



▲內地本輪樓市政策調整被視作「二次房改」，促進房地產市場恢復與保障房建設並行。

今年下半年開始，內地新一輪房改悄然啟動。7月份中央政治局會議對樓市重新定調，認為內地房地產市場供求關係發生重大變化。緊接着，樓市政策密集調整，多數大城市放鬆、取消限購限售等限制性政策，降低房地產的首付比、利率和存量放貸利率，實施「認房不認貸」促進改善性購房。同時，政府還出台了《關於規劃建設保障性住房的指導意見》（以下簡稱《指導意見》），提出了保障性住房建設的新目標、保障對象和標準、支持政策等方面的基本原則。

## 新房改啟動 促進樓市復甦



### 大學之道 清和

智本社社長

本輪樓市政策調整被視作「二次房改」，促進房地產市場恢復與保障房建設並行。

### 首次房改帶旺樓市

1998年房地產市場化改革開啟了內地房地產經濟時代。由於商品房供應不足，此前二十年被壓制的需求井噴，房地產市場在沿海城市高開高走。2003年，內地政府效仿香港政府實施城市國有土地掛牌拍賣的方式供應土地，房地產的投資、融資、銷售全面擴張。

2008年全球金融危機爆發，房地產市場應聲回落。次年，「四萬億」救市資金落地，房地產立即反彈，並開啟地方城投債模式。地方政府設立大量的融資平台借債融資，借助城投公司大規模開發土地，獲得巨額土地轉讓金收入，撬動城市房地產市場，房價快速上漲。

2015年棚改貨幣化啟動，人民銀行為棚改注入流動性支持，地方政府開始發行專項債融資，大規模建設新城區新產業園區，三四線城市城建一日千里，內地省份強省會崛起。大型開發商開啟高周轉模式，借債投資，攻城略地，廣建大廈。同時，城市家庭和農村家庭大規模貸款買房，從一到四線城市房價全面大漲。

從2003年到2020年，房地產市場全面高速增長，房地產投資年均增長19.9%，商品房銷售面積年均增長10.8%，商品房銷售金額年均增長20.3%。

第一次房改經濟是典型的房地產商品經濟，如今房地產已成為了國民經濟支柱產業。2020年，房地產佔GDP的比重7.34%，加上建築業達到14.52%。土地出讓收入佔地方綜合財政收入的30%以上，加上房地產相關稅收達到50%。房地產佔城市家庭總資產的70%，是內地城市家庭的主要資產。房地產周期影響着經濟周期，樓市興、經濟興，樓市衰、經濟落。過去，每一輪經濟衰退周期，均依靠刺激房地產以提振經濟。

### 債達峰後是房達峰

不過，2020年前後房地產市場各項指標達到峰值，並且系統性風險顯現。2021年住房市值達到476萬億元（人民幣，下同），為當年GDP的4.14倍，為當年末廣義貨幣（M2）的1.78倍。該指標觸及日本泡沫峰值水平，日本住宅總市值佔GDP比重在1993年觸及峰值達到4.1倍。北上廣

深四大一線城市，不論絕對房價還是相對房價，均穩居全球核心城市前六。

房地產市場的債務經過二十年的持續高速擴張已達峰值。當前，內地開發商總債務規模90多萬億元，其中開發企業貸款14萬億元，多數是合約債務和對供應商的債務。2023年一季度末，個人住房貸款餘額達到歷史峰值38.94萬億元，同比增長0.3%。二季度，受提前還貸的衝擊，個人住房貸款餘額下降到38.6萬億元，同比下降0.7%，增速比上一年低1.9個百分點。

今年二季度，內地房地產貸款餘額（個人住房貸款+開發企業貸款）53.37萬億元，佔總貸款餘額230.58萬億元的23%。內地房地產貸款餘額佔比剛超過日本泡沫巔峰期的水平，1990年日本房地產行業貸款餘額佔比為21.2%。考慮到內地居民槓桿率高、且大部分債務均為房貸，家庭借債買房的能力受限，個人住房貸款餘額達峰值。

可見，債達峰，既約束着住房的供應增加，也約束着住房的需求增加。

過去十年，商品住宅銷售面積累計132.34億平方米，是上一個十年的2.2倍。如今房地產的供給已達到峰值，城鎮住房供需已達到整體平衡、局部過剩。2020年，內地城鎮住宅存量達到310億平方米左右，城鎮住房套數增至3.63億套，套戶比達到1.09，正好超過住房供求平衡線，而德國、英國套戶比分別為1.02、1.03，美國、日本分別為1.15、1.16。此外，按當前的人口趨勢，內地人口規模已達峰值，老齡化將加速，兒童、年輕人的佔比也將下降，住房需求自然下降。

