



▲中央政策組合拳的其中一個目的是穩定房地產價格，通過消化存量、優化增量，推動房地產市場「止跌回穩」。

經濟觀察家

近年來中國經濟加速去地產化後，資產價格下跌引發的居民財富縮水和收入走弱，是消費疲軟的主因。如何扭轉這一現狀，成為當下提振消費的重心。9月26日中央政治局會議召開以來，政策組合拳相繼推出，其核心訴求便是穩定資產價格，修復實體部門資產負債表，通過激發財富效應帶動國內需求回升。

根據生命週期理論，居民消費水平不取決於現期收入，而是取決於整個壽命期內的總收入，包括當期收入和預期收入，以及已擁有的財富存量。財富的增加與勞動收入一樣，也會促進居民擴大消費支出。而當資產價格下跌時，居民財富縮水便會抑制消費需求。

政策組合拳激活財富效應

今年以來，中國消費整體持續走弱，直觀來看，與居民收入增速放緩、就業市場承壓、提前還貸等因素有關。深層原因則源於經濟加速去地產化後，資產價格下跌導致全社會收入和財富效應下降，進而引發地方政府、居民、企業資產負債表收縮。如何扭轉這一現狀，成為當下提振消費的重心。

資產價格下滑 影響信心

從現實情況來看：一方面，資產價格下跌導致居民資產縮水、財產淨收入走弱，進而影響居民消費能力和消費信心。相關測算顯示，2019年居民資產結構中，住房資產佔比達到63%，從2021年7月份房價高點至今年9月份，70大中城市的二手房價格跌幅度達到15%，大致估算因為房地產價格下跌，已經導致居民資產縮水約9%。居民資產結構中金融資產佔比為32%，主要以存款（18%）、股票（4%）、保險準備金及企業年金（4%）、證券基金（2%）、銀行理財（2%）為主。近年來金融產品投資回報率下降，也進一步影響居民財富。

另一方面，從間接渠道來看，資產價格下跌也會通過經濟循環最終影響居民收入。對於地方政府而言，房地產價格下跌，導致土地財政收入下滑，地方償債壓力加大，制約基建民生支出，進而影響到企業收入和居民部門福利；同時房地產上下游產業鏈眾多，相關行業需求放緩、投資回報率下降，也會影響企業營收和利潤，進一步影響居民部門收入。

而消費作為經濟循環的重要鏈條，居民消費不足又進一步約束企業生產，導致中下游行業競爭加重，企業增收不增利，進一步影響居民收入、政府稅收，加劇資產負債表收縮程度。

從微觀層面看，財富效應走弱導致可選消費承壓，以及區域結構分化，這正是今年消費市場呈現的主要特徵。例如，商品消費中，今年可選消費表現疲弱，必選消費增長加快。2024年1月至9月，限額以上商品零售中，糧油食品類的零售額累計按年增長9.9%（高於過去兩年複合增速6.9%），而金銀珠寶、建築及裝潢材料、汽車、化妝品、傢具零售額累計按年變幅分別為-3.1%、-2.6%、-2.1%、-1.0%、+1.1%，低於整體商品零售累計按年變幅（+3.0%）。又如，人均財富較高的一線城市，今年消費走弱幅度較大。相比之下，一些早期去地產化的東北地區，以及受益於產業轉移的中西部地區，消費市場表現則較為穩健。

從居民部門的經濟行為來看，今

年前三季度超額儲蓄不再增加，可能也與財富效應走弱有關。今年前三季度居民超額儲蓄停止增長，可能與居民收入增速放緩，儲蓄被動減少有關，同時也可能反映出居民提前還貸現象。如果觀察住戶部門的存貸款增速，可以看到，2023年下半年以來，隨著房價下跌速度加快，存款增速與貸款增速同步回落，可能指向更多資金用於償債。

從絕對規模來看，今年1月至9月超額儲蓄僅為1000億元（人民幣，下同），相較2023年的5.1萬億元已明顯回落。這裏我們基於住戶存款數據計算居民超額儲蓄，據2015至2019年住戶存款的複合增速10.4%，計算2020年以來的趨勢值，實際值減趨勢值即為超額儲蓄，結果顯示，截至2024年9月，累計的居民超額儲蓄為15.8萬億元。

