

穩地產政策效果漸顯現



宏觀漫談 羅志恒
粵開證券研究院
副院長

8月25日以來，房地產利好政策密集出台，主要包括3個方面：一是首套房執行「認房不認貸」，北上廣深4個一線城市均跟進落實；二是擴充地方政府「因城施策」工具箱，下調首付比例和房貸利率下限；三是降低存量首套房貸款利率。

優化政策有何影響？

穩地產政策的方向發生調整，從此供給端保交樓、房企紓困的「輸血」轉向提振市場需求、加快銷售回款的「造血」，需求端更好滿足居民剛性和改善性住房需求，降低購房門檻和成本。預計政策效果存在結構性分化，可能出現如下影響：

1) 一二線城市銷售將好於三四線城市。認房不認貸、下調首付比例和房貸利率下限，主要影響一二線核心城市，三四線城市此前基本不受約束。相應地，這部分被抑制的購房需求，也將在二線核心城市中釋放，甚至可能還會分流走周邊城市的部分需求。

2) 新房和大戶型二手房銷售將好於老破小。從積壓需求的結構來看，改善性需求的數量要高於剛性需求。此外，改善性需求要通過「賣一買一」的方式才能享受首套房政策，這將增加剛需二手房的供給。改善性需求釋放會提振新房和大戶型二手房的銷售和價格，小戶型二手房則同時面臨剛性需求釋放和供給增加，成交量將明顯上升，但房價可能不會有太大波動。

3) 降低存量首套房貸款利率，對房地產市場影響不大，其主要作用有二：一是降低居民還貸壓力，增強消費能力，進而提振消費；二是削弱居民提前還貸動機，減少違規使用消費貸和經營貸的行為，提高商業銀行經營的穩定性和資產的安全性。但需要注意商業銀行息差縮窄，要提前防範化解中小銀行的金融風險。

當前還有哪些困難？

當前房地產市場仍面臨較大困難，穩地產政策傳導過程中存在難點堵點，背後既有行政性措施的不合理干預，也有市場低迷背景下微觀主體理性選擇導致的合成謬誤。

1) 部分城市的普通住宅認定標準過嚴，增加了不必要的購房門檻和成本。以北京為例，現行的普通住宅認定標準制定於2014年，五環內普宅總價的

上限是468萬元。但隨着近10年來房價上漲，許多原本是普宅的房子如今都被動變成了「豪宅」，在二手房交易時將增加購房者的首付金額或稅費成本。

2) 三四線城市居民擔心房價下跌，觀望情緒拖累地產銷售。不同於一二線城市仍有政策儲備，三四線城市的穩地產政策基本上已經「應出盡出」，但房地產市場仍較低迷。在樓市低迷、房價存在下跌風險時，有購房需求的居民也會保持觀望，進一步加劇樓市低迷，形成負向循環。

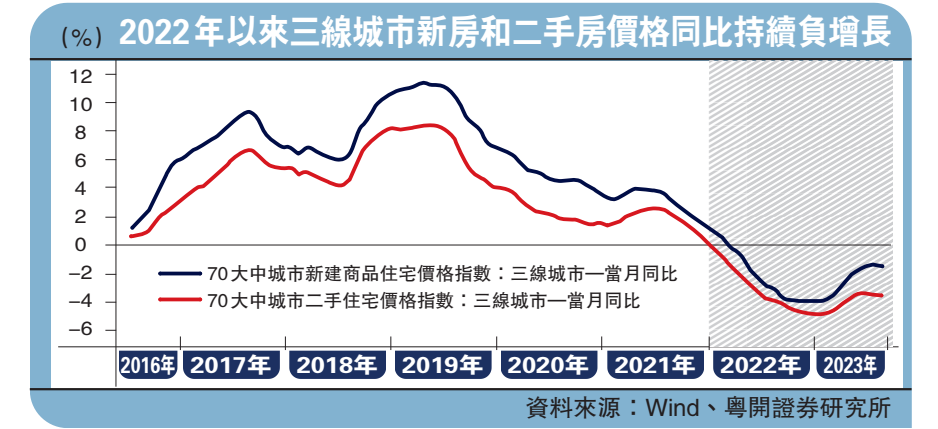
3) 新房限價制約了房企銷售回款能力，扭曲了樓市的價格信號和資源配置。當前部分城市的新房限價政策，干擾了房企的正常銷售回款，加劇其資金鏈緊張狀況。在政府限價干預下，部分低能級城市的新房價格高於周邊二手房價，主管部門擔心房價指標下行，通過約談等方式避免降價，導致庫存去化艱難；部分高能級城市的新房價格又低於周邊二手房價，壓縮房企利潤空間，並誘發居民投機套利行為，有必要提高對房價的容忍度，發揮出市場調節能力。

