



經濟觀察家



財眼看房

恒大研究院副院長、房地產行業首席研究員 夏磊



►德國租金收益率較高，同時利用稅收和金融手段，促進租賃住房供應量

借鑒日德房租監管 調控供給規範市場

日本以租賃機構集中管理為主。日本家庭租房率一直穩定在36%左右，三大都市圈租房率佔比更高。20世紀90年代後期，日本開始發力住房管理業，逐步建立了以機構主導的租賃市場。2010年機構參與管理運營的民營租賃住房比重高達90%，市場運行規範。

德國以居民自主管理為主。德國的租賃市場非常發達、繁榮，2017年，德國55%的人口選擇租房居住，遠高於其他歐盟國家。德國住房租賃市場呈分散式，以居民出租為主，機構中私營公司、政府公共住房公司與合作社的市場佔比分別為50%、25%、25%。

租約保障條文清晰

如何監管住房租賃市場？一是**立法保護租約**。日本以「普通租約」為主，到期後自動續約。日本租賃法律體系以《民法》為核心，以《借地借家法》為主要依據，普通租約佔比超過90%，租期通常為一至兩年，到期後自動續約，除非租賃雙方均同意解約，否則房東在無「正當理由」情況下不允許解約。

德國默認為無固定期限合同。房東若要簽訂固定期限合同，必須在出租時就向租客書面說明自己在租約到期時對住房另有所用，合理用途僅限於：1、希望將房屋用於自住或供其他家庭成員居住；2、合理的拆除、改建或修復住房的需求，如果繼續出租將給這些舉措帶來巨大困難；3、有義務將房屋租賃給其他需要服務的人。房東不得隨意解除租約，提供解約保護。僅在規定情況下基於合理權益才可以解除合同：1、承租人違反合同規定；2、房東擬將出租房屋用於自住或其他家庭成員居住；3、通過對住房進行適當的開發可獲取重大經濟利益，如若繼續租賃，房東將遭受重大經濟損失。

二是**保持租金水平穩定**。日本房租變動有條件，防止「惡意漲租」。法律規定，只有在以下情況，才可變更租金：1、房地產相關稅收及其他負擔的增減導致租金不合時宜；2、房地產價格漲跌及其他經濟變動導致租金不合時宜；3、與同區域同類別房地產相比，租金不合時宜。租金託管機制賦予租戶議價能力。當房東要求租金上漲超過租戶預期，租戶可將自認為合理

的租金委託給租金託管所後繼續居住，不用考慮因未交給房東租金而被強制搬出。租金委託後，可繼續與房東協商，或尋求調停，甚至通過法律來解決。

德國各城市政府每年出台當地租金基準價格，限制租金漲幅。德國《民法典》第558條對於租金基準價格有明確規定，每年由當地住房管理局和相關利益群體（租戶代表和業主協會代表），根據小區區位、居住環境、房屋質量、房屋配套家具等因素綜合考慮制定出台，超出基準租金價格50%甚至有牢獄之災。上調租金有前提，嚴懲「惡意漲租」行為。

《住房租賃法》最新規定，房東要上調租金，須滿足租金十五個月未變、且目標租金不超過市政當局或其他城市的大小、設施、質量、地段等條件相當的同類型住房的租金標準。租金在三年內漲幅不得超過20%；在市政府判定的住房供應嚴峻的特殊區域，不得超過15%，新簽訂租賃合同的租金不得超過租金標準的1.1倍，特殊限制期最長五年。近年來柏林因租金上漲過快，市政府決定立法，從明年1月份開始凍租五年。

設立制度嚴懲欺詐

三是**提高從業門檻，建立管理機構信用披露、保證金制度**。日本住房中介從業門檻高。在日本從事住房中介業務需要通過全國統一考試，取得從業資格證，即「宅建士」，該考試通過率僅為15%至17%。「宅建士」制度限制機構盲目擴張規模。住房租賃公司設立分店時，須聘請具有六年以上從業經驗者或宅建士，以此限制機構盲目擴大規模，且每五名員工中必須有一個宅建士，重要事項必須由宅建士解釋說明，合同

