



中國近年的實際GDP漲幅最大，但股市表現卻遠遠落後於全球主要的國家。

## 從「國家牛市」走向「改革牛市」



建言獻策  
沈建光

9月24日開始，在一攬子力度超前的政策推動下，A股連續五天快速上漲，9月30日兩市創下了歷史最大單日漲幅紀錄和成交規模紀錄。面向未來，牛市的持續上漲需要建立在扎實的經濟基本面上，不僅需要國家政策的帶動與支持，還需要出台其他方面的改革發展政策，推動經濟高質量發展。

今年二季度以來，儘管政策層出台了許多政策，但並沒有改變房地產市場持續低迷的態勢，居民消費、企業盈利、政府投資等指標持續惡化，內需不足問題加快向供給端演變，經濟下行壓力明顯加大、股市也持續低迷。

今年前八個月，全國新建商品房銷售面積6.06億平方米，同比下降18.0%；新建商品房銷售額5.97萬億元（人民幣，下同），下降23.6%。同期，房地產銷售、投資、開竣工、房企到位資金等指標繼續負增長。

伴隨房地產深度調整的是，居民財富縮水，拖累消費增長。貝殼研究院調查顯示，25個樣本城市的二手房價較2021年高點下跌近30%。房產佔居民財富的70%左右，房地產深度調整加上股市持續低迷，導致居民財富嚴重縮水，對消費的衝擊越來越大。2024年以來社零（社會消費品零售總額）下行態勢明顯，8月社零同比降至2.1%的低位，且地產類消費負增長。

在此背景下，A股一直呈現下跌態勢，市場信心極度低迷，估值水平明顯低於全球主要市場。流動性來看，由於市場前期調整較深，投資者情緒過度悲觀，8至9月A股日均成交額一度降至4700億元左右。呼籲「救市」的聲音不絕於耳。

自9月24日起，新一輪穩股市、穩房市、穩增長、穩就業等利好政策陸續出台，且多項措施力度超出預期，推動股市連續5日上漲，重回3300點。本輪「國家牛市」極大地改善了市場信心，也讓市場看到了政策層解決經濟下行的決心，有助於短期內穩定經濟，實現全年5%的增長目標。

首先，股市的上漲會帶來財富效應，改善居民消費。牛市將有助於修復居民資產負債表，帶動經濟發展進入「資產價格上漲—居民財富增加—居民消費增加—企業經營改善—資產價格上漲」的良性循環。

其次，健康活躍的股市有助於防止通縮。資產價格上漲帶動的「居民消

費—企業生產」良性循環，全面提升CPI和PPI價格，盡快扭轉已經連續五個季度負增長的GDP平減指數。

再次，股市與樓市回暖，加上相應的配套政策，有助於全面改善經濟基本面。股市的連續大幅上漲已經顯著改善居民的國慶假期旅遊安排，極大地提高居民的消費信心。在此基礎上，財政政策發力穩增長的具體措施還在制訂中，加上其他領域的具體政策預計都會全面出台，這些將有助於進一步提振股市和經濟發展信心，將改善經濟基本面，提高實現經濟全年增長目標的概率。

### 推動經濟高質量發展

不過，由政策推動的牛市，終究需要經濟基本面的改善，才能積小為大牛，積短為長牛。為此，筆者建議在這一輪刺激政策的基礎上，接下來進一步深化改革，推動經濟持續高質量發展。

一是當前《社會保障法》對非全日制從業人員和靈活就業人員的社保繳費沒有強制性，而修法需要較長的時間流程。建議通過稅收減免、補貼獎勵等正向激勵措施，降低全額繳納「五險一金」的企業的繳費標準，讓承擔社會責任的企業得到正向激勵，同時推動平台企業等為非全日制從業人員、靈活就業人員等積極繳納社保，夯實居民敢消費、能消費的基礎。

二是當前中國老齡化和少子化同步演進，建議接下來加大超長期特別國債發行力度，除了用於「兩重兩新」之外，也針對性提高養老保障水平，為「二孩及以上」家庭持續提供生育補貼，全面緩解老齡化少子化對經濟發展的影響。

