



►日本房地產泡沫的膨脹與破裂，可作為中國經濟發展的歷史借鑒。

日本是二戰後第一個由發展中經濟體跨入發達經濟體的國家。其後作為世界第二大經濟體，連續遭遇了美國戰略遏制、人口的老齡化、房地產泡沫的形成與破裂、產業結構的變遷等一系列挑戰，對當前中國經濟發展提供了較為豐富的歷史借鑒。在國際局勢波譎雲詭的當下，重讀歷史會給我們帶來新的啟示。

日本樓市泡沫破裂的啟示

政經透視 鍾正生
平安證券首席經濟學家

1980年代中期，日本股市、房地產市場不斷升溫，資產泡沫逐漸形成。日經225指數由1985年末的13000點升至1989年末的接近39000點，漲幅接近200%，同期日本6個主要城市土地價格指數漲幅達129%。但1990年開始，日本股市率先下跌，日經225指數當年跌幅接近40%。隨後，股市下跌傳導至房地產市場，日本土地價格也開始了漫長的下跌，1991年末至2005年末，日本6個主要城市土地價格指數跌幅達76%。

日本房地產泡沫的膨脹與破裂，對中國當前房地產市場帶來以下啟示：

一、中國房地產市場需要防微杜漸、防範相關風險

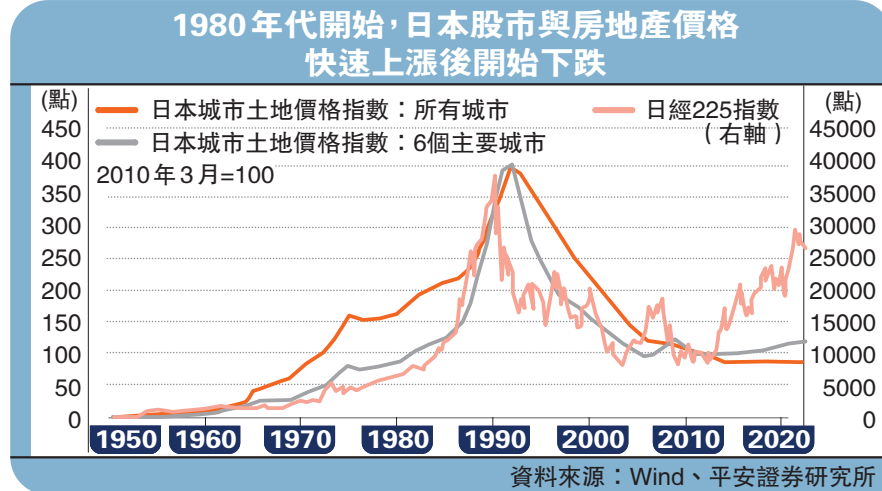
1) 中國人口老齡化進入快速提升階段。2021年中國65歲以上人口佔比已達到14.2%，達到深度老齡化標準。人口老齡化的結果：一方面，適齡購房人口減少。從作為買房主力的20至49歲人口佔比來看，日本在1970至1975年見頂後進入趨勢性下滑，中國則在2011年見頂後，出現了比日本1975至1990年更快的下滑。另一方面，人口老齡化意味著撫養比上升，會影響整體住房購買能力。中國人口撫養比2015年開始進入上升階段，2020年達到42.9%，與1990年前後的日本相近。

2) 近年來中國居民部門槓桿率快速攀升，已達到較高水平。根據BIS（國際清算銀行）的統計數據，中國居民部門槓桿率由2006年末的10.8%大幅增長至2021年末的61.6%，絕對水平與1988年的日本相近。2020年底中國推出房地產貸款集中度管理制度，分檔設置房地產貸款餘額佔比和個人住房貸款餘額佔比兩個上限，有效遏制了居民部門槓桿率快速攀升的勢頭，但也對房地產市場形成了較強衝擊。

3) 橫向比較來看，中國大城市房價收入比過高。根據東京都都市整備局的數據，1985至1989年東京房價收入比由5倍升至11.9倍，在房地產泡沫破裂後快速回落。相比之下，2020年中國50大中城市的房價收入比為12.4倍，不可謂不高；北上廣深四個一線城市的房價收入比更是達到24.3倍。

