

美通脹將反彈 9月加息機會高



飛躍宏觀 蔣飛
長城證券
首席宏觀分析師

美國聯儲局上周加息0.25厘，聯邦基金利率目標區間升到5.25至5.5厘，為2001年1月後新高，符合預期。自2022年3月開啟加息周期，美聯儲在12次會議中加息11次，累計加息5.25厘。2023年5月開始，美聯儲轉入相機抉擇調整利率的階段。一方面，美國經濟韌性較強；另一方面，在消費物價指數（CPI）高基數向低基數切換的影響之下，下半年美國通脹可能出現反彈。因此，美聯儲9月或繼續加息。

美聯儲會議聲明幾乎沒有變化，唯一變化在於對經濟的描述更樂觀。6月聲明表示「經濟活動以適度(modest)的速度擴張」，7月聲明表示「經濟活動以溫和(moderate)的速度擴張」。雖然moderate和modest在中文釋義上非常相似，但從程度而言，moderate更加樂觀。美聯儲主席鮑威爾也表示：「美聯儲預測從今年晚些時候開始，經濟增長將明顯放緩，但考慮到最近經濟的韌性，不再預測經濟衰退。」

鮑威爾講話表明，9月加息將視乎情況，今年不會減息。在新聞發布會上，鮑威爾強調：「如果數據證明有必要，可能在9月再次提高利率，當然保持不變也是可能的，將在每次會議上進行仔細評估。」這就是美聯儲相機決策調整利率的方式，經濟數據的變化決定利率。

對於減息，鮑威爾指出：「當看到可以減息的時候，我們會放心減息，但我認為今年不會。」

美聯儲6月份縮表變慢，7月份重新提速。美聯儲資產在4月和5月分別縮減1432億和1769億美元，回吐了3月因為美國銀行業危機增加的3238億美元資產。6月份，美聯儲資產減少449億美元，這不僅較4月、5月大減，而且也處在2022年5月開啟縮表周期以來的中下游水平。截止7月19日，7月美聯儲資產已減少664億美元，縮表速度重新加快，總資產8.27萬億美元，約返回2021年7月水平，但仍仍是2020年疫情前的兩倍多。

6月份縮表減慢的主因是美聯儲拋售國債放緩。5月美聯儲拋售美國國債1015億美元創新高，6月僅減持國債192億美元，是2023年以來最少。為了平衡國債縮減放緩的影響，6月美聯儲減持MBS證券201億美元，是本輪縮表周期的第二高。截止7月19日，7月份減持國債620億美元，重回常態化，而幾乎沒有減持MBS證券。

美聯儲放緩拋售國債可能是為了配合美國財政部發行新債。6月2日至7月24日，美國財政部新增國債1.23萬億美元，其中6月新增8652億美元。如果美國財政部發行新債和美聯儲拋售國債同時進行，就導致國債供給量大增，美債利率快速上行，美財政部的發債成本就會提高。

因此，美聯儲暫時在6月減慢拋售國債的規模，等到美國財政部大幅發債的時期過去了，才重新提高拋售國債的速度。

利率仍有0.25厘上升空間

筆者預期，美聯儲將至少還有一次加息。

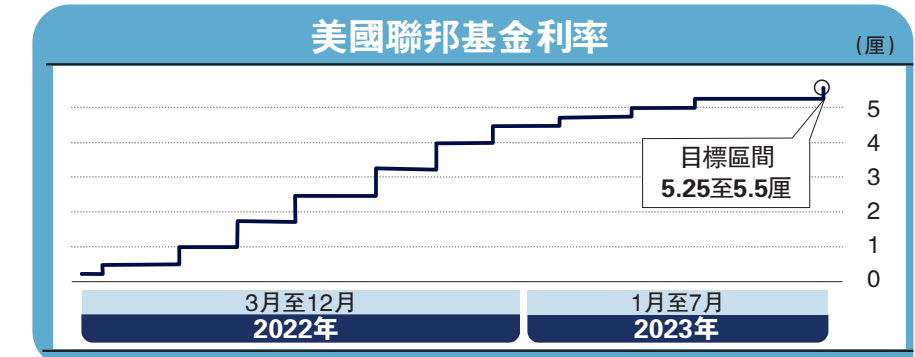
第一，高基數向低基數切換，美國通脹可能出現反彈。雖然6月份CPI增長按年放緩至3%，是2021年3月以來的最低，但2022年上半年CPI環比均值为1.02%，下半年的環比均值为0.03%，7月正好是分界線。以2023年6月份CPI環比增速0.3%來看，當高基數進入到低基數之後，美國通脹可能出現反彈。作為利率決定最重要最直接的參考指標，如果通脹回升，美聯儲有必要繼續加息。

