



薛俊昇
經濟師
thomasshik@hangseng.com

嚴愛群
首席經濟師
joanneyim@hangseng.com

2008年9月9日

中國內地樓市展望

中國內地經濟前景不明朗正影響住宅物業市場的投資意欲。由於潛在買家預期樓價會進一步下跌，房屋需求或會因而減少。

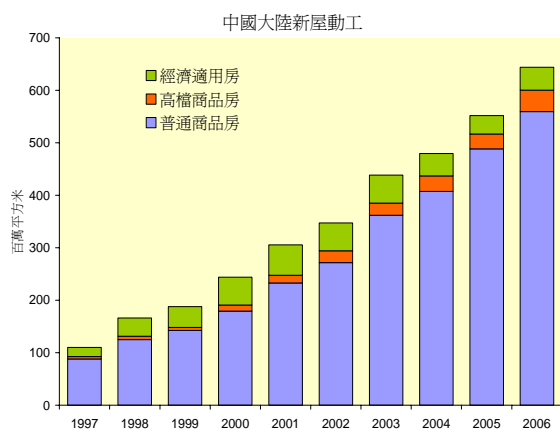
供應方面，物業發展商正面對資金壓力，加上預期樓價下跌，為謀對策，或會減少興建住宅房屋，及減慢建屋工程進度。

短期而言，內地樓市不明朗因素正增加，房屋需求應會進一步收縮，但建築工程減緩可望抵銷部分對樓市不利的影響。

現時樓市跌勢或會持續數季，之後才會出現穩定的長期復甦。

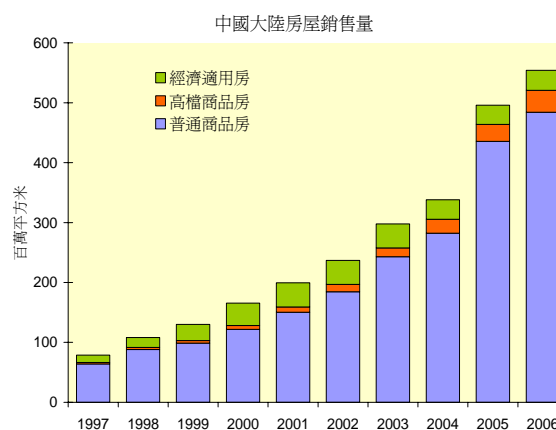
今年年初以來，隨著經濟增長放緩及股市下跌，中國內地的住宅物業市場一直放緩。有關現時影響房屋供求的因素以及如何評估短期樓市前景這一課題，值得一探。

表 1



資料來源：中國統計年鑑、恒生銀行

表 2



資料來源：中國統計年鑑、恒生銀行





房地產市場發展

中國內地的住宅物業市場主要包括三類住房：廉租住房、經濟適用房及商品房。就廉租住房而言，內地政府向低收入家庭提供現金補貼或實物配租。我們估計，少於 1% 的城鎮居民家庭居住於廉租住房¹。經濟適用房方面，內地政府提供政策優惠，例如豁免部分行政費用等，以鼓勵房地產發展商興建以低收入家庭為目標的單位²。過去數年，這類住房分別佔新屋動工量及銷售量約 6%-7%(表 1、2)。換言之，內地大部份住宅物業均為商品房³。

自 90 年代進行住房改革以後，私人物業市場發展蓬勃。建屋工程維持於雙位數字增長，整體樓價亦拾級而上(表 3)。經濟穩定增長是樓市得以持續發展的主要原因之一。在 1998 年至 2007 年期間，內地經濟發展穩定，保持平均每年 9.5% 的高增長，家庭收入亦因此而不斷增加。

內地政府於 2005 年發出指引，以防止樓價急升。其中一項主要措施是處罰閒置住宅用地一年以上的物業發展商。另一項措施是向購買物業後兩年內將之出售的住房賣家徵收商業稅⁴。有關政策對房地產市場影響頗大。房屋價格年增長由 2004 年第四季的 11.1% 放緩至 2007 年第一季的 6%。房地產的固定資產投資及住宅建築工程亦告減慢，這在一定程度上反映發展商對樓市前景信心下降。

