



內地樓市逐漸進入復甦周期。

穩地產初見效 內房漸復甦



經濟微觀 明明

中信証券固定收益
首席研究員

2022年上半年，受多地疫情反覆等超預期因素影響，全國房地產市場經歷了前所未有的挑戰，商品房銷售規模大幅下降，房地產開發投資負增長。中央政府和各部委頻繁釋放積極信號，各地全面落實「因城施策」。穩地產主基調之下，隨着疫情影響的逐漸減弱及政策效果的持續顯現，市場整體開始復甦，5月重點城市銷售面積環比轉增，6月環比增幅繼續擴大，市場底部回升。核心城市市場熱度有所回升，新政效果初顯。

銷售方面，5月以來逐步修復，但區域、城市和價段情況分化加劇。穩地產主基調之下，隨着疫情影響的逐漸減弱及政策效果的持續顯現，核心城市市場熱度有所回升，新政效果初顯。2022年1月至6月，全國30大中城市商品房成交面積為6359.2萬平方米，同比下降36.1%。6月份，全國30大中城市商品房成交面積同比降幅較5月收窄40.9個百分點，同比下降7.4%，市場邊際顯著修復。房價方面：底部企穩，分化顯著。今年以來新房與二手房價格均有所下降，1月至5月70個大中城市新房價格降0.7%，二手住宅價格累計降1.5%。二手住宅價格梯隊分化明顯，一線城市房價走高，二三線城市房價承壓。

地方紓困政策密集出台

政策方面，地方紓困政策密集出台，傳統的鬆綁和創新型政策層出不窮。5月以來，各級政府共出台了138項穩定房地產的政策。從放鬆限購、限貸、限售、公積金貸款、降低貸款利率、減免稅費、實行購房補貼等多方面發力，河南、江蘇的一些城市嘗試採用以「房票」為依託的貨幣化安置，引發市場熱議。房貸利率也在央行政策引導下加速下行，多地落實房貸利率優惠政策，並參照全國房貸利率下限（首套4.25%、二套5.05%）執行。

土地方面，供需規模大幅縮量，市場情緒低迷。受房地產企業資金壓力增

大、信心不足等因素影響，今年上半年全國100大中城市住宅用地供求規模均縮量明顯，供應面積和成交面積同比分別下降47.0%和60.0%，其中成交面積處於2011年以來同期最低水平。地產周期已經從政策底走到了銷售底，但目前房企信用和信心尚未修復，離房企拿地和開發投資的底尚有一定距離。

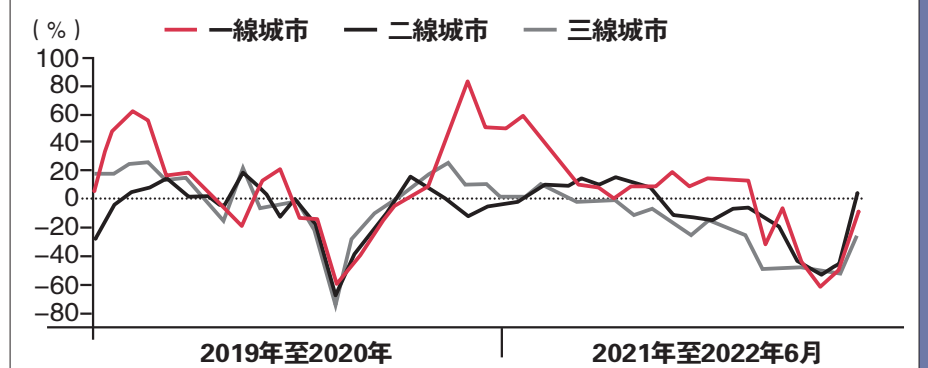
地產周期的關鍵在於銷售，對商品房銷售影響最大的則是房價預期。雖然每一輪房地產周期的復甦離不開一些特定的刺激政策，可以是棚改貨幣化，也可以是貨幣放鬆、按揭利率下調，或者是這些政策的組合。但每一次大的地產周期走到中期或後期時，支撐它的邏輯往往是「房價預期—銷售—房價」的正反饋，最終地產周期反彈的高度也取決於這種循環何時被打破。