二、中國房地產市場仍有不少支撐因素

1) 中國農村人口城鎮化、特別是市民化仍有較大空間。目前中國人口城鎮化率為64.72%，相當於日本1960至1965年的水平，此後日本城鎮化率進一步抬升，到1975年上升到75.91%後才放緩。這意味着，中國城鎮化率仍有10個百分點左右的提升空間。不同於日本較為自由的戶口流動制度，中國戶籍制度對人口流動仍存在一定影響，2020年中國戶籍人口城鎮化率僅為45.4%。未來在農村人口、流動人口真正市民化的過程中，還將創造出增量的房地產購買需求。



2) 中國人口還將進一步向都市圈和城市群聚集。在城市學研究中，通常把70%作為城鎮化發展的轉折點，即城鎮化從「農民進城」的快速增長階段進入「人口向中心城市聚集」的穩定發展階段。中國「十四五」規劃專章也論述了「完善城鎮化空間布局」的頂層設計框架。從日本經驗來看，人口向三大都市圈聚集的過程是持續不斷的：日本三大都市圈的面積僅佔國土面積的14.2%，但所聚集的人口1955年為36.9%、到1970年上升到46.1%，此後仍然持續緩慢上升，到2020年達到52.7%。

中國房地產新發展模式正在逐步形成。2021年底中央經濟工作會議、今年兩會《政府工作報告》、國務院金融委會議等接連提出，房地產業要「探索新的發展模式」。筆者認為，中國房地產市場的底層邏輯正在發生悄然但重大的變革，發展新模式正在逐步形成。從需求端來看，農村人口和流動人口的市民化、城市群和都市圈的一體化、「住有所居」背景下的普惠性和改善型住房需求，將成為未來房地產需求的主要增量來源。從供給端來看，長租房、保障房等住房模式的重要性將逐步提升；在因城施策、房住不炒的背景之下，商品房市場也將更好滿足購房者的合理住房需求。

三、中國房地產政策調控需要鬆緊有度

1) 貨幣政策需鬆緊有度。一方面，保持「以我為主」的政策定力。1990年代日本房地產泡沫的產生，很大程度上源於一系列外部因素的壓力下，日本政府選擇了不符合國內經濟形勢的、極度擴張的貨幣政策。另一方面，也要避免總量、結構「雙緊」對房地產市場造成過度衝擊。1990年代初，日本政府出台了對房地產信貸的總量控制政策，同時日本總量貨幣政策也大幅收緊，導致除房地產以外的貸款同比增速同步下滑。這就使得本已脆弱的日本房地產市場驟然崩盤。

今年以來，中國貨幣政策彰顯出「以我為主」的魄力，結構性貨幣政策積極對沖了部分房地產領域的收縮壓力。在海外主要央行紛紛快速收緊貨幣政策的情況下，中國兩次降息，並伴隨充足的結構性貨幣政策工具，着眼國內經濟穩增長。這既得益於國內穩定供應鏈優勢的加持，也與前期中國貨幣寬鬆適度，保有正常貨幣政策空間密不可分。

2) 財政政策與貨幣政策形成合力愈發關鍵。泡沫經濟時期，日本政府採取了謹慎的財政政策，導致貨幣政策承擔了過多的寬鬆職能，助推了房地產泡沫的形成。與貨幣政策相比，財政政策具備較強的結構效應，更能規避貨幣寬鬆導致的資產價格泡沫問題。近年來，中國財政政策在穩增長中發揮了愈發重要的作用，且愈來愈注重於從供給端激發經濟主體活力。2017至2021年，財政累計減稅降費規模達到8.26萬億元人民幣；2022年在繼續減稅降費1萬億的基礎上，還推出了大規模存量和增量留抵退稅政策。

3) 審慎推行房地產稅等稅收調控政策。明治政府早期，日本就開始丈量全國土地並建立檔案，為後續的土地開發管理與課稅奠定了可靠的數據基礎。在此基礎上，日本建立了完善的市町村負責的房地產估價師制度和一套公平客觀的估價系統，保障了房地產課稅的合理性和持續性。而中國房地產市場發展時間相對較短，相關房產稅收政策僅在上海、重慶等少數城市開展了試點。未來若論證成熟在大範圍推廣前，需要進行大量的前期準備工作，且要關注相關政策推出時的房地產市場情況，避免出現房地產稅收改革加劇房地產市場調整的負反饋。

