



經濟觀察家



察股觀經

房住不炒應該是一個相對概念，如果是絕對的房住不炒，那將導致流動性枯竭，必然引發危機。未來值得擔心的並不是房價繼續上漲，而是怕房價一旦大跌，流動性極度萎縮，缺乏接盤者，這才是處置危機最大困難。對於理想（經濟目標）與現實（經濟現狀）之間的差距，可以通過改變經濟現狀和降低經濟目標兩種方法來實現。

中泰證券首席經濟學家 李迅雷



►中國房地產經歷了二十年牛市，累積了很大泡沫、隱含了很大風險，如果繼續上漲，崩潰的殺傷力就更大

# 配合結構改革手段 達成房住不炒目標

房住不炒這一目標設定完全合理。根據筆者測算，中國房地產對GDP總量的直接和間接貢獻接近30%，房地產成為銀行的重要資產，成為地方政府財政的主要支撐，成為居民的主要資產。正是因為房地產成為眾多主體的共同利益，因此，甚至有人認為房價永遠不會下跌。但中國房地產經歷了二十年牛市，累積了很大泡沫、隱含了很大風險，如果繼續上漲，崩潰的殺傷力就更大。

問題在於，大家都覺得這一目標的設定是合理的，但為何從2016年提出至今，炒房之風難以抑制呢？顯然存在執行方面的問題，房價上漲是社會多方的共同利益所在，抑制炒房存在利益上的抵觸，因此，執行力不足。

同時，抑制房價的方法似乎也有問題。房價由供需關係決定，房價上漲說明需求大於供給，那就應該擴大供給，同時抑制需求。其他很多國家或地區的土地是私有的，因此，在擴大供給上有難度，如香港就是這類情況，特區政府靠填海來擴大土地供給，效果甚微。但中國內地的土地是公有制，如果真的想擴大供給，城市的工業用地、農村宅基地等都可以轉化為城市住宅用地。更何況目前製造業產能過剩，很多工業用地效率低下，為何不能轉化為對住宅市場的土地供給呢？

## 擴大供給抑制需求

2013年的十八屆三中全會上就提出土地改革的一系列思路，如果宅基地改革越早，農民的財產性收入增長就越快。如今，筆者估計即便宅基地可以轉讓，新增需求也不會太大，因為投資取決於預期。總體而言，如今開放宅基地，則已賣不出好價錢了。

從統計局提供的數據看，今年前八個月月份，房地產開發企業土地購置面積12236萬平方米，同比下降25.6%，反映出開發商對未來房地產市場的前景不是太看好了。在7月末的政治會議上，再次明確了堅持「房住不炒」的定位，落實房地產長效管理機制，不將房地產作為短期刺激經濟的手段。

筆者覺得要實現房住不炒目標，縮小目標與現實之間的差距，就應該擴大供給抑制需求，而不是大力度抑制供給，同時又小力度抑制需求。

當然，由於宏觀調控往往是

多目標的，抑制房地產開發商投資房地產，應該是為了讓信貸資金或社會資金脫虛向實，從房地產領域流向實體經濟。但是，我們應該清楚，資本永遠是逐利的，要讓資金從房地產領域離開，如果沒有比房地產投資有更高的收益風險比，誰願意離開房地產領域呢？

由於當前及今後的房地產政策取向是防止房價大起大落，這至少意味着政策對於房地產行業已經採取了「提前保護」措施，即大而不能倒。既然如此，銀行及社會資本依然還是青睞房地產行業。

相比之下，製造業中的中小微企業、民營企業儘管從來都是政策扶持的對象，但收益風險比還是太低了。對銀行而言，給盈利前景不明的民企貸款，不僅存在不良資產形成風險，還存在「道德風險」，而同樣給盈利前景較為明確的房地產民企貸款，只要不形成不良資產，則所謂的「道德風險」也就不存在了。

## 經濟進入存量時代

經常聽到這麼一句話：當上帝給你關上了一扇門，同時也會為你打開一扇窗。要達到房住不炒，意味着要關上房地產這扇門，那麼，同時應該打開哪扇窗呢？基建投資的增速已經很低了，還能拉起來嗎？地方政府高槓桿已經不堪重負，很難。製造業產能過剩，城鎮化、工業化都已經到了後期，也拉不起來。消費能起來嗎？除了小眾的奢侈品消費高增長，其他都是低增長。很明顯，收入增速決定消費增速。如今年前八個月月份乘用車銷量同比下降12.5%，但豪華車銷量仍然保持小幅增長。

所以，現在的問題是房地產這扇門太沉重，關上，有近憂，不關上，有遠慮。發展新興產業，開發硬科技，推廣5G等，實施新舊動能轉換，目前看還只是一扇小窗。這是因為中國經濟的結構性問題已經使得其過早進入存量經濟主導時代——看看當前各項統計數據，除了房地產行業一枝獨秀之外，其他大部分數據都缺乏驚喜。

