



►從土地市場
角度分析，內
地房地產開發
投資或於下季
企穩。

中新社

在外需放緩、內需波動的經濟下行時期，推動房地產投資早日企穩對實現全年經濟社會發展預期目標、保持經濟運行在合理區間具有重要意義。從今年前五個月的數據看，房地產市場仍處於慣性下行階段。房地產市場何時能夠企穩？本文將對該問題展開討論。

內房投資下季或企穩

評經議濟 連平
植信投資研究院院長
首席經濟學家

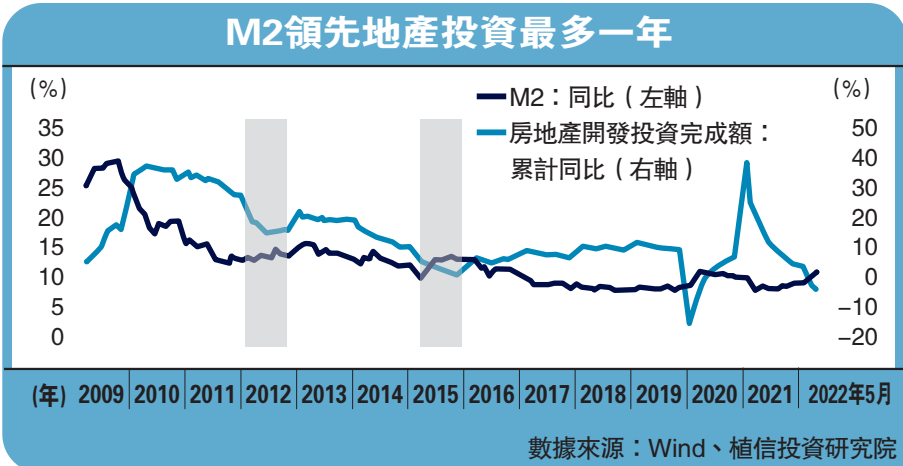
在內地，商品房是典型的由需求變動引起價格變動的商品，商品房銷售面積與房價表現正相關。因此，房地產投資企穩的重要前提是銷售企穩。2021年以來，受「三道紅線」、「房地產貸款集中度」等規則約束，房地產開發貸款餘額增速創下歷史新低，再加上房企相繼違約導致投資者信心重挫。在此情況下，銷售回款成為房地產到貨資金的主要來源。因此，商品房銷售回暖有利於保障房地產開發投資活動的平穩運行。截至上月，定金及預收款和個人按揭貸款分別佔房地產開發資金來源的31.7%和16.2%，二者合計佔比將近一半。因此，銷售回暖可改善房企資金狀況，有助於提高房企拿地和新開工的積極性。

「銷售底」何時到來？

釋放購房需求是銷售回暖不可或缺的前提，需要放鬆限購限售和給予金融支持兩方面共同配合。合理的購房需求金融支持，包括降低首付比例、下調按揭貸款利率、放鬆限貸標準等，上述舉措有助於降低居民購房負擔與成本，從而促進需求釋放。回顧過去房地產下行周期的經驗，下調首付比例和貸款利率後，各大城市紛紛放鬆限購限售標準。在放鬆限購和積極的金融支持下，商品房銷售增速於半年左右後開始觸底企穩回升。

從「政策底」領先「銷售底」的規律看，本輪房地產下行周期可能於二季度末迎來銷售底。在本輪房地產下行周期中，人行於2021年9月率先發聲「兩個維護」，政策底開始顯現。今年1月份，住建部提出「充分釋放居民購房需求」，陸續有多個二三線城市放鬆調控政策，2月住房銷售面積增速下降幅度開始收窄。但3月份疫情的衝擊導致銷售增速再次大幅下降，本輪房地產下行周期銷售底的出現將晚於歷史經驗。4月29日，中央政治局會議提出支持各地從當地實際出發完善房地產政策，支持剛性和改善性住房需求。筆者預計，下個階段調控政策有望進一步放鬆，住房金融環境也將進一步改善，疊加本土疫情衝擊回落，二季度後期可能迎來銷售底。

