

美國通脹為何又超預期？

中金點晴
肖捷文、張文朗

中金公司分析師

美國9月CPI季調環比增0.4%，同比增3.7%，與上月持平。核心CPI季調環比增0.3%，同比增4.1%，較上月小幅放緩0.2個百分點。整體來看，美國通脹的大方向仍是放緩，但放緩過程並非一番風順，在經歷了7、8月明顯改善後，9月通脹回落幅度不及預期。市場對此反應較為強烈，美債收益率衝高，美元走強，美股三大股指下跌。

通脹為何超預期？首先，住房中的業主等價租金（OER）環比上漲0.6%，較上月抬升。CPI住房指數包含主要居所租金和業主等價租金兩個主要分項，前者對應出租房的租金，在CPI中權重約7.6%，後者反映自住房的成本，權重約25.6%。9月主要居所租金環比增長0.5%，與上月持平，業主等價租金環比增長0.6%，較上月的0.4%反彈。後者的反彈推動了CPI住房指數超預期上漲。

此前市場普遍預期，即美國出租房的租金已大幅放緩，在滯後性影響下，CPI住房指數也會大幅放緩。但目前來看並非如此，CPI住房指數遠沒有Zillow等市場租金所反映的放緩那麼快。筆者認為這裏可能有一個統計問題：OER是以業主目前所居住的房屋差不多條件的房屋租金來進行估算的，並非確鑿的調查數據，而業主所居住的房屋很多都遠離城市，且大部分是獨棟戶型，對於這些處於郊區、面積大、價格昂貴的獨棟住房來說，其周圍很難找到直接可比的出租房，因此容易導致統計偏差。往前看，由於住房在CPI籃子中佔比接近三分之一，這部分的偏差或將加劇未來美國通脹走勢的不確定性。

戰事推高油價 工潮刺激薪酬

其次，油價上漲的傳導效應仍在。9月燃油（+8.5%）和汽油（+2.1%）環比均明顯上升，帶動能源商品價格環比上行，天然氣服務（-1.9%）雖有所下降，但電力價格（+1.3%）上漲仍帶動能源服務價格環比上漲0.6%。汽油價格上漲是7月以來全球油價衝高的結果，進入10月後，由於中東地區地緣政

治風險加劇，油價在短暫回落後再度上衝，這加大了汽油價格走勢的不確定性。油價上漲不僅影響能源價格，也會傳導至其他價格，比如運輸與交通服務價格。自8月CPI機票價格反彈後，9月城市間交通價格環比上漲了1.9%。

再次，住房以外的服務通脹韌性猶存。9月酒店價格大幅反彈4.2%，結束了連續兩個月的環比下跌。醫院服務價格（1.5%）、快遞價格（1.4%）、花園草坪服務（5.0%）等勞動密集型服務也有所上漲。另外今年美國罷工與漲薪事件明顯增多，自荷里活編劇罷工、卡車司機與航企飛行員漲薪、汽車工會工人罷工之外，10月又有逾7.5萬醫護行業工作者宣布罷工，是美國歷史上最大的醫療行業罷工事件之一。這些並非孤立的罷工事件表明，勞動者希望提高待遇的意願很強烈，而這可能導致工資上漲，阻礙勞動密集型服務通脹放緩的速度。

通脹超預期帶來一個重要啟發，那就是通脹放緩並非理所當然，而是要以持續的貨幣緊縮為前提。此前有一種流行的觀點認為，美國通脹是暫時的，美聯儲不需要維持利率更高更久。筆者認為這種想法忽略了一個事實，那就是通脹的放緩是美聯儲持續加息、堅定抗通脹的結果，如果美聯儲沒有堅持加息，通脹未必會回落。從這個角度看，美聯儲雖在2021年持續低估通脹，但2022年以來及時補救，不僅連續大幅加息，在部分銀行倒閉後仍然堅持緊縮，做法值得肯定。

在可預見的未來，美債收益率將繼續停留高位（high for longer）。通脹數據公布後美債收益率衝高，這一方面反映投資者對於美國通脹前景更加謹慎，另一方面顯示其不再期待更多來自美聯儲的鴿派信號。過去兩周10年期美債收益率一度大幅上升，美國金融條件明顯收緊，一些美聯儲官員暗示金融條件的收緊可以在一定程度上代替加息。筆者贊同這種觀點，如果長端利率能夠自發上升，美聯儲加息的必要性將下降。

