

給。中國近年的房地產政策逐步從側重需求，轉向更多側重供



經濟觀察家

中國居民並不是缺少購房能力，而是預期偏弱導致剛需遞延與積壓，這一點與上世紀九十年代的日本樓市有所不同。中國的房地產政策更多側重供給，房企出險導致竣工風險暴露，進而影響居民對於住宅交付的擔憂。但政策並未直接遏制需求，居民承受的壓力是要小於當時的日本家庭。

在2018年之前，中國地產調控更側重需求，通過短時間快速加息或降息、收緊限購限售等手段進行政策調控。但2018年後，調控需求的政策工具動用頻率明顯減少，貸款利率未再出現大幅調升的情況，直到2021年房地產市場開始走弱時，個人住房貸款利率都一直持平於5厘至5.6厘附近。

中國樓市不會重蹈日本覆轍

以2018年「資管新規」為代表，政策側重開始向供給側轉變，2021年「三條紅線」加強房企融資監管，也拉開了本輪地產調整的序幕。

以2018年資管新規為標誌，政策開始側重對房企供給側融資監管的收緊，2021年「三條紅線」是監管政策趨於強化的標誌。而由於房企前期槓桿過高的問題，短期流動性問題引發信用風險一次性暴露，房企信用融資增速由10%以上大幅下滑至負數區間（-10%），史上罕見出現房地產信用融資先於銷售資金走弱的現象，房企比居民先承受壓力。融資收縮也觸發統計局對地產指數進行調整，數據上時點完全對應，這也是調控供給的「連鎖反應」。

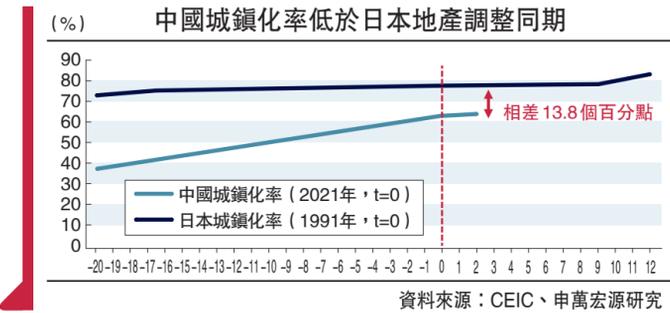
日本政策調控更多側重需求，短期大幅加息降息，1990年代地產泡沫破滅也更多源於政策遏制需求、與中國不同。日本調控時供需政策均加碼，但更側重遏制需求。為應對「廣場協議」後貨幣寬鬆與金融自由化帶來的資產泡沫，日本於1989年5月開始採取一系列緊縮政策，貸款利率迅速從2.5厘提高到1990年8月的6厘。此外，1990年3月底日本央行出台《控制不動產融資總量的通知》，控制金融機構對住宅的融資餘額，直接觸發了1991年房地產市場的大幅調整。

中國城鎮化率更低

人口增長方面，當下中國與日本1990年代均經歷人口增速下行、老齡化率較高的問題。日本人口增速由1985年0.6%，下滑0.3個百分點至1990年0.3%。人口結構方面，1985年前日本老齡化率提升速度並不快，年均提升0.25個百分點左右，但此後老齡化率加快提升，1990年後年均提升0.5個百分點，1994年達到14.4%，與當下中國老齡化率（14.3%）接近。在人口問題暴露的同時，地產銷售均出現大幅調整。1991年前日本地產銷售持續改善，但1991年大幅回落41.3%。

人口流動類需求對地產需求影響更大，中國城鎮化率明顯低於同期日本近14個百分點。過去20年中國地產銷售走強並非單純源於人口增長，同期中國人口增速基本處於1%以下。銷售高增更多源於城鎮化提速帶來的人口流動類需求。數據上也表現為城鎮購房年齡人口與城鎮化率明顯正相關。我們採用世界銀行統一口径進行中日對比，當前中國城鎮化率為64%，明顯低於日本同期（1993年，77.7%）。從這個意義來說，當下中國地產需求空間仍大於1990年代的日本。