從個人住房貸款加權平均利率領先指標看，一季度個人住房按揭貸款利率步入下行通道。回顧2010年以來的三個地產短周期，2011年12月、2014年9月和2018年12月分別迎來住房貸款利率向下的拐點，並在2012年2月、2015年2月和2019年2月迎來銷售增速向上的拐點，分別歷時兩個、五個和兩個月觸及「銷售底」，個人住房貸款加權平均利率領先銷售一個季度左右。2022年以來，為充分釋放住房需求，維護房地產市場的平穩運行，人行下調5年期LPR（貸款基礎利率）報價，多個省市也下調了住房貸款利率。一季度末，個人住房貸款加權平均利率為5.49%，較去年年底下



降14個基點，本輪房地產下行周期的按揭利率向下拐點開始顯現，這似乎也預示「銷售底」將在二季度末出現。

「投資底」何時到來？

要穩定房地產投資增長，除了促進銷售回暖之外，改善房地產企業的融資環境也是關鍵所在。2021年以來，房企融資環境全面大幅收緊。其中，間接融資方面，房地產開發貸款增速持續下滑。截至一季度末，房地產開發貸款餘額同比下降0.4%，比上年末低1.3個百分點，比2018年三季度減少將近25個百分點，處於歷史低位。直接融資情況也不容樂觀。截至4月，房企內地信債年內累計發行1820億元（人民幣，下同），同比下降34%；地產美元債融資餘額1943億美元，同比增長18.3%，增速較去年年末下降8.5個百分點；股權融資功能基本消失。嚴峻的房地產融資環境在一定程度上制約了房地產開發投資增速的回升。

近期，人行要求保持開發貸款平穩有序投放，強調商業銀行、金融資產管理公司等要做好重點房企風險處置項目併購金融服務，穩妥有序開展併購貸款業務，加大併購債券融資支持力度。截至一季度末，房地產開發貸款餘額12.56萬億元，同比下降0.4個百分點，是該數據統計以來首次負增長；個人住房貸款餘額38.84萬億元，同比增長8.9%，增速比上年末低2.3個百分點，比2016年末低將近30個百分點，住房金融環境需要進一步放鬆。4月29日中央政治局會議和5月23日國務院常務會議強調優化商品房預售資金監管。在政策積極推動下，下個階段房企資金融通的堵點有望逐漸打通，融資渠道將有所拓寬，房企融資狀況將逐步改善。

去年下半年以來，供給端的住房金融政策開始放鬆，包括併購貸款不計入三道紅線，保障房貸款不納入房地產貸款集中度管理、支持民營企業發債融資等。與此同時，相較於2021年前兩次土拍，2021年第三次土拍和今年前兩輪土拍規則都有所放鬆，包括下調準備金比例、延長土地出讓金交款期限、取消「限房價」、「限銷售對象」等措施，同時釋放更多優質地塊來提振土地市場信心。

從去年12月至今年4月，成交土地溢價率從2.5%，連續四個月上升至5.2%，土地市場初現回暖跡象。經測算，土地溢價率變化通常領先地產投資三個季度左右。因此，從土地市場來看，房地產開發投資有可能在三季度企穩。

從流動性的角度看，M2（廣義貨幣）同比增速持續回升。M2反映整個市場資金的寬裕程度，對房地產市場影響較大，同時也是地產周期較好的領先指標。在過去的地產周期中，M2領先房地產投資時間並不一致，有一個季度的，也有三個季度的。2021年12月，M2同比增速再次回到9%以上，結束了之前連續十個月下行的趨勢；2022年5月M2增速達到11.1%，較上月上漲0.6個百分點，意味著房地產開發投資在今年三季度企穩的可能性較大。

築底時間可能較長

根據國家統計局的解釋，房地產開發投資是指報告期內完成的全部用於房屋建設工程、土地開發工程的投資額，以及公益性建築和土地購置費等的投資。從土地購置費和建安工程投資運行情況看，本輪房地產投資築底時間可能較長。

2021年土地成交相對冷清，拖累了今年土地購置費增長。2021年，在銷售回落、現金流緊張的情況下，房企拿地意願低迷，土地成交價款同比不斷下降，直到三季度後才止跌回升，全年僅增長2.8%。受去年同期高基數的影響，上月土地成交價款再次大幅回落至-28.1%。考慮到土地成交價款同比領先土地購置費同比十個月左右，今年土地購置費增長狀況也不容樂觀。

