞元创大厦各 45% 股权	11	上海
2019/2/14	中民投	绿地集团	董家渡项目	121	上海
2019/2/20	新怡景	领展房地基金	新怡景商业中心	66	深圳
2019/3/29	绿地控股	加拿大博枫资产	五里桥项目	132	上海
2019/4/2	鼎固投资	凯雷、颢腾、瑞士合众集团和中东家族财富基金	北京中关村鼎好大厦	90.2	北京
2019/4/2	阳光 100	融创	重庆阳光 100 国际新城/慈云寺老街	13.34	重庆
2019/4/10	沈阳高登	大连大福控股股份	沈阳高登大酒店有限公司 100% 股权	2.72	沈阳
2019/4/11	太古地产	恒力投资及基汇资本	太古城项目	150 (港币)	香港
2019/7/6	海航集团	万科+厚朴	北京海航大厦	17.34	北京

资料来源：资资乐，华创证券

(三) 房企主观意愿：增量市场过渡向存量市场，开发商主动探索转型，利于开发业务拿地能力提升

主观来看，内资开发商和险资对于商业地产配置需求提升，万科印力、华润万象城、龙湖天街、中粮大悦城等都显示开发商本身对于商业地产运营的探索。此外，部分房企也在积极调整商业战略，如华夏幸福自平安入股后，吴向东率原华润商业高管加盟，也成立城市更新事业部加大对商业地产配置；旭辉 2019 年 7 月调整架构、成立全新商管总部，加大对商业物业的拓展。另外，商业地产业务的加入也有利于住宅开发业务的拿地能力的提升，比如新城控股和大悦城等。

并且，外资机构也在加大与内地开发商合作，如加拿大退休金计划投资局 (CPPIB) 计划到 2025 年将其在中国的资产配置占比从目前的 7.6% 提高到 20%，与龙湖合作开发长租项目；大悦城与 GIC 合作成立核心基金，并管理多个核心一二线城市的大悦城项目。

图表 48、近年主流开发商商业地产开发方面动态

时间	开发商	主要内容
2016/9/9	大悦城	大悦城与 GIC 合作成立核心基金，并管理多个核心一二线城市的大悦城项目。
2017/5/23	万科	万科拟出资 50 亿合作设立两支基金，将用于投资公司或下属控股子公司所持有的 42 项商业地产项目。
2018/1/5	万科	印力联合万科、Triwater，三方将联合收购凯德集团旗下全资子公司凯德商用在中国国内的 20 家购物中心项目公司的 100% 股权并承接相应的负债，交易金额约为 83.65 亿人民币，
2018/1/29	万达	苏宁 95 亿入股万达商业，双方计划全面推进在商业物业开发及运营、金融服务、会员数据等业务领域的合作。

时间	开发商	主要内容
2018/6/22	恒大	苏宁商管与恒大地产拟共同出资 200 亿元设立恒宁商业，其中苏宁商管出资 98 亿元，持股 49%；恒大地产出资 102 亿元，持股 51%，双方将共同合作推进苏宁易购广场的开发与运营。
2018/6/29	佳兆业	佳兆业商业集团在深圳举办了一场品牌升级发布会，宣布今后打造三大全新商业产品线：佳纷广场、佳纷天地、K-link。产品线的清晰和升级折射出佳兆业的谋略，此举意味着佳兆业商业正式进入“全面提速”发展阶段。
2018/7/5	瑞安	瑞安房地产联合太平洋保险、永业以 136.1 亿总价联合拿下，黄浦区淮海中路三幅地块，共可建 19.7 万平方米的超甲级写字楼和 10.5 万平方米商业设施，其中更包含一栋 250 米的地标建筑。
2018/8/19	龙湖	加拿大退休金计划投资局（CPPIB）计划到 2025 年将其在中国的资产配置占比从目前的 7.6% 提高到 20%，与龙湖合作开发长租项目
2018/11/4	凯德	凯德集团通过来福士基金与新加坡政府投资公司，以 127.86 亿元成功竞得上海市虹口区北外滩核心区域的上海最高双子塔整体股权。

资料来源：财联社，公司官网，华创证券

图表 49、房企商业地产协同拿地地价显著折价

时间	开发商	项目名称	城市	楼板价	周边项目平均楼板价	折价率
2018/12/19	华润置地	杭州城北副中心项目	杭州	7,246	19,208	62%
2018/8/31	华润置地	泰安万象汇	泰安	1,212	2,844	57%
2018/10/24	大悦城	武汉光谷大悦城	武汉	3,156	10,000	68%
2018/12/14	大悦城	成都天府大悦城	成都	4,810	9,443	49%
平均值						59%

资料来源：Wind，公司官网，华创证券

我们统计目前唯一纯粹且不扩张的商业地产公司是中国国贸，2018 年末持有型物业总建面 110 万方，实现营收 31.7 亿元。而持有型物业营收规模较大、并且占比总营收比例较高的全国性房企包括华润、大悦城、龙湖、中海、新城、宝龙、金融街等，其中华润 2018 年末持有型物业总建面 921 万方，对应收入 95.2 亿元；大悦城 270 万方、49.8 亿元；龙湖 386 万方、40.9 亿元；2015-2018 年租金复合增速较高的包括新城、宝龙、龙湖、中海等。区域型房企中持有型物业规模较大的包括中国国贸、浦东金桥、陆家嘴、北辰实业等。

图表 50、主流 AH 公司持有型物业（包括酒店）经营与财务概况

股票代码	公司名称	主要业态	布局城市	2018 年末总建面（万方）	持有型物业收入（亿元）	2015-18 租金复合增速	占比总营收比例	19 年 PE
1109.HK	华润置地	商/写/酒	一二线为主	921	95.2	12.7%	8%	7.7
000031.SZ	大悦城	商/写/酒/工	一二线为主	270	49.8	10.7%	24%	9.3
0960.HK	龙湖集团	商/寓	一二线为主	386	40.9	42.4%	4%	8.9
0688.HK	中海地产	商/写/酒	一二线为主	409	40.6（港币）	28.4%	2%	5.7
600663.SH	陆家嘴	商/写/酒	上海为主	250	33.8	14.9%	41%	13.4
600007.SH	中国国贸	商/写/酒/寓	北京	110	31.7	11.8%	100%	19.3

股票代码	公司名称	主要业态	布局城市	2018 年末总建面 (万方)	持有型物业收入 (亿元)	2015-18 租金复合增速	占比总营收比例	19 年 PE
601588.SH	北辰实业	商/写/酒	北京为主	127	26.3	4.2%	15%	7.4
000402.SZ	金融街	商/写/酒	北京、上海、天津	118	24.2	17.7%	11%	6.4
601155.SH	新城控股	商/酒/写	一二三线为主	390	22.1	135.6%	4%	5.0
1238.HK	宝龙地产	商/酒	一二三线为主	482	22.0	58.8%	11%	6.2
600639.SH	浦东金桥	工/写/酒	上海	272	15.5	6.4%	56%	12.7
600823.SH	世茂股份	商/写/酒	一二三线为主	145	9.6	19.5%	5%	6.0
平均值								9.0

