



▲分析認為，為防患於未然，中國一定要堅持「房住不炒」的政策定位，加緊建立促進房地產市場健康發展的長效機制
中新社

「保匯率還是保房價」係偽命題

近年來，在國內有一個與「保匯率還是保儲備」同樣飽受爭議且熱度不減的話題，那就是「保匯率還是保房價」。那麼，房價和匯率之間究竟存在怎樣的聯繫呢？二者是否存在非此即彼的關係？本文擬從理論和實證兩個方面，試圖回答上述問題。



集思廣益
管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

理論上，房地產具有商品和投資品雙重屬性。從商品屬性看，房地產的「一價定律」不成立；從投資屬性看，房價取決於投資者的風險偏好。

房地產的商品屬性：「一價定律」不成立

購買力平價理論是經典的匯率決定理論之一。該理論以「一價定律」為基礎，認為用同一貨幣表示同一種商品在不同地區的價格應該相等。因此，根據購買力平價理論，一國商品價格（或通脹水平）和匯率之間存在正相關關係。這也是主張在高房價與高匯率之間只能「二選一」的重要理論基礎。

然而，「一價定律」成立的前提條件是商品為可貿易品，即當交易成本為零時，消費者的跨國套利行為會導致這種商品在不同國家間的價格最終趨向一致。但從房地產的商品屬性來看，由於房屋具有不可移動性和消費區域性，這決定了不同地域的房價水平存在較大差異，也就是說「一價定律」對於房地產而言並不成立。

造成一個國家不同城市和區域之間房價差異的主要原因在於：伴隨城市不斷擴張，大城市和中心城區的經濟發展速度往往較快，公共產品投入（如交通、教育、醫療）更多，高端產業也相對集中。這些區位條件差異導致不同區域的房價水平高低不一。

在一個國家或一個地區內部是如此，在不同國家之間更是如此。由於部分國家對居民跨境購房存在外匯管制，或者在稅費等方面增加了對外國人投資房地產的限制，這勢必會削弱國家間房價水平的趨同性。

根據國際貨幣基金組織發布的《2018年匯兌安排與匯兌限制》，澳洲、加拿大和新西蘭均對海外購房者實施了新的限制措施，以遏制本國不斷上漲的房價。例如，澳洲維多利亞州和新南威爾士州對海外購房者徵收附加稅，澳洲聯邦政府還對海外購房者徵收空置稅並取消了對外國納稅居民徵收資本利得稅的豁免，這些政策都是為了限制房地產開發商向外國業主的銷售。即便歐盟市場內部實現了商品、資本、服務和人員的自由流通，但不同國家之間的房價水平依然存在較大差異。

房地產投資屬性：價格取決於市場的風險偏好

房地產的投資需求主要分為出租需求和投機需求。前者是指投資者採用以租賃房的方式獲取房屋租金收益；後者是指投資者通過轉手出售的方式獲取房屋增值收益。

所謂租金收益率，是指年租金與購買房屋總價的比值，類似於股票市場的紅利收益率。在一個成熟的房地產市場裏，由於租房需求代表真實的居住需求，作為住房服務價格的租金和作為住房資產價格的購價之間應當存在一定的相關關係。國際上合意的租金收益率通常為4%至6%。但國際房價統計數據庫Numbeo的數據顯示，2018年中國中心城區和郊區的租金收益率分別為1.8%和2.1%，而美國中心城區和郊區的租金收益率則高達10.8%和11.8%，中國住房租金收益率顯著低於其他國家。

此外，在投資性購房者中，一部分人是以空置的方式等待獲利空間，因此，可以通過對比各國住房空置率來觀察房地產市場的投機程度。根據西南財經大學的調查數據，中國住房空置率為22%，遠高於包括日本（14%）、美國（13%）、德國（8%）等在內的大多數國家。

中國房地產市場投資者風險偏好較高，與國內房地產價格波動較大、上漲趨勢明顯密切相關。為了說明這一點，本文提取中美兩國住房價格指數的周期項和趨勢項進行了比較分析。

從周期項可以看出，美國房價波動頻率低、波動周期長，整體表現較為穩定；相反，中國房價波動頻率高、波動周期短，適合高風險偏好的投資者。

從趨勢項可以看出，在1999年至2018年期間，美國房價表現出「上升—下降—再上升」的趨勢；中國房價則一直處於上升態勢，持續上漲的房價進一步刺激了中國房地產市場投資者的投機需求。

