

# 經濟新舊動能轉換 樓市繁榮接近頂點



▲過去十多年銀行涉及房地產的資產都成為好資產，未來十年就未必會是過去十年的延續了



察股觀經

5月份宏觀經濟數據公布之後，發現外界的分析以悲觀居多，因為投資、消費的增速都下行，儘管出口數據還不錯，但預期中美貿易戰難以避免，因此也不樂觀。既然三駕馬車都在走弱，未來經濟下行壓力就大了。不過，房地產的數據似乎還不錯，投資維持兩位數增長，房產銷售也有所回升，於是得出的結論是中國經濟還得靠房地產來實現穩增長。對此，筆者談一點不同看法。

中泰證券首席經濟學家 李迅雷

說實話，前五個月的經濟數據比預期的要好。首先是企業盈利增速超预期，今年前四個月，全國規模以上工業企業實現利潤總額2.1萬億元（人民幣，下同），同比增15%；當然，國企的盈利增速更快，主要是因為油價帶動上游利潤改善。絕大部分行業利潤增速同步提升，受近期油價帶動，石油開採、石油加工增速大幅提升。

## 經濟數據好於預期

同時，鋼鐵、煤炭、水泥等價格也出現反彈，走勢強於預期。在供給側結構性改革和環保壓力下，處於中上游主導地位的國企顯然得益更多，所以，國企盈利增速大大超過私企，國企盈利增速由負轉正，大致與PPI的走勢一致。

此外，5月份發電量增速回升至9.8%，處在歷史高位，至少表明經濟增長比較穩定；工業增加值前五個月增速為6.9%，製造業投資增速回升至5.2%，比前兩年有顯著回升，表明經濟不具備大幅下行壓力。

大家對5月份社會消費品零售總額的增速回落至8.5%、實際增速回落至6.8%有點大驚失措，這應該是在意料之中的。因為2016至2017連續兩年基尼系數上升，2017年代表低收入群體的農民工收入名義增長率只有6.4%；且居民房貸餘額仍在繼續增加，影響中產階層消費品的購買力。

但中國消費增速從全球看，算是非常高了，消費對GDP的貢獻也在不斷上升。因此，不用擔心消費的「失速」問題，何況中國的服務消費統計存在遺漏問題。2017年中國人買走了全球35%的奢侈品，說明高收入階層的消費能力十分驚人。

至於固定資產投資增速回落至6.1%，主要是由於基建投資增速回落較快，尤其是5月份回落幅度更大。但前五個月，民間投資增速則回升至8.1%，說明中國經濟的迴旋餘地確實很大，國有投資增速回落了，民間投資就起來了。從投資的角度看，如果說2016至2017年都屬於國進民退的話，那麼，今年前五個月又是國退民進了，這超乎筆者的預期。

中國去年經濟增速為6.9%，印度為7.1%，但中國GDP體量是印度的五倍。如此大的經濟體量還能保持如此快的增長，即便今年經濟增速回落至6.5%，又有什麼值得大驚小怪的呢？估計今年二

季度GDP增速為6.7%。不過，中國經濟「穩中向好」的局面，與歐美經濟持續復甦有關，得益於類似2005至2006年的外部環境，但如何提高經濟增長質量還是問題的關鍵。

最近信用債的違約事件較多，市場上便有了要求放鬆貨幣、放鬆監管的呼聲。此外，中美貿易摩擦加大及股市下跌，市場上又有了「攘外必先安內」的說法，就是要穩定市場和穩定經濟。

但有人統計過，信用債違約總額與信用債發行額相比，約為0.5%，遠低於官方公布的銀行的預期壞帳率（1.5%—2%）。筆者同意這樣一種說法：債務違約率的提高，正是在體現去槓桿的成效。

今年以來一個較好的數據就是國債收益率的回落，平均回落幅度在50個BP（基點）左右，表明市場無風險利率下行，這對於避免發生系統性風險是至關重要的。債務違約和信用利差的擴大，原本就是十分正常，沒有必要大驚小怪。