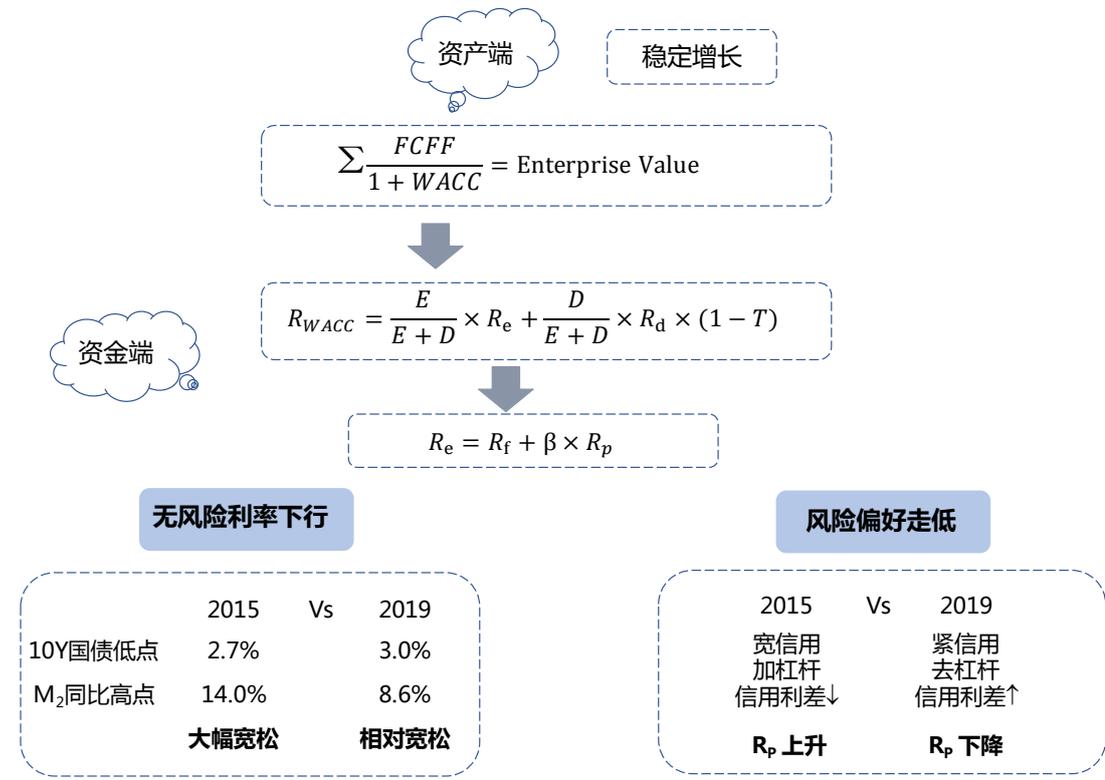
资料来源: Wind、公司公告, 华创证券

三、商业地产价值: NOI 稳定确保受益优质资产荒, Cap rate 下行推动价值双重提升

(一) 大类资产的价值: 本轮宽松周期中, 无风险利率下行、风险偏好走低, 优质资产荒再现

经过上文对历轮全球宽松周期规律的分析, 我们可以得到经验结论, 在大类资产中, 黄金、国债和商业地产一般在宽松周期中收益率跑赢, 其中商业地产大多数情况下都能持续跑赢 CPI。更进一步的量化分析, 我们可以将大类资产分为两大类: 1) 生息资产: 如国债、商业地产等, 我们一般用现金流折现模型计算生息资产的价值: 资产价值 = $\sum \text{FCFF} / (1 + \text{WACC})$, 因此生息资产价值主要取决于现金流和折现率, 其中后者由主要由无风险利率和风险溢价组成; 2) 非生息资产: 如黄金, 我们一般认为黄金等非生息资产拥有保值功能, 因而假设其价格涨幅同步于 CPI。

图表 51、本轮宽松周期的特点：资金相对宽松和资产荒



资料来源：华创证券整理

源于黄金作为最保守的资产配置的策略，其对于收益率的要求仅是持平于 CPI，但我们更愿意寻找宽松周期中的优势资产，这类资产即能持续能跑赢 CPI、又可以在各大类资产中跑出相对优势。因而，在我们后续的分析中更多针对于生息资产价值的分析，主要从资金端和资产端两方面进行分析。

一方面，资金端来看，本轮特征主要有两点：无风险利率下行与风险偏好走低。

1) **宽货币**：2019 年无风险利率下行与 2015 年类似，但 2015 年资金大幅宽松，导致低成本、稳定资金较多，10Y 国债收益率快速下行至最低 2.7% 左右，M2 同比高点达到 14.0%；2019 年初至今资金相对宽松，目前 10Y 国债收益率在 3.0% 左右，M2 同比高点在 8.6%。市场整体信用利差收窄，但货币向信用传导不畅，资金滞留在金融体系。

