►中國高房價能夠持續，跟中國居民儲蓄率高有關連。

中國房地產的興衰對於整個經濟至關重要，高佔比的居民資產配置與房地產緊密相關，同時地方土地財政也與房地產有捆綁，未來應該研究如何在「房住不炒」的方針下，實現穩房價、穩地價、穩預期，以時間換空間降低中國經濟對房地產的依賴度。

中國經濟須降低樓市依賴

談股論經　李迅雷
中泰證券
首席經濟學家

如今討論房地產存在一定的難度，因為中國居民買了那麼多的房子，房地產在居民家庭的資產配置佔比至少超過60%，應該說中國很多人都成了房地產的專家，因此，探討房地產問題筆者也是戰戰兢兢的，房價高低如何看？說起來簡單，實則是很複雜。

對於中國高房價的現象，確實很有意思，因為我們傳統用房價收入比或用租售比來解釋的話，明顯房價過高了。這背後有三大原因：高收入階層的實際收入被低估；居民低消費率、高儲蓄率及高投資率的投資偏好；政府管控土地供給。

高收入群可支配收入被低估

國家統計局公布、根據家庭抽樣調查獲得的中國居民可支配收入平均數，其中平均數×總人口＝中國居民可支配收入佔GDP的比重，這一數據美國大概是83%，印度大概是77%，相較來看中國是最低的，過去我們居民可支配收入佔GDP比重大概在45%左右。比重為什麼這麼低？按理說中國GDP總量是全球第二，居民可支配收入總額應該也要得到總量第二才行，現在來看達不到，這看上去似乎對高房價不支持。

上述數據是抽樣調查獲得的結果，通過家庭調查的方式，尤其對高收入群體有沒有如實反映真實收入水平呢？恐怕沒有。筆者認為這個比重可能存在低估。目前全球的居民可支配收入總額佔GDP比重的平均水平是60%，假設中國與全球平均一樣，意味着中國居民可支配收入存在明顯低估，我們可以從國家統計局公布的另一個數據——根據資金流量表（實物資產）中的住戶可支配收入總額得到印證。

哪一個群體收入部分被低估最多呢？筆者估計是高收入群體被低估得更多，這樣就可以解釋為什麼部分大城市的房價水平會這麼高，實際上房價收入比的分母部分存在低估。很多人買豪宅都是一次性全額付款，從統計數據看，中國居民在境外人均旅遊支出也在全球排名第一，中國居民在奢侈品消費上在全球比重大概在35%左右，也是非常驚人的。是否說明中國高收入群體的收入存在比較大的低估？這樣可以解釋有些城市為什麼豪宅價格愈漲愈高，也是一房難求的局面。高房價結構背後房價主要由願意出高價者決定。

在居民部門房貸的利息支出結構方面，有沒有進一步細化的數據？如高收入者的利息負擔有多少，中等收入者購房利息收入比多少，很遺憾我們缺乏這方面的數據。在數據比較缺乏或數據存在一定偏差情況下，分析高房價可持續的原因確實很有難度。中國高房價能夠持續，首先跟民族文化習俗有關係，中國居民儲蓄率幾乎是全世界最高的，儲蓄率愈高、消費率愈低。

高儲蓄率影響經濟增長模式

2016至2020年國家統計局數據跟其他國家做比較，發現無論是跟發達經濟體相比或者跟發展中國家相比，中國居民的消費率都是非常低的，這也可以解釋為什麼中國高房價能夠持續，原因在於居民部門更願意儲蓄，也就是說中國人對財富的追求更加嚮往，體現出節儉、愛財的特性，這在中國傳統文化裏可以得到解釋。當然，由此也帶來了對經濟模式的影響，就是拉動經濟增長的模式中投資佔比很高，消費對GDP的貢獻也是遠低於全球平均水平的，而資本形成（即投資）對GDP的貢獻目前大概是全球平均水平的兩倍左右。投資佔比過高，一方面是靠政府逆周期政策拉動；另一方面也是居民部門省吃儉用的結果，寧可少消費，也要有了錢存起來，想方設法買房，來支撐房價持續上漲。

上海交通大學上海高級金融學院副院長、金融學教授朱寧專門寫過一本書叫《剛性泡沫》，解釋了為何資產泡沫長期不破的深層原因，但指出最終都得破滅。筆者認為，衡量一類資產有沒有泡沫，首先看估值水平是否合理；其次看這類資產的總市值是否過大。目前來看，中國的房地產估值和總市值佔GDP比重高得離譜。當然，最終印證中國房地產有沒有泡沫，就要看未來房價會否出現斷崖式下跌。

如前所述，中國目前高房價除了有居民的收入，尤其是高收入階層的實際收入被低估的原因；第二個原因是中國居民有投資偏好，所以消費率過低、儲蓄率過高、投資率過高；還有一種原因跟土地供給政策有關係。房價過高是因為土地的供給有限、是管控的，我們走的是香港的模式。當然這個模式有它的合理因素，如果過去我們還可以討論土地供給是不是應該放開的話，現在基本上沒法討論了，因為面對房地產這一龐然大物，我們一定要管控。

