

# 土地交投好轉 內地樓市復甦在望



金融熱話 趙偉

國金證券首席經濟學家

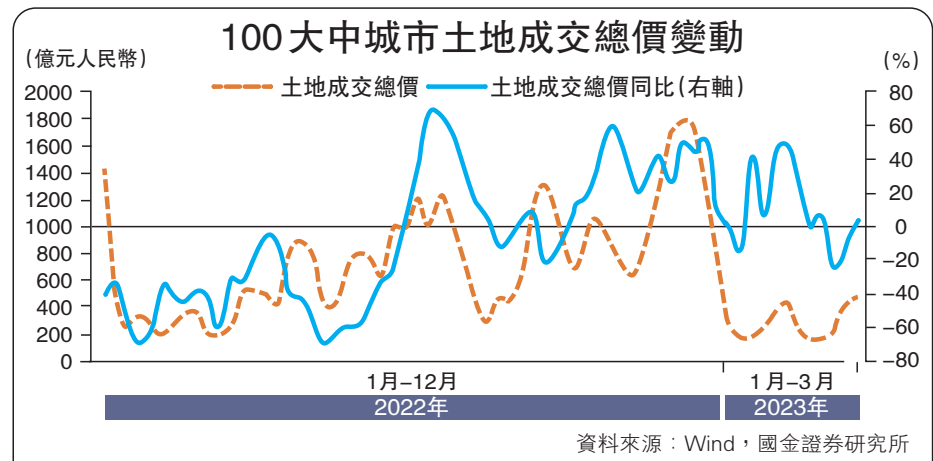
3月土地成交市場邊際改善、土地成交總價有所好轉；同時，土地市場活躍度回升、民營房企拿地意願明顯改善。截至3月下旬，主要城市民營房企拿地金額平均佔比達30%、顯著高於2022年16%的佔比水平。

從土地成交量來看，當前土地成交仍然低迷，3月全國300城土地成交總建面積進一步回落，較年初下降59.3%、較去年同期下降69.2%。相較之下，土地成交的邊際好轉更多體現在成交溢價的抬升，3月成交樓板價較年初提升43.4%；截至4月初，100大中城市成交土地溢價率由1月的3.6%提升至7.2%，已達2021年8月同期水平。同時，2023年以來多地集中供地也出現「量跌價漲」的現象，比如：已完成2023年首輪土拍的代表性城市的供地數量較2022年首輪明顯下滑，但地價觸頂成交的地塊佔比顯著提升，其中杭州高達62%。

從地區結構來看，當前較為活躍的土地市場更多集中在核心城市，一方面中高能級城市土地溢價更高，3月100大中城市中一線、二線城市土地成交平均溢價率分別較年初提升5.7、1.8個百分點至5.7%、5%，三線城市回落0.5個百分點至3.3%；同時，在2023年以來代表城市的實際土拍中，一線、新一線代表城市土地成交平均溢價率達6.8%、遠高於二線、三線代表城市的0.3%、0.4%。另一方面，中高能級城市土地成交量表現相對更好，截至4月初，一線城市土地成交佔地面積同比增長64%、明顯高於二線、三線城市的16.8%、28.8%。

按照過往經驗，土地成交量價變動較為一致，2022年以來兩者明顯分化。去年土地市場低迷、城投托底拿地，土地成交量明顯改善、同比由1月的-32%提升至12月的30%，但土地成交溢價延續低迷；今年土地市場進一步分化，土地成交量走弱、但成交溢價持續上行。

當前土地市場分化的部分原因在於，供地新規出台所帶來的土地供給側擾動。供地新規加強供地信息披露管理，給予市場主體更為充足的決策時間的同時，間接使得年初短期土地集中供應量有所減少。今年3月，100大中城市土地供應面積較去年同期回落8.5%，供地量顯著減少拖累土地成交量走弱。



## 先租後買促銷 吸引新購買力進場



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

樓市今年首季「價量齊升」，一手新盤市場成交量急增三倍，二手市場的升幅同樣顯著。按土地註冊處統計，整體首季二手交投接近1.3萬宗，較去年四季度的7700宗上升近七成，在二手交投刺激下，整體樓價表現亦見回升。