既然信用風險加大，導致民間融資又難又貴，但為何民間投資增速不降反升呢？說明在全球經濟回暖的背景下，國外向國內傳導、上游向下游傳導的並沒有阻塞。基建投資增速已經大幅下降，但挖掘機的銷量增速仍然很高，說明裝備更新換代還是進行中。

目前，在經濟增速大幅放緩的情況下，中國的失業率卻進一步下降；而且，對投資的依賴度也下降了，M2（廣義貨幣供應）增速降至8%，並沒有出現金融機構的大規模危機。在這種比較好的環境下，正是推進改革的好時機。如果總是按「短期靠刺激，長期靠改革」的思路和理念去做事，其實際結果為：只有刺激，沒有改革。

## 樓市炒風愈演愈烈

從前五個月的數據中，還是可以看出經濟增長中的質量問題可能被掩蓋了：

第一，國企改革究竟有多大進展？從歷史經驗看，國企改革通常從盈利出現負增長的時候被提出，在盈利增速回升或恢復高增長的時候又被推遲。本輪國企改革也有點前面呼聲高，後面響應弱的特徵。最高領導近期在煙台考察時，再次強調「國企要搞好就一定要改革，抱殘守缺不行。」

第二，外商投資出現負增長，背後

的原因值得關注，今年前五個月，港澳台商投資企業的固定資產投資增速為-5.2%，外商投資企業為-1.1%，均為負增長。此外，根據商務部數據，前五個月，中國實際利用外資3455.9億元，同比只增長1.3%；但同期中國非金融類對外直接投資478.9億美元，同比增長38.5%。這反映了國內投資機會在減少，海外投資機會在增加。

第三，「房住不炒」的權威論斷已經說了兩年多，但從前五個月的數據看，房價的同期漲幅在10%左右，住房銷售面積仍在增加，房地產開發投資增速超過10%。這還是在限購、限售和限貸等多管齊下的結果，說明樓市炒作之風有愈演愈烈趨勢，繼續在加大未來經濟風險。

要提高經濟運行質量，除了加大新舊動能轉換力度外，加快推進改革還是必不可少。筆者認為，最重要的改革當屬財稅改革，如減稅政策的力度可以加大，用於社會保障的財政支出可以進一步增加，但同時應該大幅度減少政府部門的行政性支出，增加廣義財政收支的透明度，加強社會監督力度。

如今的銀行越來越重視零售業務，零售業務對銀行收入的貢獻也越來越大，原因何在呢？因為歷史數據表明，居民的信譽要遠好於企業，個貸的壞帳率非常低。但是，十年之前美國發生了次貸危機，也就是個貸出現了違約，導致個貸違約的原因是房價持續下跌。

因此，評價房地產對經濟增長的作用，一定要辯證去看，上世紀70年代後日本經濟的繁榮和2000年以後美國經濟的繁榮，房地產都起到了推波助瀾的作用。但水能載舟亦能覆舟，日本和美國金融危機的爆發，都是房地產的過度繁榮所觸發的。

如果說，過去十多年銀行涉及房地產的資產都成為好資產，那麼，未來十年就一定不會是過去十年的延續了。這個世界上，沒有不破的泡沫，有人設想這樣一個理想過程：今後若房價維持穩定，但貨幣仍在增加，居民的收入仍在增長，那麼，目前過高的房價，將以時間換空間，若干年後自然是合理了。

但筆者認為，只要市場存在下去，就必然會有波動。作為投資者，都有預期回報率，如果未來房價走L形，誰還願意貸款加槓桿購房呢？如果是房產持有者，在開徵房產稅的情況下，其中有多

## 回顧八萬五政策

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

當樓花樓盤開始銷售百多呎納米單位的時候，香港人仍未接受大舉發展土地，甚至有人堅持「香港大把地，政府大把地未用。唔使驚，香港仲未到絕路。」的確令人啼笑皆非！不少人也為居住擔憂的時候，我們還未接受高速大幅開發土地，香港人好像對開發土地擁有恐懼症，對所有發展都判以陰謀論。

