

## 為何美樓市不受加息影響？



微觀經濟 周浩

國泰君安國際  
首席經濟學家

在本輪加息後期，儘管美國房地產成交量大幅萎縮，但是樓價表現平穩，甚至環比小幅提升。一方面，美國樓價不降反升，標普公司Case-Shiller樓價指數自2023年2月起環比持續擴大，即便抵押貸款利率升至高位，也沒有對樓價產生顯著影響；另一方面，美國NAHB房屋市場指數雖然依舊低於50警戒線，但也出現了反轉的跡象。

再融資貸款是指已經貸款的借款人通過再次向金融機構申請貸款來獲取資金，資金用途主要包括降低房貸利率、調整貸款期限等。在2020至2021年間，美國再融資貸款佔總貸款的比重長期位於65%附近，甚至一度超75%，這意味着市場中有相當一部分人羣在這兩年間鎖定了低利率貸款。顯而易見的是，在大幅攀升的利率環境中，這部分人通常不會放棄已有的低利率，轉而以更高的重置成本重新購買房屋，很大程度上降低了二手樓的出售意願，進而在供給端形成了較大壓力。

與此同時，租金價格持續上行進一步壓降二手樓出售意願，供需持續失衡成為樓價不降反升的核心邏輯。美國CPI通脹分項增速在2023年3月見頂後穩步下行，但這只代表租金增長趨勢相對放緩，何時見頂乃至回落仍不可知。與此同時，租金上漲意味着房屋持有者可以獲得更高的租金回報，從而抵銷利率上升導致的利息支出增長，尤其是在已經鎖定較低貸款利率的情況下，將會有更少的房屋流向市場，這最終會推高樓價。

雖然新盤開發建設同樣受到高利率影響，但是新盤交易在本輪加息周期中表現格外平穩。按房屋類型看，新盤並非美國樓市最主要交易類型，長期來看佔比只有10%左右。今年以來，新盤與二手樓交易表現截然不同，尤其是在2023年的利率高位期間，新盤供需兩端均頗具韌性，全年增速呈現前低後高態勢，整體銷量較2022年甚至略有提升，佔總交易比重一度攀升至15%。

就新盤而言，一方面，二手樓市場溢出需求擴散到新盤市場，在需求端形成有效拉動。美國住宅市場當前仍處於供不應求階段。房地產交易服務公司

Bright MLS數據顯示，截至2023年11月美國房屋供應缺口在300萬至600萬伙之間，二手樓市場溢出需求擴散到新盤市場，在需求端形成有效拉動。另一方面，穩定供給是給新盤市場交易韌性的基礎。從2022年開始，新盤竣工整體呈現放量趨勢，穩定的供給在二手樓需求溢出的情況下為市場提供更多選擇。

2023年4月開始，新盤平均售價持續低於二手樓，進一步提高了新盤需求。發展商採取貸款利率優惠、費用減免甚至直接折扣等措施促銷，多種渠道下新盤平均售價與二手樓價自2023年4月開始持續倒掛，這提高了新盤市場的吸引力。

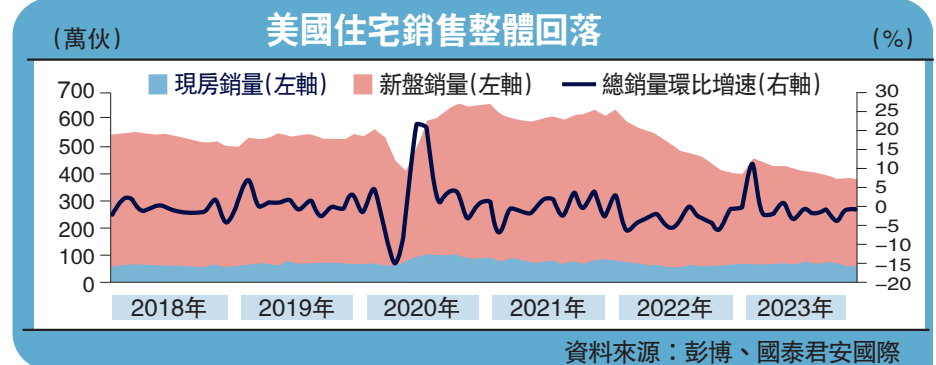
### 長期供不應求支撐樓價

減息預期下，美國房地產交易出現見底的早期信號。2023年12月房利美購房信心指數在區間震盪超過半年後迎來了首次大幅回升，較2023年11月回升2.9點，至67.2點。

