



門的償債負擔，也緩解提前還貸帶來的信貸收縮壓力。

經濟觀察家

自2021年下半年至今，中國房地產市場經歷了三年的深度調整，現階段已具備了止跌回穩的前提條件。筆者認為，未來的關鍵在於盡快處置房地產的債務問題，把真實利率降下來，以及推進都市圈發展。針對上述問題，需要推出一攬子解決方案。

今年9月26日召開的中共中央政治局會議明確提出「要促進房地產市場止跌回穩」。這一表述標誌着，最高層對中國房地產市場的判斷和政策取向已經發生了實質性變化，也反映了中央對房地產問題的高度重視和期待。

三招助內房止跌回穩

青年論壇 根據跨國經驗，從新房銷量的降幅和房地產平均調整周期來看，中國房地產市場的調整幅度已經相當顯著，持續時間也足夠長。2024年1月到8月中國新房住宅銷售面積為5.1億平方米，年化銷售面積約為7.5億平方米，較2021年的峰值水平下跌了51.9%，新房銷售量已經回調至2007年的水平。

從國際上橫向比較來看，國際上房地產危機（新房銷售量）平均降幅是35.1%，中國的新房銷售量降幅遠高於國際上的平均水平，僅次於西班牙（64.1%）和愛爾蘭（89.3%）在2007年房地產危機爆發後的最大降幅。

基於對歷史上各國房地產泡沫破裂的統計性觀察，筆者發現房地產市場要想進入新一輪回升階段，平均需要五年的時間，但是度過最快的下行階段平均而言只需要三年。換言之，泡沫破裂三年後會進入一個底部徘徊時期，市場逐步實現出清和債務重組，為下一輪的回升打下基礎。

處置房企不良資產

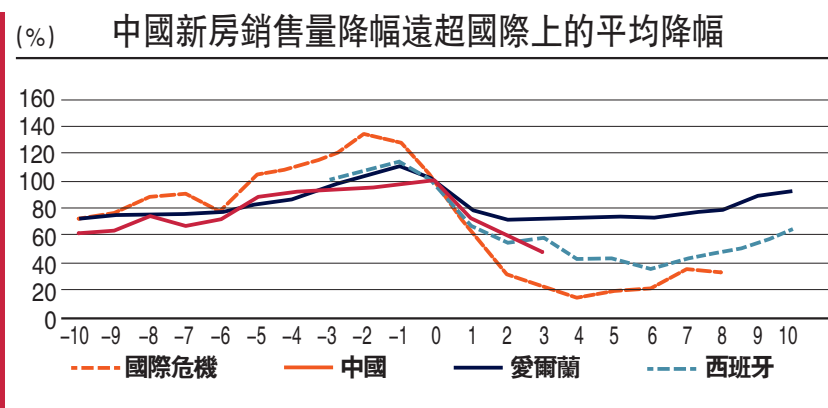
當然，要想真正實現房地產市場的止跌回穩，並不會一蹴而就。根據過去幾年的研究，筆者認為，存在三方面因素阻礙樓市復甦，分別是：（1）房地產企業風險尚未得到系統性的有效處置；（2）名義利率調整不足導致實際利率偏高；（3）住房供給存在明顯空間錯配。

基於此，筆者提出促進房地產市場止跌回穩的一攬子方案：

首先，借鑒銀行業風險處置的經驗，系統處置風險房地產企業。金融市場和購房者如果對房地產企業的自身風險存在擔心，這些房企面臨的融資困難和銷售困難就難以消除，樓市也就難以走出目前的低迷狀態。

目前，以「保交樓」為核心的房地產處置思路，依然是把房企當成一般的非金融企業對待，更加強調「屬地原則」，這是處置一般企業債務或地區性金融機構風險的常規思路。而在現實中，我們觀察到的情況是，房企與金融系統之間存在非常密切和廣泛的聯繫，且房地產行業的資產負債存在非常明顯的地區錯配。再加上房企的商業模式高度雷同，一家企業出現債務問題，會直接影響到市場對整個行業的評估。因此，房企的處置方案也應借鑒風險金融機構的處置方式。