图表 52、国债收益率低点：15 年 2.7%vs. 19 年 3.0%



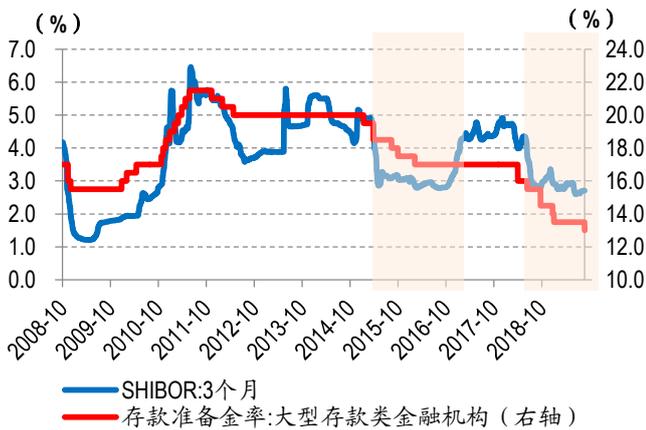
资料来源：Wind，华创证券

图表 53、M2 同比高点：15 年 14.0%vs. 19 年 8.6%



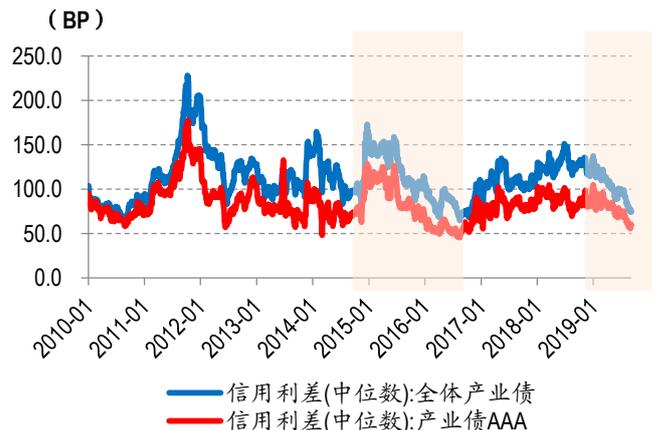
资料来源：Wind，华创证券

图表 54、15-16 年、19 年货币整体宽松、流动性充裕



资料来源：Wind，华创证券

图表 55、整体宽松导致市场整体信用利差收窄



资料来源：Wind，华创证券

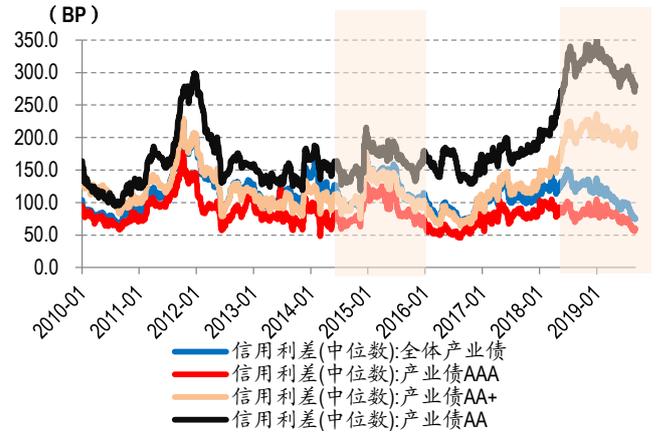
2) 紧信用：风险偏好方面则与 2015 年不同，2015 年市场宽信用、加杠杆，因此风险溢价抬升、信用利差收窄；目前处于紧信用、去杠杆的周期中，风险偏好走低、高低评级债信用利差走阔。2015 年 AAA 与 AA 债信用利差均值在 95 和 170BP，而 2019 年初至今在 77 和 305BP，低评级债信用利差明显走阔。并且，2015-16 年的两年间实体经济和非金融企业杠杆率分别上行 20pct 和 12pct，但 2016 年末至今的近三年中两者分别上升 9pct 和下降 2pct，去杠杆具有明显成效。

图表 56、信用利差差值高位：AAA 与 AA 评级债



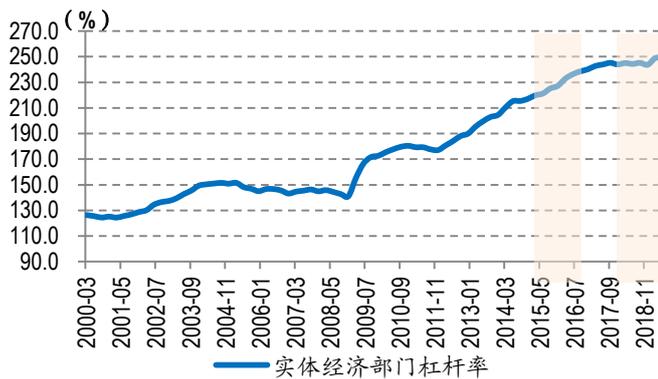
资料来源：Wind，华创证券

图表 57、低评级债信用利差相对高位



资料来源：Wind，华创证券

图表 58、实体经济部门杠杆率



资料来源：Wind，华创证券

图表 59、居民部门杠杆率



资料来源：Wind，华创证券

图表 60、非金融企业部门杠杆率



资料来源：Wind，华创证券

图表 61、政府部门杠杆率



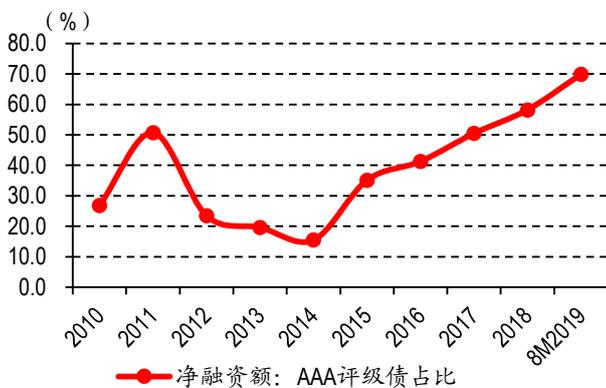
资料来源：Wind，华创证券

另一方面，资产端来看，经济下行周期中，本轮特征在于“优质资产荒”。

3) **资产荒**: 由于2015年资金大幅宽松，因此各类资产都受到资金追逐。而本轮周期来看，一方面，债市违约增加，并且资金多集中于高评级债，2019年8月累计AAA评级债新增发行金额和净融资额占比一路提升至28%和70%；另一方面，工业企业利润仍在低位，2019年7月累计同比增速-10%；实体融资成本走高，基建、制造业投资下行，后续地产投资也将下行，经济下行压力不减，因此具有稳定现金流、能够贡献利润的优质资产稀缺。

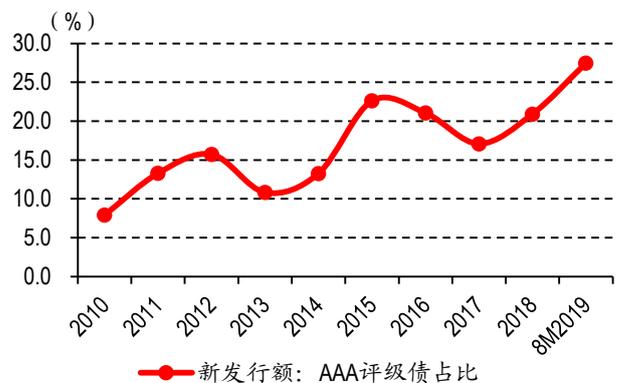
总结来看，鉴于后续无风险利率大概率下行，因此本轮资产价格差异核心在于现金流和风险溢价，即现金流稳定、风险溢价低的优质资产将受到市场资金青睐。

