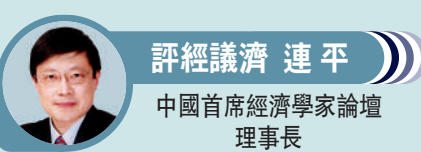


政策針對性地加碼，下半年房市就有機會企穩。



當前內地房地產市場處於深度調整時期。樓市持續下行不僅拖累投資、消費和物價，也影響居民就業和收入、財富積累、投資置業及預期和信心。當前有必要突破常規思維模式，在短期內以更大力度的針對性舉措穩定預期，避免樓市及相關領域滑入系統性風險。

內房下半年會企穩嗎？



評經議濟 連平

中國首席經濟學家論壇
理事長

2024年二季度以來，內地房地產支持政策從中央到地方頻頻推出。但新政實施以來，全國房地產住宅市場並未出現明顯反彈，各地樓盤大都呈現看盤居多，但進行實質性房地產交易的群體較少，「旺季不旺」的狀況在全國普遍存在。鑒於當前市場對房價的預期偏空，一些有利於房產交易便利化的政策增加了房地產市場的住房供給，短期對房價起到了「降價」的作用。而部分上市房企則在證監會新規下可能面臨退市風險，購房者對本就經營困難的房地產開發商增添了更多擔憂情緒，選擇觀望也就不足為奇了。因此，政策「組合拳」在短期內似乎依然難以激發購房需求。

從中長期視角來看，當前房地產市場供需結構發生了很大的變化，居民部門購買力與預期收入遠不及過去「地產黃金時代」。人口亦已開始負增長，新增購房需求減弱。城鎮化發展正從過往全面快速發展的階段，逐步轉向更為聚焦於城市群、都市圈的發展階段，曾經歷過「井噴」行情的大部分三四線城市，因長期積累的購房需求已基本釋放，難以成為拉動住房市場的主要「生力軍」。儘管二季度以來，少數城市因政策鬆動二手房出現過短暫的成交小高潮，房地產政策全面和明顯見效，恐怕仍需要時間和耐心。

當前，房企經營、融資和風險狀況需要引起高度重視。一是房企經營性收入持續大幅下滑。2024年1至5月，全國前100房企銷售額同比下降四成以上，部分房企年化銷售能力已回到2015年甚至更早期。二是開發商流動性風險進一步上升。上市房企速動比率大部分在0.5甚至更低的水平，現金短債比不到1的企业佔比超過四成。三是房地產不良貸款規模持續增加。2023年底，六大國有銀行和十餘家股份制商業銀行財報顯示，房企不良貸款規模合計達到2954億元（人民幣，下同），佔所有不良貸款規模的22%，房企貸款不良率升至4.5%，關鍵指標均為歷史最差水平。

一線城市交投趨活躍

上半年房地產投資下行，與之相關的上下游產業鏈一併受到負面影響，對GDP、固定資產投資和消費產生不同程度的拖累。截至2024年上半年末，按照12個月連續值年化計算，房地產投資對名義GDP的貢獻率下降39%，拖累名義GDP增速1.5個百分點，自2022年二季度末以來，連續第9個季度對經濟增速形成拖累。其中，房地產投資拖累固定資產投資增速4個百分點，拖累社會消費品零售總額增速4.7個百分點，房地產是當前國內經濟面臨的最大的負面因素，是有效需求不足的主要來源。

與此同時，地方財政和民營經濟

也不可避免的受到牽連。預計2024年上半年全國土地出讓收入為1.6萬億元，同比下降15%；土地出讓收入的持續下降，地方政府性基金收入同步減少，導致地方政府項目可供抵押融資的資產愈發稀缺，地方政府發債融資難度增加。截至6月中旬，年內累計發行地方政府債2.92萬億元，同比下降三成左右。房地產投資下行導致民營投資信心受挫。2024年1至5月，全國銷售前30房企中拿地企業主要集中在央企和國企，重點城市的地塊也基本由這部分企業競拍成功，民營房企投資意願和能力持續下降。

高頻數據顯示，截至6月下旬，30個大中城市年化商品房成交面積降至1.095萬平方米，繼續創下2011年有統計以來最低水平，同比下跌27.2%。通常，因基數因素和政策推動的效應，下半年房地產銷售跌幅可能邊際改善，但供給側房企經營問題能否有效緩解則是關鍵，筆者預計全年房地產銷售面積跌幅在10%至15%之間。而按照當前房企現金流及土拍投資能力，預計全年房地產投資跌幅在10%至12%左右。