銷售回暖幅度有限和庫存高企，以及去年土地成交面積低迷將拖累今年新開工。回顧2015年至2018年，受房地產供給側去庫存政策影響，棚改工程的推進促進商品房銷售快速回暖，但房企新開工與擴大投資態度仍比較謹慎，較高的去庫存壓力造成了銷售回暖期間建安工程投資並未出現明顯上漲，甚至還有小幅回落。而在本輪地產周期，商品房庫存處於歷史高位，房企去庫存壓力較大。去年土地成交佔地面積大幅下滑導致房地產土地儲備不足，影響今年新開工進度，預計新開工增速仍會繼續負增長一個階段。因此，在高庫存、房企現金流緊張及銷售回升幅度有限的多重因素影響下，建安工程支出增速有可能較低，甚至轉負。

綜上所述，在房地產銷售反彈力度較弱、房企融資情況尚未明顯好轉、土地購置費和建安支出缺少支撐的情況下，本輪房地產投資可能於三季度觸底企穩。在疫情得到有效控制不再反覆的前提下，不排除房地產開發投資在四季度出現小幅回升的可能。

三大央行應對滯脹的考量

深度講解 宋雪濤
天風證券
首席宏觀分析師

上周，全球最重要的三家央行在24小時內相繼召開了三場重要會議。美聯儲15日召開6月FOMC議息會議，加息75個基點，幅度為1994年以來最高；歐央行15日召開緊急會議，應對歐元區邊緣國家的債務危機；日央行16日召開貨幣政策會議，堅決捍衛超寬鬆貨幣政策。站在平行視角上，這三家央行做出了不同的選擇，但站在更大視角來看，他們面對的是共同問題——滯脹。

滯脹的根源在於技術進步速度放緩，與之相適應的內部分配方式和全球化秩序難以維持。人與資本的矛盾，發展與安全的矛盾，效率與公平的矛盾，資源與環境的矛盾，全球分工的矛盾，一個個都暴露出來，由此帶來了混亂和變革。舊的分配制度出現混亂，民粹主義回潮，推動各國分配制度的變革，薪資支出在企業收入中的佔比正在趨勢性回升。國際秩序出現混亂，新的貿易協定正在各個區域誕生，並涵蓋更多非貿易領域的內容，供應鏈正在朝着安全和效率再平衡的原則重新分工，推動全球化的變革。

當前的世界經常被與上世紀70年代的滯脹作類比。70年代滯脹的原因是二戰後重建帶來的經濟高速增长告一段落，信息革命還沒有爆發，存量經濟下美國陷入與德國、日本的出口競爭，資源短缺進一步加劇了效率下降和勞資矛盾。到了70年代末期，信息技術開始擴散，提升了生產效率，四小龍承接日本的產業轉移，新的國際分工秩序出現，中美建交打破了冷戰的兩超格局，滯脹的問題才得到根本性解決。

在滯脹這個宏大議題面前，央行就像是《聖經舊約》裏手拿石頭迎戰巨人的少年大衛，貨幣政策既不是滯脹的根源，也不是解決滯脹的答案。所謂貨幣超發，其實是站在事後來看的；站在事中看，貨幣政策只能在滯和脹的兩難中選擇傷害相對較小的。

滯脹的問題根源不在貨幣，解決問題的鑰匙自然也不在貨幣政策。貨幣政策的使命，恰似伯南克卸任聯儲主席後那本回憶錄的名字——《行動的勇氣》。央行用勇氣捍衛貨幣信用的根基，給財政當局、產業政策制定者，以及國際關係博弈者贏得時間，用來解決長期供給、效率提升、利益再分配這些真正重要的問題。



◀分析指，貨幣政策既不是滯脹的根源，也不是解決滯脹的答案。法新社

美元的根基是作為全球儲備貨幣和結算單位的紙幣信用（inside money）。所以這一次，美聯儲盡職地「表演」了行動的勇氣，即使通脹是聯儲無法控制的長期供給問題，但為了穩定美元信用的「政治正確」，聯儲也要把自己的信譽綁在不穩定的通脹指標CPI（外生因素多、波動大）上，而不是長期以來更看重的核心個人消費支出價格（PCE）上。

加息僅是權宜之計

現在並不是獨立於政治、完全掌控通脹的「沃爾克時刻」，恰恰相反，這反映了聯儲所面臨的政治壓力——寧可降低貨幣政策的連貫性和可預測性，也要為了「政治正確」做出表態。加息是「政治正確」的權宜之計，轉折點來自於政治壓力的變化，要麼是通脹的政治壓力下降，要麼是經濟和市場的政治風險上升。