图表 62、AAA 评级债净融资额占比大幅提升



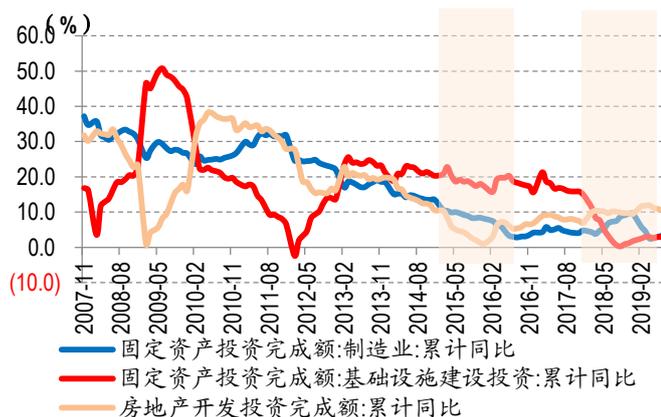
资料来源: Wind, 华创证券

图表 63、AAA 评级债净新增发行金额占比大幅提升



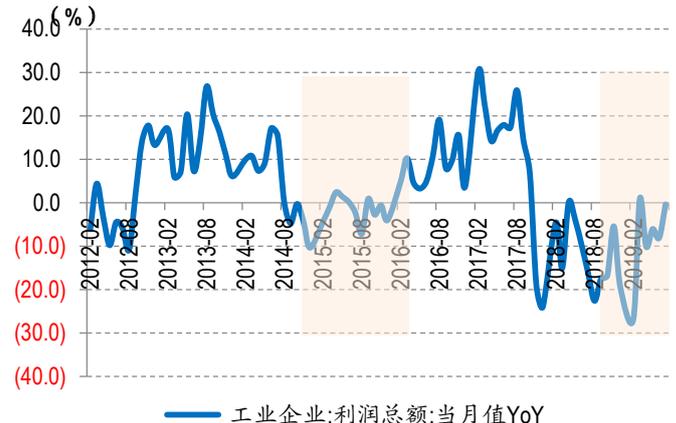
资料来源: Wind, 华创证券

图表 64、基建、制造业投资下行，地产后续也将下行



资料来源: Wind, 华创证券

图表 65、工业企业利润同比仍在低位



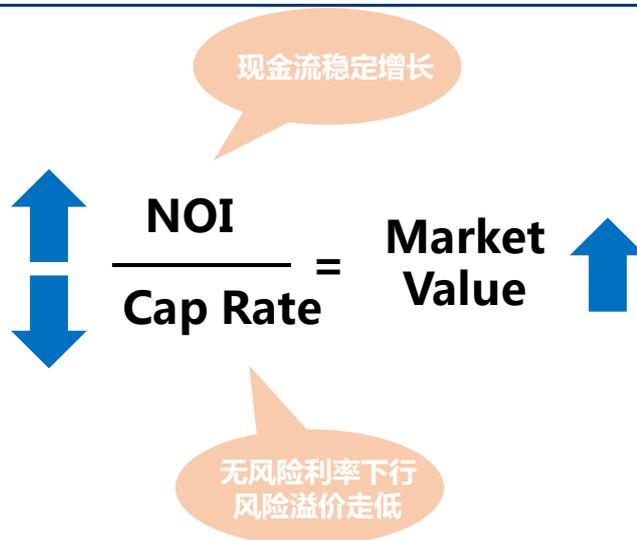
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 商业地产的价值: 本轮宽松周期中, 无风险利率下行、风险偏好走低, 优质商业地产价值凸显

经过上文的分析, 我们认为在目前“宽货币+紧信用”的大背景下, 市场资产荒再现, 尤其是优质资产荒, 而商

商业地产也将是后续优质资产的重要一员。类似的，对应商业地产来说，其市场价值（Market Value）=NOI/Cap rate，因而目前“宽货币+紧信用”的大背景下，商业地产在 NOI 和 Cap rate 两端的演变都将推动其资产价值将重估抬升。

图表 66、本轮宽松周期的特点导致商业资产是优质投资标的

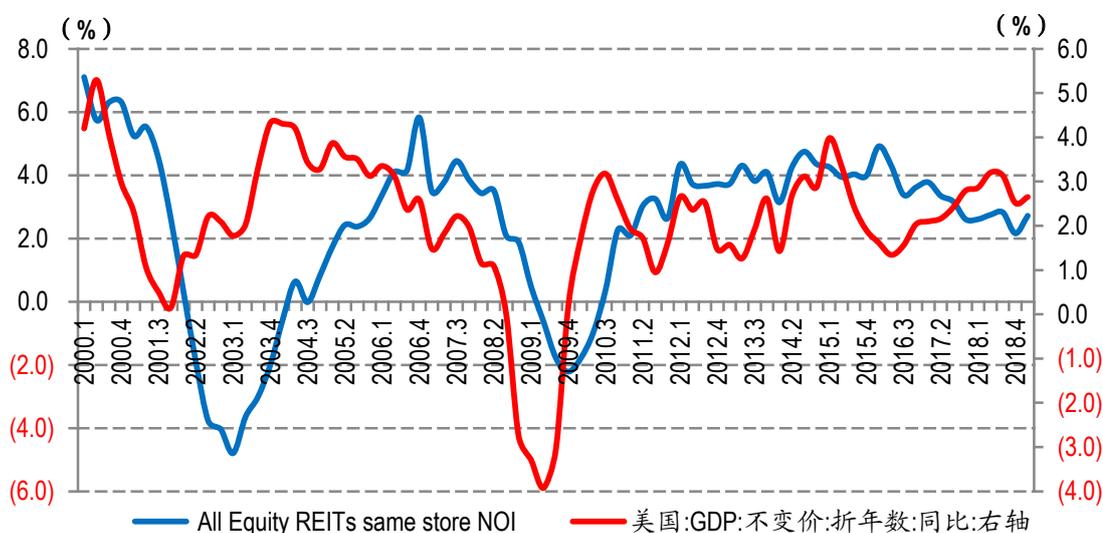


资料来源：华创证券整理

1、NOI：“弱经济+宽松周期”中，NOI 增速与流动性正相关、并具备跑赢 CPI 和社零能力

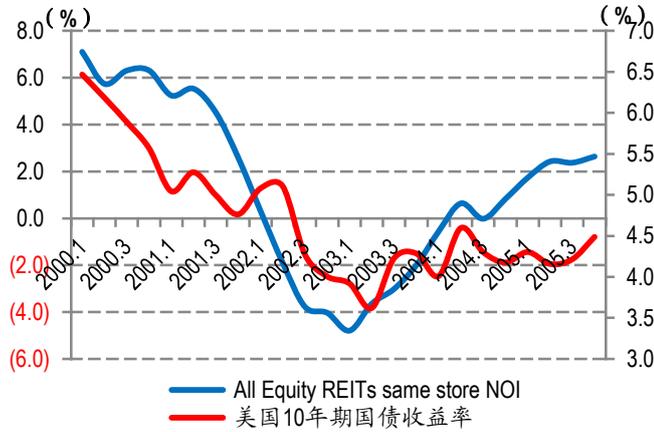
商业地产与住宅开发的高弹性特质不同，从 NOI 来看，商业地产具有稳定增长的现金流，而本轮具有稳定增长现金流的资产稀缺。由于国内租金数据可得性，我们尝试分析美国数据并加以借鉴。

