

信貸收緊熱錢撤退 海外熱門樓市降溫



▲全球貨幣信貸政策的持續緊縮，多個海外城市房價出現低走，其中倫敦（上圖）及多倫多的房價更是踏入下跌區間



資產配置觀察

2018年以來，海外主要城市的房價出現明顯的降溫趨勢。其中，紐約、悉尼、墨爾本、溫哥華的房價漲幅不斷收窄，倫敦及多倫多房價則已進入下跌區間。筆者預計，未來兩年，全球貨幣信貸政策的持續緊縮，以及對各類投資者（包括海外買家在內）的限制性進入，將對以投資性房產為主的城市房價形成持續的抑制。

華安基金首席經濟學家 林采宜

一、紐約樓市投資風險可控

2018年以來，全美二十個大中城市房價增速有所放緩，其中紐約房價同比跌幅最大，3月份以來漲幅連續五個月收窄，自5.88%降至3.42%。曼哈頓區、皇后區、布魯克林區樓市均呈現不同程度的降溫，其中以曼哈頓地區的房價跌幅最深。在2017年三季度房價中位數達到歷史高位118.90萬美元後，今年前三個季度，曼哈頓區銷售價格中位數相較去年同期連續下跌1.6%、7.3%及4.5%，至目前的111.70萬美元。其前三個季度房屋銷售數量較去年同期也分別減少31.3%、17.3%、11.30%。曼哈頓區樓市整體呈現出量價齊跌的情況，二季度房屋庫存上升至歷史高位，但三季度市場表現較二季度略有緩和。

1、美聯儲持續加息提高抵押貸款成本

美聯儲自2015年12月開啓加息周期以來，目前聯邦基金目標利率已經連續八次上調至2%至2.25%。低利率時代的結束也意味着房地產抵押借貸成本的上升，美國樓市逐步降溫，其成屋銷售數量同比自2016年底開始出現下滑，自今年3月以來跌入負增長區間。

2、美國房屋空置率處於歷史低位
經歷2008年—2012年的去庫存周期後，美國成屋庫存目前處在歷史的較低水平，2018年9月成屋庫存為188萬套，低於去年同期水平。同時從新建私人住宅來看，美國私人住宅投資自2013年6月之後已經步入下行周期，隨着美聯儲加息導致的資金成本上升及人力成本的上漲，新屋建造的規模未來大概率將逐步下滑。

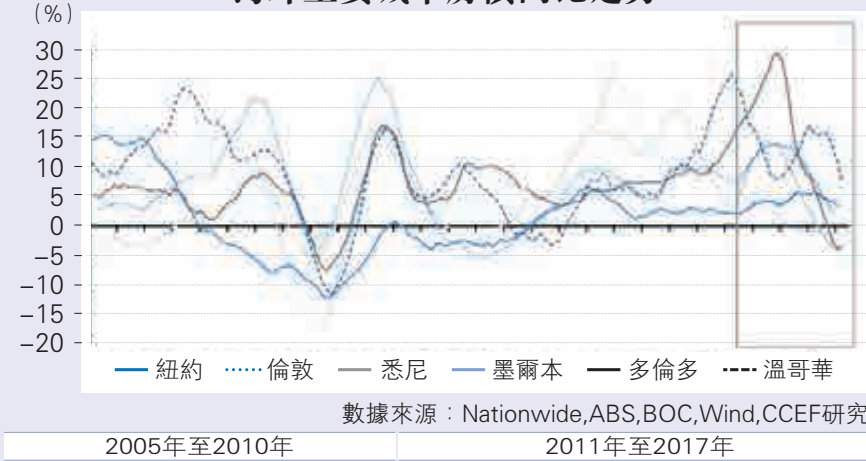
截至2018年6月，美國出租空置率和房屋空置率分別為6.8%及1.5%，處於歷史低位，同時美國住房自有率增至64.3%，顯示出美國居民的購房能力有所增強。

3、美國房地產槓桿率處於低水平
從居民的房地產槓桿率來看，自2009年3月至2018年6月，住房抵押貸款／GDP比例從73.75%降至50%，住房抵押貸款增速低於3%，房地產領域未出現高槓桿的現象。

二、倫敦樓市量價齊跌明顯

綜上因素可以推斷，紐約曼哈頓房價下行主要是因為2017年上漲太快導致市場有回調需求，以及高房價區域對利率變化比較敏感造成的，從住房供求和居民負債率來看，中長期仍然有上漲的空間。

海外主要城市房價同比走勢



自2014年以來，英國樓市整體開始走弱，房價同比漲幅從2014年6月底11.6%降至2018年6月底2.1%。其中，倫敦樓市降溫現象更為明顯，自2017年9月以來房價持續下降（同期其他地區的房價基本維持2%至3%的增長）。

1、英國房屋新稅制抑制投資性需求
海外投資者的進入是推升英國房地產市場上漲的重要因素。2016年，倫敦的房產市場中約有一半以上的購買需求來自海外投資者，其中又有一半以上的房產是以二套房及投資為主。他們主要是來自新加坡、馬來西亞、中國內地及香港等海外買家，所購置的房屋大多中心地段的豪宅，以及適合倫敦本地首次購房者的新房。