隨着一、二手交投顯著回升，年初開始，整體樓價結束去年連跌七個月的頹勢。按差餉物業估價署私人住宅樓價指數計算，繼今年1月份樓價指數按月上升1.05%後，今年2月份樓價再升2.2%，預計首季樓價會累積上升約5%。樓價顯著上升的同時，整體租金指數則走勢平穩，1月份租金指數微回落後，上月已稍稍回升，預計今年首季租金會保持平穩，較去年年底的水平窄幅上落。

當然，因應樓價回升而期間租金又保持平穩，相信短期內買家入市心態或會轉趨審慎，加上最近幾年是新樓入伙

除供給擾動外，影響土地成交更為關鍵的邏輯是各地樓市需求的強弱不同。當前各地商品房成交恢復程度有所分化，1-3月，一線城市商品房銷售佔2019年同期比重達124%、遠超二、三線城市的95%、73%。二、三線城市銷售程度較弱使得對應地區土地成交仍低迷、影響整體成交量的表現，一線城市銷售相對較好使得土地成交價格仍有支撐。

供地新規要求，各地要將住宅用地近三年的年平均完成成交量及對應的住宅建築面積，作為測算下一年度供地計劃總量的參考；因城施策安排計劃總量，凡商品住房去化周期長、土地流拍率高、市場需求明顯不足的城市，應當控制商品住宅供地規模。地產需求分化進一步導致當前土地市場的「量跌價漲」。

### 一線城市率先反彈

當前在不同城市地產需求分化、供地新規、房企加大一二線城市布局等因素影響下，中高能級城市地產銷售改善到房企拿地傳導的經驗規律仍有效。3月一線城市商品房成交同比較1月提升13個百分點、對應土地成交同比較1月提升19個百分點；相較之下，中低能級城市銷售好轉對土地成交的拉動明顯減弱，3月三線城市商品房成交同比較1月提升18個百分點、而土地成交同比較1月提升10個百分點。

中低城市地產需求較弱，商品房庫存去化周期更長。截至2022年底，三線城市商品房庫存去化周期達23.8個月，顯著高於一線、二線城市的15.9、19.7個月。受此影響，中低能級城市當前已有土地儲備的開工力度相對更弱、進一步拖累後續土地成交，去年底至今2月，房屋新開工表現較弱的地區普遍為相較欠發達地區、開工表現相對較好的地區普遍集中在相較發達地區。

總體來看，土地市場的分化或仍將延續，佔比較高的中低能級土地成交或約束總體土地成交改善的彈性。從土地市場成交結構來看，2022年一、二、三線城市土地成交面積佔比分別達3.1%、29.2%、67.7%，相較之下，中低能級城市土地成交面積對總體土地成交的影響更大。因此，土地成交佔比較高的中低能級土地成交相對低迷，或進一步約束總體土地成交恢復彈性，3月一線城市土地成交同比較年初提升23.9個百分點，二、三線城市僅提升2.9、3.1個百分點，對應全國土地成交提升3.2個百分點。



中國人民銀行在最近一年內第三次小幅調存款準備金率，連續小幅降準反映了貨幣政策「試錯」的過程。

美聯儲激進加息過程中，硅谷銀行、瑞士信貸等大型金融機構先後遭遇流動性危機，並引發市場恐慌，目前仍未完全平息。在國際金融風險凸顯的情況下，中國人民銀行適時降準，對增強中國銀行體系流動性、維護金融安全具有積極意義。與前兩次降準類似的是，上月人民銀行降準的幅度也比較小，為0.25個百分點，這反映了貨幣政策「試錯」的過程。

# 人行小幅降準 保持幣策彈性



經濟縱橫 盛松成

中國首席經濟學家論壇 研究院院長

如何理解貨幣政策的「試錯」呢？筆者認為，貨幣政策的決策不僅僅是被动地根據經濟運行情況採取應對措施，而且也需要主動試探市場反應、相機抉擇。長期以來，就有關於貨幣政策應遵循「單一規則」還是「相機抉擇」的爭論。單一規則倡導貨幣政策操作應按規則進行，保持貨幣幣值的穩定，增強貨幣政策的可信度。但現實中貨幣政策往往面臨更多約束，相機抉擇靈活度較高，更能適應複雜和高度不確定的市場環境。