長期來看，新組建家庭與新開工房屋缺口持續擴大，美國住房供需失衡日趨嚴重，供不應求將是樓價的長期穩定器。新組建家庭數量是指居住在同一住房單位內家庭數目的變化，它通常被作為衡量人口與住房需求的指標。2022年美國新組建家庭數量約為170萬戶，同年房屋新增供給約為139萬伙；若以2012至2022年為周期進行統計，11年間美國新組建家庭數量總計為1525萬戶，房屋供給增加僅有1194萬伙，缺口高達331萬伙。如果按照新組建家庭傾向於購買1個單位進行推算，11年間1個單位累計供應為850萬戶，缺口上限將達到675萬戶。

整體而言，利率已經實際回落的情況下，房地產交易量進一步下行的空間有限，但是利率中樞的上移意味着積壓需求並不會集中放量，交易明顯改善仍需等待。長期來看，美國房屋供需失衡由來已久，巨大的房屋缺口短期之內並不能填補，這也將成為美國房地產價格穩定的重要保障。

值得一提的是，從歷史角度看，美國新盤開工數量與住宅投資規模具有較強的相關性。目前不論是新盤開工數量，抑或相對領先指標新盤許可環比增速都已經出現較為明顯的上行動力，這指向了短期住宅投資不會出現過大波動，進而將會對整體經濟平穩運行起到一定支撐。



## 適時減辣 為樓市注入活力



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁  
(港澳)

近月投資市場充斥負面因素，拖累樓市表現，交投氣氛亦欠佳。惟中央政府對症下藥，及時在金融市場大打「組合拳」。人民銀行日前宣布降準0.5個百分點「放水」1萬億元人民幣穩增長；又宣布與香港金管局聯手推出「三聯通三便利」等措施提振兩地互通，反映滿滿的「救市誠意」。對於近期未見明顯起色的香港經濟而言，可說是「久旱逢甘露」。

出招之後，港股過去一周應聲急彈。至於樓市方面，消息對樓市亦有一定利好與穩定作用，似乎對準買家信心呈立竿見影的效果。據美聯物業分行統計，統計1月27至28日的周末，15個指標屋苑預約睇樓量錄約370組，較上周末續升約4.8%，連升6周並創8個月新高。



▲提振樓市，有利刺激經濟。

高，反映各區睇樓量正轉趨活躍。

無可否認，內地出招有利於香港經濟及投資市場，但事實上，本港仍飽受多項負面因素夾擊，資本市場表現依舊波動，所謂「打鐵還需自身硬」，假如特區政府只「被動地」依靠中央政府出招，相信正面效果將難以長遠持續。故此，如何主動地提振本港經濟，已屬目前特區政府的最重要任務。

有關特區政府如何主動提振樓市低迷的交表現，筆者多次於專欄詳細談及，最佳辦法自然是盡快全面撤銷樓市辣招。假如業主或商家的經濟狀態告急，急需賣樓套現仍要支付辣稅。撤辣有助加強市民周轉靈活性，又可增加盤源供應，令樓市發展更穩定及更健康。與此同時，此舉又可為樓市「鬆綁」，帶動發展商投地意欲，舒緩庫房告急的難題。

### 與6招金融新策產生協同效應

從近期樓市表現可以看出，資金對於去年10月底首階段的「減辣」措施，並未出現太大「異常反應」，所以現時特區政府理應把握時機出手以穩定本港經濟，莫可與內地的「三聯通三便利」等措同步推出以產生「協同效應」，更快捷、有效地刺激本港經濟復甦。

假如美國聯儲局減息潮、中央政府救市，以及特區政府可把握今次機會為樓市全面撤辣等利好消息相繼出現，勢對樓市起刺激作用，料下半年成交量有望回升約30%，全年樓價則料升5%。



▲分析指出，低基數效應下，去年中國消費錄得強勁增長，但年均計算，尚未回到疫前增幅。

2022年底中央經濟工作會議將着力擴大國內需求，並置於2023年五項重點工作之首，同時要求把恢復和擴大消費擺在優先位置。2023年，中國實際經濟增長5.2%，其中內需對經濟增長的貢獻率超過100%，特別是消費的貢獻率達到82.5%，為2000年以來最高。本文擬就2023年消費復甦的成色進行探討。

