



▲內地上周推出一系列樓市刺激政策，相信可以產生「四兩撥千斤」的效果。

上 周五（17日）發生了兩件大事：一是今年首批超長期特別國債發行，未來幾年還會連續發行，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設；二是房地產市場迎來了政府最強救市組合拳，也被看成是「三支箭」。

穩樓市組合拳效果幾何？

春風夏語 夏春
香港方德金控
首席經濟學家

近期中央政府推出一系列樓市刺激政策，外界期待會產生「四兩撥千斤」的效果。筆者認為，人口淨流入的內地城市，很快就能見證「三支箭」的力量，但對於那些人口持續流出的城市，房價短期內也許很難止跌。

日美經驗教訓值得借鏡

政策出來前後市場有兩派意見：一派認為房地產市場將迎來轉折點，因為救市力度前所未有，5000億元（人民幣，下同）貸款可以起到「四兩撥千斤」的效果，扭轉房地產市場預期、提振信心、刺激成交。住房價格雖然不會大反彈，但應該可以企穩了。如果效果不明顯，未來政府還可以繼續出大招。

另一派則認為，房地產新庫存高達7.5億平方米，估值超過10萬億元，5000億元貸款杯水車薪。因此，即使「三支箭」可以減緩短期痛苦，但依靠降低首付比例，鼓勵家庭加槓桿刺激消費的方法，還是會帶來長期痛苦。

在筆者看來，第一派觀點有一定道理，參考香港的經驗，在房地產庫存積壓（今年可銷售商品房超過5萬套，未來3到4年潛在供應10.9萬套，遠高於歷史均值），房價從高點回撤24%的情況下，特區政府從出「小招」降低首付比例效果不佳，到出「大招」引進人才（2023年各類引進人才是2024年的2.4倍）和撤銷30%的印花稅，終於迎來了成交量和價格的雙雙反彈。這還是在政府沒有下場「收儲」的情況下實現的，完成了不花錢就撬動了市場的「量價齊升」。

從理想情況來看，未來內地人口持續流入的城市，比如合肥、鄭州、杭州、成都等，有機會很快見證到「三支箭」的力量。

不過，筆者也要告訴大家，香港房價從2月低點反彈2%至3%之後，最近三周又開始走弱了，一個重要原因是絕大部分引進的人才並未選擇到香港居住和購房，供大於求是客觀事實。對於內地那些人口持續流出的城市，要做好房價從高點下跌50%以上的準備。而且千萬要記住一個全球的經驗，漲得愈多的房子會跌得愈多，核心區、學區房都不例外。

此外，也不要以為可以源源不斷出大招。整體來看，地方政府的資產負債表狀況，很可能要比家庭還嚴重。銀行的資產負債表也在不斷變差，指望銀行犧牲自我來大規模救

市，恐怕是不切實際的想法。

去年初人民銀行設立規模1000億元的住房租賃貸款支持計劃，支持部分城市試點按市场化方式批量收購存量房產，擴大租賃房的供應。截至今年3月，實際使用金額僅20億元。這反映出，商業銀行及地方政府最大的擔心是進一步拖累自身財務水平。

順便說一句，日本經濟大衰退和「失去的二十年」的本質原因同樣在於銀行不停向「殭屍企業」續貸，導致自身資產負債表嚴重受損，以至於失去了對健康企業和家庭輸血的能力。而眼下流行的「資產負債表衰退」理論，只把焦點放在企業和家庭，忽視了銀行面臨的危機更大。

筆者更傾向於第二派觀點，倒不在於5000億元貸款規模是否足夠扭轉局面，而是因為其深刻地指出了，現在的救市辦法，出發點依然是認為總需求不足，而降首付降利率本質上還是讓家庭加槓桿，幫助房地產企業和地方政府去槓桿和去庫存的老路子。

兩位美國經濟學家Atif Mian和Amir Sufi在《房價》（House of Debt）這本2014年出版的書裏，列舉了全球各國鼓勵家庭加槓桿買房，最終帶來房價泡沫和泡沫破滅，特別是在房價崩盤之前，實體經濟就已經出現消費下滑、投資下滑的結果。他們用精確到郵政編碼歸類的地區經濟數據，驗證了歷史規律在美國的再現。