在支持政策密集發布之後，大城市樓市似乎顯露企穩跡象。在「5·17」新政降低首付比例及貸款利率後，時隔一個月即6月下旬，一線城市房地產市場交易活躍度明顯上升。6月北京二手房網簽量接近1.5萬套，深圳二手住宅備案創三年新高；上海一手房和二手房網簽量分別突破1.4萬套和2.6萬套，且市中心多個高端項目開盤即售罄，二手房成交環比增加41.1%，同比增長102.8%。在全國大部分地區樓市低迷之際，一線城市銷售的轉暖表明大城市依舊具有較強的剛需和改善型需求，只要購房政策支持力度足夠，大城市居民仍然會不吝解囊。

大城市二手房市場的回暖有助於改善房地產市場持續存在的低迷氛圍，提振市場信心，推動市場需求進一步釋放。過去三年，在住房支持政策推動下，房產銷售階段性反彈屢有發生，但持續性欠缺。大城市二手房市場頻繁出現成交活躍的狀況，往往是市場發生變化的前兆。

下半年，大城市樓市能否延續回穩狀態需要多方面配套政策持續加碼和市場信心的維繫，還取決於宏觀經濟和資本市場運行態勢能否出現整體性的好轉。

迄今為止，已出台政策的力度尚未真正達到扭轉房地產資金偏緊和風險偏重，以及可以有效刺激需求的程度。如果政策進一步針對性地加碼，下半年房地產市場就有可能獲得企穩機會。

穩樓市政策還需加碼

房地產市場的持續深度下行對投資、消費、物價、金融、收入、就業等各方面帶來深刻影響，並且還在進一步產生更加持續和深入的負面效應，在相當大的程度上抵銷了積極宏觀政策的效應。本輪市場調整可能是對數十年來房地產市場持續過熱的大



級別調整，其負面效應不可小覷。為企穩房地產市場，防止系統性風險暴露，建議採取更有力的針對性政策舉措。

建議一：取消全國範圍內限制性購房政策。對於庫存高企的城市，建議進一步鬆綁其購房門檻。其中，一線和核心二線城市進一步放鬆或逐步取消市區內限制性購房措施，擴大或取消二手房交易參考價幅度，以釋放剛性和改善性住房需求。

建議二：大幅度降低購房貸款利率。考慮到當前中國中性利率水平偏低，現有房貸利率儘管通過連續下調已經降至歷史最低水平，但與中性利率相比仍然偏高；2015年房貸利率顯著低於中性利率，從而具有明顯的刺激效果。為有效激活居民購房需求，建議大幅下調首套房個人房貸基準利率1至1.5個百分點。

為不增加銀行負擔，建議安排住房支持再貸款規模1萬億元，利率水平在1.75%左右，期限為1年，到期後不再續作。經測算，假設1萬億住房再貸款規模全部投放完畢，新增個人按揭貸款將大幅釋放購房需求，對社會消費品零售總額拉動增加約2個百分點。

建議三：增加財政政策支持力度。放鬆現有社保或公積金繳納年限規則。下調契稅稅率，適度減免保障性租賃住房稅費要求。階段性調降個人購房增值稅和所得稅稅率。研究實施個人按揭貸款利率納入抵扣個人所得稅政策。

建議四：設立房地產穩定基金。對全國大型和地方重點房企總部進行債務特別處理計劃，以增強市場信心，首期到位資金規模可達萬億。以中央財政出資作為基金初始資本金，規模大約在2000億元左右，可以分兩批到位。

建議五：推動有需求的城市加快步伐增加供給。考慮到一線和重點二線城市有需求，同時現房庫存不足，應鼓勵地方政府採取積極的支持政策，鼓勵房企加快工程進度和加大力度推盤。一方面活躍交易，使房企增收；另一方面可驅散市場戾氣，改善市場預期。

建議六：以更大力度處置房企風險。監管部門加強督導金融機構滿足房企合理融資需求，保障房企信貸流動性支持力度。適度提高房企不良貸款容忍度，提高房企商業銀行開發貸款佔比。擴大債券發行規模，允許部分債券可以用來償債。探索公募房地產REITs，加快不動產REITs審批發行速度。

探索企業市值管理脈絡



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「源清流潔，本盛末榮。」早在2005年，市值管理就已經被納入了上市公司國有控股股東業績考核指標中。到了2022年，國務院國資委更是強調了上市公司應同時關注價值創造和價值實現，促進其內在價值和市場價值的同步增長，形成促進高品質發展的良性迴圈，以維護股東的權益。2024年初，國資委進一步表明了市值管理在央企負責人業績考核中的重要性，並提出將進一步研究如何將市值管理納入考核體系。

筆者認為，市值管理不僅僅是為了滿足政策要求，更是企業與資本市場增進聯繫、強化自身治理的內在需要。

首先，基於估值理論，影響公司價值包括三類因素。在估值理論的早期階段，會計收益指標是評估企業價值的主要工具。但隨著經濟、金融理論的發展，折現未來現金流量法（DCF）成為了評估企業價值的主流方法。這種方法通過預測並折現企業未來的現金流量，來確定其當前價值，強調增長因素。

