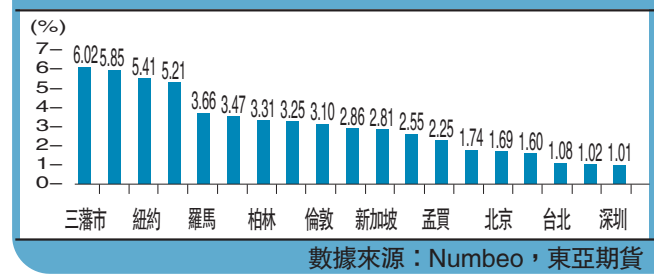


今年9月國際化城市租金回報率



內地一線城市樓價具韌性



經濟全球化使得房地產的金融屬性比以往任何一個時代都要強。換一句話說，從投資價值和漲跌規律來看，全球的國際化城市（中國的一線城市）的可比性越來越強。

從香港、北京、上海、廣州、深圳、倫敦、新加坡、紐約、三藩市、巴黎、波士頓、東京、悉尼、洛杉磯、孟買、羅馬、柏林、台北、莫斯科等19個城市的核心地段房價來看，房價最高的是香港，每平米3.1794萬美元，居於全球之首；其次是新加坡，每平米1.8693萬美元；深圳、北京、上海均在每平米1.7萬美元以上，排名分別為第三、第四、第五。

從租金回報率來看，三藩市、洛杉磯、紐約和波士頓等美國大城市的租金收益率均高於5%，這與近年來美國房租的大幅上漲及最近的高通脹有關；倫敦、東京和巴黎等國際性都市的租金收益率正常時期是略高於當地的無風險收益（儲蓄存款利率）；只有深圳、北京、上海、廣州等中國一線城市的租金收益率均大大低於無風險收益率，這跟當地的房價偏高而居民可支配收入水平較低有關。

假設把城市類比於公司，則房價是股價，租金回報率可被視為股息率，那麼房價租金比則相當於「估值」水平。一個城市的價值與其所擁有的氣候、地理環境等天然優勢有關，同時也與其具備的交通便利、教育、醫療等基礎設施有關。

京滬醫生密度超全國四倍

中國一線城市投資房地產的租金收益率大部分都低於2%，反映了房東對房價未來繼續增長的預期。此外，一線城市的房價租售比相對較高，一方面跟國內特有的行政因素有關（譬如土地政策等），另一方面也反映了一線城市經濟發展的高成長性及其對其他區域人口流入的吸引力。

目前中國一線城市房價處於全球最高「估值」水平，實際上也跟這兩大因素有關，即人口持續流入和貨幣持續投放。

自2000年以來，中國一線城市人口增加了3633萬，增長77.4%。而隨着城鎮化水平提高，農村人口流向城市，中小城市人口流向大城市在中國是一種持續趨勢，這種人口流動帶來城市

的繁榮也推升了城市的房價。

2021年，中國廣義貨幣供應量M2為238.29萬億元（人民幣，下同），是2000年（13.46萬億元）的17倍，除了2017-2019年分別為8.11%、6.99%和8.88%以外，其他年份的增長率都在兩位數以上，個別年份甚至超過20%。就北京、上海、深圳和廣州四個一線城市而言，2021年人民幣貸款餘額30.68萬億元，是2000年（2.24萬億元）的13.69倍，增量28.4萬億元。可見，超發的貨幣和寬鬆的信貸是推升房價的重要力量。

然而，自從2014年以來，中國的勞動力人口和育齡人口增長都出現拐點、進入下降通道，人口增長推升房價的需求動力日趨減弱。

與此同時，貨幣和信貸供應也相應收緊，流動性氾濫推升房價上漲的宏觀環境也不復存在。因此，一線城市的高房價是否可持續？成為市場共同擔心的問題。筆者以北京和上海為例，從公共基礎設施及社會文化屬性來分析其當地的房地產價值。

首先看醫療條件，目前北京和上海中心城區的人均醫生數量在12至13名之間，而全國其他省市的人均醫生數量都在4名一下，即便忽略醫院的綜合治療條件，僅醫生密度就是全國平均水平的三倍以上，這是城市居民健康水平和人均壽命的保障。

其次看教育環境。北京的重點高校數量（985+211）為34所，上海擁有14所名牌高等學府，遠高於全國的平均水平。名校是社會人文環境的基本土壤，密集的高校決定了一線城市在社會文化屬性方面具有優勢地位。

