

「住房收儲」的可能性有多大？

一點靈犀

內地「住房收儲」傳聞擾動資本市場。本周一(29日)A股地產板塊飆升6.67%，創出近四年來最大單日漲幅。坊間消息稱，財政部擬成立統一平台，收購各地「滯銷」商品房，再投放到租賃市場，藉此解決樓市出清難題。本文試圖從三個層面分析該項操作的可行性：錢從哪來？如何盈利？怎樣協調？

李靈修

關於「國家隊」出手降庫存的提議，房地產業界長期都有呼籲。近期已有多地政府採取「以舊換新」的樓市政策，而4月30日召開的中央政治局會議也提出，「統籌研究消化存量房產和優化增量住房的政策措施」，政策動向進一步打開市場想像空間。

多地開展「以舊換新」

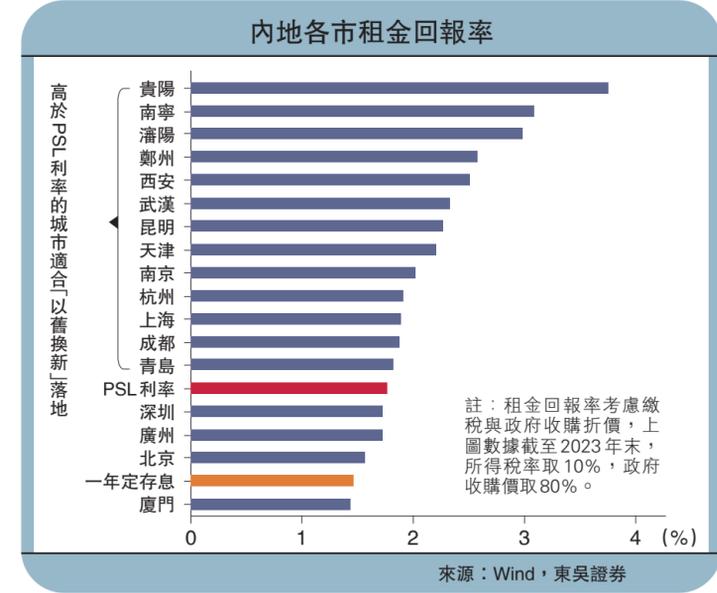
4月初鄭州市政府宣布，為刺激居民購置新房，計劃回購5000套二手房。而回購後的二手房直接作為租賃房運營，將獲得銀行支持租賃房經營性貸款的支持。市政府預計，「以舊換新」有望消化全市2%的新房庫存。其後，深圳、南京等一線城市也做出積極響應。據中國指數研究院最新統計，目前支持商品房「以舊換新」的地區已超過四十個。目前樓市癥結在於新房銷售低迷，

導致房企資金流壓力高企。截至2月底，全國百城新建商品住宅庫存規模仍達4.99億平方米。鑒於地方政府財力有限，新房去庫存又如此關鍵，由中央政府牽頭推動「住房收儲」，其風險化解效果可能更為理想。但亦須承認的是，該模式的實現難度並不低。

首先是資金來源問題。市場猜測，收儲資金將通過發行特別國債的方式籌措。然而，眼下全國新房庫存5億平方米，住宅市場均價達每平米9778元，若以50%的收儲折價水平計算，資金規模至少達2.4萬億元，無疑將大幅加重財政負擔。其中還牽扯到央地權責的不匹配：發行國債是中央政府加槓桿，但租賃房運營擴充的是地方政府收入。

租金回報存在門檻

其次，即便從「算總賬」的角度來



看，借債投資也是要回報收益的。即使說，租賃房的租金收入要覆蓋政府借債成本。以PSL（抵押補充貸款）利率作為成本參考，經東吳證券測算，考慮繳稅及政府從市場收購房屋的折價後，包括北深廣在內的一線城市，以及部分核

心二線城市的租金回報率，相較PSL利率並不具有吸引力（見配圖）。相較而言，鄭州、昆明、貴陽等二線省會城市的租金回報「性價比」更高，可視作潛在的「住房收儲」試點區域。再次，「住房收儲」還與「三大工



▲未來樓市政策的突破口，更多體現在限購限售的全面放開。

程」任務存在目標衝突。國務院於2023年10月下發的《關於規劃建設保障性住房的指導意見》（14號文）提出：計劃未來五年在上海、北京、深圳等35個300萬人口以上城市率先試點，建成600萬套保障性住房。為配合14號文的順利落實，中央政府還從今年開始發行超長期特別國債。如果在全國開展「住房收儲」計劃，意味著租賃市場供給將大規模增加，與保障房制度建設存在協調難題。

綜合以上分析，筆者認為，假設「住房收儲」真的推出，其試點範圍可能僅限於二級省會城市，涉及資金規模也不會很大，主要由政策性銀行貸款給國央企地產商進行操作。未來樓市政策的突破口，更多體現在限購限售的全面放開。