隨著時間推移，估值理論的實踐應用變得更加深入和多維，尤其是公司治理的重要性日益凸顯。優秀的公司治理機制關注企業決策流程、管理層行為和股東權益的監督與控制，不僅提升了企業運營的透明度，還增強了投資者及其他利益相關者的信心，這些共同構成了企業市場價值的治理因素。

進一步地，現代估值理論的發展不再局限於公司層面，而是涵蓋了更廣泛的維度，包括投資者心理和市場行為等因素。因此，綜合考量增長因素、治理因素和風險因素對於準確評估和管理企業價值至關重要，使得市值管理更為全面和具有前瞻性。

其次，基於超額收益，影響公司投資回報率包括三類因素。結合實證資產定價領域學術論文的主要發現，我們整理了能夠為投資者帶來超額收益的三大類因素：基本面特徵、公司治理特徵以及特定事件。

1) 基本面特徵對公司股票回報有顯著影響。通過分析1973至2016年間的74篇學術文章，我們整理出了10種基



◀ 國企通過引入獨立董事、建立透明的決策機制和完善的內部控制系統，可以有效提升公司治理水準。

價值創造是市值管理的基礎，其內涵不僅限於經營收入、利潤等指標良好，更在於企業在內部治理、資本結構及技術投入等方面的完善

價值實現體現的是對價值基礎的放大作用，通過和專業機構的溝通和反饋，將價值基礎拉到整個時間軸上進行評估，從而得到反映企業歷史、現在和未來的市值

外資唱好中國市場



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

財政司副司長黃偉綸日前出席活動時表示，香港持續有資金流入，今年首四個月銀行存款達16.6萬億港元，較去年增長逾2%。對前景感到樂觀，即使過去數年面對地緣政局變動及高息環境，多項數據顯示香港具有活力及韌性。

筆者所見，最近愈來愈多國際大型投資公司看好香港、內地市場，尤其是股市。香港證監會投資產品部執行董事蔡鳳儀指出，認可香港基金今年首4個月錄得資金流入82億元人民幣，超越去年全年59億元淨流入。

港交所早前披露的資料顯示，摩根大通在港股市場大手增持多隻中資股票，一天之內掃貨金額超過33億港元。作為外資巨頭，摩通對中國股市的態度備受市場關注。摩通科中資料網股將升25%。投資銀行高盛也將MSCI中國指

於基本面的特徵（資產增長、行業調整後銷售額增長、存貨增長、賬面資產增長、資本支出增長、長期淨運營資產增長、廠房設備加存貨增長、連續幾個季度盈利高於去年同期、銷售額增長減去存貨增長、標準化意外季度盈利）可以帶來較為穩定的超額收益。

2) 公司治理特徵也是影響投資回報的重要因素。較高的公司治理評級通常與較高的賬面價值比和盈利價值比相關，這表明市場對這些公司給予了更高的估值。因此，有效的董事會監督、管理層問責制、透明的資訊披露和合理的利益相關者參與對於降低公司風險和吸引長期投資至關重要。

3) 特定事件，如財報公告、併購事件（M&A）宣布和管理層變動，也會顯著影響公司股價。管理層的變動，特別是CEO更換，通常會引起市場對公司未來業績的重新評估。不僅如此，公司管理者有動機延遲公布壞消息，這種行為導致壞消息最終被披露時，負面股價反應更大，同時會增加資訊不對稱，可能導致投資者信任喪失以及公司股價和聲譽的負面影響。

決策機制透明 提升企業治理

最後，市值管理包括三個核心要素。結合估值理論的三個因素及超額收益的三個來源，我們將市值管理的核心要素歸納為事件管理導向、公司治理導向以及價值創造導向三個主要方向。

1) 事件管理導向強調識別和降低可能對企業市值產生重大影響的特定事件，如政策變動、國有資產重組和重大基礎設施項目。國有企業應通過及時溝通和透明資訊披露來穩定市場預期，降低不確定性和潛在的負面影響。

2) 公司治理導向旨在解決代理問題，即管理層和股東之間的利益衝突。國有企業的公司治理特點包括政府干預和管理層的任命及監督機制。良好的公司治理結構可以提升企業透明度，增強投資者信心，並優化市場價值。通過引入獨立董事、建立透明的決策機制和完善的內部控制系統，國企可以有效提升公司治理水準。

3) 價值創造導向關注於實現長期的可持續增長。國企可以利用其在資源獲取、政府關係和市場影響力方面的優勢，轉化為可持續的競爭優勢和股東價值。國企通過平衡商業目標和社會責任，加強創新能力，探索新的業務模式和增長點，可提升核心競爭力並為股東創造長期價值。

◀ 國企通過引入獨立董事、建立透明的決策機制和完善的內部控制系統，可以有效提升公司治理水準。