



▲從政策角度論之，在「房住不炒」的核心原則下，全國各主要城市限貸政策不太會出現大幅「鬆綁」

## 中國房地產盛夏將逝

從中長期來看，支撐房地產市場繁榮的基礎是人口增長與居民收入增長，就中國而言，人口老齡化伴隨着收入增速下降將抑制居民的置業需求。與此同時，「房住不炒」的政策和房地產稅的預期將抑制房地產投資需求，也因此，中國房地產的盛夏已經悄悄地離開。



中國首席經濟學家論壇  
研究院副院長

### 一、樓市長期繁榮基礎

一般而言，房價上漲的驅動因素通常分為兩類：由人口增加和收入增長驅動的居住需求；由貨幣政策和稅收政策推動的投資動力。

#### 1.美國六十年房地產繁榮的原因

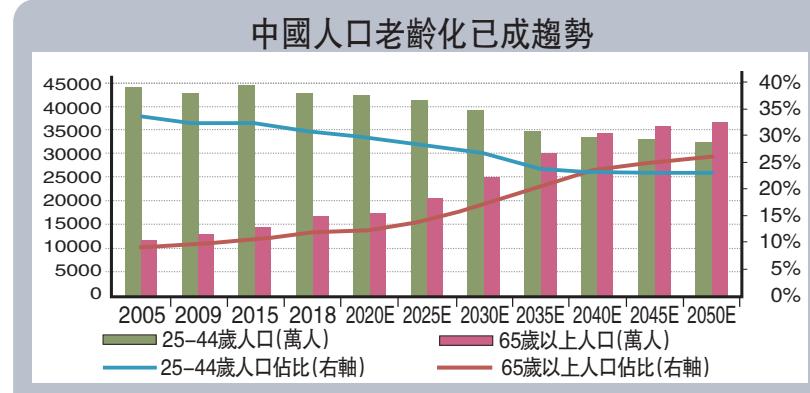
二戰結束後，美國房地產業經歷了近六十年的平穩發展，人口增長是支撐房價長期上行的基礎。二戰後的嬰兒潮一代在70-80年代成家立業，這一時期美國青壯年人口規模和增長率均為二十世紀的高峰，25至44歲人口增長率從年均0.3%提升至其後二十年的年均2.7%，人口的自然增長形成對住房的巨大需求。二十年後，到了2000年，他們的下一代長大成人，中青年人口規模再次出現一次小幅上升，兩次婚育人口增長高峰均伴隨着三至九年後住房價格的顯著上行。

此外，居民收入的變化也是影響房價的重要因素。最近三十年（1990-2020）的數據顯示：美國的房價指數和居民收入水平的變化呈現明顯的同步性。

除了人口和收入以外，貨幣政策和金融環境也是影響房價的重要因素。上個世紀60年代以來，美國每個住房銷量高峰背後均是聯邦基金利率的明顯下調。進入90年代後，雖然25-44歲的青壯年人口增速放緩，但貨幣寬鬆和一系列住房貸款優惠政策催生的投資需求依然在支撐美國的房價持續走強。尤其是2000年互聯網泡沫破滅後，美聯儲先後12次降息，把聯邦基金利率從6.5%下調至1.75%，極大地刺激了住房銷售，導致房價指數創下六十年新高。寬鬆貨幣政策激發的投資性需求也是促進地產繁榮甚至催生地產泡沫的重要因素。

除了寬鬆的貨幣政策以外，寬鬆的信貸政策和高度金融化也是催生地產需求的重要因素。例如低首付甚至零首付的住房按揭政策。聯邦住房金融局設置較低的房貸首付比例，並通過眾多保險機構的首付減免政策進一步降低實際首付比例，例如，兩房規定的美國合規房貸首付比例名義上為20%，實際購買FHA保險可降低至3.5%，一些機構提供的房貸保險更能使符合條件的購買者零首付獲得住房貸款。