# 刺激內需 財富效應成關鍵



集思廣益 管濤

中銀證券  
全球首席經濟學家

疫情3年期間，接觸性、聚集性服務和消費受到較大衝擊。2020至2022年，中國複合平均實際經濟增長4.53%，較疫情前的2015至2019年趨勢值低了2.18個百分點。從三個產業看，第一產業均速較疫前趨勢值高了1.25個百分點，第二產業低了1.16個百分點，第三產業低了3.62個百分點。從主要服務行業看，交通運輸、倉儲和郵政業均速低了1.77個百分點，批發和零售業低2.82個百分點，住宿和餐飲業低9.16個百分點，租賃和商務服務業低6.95個百分點。後兩個以線下為主的行業下滑幅度均高於第三產業的平均降幅。

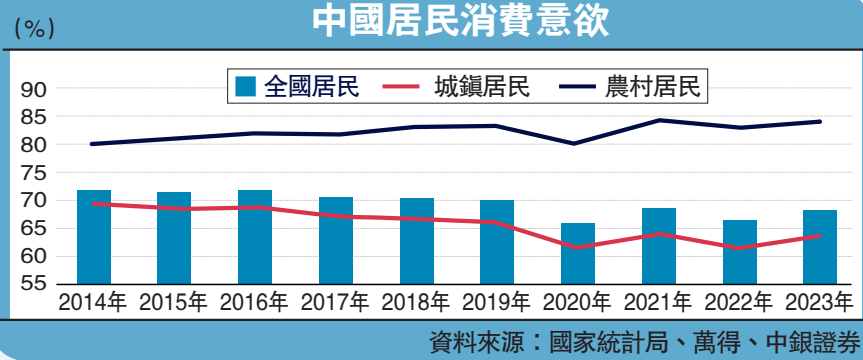
疫情之前，第三產業是中國吸收農村勞動力轉移的主力。但疫情期間，服務業飽受衝擊，不僅不能吸收農村勞動力轉移，反而成為失業的主要來源，加大了全社會就業壓力。據統計，3年疫情中國就業人員累計減少2096萬人。其中，第一產業減少989萬人，第二產業減少129萬人，第三產業減少978萬人。

2023年隨着防疫措施轉段，人員流動限制解除，服務業顯著恢復。全年服務業生產指數增8.1%，較2022年增速回升8.2個百分點，較2020至2022年複合平均增速高出3.9個百分點。由於接觸性、聚集性的服務業通常是勞動密集型，也是農民工就業的重要去向，這些行業的加速復甦有助於改善居民特別是農民工就業狀況。據統計，2023年中國城鎮調查失業率為5.2%，較2022年回落0.4個百分點。同期，農村外出務工勞動力人數四個季度平均為1.8333億人，為有數據以來新高。

受益於就業狀況改善，居民收入穩定增長。2023年，剔除價格因素後，中國居民人均可支配實際按年增長6.1%，較2020至2022年複合平均增速高1.77個百分點，其中工資性收入佔比56.2%，較2020至2022年均值高0.44個百分點。同期，城鎮和農村居民人均可支配實際分別增長4.8%和7.6%，較2020至2022年均速分別高1.43和1.73個百分點。居民收入增長又推動消費能力恢復。2023年剔除價格因素後，全國居民人均消費支出實際增9%，較2020至2022年複合平均增速高6.44個百分點，其中，城鎮和農村居民人均消費支出分別實際增長8.3%和9.2%，較2020至2022年複合平均增速分別高出7.42和3.51個百分點。

### 低基數效應 去年消費急增

同期，全國居民消費傾向為68.3%，較2020至2022年均值高出1.32個百分點，城鎮和農村居民消費傾向分別為63.7%和83.8%，分別高



出1.27和1.55個百分點。

出人意料的是，以「人均消費支出變動/人均可支配收入變動」衡量的邊際消費傾向呈現跳升。2023年，全國、城鎮和農村居民邊際消費傾向分別為0.97、1.03和0.99元（人民幣，下同），分別相當於2020至2022年均值的2.92、12.25和1.37倍，反映了城鎮居民前期被壓抑的消費意願集中爆發。