三是9月中央政治局會議部署要求「進一步規範涉企執法、監管行為，出台民營經濟促進法」，落實這些措施將極大提升民營積極性。同時科技企業境外上市的通道已經常態化打開，建議盡快接受平台型科技企業的境外上市申請，暢通平台型科技企業創新發展的融資機制和天使投資、風險投資的退出通道，全面提升平台行業發展和風險投資行業的預期。

四是積極落實二十屆三中全會的改革部署，結合當前的經濟發展形勢，合理安排好60個領域改革的先後順序，做好改革實施的效果評估，釋放經濟高質量發展的改革紅利；推動股市從「政策牛」走向「改革牛」。

（作者為京東科技集團首席經濟學家）

### 經濟觀察家

用「久旱逢甘霖」來形容本輪股市的大漲，肯定一點都不為過。在經歷了波瀾壯闊的行情之後，股民冷靜下來思考的一個問題是：本輪牛市能走多遠？回答這個問題需要回到2015年。

為什麼要從2015年說起？一方面，那一年發生了迄今還讓人心有餘悸的「股災」，而這幾天股市的暴漲不得使人回想起當年的情形；另一方面，要理解這幾年房價下跌的成因，也必須追溯到2015年，因為那一年是房價上漲的起始之年。可以說，當前樓市的調整正是對2015年各方行為「合成謬誤」的自我救贖。

# A股本輪行情能走多遠？



財經萬象  
殷劍峰

2015年的經濟形勢與目前頗為相似：總需求不足導致經濟面臨持久的通貨緊縮壓力，PPI從2012年3月至2016年8月連續54個月負增長。當然，與現在相比，彼時的通縮壓力要小許多，因為核心CPI尚且保持在1%以上，GDP平減指數儘管在不斷下降，但依然是正增長。

應對總需求不足和通貨緊縮，古今中外概莫能外的措施就是財政與貨幣政策刺激。首先是刺激的貨幣政策。自2014年7月人民銀行給予國開行1萬億元（人民幣，下同）PSL（補充抵押貸款）用於棚改貨幣化安置算起，至2017年1月，在兩年多一點的時間裏人行再貸款（央行對其他存款性公司債權）的規模增加逾8萬億元。

其次是規模更大的財政刺激。2015年初開啟了俗稱「開前門、堵後門」的地方政府債務置換，置換的初衷有兩個：通過拉長債務久期、降低債務利率緩解地方政府債務壓力；通過債務透明化（從影子銀行、銀行貸款轉向公開的債券發行），希冀用市場紀律來約束地方負債的衝動。但實際效果並不理想，地方政府反而更加容易、樂意和名正言順地擴張債務。到了2017年，包括地方政府本身和城投公司在內的廣義地方政府負債就較2014年底翻了近三倍，達到35萬億元之多。

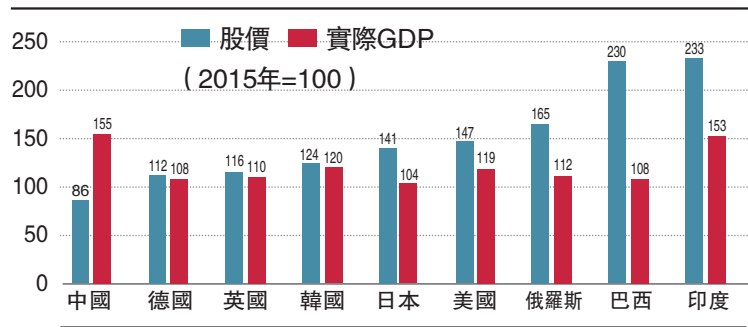
與直接推動股市暴漲的貨幣刺激相比，在土地財政模式下，財政刺激主要影響的是樓市。以一線城市的二手住宅價格指數為例，在2023年最高點，該指數較2014年漲了100%，其中，60%的漲幅發生在2015年1月到2016年12月，30%的漲幅發生在疫情期間。二線和三線城市的二手住宅價格指數大體經歷了類似的上漲過程，只不過漲幅較低而已。

在「股災」之後，樓市走強成為拉動經濟走出近四年PPI通縮的重要引擎。當然，這也非常符合所有相關利益群體的胃口：對於地方政府而言，在土地財政模式下，房價上漲意味着土地出讓金的增加，地方財政困境得以化解；對於居民部門而言，房地產構成了居民財富的主要部分，房價上漲產生了強大的財富效應；對於金融部門來說，土地金融模式帶來了豐厚的利潤，隨着貸款規模的飆升，中國金融業增加值/GDP不斷上升並超過了美國。