地產銷售方面，中日均明顯回落，但特徵不同，地產調整初期日本銷量下行幅度更深，而階段性下行期卻短於當下中國。通過將2021年中國和1990年日本對應，比較地產調整



資料來源：CEIC、申萬宏源研究

前後銷售面積的表現。在地產調整前，中日地產銷售面積均持續上升。而在地產調整的第一年，日本地產銷售降幅高達41.3%，明顯大於同期中國（-21.8%）。但日本地產銷售在下滑三年後即出現階段性反彈跡象（1993年），1994年銷售面積更是超過地產調整前。但中國地產銷售調整第四年時銷售仍在下行（2024年）。

日本購房能力更弱

中國房企壓力大於日本。其一體現為新開工下滑幅度更大、時間更長，而日本新開工下行一年後即回升。中國在房企信用風險暴露後，新開工已持續收縮四年，目前水平較2020年最高值已下滑68%，下滑幅度大於同期銷售面積（下滑45%）。反映中國政策更側重調控供給側房企的特徵。而日本新開工1991年明顯下滑14.4%，但1992年即恢復正增長（1.5%），1994年甚至恢復至地產調整前水平。

其二體現在房地產價格方面，中日房價下行幅度接近，但中國房企出險後拿地主體減少，導致地價下行幅度明顯大於日本。通過OECD（經合組織）統一口径可比較數據，在地產調整後，日本全國平均房價指數3年下滑10%，與中國同期下滑幅度（-12%，OECD可比口径）基本接近。但地價方面，日本地價指數在地產調整後13年下滑32%，而中國地價下滑32%只用了4年。

居民端，中國居民大規模預防性儲蓄，中低收入群體儲蓄率高於高收入群體，居民仍有購房能力，但預期轉弱。日本儲蓄增速則明顯下滑、購房能力下降。中國地產調整後居民儲蓄增速上升，截至2024年9月，居民儲蓄相對地產調整前（2020年底）增加56萬億元人民幣，相當於2011年至2020年總和。

其中，低收入群體儲蓄率上升幅度高於高收入群體，按人均可支配收入對省份數據進行排序可以發現，近3年低收入省份新增儲蓄率平均為20%左右，西藏（33%）、山西（26%）較高，而高收入地區除北京儲蓄率較高以外（24%），上海、浙江、江蘇均處於15%以下。而反觀日本，1991年後，儲蓄存款增速在5%至6%附近，甚至還慢於地產調整前速度（9%）。

從宏觀來看，居民在地產調整行為更多演化成預防性儲蓄，中低收入群體儲蓄率上升的情況也非常明顯，不僅是高收入群體增加儲蓄。說明中國居民購房能力仍在，但預期偏弱，與日本購房能力與預期雙弱有所不同。從微觀來看，2020年前，中國居民收入增速與地產銷售增速變化方向相反，意味著居民在弱經濟下對政策刺激地產的預期，投資性需求佔主導。而2021年以來首次長時間的地產調整，打破了居民關於房價剛性上漲的預期、金融屬性被擠出，地產銷售增速開始與收入增速同向變化。

生育與就業是關鍵

作為房企提供的主要商品，商品屬性出問題（住宅交付與質量不被居民信任），是導致期房現房分化與居民觀望的關鍵。同時，作為租房的主要群體，青年就業壓力已持續導致房租CPI同比下滑至0以下，也會拖累租金回報率，進而影響地產企穩的必要條件。而從未來人口結構來看，置換性購房（40歲以上），以及為長大後子女購房（20至25歲）年齡段人口增速仍在上升，但結婚年齡段人口增速或將下滑至-7%（2027年），加之居民生育意願也在下滑，就業問題也會連帶影響居民結婚生育的規劃，中短期地產需求面臨適齡人口、生育意願均下滑的雙重壓力。