图表 67、美国权益类 REITS SS NOI 增速与 GDP 增速正相关



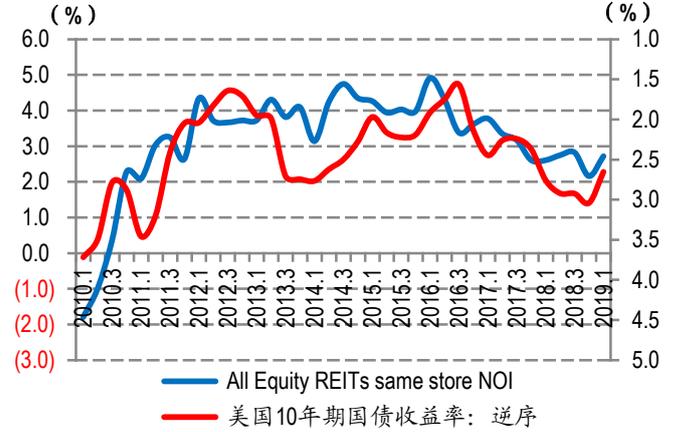
资料来源：NAREIT, Wind, 华创证券

图表 68、2009 年前，美国权益类 REITS SS NOI 增速与国债收益率强正相关



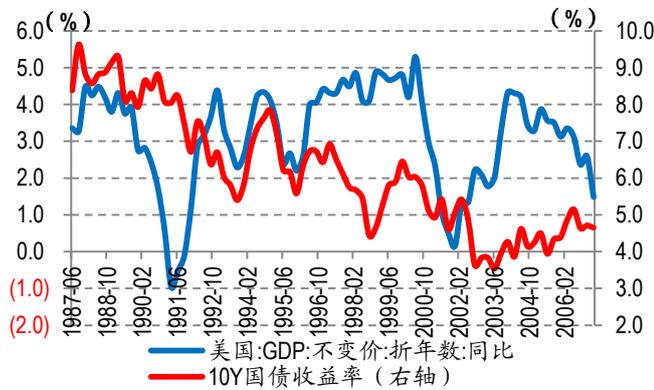
资料来源：NAREIT、Wind，华创证券

图表 69、2009 年后，美国权益类 REITS SS NOI 增速与国债收益率强负相关



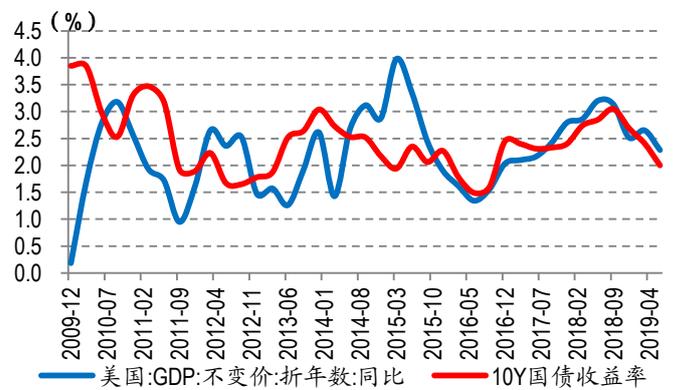
资料来源：NAREIT、Wind，华创证券

图表 70、2009 年前，美国 GDP 增速与国债收益率弱正相关



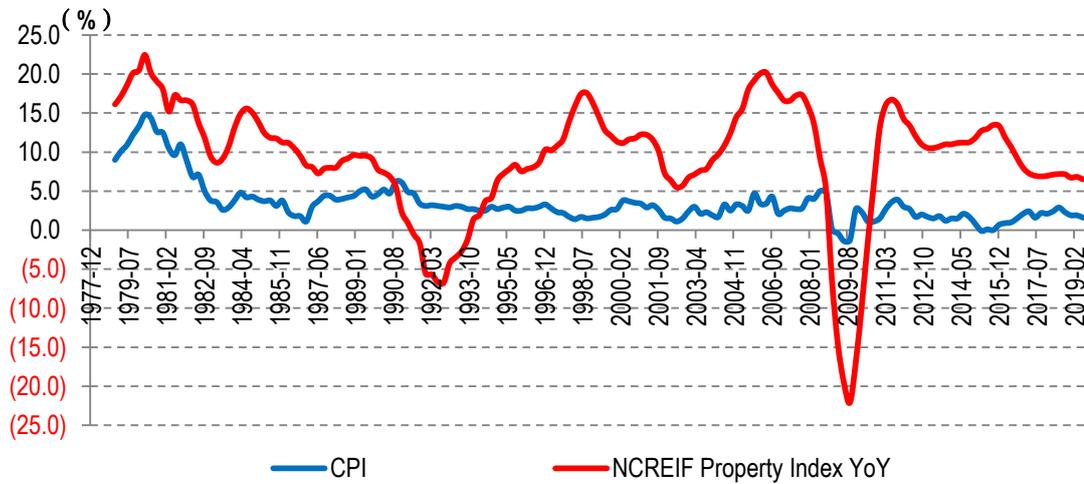
资料来源：NAREIT、Wind，华创证券

图表 71、2009 年后，美国 GDP 增速与国债收益率强正相关



资料来源：NAREIT、Wind，华创证券

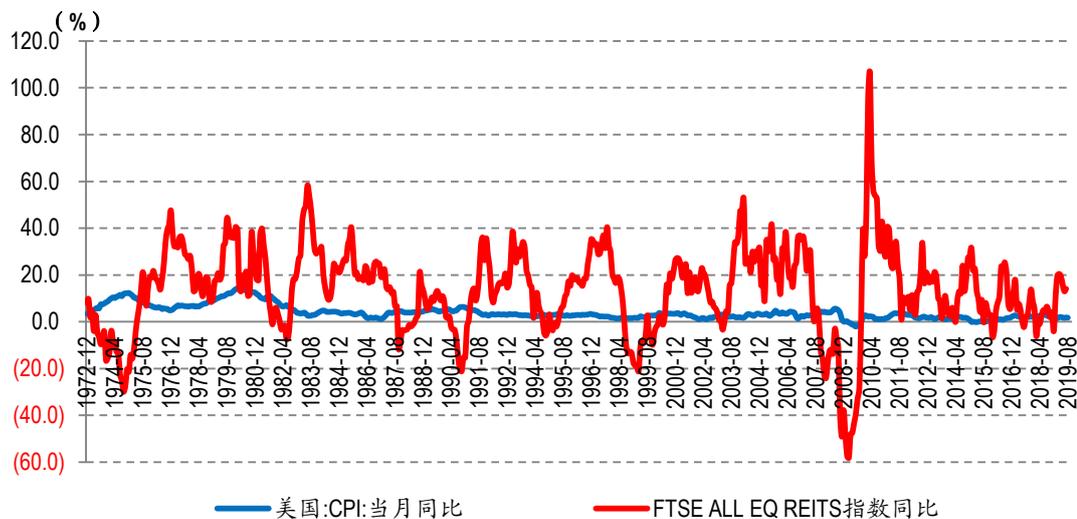
图表 72、美国 NCREIF Property Index 同比 1971 年至今 87% 的季度跑赢 CPI



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

注: NCREIF Property Index 指美国 NCREIF 统计的商业地产价格指数。

图表 73、FTSE ALL EQ REITS 指数同比 1971 年至今 73% 的月份跑赢 CPI



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

通过对美国商业地产（或 REITS）的价格表现分析，可以看到 1971 年至今美国 NCREIF Property Index 同比在 87% 的季度中跑赢 CPI，FTSE ALL EQ REITS 指数同比在 73% 的月份中跑赢 CPI。这表明商业地产在流动性宽松周期前后的价格涨幅都表现稳定、并持续跑赢 CPI，大多数情况下并没有受到经济波动的太大影响，尤其在弱经济周期中，其稳定跑赢 CPI 的优势则更加凸显，而这其主要源于 NOI 在货币周期不同阶段中的影响机制不同所导致，商业地产的市场价值由 $(Market Value) = NOI / Cap\ rate$ 决定：