再次，交通便利程度也是衡量一座城市文明發達程度的重要標誌。從城市地鐵長度來看，上海、北京和廣州在國際大都市中排名都是名列前茅。

總而言之，醫療、教育、交通、高端製造業和其他一些要素構成了一個城市的經濟發達程度和社會治理的文明程度，上述因素共同構成城市的基礎設施和人文環境，也決定了城市房地產的綜合價值。可以預見，未來十年，中小城市乃至農村地區人口流入一線城市的動力並未減退，這是中國一線城市房地產需求的基石。此外，由於金融業的發達和高端消費市場的深度，大量的社會財富也會從全國各地流向北京和上海等一線城市，構成這些城市房地產市場的財富基礎。

因此，中國一線城市（尤其是市中心）的房價雖然估值偏高，但具有一定的韌性，不一定會出現大幅下調。

新盤銷售大減 累積貨尾勢攀升



時近年尾，差不多時候為樓市「埋單計數」，今日先回顧全年新盤市場。受疫情影響，年初社交距離措施收緊期間，更一度沒有全新盤登場，發展商推盤步伐減慢。據美聯物業房地產數據及研究中心統計，今年首十個月共推出34個全新盤項目，涉及單位總數達1.2646萬伙，相比起去年同期推出的47個全新盤、涉及約1.7074萬伙，按年分別減少約27.7%、約25.9%。

數量縮水的同時，新盤銷售比率亦下跌。綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料，本年首十個月登場的全新盤中，共售出6958個單位，售出率（以各新盤售出單位佔該項目單位總數計算）約55%；對比去年同期登場的全新盤售出1.0528萬伙，售出率約62%，可見今年無論推盤量抑或銷售率均未及去年。

大規模新盤春節後入市

銷售比率下跌的最直接影響，是貨尾累積。根據美聯物業房地產數據及研究中心綜合地政總署資料顯示，10月累積貨尾量（包括樓花及現樓）錄約1.6992萬個單位，較9月約1.6504萬伙進一步上升約3%，相信這個數字在11

月會進一步攀升。11月份共有五個項目新申請，共涉及2919個單位，按月急升約1.8倍。由於11月新申請大幅增加，累積待批預售樓花單位重上逾2萬伙水平，錄2.0579萬伙，當中樓花期逾三十個月的項目錄逾8500伙，佔逾四成，由於預售要求為樓花期三十個月，相信上述單位未會於短期內推出市場，而發展商提早申請預售相信為使部署更具彈性。

另一方面，11月份雖然只有黃竹坑站第4A期（432伙）獲批預售，惟目前已批出預售樓花同意書，但尚未發售新盤的單位總數仍進一步升至近1.2萬伙高水平，相信因為近期市況淡靜，發展商減慢推盤步伐所致。

值得留意的是，若計及已批出預售樓花但尚未發售新盤，全新盤量超過3.2萬伙，惟相信能短期內推出的新盤不多。今年受疫情影響及經濟影響，新盤銷售量大減，致現樓及樓花貨尾錄逾2萬伙，相信發展商短期仍以貨尾銷售為主，可能要到農曆新年前後，才會有大規模的全新盤推出市場。

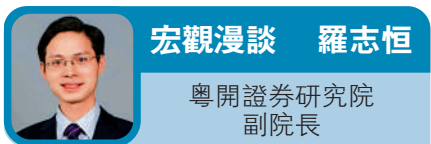
筆者相信，短期的樓市氣氛會較此前明朗。因兩地防疫措施一再優化，股市已率先反彈，樓市信心亦有所回暖。美聯信心指數最新報34點，按周升8.6%，連升兩個星期，反映不少二手業主對後市重拾信心。在新盤以銷售貨尾為主的情況下，相信部分購買力會流向二手，交投或輕微反彈。



►分析預計，明年中國經濟面臨內外部形勢的嚴峻性不亞於今年，也是疫情政策優化後的踏浪前行之年。
中新社

中央政府相繼出台優化防疫「二十條」和「新十條」，各地貫徹落實，抗疫進入新階段。資本市場反應正面，人民幣匯率重回「6時代」，股市持續反彈。但是，居民對疫情的擔心漸起。疫情防控政策背後的邏輯是什麼？防疫政策優化後經濟社會的走勢有那些可能情景？後續要如何應對？

疫後經濟復甦的三種情景



雖然疫情防控是正當且必要的，但具體的防控措施、強度等都存在彈性空間，也並非一成不變，要因時因勢不斷優化調整，政府決策背後有着綜合的「成本—收益分析」。

疫情防控的收益包括：生命安全和基本的社會秩序。生命安全非常容易理解，中國的抗疫成果顯而易見，確診與死亡人數均遠遠低於醫療資源和技術更為豐富和發達的歐美國家。儘管防控對經濟運行存在一定干擾，但總體上維護了基本的社會秩序，從而得以快速復甦復工。