近期不少人都開始懷念八萬五政策，甚至乎開始對前特首董建華有一些歡意。的確，事情發展到現在，證明八萬五政策是正確的，極其量我們只可以說董先生太老實，不太玩弄公關技巧，所以去到2002年才開始為取消八萬五政策做期望預算而已。筆者覺得，是時候為八萬五政策做一些平反了。98年的人禍，是亞洲金融風暴，不是八萬五政策。我們正確面對了歷史，才能面對將來。

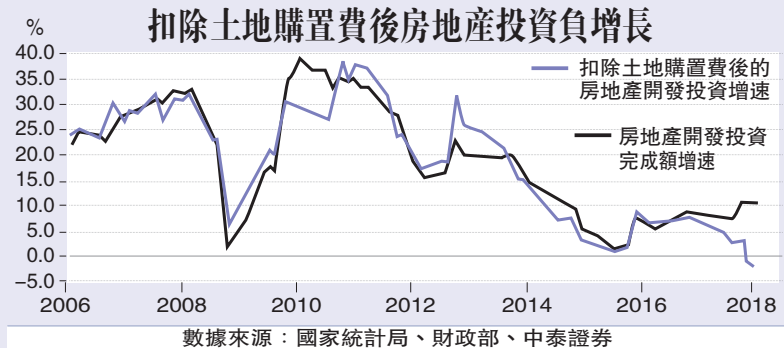
美國近月落實縮表，在量化貨幣令其他國家依賴其資金後再以「收水」把資金回流，自然引起了市場恐慌，美國資產市場因此成為了資金避難所，也因而得到了市場收

益，這正是俗稱的「剪羊毛」了。一些借貸偏高的國家如土耳其、阿根廷、印尼等國家隨即面對困境，這令筆者想起1998年亞洲金融風暴，筆者正是當時普遍「中招」的其中一個年輕人。

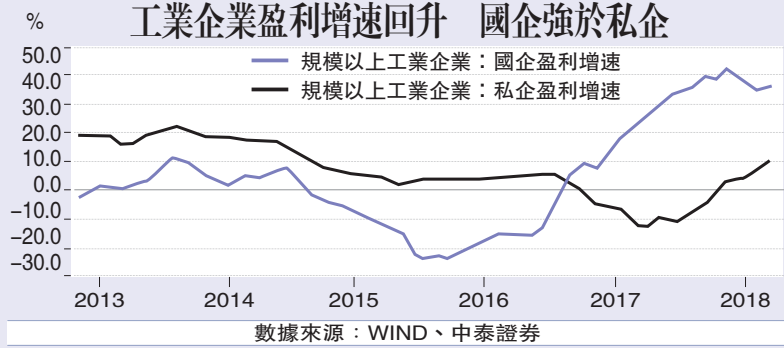
## 美國剪羊毛難奏效

98年香港M3（泛指總存款量）是2.9萬億港元，貸存比率是1.51。到了今年4月M3是14.4萬億港元，是當年的5倍，貸存比率是0.75，在資金遠高於借貸下，美國「剪羊毛」已不復當年之勇了。中國2008年成為了美債最大持有國後，也令中國成為了最具量化貨幣底氣的國家，而在資金氾濫下香港的借貸比率卻竟然結構性大降，這不得不歸功於在貨幣戰爭下臨危受命上陣的樓市辣招。雖然樓市辣招因等不到後續的土地供應成為了長期房屋政策，做不到好的社會資源及財富分配，卻成功地把香港的金融結構打造成「錢多借貸少」的強勢。

我輩作為經歷了兩代「剪羊毛」貨幣戰役的見證人，當年的「八萬五政策」只是亞洲金融風暴的代罪羊。多年來香港人不單沒有抱怨始作俑者，反扭曲概念活在陰影下，長期抗拒發展土地，希望香港人放開枷鎖改變態度，支持政府發展土地，才可改變樓價長升的局面。



