

# 內房發展中出現的問題及政策建議

滬港融慧

巴曙松 港交所首席中國經濟學家

經過40年的改革開放和20年的住房制度改革，中國用很短的時間告別住房短缺，進入由數量擴張向品質提升轉變的階段。據粗略估算，當前城鎮住宅總市值約為270萬億元人民幣，是2017年GDP的3.3倍，房屋資產在中國居民家庭資產中的比重近10年維持在55%-60%之間。房地產對GDP增長的貢獻率在6%-7%左右，圍繞居住的服務和消費蓬勃發展，創造了大量就業機會。

針對房地產市場出現的一些問題，中國政府果斷採取市場調控措施，抑制資產泡沫，保持房地產市場平穩運行。投資性和投機性需求逐步退出市場，購房者市場預期趨於理性。但同時，我們也看到房地產領域的一些關鍵問題仍然沒有得到解決，部分周期性與結構性問題甚至有所惡化。

## 調控成效顯現 仍存不穩定因素

一是有些投資性需求，在房價下跌時，出

現降價虧損賣房行為。部分業主由於收入下滑，出現還貸壓力。如果房價持續下跌，將會導致更多的購房者拋售，引發房價大幅下跌。

二是部分地方政府重回刺激的衝動仍然存在。隨著土地流拍率明顯上升，有些地方財政收入吃緊，再加上還債壓力巨大，將會促使其放鬆房地產調控，或採取其他手段規避調控，繼續維持或推高地價。

三是房地產領域居民槓桿結構性風險加大。越是低端的房子，對貸款的依賴程度越高。某商業銀行不良個人住房抵押貸款中，50萬以下的按揭貸款金額約佔不良貸款的60%，筆數佔到80%以上。

## 未來發展主要任務和政策建議

四是房地產開發企業的經營風險增加。槓桿增加與銷售降速的矛盾引發債務風險。由降價和建築質量問題引起的群眾糾紛日益增加。

結合當前市場存在的問題和風險，未來中國房地產的主要任務是：優化住房供給結構，提高住房保障水平，化解住房金融風險，重塑市場監管機制。

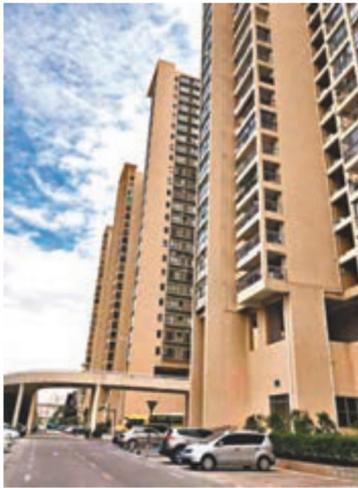
一、房屋租賃市場是中國住房體系中缺失的關鍵一環。發展租賃市場的關鍵不在新建多少租賃住房，而是建立標準化、專業化的租賃生態體系。1是通過稅收、金融、法律等手段盤活規範房屋租賃市場。2是優化非正規住房市場，發揮市場在住房保障上的作用。

二、堅持宏觀審慎，化解住房金融風險。1是將開發企業債務風險納入宏觀審慎監管框架。2是加強個人按揭貸款等穿透式監管。嚴格監管個人首付資金來源。確保首次購房者首付比例不低於30%。三是強化金融機構防範風險等責任，制定強制的信息披露制度，確保信息真實透明。

三、堅持房地產調控政策的中性，不刺激，不打壓，讓市場需求在一定時間範圍內

平穩有序釋放。1是改革地方政府績效考核辦法，(i)將考核指標由「房價平穩」轉為「交易量平穩」；(ii)對住房保障的考核目標由建設保障性住房的數量轉變為低收入群體、流動人口的住房條件、可支付性等方面。

2是改革單一壟斷的土地出讓制度，建立收益共享的土地制度，(i)允許和鼓勵農村集體建設用地，農村宅基地直接進入市場，讓農村居民獲得資產價值。配套土地流轉稅，避免產生大規模土地投機。(ii)對於保障性租賃住房，土地出讓實行按年繳租制度，政府、開發商和居民共同收益。三是改革房地產市場調控方式，建立符合市場規律的長效機制。(i)取消政府對市場的行政性管控，逐步放開限購限價等行政干預，允許外來人口滿足合理自住需求。(ii)依託不動產登記信息系統，建立以稅收體系為主的調節方式，實行按照價格累進的流轉稅制度和按照房屋持有量累進的持有稅制度。