爲了抑制海外買家進入倫敦樓市。從2016年開始，英國政府陸續出台相關住房政策：一方面通過首套房優惠政策鼓勵本地人購房，另一方面對購買二套房及購房出租投資者徵稅，並且降低抵押貸款利息稅費的減免額度，抑制以投資爲目的的房產購置。

除此之外，英國寬鬆貨幣環境也逐漸收緊，自2017年11月開始，英國央行兩次加息，將基準利率從0.25%加至0.75%，抵押貸款利率也因此相應上升。這些措施一定程度上抑制了海外買家購置倫敦豪宅的需求。

2、脫歐在一定程度上削弱了房產需求

英國脫歐之後，新的移民法案在逐漸抬高移民門檻，來自歐盟的淨移民數量自2016年6月的18.9萬人下降至2018年3月的8.7萬人，整個英國的淨移民數量也相應自33.6萬人減少至27.1萬人。移民減少導致英國的人口增長速度相應放緩，同時脫歐之後，海外投資者對英國投資環境的不確定性預期提高，英國對外國資本的吸引力下降。2017年外國對英國

直接淨投資額一年內縮減了66%，爲2011年以來的最低水平，海外資本流入的減少導致房地產開發的投資相應縮減。

3、倫敦房價已嚴重偏離其收入水平
2013年以來，隨着房價的不斷上漲，英國的房價收入比持續上升。截至2017年底，房價收入比爲7.77，超過危機前的7.16。而倫敦的房價收入比高達13.24，爲全國最高，房價水平大幅偏離居民的收入使得下調壓力增大。

總體上看，英國政府的住房新政，貨幣政策的收緊及脫歐之後移民、投資雙雙減少是導致倫敦房價降溫的主要因素。

三、悉尼拖累澳洲房價降溫

自2017年二季度開始，澳洲房地產市場整體降溫，至2018年二季度，房價同比下跌0.61%，其中佔據澳洲住樓市場總價值60%的悉尼和墨爾本兩大城市房價降溫幅度最大，悉尼同比分別下跌3.9%，墨爾本的房價漲幅跌至2.3%。

1、信貸政策收緊抑制購房需求
海外需求是澳洲住宅投資的重要推動因素。但自2017年起，澳洲四大銀行相繼停止向外國人，甚至海外收入爲主的澳洲居民提供住房貸款。2016/17年度外國人住宅審批金額從720億美元降至250億美元，下降了三分之二。海外住宅投資的下滑直接影響了海外投資者集中的墨爾本和悉尼的購樓市場，貸款融資限制以外，逐漸增加的外國買家稅也在一定程度上抑制了海外投資者對澳洲的住宅需求。

2017年3月，澳洲要求銀行將純利息貸款佔新增住房抵押貸款的比重從40%降至30%，並將投資性房貸控制在10%以下。與此同時，各銀行抵押貸款的利率也相繼調升，2018年9月份，澳洲四大銀行

逐一批駁市場大謬誤

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

面對貿易戰我們當然要爲市場調節做好準備，但是不能自亂陣腳，筆者見到市場在面對貿易戰下出現了無限的聯想，有很多都是沒有數據基礎的推演甚至謬誤，希望在此分享一下自己的看法。

筆者一直認爲市場在上升軌道調節是很好事情，但是在錢多、借貸少、息口平的結構基礎不變的情形之下，我們是應該根據事實去看因素，過分悲觀不單令人錯失機會，更將好的事情用了錯的方式去處理，市面上常有的謬誤如下：

1、「加息，供樓負擔增加，樓價下跌！」

筆者同意息口在未來應該是要面對加息的壓力，但是不可以說加息壓力上升就等於加息風險大增，我們要明白香港不能追隨美國加息的原因是資金過多。

在資金沒有流走前，我們都要面對資金多而息口平的「平息年代」。以恒生銀行爲例，根據記錄銀行有8350億元是存款，按揭只是得2050億元，如果加P按，銀行付給存戶息口增加額，一定是遠高於按揭加息得來的利潤的。以上的結構性問題若不改變，我們是應該要面對現實的，不應該過分高估加息的衝擊。

2、中國的宏觀環境日趨惡劣？

如果你被報紙的評論洗了腦，似乎已不相信自己的眼睛及生活體驗了，無論如何，我們看到的情況

與這些訊息剛好相反的，中國和歐洲、日本等國在匯率貶值率上是幾乎相同步伐發展的，而中國和這些國家的貿易不斷增長。根據中國海關總署2018年首九個月進出口貿易數據，中國和歐洲之間是5067億美元，按年增長12.5%，中國和日本之間是2437億美元，按年增長10.8%。

3、地緣政治緊張

我們當然要爲戰爭隨時做好準備的，但是總不能夠認爲美國打仗是不用錢的，打一場仗除了要有強大支援及很多的錢之外，還要有盟友的支持，在這段時間以上都是在歷史上美國最缺少的時候，美國財赤、貿易戰令到盟友互信不足，這些都是令戰爭不能容易發生的。