為此，筆者提出了一個「好房企一壞房企」的處置方案。具體步驟：其一，通過壓力測試，確定哪些風險房企值得幫助；其二，劃定需要剝離的不良資產，並估算大致的資金缺口，將不良資產折價出售、剝離至另外一個「壞房企」中，而將負債全部留在「好房企」中。其三，對「好房企」進行整體性的債務重組，使其能夠實現「資能抵債」，而購房者、供



應商和施工方的權利應當優先得到全額兌付；其四，由政府牽頭對「好房企」進行資本注入，由政府進行注資的主要目的並不是救助房企，而是幫助房企進行轉型；最後，隨着「好房企」逐步走向成熟，政府還可以選擇逐步退出投資，回收公共資金。

進一步降低實際利率

其次，進一步落實中央提出的「更有力的降息」，半年內基準利率應至少下調100個基點，同時推動住房抵押貸款利率市場化。儘管中國名義利率持續下降至歷史低位，社會債務擴張程度卻不升反降。這並不是因為債務融資對名義利率下降不敏感了，而是因為名義利率下降的幅度還不足以使實際利率下降，結果是實際利率還在走高，成為抑制房地產價格和購房需求的重要原因。因此，更有力的降息應該把降低實際利率作為政策目標，而實際利率下降會對穩定房價和穩定購房意願產生直接幫助。

不僅如此，實際利率下降還可以起到提振信貸需求，改善名義增速預期的作用來穩定總需求，間接起到支持房地產需求的作用。根據測算，實際利率每降低1個百分點，就可以帶來約2萬億元（人民幣，下同）的非政府部門信貸增量。要想明顯改善名義增速預期，需要在半年左右的時間內，分兩到三次降低政策利率至少100個基點，並通過降低政策利率帶動貸款市場報價利率（LPR）至少下降100個基點。同時，所有的貨幣政策操作應保證目標一致，跟市場的溝通應做到及時、準確、清晰，這有利於增強政策實際效果，提振投資者信心。

推動住房抵押貸款市場化也能降低居民負債成本，起到穩定居民購房需求，緩解提前還貸壓力的作用。據測算，按照發達國家的平均水平，住房抵押貸款利率大概要高於同期國債利率1.5%左右。同樣是銀行為主要的金融體系，德國和日本的住房抵押貸款利率與同期國債收益率的利差只有1.15左右。目前，中國住房抵押貸款利率是按照5年期LPR利率為基準，2024年9月LPR為3.85厘，同期5年期國債到期收益率均值是1.8%，二者利差2.05%，市場化改革帶來的房貸利率下降空間還有50個基點左右。

貸款利率下降帶來的利息支出減少不僅可以緩解居民部門的償債負擔，改善居民的現金流，同時也可以

穩定居民部門的購房需求，進一步緩解居民提前還貸帶來的信貸收縮壓力。

推動都市圈同城化

再次，持續推進都市圈同城化建設，並在此過程中遵循「地隨人走」的原則，把更多土地資源向人口流入的核心城市和大都市圈配置。二十屆三中全會公報提出，「建立都市圈同城化發展體制機制」、「建立新增城鎮建設用地指標配置同常住人口增加協調機制」。都市圈建設意味着有更多人進入大都市成為新市民，為新市民提供居住和配套服務將是未來房地產市場發展的重要任務。這既給房地產市場提出了新的發展要求，也給房地產市場提供了可持續的潛在發展空間，是構建房地產發展新模式的必由之路。

因此，應尊重人們選擇城市的主觀意願，並遵循「地隨人走」的原則，把更多的土地資源向人口持續流入的核心城市和都市圈配置，這不僅能為高質量增長提供驅動力，也是構建房地產發展新模式的重要方式。

在落實「好房企一壞房企」方案的過程中，城市特徵是判斷項目資產質量和制定收儲策略的重要評價維度。具體來說，對於一、二線等人口持續流入的核心城市，房地產市場仍有較好的發展前景，土地供給和相關配套措施都應該跟上。對於這些城市來說，保障房建設與房地產企業債務處置可以通盤考慮，鼓勵相關地方政府積極介入轄區內的房地產企業債務處置。對於這些城市的地方政府，完全可以考慮通過收購存量房的方式實現幫助房企脫困和支持保障房建設的雙重目標，但這種做法在房地產市場價格低於公允價值的狀況下，才更有可能取得良好效果。

