

內房新開工面積增速出現回升



經濟把脈 明明

中信證券
首席經濟學家

據筆者估算，11月份內地房屋新開工面積同比增長4.9%，較10月大幅提升26.0個百分點，並實現自2021年4月以來的首度轉正。從絕對水平來看，11月新開工面積為8279萬平方米，較上月及去年同期均有所回升。這是否意味着地產周期出現了回暖信號？本文將予以探討。

地產新開工面積同比增速的回升主要源於以下兩個方面：一、去年同期存在低基數；二、「三大工程」建設有所發力。

去年11月新開工面積的走勢顯著低於季節性趨勢，成為全年最低值。疫情前的2017-2019年，10月過後新開工面積呈現攀升的趨勢，11月均值為1.8751億平方米，較10月高出超過2000萬平方米。而在去年，11月新開工面積僅為7910萬平方米，不僅大幅低於往年同期水平，還較為少見地低於10月的開工數據。今年11月新開工面積的邊際回升，更多體現出正常的季節性趨勢，在去年的低基數效應下同比實現了正增長。

「三大工程」的逐步推進是新開工增速同比回升的另一原因。今年4月的政治局會議上首次同時提及保障性住房建設、城中村改造及「平急兩用」公共基礎設施建設，中央及各地均高度重視有關工作開展。中央金融工作會議、中央經濟工作會議等多項重要會議均指出要加快保障性住房等「三大工程」建設，各地市也紛紛出台相關政策。近期，《廣州市城中村改造條例》正式面向社會徵詢意見，是全國首個專門針對城中村改造的地方性法規條例。據廣州市住房和城鄉建設局，2023年廣州共有12個城中村改造項目新開工。「三大工程」的逐步推進及落地對新開工面積形成了一定支持。

儘管開工數據有所好轉，但實物工作量並無顯著提升。今年11月，中國小松挖掘機開工小時數為101.2小時，環比提高0.2%，同比提高4%，連續兩個月同比正增長，從一定程度上印證了開工數據的好轉。然而，下半年以來螺紋鋼表觀需求低於過去兩年同期的水平，另據測算，11月房地產建築工程投資在去年同期的低基數下依舊下滑了15.5%，反映實物工作量仍未有所明顯提升。

地產新開工增速同比轉正固然傳遞出積極的信號，但後續的持續性仍待觀察。今年1-11月，房屋新開工面積累計達8.75億平方米，若12月新開工表現和11月相仿，則全年共新開工約9.5億平方米，不及2021年的一半；若12月

可以延續疫情前的季節性趨勢，全年新開工面積有望進一步回升，但總的來看，10億平方米的新開工面積實現難度較大，需要12月當月同比增長40%方可完成。

銷售回暖至關重要

地產周期的領先指標是商品房銷售。地產銷售數據的好壞，不僅反映房企的經營狀況、決定着房企的收入以及現金流回籠的速度，還影響着房企的信心及融資行為，進而影響拿地、開工以及投資行為。

房地產供需形勢和房價趨勢相互加強。對於房地產市場而言，供求關係及房價趨勢相互作用，表現為：當供給增加、需求下降時，房價進入下跌區間，隨後需求進一步下降，潛在購房者呈觀望態度，房價進一步下跌。