然而，住宅物業市場的調整時間短暫。在 2007 年第四季，樓價重拾雙位數字增長。住宅建築項目的增長速度亦相對一年或之前加快。樓市調整時間短暫，其中一個原因是家庭收入的增長速度高於樓價的升幅，使住戶對購買房屋的負擔能力持續改善，導致房屋需求日增。

面對樓市急速發展，內地政府於 2007 年 9 月推行新措施，試圖著力限制土地及物業的投機活動。措施嚴禁商業銀行向被指囤積土地的發展商提供貸款，而按揭借款人亦需要就其第二套住房支付 40% 首期及按中國人民銀行相關基準利率的 1.1 倍計算利息。

房地產投資的增長於 2008 年初開始放緩。一手市場的住宅物業價格年增長由 1 月份的 12.2% 回落至 7 月份的 7.9%(表 4)。在部分城市，影響更為顯著。例如，廣州住房價格年增長由去年 9 月份的 7.2% 放緩至今年 7 月份的 0.1%。按月計，上海、南京及深圳的住房價格亦告下滑。

¹ “廉租住房制度使 95 萬戶低收入家庭受益”; <http://big5.cri.cn/gate/big5/gb.cri.cn/18824/2008/03/17/3285@1980617.htm>

² 這類住房的面積及售價存在一定限制，特別是物業發展商的溢利上限為 3%。雖然經濟適用房可於內地私人物業市場中出售，但就本文分類而言，這類住房另屬一類。

³ 商品房可細分為普通商品房及高檔商品房兩類。在 2006 年，普通商品房分別佔新屋動工量及銷售量約 87% 及 83%。這顯示普通商品房在私人房地產甚至整個物業市場中佔主導地位。

⁴ 該指引共有 8 項舉措。其他尚包括增加經濟適用房的土地供應、禁止物業在竣工前轉售及披露更多有關土地供應及價格的資訊等。





表 3

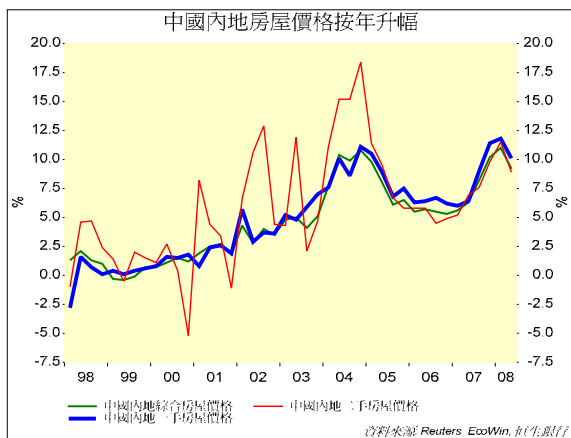
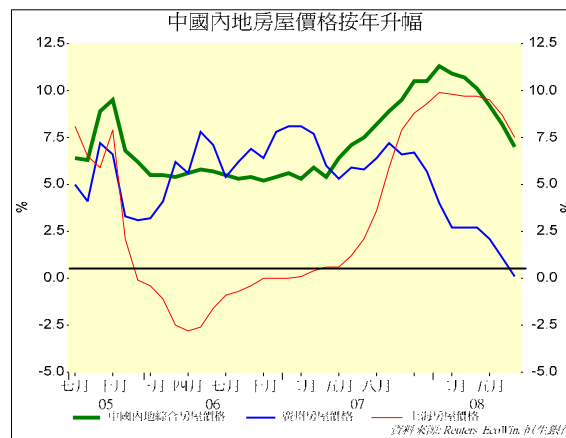


表 4



房屋需求短期趨降

內地經濟持續發展，推動家庭住戶收入上升，長遠增加房屋需求。城鎮居民每年人均收入與住宅物業平均售價(以每平方米人民幣計)的比率由 2004 年的 3.6 倍上升至 2007 年的 3.9 倍，顯示住戶於 2007 年對同一項物業的負擔能力比 3 年前高(表 5)。同期，人均國內生產總值與樓價的比率亦穩步上揚。

