



房子、交現房、降低槓桿。很多內地房企已順應市場規律，開始適應發展新模塊，建好

經濟觀察家

從2021年7月開始並持續至今的調整，是內地房地產發展進入新的發展階段的重要過渡，未來行業發展將完全不同於過去20年。筆者相信，在未來一兩年內，內地主要城市的房地產市場基本上都可以實現止跌回穩，三四線城市需要的時間要長一點。

內地樓市有望兩年內回穩



目前來看，房地產行業遇到的最困難問題是有效需求不足，市場出清仍不徹底。2021年，內地新建商品房銷售面積為17.94億平方米，而2024年預估只有10億平方米左右，3年下降幅度可能達到44%，這意味着行業產能大量閒置。即使房地產行業本身進行了調整，縮小了規模，但是過去房地產發展高峰期積累的土地仍然面臨較大去化壓力。

中國指數研究院的數據顯示，2014至2023年成交的土地規劃建築面積達212.95億平方米，但成交商品房面積僅147.08億平方米，仍然有65.87億平方米的潛在庫存空間。要緩解上述問題，只能多管齊下：

首先，在市場下行期，必然有大量土地閒置，地方政府要依法依規予以收回，還要嚴格限制供地，根據去化周期確定土地供應節奏和規模，維持土地市場穩定。應繼續引導和加快推進房企退出與轉型，減少供應以抑制供給過剩，提升住房質量，為老百姓蓋好房子。

其次，進一步擴大需求。例如，對首套房、多孩家庭購房等剛需購房加大優惠力度，包括稅收、貸款利率等多個方面；更要想方設法提升居民收入，改善預期，降低房價收入比；繼續推進地方政府收儲力度，支持市場回穩。

再次，加大結構性去化力度。商辦用房的去化壓力更大，建議更改商辦用房的供應方式，限制超額供應，地方政府宜結合城市發展趨勢、人口流動、經濟總量、產業特徵等，前瞻性地對商辦空間進行合理規劃。適當簡化和降低商業用房交易環節稅費，加速去化。也可考慮將一些符合標準的商業與公辦用房改建為租賃住房。

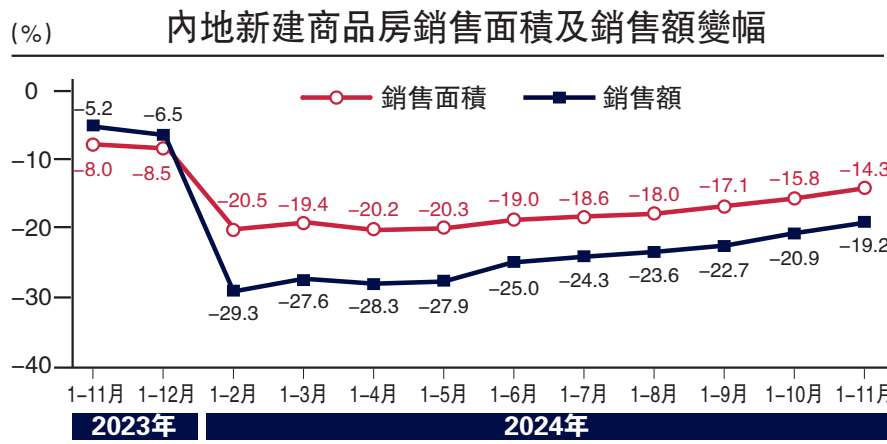
連環出招加大支持力度

2022年4月，內地商品房銷售面積按年跌39%，隨後市場跌幅總體上逐步收窄。而從2024年的情況來看，房地產市場下跌情況堪比2022年，但有所不同的是，當年市場是加速下滑的，2024年的市場是逐步改善的。

2024年以來，為解決房地產發展問題，政府出台了一系列積極政策，涉及「白名單」、「收儲」、調整限購限售政策、利率調整等。從政策來看，力度是不斷增強且全方位的。目前，四大一線城市相繼放鬆房地產調控政策，包括調整住房限購、降低交易稅、降低首付比例等，北京、上海的政策力度相對謹慎，而廣州全面放開限購，整體政策力度最大。