從日本教訓來看，房地產稅收政策的時點和力度選擇容易產生偏差，在「過猶不及」和「不及猶過」間搖擺。1969年，為了應對快速工業化過程中伴隨的土地價格上漲，日本政府開始對個人土地轉讓收入，視擁有土地時間的長短，實行「分離課徵」原則，鼓勵長期擁有者出讓土地、並抑制短期投機行為。但1969至1973年，日本城市土地價格繼續上漲。直至1973年日本政府進一步收緊土地稅收政策，推出特別土地保有稅和法人土地轉讓所得稅後，土地價格上漲才得以控制。1991年，日本政府創設地價稅，並強化固定資產稅、特別土地保有稅等，大幅收緊房地產稅收政策，土地價格隨之大幅下跌，成為刺破房地產泡沫的一記重槌。房地產泡沫破裂後，日本政府未能及時調整稅收政策，直到1998年才開始逐步放鬆，停徵了地價稅和特別土地保有稅，但房地產價格的下跌趨勢未能得到扭轉。

可見，日本房地產稅收政策的出台往往較為滯後，當房地產市場高脆弱性時，貿然收緊稅收政策容易引發資產價格大幅調整，且難以及時調整糾偏。

美明年四月料終止加息

遠見卓識 王涵
興業證券
首席經濟學家

美國FOMC（聯邦公開市場委員會）將於美東時間9月21日（周三）召開，美聯儲進入減息期。上周公布的美國8月份通脹數據再超預期，疊加持續強勁的新增非農就業，以及減息前美聯儲釋放的鷹派信號，美國加息預期不斷升溫。關於未來聯儲加息路徑，筆者認為，8月通脹再超預期後，市場繼續演繹緊縮交易。

上周超預期的CPI（消費物價指數）數據公布後，市場緊縮預期再度演繹。加息預期快速升溫的同時，10年期美債收益率一度上行至3.494厘。當前市場預期2022年年底加息至4.02厘（即年內剩餘3次FOMC累計加息1.64厘），CME（芝加哥商業交易所）期貨隱含9月加息1厘的概率較CPI數據公布當日有所升卻，而加息0.75厘的概率上升至82%。對於本輪加息的終點，市場預期聯儲基金利率的最高點為2023年4月的4.43厘。

聯儲快速收緊壓低短期通脹預期，



▲美聯儲主席鮑威爾近日多次發表鷹派言論，市場預期本周的加息幅度至少為0.75厘。

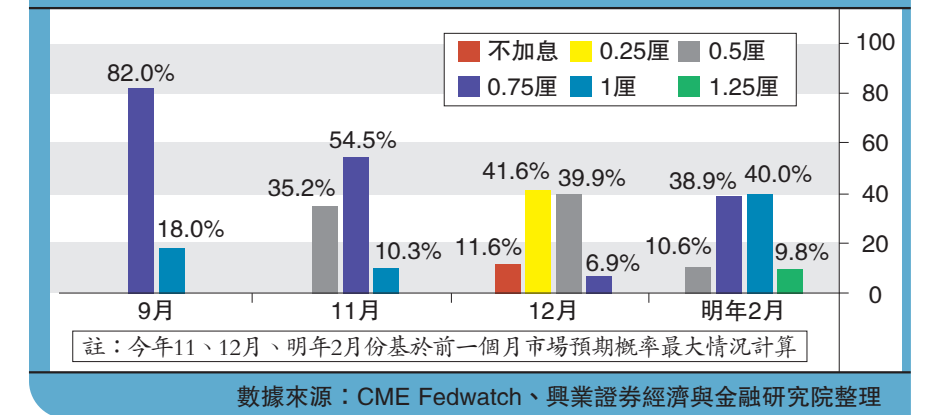
但絕對水平仍處高位。受益於近期油價下跌和聯儲持續收緊的信號，通脹預期有所緩和，消費者信心雖不及預期但較前值上漲。密歇根大學調查顯示，9月份居民1年通脹預期2.8%，創2021年7月以來新低但仍處高位；BIE商業1年通脹預期連續兩個月回落。長期通脹預期亦有所趨緩，密歇根居民5年通脹預期、Breakeven（盈虧平衡通脹率）10年通脹預期均有所下滑。