中國銀行業有三分之一的資產直接或間接都與房地產相關，中國GDP應該有四分之一左右是依靠房地產來拉動的。既然居民的資產配置當中至少60%是房地產，地方政府的土地財政等都是跟房地產捆綁在一起，就必須得穩房價、穩地價、穩預期，否則一旦房地產出現問題，對中國經濟的潛在傷害是非常巨大的。在目前情況下，需要通過樓市管控使得整個房地產行業平穩，不至於給銀行、居民部門帶來很大的系統性風險。因此，房地產的興衰對整個經濟至關重要。怎麼能夠維持房價的穩定，怎麼能夠維持居民部門在房地產方面的比重慢慢降下來，在「房住不炒」的方針政策上，逐步降低對房地產的依賴，化解經濟風險，以時間換空間降低中國經濟對房地產依賴度。

現實還是不容樂觀的，今年首5個月整個房地產開發投資是負增長的，這跟2020年疫情之後相比有天壤之別，彼時房地產投資的表現在固定資產投資中一枝獨秀，2020年房地產開發投資增速達到7%。筆者估計今年全年房地產開發投資增速是負的，因為從數據來看，居民部門的購房貸款餘額增速已經出現了顯著下降，筆者認為這是房地產長周期的上升階段已經結束的標誌，接下來行業不得不面臨下行周期。

人口老齡化推高房屋空置率

下行周期將是比較痛苦的，我們可能沒有做好充分的準備，沒有充分去討論怎麼防止房價出現斷崖式下跌。筆者覺得這不是天方夜譚，因為社會已經習慣了房價只漲不跌，沒有經歷過房價出現長期下跌的周期。隨着中國人口老齡化加速，2022年開始中國退休人口將出現大幅增加，持續時間要長達13年，從2022年到2035年，「第二嬰兒潮」出生的大量人口從今年開始將退出勞動力市場，像日本現在有些地方的房子送給別人都不要，日本的房屋空置率高得離譜。研究房地產的未來，如果不研究人口結構，不研究人口變化趨勢，顯然是不足的。我們現在研究的重點應該是如何保持房地產市場的平穩，如何穩房價、穩地價、穩預期，這點是非常重要的。

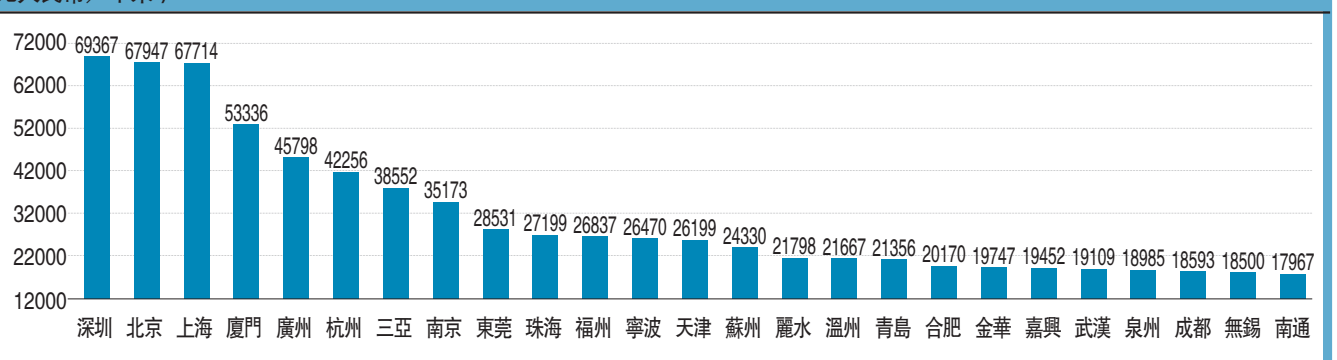
大城市的核心地段、市中心和郊區之間的價差太小，郊區今後面臨房價下行的壓力，三四五線城市及大城市郊區的房價下跌是必然發生的，跟供需關係是絕對相關。

如果按照圓的面積計算公式，如果離中心的距離如果增加一倍的話，土地的供給就會增加三倍，因此，如何進行房價合理的調控，未來的管控力度不得不加強。

還有一個需要解決的問題是，怎麼能夠讓居民在保障性住房上增加供給，同時讓居民有更多的錢來用於消費，這樣中國經濟與全球經濟之間就有可比性了。如果一個國家的經濟主要是靠投資拉動的，注定是很難持續的，還是要靠消費來拉動，這樣有利於經濟的轉型。