信用一再下沉導致房屋貸款發放機構的風險敞口不斷擴大，此時房貸金融化高度發達的市場在幫助



放貸機構回籠流動性、轉移風險的過程中扮演了重要的角色。70年代房地美和吉利美成立，其後二十年內MBS（抵押支持債券）和CMO（MBS的一種衍生品種）的發行規模翻十倍有餘，2001至2007年房地產泡沫時期美國住房抵押貸款債券總發行量最高擴大近一倍，其中非機構發行量年均增長68%。房貸金融化形成的風險轉移機制進一步刺激信貸機構肆無忌憚地貸款發放的門檻，擴大房貸的規模。

#### 2.日本「失去的二十年」

1950至1975年，日本實現了城市化率從30%到76%的飛躍，家庭可支配收入年均增長12%，同時青壯年人口佔比上升，社會置業需求大幅增加，三個因素共同帶動房價指數於1973年達到周期頂峰。隨後人口結構出現拐點，25-44歲的青壯年人口比例自1976年（最高峰32.9%）開始逐年回落，而同期老齡人口年均增速卻由1.9%提高到3.4%，家庭可支配收入1998年到達近50萬日圓的峰值，之後保持年均0.05%的極低增速，購房需求相應受到壓制。整體而言，人口與收入的增長助推了日本70年代的房地產繁榮，而老齡化和收入增速下降是90年代房價泡沫破滅及後來房地產發展持續低迷的主要原因。

與美國不同，日本的主流住房貸款首付比例維持在10%-30%的水平，抵押支持證券在二級市場的流通有嚴格限制，且當時日本的金融市場制度不支持住房抵押貸款原始債權人轉移信貸風險，這使得日本無法像美國一樣通過鼓勵低信用人群購房的方式維持房地產景氣。在居民置業需求回落的情況下，80年代後期，為抑制《廣場協議》簽訂後日圓過快升值，日本央行多次下調再貼現率，長期貸款利率亦隨之下降至1987年4.9%的最低位，疊加實體經濟利潤率不斷下滑，導致大量企業資金湧入地產投機領域，推動90年代的地價飛漲。投機需求在推動房價上行的同時加劇泡沫化，1989年起日本收緊貨幣政策，上調基準利率，房價泡沫終於破滅。

#### 2.「房住不炒」的政策和房地產稅的預期將抑制房地產投資需求

從政策角度看，在「房住不炒」的核心原則下，全國各主要城市限貸政策不太會出現大幅「鬆綁」。自2018年以來，首套房首付比例30%、二套房首付比例普遍不低於40%的主流規則也不會有過多放寬。在住房信貸渠道有限的情況下，這些政策有效抑制了低信用、低收入群體的貸款購房需求。與此同時，2018年以來，房地產稅立法一直箭在弦上，影響着投資者對未來房屋資產的持有成本的上升預期。

在上述兩項政策的約束下，流動性因素對住宅供求的影響已經十分有限。更何況疫情影響強度淡化之後，2021年全球貨幣政策都傾向於從寬鬆走向常規化，中國也不會例外。

## 疫情反彈壓制風險偏好



遠見卓識  
王涵

興業證券首席經濟學家

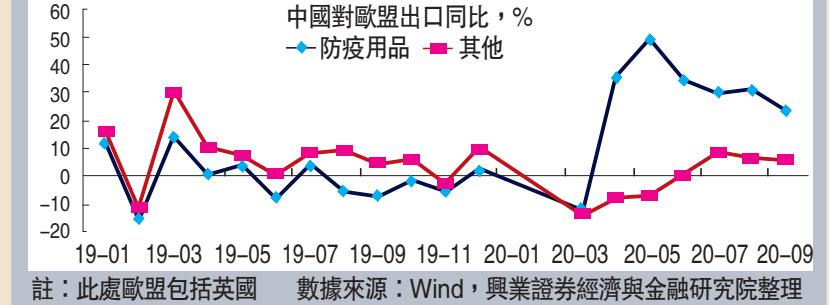
台活動限制政策，疊加近期財政刺激信息反覆，也共同壓制了風險偏好，這可能是近期海外震盪的主要原因之一。