期盼政策形成一致合力

上述大數據因果分析，幫助他們排除了經典宏觀經濟學和行為經濟學對於房地產和金融危機的解釋，兩位經濟學家強調準確理解宏觀問題，必須區分借款者（通常是窮人）和儲戶/貸款者（通常是富人）。由於前者消費傾向高，但需要借款消費，而後者消費傾向低，一旦政策鼓勵前者加槓桿借款消費，更高的債務水平就意味着更多的收入以還本付息的形式從窮人轉移到富人，更多收入從邊際消費率高的窮人轉移到了邊際消費率低的富人，這使得經濟中的總需求下降，貧富差距擴大。

與此同時，經濟中的利率也會隨着債務和槓桿率的增加逐步走低，進一步鼓勵債務和槓桿率增加。即使這個過程之中，經濟可能快速發展，但最終將陷入長期停滯和零利率，尤其是當金融市場和政府政策都鼓勵家庭負債時。換句話說，以家庭加槓桿方式刺激需求，來解決總需求不足的方法，最終都會導致總需求下降，經濟增長緩慢。

雖然這樣的道理聽起來並不複雜，橋水基金創始人達利歐就通過簡單的數據分析得出一樣的結論，但事實上，在Mian和Sufi的漂亮理論和細緻實證分析出來之前，經濟學家對於債務和經濟增長的關係仍然處在模糊的狀態。例如，Carmen Reinhart和Kenneth Rogoff在著作《這次不一樣》（This time is different）裏，通過統計國別增長和負債率之間的關係，也只是觀察到「高負債率往往會導致經濟增速下降」這一現象，並沒有系統地分析背後的經濟學機制。

另外一些著名經濟學家如Ben Bernanke、Mark Gertler、Nobuhiro Kiyotaki、John Moore等人認為，債務增長體現了企業的金融約束擴張，資源從低效率企業轉移到了高效率企業，所以債務增長可能是好事。直到金融危機發生後，Gary Gorton和Guillermo Ordonez才發現信用/債務擴張並不一定代表著「資源從低效率企業轉移到了高效率企業」，信用擴張可能有好的和壞的區別。

可惜的是，《房價》這本英文書2014年出版後，並未引起國內學術圈的重視，使得很多經濟學家和官員都相信，可以通過鼓勵家庭加槓桿來置換企業和政府的槓桿（包括採取「漲價去庫存」的策略），達到房地產去庫存的效果。在當時，許多經濟學家認為，中國家庭儲蓄率高，有很強的契約精神且熱愛房地產，因此他們的槓桿代表著優質槓桿。但事實上，只有低於收入合理比例的房貸支出才是好的槓桿，過高的槓桿都是不好的。

當時，一些經濟學家論證發達國家家庭的槓桿通常超過GDP的100%，中國家庭的槓桿還有很大的上升空間。殊不知，即使在2015年，中國家庭的槓桿率已經顯著高於相同收入其他國家的家庭槓桿率，而且2008年以來中國家庭加槓桿的速度也是所有國家裏最快的。

值得強調的是，儘管中美貿易衝突、人口問題、三年疫情、「三條紅線」都給經濟和房地產市場帶來壓力，但即使沒有這些問題，中國房地產市場也終將迎來調整的時刻。經濟規律，無論起初看起來如何遙遠，終將有一天與我們面面相覷。

如今，我們只能懷抱最善意的念頭，希望境內外經濟環境中的各類壞消息已經被下跌的房價充分消化吸收。希望銀行的5000億元保障房貸款可以「四兩撥千斤」，今年和未來幾年超長期特別國債可以帶動經濟向好；我們能夠吸取全球各國的經驗和教訓，尊重經濟規律，各項政策都能做對、做好，最終形成一致的合力，實現穩住房價，穩住信心，穩住經濟增長的大目標。