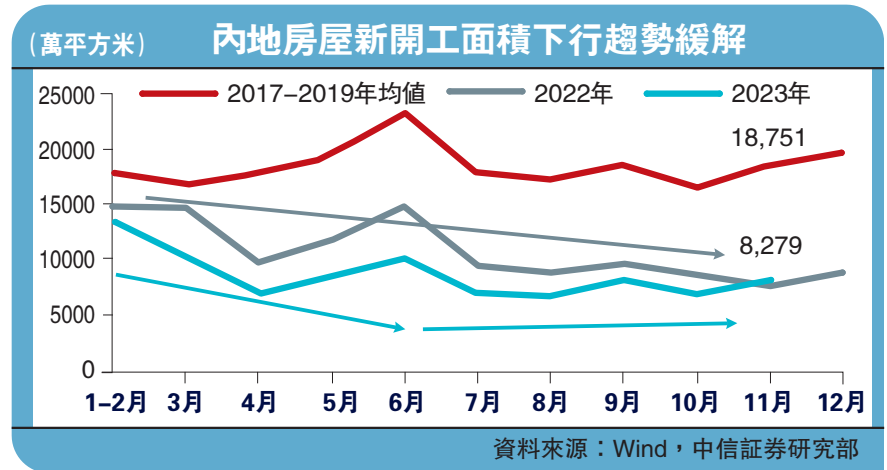
截至2023年9月末，中國商品住宅待售面積達3.1億平方米，若按照套均80平米計算，地產庫存達390萬套，每億人擁有的住房庫存約為27.6萬套，兩倍於美國（13.0萬套，估算），且自2020年以來處於持續增加的狀態。在住房供給增加的背景下，疊加購房需求的下滑，各線城市二手房價均處於下跌區間，其中一線城市二手房價已連續四個月下降。

8月31日，中國人民銀行、國家金融監督管理總局宣布調整優化差別化住房信貸政策、降低存量首套房貸款利率。房貸政策出台後的第一個月（即9月），30大中城市商品房成交面積迎來小幅攀升，10月開始季節性回落，整體表現依舊弱於過去兩年的水平。新政出台後，廣州、深圳、上海、北京先後宣布執行「認房不認貸」政策，一線城市的地產銷售修復斜率也更高，但這一修復進程並未持續足夠長的時間。進入12月，上海的商品房成交面積依舊不及過去兩年同期的水平。

地產周期回暖的重要前提是銷售的持續性改善及房價的平穩運行。從投資體量上來看，城中村改造等「三大工程」所能帶動的投資規模相對於總的地產開發投資規模仍較為有限。因此，地產周期的回暖依然是更多取決於地產銷售的持續性好轉，以及房價的平穩健康運行。



▲地產周期回暖的重要前提是銷售的持續性改善及房價的平穩運行。



樓價高位回落超兩成半



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

2023年將完結，不少人都覺得縱使今年沒有疫情肆虐，但仍然不算過得太好，相信很大程度上是因為經濟民生未如人願。年初恢復通關時，大家充滿希望，但到年中後，實況卻與期望出現落差，生意艱難，打工仔不見得好過，大家唯有寄情於北上消費，舒緩身心。

樓市和股市兩大支柱今年同樣也差強人意，特區政府一直都知道樓價大跌會嚴重拖垮經濟，更可能引發金融危機，但目前的政策都是謹慎為先。

最新施政報告宣布的減辣效果不及預期，加上本地發展商囤積了很多樓盤，成為拖住樓市後腿的一個因素。這些樓盤大部分都是在高企時買入的，今日推售收回成本的機會微乎其

微；就算發展商願意減價，亦不容易獲得理想銷情。樓價繼續下跌，發展商的壓力大增。

現時入市風險低

相對而言，買家站在有利的位置上。所以，筆者常說，市況低迷就是入市的最佳時機。原因很簡單，目前的樓價已經由高位下跌超過兩成半，縱使再跌，幅度已十分有限。如果以現時作為切入點，風險相對很低。相反，如果能夠止跌回升，在今天入市的買家，就有機會賺取低位買貨的紅利。

在新盤市場，這種情況更加明顯，大部分發展商都受高息環境影響，都著急盡快出貨，價錢上亦有更大的優惠。還有一點值得注意，大部分發展商推出的樓盤，都是市道暢旺時投得的地皮，所以他們為樓盤訂購的建材、櫥櫃及電器設備等，都是頂級貨色，今天入市的買家可用「開倉價」買到，絕對划算。



▲居民消費持續恢復，超額儲蓄增加的現象明年有可能扭轉。圖為民眾在新疆烏魯木齊天山明月城休閒娛樂。

用一句話來概括今年的經濟，就是「波浪式發展、曲折式前進」。也因此，中央政治局會議提出要增強和夯實經濟恢復的基礎。對於明年中國經濟增速，筆者認為GDP目標可能在5%左右，是一個比較合適的水平。