雖然如此，現時住房價格下調可能會影響買家對未來樓價走勢的預期。對於那些預計物業價格會進一步下跌的潛在買家，他們或會放棄於短期內置業，以減低風險。事實上，現時樓價回落，正反映住房需求減少。同樣，約 90% 為按揭貸款的居民中長期消費貸款，增長幅度亦較上年度低(表 6)。

表 5

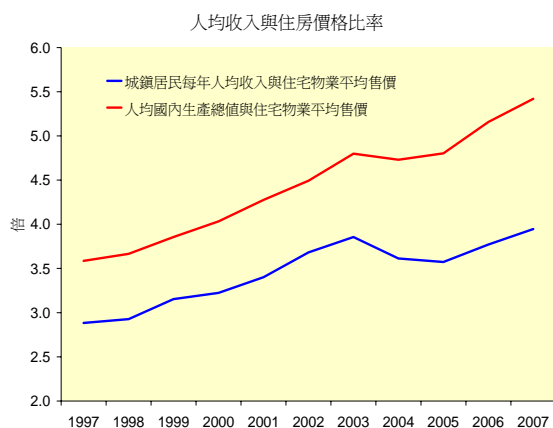
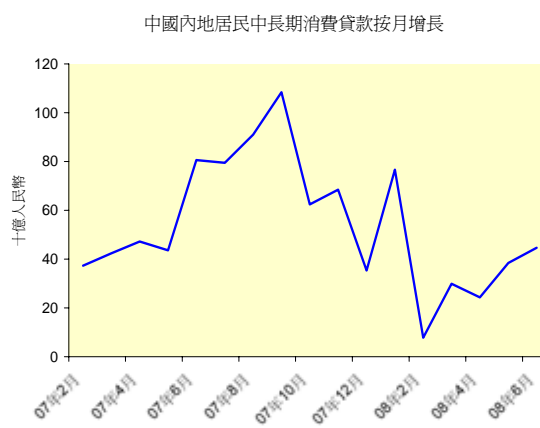


表 6



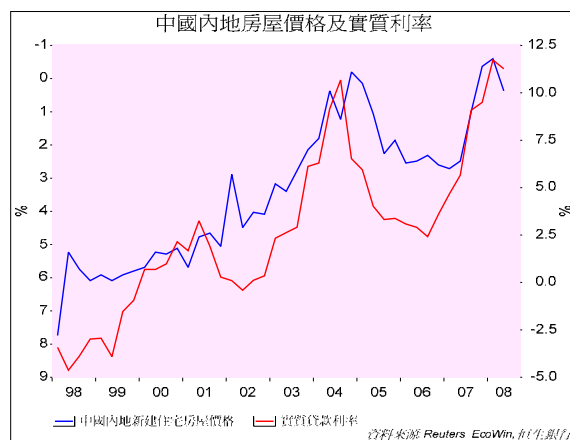


目前市況與 2005 年樓市下滑時不同，經濟前景不明朗正影響市民的置業意欲。由於發達國家的經濟增長正在放緩，令中國內地的經濟前景蒙上陰霾。再者，內地股市已從 2007 年 10 月的高峰回落超過 60%。城鎮居民財富增長放緩，甚或下降，也可能減少住房需求。

內地政府的舉措，包括過去數年間向住房賣家徵收商業稅及要求住房買家繳付更高利息，顯示決策當局著力限制房地產市場的投機活動。假若內地政府繼續循此方向推行政策，將會成為壓抑房屋需求的重要因素。

實質利率上升亦可能打擊住房需求。內地通脹一直高企，而傳統上置業被視為對抗通脹的方法。然而，實質利率會影響樓價走向。這一點從過去十年來實質利率及樓價升幅的反比關係中可見端倪(表 7)⁵。內地通脹率由 2 月份的 8.7% 高位回落至 7 月份的 6.3%，而名義利率維持不變，這促使實質利率上升。若趨勢持續，住房需求或會進一步減弱。