地產收儲紓解房企現金流壓力

天風視野 宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

當前內地房地產的核心矛盾是估值偏貴、預期偏弱、庫存偏高，外在表現為供求關係轉變、價格下跌。要通過政策調控來緩解地產的壓力，本質上是要改變目前市場供過於求的現狀，讓住房的供給和需求重新收斂至均衡的狀態，要麼增加需求，要麼減少供給。

5月17日出台的一攬子房地產支撐政策主要分成兩類：一類是降低全國層面個人住房貸款最低首付比例、取消全國層面個人住房貸款利率政策下限、下調住房公積金貸款利率的需求端政策；另一類是推出3000億元保障性住房再貸款，用於支持地方收購已建成未出售商品房的供給端政策。

刺激需求的第一個政策是降首付比例。在本次政策出台之前，除北上廣深等8個城市外，其他城市均已選擇執行20%、30%的全國底線首套、二套房首付比例；本次進一步下調5個百分點的首付比例，將首套、二套房最大槓桿比例由此前的5倍、3.3倍提升到6.7倍、4倍。

儘管槓桿空間比此前更大，但最終是否選擇加槓桿，取決於居民部門對於房價的預期。根據人民銀行的《城鎮儲戶問卷調查報告》，2021年7月開始，居民部門預期房價下跌的佔比持續走高，由2021年6月的10%提升至2024年3月的22%，房價預期可能在2021年就出現了反轉。

筆者認為，在預期上行階段，首付比例對購房行為的約束類似於拉繩子，居民部門加槓桿意願較強，首付比例對購房需求有實質性約束，邊際放鬆可以使更多的購房需求得到釋放；而在預期下行階段，居民部門對槓桿的使用原本就較為謹慎，首付比例下調的效果可能還取決於居民預期的變化。

刺激需求的第2個政策是取消房貸利率下限。人民銀行在2023年1月允許房價連續3個月同環比下跌的城市，自主決定首套房利率下限。截至今年3月末，全國343個城市（地級及以上）中，已經有75個下調了首套房利率下限，64個取消了下限，本次在全國層面取消房貸利率下限的邊際改變可能需要進一步觀察。

需求端政策，無論是首付比例的下調、房貸利率下限的取消、公積金貸款

利率的下降，還是限購政策的放鬆，能夠起到的作用主要都是讓受到限制的住房需求被更好地釋放。住房需求的決定性因素是人口、城鎮化、人均住房面積、自然折舊等因素，其變化是一個緩慢的過程。

出發點在於保障房建設

供給端的「地產收儲」政策，筆者認為主要出發點是「保障房建設」。

一方面，根據國務院副總理何立峰在全國切實做好保交房工作視頻會議上的講話，「商品房庫存較多城市，政府可以需定購，酌情以合理價格收購部分商品房用作保障性住房」，即收儲的根本目的是用作保障性住房，要求是根據籌建保障性住房的需要來確定收儲規模。

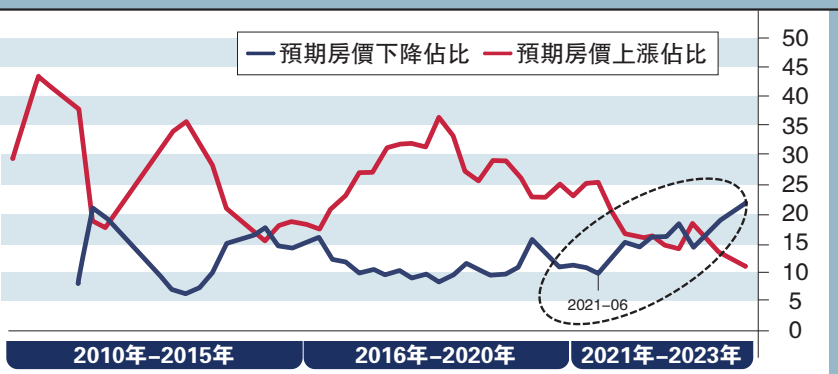
如果「政府收儲存量房」的出發點是「保障房建設」，那麼收儲的資金壓力可能並不大。按照「十四五」期間全國計劃籌建保障性住房近900萬套、年均約180萬套、單套面積不超過70平方米來計算，如果全部通過收儲來籌集房源，每年大約需要1.3萬億元（人民幣，下同）。