中國明年GDP料增長5%



宏觀漫談 羅志恒

粵開證券研究院
院長、首席經濟學家

為什麼說5%的GDP增速是一個比較合適的水平？

一是從必要性的角度看，沒有一定的經濟增速，就業、居民收入得不到相應的保證。經濟增速得不到保證，就會產生一系列的經濟金融風險問題。實體經濟增速低迷、金融市場不振和社會信心不足負向循環可能會出現。

二是從可能性的角度說，雖然大家現在對潛在增長率有分歧，但是大多數人認為在4.5%到5.0%之間。既然潛在增長率能夠接近5.0%的水平，那我們就要通過一系列的政策去接近這樣的潛在增速。對於明年經濟主要動能的預測，筆者認為主要是靠服務業、高端製造和基建投資，當然還需要一系列政策的支撐。

明年最大的不確定性，來自於房地產政策能不能穩住市場，這直接決定了明年經濟增速能不能實現5%。筆者認為相關政策會根據形勢變化，做出相應的調整，進而推動經濟回到5%左右的一個水平。

加大財政支出力度

中央政治局會議與中央經濟工作會議均提出，積極的財政政策要適度加力、提質增效。這個政策基調跟去年比較沒有太大差異。提質增效是怎麼理解呢？其中主要有三個看點：其一，收入端的減稅降費要更加注重效率和效果，不能再搞規模的減稅降費，因此中央提出結構性減稅支持科技創新和製造業發展。其二，從支出端要優化支出結構，同樣的支出，用到基建投資還是民生福利，可能產生不一樣的效果，用於投資還是消費也會產生不一樣的效果。在當前更好的地支持民生福利，可能會有更好的效果。其三，支出端要提高支出的績效，同樣一塊錢，用於民生還是基建投資，都是需要問效率和效果的。

外界可能更關心明年的赤字率會不會突破3%，事實上赤字率會不會突破3%，筆者認為這可能是一個偽命題。因為真正需要關心的是，確保一定的宏觀經濟增速需要多大規模的財政支出力度，要保證一定的財政支出增速。那麼，這個問題就轉化為結構問題，就是赤字規模、專項債規模和特別國債規模的結構分配問題。

因此，當我們問赤字率會是多少，實際上問的是財政支出力度到底有多大，這才是真問題和實質。在中國當前的經濟體量下，一個百分點的赤字率就相當於1.3萬億元（人民幣，下同）的赤字規模。如果把專項債的規模壓下來1萬億元，赤字規模上去1萬億元，那這個總量其實是不變的。所以單純地問赤字率是多少，本身沒有太大的意義。我們要從財政

運行的整體來看。

在此背景下，筆者預計明年赤字率可能會突破3%，因為2023年增發1萬億元的國債，赤字率已經達到了3.8%，這就意味着中央政府願意加槓桿來緩解地方政府的財政壓力，以及通過加槓桿的方式來實現特定的減災防災目標。

對於2024年赤字規模，筆者覺得有可能會延續2023年突破3%。至於專項債規模，我們不能讓過去的項目出現爛尾，所以規模還是要有一定程度的保持，同時又要釋放出這種積極的信號，專項債大致持平或者略有增加。

超額儲蓄有望扭轉

總體上看，疫後居民消費在持續恢復，明年居民消費有望繼續向疫情前趨勢水平靠攏，持續增加超額儲蓄的現象有可能扭轉。

從疫情爆發以來的社會零售消費走勢來看，居民消費確實曾如市場所期望的，多次呈現出向潛在趨勢水平加速靠攏的「報復性反彈」，但可惜均被疫情反覆、部分房企暴雷等不利衝擊所打斷。

居民並非沒有消費需求，而是被諸多因素所抑制。例如三年疫情導致線下服務業出現供給收縮，至今仍未完全恢復；部分期房樓盤未能順利交付、居民購房更加謹慎等，導致家電、傢具、家裝等地產後周期消費低迷；經濟名義增速不及實際增速，資本市場表現低迷，導致居民對經濟恢復的獲得感不強，也在一定程度上使得居民更傾向於增加儲蓄而非消費。2023年前三季度居民平均消費支出佔可支配收入的比重為66.4%，距離2019年同期的67.6%仍有1.2個百分點的差距。