在2015年中國勞動年齡人口達到峰值、即將進入勞動年齡人口負增長的大背景下，各方「合作共贏」的結果就是逆人口態勢的房市上漲。盛宴之下，只要音樂不停，所有人都在把酒言歡、翩翩起舞，沒有人願意打破這種局面。直到2021年「三道紅線」政策的出台，二、三線城市的房價立即下跌。截至2024年8月份，二線城市二手住宅價格跌回到2018年的水平，三線則基本回到2011年的水平。

之所以「三道紅線」有如此大的威力，就在於2015年後房地產運營的

### 2023年各國股價與實際GDP比較



註：股價數據來自OECD

模式發生了重大變化：期房銷售遠遠快於現房。2015年之前，每年期房銷售額大體為現房的四倍左右，至2021年最高點前者已經相當於後者的十倍。

### 股市上漲仍有空間

A股市場上周表現確實瘋狂，但如今股市估值也確實完全不同於「股災」時期。我們知道，資產定價的基本邏輯是用未來現金流作為分子，用某個利率作為分母，計算一個貼現值。隨着美聯儲9月份的降息及未來概率很大的多次降息，全球利率水平都在往下走，因此資產價格應該得到分母的支持，關鍵就看分子，而分子同宏觀經濟基本面直接相關。

判斷股價與基本面的關係可以有許多方法，這裏我們做一個簡單的橫向比較（見配圖）。以2015年為基準年，選取中國與八個國家在2023年的股價和實際GDP。一個直觀的結論就是，2015年迄今，中國的實際GDP漲幅最大，但股市不僅墊底，而且是唯一一個股市下跌、股市表現遠遠落後於經濟基本面的國家。

從我們選取的八個國家看，中國股市的糟糕表現至少不能用以下三個原因來解釋：1) 不能用資本市場不夠發達來解釋，因為不僅具有（資本）市場主導型金融體系的美國和英國表現好於中國，跟中國一樣具有銀行主導金融體系、資本市場規模甚至不如中國的日本和德國也解於中國；2) 不能用人口問題來解釋，因為日本和韓國的少子化和老齡化問題甚至比中國還嚴重；3) 不能用經濟發展水平來解釋，因為巴西、俄羅斯、印度這三個金磚國家遠遠不如中國。

那麼，中國股市應該在什麼位置呢？關於A股與美股的關係，筆者在多年前就發現一個簡單的拇指規則：自1990年有A股以來，滬綜指基本運行在道瓊斯指數確定的上限和下限之間。其中，上限等於道指乘以20%，下限等於道指乘以10%。A股觸碰下限一般對應於經濟衰退，而突破上限則全都是因為重大改革宣示或政策刺激。「三道紅線」之後，2021年4月A股再次觸碰了上限，從2022年12月後迄今已經運行在下限之下——在A股誕生以來，這種狀況只發生過一次，即1992年鄧小平南巡之前。

按照A股和美股關係的拇指規則判斷，當前估值無疑處於歷史罕見的低位：2024年8月份道瓊斯股指確定的下限是4156點，上限是8313點。可見，與2015年「股災」期間A股突破上限完全不同，現在的狀況是滬綜

指距離下限還有1000多點。

對於樓市來說，最大的基本面就是人口。在城鎮化率和家庭結構一定的情况下，人口決定了購買住宅的城鎮家庭數量。我們知道，價格是由增量供給和增量需求決定的。每年新增的城鎮家庭構成了樓市的增量需求，每年竣工的住宅數量構成了樓市的增量供給，增量的供給與需求合在一起決定了房價的走勢。

### 樓市止跌企穩可期

自1999年商品樓市場啟動以來，中國樓市的增量供求關係與人口轉變密切相關，而人口轉變可以用三個「人達峰」來概括。

第一個「人達峰」是2010年勞動年齡人口佔總人口比重達到峰值。在此之前，即人口紅利時期，每年新增城鎮家庭都大幅超過了竣工住宅數量，那時的樓市是典型的賣方市場，房價抑制不住地上漲。