如果以目前新房均價七折收購，完成「十四五」期間保障性住房籌建計劃所需的資金將下降至每年8800億元左右，租金收益率將由當前的2.2%提升至3.1%，高於當前10年期地方債收益率2.5%，也略高於人行在《關於開展租賃住房貸款支持計劃試點有關事宜的通知》中規定的租賃住房購房貸款利率上限3%。

本次地產收儲政策中，人行明確要求收購後需迅速配售或配租，這也是站在保障性住房經營的角度，減少空置期，提高保障性住房的運營效率。地產收儲的推進有助於緩解一部分房企的現金流壓力，但在「迅速配售或配租」的要求之下，對住房的供需缺口的影響可能仍有待觀察。

另一方面，人行也強調了在地產收儲作保障房的過程中，地方政府、工薪群眾、房企、銀行自願參與。在自願參與的前提下，推進的節奏可能存在不確定性。2023年2月，人行創設了租賃住房貸款支持計劃，但截至2024年3月末，1000億元總額度僅使用了20億元，推進速度相對較慢。本次政策中，人行決定將租賃住房貸款支持計劃併入保障性住房再貸款，即額度由此前的1000億元提升到當前的3000億元，實際新增2000億元。

2021年7月開始，居民部門預期房價下跌的佔比持續走高（%）



資料來源：Wind、天風證券研究所

美經濟轉弱 今年減息不悲觀

樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

美國聯儲局主席鮑爾指出，下一步行動不太可能是加息，雖然減輕了市場對加息的壓力，但亦未達到市場渴望的減息目的。美國前財長薩默斯表示，最新公布的就業數據顯示勞動力市場放緩，但較早時公布的數字仍反映就業市場令人困擾，聯儲局今年不宜減息。筆者發現，儘管如此，美國通脹壓力有放緩跡象，減息並非不可能。

哈佛大學教授薩默斯認為，4月非農職位增長遜預期，但較早時公布的勞工成本持續攀升，情況令人感到困擾。他對聯儲局利率政策的看法並未改變，即今年內仍不適宜減息，或者只適合少許減息。

薩默斯近年一直在批評聯儲局的利率政策出現誤判，重申鮑爾認為目前利率水平已具足夠限制性的看法是錯誤的。

聯儲局理事鮑曼預計，通脹可能在「一段時間內」保持高位，但仍會因為高利率而最終降溫。最近公布的通脹數據表明，去年底出現的低位似乎是暫時

的。她又預計，通脹率將在一段時間內保持高位，基本預期仍然是在政策利率保持穩定的情況下通脹將進一步下降。

鮑曼解釋，貨幣政策似乎確實是限制性的，但經濟數據將決定貨幣政策是否足以讓通脹率回到聯儲局2%的目標水平。她又提到一些上行通脹風險，例如在勞動力增長的情況下住房稀缺，工資增長強勁。

芝加哥聯儲銀行行長古爾斯比指，4月就業報告顯示就業增長穩健，但增速放緩，回到疫情前及常規時期水平，可能令聯儲局官員更有信心經濟沒有過熱，但他不評論今年減息的可能性。

油價急跌 通脹放緩

筆者對於今年減息機會傾向樂觀，今年首季美國GDP（國內生產總值）按季年率初值增長1.6%，遠低於市場預期的2.4%及去年四季度的3.4%。此外，4月非農就業職位增加17.5萬個，遠少於市場預期的24.3萬個，上月為30.3萬個，這反映經濟有轉弱的趨勢。

此外，國際油價近一個月急挫，油價由4月初的每桶87美元急瀉至5月初的78美元，跌9美元或11%，這不是一個小數字。油價慘跌，通脹會消除不小，有利投資市場氣氛。