3月份的暴跌行情是否會重現？經濟齒輪尚未完全停止轉動，流動性暫未明顯惡化。但與此同時，和海外疫情第一輪爆發後經濟幾乎全面停工相比，本次的歐洲封鎖等級並沒有那麼高，並且美國部分州仍在全面開工，經濟齒輪尚未全部停止轉動。關注到美國流動性尚未明顯惡化，目前尚未看到明顯的系統性風險。而考慮到防疫升級後，傳染速度有望得到控制，未來歐洲疫情進一步升級的風險實際上將有所減弱。

需要注意的是，短期內海外「高估值」仍可能導致「高波動」。6月後，抄底美股的資金大幅流入非美市場，推升了全球大類資產的估值。目前全球主要經濟體股市的估值已基本接近歷史高位。因此，疫情、基本面和政策的小幅邊際變化對資產價格的影響，都將被放大。短期來看，尤其是美國大選塵埃落定前，不確定性或仍壓制風險偏好。

對中國的影響：短期市場情緒上或有擾動，中期經濟整體影響較有限。短期來看，海外疫情的反覆和海外市場的波動，可能會對整體的風險偏好產生壓制，但系統性風險目前來看較為有限。中期來看，美歐疫情二次反覆，對中國經濟（出口）的影響目前可能也比較有限。

### 歐洲疫情二次反彈，對中國出口影響可能較為有限

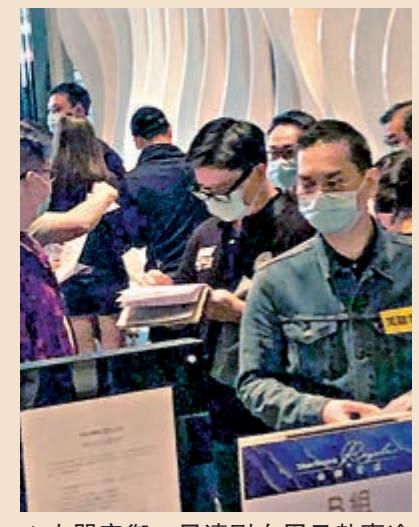


## 新股暢旺 新盤亦具吸引力



樓語縱橫  
陳坤興

O房網香港董事總經理



▲屯門帝御·星濤剛在周日熱賣逾200個單位

的30.6萬億元，顯著增長至今年9月底的41.6萬億元，升幅達36%。

### 金融中心地位穩固

此外，過去一年港股每日成交額亦有所增加，首九個月的平均每日成交金額為1257億元，較去年同期的905億元上升39%。整體而言，從港交所的數字可以反映，即使在新冠病毒的打擊下，對本地各行各業的衝擊亦相當巨大，但港股的集資能力、成交暢旺度，以至總體市值均有顯著增長。

即使在疫情下，今年本地股票市場仍然大豐收，港股總市值按年增加11萬億元之多，反映香港作為國際金融中心的地位仍然未有動搖。儘管在中美爭拗愈趨白熱化，國際金融中心地位曾飽受質疑，但從港股集資能力來看，國際金融中心地位仍然無可取替。再者，股票市場及樓市向來都是密不可分，近期股票市場轉趨暢旺，相信亦可帶動樓市交投穩步增加，在金融市場的帶動下，亦增加了本港樓市抗跌力。

被喻為「人類有史以來最大規模融資」的螞蟻集團，選擇在內地及香港「A+H」同步上市，反映港股市場集資能力仍冠於歐美市場。事實上，今年首季港股集資金額已達4738億元，按年大幅增加一倍以上，而總體港股的總市值（包括主板及創業板），亦由去年同期