但即便美聯儲在11月「按兵不動」，鮑威爾的態度也很難軟化，特別是在9月通脹數據公布後，更不希望被市場解讀為抗通脹態度鬆懈。由此，筆者預計未來數周美聯儲官員講話將更為謹慎，那些可能被市場解讀為鴿派的言論都將是多餘且不必要的。



土地私有制導致美國政府主要通過房地產稅影響財政經濟。

樓市持續低迷已成為中國經濟發展的重大拖累，對財政、金融、經濟等各方面都產生了重大影響。伴隨人口總量下行、結構上老齡化率上升，中國房地產市場或迎來了中長期的下行拐點。有鑒於此，一系列房地產支持政策持續推出，房地產制度的中長期變革正在醞釀和構建，以促進房地產行業健康發展。

美國地產發展模式的啟示



宏觀漫談 羅志恒

粵開證券研究院
副院長

本文從土地、住房、金融、財政和經濟貢獻五個方面，總結美國房地產市場的運行特徵，並與中國房地產做比較分析，最後提煉出對中國房地產未來發展的啟示與借鑒。

土地市場：人均用地充足

美國的土地市場與中國存在兩大顯著區別：一是土地所有制不同，美國土地以私有為主，佔比高達60.9%，公有土地佔36.1%，原住民保留地佔3%，且公有土地集中分布在人口稀少的中西部內陸，主要用於自然資源的保護和開發利用。土地私有制導致美國政府主要通過房地產稅影響財政經濟，中國的土地公有制使得政府可以通過土地財政、土地金融以及土地資源的分配實施宏觀調控，影響力度更大。二是人均建設用地面積不同，美國地廣人稀，中國地少人多。根據OECD（經合組織）數據，2017年美國城鎮人均建設用地面積866平方米；根據2021年中國第三次全國國土調查數據，中國城鎮人均建設用地面積僅112平方米，僅為美國的1/8左右。

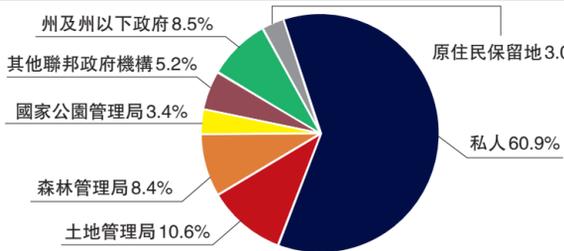
充足的人均建設用地，以及土地私有制下較為靈活的土地買賣，為美國居民提供了總體相對舒適的居住條件，但也依然存在住房結構性不足的問題，主要源於土地用途管制導致的住房供給結構與家庭結構錯配。大量住宅用地基於上世紀五六十年代的家庭規模進行規劃，只允許建造獨棟住宅，造成存量與新建住房面積過大、價格過高，導致面向年輕家庭與低收入家庭的住房供給不足。

住房市場：存量交易為主

美國城鎮化率更高、住房市場更加成熟，呈現出與中國不同的三個特徵：一是住房銷售以存量為主，2000年以來，新建住房在住宅銷售中僅佔11.6%，其餘均為成屋（即二手房）銷售；二是房地產業以運營服務為主，在存量交易主導的市場下，美國房地產運營和居住服務相關產業佔據了價值鏈的主導地位，與中國過去增量市場主導下的大規模開發建設為主明顯不同；三是房企專業化程度較高、細分領域較多、企業規模較小。以地產類型劃分，美國房地產行業可分為住宅地產、商業地產和工業地產。從業態來看，每一類地產都有對應的建商、房地產運營和服務，以及房地產投資信託（REITs）三大細分領域。根據美國住宅建商協會（NAHB）數據，超過80%的建商為個人獨立承包商，而住宅建商營收的中位數在2021年僅為330萬美元。

近年來，中國房地產市場供求關係發生重大變化，正處於由增量主導轉向增量與存量並存的轉型期。雖然全國市場依然以新建住房為主，但一線城市已是存量主導。同時，越來越多的開發商將自己的物業公司剝離出來，獨立運營，分拆上市。一部分房企開始嘗試長租公寓模式，從短期開發的建設模式向長期持有的運營模式