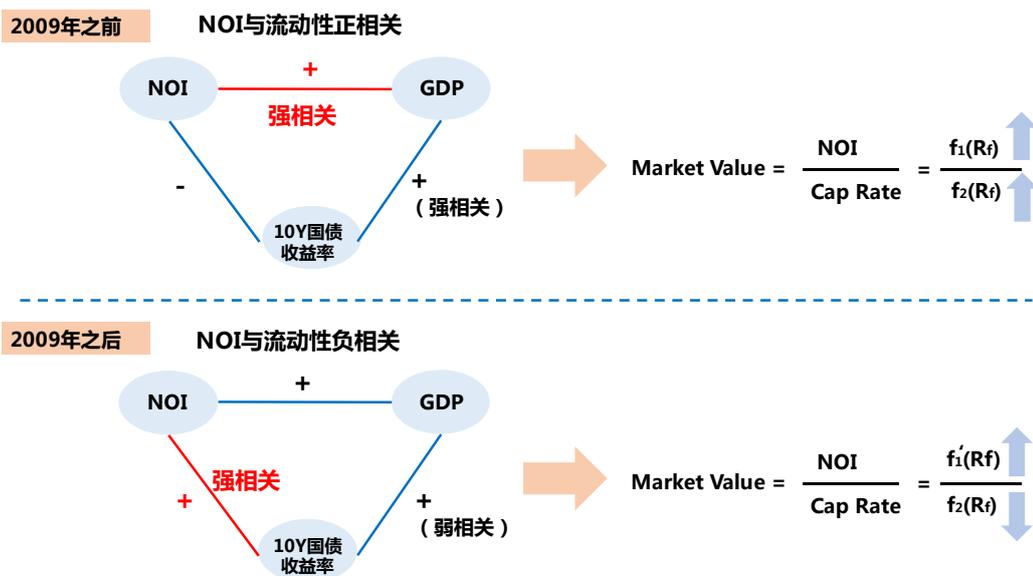
- 1) 在强经济、紧缩周期中，NOI 与 GDP 强正相关。如 2009 年以前，NOI 增速与 GDP 增速强正相关，而 GDP 增速与 10Y 国债收益率弱正相关（同期 NOI 增速与 10Y 国债收益率较强正相关）， $NOI = f(GDP \uparrow) \uparrow = f(R_f \uparrow) \uparrow$ ，表明强经济中 NOI 增速伴随 GDP 走强而走强，而同期强经济中 GDP 走高也伴随着无风险利率

Rf 走高，即 $\text{Cap rate} = f_2(Rf \uparrow) \uparrow$ 。那么，商业地产市场价值 $= f_1(Rf \uparrow) \uparrow / f_2(Rf \uparrow) \uparrow$ ，那么强 GDP 和强 Rf 的组合之后，该阶段中估值走势方向不太明确、并不会明确具备优势。

- 2) 在弱经济、宽松周期中，NOI 与流动性强正相关。如 2009 年以后，NOI 增速与 GDP 增速弱正相关，而 GDP 增速与 10Y 国债收益率强正相关(同期 NOI 增速与 10Y 国债收益率强负相关)， $\text{NOI} = f(\text{GDP} \downarrow) = f_1'(Rf \downarrow) \uparrow$ ，表明弱经济中 NOI 增速并未因为 GDP 走弱而走弱，反倒是随着 Rf 走弱、流动性宽松而 NOI 增速走强，同时弱经济中 GDP 走低也伴随着无风险利率 Rf 走低，即 $\text{Cap rate} = f_2(Rf \downarrow) \downarrow$ 。那么，商业地产市场价值 $= f_1'(Rf \downarrow) \uparrow / f_2(Rf \downarrow) \downarrow$ ，那么弱 GDP 和弱 Rf 的组合之后，该阶段中估值上行的推动就非常明确。

在强经济、紧缩周期中，NOI 与 GDP 强正相关，而在弱经济、宽松周期中，NOI 与 GDP 脱钩、却与流动性强正相关，NOI 影响机制在经济强弱周期中的恰当切换也就保证了 NOI 增速的稳定性，尤其在弱经济周期中，其稳定跑赢 CPI 的优势则更加凸显。而这种影响机制的恰当切换可能来自于优质商业地产的主动管理能力。

图表 74、以美国为例，强经济中，NOI 与 GDP 强相关，弱经济中，NOI 与流动性强相关



资料来源：华创证券整理

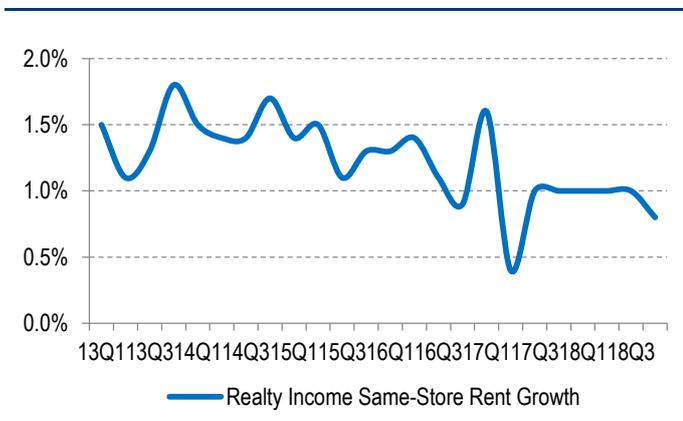
根据美国数据分析验证，美国权益类 REITS Same Store NOI 增速在 2000-2006 年均值为 1.7%，2009-2018 年均值为 2.8%，而对应两个时间段的 GDP 增速分别为 2.9% 和 1.7%。因此在经济较好的时候，租金增速并不一定能够体现出优势，流动性的决定性作用并没有那么大；然而 2009 年后三轮 QE、经济逐步开始复苏后，流动性的决定性更大，并且租金的稳步增长更能体现出优势。而 2009 年之后的美国 GDP 增速下行、流动性增强的状况，正类似于目前国内现状。