第二，美國財政支出較高，經濟韌性較強，也支持繼續加息。美聯儲會議聲明和鮑威爾講話都表現出對經濟的信心。美國第二季GDP初值按季折合年率增長2.4%，遠高市場預期的1.8%，並較首季的升幅高出0.4個百分點。6月份，美國聯邦政府財政支出6461億美元，按年增長17.6%，在高額財政的支撐下，美國經濟維持韌性。

第三，美聯儲6月份利率點陣圖顯示利率終點在5.5至5.75厘，因此還有0.25厘的加息空間。在下半年美國經濟展望報告中，筆者認為美國經濟或將經歷一段高赤字、高通脹、高利率的狀態。經濟強韌性就意味通脹回落緩慢，甚至可能出現反彈，美聯儲就有必要繼續加息並維持高利率。



▲美國經濟強韌性意味通脹回落緩慢，美聯儲有必要繼續加息並維持高利率。



善用轉按 避免捱貴息



談樓說按 王美鳳
中原按揭
董事總經理

特區政府在7月7日落實放寬按揭措施，比起所指的「微調」更有驚喜，除了提高銀行按揭成數至高達七成，並擴大按揭價適用範圍至3000萬元，減免或降低按揭保費、上調非住宅按揭成數至高達六成、上調以資產水平申請按揭的成數至高達五成，以及放寬非來自香港收入的供款要求等，惠及層面除了包括上車及換樓人士、非住宅置業人士、海外收入置業人士等，有關鬆綁修訂亦即時造就多方面的轉按誘因，令不少供樓人士受惠。

由於按揭成數及按揭成數同步上調，不論轉按或轉按兼套現、甩按揭、轉走發展商按揭/財務按揭，亦較以往容易，轉按並可同步賺銀行回贈，筆者將於本欄逐一闡釋。

發展商按揭普遍前低後高

發展商為新盤買家提供的高成數按揭一般設有分段息率，較常見是首兩年

或三年提供低息蜜月期，第三年或第四年起之息率則跳升至P-1%至P+1%，即現約為5厘至7厘，故此採用發展商按揭的新盤買家，一般在兩三年低息期後有轉按需求，以避免捱貴息。發展商一按以八成按揭佔多，以往用家若轉按至銀行僅獲五成至六成按揭，加上近數年樓價持續牛皮未有明顯升幅，用家需補回較多首期差額，難度較大。

現時銀行按揭成數已提高至七成，以現值1300萬元單位為例，用家若要轉走發展商八成按揭，放寬後轉按至銀行所需補回首期差額，以賬面計由樓價三成降至一成，又或實質首期差額由樓價約25%降至約5%（假設在兩年多時間已歸還部分本金及樓價在相若水平），用家較易應付。

由於按揭適用樓價上限同步提高，八成按揭樓價上限提高至1500萬元，及七成按揭樓價提高至3000萬元，用家亦較易透過按揭轉走發展商按揭，當中甚至已毋須補回首期差額。

再者，是次放寬按揭亦同時調低按揭保險費，可鼓勵潛在需求的用家使用按揭，業主可先替按揭物業安排銀行估值，以了解可造轉按金額。



▲城中村改造是一個長期的工程，所涉的體量非常大，對房地產行業產生深刻影響。

繼7月21日國常會通過《關於在超大特大城市積極穩步推進城中村改造的指導意見》（以下簡稱《意見》）後，7月24日中共中央政治局會議再次強調要加大保障性住房建設和供給，積極推動城中村改造和「平急兩用」公共基礎設施建設，盤活改造各類閒置房產。一時間，城中村改造被市場演繹成房地產的新風口，加之政治局會議關於要適時調整優化房地產政策的表述，更是被市場解讀為房地產的「強刺激」。

城中村改造 穩投資帶動消費



宏觀經濟 李庚南
中央財經大學綠色金融國際研究院特邀高級研究員

筆者以為，城中村改造既是一項政策舉措，更是一個新的風向標。它顯然並非刺激樓市「救市」之策，但又必然對樓市「脆弱」的神經產生刺激，影響房地產市場預期與未來風向，從發展格局與發展模式上對房地產行業產生深刻影響。