美國土地佔比分類情況



資料來源：CRS、粵開證券研究院

轉型，房地產市場專業分工的跡象愈發明顯。

金融市場：信貸標準過低

美國住房金融市場發展成熟，抵押貸款一級市場聯動緊密，為住房市場提供充足資金的同时也埋下了次貸危機的隱患。住房金融一級市場為貸款發放市場，二級市場是證券化和交易市場。二級市場的政府擔保企業或投資銀行購買符合條件的抵押貸款並將其證券化，再賣給投資者。通過資產證券化，貸款發放機構增加了流動性，降低了期限錯配風險，並且將貸款的信用風險分散給投資者。

但這也導致貸款發放機構容易產生道德風險問題，信貸審批標準過低，使得大量不合格貸款人獲得住房抵押貸款，最終引發次貸危機，並深化蔓延為2008年全球金融危機。中國住房金融市場以一級市場為主，金融風險集中於銀行體系，二級市場規模較小，對保障性租賃住房的金融支持力度較弱。

房地產稅：稅率動態調整

在聯邦政府、州政府、地方政府三級財稅體制下，房地產稅是美國地方政府的主要收入來源，州政府對房地產稅的依賴程度較低，聯邦政府不徵收房地產稅。美國各州實際有效房地產稅稅率的中位數平均在1%左右。2018年，房地產稅佔地方政府收入的71.7%，佔州政府收入不到2%。用途上，房地產稅主要用於以教育和公共服務為主的州政府支出，其中教育支出是房地產稅最主要的流向。2020年美國公立教育收入的47.5%來源於州政府，44.9%來源於地方政府，7.6%來源於聯邦政府。近半的中小學公立教育開支來自於所在學區居民繳納的房地產稅收入。

美國房地產稅稅率的設定採用「以支定收」的方式，稅率每年動態調整。房地產稅的主要功用是作為地方政府穩定的收入來源，而房地產稅調節經濟活動的能力較弱。「以支定收」模式下，若預算開支不變，房價上升往往意味著經濟向好，此時地方政府其他稅收收入增加，房地產稅稅率反而可能下降。從美國的稅制設計來看，調節房地產投資的主要工具為房產交易環節的資本利得稅，而不是持有環節的房地產稅。此外，房地產稅稅率對當地的商業投資等經濟活動基本沒有影響。

居民財富：不動產佔比低

總體看，房地產在中美都是經濟的支柱性產業，但在不同發展階段，房地產對經濟的拉動作用和影響渠道

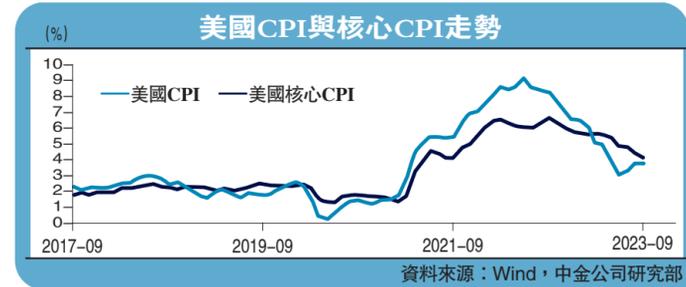
不同。土地公有制使得中國政府除了獲得相關稅收收入外，還可以通过土地財政、土地金融獲得大量資金快速實現工業化、城鎮化，但同時也通過融資平台積累了大量隱性債務。而美國主要通過房地產稅為地方政府籌集收入。在美國後工業化時代，房地產無論是為居民提供居住服務還是為政府公共服務開支提供穩定資金支持，其服務屬性體現得較為充分。

2021年美國房地產業佔GDP的比重為16.7%，其中住房服務開支佔比11.9%，包括新建建造、舊房翻新、經紀費用在內的住宅投資佔GDP比例為4.8%。中國房地產業增加值佔GDP比重約在7%左右，若算上土地開發、房屋建造，以及對上下游產業鏈的拉動，房地產業對GDP的實際貢獻應在20%以上。即使美國房地產業佔比低於中國，16.7%也仍是一個不小的數值，需要高度重視。