今後國企改革推進有望加速，因為過去靠土地財政，如果房住不炒，則今後將更多地依靠「國企財政」，這不僅會要求國企多上繳利潤，而且要減少虧損，處置僵死企業等。此外，中央與地

方的財政支出方面，今後靠發行地方政府專項債的模式發展空間有限，畢竟地方已經是高債務，而中央政府的槓桿率只有16%。因此，今後不僅應該由中央政府來提高槓桿率，而且財政赤字率也應該突破3%，唯有如此，才能維持經濟增長相對平穩。

結構調整中最難撼動的是居民收入結構中高收入與低收入之間差距過大問題。雖然房產稅、遺產稅和資本利得稅是很有效的縮小財產性收入差距的稅改方案，但實際上卻很難實施。如房產稅已經試點很多年了，依然很難推出。

我們的研究表明，房地產繁榮對消費的拉動作用還是比較明顯的，因為房價上漲能帶來「財富幻覺」，購房之後對傢具、家裝、家電的需求增加。因此，房價表現好的城市，消費也表現好；房價差的城市消費也較差。因此，如果真要實現房住不炒，那麼，消費要維持穩定，必須要有相應舉措，即如何給中低收入階層增加收入。比較現實的做法，應該擴大社保基金規模，畢竟可以通過國家的資源來彌補社保基金缺口，以化解老百姓消費的後顧之憂。

我們應該承認，過去四十年雖然實現了經濟高增長，卻彌補不了前三十年經濟高波動導致的未富先老局面，因此，今後舉債增長將是唯一的選擇，如同現在的發達經濟體一樣。

## 警惕流動性危機

最後，再討論一下對於房住不炒的定義理解。房住不炒應該是一個相對概念，如果是絕對的房住不炒，那將導致流動性枯竭，必然引發危機。不妨以股市為例，新三板由於入市門檻高，交易十分清淡，近萬家上市公司中，目前大部分股票都缺乏流動性。流動性的不足，會導致估值水平大幅回落，從而引發股權質押融資風險。

如全球主流股市中，上市公司按市值排序，其中後50%的股票交易額只佔全市場股票交易額的5%，這也意味着，有一半的股票是很難交易的。A股市場過去是垃圾股交易活躍，未來也將失去流動性。而在期貨市場中，90%的交易是投機的，如果沒有這些投機交易，套期保值業務就沒法開展了。

# 經濟差股市強 合不合理？

海通證券首席宏觀分析師 姜超



超限觀點

雖然2019年中國經濟增速創下新低，尤其二季度6.2%的GDP增速創下過去二十七年的最低，甚至低於2008年金融危機時期6.4%的季度最低值，但是今年以來的A股大幅上漲。截至9月20日，滬綜指年內漲幅為20.6%，滬深300指數漲幅為30.7%，已經進入技術性牛市，是A股近五年以來的最好表現。而且從國際比較來看，A股漲幅也領漲全球，主要股指漲幅好於美日歐等發達市場和韓印等新興市場。

事實上，經濟增速下滑而股市大漲的現象不止出現在今年的A股，在美國歷史上也有類似的現象。筆者以四十年為周期來統計美國GDP增速的變化，近四十年美國GDP年均增速為2.6%，而在1940-70年代的年均增速高達4.4%，經濟增速明顯下了一個台階。但是從股市的表現來看，近四十年標普500指數的年均漲幅為8.7%，遠高於此前四十年的年均5.6%。也就是說，從四十年的維度來看，美國經濟在持續大幅減速，但是股市的表現並沒有同步下滑。

如何解釋股市與經濟表現的背離？關鍵在於理解資產定價的邏輯。在筆者看來，資產價值分為兩個層面：第一層是資產本身所創造的價值，也就是資產的內在價值。以股市為例，其內在價值是上市公司所創造的盈利；房市的內在價值則是租金，債市的內在價值是債券的票息。

第二層則是市場願意為這個資產所付出的價格，也就是資產的外在價值，包括股價、房價和債券的價格。而聯繫資產外在價值與內在價值之間的紐帶是資產的價格與價值之比，在股市中體現為股價與企業盈利之比，簡稱市盈率；在房市中體現為房價與租金之比，簡稱售租比。

因此，經濟的好壞會影響股市中的企業盈利，也就是影響第一層的資產內在價值。但由於市盈率的走勢變幻莫測，就會使得股市的外在價值未必與經濟有關。就好比在選美比賽中，要想當上冠軍，最重要的不是選手本身美不美，而是評委覺得美不美。

從美國的歷史數據來觀察，隨着經濟增速的下行，美國企業的盈利增速確實出現了下降。在1940-70年代，標普500指數的年均利潤增速為7.1%，而從1980年至今，標普500

