



Columns

美術：張仲賢

風起雲湧

王家其

翹騰投資管理首席營運官

曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。

中國樓市大到不能倒

近年西方傳媒出現了不少看淡中國的言論，其中一個是指中國經濟會因樓市泡沫爆破而崩潰。中國一線城市樓價的升幅驚人，根據內地房管局的數據，從2006年到今年，一線城市房價上升了250%，二線的也不遑多讓，上升了200%，深圳今年亦已上漲了35%。中國工資在增長，但追不上樓價。2012年中國房價與收入比例為近7.8倍，遠高於美國的3.4倍。由此看來，中國房地產的確有泡沫，但也由於房地產行業對中國經濟太重要了，中央必會想盡辦法防止樓市泡沫爆破。

增長引擎首推房產

中國房地產行業有多大？根據國際貨幣基金組織(IMF)的研究，去年中國住宅投資佔中國國內生產總值(GDP)的10%，遠超其他國家的歷史最高水平。美國在2005年(上個房地產泡沫爆破前)住宅投資才佔GDP的6.5%，而日本在1970年代的高峰

期亦只有8.7%。2012年中國GDP增長7.7%，其中1.6%來自房地產投資。房地產不單透過投資為GDP作出貢獻，家具、電器、布置等對GDP的消費部分亦作出重大貢獻。

中國政策一直鼓勵經濟轉型，由投資帶動轉為消費帶動，其中一個手段便是利用資產升值來製造財富效應。資產價格上漲，令消費者感覺良好，增加消費意慾。事實上，很多專家認為歐美的量化寬鬆(QE)政策對實體經濟幫助不大，但成功製造了資產泡沫來支撐消費。一般人的房地產佔財富的比例遠高於股票，故最近雖然股票下跌，只要樓市平穩，對中國消費者影響應該不大。

債務風險仍屬可控

中國房地產對中國金融體系有很大影響力，根據麥肯錫(McKinsey)的研究，中國所有債務(國家及地方)是GDP的280%，而債務中60%跟房地產有關；銀行的資產中，有

20%是借予房地產投資的，這個比例還未算入按揭貸款；很多企業的融資，亦是以房地產作抵押。可見房地產的債務已經成為系統性風險，若樓價下跌，對銀行資產的質素將會帶來極負面影響。

過去不少內地地產公司發債，當中絕大部分標普(S&P)及穆迪(Moody's)給予的評級都是低於投資級別，即所謂**垃圾債券**(見120頁財經詞彙)，反映很多地產公司欠債嚴重，信用風險高。奇怪的是這些債券過去的違約率非常低，跟公司的評級及公司的財務狀況不一致。筆者相信，中央明白若有大型房地產公司違約，不單為銀行及債券持有人帶來損失，影響樓市的資金鏈，亦打擊買家對地產商的信心，故必需透過銀行的資金讓內房債能剛性兌付。過去10年，內房債的回報遠遠高於內房股，顯示內房債的信用風險不如外國投資者估計的那麼高。

中國要保持6%以上的增長，就必須扶持房地產行業。過去1年，內地5次減息，在9月30日又宣布減低第一及第二套住房的首付比例，都是利好的政策。加上中國城鎮化帶來的剛性需求，故此中國樓市風險雖大，但相信中央有能力控制風險。RM

“中國房地產的確有泡沫，但也由於房地產行業對中國經濟太重要了，中央必會想盡辦法防止樓市泡沫爆破。”