



性取決於穩經濟和去庫存的政策力度。明年中國房地產市場具備「止跌回穩」的基礎，其彈

經濟觀察家

中國經濟2025年的主要挑戰在於，外部經貿環境不確定性增強，且海外需求增長面臨瓶頸。面對「外循環」的嚴峻挑戰，預計中國宏觀政策將積極應對，化解地方政府隱性債務的同時，在促進居民消費回升、助力房地產市場止跌回穩兩個方向積極發力。筆者預計，明年中國GDP的增速目標仍在5%左右。

明年經濟增速目標料為5%

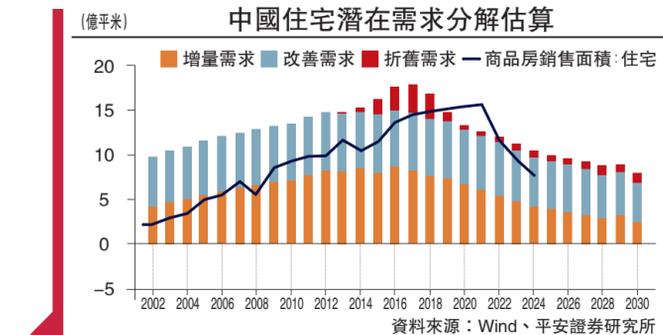
政經透視 明年中國出口可能面臨總量及份額的雙重挑戰。一方面，海外需求未必能夠維持強勁增長。1)若2025年美國通脹壓力抬頭，美聯儲降息節奏較慢甚至暫停，按揭及抵押貸款利率可能在高位持續較長時間，將對美國房屋銷售及地產後周期消費產生不利影響。2)貿易壁壘還可能導致全球需求收縮。PIIE(彼得森國際經濟研究所)測算表明，若美國對全球統一加徵10%的關稅，且各國對美國實施同等比例的報復性關稅，2025年中國和美國GDP增速將分別較不加徵統一關稅的情形低0.02%和0.35%，而德國、墨西哥、加拿大等國家GDP增速較不加徵統一關稅的情形均低0.15%。

另一方面，2025年中國商品在美國進口中的份額將面臨挑戰。回顧2018-2019年的中美貿易摩擦，美國一度將自中國進口商品的關稅加徵至21%(2019年10月)，比貿易摩擦前的3.1%(2018年1月)提升17.9個百分點。在此背景下，中國對美出口增速較快回落。據推算，若2025年美國將進口中國商品的關稅加徵到60%，中國的抵制措施與2018至2019年基本相當，短期內將使中國商品在美國進口中的份額回落4.9個百分點左右；假設美國進口規模維持不變，對應約1470億美元的出口金額回落，佔到近一年中國出口總額的4.2%。

匯率適度回調 紓關稅壓力 加徵關稅對中國經濟的影響不僅體現在出口增速的回落，還會間接影響其他需求。據PIIE測算，若美國對華額外加徵60%的關稅，不考慮中方反制措施，2025年中國實際GDP增速將較不加徵關稅的情形回落0.9個百分點，其中出口增速回落0.8個百分點，消費和投資增速分別回落0.6和2.2個百分點，並使就業人數減少2.3%。若考慮中國實施同等規模的報復性關稅，2025年中國實際GDP增速將回落0.8個百分點(較不報復情形強0.1個百分點)，其中出口增速回落1.4個百分點(較不報復情形多回落0.6個百分點)，投資和消費增速分別回落0.6個百分點和2.7個百分點(較不報復情形損失0.5個百分點)，並使就業人數減少2.2%。

作為應對方式，人民幣貶值能夠在一定程度上對沖加徵關稅的影響，並增強中國產品在非美市場的競爭力。若2025年美國針對中國加徵關稅的幅度處於20%至30%區間，參照前述的上一輪人民幣匯率貶值情況判斷，預計人民幣對美元匯率相對美元指數可能出現約5%超額貶值，從而在一定程度上緩衝關稅所帶來的負面衝擊。但若美國對中國加徵關稅上升到60%，則需綜合施策，更大力度開拓非美市場。此外，中國可降低對其他國家的進出口關稅，加強與歐洲及亞非拉的聯繫，開拓出口新局。一方面，盡更大努力鞏固與歐洲的經貿協作關係。