上月內地各城市平均二手房價一覽

（元人民幣／平米）



數字藏品平台飽和 行業勢汰弱留強

鏈能講堂　付饒
國際新經濟研究院
高級研究員

疫情易造成商業活動停頓，但商家誰不想讓自己的產品口碑通過「病毒式營銷」而廣泛傳播呢？

數字藏品的藏家處在一個緊密聯繫且相互信任的團體中，有很多分享信息的機會。由於網絡平台的規模效益巨大，用戶的增長亦提升了平台的價值，因此行業內部的競爭也十分激烈。如今中國已有超過500家的數字藏品平台在運作，市場已經過度飽和。

毫無疑問，未來會有許多平台會在消耗戰中敗下陣來，而倖存下來的玩家會發揚自身競爭優勢，有的是善於瀏覽，能夠快速處理信息；有的是善於從事協調、細分的工作。

高質量服務取勝

專業性的優勢並不意味着可以通過細化分工無限降低成本。在成本上下工夫，總是有個極限，平台方更需要考慮的是如何為買賣雙方提供高質量服務，這種運用模式更不容易被他人所複製。數字藏品平台實際上在交易過程中充當中間人的角色，他們從藝術家手中得到IP（知識產權）和二次創意，並賣到買家手中去。這個流程可以歸納為三個步驟：搜尋、甄選、舉薦。

數字藏品藏家常常看不到搜尋和甄選所需要的努力和專業知識。而往往是在搜尋和甄選出現缺失時，消費者才會注意到其重要性。

須培養專業技能

對於藏家來說，為了達成交易而學習新知識和技能的時間成本是高昂的，如同為了修理自己的車就要接受訓練成為機械師一樣。大多數藏家不會為了某一個數字藏品花費過多的時間金錢經歷，而數字藏品平台接觸過的數字藏品遠多於藏家，並具備在該領域做大規模投資的動機，在頻繁交易中積累了足夠多的辨別數字藏品品質的能力。

專業性很重要。數字藏品平台需要專注於一個領域，更快地培養自身專業技能，而不只是做一個通才。愈快獲得專業性，愈快受益。

儘管人人都能發行屬於自己的數字藏品，但並不是人人都能盈利。人們願意與超級賣家交易，因為其能夠提供與普通賣家交易無法得到的質量保證。要成為超級賣家，需要提供優質服務，並且銷售額要達到一定的數量。光靠賣自己的東西，是不可能做成超級賣家的，必須要有穩定的新貨貨源。

◄網絡平台的規模效益巨大，中國的數字藏品平台競爭十分激烈。

內地生搶盤 租賃市場轉旺

樓語縱橫　楊永健
世紀21 Q動力總經理

疫情下樓市顯著受壓，無論樓價、租金均出現整固，加上兩地通關的安排一直都是「只聞樓梯響」，市場缺少北水的支持。儘管兩地仍然未正常通關，但隨着本地疫情顯著受控，部分內地客已經率先「回歸」。近期市場接連錄得多宗內地生一口氣預付全年租金來港租樓的個案。

踏入7月份，亦是傳統暑期的租賃市場旺季，而今年情況更出現偷步轉旺。剛過去的6月份，多個屋苑租賃市場顯著暢旺起來，個別內地生搶先來港租樓，其中大埔白石角成為熱點。相信大家都明白，在2019年修例風波以至2020年開始的疫情，令不少港漂、內地生返回內地居住，如今香港已由亂轉治，大學生活重回軌道，自然有不少內地生來港租樓。

早幾年在港漂、內地生支持下，中小型住宅的租金水平確實持續跑贏大市，當然後來缺少了內地生的租客，中小型住宅租金也顯著受壓。差餉物業估價署全港私人住宅的租金指數顯示，過去一年面積為1076方呎以下的A、B、C類中小型住宅單位，租金按年下跌約1%，如果比對3年前的跌幅更接近一成；而實用面積達1076方呎以上的D、E類大單位的租金指數，過去一年逆市上升0.9%。

整體而言，過去一年租金表現尚算平穩。最新5月份的私人住宅租金指數為177.3點，與對上一個月持平，如果按年跌幅亦只是輕微調整0.6%。

事實上，租金表現明顯跑贏樓價。儘管過去兩年私人住宅落成量大幅增加，多個新盤相繼入伙，租金表現實則維持平穩，正好反映市場對租盤需求仍然殷切。

租金勢見底回升

另一方面，近月整體租戶的數目有增無減。難怪過去一年租金表現平穩，按統計處綜合住宅統計調查按季報告，今年第一季全港共有多達119.08萬戶家庭是租住單位，較一年前逆市增加8000戶家庭，市場仍然有不少家庭選擇租樓居住。

租樓家庭逆市增加的同時，再加上內地生、港漂回歸來港租樓，難怪近月租務市場亦轉趨暢旺，加上樓市持續整固，相信會有部分準買家心態轉審慎，相信今年暑假租務市場勢必暢旺，整體租金或許見底回升。

◄租樓家庭增加，加上內地生及港漂回歸來港租樓，近月租務市場轉趨暢旺，整體租金有望見底回升。