圖為深圳寶安區一住宅小區。 資料圖片

# 年尾情緒雖改善 避險資產有支持

百家觀點

涂樹彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着金融海嘯後，量寬終有退市縮表的一天，資產價格少了央行的變相包庇背書，自然有回復正常波動性的日子。更何況，由近年全球政經格局的轉變，明顯不利全球化，而是強調民粹主義和保護主義，自然帶來更麻煩的情況，近日聯儲局的加息預期之所以令人頭痛，便在於要同時應付上述不明朗因素，又要保持原有的循序漸進。

時近年尾，市場情緒在聖誕假期後有所改善，恐慌指數VIX在上周後三日有明顯回落，已經跌至28.34。然而，各類資產仍然表現不穩定，包括美債和商品價格等，讓投資者不敢輕易放鬆警惕。如此一來，避險資產獲得支持。

## 聖誕後 美股市情緒改善

美股在近期表現相當波動。道指從去年12月的兩萬六高位加速回落，不但抹掉了年內的漲幅，更在聖誕節前跌破兩萬二，低見21,792。不過市場情緒在聖誕後改善，整體美股獲得支持，實現9年半最大反彈，雖然升勢也延續到亞洲市場，普遍高開，但支持還是相當有限。到了上周五，道指和標普收跌。

美元兌日圓從四月尾開始重返108至115的運行區間，但從10月開始，115的阻力位就顯著。

## 日圓上月中起上行動能強勁

日圓從上月中開始加速走高，上行動能強勁，已經連續上漲兩周而累積2.8%的漲幅，上周反覆測試110一線。但可能短線內仍保持在當前的運行區間。

美債收益率一路下跌。10年期美債收益率進一步跌至2.8%以下，已經連續兩周，走勢疲弱。30年期美債收益率反覆測試3%一線。美匯指數目前仍在高位震盪，之前圍繞50日線上落，上周五沽壓加大，低見96.188。在經濟增長減緩和加息放緩下，美元後市難有進一步的向



金價自去年12月下旬開始進一步轉強，上周更是越升越有，上周五曾高見1,282.5美元。圖為北京市民選購黃金飾品。 資料圖片

上突破。相比之下，由第四季開始，避險資產有點令人刮目相看的勢頭。可不是嗎？市場情緒雖然在聖誕後有所改善，但投資者還是保持相當的警惕，各類資產表現也反反覆覆，避險資產相對來說獲得更大的支持。

## 金價上周更是越升越有

除了日圓和美債，黃金的避險光環也顯現。金價在1,200美元找到支持，尤其是從去年11月尾開始動能明顯增強，12月

下旬開始進一步轉強，不但升穿200日線，突破1,250美元，上周更是越升越有，上周五高見1,282.5美元，最終收在1,279.1美元，連漲兩周。

考慮經濟增長和加息腳步放緩，金價有望回補去年六月中以來的缺口並回到1,300至1,350美元區間內。至於同樣是商品的重中之重，去年的油價，從10月高點開始，油價累積了近四成的跌幅。

在特朗普言行帶來的不明朗因素下，未來全球經濟復甦前景，增添一點難以

逆料的感覺。

## 貿易戰開打損人不利己

不要以為貿易戰是單方面，因為原本大家有利的雙贏格局棄之不用，一定是人人都損失。

美國大企業在投資方面的放緩，以至部分收了政府資助的大企業，也要選擇大裁員，便說明了未傷人先傷己的貿易戰是何等損人不利己。

(筆者證為監會持牌人士，無持有上述股份權益)

# 今年投資仍需步步為營

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股經過2017年的連月上升後，2018年除了1月份能延續升勢創新高外，其他月份普遍呈反覆下跌態勢，恒指2018年的高低位分別為33,484和24,541，全年波幅達8,943點，2018年收市累跌4,073點。展望2019年，港股仍會受多個因素影響，其中筆者認為最重要的一個因素是美國聯儲局量化緊縮(quantitative tightening, QT)政策及各地央行也開始加入收水行動，因為這除了影響環球流動性外，還會衍生其他問題，如流動性收緊後會加重借貸成本，從而影響企業盈利甚至環球經濟增長放緩。

