

# 諾亞研究

2020年11月25日

主題 | 房地產的「雙城」故事

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

把深圳房地產的因素考慮進來，對於大家理解香港明年的房價走勢會有一定的幫助。

過去一個月，我們的投資主題都是疫苗開發好於預期情況下，經濟復蘇將推動週期股回歸。目前新疫苗進展的好消息陸續到來，國外經濟資料表現更多的是好於預期。而就在昨天，特朗普已經指示團隊移交接班工作給拜登，再一次委婉表達了對於大選結果的認可，這會進一步減少市場不確定性，有利於資本市場的表現。

昨天文章分析了黃金走勢受到幾個主要因素的影響，例如美元走強通常黃金會走弱；股市表現較好時，黃金通常表現一般；經濟表現較好，實際利率上升也不利於黃金的走勢；而2000年以來，特別是2016年以來，通脹預期上升通常對應的是黃金走弱，而非過去的走強，一個核心原因是低通脹已經成為常態，即使預期上升，水準也不會太高。

因此綜合來看，我們認為未來半年左右的時間黃金面對的阻力比較大，因此建議大家僅持有適量的黃金，作為風險對沖的資產。

今天，香港政府將發表新一份《施政報告》，這個原本計劃在10月中旬發佈，因為深圳改革開放40周年紀念而推遲。後來，經過香港政府與中央部委商議後，《施政報告》會包含大約200項新措施。政府會為抗擊疫情，經濟復蘇提供支持，預計新一年的政府赤字約為3,100億港幣，與今年一系列的防疫抗疫基金等紓困措施接近，對市場是正面消息。

不過，過去兩日香港新增病例超過150個，大多數企業重新啟動了在家工作的A/B計劃。我們希望香港政府能把已經啟動的對特殊人群進行強制檢疫的計劃推廣到全體香港居民，只有這樣才能真正實現新增病例清零，從而實現與內地的通關自由行。

今天我們和大家談談香港房地產市場在明年可能的走勢。去年底我們發佈了2020年投資策略報告，雖然我們完全沒有預見到今年的疫情，但是我們對於全球貨幣政策，中美關係以及資本市場的看法，倒是大體準確，主要的例外體現在香港的房地產市場。

去年底我們預計香港房地產市場會有5-10%左右的下跌，但實際結果是商業地產跌幅超過10%，達到15-20%的幅度，但住宅市場雖然表現有起有落，但最新的房價指數與去年底幾乎一致。

我們過去詳細分析過為什麼香港和全球主要國家的房地產市場在疫情衝擊下不跌反漲，特別是一些發達國家的房價上漲接近10%。

基於明年全球經濟復蘇的大趨勢，預計全球住宅房價將維持溫和上漲，而商業地產會有更好的表現。

截止到目前，香港前 11 個月的住宅成交量已經超過了去年全年。去年的社會動亂事件對房地產市場的價格和交易量衝擊都大過今年的疫情。

當然，這也和今年全球貨幣寬鬆，以及政府和銀行都對住宅地產採取了支撐性的寬鬆政策有關，例如還息不還本，或者減免交易印花稅等有密切關係。明年貨幣寬鬆持續，但是這些支撐性的政策應該會相繼推出，一些發達國家的大企業實行長期在家工作的政策後，逐步開始根據員工居住地收入水準調整薪酬，因此受益於在家工作的改善型需求也會受到一定的抑制。

隨著香港恢復和內地的經濟和人員來往，預計香港住宅和商業地產的表現都將好於發達市場。此外，今年是國內，美國和香港的 IPO 大年，預計明年新股上市，中概股回流香港和 A 股的趨勢不變，這些也都為房地產市場提供支撐性的力量。

對香港來說，還有一個特別的原因形成了對房價的支撐，這是我之前的分析裡遺漏的。就是一河之隔的深圳和廣東的房價上漲幅度要明顯高於香港。

如果我們用常見的統計資料來計算房價收入比，租金收益率等，那麼截止到 11 月的最新資料顯示，香港的房價收入比為 45.9，而深圳則是 47.6；城市中心住宅的租金收益率，香港是 1.57%，而深圳則是 1.28%，非中心住宅兩者的差距更大。每月按揭貸款佔收入比重，香港是 2.93，深圳是 3.83。

如果把上海加入對比，就會發現這些指標都顯示，香港的房價比上海更貴，但深圳要比香港更貴。香港政府一個重要機構的一項未公開研究甚至顯示，深圳的家庭負債率是北京和上海的 2-3 倍。

如果查詢中國房價行情平台上 15 個副省級城市的平均單價資料發現，15 個城市中，深圳位居第一，平均每平方米 78,722 元，廈門位居第二，平均單價 48169 元，廣州第三，平均單價 38,351 元。深圳是廈門的 1.63 倍，是廣州的 2.1 倍，而深圳房價是榜尾的長春的 7.6 倍。

國家統計局發佈的 2020 年 10 月份 70 個大中城市商品住宅銷售價格變動情況資料顯示，近 5 年來，深圳二手房房價上漲了 83.6%，在 70 個城市中高居第一。另外，今年 10 月，深圳二手房房價環比上漲 0.9%，同比上漲 15.5%，兩個指標均位居全國第一。

過去 5 年，香港房價指數漲了 23.7%，漲幅遠遠小於深圳的 83.6%。

注意前面提到的所有數位都是基於平均數，如果討論單個樓盤的話，那麼深圳一些知名樓盤上漲幅度的傳奇性故事一定遠遠多於香港，這也是我這幾天在深圳隔離，和深圳的朋友交流後產生的最直接印象。

請注意，我們並不判斷深圳的房價到底是否合理，因為更詳細的分析需要考慮深圳的人口和房價供應變動，高收入人群的財富增幅，可投資資產的範圍等等許多複雜的因素，我們只是說明，相對於深圳來說，香港的房價過去的漲幅較少，可負擔性較高。

無論是深圳還是香港，影響房價未來走勢的關鍵因素都和土地供應有關。香港的土地供應增加難度大是眾所周知，相信香港政府在今天公佈的《施政報告》裡會給出未來中長期的供應數字預測值，要知道過去實際供應值明顯低於政府的預測。

但深圳的土地供應也值得密切關注。就在本週一，深圳密集出讓 8 宗住宅用地，總建築面積 224 萬平方米，25 家房企參與競拍，最後總成交價為 339.81 億元。這是深圳年內規模最大的一次土地出讓，單日成交總金額也創歷史新紀錄。

上一次深圳土地拍賣單日突破 200 億元，要追溯到 2019 年 6 月 24 日，當時單日成交 224 億元，遠少於這次的 340 億元。

深圳為什麼會在此時大規模增加土地供應？原因在於，深圳今年的建設用地供應計劃中提出，整個住宅用地供應要比去年翻一倍。

同時，深圳在今年「7-15」房地產最嚴調控政策出臺之後，除了在需求端抑制以外，更重要的還是在供給端來解決問題，應對需求，平抑房價的預期，所以整個土地供應量非常大。

另外，深圳「十四五」的住房用地佔建設用地的比重要從現在的 20% 提高到 25%，所以在明顯增加用地規模。

還有一個重要的原因在於，深圳的經濟受到疫情衝擊，而現在深圳先行先試示範區互聯互通的一些項目、深汕新區的開發、軌道交通的建設等工作壓力是非常大的，所以地方政府也迫切希望能夠得到一定的財政支持。

我們相信，除了我們之前的分析，把深圳房地產的因素考慮進來，對於大家理解香港明年的房價走勢會有一定的幫助。

---

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。