若人行進一步降息推動租金回報率與貸款利率差擴大，財政支持「保交樓」與穩定就業和生育，且避免現房流動性「虹吸」期房的問題，地產或可見到止跌回穩。從中長期看，發揮中國較海外更明顯的城鎮化空間優勢，在二、三線房價收入比已充分調整後，以工業化引導更均衡的城鎮化，或是地產回穩的長遠之計。在總人口陷入負增長背景下，引導城鎮化空間釋放、促進人口流動類需求非常關鍵，中國城鎮化率跟可比經濟體相比仍有8至10個百分點的上升空間。而全球經濟史證明，城鎮化的推進有賴於工業化的再提速，通過可貿易部門的產能轉移引導人口在區域間更均衡流動。而目前二、三線房價收入比已調整回2015年前水平，近4年裝備製造業、電子產業鏈等已在向中西部轉移，成都、長沙等城市人口在2019至2023年增長20%以上。

（作者為申萬宏源證券首席經濟學家）

中國政策節奏「以我為主」

悉與君知 周君芝

不管誰當選美國總統，短期內中國出口周期性下行，美國貨幣寬鬆節奏偏緩的結果不會改變，故中國資產定價錨還在國內政策本身。全國人大常委會是否公布具體財政信息、多大規模財政力度，或階段性影響市場情緒。按往年慣例，市場也可等到中央經濟工作會議及來年兩會來獲取財政信息。

上周市場最值得關注的三件事：

首先，A股主要指數多數震盪下行。市場成交量逐日放大，維持在2萬億元（人民幣，下同）左右。「強預期、弱現實」組合之下，流動性充沛的環境為主題炒作提供土壤，短線題材和概念風格較熱。

其次，美股波動加大而美債利率上行。通脹數據一再證實美國經濟軟着陸，加上市場近期反覆定價「特朗普交易」，通脹預期再度回歸，寬鬆預期放緩，美債利率上行。

再次，人民銀行買斷式逆回購業務落地。人行公告稱10月進行了5000億元買斷式逆回購操作（期限6個月）和2000億元國債淨買入操作，市場將此解讀為流動性利好，債市緊張情緒有所緩和。

不論是國內還是海外，近期都走到了交易的關鍵點。國內關注財政政策預期將兌現多大程度，市場尤為關切正在舉行的人大常委會會議。海外關注新一任美國總統是誰，繼續「特朗普交易」還是轉為「哈里斯交易」。

相較拜登和哈里斯，特朗普執政框架中有5個方面備受市場關注：貿易保護主義傾向、能源問題取向、國內減稅和移民政策、科技金融監管態度、產業問題取向。市場定義的「特朗普交易」具備五個典型標籤：1）高關稅及衍生的全球關稅博弈；2）化石能源供給增加帶動能源價格中樞回歸；3）嚴苛的移民政策將推升國內勞工價格走高；4）國內減稅以改善企業盈利；5）製造業回歸將重塑全球供應鏈。

面對懸而未決的下一任美國總統，市場總想提前預判不同候選人上台可能帶來的影響。但事實是，不論誰當選，不論其競選綱領如何明確，下一任美國總統對全球格局的影響，以及中國經濟所處環境，並不如市場預期那般線性。不論是「哈里斯交易」還是「特朗普交易」，市場當下的短期定價未必代表長期現實方向。

一則，執政框架下不同操作對同樣一組經濟變量，影響可能存在互斥。例如化石能源供給多增將壓低通脹，然而禁止低技術移民抬高勞工成本，推升通脹；又例如特朗普主張減稅但並不縮減財政支出，這將加大財政缺口，推升國債利率，然而加大關稅又將彌合財政收支缺口，平滑財稅壓力，緩解美債利率上行壓力。

二則，宏觀系統的內生關係複雜，任何政策的影響是複雜而發散的。以拜登當選總統為例，疫後全球迎來一輪高通脹，然而中國一反以往經驗，並未同步迎來一輪通脹共振。2022年海外高通脹和高需求之下，中國出口強於預期，中國政府借助外需支撐經濟增長並帶動就業，換得國內地產轉型期。地產下行期間，2022年中國國內通脹水平偏低，需求偏弱，與全球高通脹和高需求趨勢相悖。