疫情防控的成本包括：經濟下行、貧富分化、財政壓力、次生傷害等。首先，防控會限制人員、貨物等的聚集和流通，對企業生產和居民生活帶來不便，拖累經濟增長。其次，經濟K型復甦，需保持社交距離的行業如餐飲、旅遊、家政等受衝擊最大，恰恰這部分就業人群是低收入群體；金融、互聯網、醫藥等行業受衝擊較小，甚至在疫情期間快速發展，這部分就業人群則是中高收入群體。其三，收入端減稅降費疊加核酸檢測等抗疫支出加劇地方政府財政收支矛盾，地方財政吃緊。其四，疫情防控還會導致部分次生傷害，例如其他疾病的患者就醫和用藥困難、低收入人群生活困難等。

在上述成本中，有些屬於不可避免的成本，可以通過財政補貼等方式予以緩解，但也存在因「層層加碼」導致的過度防疫而產生的額外成本，這是必須予以糾正和規避的。

中國的疫情防控政策因時因勢持續優化調整，從來只有「人民至上」，沒有所謂的「防疫至上」。防控政策大致經歷了三個階段：首先是疫情爆發初期，然後是2020年二季度至2022年三季度的嚴格防疫，接着便是2022年四季度以來的優化防疫措施，中央政府出台「二十條」和「新十條」，各地方積極貫徹落實。

之所以在當前時點對防疫政策進行大幅調整，是因為隨着Omicron變異株致病性的減弱、疫苗接種的普及、防控經驗的積累，嚴格防控的邊際收益下降，而經濟損失和防疫成本等邊際成本卻持續上升。因此疫情風險由先前的政府嚴格管控逐步向正常的風險自擔回歸。

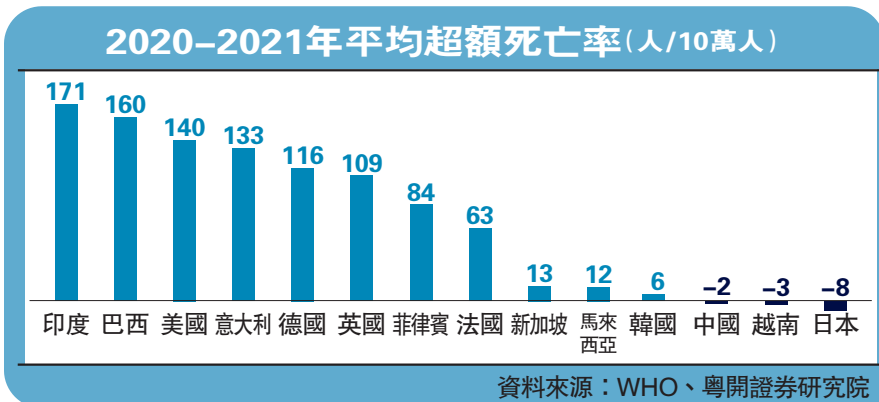
明年次季GDP料增逾6%

未來經濟社會運行狀況仍將取決於疫情演變和民眾的行為應對，存在三種可能情景：

樂觀情景：疫情持續好轉，經濟運行恢復正常

最理想的情形是，新冠病毒致病性持續減弱，疫情逐步消退，就像2003年夏季，非典疫情被徹底撲滅。疫情對生產和消費場景的約束完全放開，經濟運行重回正軌。

需求端，消費的反彈空間最大，出行和服務需求顯著增加；經濟前景更加明朗，企業投資意願增強；出口也將受益於國內穩定優質的生產供應。生產端，企業生產、物流等的堵



塞打通，產能恢復，生產效率提高。

經濟快速向潛在增速水平收斂，但仍面臨一定下行壓力，主要來自於房地產風險仍未有效化解、海外經濟衰退導致的外需回落、全球經濟金融動盪對中國的溢出效應等。

中性情景：疫情沒有出現大規模反彈，但生產和消費的恢復有一個過程

假如人員流動加快所引發的感染上升仍在可控範圍之內，經濟仍將受益於生產和消費限制的放開，但經濟恢復速度要慢於樂觀情景。

需求端，短期內，對疫情風險不太敏感的人群將恢復正常的工作和消費節奏，服務業迎來一定程度的恢復；而風險規避型人群將依然保持謹慎，減少非必要的出行活動。因此從總體來看，報復性消費不會出現，消費增速仍會略低於疫情之前。例如美國，儘管有大規模財政補貼刺激，今年3月開始放開防疫限制，但當前服務消費仍未回到疫情前的增長路徑。