從國際經驗看房價與匯率的關係

日本20世紀90年代初房地產泡沫破裂後匯率先漲後跌。1985年「廣場協議」簽署之後，日圓兌美元匯率開始大幅升值。為抵銷日圓過度升值對經濟造成的不利影響，日本中央銀行在1987年至1989年期間將貼現率連下調至2.5%的低位。低利率導致大量流動性進入房地產和股票市場，資產價格泡沫日益積聚。

1989年之後，為了抑制泡沫經濟膨脹，日本中央銀行多次上調貼現率，同時日本政府開始壓縮房地

產信貸規模，導致房地產泡沫破裂。在1991至2000年的十年時間裏，日本名義住房價格指數下跌了22%。

泡沫經濟破裂後，日本中央銀行開始實行寬鬆的貨幣政策，從1991年7月1日起將貼現率連續下調九次，累計降幅達550個基點，到1995年9月8日降至0.5%。但低利率政策不僅沒有導致日圓貶值，反而伴隨着日圓升值。20世紀90年代前期，日美貿易失衡問題沒有得到根本改善，1991至1994年，日本在美國貨物貿易逆差中的佔比仍然在40%以上。迫於美國壓力，日圓處於持續升值態勢，1995年4月日圓兌美元匯率最高升至80:1。之後，受美國推行強勢美元政策的影響，疊加1998年亞洲金融危機衝擊，日圓開始逐步貶值。1998年8月，日圓兌美元匯率跌至147比1的低位。

從日本經驗看，20世紀90年代初房地產泡沫破裂的主要原因在於宏觀政策應對不當，而非政府為了穩匯率而有意為之。實際上，即便是房地產泡沫破裂後日本房價持續下跌，日圓匯率卻是先漲後跌。日本政府並未面臨「保匯率還是保房價」的兩難選擇。

主要結論及啟示

從國際經驗看，匯率作為一種資產價格，會受到多種不確定性因素影響。不過，影響匯率和房價走勢的因素不盡相同。在不同國家的不同時期，不斷變化的匯率走勢與房價之間不存在穩定的相關關係。在房地產泡沫危機時期或匯率出現劇烈波動時期，即使房價下跌和匯率貶值之間存在相互影響機制，但各國政府也並沒有面臨「保匯率還是保房價」的難題。

對中國來講，「保匯率還是保房價」本身也是個偽命題。這種輿論炒作通常發生在人民幣匯率承壓之際，通常是市場看空情緒的宣洩，與「貨幣超發必然導致人民幣貶值」異曲同工。當然，如果房地產市場不能夠實現良性發展，勢必加劇中國經濟金融體系的脆弱性，進而加大宏觀調控的難度。從瑞典和泰國的經驗看，如果發生房地產市場崩盤，屆時很可能不是保匯率或保房價的問題，而是兩者均難以保全。

為了防患於未然，中國一定要堅持「房住不炒」的政策定位，加緊建立促進房地產市場健康發展的長效機制。當前，在新冠疫情防控制常態化的背景下，在做好「六穩」、「六保」工作任務的同時，務必把穩增長與防風險的有效平衡，確保房地產市場和外匯市場平穩運行。

製造業投資增速或放緩



明若觀火
明明

中信證券固定收益首席研究員

8月製造業投資的改善超出了大部分投資者的預期。從8月以前的走勢上看，製造業投資增速的修復斜率是在放緩的，從4月份深V反彈到-4.75%後，後續四個月的修復不足2個百分點，而8月份卻猛漲修復8.1個百分點，上行至5%。8月的投資表現是否意味着製造業投資增速重回高斜率修復呢？筆者認為，在8月的超预期修復過後，修復最快的階段大概率已經過去，年內剩餘月份製造業投資增速可能是「先降後升」的節奏。

少數行業貢獻了主要的增幅。從主要製造業行業上看，多數行業8月份的固定資產投資增速較7月份邊際改善，但是改善比較多的實際上只集中在少數幾個行業——黑色、醫藥、化工、食品、通用和專用設備製造業。黑色（對8月製造業投資增速的貢獻為2.39%），電子（1.39%）和醫藥（1.32%）合計貢獻了5.1%的製造業投資增速。如果剔除這三個行業的影響，其他製造業的整體投資增速依然是下降的。

黑色金屬冶煉及壓延加工業投資單月爆發，但預計持續性不強。8月黑色行業投資的爆發式增長或許也是相對剛性的投資周期與疫情導致的投資延期疊加後產生的「報復式」回補。這種單月的報復式回補並不能長久持續：參考去年，黑色行業投資在2019年上半年也曾高增（4月份的單月高點超過65%），但全年最終增長鎖定在26%，而今年1-8月的累計同比增速已經達到23%，繼續衝高向上的動力相對有限。如果黑色行業投資在8月的表現僅僅是一個脈衝式的增長，那麼接下來的回落可能對製造業投