4、歐洲的危機隨時再來？

如果根據2016年的經驗，英國脫歐公投之後，資金是湧來香港的，我們看看歷史。2016年6月24日當英國脫歐公投結果是出人意表的時候，全球股市急跌，當時筆者隨即撰文認爲資金會在第二回合湧入香港，結果實際比當時評估更快。

港股當日收市按日下跌2.92%，全球股市隨後兩個交易日蒸發近3萬億美元。

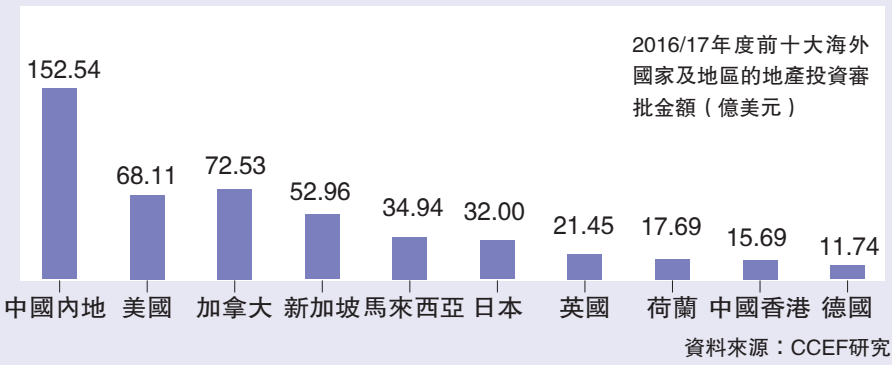
但是出人意表在脫歐四日後（即6月28日），港股收市找到谷底，之後的日子就是逐步回升。亦由當月開始，香港的M3錄得增長，四個月的時間總共增長了約7000億港元。當然，根據筆者的M3定律，之後的樓價是必然的上升了。

更何況，歐債危機極大機會引來進一步的量化貨幣，我們不會知道最後的結果是否會如過去歷史一樣，或者，歐債危機反而會令到香港更有利也不出奇。

美聯儲加息導致成屋銷售下行



澳洲樓市海外投資者分布



中的三家銀行均上調其浮動抵押貸款利率15個基點。信貸政策收緊和利率上行都促使房屋貸款規模下降，2018年7月份，房屋貸款許可規模同比下降6.2%，其中購買新住宅貸款許可數和剔除再融資的成屋貸款許可數分別較去年下降15.4%、9.6%。

2、澳洲房屋供給水平充足
從澳洲私人住宅供給來看，自2010年之後，營建許可及住宅開工數開始回升，今年以來其營建許可及開工數雖相對前期高點略有下滑，但從歷史平均水平來看，仍位於較高水平。

3、房價收入比和家庭債務水平處高位

2018年3月，澳洲的房價收入比爲5.13，家庭債務收入比爲1.89%，均處於歷史高位。由於澳洲大約70%的家庭債務與住房抵押貸款有關，若銀行貸款利率上調，家庭債務負擔的壓力則相應增強。

四、多倫多和溫哥華房價接連降溫

總體而言，信貸政策、稅收政策在不同程度上抑制了海外投資者對澳洲住宅市場的需求，而房價收入比和家庭債務率的上升限制了本地居民的購房能力，在供給寬鬆的情況下，澳洲，尤其是墨爾本、悉尼的房地產價格將面臨趨勢性下行。

自2017年6月以來，加拿大十一個大

都市的綜合房價指數漲幅由14.16%回落至2018年9月的2.14%。其中，多倫多和溫哥華降溫幅度尤甚，2018年5月之後多倫多房價已經進入下跌區間。從房產銷售來看，2018年初以來成屋銷售價格和銷售數量都呈直線式下滑。

1、房屋稅收及信貸政策抑制購房需求

爲了抑制投資性需求，自2016年以來，加拿大陸續出台各項房屋政策，涉及海外買房產稅、空屋稅、投機稅、土地轉讓稅等方面。尤其是2018年初實施的住房貸款審批機制，由於提高了壓力測試的標準和範圍擴大，限制了購房者的貸款金額和購房能力。與此同時，隨着貨幣政策的收緊，5年期平均按揭利率自2017年6月的4.64%升至當前的5.34%，導致住房信貸增速放緩。今年8月住房抵押貸款增速已降至3.6%，爲2002年以來的最低水平。

2、加息導致居民房貸負擔加重
住房貸款利率的抬升明顯提高了高房價地區的居民住房負擔。從房屋成本與家庭收入的角度來看，加拿大的住房負擔能力目前已達到28年來的最低水平。其中，多倫多、溫哥華房屋負擔能力最弱。

根據2018年9月的數據，在多倫多和溫哥華的普通家庭需要分別花費75.9%和88.4%的收入來支付擁有房屋的費用，遠高於加拿大的平均值（53.9%）。