4) 部分爛尾樓盤難以「保交樓」，市場化資金不願也不敢介入。部分樓盤或剩餘貨值不高、或銷售前景不佳、或債務糾紛複雜，難以吸引市場化資金介入，地方政府也沒有足夠的財力提供救助。截至2023年二季度，人行結構性貨幣政策工具中，房企紓困專項再貸款的使用量為0，保交樓貸款支持計劃的2000億元額度中僅使用了5億元。

5) 房地產行業風險上升，加劇房企的外部融資難度。當前房企的融資難問題不在於政策約束，而是市場參與意願不足。例如，「金融十六條」明確提出按照「後進先出」原則，問題項目剩餘貨值的銷售回款要優先償還新增配套融資和專項借款；商業銀行若按要提供此類配套融資，相關機構和人員「盡職免責」。但商業銀行作為市場化經營主體，面對房地產行業持續上升的風險收益比，缺乏參與的動力。

如何化解樓市僵局？

在堅持「房住不炒」定位，堅持市場化、法治化原則的前提下，當前的房地產市場僵局仍有化解之策。一方面，「全國一盤棋」與「因城施策」相結合。如地方政府為了樓盤保交樓，對預售資金監管過度嚴格，導致房企的部分合規資金不能跨區域調動，結果使得其他地方的樓盤出現風險，此時便需要中央對預售資金監管做出統一的制度安排。另一方面，穩地產政策要激勵相容，充分調動社會各方的積極性。



搞活夜市 需創意與奮鬥精神



樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

近期不少港人喜歡到大灣區的內地城市消費，這可反映大灣區一體化的成功。由於往返交通方便，消費群眾自然會向性價比高的地方進發。在疫情時期，很多人說因為沒有自由行的往來，香港失去了很多經濟活力，但復常通關之後又說港人的購買力被吸走。筆者認為，港人是時候捫心自問，如何做好一點競爭力才對。特區政府提出振興夜市，其實只是一個命題，背後是怎樣令香港回復奮鬥精神、創意、高效率。

在今年《樓市十大忠告》文章中，筆者曾提出：「必須提醒投資者，中國式的復常不等於閣下期望的模樣，無論價格水平還是企業倫理也好，投資者也必須重新學習才能在後市掌握到變化。」事實上，在疫情引發的經濟困難恢復後，同樣會淘汰一些未能配合市場變化的企業和生意的。

筆者認為市場應視大灣區一體化是一次機會。香港購買力能夠被大灣區的內地城市吸引上去，同樣亦代表了我們

有條件將消費能力吸引下來。

香港的產品價錢不夠便宜，所以無法和大灣區的內地城市競爭？筆者認為價格不夠便宜可以追求更高性價比，香港在很多零售類別仍有優勢，例如名牌手袋、名錶、名酒等。

如果說香港人工不夠便宜，我們應該鼓勵創業，創業者本身就是一個最有力的人力資源。香港創業要面對太多繁複行政手續，如果香港要重振創業精神，我們必須要在創業上將一些規例拆牆鬆綁，令到可維持基本原則之下找到一個平衡點去增加競爭力與創意。

香港可吸引高消費客群

香港是一個舉行國際會議及嘉年華有優勢的地方，我們亦有郵輪碼頭可以帶來一批批高消費客群，這些大量消費群的項目，加上夜市配合是有振興生意的作用。當然夜市也可以地區化，既然有地區需要小販，怎樣去將一些合適的行人地帶劃為小販的特別區，這在外國一些城市，例如福岡的屋台，其實都可以反映其生命力。

每個地方都有其特色，只要發揮其特色配合市場調節，更重要是再提倡奮鬥精神，香港仍然是充滿生氣的地方。



內地在不斷減持美債的同時，可以趁港股估值較低，把部分資金轉買港股。

今年以來內地樓市和股市走勢偏弱，1至7月份出口也為負增長，多項經濟指標不及預期。為此，市場希望出台更多的經濟政策來拉動經濟增長。事實上，今年以來出台的政策已經不少了。那麼，政策工具箱裏究竟還有哪些政策工具可以用，年內是否還會出台更加強勁的政策？本文試作探討。