## 「平」錢充斥扭曲市場

聯儲局於10年前啟動量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)政策以來，美國資產負債表由1萬億美元增加至4.5萬億美元。另一方面，歐央行於為期4年的買債計劃共買入了2.6萬億歐元。在如此龐大的放水規模下，「平」錢充斥在市場上，扭曲了市場有效運作，令質素及管理差的企業也能生存，因此聯儲局進行縮減資產負債表和歐央行停止每月買債計劃的決定是正確及必須的。

以規模計，聯儲局自2018年第三季度量化緊縮金額升至每月400億美元時已高於歐央行每月買債150億歐元的金額，資金淨減少已開始形成。當環球金融市場上的流動資金於2019年進一步收緊時，借貸利率便會上升，筆者預期今次環球金融市場的危機



展望2019年，預期港股仍會受多個因素影響。 資料圖片

是企業債務爆發。因為當企業債務到期需要續期時，一些現金流強的優質企業跟隨美息的走向提高了利率後便可成功發債或完成債務續期。

## 收水勢增企業成本

但一些企業現金流較弱及業務前景較弱的企業發債或向銀行進行再融資時，成本便會抽高。當然，以現時美國息口2.5厘計，即使明年再加息兩次，每次四分之一厘，亦不會對經濟、企業成本有太大影響。不過，當各大央行收水進行了一段長時間後，市場流動性減少，不排除個別企

業即使願意支付高息，也不能成功完成再融資，導致企業債務爆發。

## 首季不明朗因素較多

筆者預期若非美國經濟失控性下滑或大型企業債務危機爆發，聯儲局應會在資產負債表縮到介乎2.5萬億美元至3萬億美元才會停止縮表。

換言之，以其每月縮減500億美元計算，預期所需時間約20個月至30個月，筆者預期今次熊市的時間表會較長，投資者於2019年投資時仍要步步為營，尤其是較多不明朗因素的首季。

# 日本是今年市場穩定隱形威脅

Swaha Pattanaik 路透熱點透視專欄撰稿人

熱點透視

2019年全球市場面臨的最大威脅是什麼？不是美國加息，也不是歐洲央行(ECB)結束購買債券，而是日本央行。即使是日本央行總裁黑田東彥對超寬鬆貨幣政策進行微小調整，也可能比其他廣泛預期中的變化更能攪動全球資產價格。

日本央行擁有的資產總價值已經高於該國的國內生產總值(GDP)。即便如此，在其他主要央行停手之後，它仍將繼續擴大其資產負債表。任何轉變的跡象都可能使投資者感到震驚，投資者對風險和回報的評估已被全球央行多年來的流動性挾注所扭曲。

## 央行距離2%通脹目標甚遠

關於日本央行正在辯論縮減刺激措施的報道，2018年曾引發債市和匯市波動。從某種意義上說，黑田東彥左右為難。日本央行距離2%的通脹目標甚遠。然而，日本央行的貨幣政策正在加劇日本地區性銀行的問題。由於息差受到擠壓，因此大約有一半的地區性銀行報告稱過去兩年左右貸款業務發生虧損。如果貨幣政策可能弊大於利，則日本

央行可能會發出信號，表示它願意允許10年期國債收益率圍繞零水平擴大波動範圍，甚至將短期利率從負0.1%提高。日本國債的收益率將立即應聲上漲。近一半的日本國債由央行擁有，流動性很差。其他市場也會感到寒意。日本投資者已經走向海外以賺取更高的回報，如果國內收益率上升到足夠水平，他們將會回歸。

例如，僅在2018年9月的一個月內，日本投資者就購買了約4.7萬億日圓(420億美元)的外國債券。

事實證明，法國和西班牙國債以及美國信貸，相對於市場規模而言很受歡迎，因此可能面臨較大的打擊。貨幣對沖成本上升，因此日本投資者可能出脫海外資產，而不是支付昂貴的保護費用。那些為了避免支付保險成本而未對沖的人將會更快地這樣做。

毫無疑問，美聯儲主席鮑威爾可能會在整個2019年繼續加息，高舉大棒。但他的行動已經得到廣泛追蹤。這就是為什麼黑田東彥有更大的潛力來刺激市場的神經。

題為編者所撰。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。