2024年社會零售消費與潛在趨勢水平之間的缺口有望重新縮窄。一是經濟名義增速加快，帶動居民收入增長；二是居民平均消費傾向繼續恢復，提高了消費的收入彈性；三是線下服務業等供給約束持續放鬆，為居民提供更多消費場景；四是保交樓、促消費等政策對耐用品消費的支持和刺激。

面臨新的三期疊加

此外，在房地產持續低迷的背景下，土地財政難以為繼，短期要開源節流，中長期要進行財稅體制改革解決土地財政大幅下滑引發的財政收支不足、尤其是地方財政困難。一是釐清政府與市場的關係，明確政府規模，避免無限責任政府導致的支出責任持續擴大，從而引發收支矛盾緊張；二是要推動中央和地方財政體制改革，上收部分事權和支出責任，減少對地方政府的壓力；四是要穩定宏觀稅負，對消費稅徵稅稅目擴展到高端服務業等，提高環保稅、資源稅稅率，探索數據財政。

從短期看，會議對明年經濟和政

策的總基調偏積極，進一步闡釋了穩和進的關係，即「穩中求進、以進促穩」和「加大宏觀調控力度」，有利於推動明年經濟向好，夯實恢復的基礎。穩定的經濟社會環境是進的前提，而穩定經濟環境的取得也需要積極進取的政策支撐，比如積極的財政政策、穩健的貨幣政策和繼續發力並優化的房地產政策等。明年預計能實現5%左右的經濟增速，主要動能將是服務業、高端製造和基建投資。進的政策促進穩的形勢和穩的預期。同時，要堅持穩中求進，調整政策和推動改革要把握好時度效，堅持先立後破、穩紮穩打，做好新舊動能接續，防止發生處置風險的風險。

實際上，「先立後破」不是第一次被提及的工作方法論，這對於新舊動能轉換期的中國經濟而言尤為重要。中國長期改革過程中形成的「摸着石頭過河」以及「漸進試點」等做法就是先立後破的方式。2021年中央經濟工作會議也提過這個表達：「必須堅持穩中求進，調整政策和推動改革要把握好時度效，堅持先立後破、穩紮穩打。必須加強統籌協調，堅持系統觀念。」2022年3月5日，習近平主席在參加十三屆全國人大五次會議內蒙古代表團審議時強調：「綠色轉型是一個過程，不是一蹴而就的事情。要先立後破，而不能夠未立先破」「實現「雙碳」目標，必須立足國情，堅持穩中求進、逐步實現，不能脫離實際、急於求成，搞運動式「降碳」、踩「急煞車」。

從中長期看，中國經濟面臨新的「三期疊加」，包括：累積問題化解期、新興動能培育期、經濟轉型陣痛期。這些疊加期本身意味着潛在經濟增速下行，意味着改革和宏觀調控的難度加大，先立後破有利於降低「新三期疊加」帶來的失速風險。

累積問題化解期是指，此前支撐經濟高速增長的因素，其積極作用逐漸減弱，負面影響愈加突顯，例如人口紅利、房地產野蠻生長、地方政府舉債投資等，都曾為經濟發展做出巨大貢獻，當前卻出現人口總量減少、老齡化加劇、房地產發展舊模式難以為繼、地方政府債務風險上升、公共服務存在短板等一系列問題。

新興動能培育期是指，經濟從高速增长階段轉向高質量發展階段，需要新動能的支撐，例如從投資為主轉向消費為主，從傳統產業轉向高科技產業，從關鍵領域被「卡脖子」到補鏈強鏈、自立自強等。

經濟轉型陣痛期是指，累積問題的化解和新動能的培育並非一蹴而就，需要一個過程，其間可能面臨經濟轉型的陣痛，例如新舊動能未及時接續，導致經濟下行壓力增大；創新驅動的產業發展相比債務驅動的規模擴張，難度更大、風險更高，且短期收益可能不太顯著；產業轉型升級過程中，新公司與新崗位不斷湧現，但也伴隨着舊公司與舊崗位的消失等。