供應鏈威脅仍未消除

供應鏈壓力整體緩解，但鐵路罷工事件影響下風險仍存。2022年7月美國鐵路工會與資方談判宣告破裂，9月15日工會決定罷工前數小時達成臨時協議，但罷工對供應鏈的威脅並未完全解除。或受此影響，港口壓力小幅增加，美國港口待泊船隻數量近兩周從低位小幅反彈，港口泊位船舶等待時間有所回升。當前數據指向供應鏈壓力整體緩解：美國長途卡車運費指數、單位貨物運輸成本自2022年3月以來持續下降，8月降幅均顯著擴大；8月物流經理人指數指向庫存壓力緩解，倉儲與交運成本均下降。

關注9月FOMC最新點陣圖和SEP（美聯儲經濟預測總結），市場大幅波動期可能還未結束。通脹的黏性和強勁的就業為聯儲鷹派提供支撐，近期主席鮑威爾等美聯儲多位官員也對鷹派立場表示支持，表示美國經濟能夠承受聯儲加息，壓低通脹是聯儲首要目標。而對於11月、12月與2023年2月幾次FOMC的加息路徑，市場預期加息幅度逐步放緩但不會停止加息，聯儲後續的鴿派轉折點或需要關注後續通脹預期、經濟數據，以及就業市場能否給出持續的勞動力供需緩解的信號。

CME期貨隱含未來四次加息概率



港息趨升 買家人市審慎

樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

加息臨近，近月二手樓價持續回落。美國聯儲局本周再度進行議息會議，將於香港時間周四（22日）凌晨公布結果，再度大幅加息0.75厘幾乎已成定局，加上近月本地銀行同業拆息已顯著回升，相信香港亦有機會短期內跟隨美國加息，開啟加息周期，買家人市心態自然變得審慎。

過去數個月間，二手市場一直維持價量齊跌。根據土地註冊處的紀錄，儘管上月二手註冊量稍稍回升，結束了連跌3個月的頹勢，但也僅接近2800宗，較7月份約2700宗回升不足100伙，升幅只是約3%而已，亦是今年以來第三低的月份，目前二手仍然維持低水平。

此外，按差餉物業估價署的統計，私人住宅樓價指數從今年5月份的386點跌至7月份的376.1點，亦同樣連跌3個月，其間樓價跌幅接近3%。考慮到樓價仍然未見起色，相信稍後公布的8月份樓價指數，跌勢仍然持續。

交投持續回落的同時，二手樓價同時持續整固；事實上，因應早前新盤低價推售，加息日子臨近，二手樓價顯著

受壓，低價成交一浪接一浪，不少屋苑的成交價更跌至近年新低。

全年交投料不足4萬 歷來最淡

截至目前，年內整體二手註冊量只有約2.8萬宗而已，換言之累計今年首三季，相信二手註冊量好大機會只有約2.9萬宗而已，較去年同期約4.9萬宗，大幅回落逾四成。由於二手註冊已經持續兩個月處於3000宗以下水平，若按現時每月不足3000宗來推算，今年全年二手註冊量極有可能跌至不足4萬宗的水平。

整體而言，假設全年二手註冊量不足4萬宗，將會成為有紀錄以來全年二手交投最淡靜的一年，比起2016年全年約4.05萬宗更為淡靜，亦較去年的超越6萬宗急跌三成以上。

市況逆轉，觀望氣氛濃厚，樓價持續整固，前景是否一片漆黑，「等跌」心態要等到何時？無可否認，目前樓市就如已踏入一條漫長的暗黑隧道，但隨着樓價跌至一定水平，部分買家亦開始趁低吸納，二手交投亦已稍稍回升。相信在疫情持續緩和，入境檢疫亦可望進一步縮短至「0+7」，加上近日市面的人流亦已顯著增加，深信在暗黑隧道的盡頭亦將會有一線的曙光（Light at the end of the Tunnel）。



►受加息預期及新盤低價推售等因素影響，二手樓價顯著受壓，不少屋苑的成交價更跌至近年新低。