從超額儲蓄構成來看，截至今年第三季度，我們測算的因減少消費而導致的存款增加額為6萬億元，其餘9.8萬億元可歸因於因投資減少而導致的存款增加。若居民部門風險偏好依然較弱，未來超額儲蓄有可能被用於償還貸款。而若資產價格企穩，居民部門風險偏好提升，超額儲蓄如果能重新流入消費、資本市場，則對總需求回升將起到較大支撐。

對症下藥 消費有望回升

9月26日中央政治局會議召開以來，政策組合拳相繼推出，其核心訴求便是穩定資產價格，修復實體部門資產負債表，以激活財富效應。可以說，一攬子增量政策對症下藥，針對性地解決國內消費疲弱的現狀。筆者認為，隨著後續政策發力見效，國內消費市場有望企穩回升。

具體而言，本輪政策組合拳主要從以下三個方面出發：

一是，穩定房地產、股票等資產價格。此舉旨在修復居民部門資產負債表，進而改善居民預期，激活財富效應。房地產市場方面，政策方向是通過消化存量、優化增量，推動房地產市場「止跌回穩」，政策基調十分積極。

供給側，包括支持專項債收購存量房和閒置土地，實施貨幣化安置，同時嚴控新建商品房建設。10月17日住建部表示，將通過貨幣化安置房方式新增實施100萬套城中村改造、危舊房改造。從上一輪2015至2018年棚改經驗來看，貨幣化安置對於房地產去庫存效果顯著。若後續政策持續加碼，有望推動房地產市場盡早「止跌回穩」。

需求側，則通過放鬆限購、下調首付比例、降低貸款利率等方式，促進住房需求回升。9月末增量政策出台以來，房地產成交數據回暖，表明市場預期正在逐步改善。

資本市場方面，9月26日中央政治局會議明確表態「要努力提振資本市場」；10月10日，首項支持資本市場的貨幣政策工具落地，證券、基金、保險公司互換便利（SFISF）首期操作規模為5000億元；10月18日，人民銀行正式推出股票回購增持再貸款，再貸款首期額度為3000億元，未來可視運用情況擴大規模。兩個新工具可直接引導資金流向股票市場，有助於增強資本市場韌性，為資本市場持續帶來「活水」。

支持地方化債 促進收入

二是，加力支持地方化債，修復地方政府資產負債表，促進企業和居民收入恢復。10月12日財政部表示，擬一次性增加較大規模債務限額置換地方政府存量隱性債務，將期限短、利率高的隱性債務置換為期限長、利率低的顯性債務，有助於減輕地方政府的債務成本，地方政府將有更多財力用於清理拖欠企業賬款、維持基層「三保」運轉，有助於促進地方企業和居民收入恢復。

三是，直接加大對居民部門的財政支持力度。考慮到新舊動能切換、人口周期的變化，當前財政職能正在從投資型轉向消費型，更加關注對居民部門的支持。9月26日中央政治局會議提出，「要把促消費和惠民生結合起來，促進中低收入群體增收」；10月12日財政部提出一攬子增量政策，包括「加大對重點群體的支持保障力度」，以增強居民消費能力。

目前來看，消費支持政策逐步豐富，包括：1）大規模消費品以舊換新，9月以來家電、汽車銷售回暖，政策效果正逐步見效；2）面向低收入群體的現金補貼，包括國慶前向特困人員、孤兒等困難群眾發放一次性生活補助，提升高校學生資助標準等；3）各地因地制宜發行消費券。後續在生育、養老、圍繞農業轉移人口市民化相關的公共服務等領域，或有進一步的政策支持。

基於此，我們可以大致預判未來消費恢復的路徑：首先，與促消費政策有關的家電、汽車等大宗消費品率先恢復，從9月以來的情況看，相關消費數據明顯改善；其次，關注地方化債政策落地後，企業和居民部門收入效應改善對消費端的支撐；再次，關注未來房地產價格企穩後，推動實體部門資產負債表修復、經濟循環重啟的進程。