表 7



房屋供應或會減少

除了需求之外，房地產市場亦受供應因素影響。正如上文所及，內地政府去年限制銀行向被指囤積土地的物業發展商提供貸款。由於措施促使發展商加快開發閒置的住宅用地，有關規定應會增加房屋供應。但實際上，房屋供應似乎正在減少。房地產的固定資產投資年增長由去年 10 月份的 42% 回落至今年 6 月份的 38% (表 8)。而 6 月份在建住宅樓宇面積的年增長為 21%，遠低於去年 10 月份的 47% 高位。同樣地，竣工房屋數字於過去數月亦告減慢 (表 9)。

⁵ 實質利率以 1 年期名義利率計算。不過，即使以超過 5 年期的名義利率計算，結果亦大致相同。



理論上，減少土地囤積將會增加可供出售房屋的數量。然而，由於預期樓價下跌，為謀對策，房地產發展商也可能因此而減慢建屋工程進度。此外，內地政府壓抑土地投機的舉措亦可能損害發展商對行業前景的信心，不竟此乃干預市場活動。內地政府於 2005 年決定向閑置住宅土地一年以上的發展商徵收罰款。此舉沒有加快，反而是減慢建屋工程活動。

再者，發展商面對資金壓力，亦可能會進一步減少興建住宅房屋。中國人民銀行將一年期營運資金貸款利率由 2007 年初的 6.12% 調高至現時的 7.47%，同期又將法定存款準備金率由 9.0% 提升至 17.5%。緊縮貨幣政策，加上內地政府對貸款的限制，不但令獲取信貸更形困難，亦會增加發展商及潛在買家的成本。

表 8

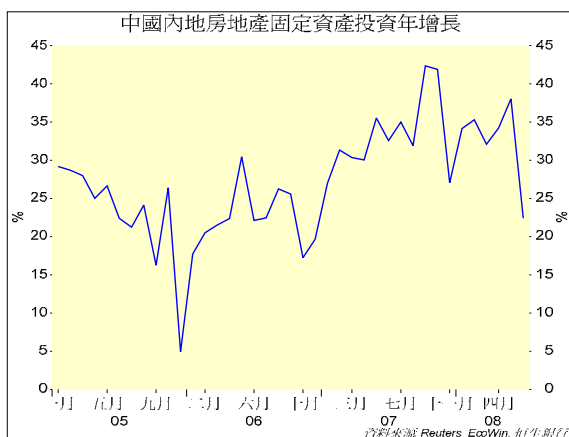
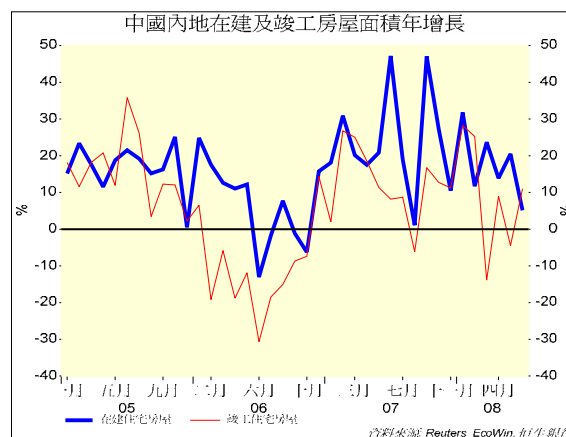


表 9



總結

短期而言，樓市不明朗因素正增加。買家預期樓價進一步下跌等因素將會延長目前房地產市場的跌勢。經濟增長下滑的風險及打擊投機活動的政策亦會繼續影響房屋需求，但建築工程減緩可望抵銷部分對樓市不利的影響。在 2005 年開始的樓市調整週期需時超過一年才見好轉。若按此推斷，現時樓市跌勢或會持續數季，之後才出現較穩定的長期復甦跡象。



免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資項目之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本文件的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資項目的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本文件並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。