對於那些人口持續流出的三、四線及以下城市，房地產企業持有的「庫存」資產，均不宜按照賬面價格進行估值並處置，而是應該直面現實，按照符合現實邏輯的市場價格進行估值，部分地區的項目或許應直接按照處置不良資產的做法來處置這部分庫存住房。這種情況下，具備條件的金融機構才有可能遵循市場化和法治化的原則，參與到這部分不良資產的處置過程當中。

（作者郭凱為中國金融四十人研究院執行院長，朱鶴及于飛為青年研究員）

節後哪些利好值得期待？



民生國計 陶川

國慶長假結束，於節後首日國務院新聞辦將於今天舉行新聞發布會，似乎又讓宏觀政策的懸念再起。筆者曾提示過節前宏觀定調變化的可能性，而今靴子落地，市場在大漲後的走勢更加依賴於這一轉向後的宏觀敘事。那麼展望節後，宏觀和政策層面有哪些可以捕捉的信號？結合十一長假期間的動態來看，筆者認為有如下三點值得關注：

首先，從政策轉向來看，這一輪自上而下的動員性要明顯好於過往。與2008年以來幾輪大的政策轉向相比，當前無論是金融部門的「火力全開」，還是中央政治局會議的「非比尋常」，都縮短了從中央的決策部署到部委貫徹落實的時間差。鑒於歷次政策轉向都經歷了金融部門向經濟部委的接續，筆者預計節後發展改革委的新聞發布會只是這一接續的開啟，後續財政部等其他經濟部委的新聞發布會也值得期待。

結合發展改革委節後首日預告的「系統落實一籃子增量政策」發布會，筆者認為凸顯了一個新的思路，即着力於修復居民、地方政府和企業的資產負債表，這一點實際上從金融部門對股市的提振，以及中央政治局會議關於房地產「止跌回穩」的表述已現端倪，只有這些微觀主體在資產負債端不再做「減法」，更多的增量政策才能達到做「加法」的效果。

其次，政策發力能否穩住基本面，是市場預期持續改善的關鍵。從高頻數據來看，節前的一系列政策利好確實有一定的脈衝效應，尤其體現在地產銷售與消費層面——這可能也是四季度經濟最重要的抓手。而且，有了股市的「加持」，這次消費發力的成色也許更值得期待。以史為鑒，股市上漲帶來的財富效應通常有利於刺激居民消費或購房意願，2007、2009、2015及2021年，中國經歷了四次股市領先或同步於房價上漲的時期。今年9月20日至今，滬深300周度年化漲幅達20.8%，大幅高於四次歷史均值2.0%，應對四季度消費回暖與房價企穩更樂觀些。

最後，即便市場預期相對政策有所超前，筆者認為也不必擔心出現所謂的「刺激懸崖」。從四季度外部宏觀環境來看，美國聯儲局降息周期確定性，疊加美國大選的不確定性，意味着當前的國內這輪政策轉向既不會戛然而止，也不會一步到位。

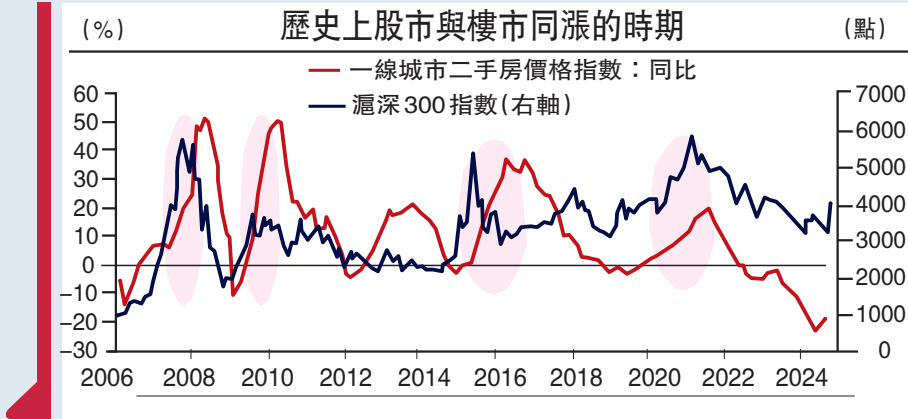
財政加大促消費力度

筆者認為，更有可能的情景是一個類似於「兩步走」的策略：第一步即在美國大選的靴子落地前，利用美聯儲超預期降息的窗口期，以金融政策發力為主，輔之於財政加力穩定市場對於年內經濟的預期；第二步是在大選落地後統籌明年的經濟工作，以財政發力為主，輔之於貨幣寬鬆推動明年一季度經濟企穩。從這個意義來說，銜接好兩階段財政政策的預期管理，也有利於資本市場在本輪大漲後更加平穩運行。