美大選結果影響有限

現實終將是迂迴而漸進的，但不妨礙當下市場開展一波直截了當的線性交易。近期特朗普當選概率上升，市場給出「特朗普交易2.0」的答案，這也是近期全球交易主線：非美國出口降溫、化石能源供給多增、美國通脹維持高位、美債利率走高、美聯儲貨幣寬鬆節奏放緩。考慮到近期特朗普交易較為充分，若特朗普最終勝出，市場短期影響可能並不大。若是哈里斯當選，可能全球市場將迎來定價調整，至少糾偏過去這一段時間特朗普交易。

不論是誰任美國總統，都不影響中國內需政策方向，因為中國內生問題足夠重要。中國資本市場高度關注美國大選，除了關注美股、港股之外，還有一個邏輯是美國大選結果將影響中國政策。然而我們並不這樣認為，中國政策主要錨還在國內。為什麼這樣判斷？

中國出口受全球製造業景氣周期決定，本輪美元潮汐流向最根本的決定因素還是在於美國不可貿易部門的經濟強韌度。不論下一任總統是誰，中國出口周期性下行，美國貨幣寬鬆節奏偏緩的結果都不會改變。一旦確定這兩點，當下中國資產的定價錨還是在於內需以及國內金融條件。

對於中國資產而言，未來需要關注的交易是全球供應鏈如何重塑，中國出口將呈現哪些結構變化。

（作者為中信建投證券首席宏觀分析師）



內需是中國經濟政策的主要考慮因素。

強積金供樓可能性再探討

樓市新態 汪敦敬

筆者雖然只是一個小投資者，但從事地產及股票投資已數十年。最近，筆者有份提議獲得廣泛討論，即「將強積金的供款當作買樓首期」。我覺得應該以純粹投資角度去評論這一提案。

什麼是強積金？筆者的理解是一個強制性的儲蓄和投資計劃。大家要清楚這不是一個「贏硬」的方案，因為沒有人會為蝕本做擔保和包底的，但很多人拒絕「用強積金做首期」的建議，往往都說這樣做是增加了有關養老的風險。這種看法是絕對錯誤的，筆者再次強調，強積金絕對是一個有贏有輸的強制性儲蓄及投資計劃。特區政府要求市民參與強積金，是因為有計劃的投資/儲蓄方案是相對有保障性的。大家更加要認清楚的是，強積金的錢是屬於供強積金的市民。

房地產和股票都是投資，同樣有風險，也同樣有機會。兩者只是不同的投資選擇。認為買樓少了投資保障是一個錯誤，因為風險是由市場決定。增加強積金的配套，是增加了機會和保障的，同時持有地產與股票更是較為理想的投資組合，因為消費者可以享受不同產品的特性。筆者認為，特區政府推出一個強制性儲蓄計劃之餘，不應只讓保險「壟斷」市場。所謂「壟斷」是令

消費者沒有選擇權的意思。沒有跡象顯示股票比房地產一定安全。根據歷史紀錄，應該是房地產相對股票較戰績彪炳一點。更重要的是，很多買家想用強積金支付買樓首期，而不少地方（包括內地與澳門）已經容許提取有關資金去做首期，不讓人這樣做是削減了市民的權利。

有助長期租客買樓

當然，投資不同項目都有其特性，就算我們用強積金去投資，亦要明白房地產的特性，房地產的特性和其他投資項目一樣有下跌的時候，但「認為房地產會不斷下跌」這是數十年間歇性不斷出現的超級錯誤，真正的樓市是有升有跌的，官方要這樣定性才可以得到合理的設計。

如果買房地產的缺點就是下跌的時間周期較長，但股票同樣有相似的問題。如果有足夠時間去投資房地產，例如10年，其實就足以確保其退休時候價格的升值。有一批人是特別適合用強積金去買房地產的，例如要交租給業主的長期租客，如果買了樓就可以自己供樓，在這十幾年裏面亦不需要擔心租金升值，到了退休時已供滿樓更加不需要再負擔租金。針對這類人來說，筆者看不到有什麼特別風險。

（作者為祥益地產總裁）