設平準基金有助穩定股市



察股觀經 李迅雷
中泰證券
首席經濟學家

無論是經濟上行還是下行，都是由多種因素合力作用下形成的。如果要把這些因素進行粗線條分類的話，不妨分為結構性因素和周期性因素兩大類。例如，中國經過45年的改革開放，取得了舉世矚目的增長，成為全球第二大經濟體和製造業第一大國。這主要靠改革開放（結構性因素），即所謂的改革紅利；但同時也不能忽視周期性因素，如人口紅利。

事實上，中國經濟開始減速，與人口撫養比的上升幾乎是重疊的，即2011年開始，GDP（國內生產總值）增速開始下降。中國的人口撫養比最高出現在1966年，進入到上世紀七十年代後開始加速下降，這與改革開放放在時間上十分契合。正是由於周期性因素在2011年以後的負貢獻，使得經濟下行壓力加大。為此，中國通常採取投資拉動的方式來實現穩增長，與此同時，居民部門、政府部門和企業部門的債務水平也顯著上升。

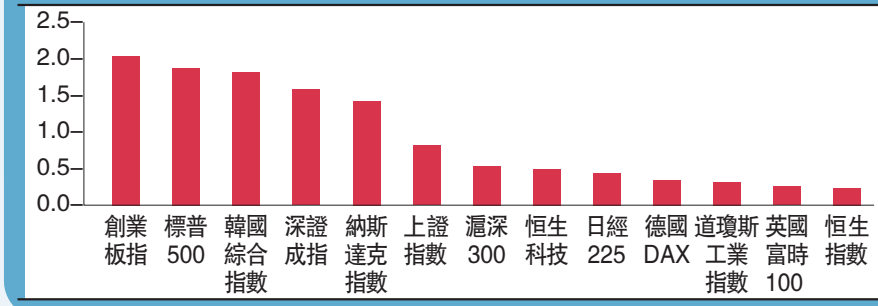
總體而言，應對周期性問題，應該多用總量政策；應對結構性問題，則多用結構性政策。二十大報告提到「增強消費對經濟發展的基礎性作用和投資對優化結構的關鍵作用」。但在實際操作過程中，投資對於穩增長具有立竿見影的效果，故拉動基建投資和刺激房地產投資這類總量政策工具往往用得比較多。相應地，見效慢的改善收入分配結構等有利於消費的改革政策（結構性政策）用得相對少。

因此，我們需要思考的問題是，政策能不能扭轉趨勢？如果扭轉不了趨勢，那麼，什麼類型的政策其產出／投入比較高？二十大報告再度提出了經濟高質量發展的要求，實際上也是要求經濟政策要提質增效。例如，修建高鐵、高速和城市軌道交通都可以帶動相關產業發展，對穩增長起到積極作用，但同時面臨投資回報率不斷下降、政府部門債務餘額不斷上升的壓力。因此，過去可以用來拉動經濟的傳統基建投資，如今需要謹慎了。而新基建的體量還不夠大，不足以擔負起穩增長的重任。

中央經濟工作會議提出今年要把「恢復和擴大消費放在首要位置」，這實際上也指出了當前經濟下行除了周期性因素主導外，還存在有效需求不足的結構性因素拖累，而且這一結構性問題與中國長期以來通過投資和出口推動經濟增長的模式相關。但促消費從根本上看是要增加居民收入，或減輕居民部門在債務支出、醫療養老或教育投入上的負擔。近期人行出台了下調存量房貸利率的實施辦法，確實可以在一定程度上減輕居民的債務負擔。

2019年四季度至2022年四季度，中國居民槓桿率提高6.8個百分點，在公布數據的43個國家和地區中位列第6，發展中經濟體僅泰國居民槓桿率增幅高於中國。因此，未來期待居民部門繼續加槓桿並不現實。而在共同富裕的目標下，無差異地發放消費券看來也不現實。那麼，今後可能採取的舉措：一是通過持續推進收入

各地股市2020至2022年均換手率



分配制度改革來增加中低收入階層的收入佔比；二是精準施策，對失業人員、低保人員和低收入階層進行定向收入補貼。

簡言之，應對周期性問題的政策工具主要靠總量工具，而且只能起到緩解作用，即讓斜率平坦些，卻不能扭轉趨勢。但應對結構性問題，則主要靠改革，尤其要對政府、企業和居民三大部門進行利益再平衡。