歐元的根基是歐盟經濟一體化，從貨幣到財政甚至是一體化程度越深，歐元的根基越牢固。所以這一次，歐央行要捍衛的「政治正確」是貨幣聯盟的穩定。歐央行在6月議息會議剛剛發出了7月加息25個基點的信號，就不得不再次召開緊急會議討論如何限制邊緣國家和中心國家的債券息差，以避免債務危機和歐元區分裂的問題。

現實情況是歐洲經濟比美國更經不起連續加息，俄烏衝突和能源價格高漲持續地輸入衰退風險，統一貨幣和分割財政的制度安排是歐元區的內在缺陷。上一次時任歐央行行長德拉吉宣布將「不惜一切代價」保衛歐元，這一次歐央行可能將PEPP（緊急抗疫購債計劃）到期債券再投資到意大利、西班牙這些邊緣國家。

日央行面對的滯脹壓力最小，日本在滯脹環境中的政策選擇餘地也最小，在美國領導的數字產業和歐洲領導的新能源產業的賽道中明顯落後，在國際關係和產業鏈重構上也沒有選擇餘地。日圓作為全球貨幣蓄水池和避險貨幣屬性，根基是平穩的低利率和對美國的戰略跟隨。

日本在國際政治上對美國的戰略跟隨已經做的足夠到位了，積極加入印太戰略，與俄羅斯在產業鏈上做切割，並在亞太地緣政治中表現強硬。容許日圓兌美元大幅貶值，可能是對日本積極參與印太戰略和制裁俄羅斯的經濟補償，也是日央行在日本國債期貨熔断之後，敢於宣布無限量購買日本國債，捍衛零利率和收益率曲線控制的底氣。

港應提升覓地效率 加快土地供應

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

最近二手住宅物業的交投氣氛略見回落，相信與疫情反彈、環球股市大幅波動，以及美國聯儲局加息等因素有關。不過，相信有關因素僅影響樓市短期表現，無礙中長期穩步向好的大方向。其中一個例證就是，眾多發展商依然積極推售新盤，更有個別項目事先預告「具一票空間」，可視為對後市投下信心一票。

自從政府實施各項「辣招」及疫情爆發以來，樓市基本上以用家主導，上車客具有強大剛需，而不少發展商的項目均以中小型單位作為「主打」，故此根本不愁承接力。最近開售的新盤收票情況理想，有新盤示範單位「長龍再現」，可見購買力仍然強勁。新盤銷售成績亦彪炳，反映剛需用家對上車的熱切渴望。

另一邊廂，早前載標的港島小型住宅地競爭激烈，有大型發展商以貼市估值上限的價錢，擊退芸芸對手奪得用地，同樣彰顯發展商對未來樓市的樂觀。展望下月，正值香港回歸祖國25周

年的大日子，作為樓市中人，對於即將上場的政府「新班子」願意在房屋議題上多加着墨，筆者絕對是喜聞樂見。就樓市未來發展，美聯希望特區政府可以考慮以下幾項建議，有助樓市發展更為穩定健康。

首先，提升覓地效率，增加土地供應。現時新班子中增加土地供應的「三人組」，包括副財政司司長、發展局局長及房屋局局長均在施政規劃上擁有豐富經驗，相信覓地程序將會「精簡」，減少「架床疊屋」，縮短造地時間，加快土地供應進度。

其次，避免賤賣土地。香港土地資源彌足珍貴，而且賣地佔庫房收入比重愈來愈高，反映土地價值的重要。早前屯門住宅地流標，也顯出特區政府不會賤賣土地的決心。

最後，延續放寬政策及適度減免「辣招」。新按揭保險及放寬按揭保險兩大放寬按揭措施的效果立竿見影，理應延續，甚至可考慮加大範圍，助市民置業。同時，新一屆特區政府官員宜考量為樓市「撒辣」，方便市民換樓之餘，亦增加二手住宅物業的流通量。在眾多的「辣招」之中，「雙倍印花稅」（DSD）最具放寬的空間，亦可考慮縮減物業額外印花稅（SSD）辣招期等措施，以讓本港樓市更穩定發展。