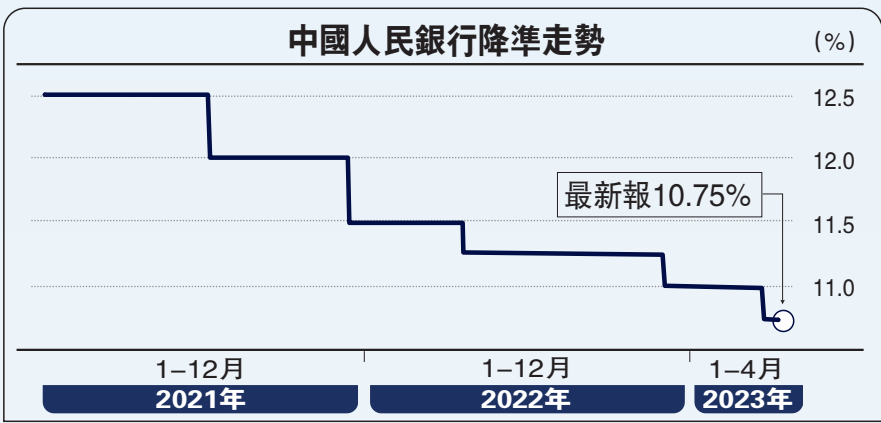
實踐證明，貨幣政策遵循「單一規則」是很難實施的。早在二十世紀七八十年代，美聯儲試圖以貨幣供應量為單一規則執行貨幣政策，導致利率大幅波動，其後由於金融創新等一系列市場變化，美聯儲不得不放棄這一目標。而2008年國際金融危機也挑戰了美聯儲以「泰勒規則」為主導的貨幣政策規則。隨著目前聯邦基金利率升至較高水平，美聯儲給出的貨幣政策前瞻性指引越來越呈現出相機抉擇的特徵。貨幣政策往往是「走一步、看一步」的。

### 一、單一規則還是相機抉擇？

關於貨幣政策應按照單一規則進行還是相機抉擇的爭論由來已久，兩者各有利弊。「相機抉擇」在經濟繁榮時期減少貨幣供應，以免經濟增長過熱；在經濟衰退時期增加貨幣供給，以增加有效需求，推動經濟增長。其靈活性高，但缺乏預期管理、政策時滯難以把握，且政策施行的主觀任意性可能挑戰貨幣紀律，不利於幣值穩定和維護貨幣當局信譽。「單一規則」雖然有利於增強貨幣政策可信度，但存在規則不適應於現實約束的問題，因為市場往往變化莫測，充滿着不確定性，貨幣當局很難準確預測未來經濟金融運行及其變化。

從理論上看，凱恩斯的理論關於貨幣政策操作具有明顯的相機抉擇特徵。其政策主張是，當經濟遭受不可預見的外來衝擊時，貨幣當局運用相機抉擇的貨幣政策及時應對，可以維持經濟運行的穩定性。但以弗里德曼為代表的貨幣主義則認為，長期內貨幣是中性的。由於政策效果的滯後性很難把握，相機抉擇的貨幣政策會對經濟造成新的衝擊。二十世紀九十年代，泰勒提出了基於產出缺口和通脹率的貨幣政策規則，即「泰勒法則」，認為名義利率的調整要與通脹率與經濟增長率緊密相連。無論是弗里德曼提出的以貨幣供給量為貨幣政策目標的操作方式，還是泰勒規則，都是貨幣政策單一規則的具體表現形式。

實踐中，儘管相機抉擇屢屢受到挑戰，但大多數國家仍然以相機抉擇的貨幣政策為主。且不論貨幣中性論本身仍存在頗多爭議，貨幣政策往往是在於，相機抉擇較能滿足經濟運行中的各種約束條件，尤其是在信息費用高、不確定性大的情況下，能夠為政策預留更多及時調整，甚至「試錯」



的空間。

### 二、貨幣政策為何需要試錯？

與財政政策可以直接介入經濟活動不同，貨幣政策一般是間接發揮作用的，需要整個金融體系的配合，其實施效果在相當程度上受市場反饋的影響。貨幣政策效果往往是非對稱的。一般而言，緊縮的貨幣政策更容易對經濟產生影響，而在經濟面臨下行壓力、需要通過流動性寬鬆鼓勵信貸擴張時，商業銀行往往「惜貸」，央行寬鬆性貨幣政策向實體經濟傳導的過程就會受阻。