節前政策節奏並非是脈衝式，節後財政跟進是大概率事件，不過「重投資、輕消費」的傳統模式或需要改變。近年來，財政發力模式表現為「重投資、輕消費」，財政支出多用於項目建設（尤其是基建），但隨着規模的不斷擴大，其邊際效應進一步提升的空間也難免受限。反觀消費方面，財政的「可施展空間」還很大——根據筆者測算，財政端與消費掛鉤的支出，其財政乘數約為1.06；而與投資相關的支出財政乘數僅為0.61，且自2019年後整體呈現下降趨勢。因此，很有必要適當加大財政對消費的傾斜力度。

值得注意的是，近兩年財政端消費相關支出對國內生產總值（GDP）的撬動作用略有下滑，核心原因可能有兩點：一是財政支出「促消費」的途徑還有待優化，「錢具體往哪投」、「錢怎麼投」可能是後續財政支出往消費領域發力需要考慮的重點；二是居民消費力被房地產市場透支，再加上疫情的影響，造成社會有效購買力不足，所以即便是財政支出略有向消費傾斜之意，居民也變得「無動於衷」。當然，若財政對消費的支持「夠量」，情況可能會發生轉變。

（作者為民生證券研究院首席經濟學家）



股市熾熱 樓市穩步跟隨



樓語縱橫 楊永健

樓市減息後整體氣氛得到改變，其後中央再推「組合拳」金融政策，內地股市及樓市迎來提振回穩，盤活市場。港股亦迎來近年來最大升幅，恒指從9月11日的低位16964點，如今已升穿23000點關口，且近期每日成交金額最高已逾5000億元。股市大時代重臨，樓市氣氛亦開始轉趨熾熱，「股樓齊升」能否重現呢？

儘管股樓齊升，然而基本上是各有其原因。過去一段時間，股市持續低迷，恒指徘徊於18000點的低位，今次港股爆升，明顯受惠於內地金融政策的實行，近日股市成交金額確實驚人，反映資金持續流入股市。

至於近月樓市升溫，減息下調是刺激力度所在，上月新盤銷售按月急增四成半，根據數據顯示，佔去六成交易是減息後的成交，反映減息下市場供樓負擔減輕，加上最新租金回報升至4厘以上，比起近期定期存款利率還要高，減息刺激新盤銷售顯著上升。

樓市氣氛升溫，發展商推盤量亦顯著增加。踏入10月，一手新盤市場肯定更旺，並有望出現多盤齊發的現

象，焦點新盤包括：啟德天璽，天已展開首輪推售，反應相當熾熱，長實貴竹坑上蓋的Blue Coast II亦將於短期內展開推售，再加上華懋西九龍瑜悅已確認於近日開價。

10月份首星期新盤銷售已超越600伙，期望熱潮持續令單月銷售可以重上2000伙以上的七個月高位。

大型新盤陸續登場

總括而言，中概股回歸熱潮，以至大型新盤陸續登場，正好為股市、樓市均帶來利好氣氛，但暢旺環境能否持續，仍需視乎資金會否持續流入樓市、股市，以及本地實體經濟復甦的情況等。不過無論如何，股市爆升下財富效應已陸續浮現。

傳統投資智慧認為，股市表現會領先樓市三至六個月，不少人亦預期，隨着港股爆升三至六個月，樓價必然跟隨上升，加上如果美國開啟減息周期且不停步，而香港亦跟隨減息後，相信樓價最快可於今年底至明年初止跌回升。回顧香港過去二十多年的三次大牛市，股市回升後，樓價必會伴隨反彈的。

（作者為世紀21·Q動力總經理）

香港樓按貸款利率下調，即時刺激買家入市信心，近期新盤開賣時，售樓處均見擠滿等候的準買家。