心水股 匯控 (00005) 中國人壽 (02628) 晨鳴紙業 (01812)

估值修復 恒指五月目標18800點

頭牌手記

沈金 今日是五月股市首個交易日，相信在四月末段強力衝刺而取得可喜戰果之下，這個月的走勢仍將有反覆推進機緣，一方面消化四月的急升，使得基礎更穩，另一方面是成交額大幅提升，顯示「各路英雄」已經就位，是港股得以續升的一個有利條件。

高盛：轉買港股正是時候

高盛透露，已有許多宏觀對沖基金開始出售日股，調資來港補回過去的空頭頭寸。基金經理認為日股和美股都過高，而轉入港股正是時候。上述評論，表面輕描淡寫，但對港股投資者而言卻是一大鼓舞，我估計外資基金在四月底開始投入港股，要買的貨量遠遠不夠其胃口，由於過

去沽得實在多，一旦「改變策略」，由淡轉好，由實倉變多頭，這股力量絕對不容小覷。自然，上述估計是在沒有意想不到的利淡消息的前提下作出的。如有「黑天鵝事件」，就誰也說不準了。有人問：如果五月港股繼續上升，可能的高點將達何水平？要估恒指點數，確實不是易事，我只能以過去的經歷作推算，估中自然開心，若不中，便作為一個未達的「預期」看待可也。翻查紀錄，今年頭四個月的指數升降點數分別為：一月跌1562點，二月升1026點，三月微升30點，四月升1222點。換言之，除三月份外，其餘三個月，每月的升降都在千點左右，若以此為指標，五月向上反覆挺進，可否亦有千點進賬呢。如果升千點，

由現指數17763點計，將達18800點左右，果真如此，相信好友會笑逐顏開，肯定「收貨」。從另一個角度看，就是收復估值的問題。不少強勢股已達到甚至超過52周高點，最出色的匯控(00005)周一收報67元，為3年新高。我查過紀錄，恒指最近一次見18800點是2023年9月4日的收市指數18844點（中段高點18899點），至於19000點關，最近一次是2023年8月11日的19075點（中段高點19346點），前者計創7至8個月高點，後者則創8至9個月高位，連52周高位也未到，可見就算19000水平，港股依然不貴。根據股市跑在經濟前頭的理論，即使現在未見真正復甦，但有此預期，亦有此信心和願景，股市先行上升便是常見現象了。

大市動力轉強 國壽上望15.3元

經紀愛股

余君龍 港股在第二季走勢轉穩，隨着指數成份股交投量增加，承接力轉強，恒生指數重返17000點心理關口水平，同時直逼18000點，蓄勢挑戰前個反彈高位的18200點水平。環顧資金流向，主要投向傳統經濟板塊，如金融、內銀、電訊等分類股份，另外具盈利質素的股份，如綜合企業甚至年來受壓的房地產股亦從谷底反彈，成為大市上升的動力來源。由於資金投向傳統經濟板塊，料落後的股份，會有價值投資買盤，其中指數成份股中的內險股，長期受策略沽盤拋售，仍處於谷底，因此當投資氣氛進一步確認穩定，料股價會追落後。從技術走勢分析，中國人壽(02628)走勢漂亮，由9元以下水平反彈上10元心理關口之上，惟仍未能收復牛熊分界線，目前250天移動平均線在11.2元，成為上線反彈的目標。至於10天及50天線分別在9.72元及9.54元，成為下線支持。當突破250天線，於年前高位的15.3元以下水平無實質阻力區，因此屆時反彈力度會增強。



從基本分析，中國人壽的核心業務收益穩定，而且市場預期維持平穩增長，以現水平計算，此股的預期市盈率在10倍左右，反映股價偏低，以一個慣性市場接受的15倍至18倍計算，股價上升潛力可強，成為投資機構入市吸納的根據。預期當主權資金吸納，啟動良性循環，誘導更多資金投入時，這個具盈利質素的周期類股份，市場可接受一個更高的預期市盈率。伺機在10.5元左右水平吸納，上望目標15.3元，阻力區12元水平，而向下的參考位則在50天線的9.54元。（作者為獨立股評人）

紙價看漲 晨鳴紙業值博

實德攻略

梁斌 4月金融市場的兩大焦點，第一是日圓持續貶值，日圓兌美元曾一度見160.03水平，是自1990年4月以來新低，雖然估計日本央行已作出干預，但執筆時日圓匯還是處於156.8的低水平。而這一波日圓的貶值也帶動亞洲貨幣幣幣整體走弱，意味著亞洲資產價格有所承壓，對於本港投資者來說，這一方面的影響十分值得注意。第二就是恒生指數終於重回較好的勢頭，指數一度測試18000點水平，而且終於回到250天線上方，同時成交額也顯著回升，反映投資者信心回歸，新「國九條」成為這一股市信心回歸的主動力，而且中國海外(00688)的理想季績也促使投資者對內房股重投信心，更重要的是這或許