必要時可考慮採取自願出口配額方式，減少其有關傾銷、產能過剩等相關指責。穩定歐洲基本盤，也是穩住中國高技術產品和汽車產業鏈的題中應有之義。另一方面，一如既往地擴大與亞洲、非洲、拉美、俄羅斯東歐的經貿往來。中國也可尋求將工業中間品轉移至越南、墨西哥等第三國。



歷史上，房地產止跌回穩的起點是房地產銷售增速企穩回升，通過量的回升帶動價的企穩，同時傳送至房地產投資端。2005年以來，中國商品住宅銷售面積增速大約領先70大中城市新房銷售價格增速四個月。住宅新開工面積增速與70大中城市新房價格增速保持了較高的同步性，也就是說開發商的開工反應與調價行為基本同步。房屋新開工面積與房地產投資增速總體上也是同步的，但新開工面積增速波動幅度更大，相對來說更加靈敏，比如2024年新開工面積增速降幅收窄，同期房地產投資增速也實現了止跌。

值得指出的是，從「房企拿地—新開工—施工—竣工」的邏輯鏈條出發，土地出讓似乎應該是房地產投資的領先指標。但從數據來看，房屋新開工面積與土地成交規劃建築面積之間基本上是同步變動的。當房企決定擴張投資時，往往同步推進拿地與開工，其原因在於，房企的土地存貨在多數時候較為充裕，並不是新開工的緊約束。2011年以來，每年的成交土地規劃建築面積都絕對高於房屋新開工面積。因此，並不能依據過去兩年土地成交持續低迷，作為推斷2025年房地產投資不能止跌回穩的原因。事實上，2022年以來，土地成交規劃建築面積的同比降幅一直低於新開工面積的，與不少城投公司拿地後開工率較低有關。2024年已經出現了房屋新開工面積同比增速逆勢回升的現象，很可能與近年來所拿地塊需要加緊開工有關。

筆者認為，2025年中國房地產市場具備「止跌回穩」的基礎，其彈性取決於穩經濟和去庫存的政策力度。首先，2024年6月以來，商品住宅銷售面積同比跌幅連續五個月收窄，有望帶動2025年房價的同比跌幅收窄，但在一段時間內房價同比可能仍處負增區間。2024年10月中央政治局會議定調「促進房地產市場止跌回穩」以來，新房和二手房銷售面積都出現了更為明顯的好轉。其次，2025年房地產止跌回穩具

有客觀基礎。從潛在需求來看，中國房地產銷售已經連續三年低於潛在需求水平，2024年預計比潛在需求低2.7億平方米；從購房能力來看，經過三年減少購房，城鎮居民儲蓄得以積累，此前購買力透支的狀況已明顯緩解；從購房成本來看，房價跌約15%、首付比例平均降約10至30%、貸款利率較2021年末下降2.23個百分點，購房的近期與遠期成本均已明顯降低。

再次，現階段要將已經存在的購房能力轉化為購房意願，尤其需要形成較為穩定的收入預期，才能加快形成房地產「銷售好轉—價格回升」相互促進的正向循環。本次房價調整的時長和深度超過以往，改變了居民對於中國房地產大周期的預期。如此，在居民購房決策中，就要加上房價可能進一步下跌的預期，這會導致購房能力無法轉化為購房意願。最後，當前穩地產與穩經濟是相互嵌套的，地產調整拖累經濟增長、經濟下行進一步遏制購房意願、且地方財政亦受明顯拖累，跳出這一負反饋更需要中央政府介入。2024年5月17日國務院出台「保障房收儲」的需求端支持政策，為此央行設立了3000億元保障性住房再貸款。