另一個重要原因，是貨幣政策的「時滯」很難準確把握。美聯儲前主席馬丁曾言，美聯儲的任務只有一個，即「在宴會剛開始時，撤掉大酒杯」。眾所周知，貨幣政策從實施到影響經濟存在一定時滯，但時滯究竟多長，往往是不確定的。例如，通過加息應對經濟過熱時，政策時滯可能帶來過度緊縮的問題；反之，在經濟恢復過程中，如果寬鬆的貨幣政策未能及時退出，也可能使通脹失控，或導致資產價格飆升。央行以「有形之手」操控貨幣政策，其決策面臨着信息有限的制約。在經濟變動時期，央行更是很難把握寬鬆或緊縮的度。目前美聯儲加息進程應持續到何時，也面臨同樣的問題，很難說美聯儲這一輪激進加息不存在過度緊縮的風險。在這樣的情況下，貨幣政策的「試錯」能為政策制定提供更多來自市場的反饋。

在不確定性較大時，貨幣政策更需要「摸着石頭過河」。在現實中，貨幣政策的制定是一項複雜決策，面臨的約束也很多。2008年國際金融危機以來，「零利率」一度是貨幣政策的一個重要制約。美聯儲前任主席耶倫曾提出，泰勒規則沒有考慮危機情境下貨幣政策的特殊性，低估了在當時保持高度寬鬆貨幣政策立場的必要性，因為與中期充分就業目標相匹配的實際聯邦基金利率均衡值遠低於歷史平均值，這意味着泰勒規則隱含的利率值明顯過高，制約了經濟復甦，故難以為貨幣政策決策提供依據。而為了維護金融穩定，需要特別關注尾部風險，即對可能帶來嚴重經濟後果的小概率事件予以重視。存在尾部風險時，貨幣政策應當將追求金融安全和流動性放在優先級，而不是囿於其中長期目標。

最近一年來，美聯儲政策在短期內劇烈變化，引起了金融市場動盪，表明美聯儲忽視了對不確定因素的考慮。美聯儲主席鮑威爾為了維護美聯儲信譽，以歷史罕見的速度對抗通脹，可謂有得有失。在防止通脹預期

失控方面，美聯儲取得了階段性的成功，但由於貨幣政策難以解決，甚至可能加劇供給約束，更無法處理經濟中的結構性問題，美聯儲最近一輪加息付出的代價也是比較大的。

### 三、面對風險適時預調微調

中國人行決定於2023年3月27日降低金融機構存款準備金率0.25個百分點。這是中國人行在最近一年內第三次小幅調存款準備金率。此前存款準備金率的調整往往在0.5個百分點，有時甚至一次性調整1.0個百分點。中國人行連續小幅降準反映了貨幣政策「試錯」的過程。

一是貨幣政策根據經濟變化保持靈活度。中國最近一次經濟下行壓力是從2021年下半年開始的，中國人行當年兩次降準各0.5個百分點。2022年初經濟開始企穩，而3月份後又受到疫情衝擊。在疫情衝擊的影響難以準確預測的情況下，中國人行兩次小幅降準0.25個百分點。今年3月繼續降準0.25個百分點。

二是金融市場利率上行，應保持流動性合理充裕。存款類金融機構7天質押式回購利率從今年1月初的1.4%左右上行至2.0%以上。同時，國際金融風險凸顯的情況下，也需要增強中國銀行體系流動性、促進金融穩定。中國人行宣布降準的當天（3月17日），人民幣對美元小幅升值，美元兌人民幣在岸匯率報收6.8765，中國匯率總體平穩。從市場的反應來看，此次小幅降準是適宜的。

三是配合今年整體經濟目標。5%左右的GDP（國內生產總值）增速和3%的居民消費價格同比增長的預期目標，意味着貨幣政策既要支持經濟穩定發展，又不搞「大水漫灌」、透支未來，還應該考慮貨幣政策時滯。在經濟恢復的過程中，應始終高度重視物價上漲問題，因為中國仍有大量中低收入群體，而他們對物價變化是很敏感的。同時，也應高度關注資產價格的變化。今年2月份，百城住宅價格指數環比止跌；從70大中城市新建商品住宅價格看，一、二線城市房價環比增速已由負轉正。因此降準的幅度也體現了貨幣政策對實現多個目標的綜合考慮。

總而言之，貨幣政策「小步走」，既保持流動性合理充裕，又避免「大水漫灌」，還有利於防範風險。在經濟企穩回升的過程中，中國貨幣政策仍會面臨機遇和風險挑戰並存、不確定難預料因素增多的現實。穩健的貨幣政策「精準有力」，也意味着需要根據經濟運行的實際情況，適時預調微調，並充分發揮結構性貨幣政策的總量和結構雙重調節的功能。