指數的年均利潤增速降至5.8%，這代表着美國股市的內在價值出現了下降。但是在這兩個時期，市場願意為1單位企業盈利付出的價格完全不一樣，使得股市的外在價值表現出了巨大差異。

從1940年到1979年，標普500指數的市盈率從13倍降到了7.4倍。也就是說，在1940年初時市場願意為1單位的企業盈利付出13倍的價格，而到了1979年末，市場只願意為1單位的企業盈利付出7.4倍的價格。40年內美股市盈利率降低了43%，年均下降1.5%。因此，雖然這一時期美股企業盈利年均增速高達7.1%，但扣除每年1.5%的市盈率下跌，標普500指數實際回報率每年只有5.6%。也就是由於市盈率下降，使得這一時期的股市外在價值表現遠低於內在價值。

而從1980年至今，標普500指數的市盈率從7.4倍回升至21.8倍，升幅接近200%，年均升幅高達2.7%，再加上同期企業盈利年均增長5.8%，使得標普500指數的實際年化回報率高達8.7%。由於市盈率上升，使得這一時期的股市外在價值表現遠高於內在價值。

為什麼在前四十年市場給美股的定價越來越便宜，而在後四十年給美股的定價越來越貴？一個最重要的原因在於利率處於不同的運行方向。從1940年到1980年，美國處於利率上行周期，其10年期國債利率從最低的不到2%升至11.4%，而股票作為金融資產，其價格需要與利率競爭，因而其市盈率持續下降。而從1980年至今，美國處於利率下行周期，其10年期國債利率從11.4%重新降至2%以下，而股票價格受益於利率下降，因而其市盈率持續回升。

理解了美國股市與經濟表現的長期背離之後，我們就可以更深入地理解為何過去A股表現不佳，其實並非因為中國經濟和企業盈利不好，而是因為貨幣嚴重超發、地產泡沫太大，把資金都虹吸走了，導致A股的市盈率長期下降。因此，只要我們下決心保持穩健中性的貨幣政策，收掉超發的貨幣，那麼地產泡沫將難以為繼，而市場的真實利率水平有望顯著下降，同時股市的市盈率也有望止跌回升。未來哪怕中國經濟減速至中速增長區間，但只要經濟保持正增長，股市就可以提供相應的正回報，從而真正成為經濟表現的晴雨表。

# 四大銀行加按息 入市精明部署

經絡按揭轉介高級副總裁 曹德明



樓按明鑒

最近按揭市場上頻頻有新動作，自滙豐銀行於六月份掀起序幕，調升轉按計劃的H按封頂息率，同時削減現金回贈，其後蔓延至一手及二手的新造按揭，再蔓延至其他銀行。加按息削回贈的原因不難理解，主要是以往按揭的優惠非常豐厚，奈何拆息已維持兩厘附近水平一段時間，加上外圍風險遞增，銀行在邊際利潤極微薄及部分銀行的按揭業務已達標的情況下，調整按息無可厚非。

現時銀行提供的按息計劃差異擴大，有些銀行仍然未加按息，有些銀行則已加息減回贈但幅度未必一致。簡單來說，各銀行提供最優惠的新造按揭的實際按息由2.375厘至2.625厘不等，現金回贈介乎於1%至2.1%。而轉按的實際按息亦由2.375厘至2.625厘不等，現金回贈介乎於0%至2.1%。因此，銀行按息有機會相差25點子，現金回贈亦可相差1%至2.1%。假設以500萬貸款額及供款三十年計算，每月供款可相差650元，絕對不容小覷。

受外圍經濟及本港政治事件影響，截至8月份，樓價亦由今年5月高峰期下調了3.5%左右。多個地區及屋

苑劈價潮現，值得慶幸的是市況回落令一直膠着的二手市場重現起息，二手成交有上升的趨勢，買家議價空間擴大，甚至坊間多了樓價400萬元以下的單位。

## 密切留意銀行估價

究竟現時打算置業有什麼需要留意呢？打算購入二手物業的準買家，首先必定要留意估價。部分業主叫價仍然進取，加上銀行對物業的估價轉趨審慎，買家宜先向銀行取得心儀單位的估價，如估價少於業主叫價，買家可以此作為理據向業主嘗試還價，否則有機會要多付首期「抬錢上會」，令置業計劃大失預算。此外，剛轉工及打算轉工人士要小心，如申請按揭時處於轉工的三個月內，或轉工前停止工作了一段時間，若申請人還打算承造高成數按揭，部分銀行有機會不接納新工作的入息，如入息以佣金為主更需要最少六個月的入息證明，因此買樓前要做好「功課」，準備好充足的入息文件如糧單、稅單等，增加成功機會。

銀行優惠差異性擴大，料未來四季度中小型銀行將會陸續上調按息，準買家宜把握機會，趁仍有銀行未調升按息，趕上加按息前的尾班車。