諸如房價收入比、租售比等很多指標，反映出內地房價具有一些泡沫化特徵。以房價收入比為例，一些發達國家將房價收入比超過6視為泡沫區，而內地整體的房價收入比超過10，一線城市近年來更是運行在接近25的水平。自從2016年底提出「房住不炒」以來，政府對於房地產市場的調控是在不斷加強的。即便本輪房地產下行周期中，出於救市的目的，各地大幅加碼了鬆綁政策，但「房住不炒」的政策底線是非常明確的，一旦銷售有所回暖，地產行業逐步脫困，政策鬆綁也會按下暫停鍵。

在房價空間有限的情況下，未來的房地產周期大概率是越來越弱的。伴隨着房價波動的下降，房地產從銷售到投資增速的高點也是一輪比一輪弱。即便現在到明年銷售順利反彈，如果剔除基數影響，也很難達到2020年下半年到2021年上半年那一輪的高度。

各地全面落實因城施策的地產鬆綁後，銷售端回暖已開始顯現，市場進入復甦周期。但結構上看，核心城市的銷售、房價回升顯著，低線城市差強人意。傳導鏈條看，從銷售回暖到房企信用、信心的改善仍需時日，拿地、投資的實質性反彈尚需等待。考慮到「房住不炒」仍是政策底線，長期來看房價上行空間越來越小，筆者傾向於認為這一輪房地產周期的高度可能低於上一輪。

內地30大中城市商品房成交面積同比回暖



港樓價升幅總體平穩



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

香港回歸祖國廿五載，經歷過大大小小風浪，跨過難關，香港經濟沒有「走樣」，在國家支持下仍然穩步發展，樓市基礎更穩固。

香港作為內地經濟的南大門，香港成功把握地理優勢，再加上國家惠港政策，其中包括CEPA（更緊密經貿關係安排）、港澳自由行政策、離岸人民幣業務發展，目前香港已成為離岸人民幣中心，2014年的「滙港通」以至2016年的「深港通」，大大提升了香港資本市場地位，令港股佔據全球IPO上市集資的領導地位。

從香港經濟表現來看，1997年香港本地國民生產總值為1.373萬億元，去年生產總值已接近2.87萬億，其間升幅達1.1倍，人均生產總值亦由21.1萬元增加至38.7萬元。在去年公布的IMF（國際基金組織）數據中，香港排名仍

在全球前二十。

香港國際金融中心地位亦未有動搖，1997年香港上市公司數目只有619家，目前已增加至2500多家，增幅超過3倍，上市公司總市值由3.2萬億元增至約38萬億元，增長近11倍。香港的存款規模也由1997年約2.6萬億港元，增至2022年約15.3萬億港元，增幅逾5倍。

經濟數據在平穩發展的同時，樓價升幅又是否過於離地呢？雖然25年來樓價升幅1.3倍，但事實上不少屋苑的升幅是不足1倍。以天水圍嘉湖山莊為例，當年發展商以呎價8000元推售，而時至今日，嘉湖山莊的平均呎價僅1.1萬元至1.2萬元，升幅僅約50%；至於港島龍頭屋苑太古，1997年平均呎價僅1萬元，目前平均呎價約2萬元，升幅達1倍。

整體而言，過去25年香港樓價的升幅，基本上同超市物價升幅相若。1997年8罐可樂實22元，最新實38元，升幅七成多；但97年一罐五香肉丁實5元，最新售價是18元，升幅達2.6倍，這樣來看，25年來樓價升幅尚算平穩。



►大灣區政策近年源源不絕推出，逐步推動灣區市場一體化。香港西九龍高鐵路建成啟用，為粵港澳大灣區居民生活帶來便利。

習近平主席7月1日在慶祝香港回歸祖國25周年大會暨香港特別行政區第六屆政府就職典禮上的重要講話中，提出四個必須和四個希望，是香港未來發展的重要指導方針。習主席乘搭高鐵來回深港兩地，為港人示範粵港澳大灣區生活。大灣區是香港未來發展的關鍵，更為港人融入國家發展大局提供廣闊舞台和龐大機會。