保障房收儲存在一些堵點：首先，地理性的供需錯配。保障房需求主要集中在一、二線城市，而商品房去庫存壓力更主要集中在三四線城市。其次，項目缺乏盈利激勵，價格撮合難度大。據諸葛找房數據，2024上半年重點50城租金回報率為2.03%，其中一線城市為1.79%。而項目資金成本最低也等於再貸款利率的1.75%，加上商業銀行必要的盈利需要、租賃住房的改造、運營和空置成本等，地方國企缺乏盈利空間。再次，打折收儲與穩房價存在矛盾。對開發商來說，由地方政府收購的優點是可以更快回籠資金，但折價過多勢必影響開發商出售意願。而地方政府收購存量商品房後轉為配售或配租，重新進入市場後，若價格明顯偏低，可能對周邊房價和租金形成衝擊。

要打通上述堵點，一方面需要進一步降低資金成本，如將收儲納入地方政府專項債資金投向領域，淡化項目收益自平衡要求，給予保障性住房貸款1-2個百分點的財政貼息等；另一方面，有必要擴大收儲政策的用途範圍，如與以舊換新政策相結合，收儲房源作為拆遷安置房使用，增加先租後售方案等。(作者為平安證券首席經濟學家)

全面推進全球金融改革迫在眉睫



韓升洙

在過去的20年，國際金融論壇(IFF)的年會先後在北京和廣州南沙舉行，本次是我們首次在全球金融中心之一的香港舉辦年會。的確，香港目前在全球金融中心中排名第三，並且在商業環境、人力資本和基礎設施等領域領先亞太地區。香港的金融行業，包括投資管理和金融科技近年來取得了顯著增長，進一步增強了香港的全體競爭力。我非常清楚地記得，IFF去年5月在香港與金融管理局聯合舉辦了高層會議，那次會議令人非常難忘，因為這是IFF三年多以來首次舉行的線下會議。

兩個月前在紐約，聯合國召開了一次重要的大會，叫做未來峰會。在會議上通過的《未來契約》中，一個重要議題是當前多邊體系面臨前所未有的壓力。在全球治理轉型過程中，國際金融架構的改革必須加速推進，通過多邊主義推動全球變革，發揮其在塑造全球經濟格局中的關鍵作用。在過去的幾十年中，多邊主義為各國提供了一個合作、貿易、融資和發展的框架，推動全球經濟達到了前所未有的高度。

的確，多邊主義對於整個世界而言，仍然是至關重要的。自第二次世界大戰結束以來，聯合國和世界貿易組織等多邊機構在塑造全球貿易規則方面發揮了重要作用。通過多邊主義，貿易壁壘被降低，投資流動增加，各國能夠專注於具備比較優勢的行業，從而實現了生產力的整體提升和人民生活水準的改善。多邊主義成功促進了經濟增長和全球合作，但近年來它面臨着重大的挑戰。我們正在見證地緣經濟碎片化趨勢的加劇，經濟決策越來越受到政治和安全考慮的驅動。如果這種趨勢得不到有效遏制，將會破壞建立在開放、基於規則的貿易和國際合作原則上的多邊主義基礎。儘管面臨着重重挑戰，全球合作仍然具有強烈的必要性，因為全球合作的利益遠大於碎片化的成本。

在類似的背景下全面推進全球金融改革的呼聲比以往任何時候都更為迫切。在當今多極化的世界裏面，現有的全球金融架構通過布魯頓森林協議建立，在應對現代全球經濟複雜性方面正面臨越來越多的挑戰。國際貨幣基金組織(IMF)和世界銀行這樣的機構，因其治理結構無法充分代表新興經濟體，