為了降低房地產的系統性風險，2021年政府全面整頓房地產市場，「三道紅線」、「五檔信貸」政策全面落地，開發商流動性迅速收緊，債務違約事件頻發，爛尾樓事件爆發，房地產市場信用崩潰，融資、投資和銷售急轉直下。

數據顯示，開發商新增融資在2021年達到峰值的20.11萬億元，接着2022年大幅度下跌到14.89萬億元，同比降幅達26%，跌回到2016年的水平。開發商新增融資佔社會融資增量的比重在2015年達到峰值的81%，到2021年依然維持在64%，但2022年大降至46%。開發商投資也在2021年達到峰值14.76萬億元，接着2022年迅速下跌到13.28萬億元，今年估計不超過12萬億元。開發商投資佔固定資產投資的比重在2020年達到峰值27.26%後開始下跌，今年預計降至23%左右。

最近兩年，房地產市場經過整頓

後，行業走勢、供求關係發生了根本性變化，從過去的市場過熱和泡沫風險，切換成現在的市場寒冬和債務風險。尤其是，大型開發商陷入債務危機，加上房價下跌、資產縮水，資產負債表遭到破壞，開發商債務擴張能力明顯下降，將面臨嚴峻的債務出清周期。而房地產市場全面下滑，也衝擊着宏觀經濟和地方政府的財政收入。2023年前三季度，全國國有土地使用權出讓收入3.0875萬億元，同比下降19.8%。外界預計，全年土地出讓金收入僅2021年的四成左右。

### 加大保障房建設

今年7月份政治局會議對樓市重新定調，對房地產市場供求關係重新研判後，樓市政策密集調整，放鬆需求端的限制性政策，刺激房地產需求復甦。8月份政府還出台了《指導意見》，明確了兩大目標：一是加大保障性住房建設和供給，「讓工薪收入群體逐步實現居者有其屋，消除買不起商品住房的焦慮，放開手腳為美好生活奮鬥」；二是推動建立房地產轉型發展新模式，讓商品住房回歸商品屬性，滿足改善性住房需求，促進穩地價、穩房價、穩預期，推動房地產業轉型和高質量發展。

今年下半年，在房地產市場全面達峰後，第二次房改悄然啟動。與第一次房改啟動的房地產商品經濟不同的是，第二次房改可能是雙目標，即商品房市場恢復、高質量發展與保障房建設並行。同時，保障房必須實施嚴格的封閉管理，禁止以任何方式違法違規將保障房變更為商品房流入市場。簡單來說就是，「市場的歸市場，凱撒的歸凱撒」。

本輪保障房建設按照「保基本」原則確立保障對象，包括城鎮戶籍家庭、機關事業單位人員、企業引進人才，重點針對住房有困難且收入不高的工薪收入群體，以及城市需要的引進人才等群體。以家庭為單位，保障對象只能購買一套保障房。如果是已享受過房改房等政策性住房的家庭申請保障房，需按規定騰退原政策性住房。

政策還支持城區常住人口300萬以上的大城市率先探索實踐，根據普七的人口數據，具備條件的城市共35個。但考慮到地方政府債務規模龐大、還債負擔重，本輪保障房建設可能集中在重點大城市，採取市場化方式運作，以城中村改造租賃為主。

《指導意見》指出「適當改建或收購存量商品房用作保障房，積極盤活利用閒置土地和房屋」。結合7月份的《關於在超大特大城市積極穩步推進城中村改造的指導意見》，大城市城中村改造統租將成為二次房改及保障房建設的重點。

## 緩解還債壓力 美重啟回購計劃



### 微觀經濟 周浩

國泰君安國際  
首席經濟學家

終將其作為債務管理工具的重要組成部分以備隨時使用。而今美國財政部重啟該計劃，筆者認為主要有兩個目標：1) 債務回購的首要目標是提供流動性。回購的開啟可以定期為市場參與者提供按照即期收益率回售國債的機會，潛在出售渠道的存在將會提高投資者及機構參與國債市場的動力，這將對改善國債市場流動性有很大助力。另一方面，回購計劃可以吸收國債經紀庫存中難以流通的部分，從而提高經紀的運行效率。經紀運行效率的提高會提高國債市場的運作效率，從而進一步提高美國財政部通過國債融資的能力。