香港開啟灣區新征程



至誠穎評 林至穎

廣東省政協委員
香港科技協會會長

現在的粵港澳大灣區相較最初的規劃，已不可同日而語。自《深化粵港澳合作推進大灣區建設框架協議》2017年出台後，大灣區政策源源不絕地推出，逐步推動灣區市場一體化。如今大灣區成果豐碩，經濟總量於2021年高達約12.6萬億元（人民幣，下同），比2017年增長約2.4萬億元；進入世界500強的企業，比2017年增加了8家，共計25家。粵港澳大灣區國際貿易合作論壇透露的資料顯示，區內國際貿易總額早於2020年已居全球各灣區之首。

宜調整防疫政策，爭取早日通關

大灣區包含多元化經濟體，整合潛力還未完全釋放。經濟整合一般分為四個階段：自由貿易區、關稅同盟、共同市場和經濟同盟。如今，大灣區內部的關稅、資金流通制度、貨幣、法律、財政制度等都有很大差異，三地之間貨物、人員、信息和資金的流通因此受制。單論粵港兩地，經濟整合主要還是倚靠CEPA《內地關於建立更緊密經貿關係的安排》，互相取消部分關稅和貿易壁壘。然而，粵港兩地近年發布的政策只是放寬部分生產要素流通狀況，尚未完全取消關稅和貿易壁壘，對外經濟政策未達趨同，財政與貨幣政策也未統一，足見大灣區仍處在自由貿易區的階段。差異意味著可以學習和整合的空間還很大，未來須進一步互相取長補短。

香港經濟迫切需要奮起直追。2017年香港生產總值（GDP）為2.66萬億港元，其後遭遇中美貿易戰、修例風波及新冠疫情，在2021年得益於出口增長、居民消費與企業投資增加，從谷底反彈6.4%，增長至2.86萬億港元，反映出香港經濟韌性不差。如今香港也面對嚴峻挑戰，俄烏衝突升級推高通脹及國際地緣政治競爭加劇。由此可見，香港經濟追趕大灣區的發展勢頭，不確定性還很高。新一屆特區政府面臨的挑戰很多，但挑戰中往往蘊含着機遇。

防疫政策的調整是整合大灣區的契機。回顧過去兩年多時間，內地與澳門保持防疫政策一致，但與香港有別，結果兩地通關多次延宕，人流、物流、經濟活動都受到較大限制。究

其根本，內地採取動態清零的防疫策略，強調結合科技追蹤、強力的社區管理、嚴格的隔離措施，控制疫情擴散。而香港則搖擺於動態清零及與病毒共存之間，較為重視防疫對經濟的影響。內地對香港推行嚴格的隔離政策，源於香港管控疫情的能力及與國家協調防疫的能力不足。香港防疫政策若與內地趨同，則容易建立通關信心，即使出現感染者也能盡快控制。

香港可以由點到面地推行大灣區通關，實現防疫政策與大灣區趨同，容許接種疫苗及核酸檢測為陰性的香港居民和深圳居民，可以免隔離進行出入境。要做到這一點，香港衛生署衛生防護中心應與深圳衛生健康委員會、香港入境處、香港保安局與深圳公安局之間需要進行協調，進行出入境核酸期確定、健康碼和行程碼的對接、跨境流行病學調查、防疫法例實施等。其中，香港立法會應與深圳人大代表協調，修訂原有的防疫法例，以及私隱條例，以便彼此協調處理違法者與風險控制。一旦成功，這套基於實踐的操作方式與知識便可逐步普及，使得大灣區防疫政策逐步趨同。