城中村改造的目的，在《意見》中已說得非常明確，即：改善民生、擴大內需、推動城市高質量發展的一項重要舉措。更深一層看，推動超大特大城市城中村改造的用意應該是穩投資，通過穩投資帶動消費，或者說這是穩投資、促消費的政策組合拳。

刺激樓市供給與需求端

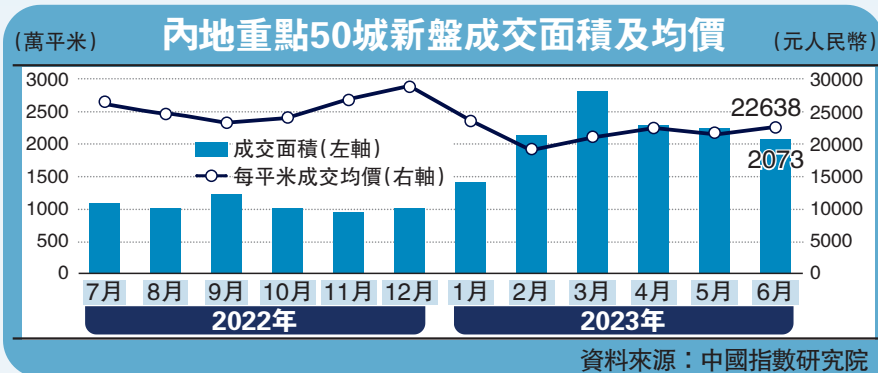
儘管上半年經濟呈現持續恢復的態勢，但經濟運行面臨新的困難與挑戰。在宏觀經濟數據上，總體表現為投資、出口增速持續放緩，消費端仍處於修復期，而問題的聚焦在國內需求不足。在這種情況下，擴內需自然成為結構性政策重點發力的方向，城中村改造則成為基礎設施投資驅動邊際遞減情況下穩投資、促消費的有效切入點。城中村改造無疑是修復內需和消費潛力的必然選擇，有助於構建先租後買的新模式，逐步讓市民升級住房消費，為商品房市場可持續發展創造條件。也就是說，這一舉措並非奔房地產而來，並非為刺激樓市下的「菜單」。

雖然城中村改造的本意和初衷並非刺激樓市，但城中村建設對應的是包括建築工程、裝修裝飾等在內的廣義房地產，其基礎與核心是保障性住房及其公共配套建設。因此，城中村改造對樓市勢必產生一定程度的刺激，包括正向和負向。問題是，刺激的力度、程度有多大。

所謂對樓市的刺激，大抵包括兩個維度：一是對需求端的刺激，即激發居民購房意願。二是對供給端的刺激，即激發房地產企業投資意願。供需兩端投資、購買意願的強弱大致可反映城中村改造對樓市的刺激度。

從需求端看，城中村改造的核心是增加保障性租賃住房供給，以保留「低成本、區位優」的租住和居住空間，不大可能形成強大的市場購買力。相反，保障性住房供給的增加及質量的提升，還會一定程度上吸納一些購房需求。

住建部於2021年8月印發的《關於在實施城市更新行動中防止大拆大建問題的通知》明確要求，不短時間、大規模拆遷城中村等城市連片舊區，防止出現住房租賃市場供需失衡，加劇新市民、低收入困難群眾租房困難。按照這一規定，城中村改造在改造方式上，顯然會以局部重建和綜合整治為主，以保留「低成本、區位優」的租住和居住空間為基本導向。這就意味着城中村改造更多地是做存量文章，基本不會形成較大的房屋（保障性住房）增量供給。相應地，在補償方式上以原地改造、實物



補償為主，在需求端基本上不會因大規模貨幣補償而形成較大的商品房購買力，更可能表現為短期房屋租賃需求的上升及租金價格的上漲。相反，還可能會因保障性住房的低生活成本，而吸納部分商品房購買力，並一定程度上帶動所在區域房價下行。