然而，公眾對此的感知度較低，有以下原因：其一，美國房地產業更偏服務型，相較於中國的開發建設型，波動性更低、對相關產業鏈的影響更弱，因此也不像中國政府這樣將房地產作為重要的宏觀調控工具；其二，美國地方政府在經濟增長中的作用更弱，房地產稅受房地產市場波動的影響也更小，而中國存在「房地產市場低迷——土地出讓收入減少——地方財政緊張——基建投資放緩」的傳導鏈條；其三，土地私有制使得美國地方政府只能通過稅收獲得房地產相關收入，這與中國地方政府利用土地財政和土地金融「經營城市」的模式存在顯著區別，政府干預房地產市場的動力更弱；其四，房地產在美國居民財富中的佔比要低於中國，美國相對而言更關心股市，與中國恰好相反。

對中國房地產的五點啟示

觀察美國樓市的結構與變化，筆者對中國樓市發展有五個建議：第一，優化土地供給，更好滿足居民住房需求。適當調整農村與城市建設用地比例，適當增加人口流入城市住房用地供給，提高住房用地利用率。第二，促進房地產企業向專業化轉型，以適應增量市場向存量市場的趨勢轉變。第三，完善金融產品和服務體系，活躍資本市場，增加居民投資渠道，削弱房地產的投資屬性。第四，穩妥處置房地產與地方政府債務的關聯風險，防止形成區域性、系統性金融風險。第五，房地產從增量市場向存量市場的過渡期也是經濟增長模式的轉換期，既要維護房地產的穩定，也要加快低效房企出清，提升生產效率。



資料來源：Wind、中金公司研究部

減辣助置業 亦可穩樓市



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁
(港澳)

眾所周知，香港向來是聚富之地，日前一間大型銀行公布「香港千萬富翁2022/2023」調查報告。報告指出，截至今年6月份，本港擁有1000萬元或以上淨資產的千萬富翁人口最少達40.8萬。估算之下，即每約十個香港人就有一位千萬富翁。然而，千萬富翁總人數連跌三年，其間累減10.7萬人，創2016年以來新低。相信主要與本港經濟大環境有關，包括恒指及樓價雙雙下跌。

根據報告，千萬富翁持有的物業資產佔比高達72%。事實上，置業一直是港人置富的主要途徑之一，上一輩不少人於退休時，已經有一層自住及一層收租，毋須租金支出，還有租金收入，退休生活自然有保障。惟隨著辣招出現，購買第二物業進行長線投資的成本大幅攀升，無形中降低港人自製「悠悠退休生活」計劃的可能。

對於有指置業艱難，但是樓價連續下跌兩年，個別屋苑的成交價較高峰期回落兩至三成，加上近年數次放寬按揭成數，現時上車難度較高峰期略有回落，「上車」邁向置富之路，亦非遙不可及。其實本港已有近七成業主供滿樓，手頭上「彈藥」充足，可惜被政府的「辣招」壓抑置業需求。

與此同時，根據上述《千萬富翁》調查報告，大部分「廿四孝父母」均願

意為子女提供財務支持，只要政府願意放寬如住宅雙倍印花稅（DSD）等辣招稅，相信不少父母均願意協助子女上車，幫助後者晉身「千萬富翁」鋪路。重中之重是，受訪者中近70%父母，願意「支持子女置業」，其付出的「首期」平均金額約240萬元，亦反映了其實可以購買第二、甚至第三層物業的大有人在。不難看出，只要政府盡快「撤辣」，便可以幫助有能力的市民，作出合理的投資決定，從而更好的規劃未來，享受退休生活。

辣稅個案創季度次低

所謂「人無樓不發」，如果政府想協助港人「置業」及「置富」，當務之急其實是「撤辣」或「減辣」，容許一眾「廿四孝父母」因而應個人需要去買樓，一方面可助年輕人圓上車夢，另一方面亦可穩定樓市，間接提振本港經濟，一舉兩得。

事實上，在環球經濟乍暖還寒下，樓股市場均「跌跌不休」，加上加息前景仍未完全明朗，令辣招稅收大幅縮減。稅務局日前公布，今年三季度住宅辣稅個案（包括DSD、BSD及SSD）僅錄得552宗，較次季735宗進一步跌近25%，屬有紀錄以來季度次低。

值得注意的是，期內DSD個案只有339宗，按季再跌32%至紀錄季度新低。筆者引述辣招稅數字，旨在指出在目前「辣招稅」的淡況下，政府根本無需太擔心「減辣」或「撤辣」會刺激樓價急升。