香港在大灣區的新定位應從輸出為主，轉變為雙向互惠。以往香港面對廣東省多是借助自身經驗與國際化優勢，輸出人才、資金和技術等，但隨着廣東發展出獨步全球的產業鏈，在科創人才底蘊和產業基礎方面都相當雄厚，香港只是在學術質量方面較之有優勢。產業基礎方面，香港經濟將近99%都是服務業活動，需要再工業化補充中等收入職位的缺口。香港目前所長主要是中轉流通業，例如金融業、貿易及物流業，還有相關的工商支援服務等。如果香港只維持輸出姿態，產業流失的情況會愈發嚴重。

特區政府應向大灣區其他成員乃至全球，積極進行招商引資。依託離岸人民幣中心，引入外資、零部件與技術較為方便，配套服務業較為完善等優勢，吸引大灣區乃至全球科技企業落戶香港。商界應積極與大灣區乃至全球科技企業建立合資公司，開展高端經濟活動，在港招納技術人才，創造足夠就業職位，並向政界及學界反饋實踐現況，以求得到及時的政策與知識支援。這也幫助香港通過再工業化，獲得學習效應，發展知識型經濟。立法會應為這種有利於香港經濟健康發展的活動，賦予政府足夠充分的權限支持商界，包括但不限於提供公營房屋、支持人才與企業入駐、稅

務優惠等。

應增加房屋供應，抑制物業泡沫

香港經濟發展需要優化房地產格局。房地產只有投入實體經濟，才能真正帶來惠及多數人的經濟增長，例如房地產開發、建築及房屋消費服務等。在本世紀初，房地產經濟的附加值曾佔香港經濟總量28%，後來房屋供應急速減少，如今這一佔比已低於20%。究其根本，特區政府在很長時間甚少建公營房屋，還容許公營房屋賣到私人市場，降低了政府滿足需求的政策籌碼。

房屋供不應求，導致社會怨怒。只有少數人作為業主，得益於2003年後連年上升的房價，資產增值的幅度遠大於勞動所得。這種現象不利於大灣區內的其他實業。因為超額報酬促使人心轉向樓市炒作，企業與消費者則更難以承擔地產成本，企業利潤被剝奪，消費者大量錢財被置業所牽制，難以刺激港人參與到內外循環中去。

特區政府應先着力增加房屋供應，緩解自身深層次矛盾。立法會要將房屋開發的行政流程精簡到四年內，克服房屋供應增加緩慢的問題，恢復上世紀八十年代至九十年代的建房量，每年增加8萬至9萬個單位，提振樓市成為刺激經濟的重要手段。特區政府可將公營房屋建設拆成多個中小型項目，主要判給中小型地產商，而非大型地產商，以增強政府對規劃的掌控力。完成批地後，發展商在指定年期內未開始建築房屋，或未能在合理時間內完成，要收取三倍於當初投地交易金額的罰金，並收回土地再度招商。增加房屋供應有助於滿足社會各界置業的需求。

此外，特區政府應抑制房地產泡沫。其中，應取締居屋轉為私營房屋的補地價流程，限制出售對象為特區政府或公營房屋的租客，出售價為當初買入價加上通脹率，確保公營房屋只用於居住，而非用於炒作，並保留控制樓價的政策籌碼。其後，政府應參考全港家庭住戶入息中位數，考慮將超出其負擔能力的資產交易淨值部分，以及佔比過重的租金差額，收取較高的印花稅（例如50%或以上），以限制地產炒作的利潤空間、對勞工及消費者的剝削，以及減輕非房地產企業的負擔。工商界代表應積極支持相關政策，以確保香港經濟健康發展。政府也可以利用上述的增量稅收，作為幫助重要企業落戶的籌碼。

粵港澳大灣區發展勢頭可喜，綜合實力顯著增強，香港經濟發展有待追趕。大灣區對香港發展存在巨大潛力，但雙方整合尚處自由貿易區的階段。筆者對特區政府的建議包括：1）藉着由點到面的防疫政策調整，逐步與內地通關；2）從輸出優勢的定位轉為雙向互惠，發展定位轉變為服務國家的國際大都會；3）增加房屋供應，抑制物業泡沫，消除房地產對香港經濟的拖累。道阻且長，香港當行而不輟，浴火重生，不負國家所望。

香港出口增速與樓價走勢

