

即時觀點

林俊泓 , CFA

研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉卓男

財資研究經理

marco.lau@shacombank.com.hk

+852 2841 5450

2026 年 9 月 4 日

調控之後

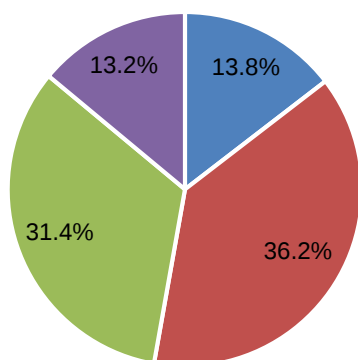
- 中國當局近日發佈了一項具劃時代意義的房地產改革方案，實質上宣告了現行商品房預售制度的終結。
- 按揭貸款的發放節點推遲至竣工備案階段，意味着開發商需以自有資金、銀行貸款或市場融資填補缺口。開發商在買地上或會躊躇不前。
- 購房者只會在房屋完工後才開始償還按揭，從根源上消除潛在延期交付、貨不對辦的問題。坦誠面對交付風險，反而為市場帶來一支強心針。

中國房地產市場正經歷一場比以往更為全面的變革。上週末，住房和城鄉建設部、自然資源部、國家金融監督管理總局三大部門聯合發佈了一項具劃時代意義的房地產改革方案，實質上宣告了現行商品房預售制度的終結。

新規明確，往後項目需在主體結構封頂後，方可獲批預售。當局進一步要求，房產貸款改按項目獨立評估、專款專用，不再以開發商整體信用為依據。同時，資金實行封閉管理，力求杜絕資金被隨意挪用的亂象。

不過，新政背後暗藏張力。目前，預售相關款項佔開發商項目資金來源的比重高達 45%（見圖表 1）。按揭貸款的發放節點推遲至竣工備案階段，意味着開發商需以自有資金、銀行貸款或市場融資來填補缺口。時不我待，面對更嚴格的前期資金要求，開發商在買地上或會躊躇不前。相信亦非所有發展商效法精衛，願意年復一年地接受融資挑戰，由此衍生出內地房地產商合併的契機。

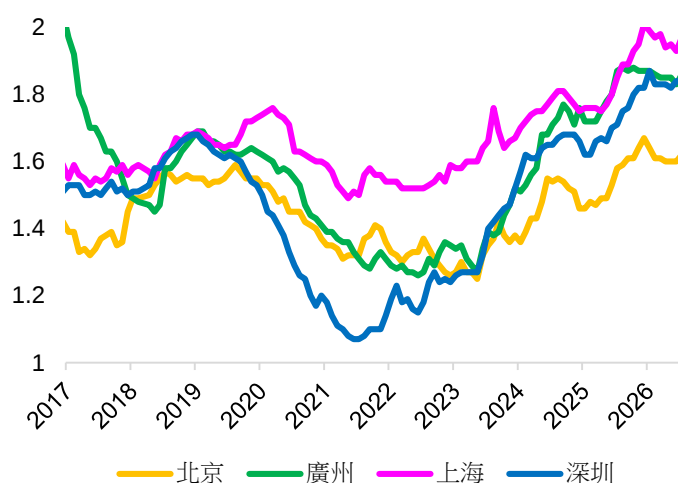
圖表一：房地產開發商資金來源（佔比）



■ 國內貸款 ■ 自籌資金 ■ 定金及預收款 ■ 個人按揭

資料來源：國家統計局、上海商業銀行

圖表二：一線城市住宅租務回報率(%)



資料來源：中原地產、彭博、上海商業銀行

開發商債券的投資者應否急急避險？倒也未必。為了提振購房意願，改革方案中不少篇幅着眼於減輕買家負擔。新制下，購房者只會在房屋完工後才開始償還按揭，從根源上消除延期交付、貨不對辦的問題。坦誠面對交付風險，反而為市場帶來一支強心針。

改革往往伴隨挑戰。中國居民存款規模不斷膨脹之際，房地產市場至今異常淡靜，說明問題不在購買力，而在價格。困擾着買家的是，過早入市所付出的代價，不亞於看錯方向。對於潛在買家而言，最穩妥的策略，恐怕仍是按兵不動。出路其實並不難看清，若租金收益足以完全覆蓋按揭支出，市場的迷霧自然會消散，置業亦不會再被視為沉不住氣的舉動。

近期研究報告

背城借一 	2026 年 8 月 24 日
無為有處有還無 	2026 年 8 月 20 日
漫長的告別 	2026 年 7 月 28 日
月是故鄉明 	2026 年 7 月 20 日
浩瀚無垠 	2026 年 7 月 2 日
諱莫如深 	2026 年 6 月 18 日
風雨如磐 	2026 年 6 月 11 日
出師未捷 	2026 年 6 月 1 日
懲前毖後 	2026 年 5 月 20 日
典型干預主義 	2026 年 5 月 12 日
大智若愚 	2026 年 4 月 30 日
摩拳擦掌 	2026 年 4 月 29 日
止息干戈 	2026 年 4 月 23 日
浩劫降臨？ 	2026 年 4 月 15 日
閉門造車 	2026 年 3 月 31 日
風雲色變 	2026 年 3 月 25 日
曠日持久 	2026 年 3 月 19 日
獨樹一格 	2026 年 3 月 16 日
特式悲劇 	2026 年 3 月 4 日
方艾未興 	2026 年 2 月 26 日
柿子挑軟 	2026 年 2 月 12 日
否極泰來 	2026 年 2 月 3 日
不動如山 	2026 年 1 月 29 日
明目張膽 	2026 年 1 月 22 日
2026 年全球經濟及外匯形勢展望 	2026 年 1 月 13 日
蒙福季節 	2025 年 12 月 11 日
操千曲而後曉聲 	2025 年 10 月 30 日
蕭規曹隨 	2025 年 10 月 6 日

注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議（定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍），本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵

權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。