值得注意的是，每一美元的債務回購需要發行一美元新國債與之匹配，這在一定程度上限制了通過國債回購緩解供給端壓力的效用，但是它賦予了財政部在特定環境下，通過結構性調整來實現規避債務規模大幅增長，同時又可降低債務負擔的雙重目標。這也是債務回購與美聯儲QE（量化寬鬆）本質性的不同。

2) 債務回購的第二個目標是現金管理。今年美國財政部的大規模發債在很大程度上改善了財政部賬戶餘額（TGA）水平，截至10月末TGA賬戶餘額已遠超新冠疫情前，這在很大程度降低了接下來的發債需求。但是發行規模的異常波動可能會對債券市場的平穩運行產生干擾，此時國債回購可以成為美國財政部調整餘額水平的有效工具，在實現現金管理目標的同時，避免對國債市場正常運行產生過多干擾。

### 債息仍有上行風險

往前看，美國財政部發債壓力並沒有明顯降低。雖然美國財政部2024年一季度發債規模已經從疫情期間高於5000億美元大幅回落至3500億美元附近，但是也遠高於新冠疫情前兩年的2350億美元水平。往前看，美債收益率即使短期內出現一定程度下行，後續利息負擔的加重及財政赤字的擴大始終是美國財政部的羈絆，發債壓力亦將始終存在。

面對棘手的債務問題，美國財政部並非無計可施。在距離上一次大規模債務回購二十多年後，美國財政部計劃在2024年重啟較大規模債務回購計劃。債務回購（Treasury buyback）是紐約聯邦儲備銀行（FRBNY）根據美國財政部的指示進行的關於美債的小額回購操作，通常只有FRBNY指定的一級交易商可以提交小額交易報價。自2014年開始，美國財政部每年都會進行有限額度的債務回購以測試其運營能力，並且始

日本央行作為全球利率窪地，1.0%上限的重定義意味着其對YCC政策的調整進一步滯後於市場預期，雖然短期內這削弱了其對美債收益率上行的壓力，但是中長期來看，日本央行依舊不得不面對日圓疲軟、債券收益率上行以及通脹抬升「三座大山」。換言之，日圓利率抬升只是時間問題，一旦YCC政策徹底取消，美債收益率將會再次面臨邊際上行壓力。

本周日本央行舉辦了年內倒數第二次議息會議，會議之前市場預期日本央行將進一步調整貨幣政策，允許YCC（收益率曲線控制）政策上限提高至1%以上。讓市場大跌眼鏡的是，日本央行在上調上限與不上調上限之間創造了第三個選擇：重新定義長期國債收益率上限，將1.0%重新定義為有浮動空間的「上限」，而不是一個嚴格的上限。

日圓作為全球利率窪地，1.0%上

限的重定義意味着其對YCC政策的調整進一步滯後於市場預期，雖然短期內這削弱了其對美債收益率上行的壓力，但是中長期來看，日本央行依舊不得不面對日圓疲軟、債券收益率上行以及通脹抬升「三座大山」。換言之，日圓利率抬升只是時間問題，一旦YCC政策徹底取消，美債收益率將會再次面臨邊際上行壓力。



數據來源：Bloomberg, 國泰君安國際

## 減辣後新盤湧現 一手交投趨旺



### 主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁  
(港澳)

售資訊網》及市場資料統計，以10月首二十四日施政報告公布前計算，一手成交量錄約168宗，平均每日約7宗。隨着施政報告發表後，10月25日至31日短短七日一手成交量錄約171宗，平均每日達24宗，升幅超過2.4倍，充分反映不少準買家加快入市步伐，刺激一手交投。

近期新盤市場「群盤並起」，根據市場統計，11月將有多個全新盤登場，當中不乏矚目的大型新盤，涉及伙數超過3000伙，勢必「一馬當先」，成為帶動樓市邁向復甦的主要動力。

除了樓市本身基本因素好轉外，息口走勢亦「錦上添花」，為樓市回勇添助力。日前美國聯儲局公布最新議息結果，一如市場預期息率維持不變，已經連續兩次未有加息，至於本港各大型銀行，亦維持最優惠利率不變，似乎美國加息潮已接近尾聲，息口相當接近見頂回落。

筆者個人預期，在一手明顯加快步伐下，相信11及12月一手成交量將重上逾千宗水平，帶動四季度一手成交升至3000宗，比起三季度按季升超四成。至於樓價方面，鑑於最近發展商推盤積極，新盤定價仍然吸引，預期樓價短期內難以迅速回升，但在樓市氣氛好轉下，有望止跌回穩。