從消費結構來看，建議關注兩點：消費下沉特徵或將延續，與新型城鎮化建設、區域協調發展、消費供給優化等政策方向有關；可選消費預計改善，主要受促消費政策推動和未來居民收入修復等因素支撐。

（作者為光大證券首席經濟學家）

「增持貸」利好哪些上市公司？

熱點把脈
皮海洲

中國人民銀行為支持資本市場穩定發展而創設的「回購貸」、「增持貸」，自10月18日落地以來，目前已有數家公司開啟了該項貸款業務，市場甚至還對其中的部分公司進行了炒作，持有相關公司股票的投資者也因此而有所收益。當然，作為投資者來說，也希望能夠捕捉到這樣的一些公司，並能從中有所收穫。

那麼，什麼樣的公司會是人民銀行這一創設工具的受益者呢？實際上，就人民銀行的這一創設工具來看，是包括了「回購貸」、「增持貸」兩項專項貸款業務的。兩項貸款業務的服務對象並不相同。「回購貸」的主體是上市公司，而「增持貸」的主體是上市公司的大股東，包括控股股東與實際控制人及第一大股東。本文所要探討的，就是其中的「增持貸」可能會讓哪些公司的股票能夠從中受益。

藍籌和高息股受惠

首先是優質藍籌股和高股息股票，這是目前市場比較公認的看法。畢竟「增持貸」的利率僅為2.25%，從靜態來看，只要上市公司的分紅回報率超過2.25%，大股東的增持就是有利可圖的。至於優質藍籌股與高股息股票，分紅回報率大都在3%以上，高股息股票的分紅回報率更是達到5%以上，有的甚至超過10%。

正因為有利可圖，「增持貸」就相當於是銀行出錢來幫助大股東賺錢，作為大股東來說當然是有一定動力的。當然，從動態來看，大股東增持的成本是獲利的關鍵，如果買在高位，即便是高股息股票，大股東的增持也是很難獲利的，所以大股東增持的時機很重要。其次是有市值管理需求的公司。



▲人民銀行創設「回購貸」、「增持貸」，以支持資本市場穩定發展。

雖然市值管理的主角是上市公司，但作為上市公司的大股東，同樣可以在上市公司的市值管理中充當重要角色。比如，大股東增持就可以在市值管理過程中起到積極作用，這其實也是大股東責任與擔當的重要表現。所以，對於有市值管理需求的公司，大股東可能運用「增持貸」來為公司的市值管理服務。相反，那些沒有市值管理需求的公司，大股東運用「增持貸」來增持股份的可能性就要小得多。

方便國企維護股價

其三是大股東為國有股東的公司。雖然「增持貸」是銀行出錢來幫助大股東賺錢，但對於熱衷於減持套現的民企、私企大股東來說，如果不是基於監管部門的需求，他們基本上是不會增持的，畢竟在大股東增持的情況下，會放緩大股東減持套現的進程。而減持套現所帶來的收益，遠遠超過增持股份所帶來的收益。所以一些民企、私企大股東是缺少增持動力的，只有那些國有大股東，基於大股東的責任，他們才會出手增持股份，維護公司股價的穩定。

其四是大股東持股比例不高的公司。畢竟上市公司股票的上市對流通股份是有要求的，比如，總股本低於4億股的公司，其流通的股份不得低於總股本的25%。如果大股東持股數量本身就已經很高，加上其他限售股東的持股，已經是逼近了75%的紅線。所以大股東增持的空間有限。而且大股東持股數量很大，持股比例很高，大股東增持的動力遠遠超過增持的動力。只有那些持股比例不高的大股東，基於企業控股的需要，會更樂於增持股份。更何況有了「增持貸」這樣的政策工具，對於這類大股東來說，無異於是雪中送炭。