資增速形成邊際拖累。

電子和醫藥投資高增源於內外需求的共振。從外部需求來看，在全球疫情肆虐的過程中，中國成功扮演了全球供應中心的角色，機電、音像設備及其零部件，醫療儀器、醫療器械等產品的出口需求大量增加，是上述兩個行業利潤較好、投資需求旺盛的重要原因。另一方面，內部需求同樣不弱，社會消費品零售總額中，通訊器材類消費品在1-8月的同比增速達到了8.9%，中西藥品類5.8%，遠高於其他消費品（社會零售1-8月累計同比-8.6%）。內外部基本因素共同支撐上述兩個行業。

汽車業具修復空間

生產和需求較強，但當前投資偏弱的行業可能是未來拉動投資增速繼續上行的動力。這些行業在1-8月的生產或者利潤增速位於正區間，但是當前的投資增速為負；比較典型的是通用、專用設備製造業和汽車製造業。受益於工業生產的快速恢復，通用設備和專用設備的需求非常旺盛，其生產活動在諸多行業中率先復甦，並保持在較高的增速區間，對應到投資端，8月的投資增速也出現了比較明顯的邊際抬升。汽車行業的需求同樣旺盛，但投資端尚未有所體現，可能具備進一步修復的空間。

製造業投資增速在8月的超预期修復過後，修復最快的階段大概率已經過去，年內剩餘月份可能是「先降後升」的節奏。邏輯最為順暢的電子、醫藥行業仍有望保持比較強勢的投資增速。生產和需求端表現已經相對較強，但投資端尚未有所表現的行業，可能具備進一步修復的空間，比較典型的是汽車行業。

隨着地產和基建的力度已有見頂趨勢，地產、基建產業鏈上游的行業的投資、產出增速或有一定回落，但短期也有所支撐。



預熱末季樓市小陽春



主樓布陣
布少明

美聯物業住宅部行政總裁

受疫情影響，過去多月樓市購買力一直積壓，但隨着疫情緩和及發展商積極推盤，新盤戰正進一步升溫。再加上本港處於低息時代及市場資金氾濫，預期購買力勢進一步釋放，有望先為末季樓市，甚至為農曆新年的樓市「預熱」小陽春來一個「預熱」。

個人認為，隨着近期不少新盤「摩拳擦掌」競相爭推，當中不乏全城矚目的大型項目。假如全部順利悉數推售，不排除全月一手成交量錄得約2000伙，按月倍增，預期四季度一手住宅銷售或錄得6000伙，較去年四季度約3067伙升近一倍。

其實新盤「百家爭鳴」致交投暢旺，往往亦帶動其後二手樓市表現。翻查過往資料，政府於2016年底為樓市「加辣」，一度令樓市陷入「冰封」，惟在2017年農曆新年前，有大型矚目新盤推售並錄得理想反應，其後樓市出現小陽春，樓價亦止跌回升。

另一例子是2018年下半年，其時香港樓市一度受中美貿易戰影響而表現平穩，但隨着年底觀塘區大型新盤應市，即時燃起樓市火熱氣

氛。二手註冊量於翌年開始顯著回升，由2019年1月份的2616宗急彈近104%至4月份的5336宗；期內樓價指數亦回復升勢，由此可見新盤熱銷的威力。

新盤供應仍不足

近期新盤氣氛漸入佳境，促使私人住宅落成量繼續追趕。根據差餉物業估價署資料，今年首八個月累積落成量1.3076萬伙，較去年同期增逾一倍，單計8月份亦有1622伙落成，按月勁升約18.5倍。但若對比全年預測的2.0854萬伙，只達標約63%，供不應求的情況仍難以改善。簡單而言，根據經濟學定論，物品價格往往由供求釐定，物業市場當然亦不例外。按照目前情況，如果樓市新增供應持續短缺，那麼樓價難免居高不下，這是不爭事實。

故此，筆者認為如果政府有意舒緩樓價企令年輕人難以上車的「歷史問題」，必須由供應層面做起，在未來加速覓地建樓。10月中新一份施政報告將出，振興經濟的方案固然是焦點，但是政府亦應及早為「辣招」制定有效的退市策略或「日落條款」，一來可大大增加業主資金周轉的靈活性；二來可增加盤源供應，令樓價得以健康調整，進一步減低上車難度；三來可盡快提振本港「疫後經濟」與樓市復甦，一舉多得。