生產端，儘管病毒致病性減弱，但輕症患者仍會有發燒疼痛等症狀，大致需要一周時間才能恢復，這將導致勞動力缺勤率上升，從而影響企業正常生產經營。此外，部分勞動力可能為規避風險，退出外賣、快遞等密集接觸型行業，轉向更為安全的製造業。例如美國便面臨勞動力短缺問題，薪資持續上漲，加劇通脹壓力。

防疫優化的收益顯而易見，防控對生產生活造成的非必要成本減少；但疫情對經濟的負面衝擊依然存在，需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力仍將持續一段時間，直至疫情逐漸消退，以及疫情對私人部門資產負債表、身心健康等造成的「傷疤」逐步癒合。

從傳染節奏來看，疫情高峰大概率出現在明年一季度，尤其是春運這樣的全國性人口跨區域密集流動之後，屆時會對一季度經濟形成較大拖累，經濟下滑幅度取決於疫情影響範圍有多廣；預計疫情將在二季度得到基本控制，此時公眾恐慌情緒過去、生產生活秩序恢復，疊加今年同期的低基數，二季度會是全年GDP增速的高點，同比增速或超6%。隨着公眾對疫情的適應性增強，下半年經濟的主要矛盾將聚焦在房地產、基建、出口等領域。

風險情景：疫情出現第一波衝擊，引發醫療資源緊張、勞動力短缺等問題

最擔心的情形是，短期內疫情大幅反彈，超過了經濟社會的承受能力。相較於歐美發達國家，中國當前存在的短板是老年人疫苗接種率還不夠高、人均醫療資源較低且分配不均，若確診人數上升過快，容易超出

醫療資源的承載能力。此外，醫護人員的感染風險上升，進一步削弱醫療供給能力。

經濟也將遭遇重大衝擊。居民避險情緒加劇，引發勞動力短缺、消費低迷等問題，生產受阻、消費下滑，預期轉弱降低企業投資意願，出口訂單可能被轉移至其他國家。但筆者相信，在中央的堅強領導下，這種情景出現的概率較小，只是作為風險提示以及估計到最壞情形，能更好地未雨綢繆提前應對。

政策仍以穩增長為主

疫情仍未完全消退，仍然對人民生命安全和經濟增長存在重大威脅。我們需要提前做好準備與風險預案，增強抵禦風險的能力。

疫情應對方面，持續優化防疫政策，走小步不停步，落實好「疫情要防住、經濟要穩住、發展要安全」的要求；不斷完善診斷、檢測、收治、隔離等措施，加強全人群特別是老年人免疫接種，加快治療藥物和醫療資源準備等工作。此外，每個人都是自己健康的第一責任人，要注意個人防護；萬一感染，要嚴格遵照防疫安排，保護家人與他人。

宏觀政策方面，明年中國經濟面臨內外部形勢的嚴峻性不亞於今年，也是疫情政策優化後的踏浪前行之年。從外部看，逆全球化依然翻湧，全球經濟下行是大概率事件，地緣政治衝突仍此起彼落；從內部形勢看，預期轉弱和需求收縮沒有得到根本性解決，房地產風險、消費低迷等問題仍然存在，各地疫情防控標準不統一導致物流、人流仍存在一定障礙。

12月份的中央政治局會議對明年經濟工作突出三個「穩」：穩增長、穩就業、穩物價，同時強調要「推動經濟運行整體好轉」，將穩增長放到了更高和更重要的位置。第一，積極的財政政策要加力提效，赤字規模和專項債總和應保持一定強度，支出政策優於減稅降費的收入政策，帶動總需求回升。第二，穩健的貨幣政策要精準有力，在推動高質量發展的製造業、中小企業、紓困房地產風險上將有所作為。同時，貨幣政策應加強與財政政策協同，配合用好政策性銀行新增信貸和基礎設施建設投資基金，推動基建項目加快落地，助力穩增長。第三，要大力提振市場信心，激發市場主體活力。中國經濟保持四十餘年高增長的重要原因，是宏觀上的改革開放和微觀上的市場主體活力。要堅持真抓實幹，激發全社會幹事創業活力，充分調動民營企業與國有企業、外資與內資、地方政府、企業與群眾的積極性，增強經濟內生增長動力。