其五是股票價格處於低位或估值偏低的公司。即便是不考慮大股東增持對股票減持的影響，大股東在增持股票時，也會考慮到增持的成本，畢竟增持的成本愈高，或增持股票的價格愈高，或增持股票的估值愈高，大股東要承擔的市場風險就愈大。所以，基於安全的考慮，那些股價處於低位，估值總體偏低的公司股票，更容易得到大股東的增持。此時運用「增持貸」的政策工具，大股東更容易獲利出局。也正因如此，股市處於低迷時，「增持貸」會更受大股東的歡迎。

（作者為財經評論家）

租金回報吸引 樓價有望止跌

樓語縱橫
楊永健

過去一段時間，樓市出現了租金升、樓價跌的「怪現象」。在過去的高息環境下，樓市整體吹淡風，但疫情過後租賃市場持續暢旺，內地學生以至海外人才來港發展，使得樓價、租金出現背馳，這種現象一般不會長時期維持，因為買樓收租回報變得吸引，買家會趁低吸納，樓市交投因而回升，樓價亦會跟隨止跌。

綜合來看，目前樓價、租金背馳的現象，或許會於短期出現改變。按差餉物業估價署全港私人住宅樓價及租金指數，原來整體私人住宅租金已經連續8個月錄得升幅，如果扣除今年1、2月期間，整體租金曾輕微回落兩個月，其間租金已幾乎連升兩年，累計升幅達13%，目前最新的租金已升至自2019年10月以來的近5年高位。

與此同時，私人住宅樓價指數卻已連續半年回落，加上如果扣除今年3、4月間，整體樓價因應樓市撤辣而短暫回升兩個月，實質上今年樓價跌浪已經持續一年半，其間整體樓價合計回調達23%，樓價跌幅遠高於其間租金的升幅，一升一跌令整體租金回報持續上升，最新樓價已跌至自2016年8月以

來的8年低位。

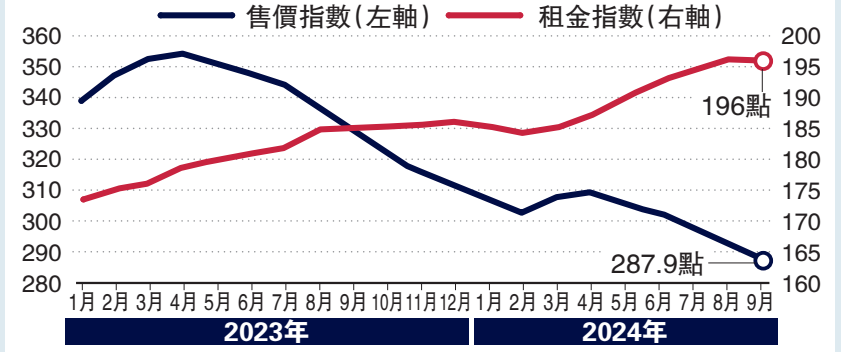
用家逐步轉租為買

但上述數據或出現逆轉，剛公布的9月私人住宅樓價指數尚未反映9月底減息帶來的效應，10月份的私人住宅樓價指數料會出現輕微的回升。再者，租賃市場經過7、8月暑假內地生租樓熱潮，整體租賃成交回落。差餉物業估價署9月全港私人住宅租金指數為196點，較8月份的195.9點只是輕微上升0.1點或0.05%，租金升幅顯著收窄，相信10月份租金只會持平甚或輕微回落。

過去一、兩年間，物業租金接連回升，但樓價持續回落，確實會令人有點摸不着頭腦，但這種樓價租金背馳的現象，基本上只會是短暫的現象。長遠來說，租金上升始終會帶動樓價止跌回升，特別是樓市已踏入減息年代，過去定存息率高於租金回報的歲月將不再出現，目前租金回報升至3.5至4厘之間，加之減息效應令供平過租情況重現，亦會吸引用家轉租為買。買樓收租的投資者增加，租盤供應增加亦會令租金回落，供平過租亦會令轉租為買的用家增加，相信樓市可望加快止跌。

（作者為世紀21 Q動力總經理）

差估署私人住宅售價及租金指數（點）



資料來源：差餉物業估價署