服務消費較快回暖是消費恢復的一大亮點。2023年，服務零售額按年增長20.4%，快於商品零售額14.6個百分點；服務零售佔社會消費品零售總額之比为11.2%，按年提升1.2個百分點；居民人均服務性消費支出增長14.4%，佔居民人均消費支出的45.2%，按年提升2個百分點。

2023年消費反彈有低基數的原因。2020至2023年，中國實際經濟增速算術平均值為4.72%，較2015至2019年均值低1.99個百分點。其中，消費對經濟增長平均拉動2.56個百分點，較2015至2019年均值低1.66個百分點，貢獻了同期實際經濟增速均值降幅的83.4%。

2023年消費對經濟增長貢獻率高達八成以上，是低水平上的均衡，還存在較深的「疤痕效應」。

首先，服務業恢復與疫前還有較大差距。2020至2023年，第三產業增加值不變價複合平均增長4.78%，較疫前前5年趨勢值低了3.28個百分點，大於實際經濟增速2.02個百分點的負缺口。其中，交通運輸、倉儲和郵政業均速低了1.12個百分點，批發和零售業低了2.30個百分點，住宿和餐飲業低了5.22個百分點，租賃和商務服務業低了5.69個百分點。這反映儘管受益於疫情解封，2023年以線下為主的住宿餐飲和租賃商務服務業恢復較快，但仍遠未恢復至疫前趨勢值。

### 年均增幅尚未回到疫前

其次，重點人群就業狀況仍有待改善。2023年上半年，老口徑的16至24歲調查失業率為19.6%，按年上升2.5個百分點。2023年7月起不再公布分年齡組的失業率數據，直到2024年初才開始公布不含在校生的數據。2023年12月，16至24歲調查失業率為14.9%，好於2023年6月老口徑的21.3%。但據統計局介紹，中國該年齡組城鎮人口中，在校生佔比六成多。對照可比的老口徑，其數值依然

不低。這次統計局還披露了不含在校生的25至29歲調查失業率，以反映青年畢業後一段時間內的就業狀況。該數值為6.1%，較當期城鎮調查失業率高出0.9個百分點。

再次，居民可支配收入恢復還有更大空間。2020至2023年，居民人均可支配收入複合平均實際增速為4.77%，較疫前趨勢值低了1.89個百分點，其中，城鎮和農村居民人均可支配收入實際均速分別低了2.12和0.45個百分點，可見城鎮居民收入損失更大。

最後，居民消費支出恢復還有較多餘地。2020至2023年，居民人均消費支出複合平均實際增速4.13%，較2015至2019年均速低了2.02個百分點。其中，城鎮和農村居民人均消費支出實際均速分別低了2.22和1.05個百分點，也是城鎮居民消費支出回落更多。

雖然如前所述，2023年居民邊際消費傾向出現了報復性反彈，但全國、城鎮和農村居民過去4年邊際消費傾向平均分別為0.49、0.32和0.79元，較2015至2019年均值分別低了27.0%、46.9%和11.9%，顯示疫情以來城鎮居民消費意願受損更多。

### 樓市下行影響零售服務業

此外，消費復甦依然不均衡不充分。2023年，18個限額以上商品零售分項中，僅有文化辦公用品和建築裝潢材料2個分項負增長，其他分項均為正增長，顯示消費確實在復甦。其中，服裝、金銀珠寶、煙酒、體育娛樂用品，以及服裝鞋帽、針、紡織品類5個分項均有雙位數的增長。

從「疤痕效應」看，僅有3個分項2020至2023年複合平均增速較2015至2019年有所回升，剩餘分項中有12個分項回落幅度超過了2.06個百分點的總體降幅。金銀珠寶均速高於疫前趨勢值4.41個百分點，既可能是消費升級，也可能是儲蓄保值；傢具、建築裝潢材料、消費家電和日用品分別低了10.99、10.35、8.22和6.01個百分點，進一步佐證了房地產周期下行。

綜上，當前消費是低基數上的恢復性增長，較疫情爆發前的趨勢水平仍有差距。未來，居民就業和收入增長的可持續性，將決定消費復甦勢頭能否得到鞏固和加強。鑒於房地產的產業鏈條較長、財富效應較強，樓市走向將會影響消費者預期及其行為。