图表 75、2008-2014 年美国三轮量化宽松 (QE) 情况

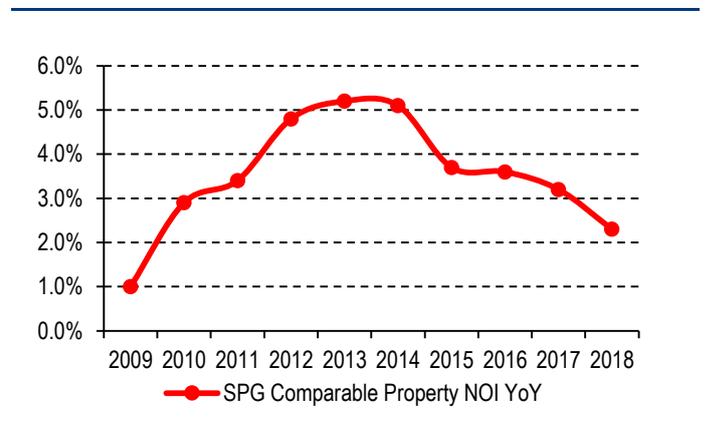
时间	QE	内容
2008/10-2010/03	第一轮 QE	斥资 6000 亿美元, 收购包括房利美和房地美在内的政府支持房贷机构发行的债券及抵押贷款支持证券, 该政策在弥补流动性短缺, 刺激经济复苏方面起到积极的作用。QE1 为市场共注入了 1.725 万亿美元的流动性, 以危机救助为主要目标。
2010/11-2011/06	第二轮 QE	出台 6000 亿美元的国债购买计划, 美联储每月投入约 750 亿美元购买国债(连续 8 个月)。以刺激中长期经济增长为主要目标。
2012/09-2014/10	第三轮 QE	每月购买 400 亿美元抵押支持债券, 并且在 2013 年 1 月开始增加到 850 亿美元。随着美国经济逐渐转好, 美联储在同年 9 月将购债速度减小至每月 650 亿美元。最终在 2014 年 10 月 29 号, 美国的 QE 计划全部停止, 共计购买了 4.5 万亿美元的资产。

资料来源: 美联储, 华创证券

并且, 从海外来看, NAREIT 统计 2000 年至今所有权益类 REITS NOI 增速均值为 7.2%, 远高于 CPI 增速 2.2%、零售与食品服务销售额增速 3.6%。并且, 如 Simon Property、Realty Income 等美国 REITS 的 Same Store Rent 或 NOI 在经历了几十年的运营后还能保持 1-3% 的稳定增速, 基本与社零和 CPI 增速匹配。在货币宽松周期中, 这类具有稳定增长的类型收产品将会得到长线资金的青睐。

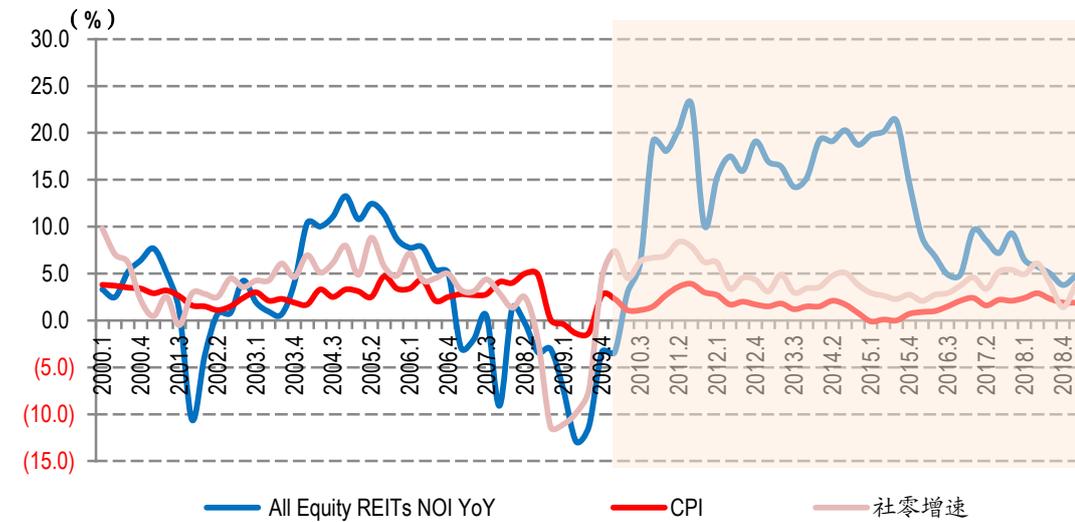
图表 76、Realty Income Same-Store Rent 增速


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 77、Simon Property Comparable Property NOI YoY


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 78、大多数情况下，美国权益类 REITs NOI 增速基本高于 CPI、社零增速



资料来源：NAREIT、Wind，华创证券

2、Cap rate: “弱经济+宽货币+紧信用”下，优质资产受益于 10Y 国债和风险溢价双重下行

另一方面，商业地产的 $Cap\ rate = Risk\ free\ Rate + Risk\ Premium$ 。上文已经提到，整体货币宽松将导致无风险利率下行，而资金偏好高评级债将导致优质资产风险溢价下行，因此商业地产的 Cap rate 也将下行，其中，优质商业地产享受无风险利率下降外，还将享有更低风险溢价，从而推动其价值的双重提升。

从国际对比来看，伴随着 10 年期国债收益率的下行，美国和日本都出现了 Cap rate 的一路下行，美国从 2000 年的 10.4% 降至 2019 年的 5.4%，日本从 2002 年的 6.2% 降至 2018 年的 4.5%。值得注意的是，日本市区零售地产 Cap rate 从 08 年低点 4.17% 进一步降至 3.85%，而郊区则从 5.16% 波动涨至 5.36%；并且两者 Cap rate 差值逐步扩大，从 2004 年的 0.38pct 提升至目前的 1.27pct，两者之间分化体现了市场对于核心资产所给予的风险溢价更低，也就是市场更加偏好核心区位的资产。