現已被視為過時。改革這些機構以反映全球經濟格局的變化，對於恢復其合法性並確保其有效服務全球所有國家至關重要。

全球金融出現去美元化

全球金融秩序中最顯著的變化之一去美元化的現象，這是一個由地緣政治變化和許多經濟體希望減少對美元依賴的趨勢所推動的現象。雖然去美元化反映了全球金融格局的變動，但它也凸顯了全球經濟碎片化日益嚴重的趨勢，並強調了需要通過全面改革來推動一個更加包容和多極化的金融體系的必要性。兼顧發達經濟體和新興經濟體的利益、保持傳統金融機構競爭力的關鍵是調整投票權和配額。這將更好地反映全球經濟權力格局的變化，沒有這些改革，現有體系可能會失去推動全球合作和變革的能力。

此外日益增長的主權債務負擔，尤其是發展中國家的債務問題，必須引起足夠的關注。這些國家正面臨着不可持續的債務水準，而外部因素如利率上升和貨幣波動，往往加劇了這些問題。同樣，強化全球金融安全網至關重要。改革國際貨幣基金組織特別提款權(SDR)和改善預防性金融安排的獲取，可以為應對全球金融波動提供必要的緩衝。加強這一安全網對於確保各國，特別是發展中國家，能夠應對經濟衝擊並維持穩定，尤其在碎片化加劇的時代至關重要。如果在適當的時候採取這些措施，全球變革將朝着為國際合作開創更加美好的未來邁進。

(本文由國際金融論壇(IFF)聯合主席、聯合國大會主席理事會主席韓升洙為11月23日國際金融論壇(IFF)第21屆全球年會開幕大會致辭稿寫成，並授權本專欄發布)(www.iff.org.cn)



▲香港的金融行業，包括投資管理和金融科技近年來取得了顯著增長。

利好因素增 港樓市小陽春可期

樓市智庫 陳永傑

市場預計美國12月會進一步減息0.25厘，料明年全年減息1厘。息口回落，本港樓價跌幅逐步收窄，全年跌幅料少於5%，有機會是過去三年跌幅最少的一年。利好樓市因素增，明年春節過後可迎來傳統小陽春。

美國聯儲局的減息步伐比預期為快，在利率見頂趨勢下，對息口敏感的樓價於四季度已止跌回穩。但由於過去兩個月市場消化大批購買力及笈盤，個別業主收緊議價空間，而今年以來發展商積極去存貨，新盤開價普遍貼近市價，甚至平過二手，刺激首十個月一手市場售出逾1.5萬伙，創三年新高。中國人有句說話叫「寧買當頭起，莫買當頭跌」。減息威力下，樓價止跌回穩，蟄伏已久的市民，尤其是投資者，紛紛把握入市時機，帶動成交轉旺，多個屋苑樓價升多跌少。

今年9月20日首次減息以來，中原城市領先指數CCL累升近2%，143個成份屋苑之中，有超過一半、即81個屋苑的呎價錄得升幅，有8個升幅達一成以上，當中以沙田第一城升幅最大，達26.9%，呎價由9月減息前一周的1.15萬元，升至11月24日的1.46萬

元。於減息前的8月，沙田第一城總共有8宗成交跌穿400萬元，但受惠減息，筭盤買少見少，11月低於400萬元的成交只有兩宗。

中央惠港措施利好經濟

每年的二季度通常都是每年成交量最多的時候，被視為樓市傳統旺季，大部分發展商都會選擇在這段時間銷售新盤。據中原樓市大數據資料，以十大屋苑為例，過去10個年頭，其中6年成交量最多的季度，都是在二季度，包括2017、2018、2019、2021、2022年及2024年；2021年最旺，單季938宗；受惠全面撤辣，十大屋苑今年第二季成交亦最勁，有799宗，較第一季395宗多一倍。至於在2015及2023年，樓市曾提早出現小陽春，當時十大屋苑分別成交683及667宗。

中央政府推出多項惠港措施，包括恢復深圳居民赴港「一簽多行」，超過1800萬名深圳居民可申請簽注，將為本地經濟注入新的增長動力，有助提振經濟。當經濟逐步復甦，樓市也一定會活起來，加上美國本月有機會再減息，明年樓市小陽春或提早來臨。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)



▲今年新盤開價普遍貼近市價，刺激首十個月一手市場售出逾1.5萬伙，創三年新高。