暗示內房已局部走出困局。氣氛好轉下，筆者首選的是紙製品企業，因為預計行業利潤能有明顯改善，根據國家統計局最新的數據，中國今年1-3月全國規模以上工業企業利潤同比增長4.3%，當中「造紙和紙製品業」分組利潤同比增長137.6%，大幅高於整體水平之餘，也比相關分組在2023年做出的按年4.4%利潤增長大為進步，加上晨鳴紙業(01812)早前的第一季績實現扭虧為盈，更能證實上述觀點。多方分析都預計，紙價在第二季會上漲，預計行業整體盈利能力最少可以保持，預計相關企業的股價有望進一步修復。需要注意的是內銀板塊，要較為小心看待，內銀第一季季績已發布，閱讀四大內銀的第一季季績，會發覺純利有所倒退，特別是淨利息收入下



滑較顯著，而2024年內地降息機會肯定比加息大，估計純利難大幅回升。雖然內銀的資產穩健程度還是十分高，不良貸款率普遍下降，核心一級資本充足率上升，在大市好轉的情況下，單靠資產穩健未必能吸引投資者，所以筆者予內銀「持有」評價。（作者為實德金融策略研究部經理）

中國今年GDP增速料達5.3%

工銀智評

2024年第一季度，中國的國內生產總值(GDP)同比增速為5.3%，超出原本4.9%的預期。其中出口回暖，製造業投資提速超過預期，基建投資延續積極增長態勢；在高基數效應的影響下，消費增速有所放緩。基於目前全球產業鏈回暖、高頻運價指數升溫等預測，後續出口將延續增長趨勢，但地緣形勢不確定性較高，或成為掣肘因素。因此，工商銀行保持全年GDP增速5.3%的預測不變，並對超預期增長保留樂觀空間。分部門來看，固定資產投資同比增速為4.5%，實現超預期增長。其中，製造業投資同比增速為9.9%，對固定資產投資的拉動作用較大。房地產開發投資同比增速為-9.5%，數據優於2023全年房地產開發投資同比增速(-9.6%)，但施工、新開工，以及銷售數據階段仍偏弱。國債資金下達提振基建投資同比增速達到6.5%，高於2023全年基建投資同比增速5.9%。數據反映，第一季度經濟增長有兩個特徵：第一、內外因素共同提振投資，「消費拉動型」增長空間可期；第二、出口和投資的「結構性增長」特徵較為明顯。展望2024年全年，投資將會是經濟增長的重要動力。目前，部分上游企

業庫存出現一定「累積」壓力，有可能會出現階段性掣肘產業鏈帶動製造業投資的效應。「形成實物工作量」相關投資（用實物單位度量的統計指標，如基建中的項目數，房屋建築面積按平方米計算，新建公路按公里計算等）增速較穩健，料繼續支持工業投資產品需求。加上全球外需回暖，工行將2024全年製造業投資增速預測值從7.0%上調至8.5%，固定資產投資增速預測值從7.0%上調至7.5%。

大宗消費受惠提振政策 另一方面，社會消費品零售總額同比增速為4.7%，高基數的影響回落，並且展現明顯的節假日消費特徵。從消費產品類別看，服務消費快速增長、佔比提升，享受型消費表現較好，例如餐飲消費火熱、旅遊出行熱情高漲。根據方差分解分析(VPA)，第一季社會消費零售總額變化中，約47.2%與消費意願的變動相關，另外52.8%與居民可支配收入的變動相關。與去年底相比，疫後消費需求集中釋放的效應減退，居民收入對消費支出的影響提升。展望2024全年，數據顯示假期結束後消費支出有所回落，但大宗消費短期內有望受「以舊換新」政策提振。（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

中國電力優化資本結構 後市看俏

股壇魔術師

高飛 中國電力國際(02380)宣布近期三項重要舉措，包括：成功發行2024年度第二期公司債，募集資金10億元（人民幣，下同）；其次是公司成功落地了安徽省最大的用戶側儲能項目；以及完成首筆人民幣跨境直貸業務，融資規模12億元，展現了創新和領先地位，值

得留意。中國電力近日在境內成功發行2024年度第二期10億元熊貓公司債券，期限為3年，票息為2.39%。此次發行利率不僅創下公司中期債券新低，也是迄今可比的央企已發行同期公司債券中最低利率。相較原有中期票據，此次發行利率下降1.15個百分點，預計三年內可為公司節省利息支

出約3450萬元。此次發行在第一期熊貓公司債券的基礎上，進一步擴大機構投資者覆蓋面。公司透過路演等形式，促進各金融機構對其向科技創新引領型企業轉型和高質量發展的了解，獲得投資者積極響應，認購倍數高達3.32倍，反映資本市場反應熱烈；此次公司債券發行將進一步優化企業資本結構。