從供給端看，城中村改造的特點或決定，給房地產開發商特別提供的投資機會並不多，也未必能有效激活房地產開發商的投資意願。

一方面，城中村改造在模式上大概率以政府主導為主，房地產商介入的空間不大。按照《意見》，要堅持城市人民政府負主體責任，加強組織實施，科學編制改造規劃計劃，多渠道籌措改造資金，高效綜合利用土地資源，統籌處理各方面利益訴求，並把城中村改造與保障性住房建設結合好。但由於城中村土地性質屬於集體，居民意願統一、規劃調整往往比較困難，無論是開發商主導還是村集體主動，均比較困難。從城中村改造的公益性及城市高質量建設導向出發，開發商主導的模式也不適宜，更有可能保持由地方功能性國企主導的模式，以確保改造的公共屬性。

工程時間長 涉及規模大

另一方面，城中村改造的長周期、高成本、低收益與房地產開發商的利益驅動存在明顯錯位，房地產開發商也未必有介入的意願。由於城中村土地性質屬於集體，且很多處於城市核心地區，拆遷成本高，周期長（通常7至8年），民間資本進入的意願不高。而且，目前房地產企業上大多尚未真正走出資金鏈緊張的陰影，房地產開發商參與城中村改造的能力或差強人意。

儘管城中村改造並非刺激樓市的政策「菜單」，但又客觀上會刺激樓市本已脆弱的神經，影響市場預期。城中村改造是一個長期的工程，所涉的體量非常大。可以預見，21個超大特大城市城中村改造的啟動和持續推進，勢必對房地產行業產生深刻影響，將從幾方面影響房地產行業發展模式及格局。

其一：城中村改造推動保障性住房供給的增加，勢必對商品房市場形成擠出效應，導致商品房市場供給的進一步過剩，增大樓市壓力。《意見》明確城中村改造最直接的目的是要增加優質租賃房源供給，改善城中村內居民居住條件。這勢必會逐漸增大居民特別是新市民在居住需求方面對保障性住房的黏性，甚至會逐漸改變人們傳統的「居者有其屋」理念。在存量房市場特徵日益凸顯下，體量巨大的保障性住房或對存量房市場形

成擠壓，商品房市場供給過剩的程度將加劇。在這種預期引領下，樓市下行的壓力或繼續增大。

帶動租務 降住宅空置率

其二：城中村改造短期內或推升房屋租售比，激活租房市場，降低房地產市場空置率，推動市場結構的優化，同時減輕二手房市場下行壓力。體量巨大的城中村改造，短期將增大房屋租賃需求，推動租金上升，從而減輕存量房所有者持房壓力，進而減輕二手房市場的拋壓。特別是隨着很多城市「租購同權」的推行，很多無房者會考慮租房居住。對於持有多套房的家庭，可以「轉售為租」，激活了租房市場，客觀上將降低房地產市場空置率。

其三：城中村改造將推動房地產企業進一步分化和行業集中度進一步提升。隨着房地產大周期的退潮，房地產行業發展空間日益受到擠壓，轉型壓力加大。而國家即將啟動的超大特大城市城中村改造工程無疑是難得的機遇。但是，受城中村改造本身要求及房地產開發商實力的制約，真正能夠抓住這一機遇的將是那些仍擁有穩定現金流和較強融資能力的房地產開發商。疊加依然存在的房地產監管紅線約束，可以預見在城中村改造的大潮中，房地產企業優勝劣汰加劇，行業集中度將進一步提升。

其四：城中村改造工程表明房地產政策目標在改變，這將改變房地產市場預期，打破慣性思維。其實，今年以來市場關於優化房地產政策的呼聲日高。6月初《中國經濟時報》〈一線城市房地產限購，應適時優化調整〉一文鮮明提出要優化行政化的調控手段，讓市場看到了房地產政策優化的曙光。此次中共中央政治局會議明確指出，要切實防範化解重點領域風險，適應我國房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢，適時調整優化房地產政策。優化房地產政策顯然已被推上了議事日程。

如何優化？盡快退出不合時宜的限購、限價類行政化的調控手段顯然是市場共識。但是，從宏觀決策的角度，優化房地產政策顯然不僅在此。從推動房地產行業回歸本源的角度出發，政策的優化其實需要平衡好一個關係：既守住近年來持續調控在穩定房地產市場方面所取得的成效、有效遏制房價上漲和房企高槓桿風險，又最大可能消滅對房地產市場產業鏈的衝擊。推動超大特大城市城中村建設，顯然是當前經濟復甦期在優化房地產政策上能夠找到的最佳平衡點，是適應房地產市場供求關係發生重大變化的理性抉擇。