第二個「人達峰」是2015年勞動年齡人口總數達到峰值，此後勞動年齡人口負增長。但也就是在第二個「人達峰」時期，土地財政再次膨脹並人為推動了城鎮化的加速，這使得2015至2017年每年新增的城鎮家庭超過每年竣工住房。

第三個「人達峰」是2021年總人口達到峰值。從2021年開始，新增城鎮家庭大幅低於竣工住宅數，樓市徹底變成了買方市場。人口逆轉疊加「三道紅線」，房價抑制不住地下跌。

那麼，樓市何時能夠恢復供求的均衡呢？從住房新開工的數量看，發生了兩次顯著的飆升，一次是2009年「四萬億」政策後，另一次就是2015年之後。新開工的住房扣除已經竣工的住房就是正在施工的住房，這構成了存量住宅的供應。截至2023年，施工住房合計達到6100萬套。如果按照每年新增城鎮家庭400萬戶計算，消化存量住房需要15年。所以，「926」中央政治局會議明確提出，「對商品房建設要嚴控增量，優化存量，提高質量」。

筆者相信，隨着後續政策的出臺實施，樓市企穩可期。數據顯示，雖然2015年以來房價漲幅中國排名第三，但自2021年以來歷經調整，2023年房價漲幅已經略低於自2015年以來的GDP漲幅。相反，房價漲幅排名第一的俄羅斯、第二的美國，其房價漲幅均超過，甚至遠遠超過了GDP漲幅。當前的中國樓市，即使有泡沫，也不會比其他國家的泡沫程度大多少。

（作者為浙商銀行首席經濟學家）

## 供樓平過租 刺激住宅交投



樓市智庫  
陳永傑

住宅租金升不停，各區「供平過租」屋苑急湧現。上周本港銀行跟隨美國減息後，中原城市租金指數138個屋苑之中，多達19個樓盤晉身「供平過租屋苑」，較去年同期增加近四倍。隨着減息周期正式啟動，供平過租效應擴散，將會吸引更多租客轉租為買，成為樓市另一股推動力。

特區政府大力輸入各項人才，住宅租金升幅明顯跑贏樓價。差餉物業估價署數據顯示，本港私樓租金已連升6個月，累升逾7%，創近6年新高，較2019年歷史高位僅低1.3%。相反樓價連跌4個月，創近9年新低，自2021年9月高位計至今累跌近27%。樓價急插水、租金勁升，加上本港跟隨美國減息，新造按揭息率由4.125厘降至3.875厘，令「供平過租」時代重臨，促使「轉租為買」及投資者入市情況增加。

所謂「供平過租」是指，業主每月供樓比租住同一單位的租金為低，或租金回報率高於按揭利率。

差餉物業估價署資料顯示，港島區一個面積431方呎私樓單位，過去3年平均售價下跌近250萬元或33%，8月低見512.8萬元，而上月租

住同一個面積單位的租金卻要21021元，回報率高達4.7厘，若承造七成按揭，分30年還款，月供16880元，已供比租低4141元或兩成。中原城市租金回報率7月升至3.32%，創逾十一年半新高。

以目前P按息率3.875厘計，中原城市租金指數138個成份屋苑之中，7月有110個屋苑的回報率重上3厘水平，當中19個更達3.875厘以上，即高於現按揭利率水平，晉身「供平過租」屋苑。如果使用現時定息3.15厘產品，供平過租屋苑更增至96個，佔整體近七成。翻查紀錄，去年同期僅4個屋苑「供平過租」，更有近八成、即109個屋苑的回報率不足3厘。

上月回報達4厘以上的屋苑，佔15個，主要為樓價三、四百萬元細價樓。其中位於堅尼地城的嘉輝花園，過去一年租金升幅達20%，帶動租金回報升至4.96厘，成為全港租金回報最高屋苑。

另外，回報低至1厘的屋苑，亦由去年同期9個，減至5個，年底有望絕跡。現時回報率最低的成份屋苑為跑馬地禮頓山，7月回報率1.76厘，與去年同期相若。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲上周本港銀行跟隨美國減息後，多達19個樓盤晉身「供平過租屋苑」，較去年同期增加近四倍。