图表 79、Cap rate 受益于无风险利率和风险溢价双重下行



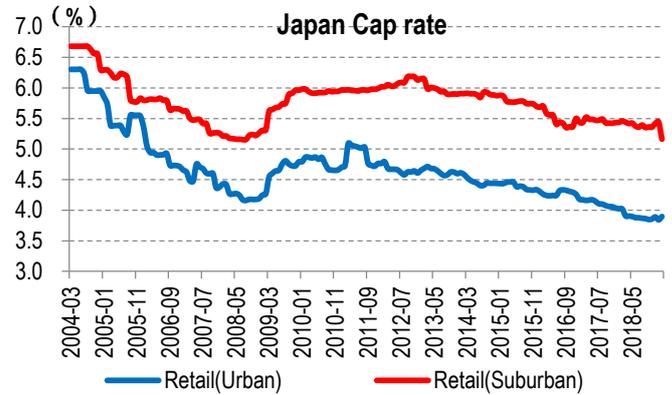
资料来源：华创证券整理

图表 80、日本 10Y 国债收益率逐步下行



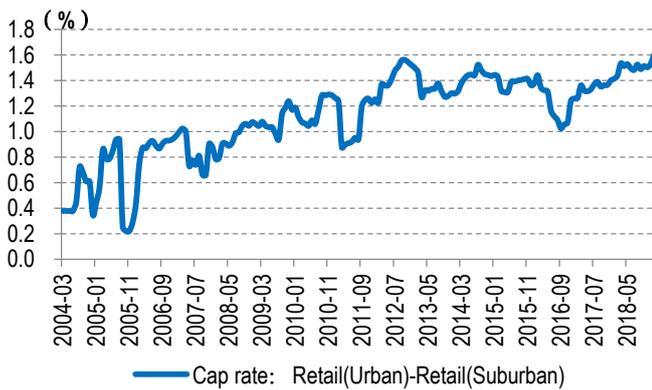
资料来源: Wind, 华创证券

图表 81、日本市区郊区零售地产 Cap rate 分化



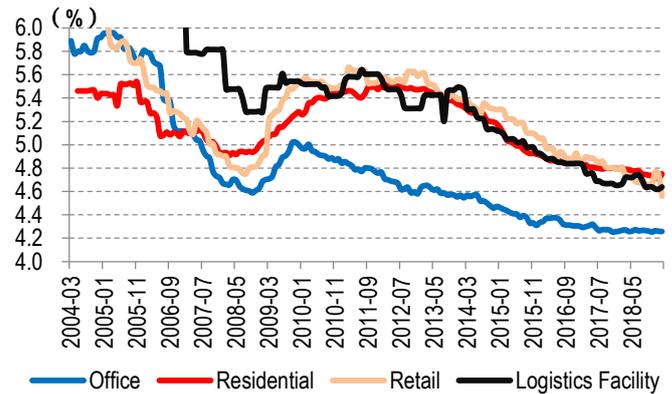
资料来源: ARES, 华创证券

图表 82、日本市区郊区零售地产 Cap rate 差逐步扩大



资料来源: ARES, 华创证券

图表 83、日本不同业态资产 Cap rate 分化



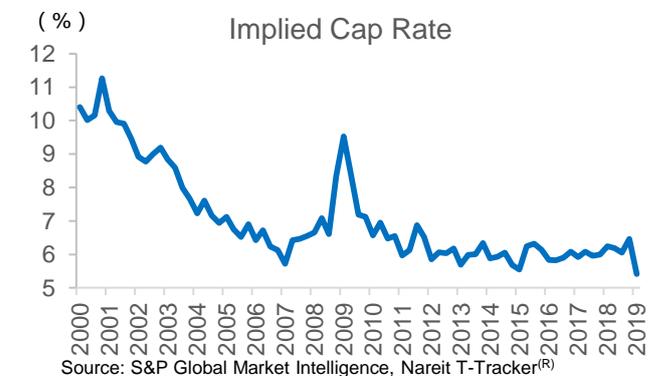
资料来源: ARES, 华创证券

图表 84、美国 10Y 国债收益率逐步下行



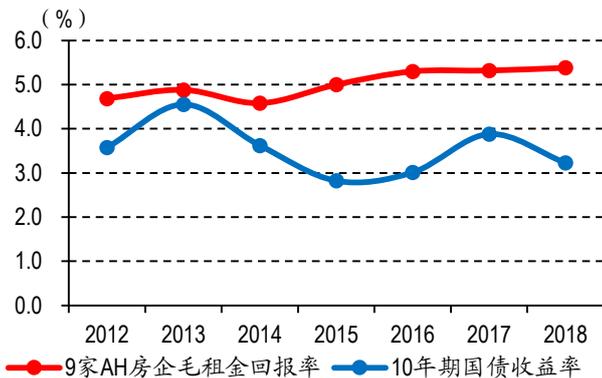
资料来源: Wind, 华创证券

图表 85、美国 Cap rate 逐步下行



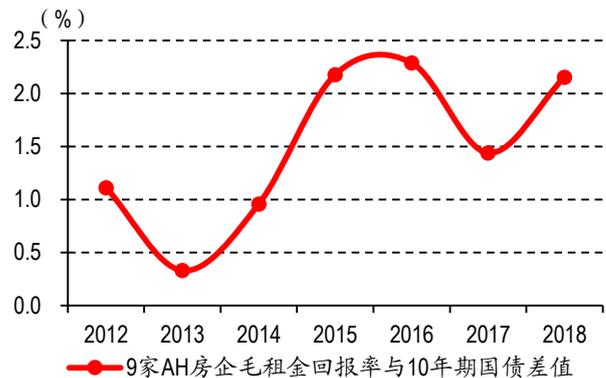
资料来源: NAREIT, 华创证券

此外，微观来看，优质商业地产租金回报率稳步提升，侧面反映租金增速和资产价格稳步上行。由于行业租金回报率数据的可得性，我们在此统计主流 9 家 AH 房企的毛租金回报率（租金/投资性房地产账面价值）在 2014 年至今稳步增长，并且其与 10 年期国债收益率差值逐步扩大，体现了租金收益率逐年稳步提升；并且目前 10 年期国债收益率有持续下行趋势，后续租金回报率的吸引力则更加可观。

图表 86、9 家房企毛租金回报率与 10Y 国债收益率


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

注：9 家 AH 房企指：世茂股份、金融街、泛海控股、大悦城地产、龙湖集团、华润置地、金地商置、SOHO 中国、宝龙地产

图表 87、9 家房企毛租金回报率与 10Y 国债收益率差值


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

注：9 家 AH 房企指：世茂股份、金融街、泛海控股、大悦城地产、龙湖集团、华润置地、金地商置、SOHO 中国、宝龙地产

四、投资建议：优质商业地产受益资产荒，流动性宽松驱动价值重估，推荐核心商业地产标的

我们复盘了过往全球宽松周期，以美国为例研究发现各大类资产中，国债、REITS、黄金和商业地产收益率按顺序大幅跑赢，国内则是黄金、房价和国债大幅跑赢，其中，历史表明商业地产在宽松周期中高收益优势及抗通胀能力突出。本轮全球宽松周期自 19 年初开启，目前 30 余国家及地区陆续跟进降息，我国自 18 年 4 月开始实施了 6 次降准+1 次 LPR 降息，由此催生了内外资对我国商业地产的大宗交易热潮。本轮我国采用“宽货币+紧信用”将导致流动性相对宽松、但优质资产却极其紧缺，从而形成不同以往的优质资产荒。而就优质商业地产而言，NOI 影响机制在强弱周期中恰当切换赋予其稳定的现金流，从而确保其受益优质资产荒，而无风险利率和风险溢价的双双下降则推动 Cap Rate 下行，从而推动其价值双重提升。我们看好流动性宽松下优质商业地产受益优质资产荒和价值双重提升，维持推荐核心商业地产标的：大悦城，并建议关注：中国国贸和金融街等；此外，我们维持开发板块推荐评级，维持推荐：1) 低估值、高股息龙头：保利地产、金地集团、万科 A、融创中国、绿地控股、招商蛇口；2) 二线成长蓝筹：中南建设、阳光城、旭辉控股、金科股份、首开股份、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展；并维持物管板块推荐评级，维持推荐：中航善达，并建议关注：碧桂园服务、永升生活服务。

五、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧以及流动性宽松不及预期。

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com	
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500