必須由其簽字蓋章才能生效。

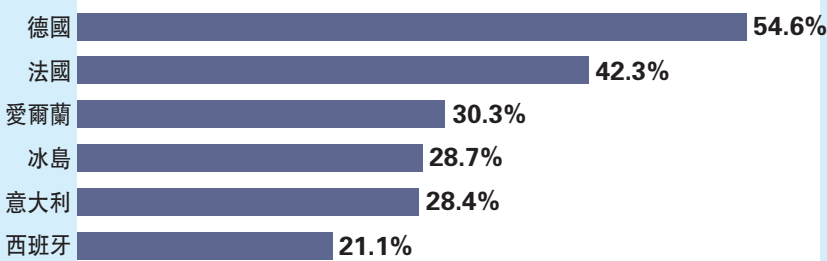
創設住房租賃管理者登記制度，提高住房管理人員的信息透明度。租賃住宅管理業務從業者需在日本國土交通省進行登記，機構信息向社會公開。通過登記信息，房主將住宅委託給更有資質的機構管理，違規操作的管理人將被登記系統除名。

設立營業保證金制度，嚴懲管理機構欺詐行為。日本《不動產交易商業法》規定，從事不動產業務的公司，需在法務局存入一定金額作為營業保證金（總公司為1000萬日圓，如有分公司，則每一個分公司存儲500萬日圓），用以保障接受服務方的利益。一旦存在消費者欺詐行為，將利用營業保證金直接賠償租戶，如不夠賠償，將取消公司經營資格。

四是**以市場化手段促進租賃住房供給**。日本租金收益率遠高於銀行定期存款和10年期國債收益率，房主出租動力足，社會資金也積極參與。2008年以來，日本零利率政策下，銀行存款、10年期國債收益率幾乎為零，相較而言，2015年以來，日本公寓租金收益率平均在5%以上，收益率可觀吸引資本參與，REITs（房地產信託投資基金）支持建設的租賃住宅數量顯著增加。

德國租金收益率較高，同時利用稅收和金融手段，促進租賃住房供應量。德國住宅租金收益率穩定在3%至5%的較高水平，遠超德國10年期政府債券收益率，房主主動出租房屋意願強。同時，政府對於出租的房屋提供融資支持、稅收優惠等政策，鼓勵私人資本更多地建設用於租賃的住房。如社會住房建設，由政府提供無息或低息貸款；對用於出租的住房，折舊率要高於普通住房，以此降低應納稅租金收入，減輕稅負。

德國與發達國家租賃比率



金融去槓桿抑制社融擴張

中金首席經濟學家 梁紅



妙言要道

7月M2（廣義貨幣供應量）同比增速從6月的8.5%下降至8.1%，低於市場預期的8.4%，環比明顯降速。經季節性調整後，7月M2月環比（非年化）增速從6月的0.7%降至0.5%。7月財政存款上升8091億元（人民幣，下同），財政存款同比少增1254億元提振M2增速約0.1個百分點。由此，7月財政存款同比增速從6月的5.2%下降至2.0%。7月M1（狹義貨幣供應量）同比增速從6月的4.4%回落至3.1%，季調月環比增速從6月的0.5%明顯下降至0.1%。

7月新增人民幣貸款為1.06萬億元，低於市場預期的1.28萬億元、並遠不及去年同期的1.45萬億元，環比增速下降。7月貸款餘額增速從6月的13.0%明顯放緩至12.6%。企業短期貸款與票據融資大幅少增是拖累貸款增速的主要因素，而房貸與企業部門中長期貸款仍然同比少增、較為疲弱。具體看，7月新增非金融企業及機關團體中長期貸款為3678億元，低於去年同期的4875億元。同時，7月新增住戶部門中長期貸款為4417億元，低於去年同期的4576億元。此外，7月短期貸款與票據融資餘額環比萎縮216億元，相對於6月增加8036億元有較大落差、而兩項去年7月的月環比增幅為3121億元。

7月央行口徑新增社融為1.01萬億元，明顯低於市場預期的1.63萬億元以及去年同期的1.23萬億元，環比增速較快放緩。雖然去年7月基數極低，但7月央行報社融同比增速仍從6月的10.9%小幅下降至10.7%。從新增社融的分項來看，7月信託貸款、委託貸款與銀行未貼現承兌匯票等「非標」資產合計餘額明顯萎縮6226億元，可能主要受金融監管進一步收緊以及中小銀行去槓桿有所加速的影響：7月「非標」資產降幅明顯高於6月的2124億元以及去年同期的4886億元，拖累社融增長。另一方面，7月企業債淨融資從6月的1177億元回升至2240億元，高於去年同期的2195億元。同時，7月地方政府專項

債淨發行4385億元，明顯高於去年同期的1851億元。此外，7月股票融資為593億元，高於去年同期的175億元。

7月金融條件明顯收緊，尤其是環比增速降幅更為明顯。短期貸款、票據融資以及「非標」資產萎縮是拖累信貸供應「量」的增長的主要因素。具體看：

7月調整後的社融同比增速從6月的11.2%回落至10.7%，同時月環比年化增速下降至8.1%：經季節性調整後，7月調整後社融月環比年化增速從6月的9.4%放緩至8.1%。