數據來源：國家統計局、財政部、中泰證券



數據來源：WIND、中泰證券

少人願意長期持有不漲並需要納稅的資產呢？

## 買新房如同抽新股

當然，要預測房地產「繁榮的頂點」確實很難，房價租金比、房價收入比、房價總市值／GDP等，都顯示房地產存在明顯泡沫；但是，從居民房貸餘額／房價總市值、居民房貸年還本付息總額／居民可支配收入總額看，似乎又不高。

如果用空置率多少作為房地產泡沫會否破滅的指標，但如果房地產作為投資品，就像股票一樣，那麼，再高的空置率都不是問題。筆者認為，房地產最大的問題就是「上漲」，漲得越多，離繁榮的頂點就越近。當前，由於限價、限貸、限購等政策，人為壓低了房價漲幅，即2017至2018年的房價實際漲幅可能比公布名義漲幅更高。

如一、二線城市都在調控新樓盤的發售時間、價格和規模，從而導致大家像認購新股一樣搶購房子。有人把房地產開發企業庫存的下降，看成是房價將繼續上漲的理由。但房地產去庫存不同於消費品去庫存，前者只是轉移庫存，即開發商去庫存，投資者加槓桿補庫存，最後是房屋空置率上升。

前五個月房地產開發投資增速為10.2%，但財政部公布的另一個數據則更讓人吃驚，同期國有土地使用權出讓收入2.2251萬億元，同比增45.9%。這意味着開發商投資額中，用於購買土地的費用應該大幅增加，因為同期房地產開發企業土地購置面積7742萬平方米，同比只增長2.1%。如果把土地購置費剔除，則發現4月份扣除土地購置費後的房地產開發投資增速竟然為-1.5%（5月份土地購置費還未公布）。

上述變化說明在國家緊信用的環境下，開發商面臨土地購置成本上升、融資難度加大和資金周轉率下降等壓力，估計下半年房地產開發投資增速會趨於回落，這也會成為2018年經濟增速前高

後低的一個理由。

為了去槓桿，地方政府減少了住宅用地的供給，伴隨著開發投資增速的下降，意味着今後樓盤供給會相對減少；但從需求層面看，由於限購、限價、限貸並未能有效壓制需求，反而使得投資、投機性需求得到了刺激。故行政化去槓桿的手段需要反思。

對於投資品而言，僅從供給角度來判斷價格漲跌肯定有失偏頗，就像比特幣一樣，儘管供給越來越少，但價格也出現了暴跌而非暴漲。原因在於，投資品的需求會因為預期的變化而改變。又如，黃金的未來供給（可開採量）也會越來越少，越來越稀缺，但為何當今價格還是那麼疲弱，是因為全球對於投資黃金的需求減少了。

因此，如果僅僅從前五個月的數據中看到中國經濟對房地產的依賴是不夠全面的，同樣，簡單把消費增速下行歸結為中產都去做房奴了，也是不夠客觀的。我們必須意識到，中國經濟增速的下行是因為生產要素的總供給在減少，勞動力、土地的成本大幅上升，技術進步放緩，房地產生產率的增速下降——這些都是十分正常的，日本、韓國和德國都遇到過這樣的問題，經濟增速減半，但成為經濟轉型的契機。

當前，中國大部分城市出現了流動人口的淨流出，貨幣增速也大幅下降，產業投資的利潤回報率自然就降低了，因此，今後中國經濟繼續減速應該沒有懸念，經濟大環境並不支持高房價，尤其是那些人口在流出的三四線城市。記得2005年的時候，有人問筆者，中國股市什麼時候見底？我回答稱，股市越下跌，離底部就越近。如今，房價漲幅越大，持續上漲時間越長，則離繁榮的頂點也就越近了。

總之，回歸中國經濟過去四十年的高增長軌跡，發現前期靠引進外資和出口導向政策，後期靠房地產和土地財政。但如果繼續依賴於房地產和土地財政，則危機就難以避免。