增持股票提振信心

A股市場是中國經濟的影射，提高上市公司質量實質上就是要提高中國經濟的質量，兩者之間沒有本質區別。A股的投資回報率要提升，很重要的一點就是要優化上市公司從市場中獲得的融資與創造的利潤在政府部門、上市公司與大小股東之間的分配。上市公司稅負過重，不利於股東回報，中介機構收取的管理費和佣金過多，會損害投資者利益；反過來，投資者總是虧錢，資本市場的直接融資比重就會下降。

7月24日政治局會議指出「要活躍資本市場，提振投資者信心」。在過去的一個多月裏，國家多個部委出台了降息、降低印花稅、降低交易費用和基金管理費用、大股東減持新規、鼓勵中長期資金入市等一系列活躍資本市場的舉措，這對穩定資本市場、提振投資者信心起到了至關重要的作用。

但如此多的政策出台，指數的表現似乎並不十分強勁。例如，7月24日滬綜指收盤為3164點，如今指數仍在該點位上下波動。同時，8月份北向資金淨流出896.8億元。儘管降低交易費用或降低市場利率，都能夠在一定程度上提高估值水平，但相對而言比較間接。

港股估值低 可先配置

未來不妨考慮設立資本市場平準基金，當市場出現過度恐慌或非理性下跌的時候，可以起到市場穩定器的作用，也有利於引導市場進行價值投資。平準基金最成功的例子當屬香港政府1998年動用外匯基金，其對國際金融炒家的一場成功的狙擊戰。

中國的外匯儲備規模全球第一，超過3萬億美元，而且已經累計減持超過1千億美元的美債。未來可增持港股，一方面目前港股估值水平是全球主要股市中最低，另一方面港股市場交投低迷，2020至22年3年的平均換手率只有24%，墊底全球主要股市。

從外匯資產的配置角度看，不妨用今後減持美債部分的資金來增持港股，尤其可以考慮增持H股公司。從歷史上曾經採取過的「救市」舉措看，多是從調整股市的供需關係來展開的，如暫停新股發行（減少供

給），增加基金發行規模（增加需求）等。而通過投資全球估值幾乎最低的資產來達到救市的目的，似乎更能給價值投資者帶來信心，有利於股市的長期穩定。

港股是外資主導的市場，目前AH的溢價率高達143%左右，在港股通已經開通近10年的背景下，H股折價率仍處在歷史高位，部分公司的股價只有對應A的三分之一左右，這與近年來外資不斷減持、從港股市場撤離有關。

從價值投資的角度看，如果A股的估值水平是合理的，那港股就整體而言就是明顯低估了。故可以考慮設立市場平準基金，先從外匯儲備資產中拿出一部分配置港股做起，再逐步把增持擴大到A股市場。

國企改革釋放紅利

年初以來，探索中國特色估值體系的話題受到市場追捧，從市淨率的角度看，2016年以來上海國企指數的市淨率從約2倍降至如今不到1倍，確實存在低估。但同時也需要找到被低估的根本原因，從而對症下藥。例如，在如何做到股東利益最大化方面，在體制機制的改善方面，在併購重組等資源優化配置方面下功夫。二十大報告在未來國企改革的工作部署上要求國有企業不僅要追求市場競爭力，還要在保障產業鏈供應鏈安全、建設現代產業體系、完成國家戰略任務等方面發揮引領作用。國企在今後將繼續擔當重大使命，尤其在推動戰略性重組培育國企「鏈主」，從而發揮對產業鏈升級發展的引領作用的背景下，國企的體制機制改革顯得尤為重要。

中特估的探討和建設過程，不僅涉及到人行和地方國企，非國企的上市公司治理結構同樣需要改善，如近年來不斷出現民企上市公司的資不抵債或流動性問題，家族企業參與經營過度問題等。這些問題影響了上市公司的質量，同時也難以確保中小股東的基本利益。

從近10年按GDP不變價計算的增長率看，萬得全A、滬深300漲幅是同期GDP漲幅的1.4倍與0.68倍。與國際比較，這結果或者反映中國經濟增長的質量還有待提高，或者說明上市公司的治理結構還有待於進一步完善，過去30多年裏，A股估值水平不斷下移成為拖累股指的主要原因。

總之，在高質量發展的要求下，在資本市場全面推進註冊制的大背景下，A股市場的發展空間巨大，估值水平也有望得到提升。但要在中短期內活躍資本市場，提振投資者信心，政策工具箱裏要拿出來的，一定是更強悍的工具，而不止是減稅降費，不能停留在供需關係的調整上。