估計7月「準M2」增速也可能放緩。假設央行外匯佔款規模環比不變，估計7月「準M2」同比增速可能從6月的10.0%放緩至9.7%。

貨幣寬鬆實有必要

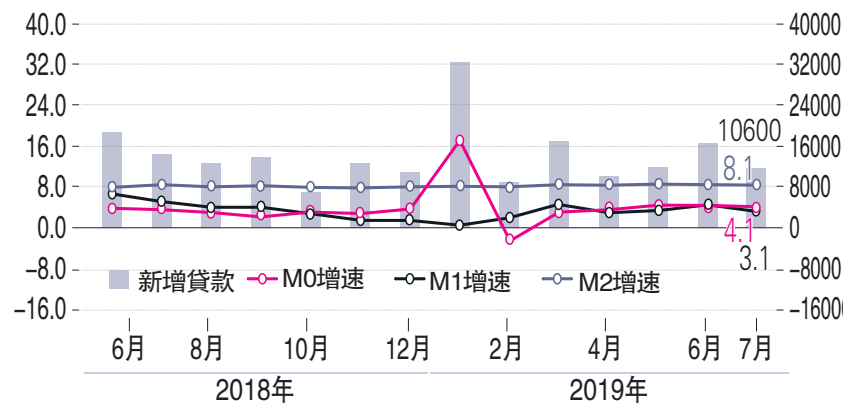
7月貨幣信貸數據顯示，中小銀行去槓桿以及近期金融監管一系列「補短板」政策可能開始對信貸擴張有更明顯的抑制作用。雖然去年基數極低，但7月社融同比增速仍下降：進入下半年，多重因素疊加作用下，我們預計社融同比增長可能面臨進一步下行的壓力。

從數據上觀察，7月社融增速的主要「拖累」因素集中於對中小銀行去槓桿、同業資產收縮，以及金融監管「補短板」更為敏感的各類融資渠道中。正如我們在近期報告中所分析的，中小銀行可能會拖累社融增速，而近期中小銀行去槓桿有加速跡象。

除此之外，下半年可能拖累社融同比增長還有以下因素：1、今年上半年，地方政府專項債前置發行提振了社融增速。往前看，隨着地方政府債券發行額度下降（並低於去年同期），社融增速可能會進一步失去支撐。2、近期對房貸以及開發商融資的收緊也可能會抑制下半年社融增速。在信貸增速面臨的諸多不利因素、增長及通脹預期下行的背景下，貨幣政策寬鬆有空間也有需要。

筆者認為，需要政策進行適當的逆周期調節以對沖中小銀行去槓桿、監管收緊、房市走弱，以及外需不確定性上升等因素的不利影響。

中國近年新增貸款情況



土地供應短缺局面須扭轉

祥益地產總裁 汪敦敦



樓市新態

在衣、食、住、行中，有三項香港勝過倫敦和紐約，唯獨住，樓價卻高不可攀，「無地」成為主要社會矛盾。近年，反對造地的理由多不勝數，但是減少供應，當中誰人得益最大？起碼最大損失都是普羅大眾，尤其是下一代。

現在香港是最水深火熱的時候，但亦可說是二十多年來最有機會解決土地供應的時機。香港人應掌握時機、放下怨氣，重新團結起來，更要是解決社會的深層次矛盾，改善房屋供應是重中之重，解決房屋問題。

如果大家團結一致，增加土地，深信中央一定支持。筆者認為應重推「八萬五」政策，或可將「建屋八萬

五」改為「開發能建八萬五單位的熟地」，可以將其潛在副作用減到最低，而效益增加到最大。

此外，特首需要更果斷運用《收回土地條例》，採用高環保的發展方式去開發3%至5%的郊野土地。環保是管理問題，現在香港的環境保護則是充滿宗教色彩的發展道德禁令，是錯誤的環保概念。如果政府想表示誠意，可以更徹底地放棄整個粉嶺高爾夫球場，以表態任何土地方案都採用，樓價高是因為「各種反造地原因下造成的壟斷」，只要給予一個嚴正施政的訊息出來，變相有關土地壟斷的局面就會被打破，自然會有一定程度的小投資者止賺放盤，發展商亦不會囤積居奇了。筆者相信，樓價的上升在兩、三個月內可以得到合適制約，在新一輪環球量化寬鬆周期，令更多人得到上車置業的機會。