2024年9月中央政治局會議提出，要促進房地產市場止跌回穩，這是歷年會議以來首次提及。「止跌回穩」的實質是指「量升而價穩」，對市場預期的改善起到了非常積極的作用。去年9月底以來，房地產政策進一步放鬆後，月度銷售改善明顯，10月、11月的月度銷售同比都是加速恢復的。

另外，財政部明確指出，地方政府專項債可用於收購存量商品房，還可用於土地儲備，這是一個創新，有



利於商品庫存去化，也能有效緩解房企現金流的緊張狀況，促進房地產市場止跌回穩。

展望未來，要促進房地產市場「止跌回穩」，一些特殊時期特殊區域的政策會逐步退出，因為不少政策是為應對過去20年市場只漲不跌的情形推出的，例如限購限售等，上海、深圳、北京的限制性政策仍然有放鬆空間。

隨着市場常态化，有些只為應對當前市場下行的應急政策，例如「白名單」、「收儲」等，預估以後也會逐漸退出。而有些常規性政策，例如利率調整等，以後可能會長期運用在房地產市場調控之中。

從過去幾年的發展看，2025年內地房地產市場跌幅將進一步收窄，2026年回穩的可能性較大，但是能否實現還需看政策力度、居民預期、經濟環境等多重因素，市場出現波動也是有可能的。

從內地房地產發展的長期趨勢來看，按照城鎮人口新增需求、改善性需求和折舊需求分開測算，內地每年6億至8億平方米的新建商品住宅需求屬合理水平，在此區間波動都屬正常。2024年首11月，內地商品住宅銷售面積已達到7.2億平方米。高頻數據顯示，12月的商品房銷售繼續呈回穩態勢。

房企持續降低槓桿

房地產轉入下行周期已接近三年半，很多房企順應市場規律，已開始適應發展新模塊。以前「高周轉、高槓桿、高負債」的運營模式已經走到了盡頭，原因是高周轉對應的是商品房的高去化速度，但當前市場根本無法快速去化，高周轉也就無從談起。而高槓桿、高負債在當前的金融環境下更是不可能，必須審慎經營。

國家愈來愈強調要建「好房子」，這是對過去一段時期高周轉帶來的房屋質量下降趨勢的否定，建「好房子」也是市場發展的方向。內地城鎮人均住房面積已經超過40平方米，住房問題已經基本得到解決，市場會以改善性需求為主，要是還走「規模為王、重量不重質」的老路，將會被市場淘汰。

經過三年半的調整，A股房地產開發企業的平均資產負債率從2020年第三季度的64.67%，下降到2024年第三季度的60.99%，未來這一趨勢仍將持續。這些理念會逐步融入房企的經營模式當中。現在的市場狀態下，筆者覺得房地產企業要順應市場規律，建好房子、交現房、降低槓桿都是很好的發展方向。

樓市呈現五方面趨勢

在新階段，房地產市場可能會有五個方面的變化趨勢：

一是新房規模縮小，人房轉化比（住房規模與人口的比值）穩定在0.2至0.3。成熟房地產市場對新房的需求有規律特徵。從國外經驗看，近40年美國紐約人房轉化比平均為0.2，日本東京近30年平均約0.3，即隨着房地產市場發展成熟，每個常住人口每年對新房的需求量保持在0.2至0.3。中國一線城市已經出現這一趨勢。

二是二手房交易成為主導。近年內地二手房市場發展迅速。我們重點監測的20個核心城市中，2019年二手房的成交佔比為40%，2024年8月份該比例上升至62%，二手房成交量已經超過新房成交量，並接近日本首都圈的水平。內地核心城市已經步入以二手房交易為主的存量市場階段。

三是資產價格重構，優質資產才具備保值和增值的潛力。房地產市場進入新的發展階段，資產價格重構也是特徵之一。資產保值性與城市能級有直接關係，其中一線城市保值性最好，新房的保值性要高於二手房。根據國家統計局公布的70城住宅價格指數來看，一線城市資產價格的調整時間相對較短，調整的幅度也最小，其次分別是二線和三線城市。

四是城市更新成為新的發展趨勢。城市更新是城鎮化進程中關鍵環節，主要是通過一系列綜合性的維護與改造，對城市內功能衰退、環境較差、設施老舊以及空間布局不合理的區域，進行有計劃、有步驟的升級與重構。2024年7月，國務院頒布《深入實施以人為本的新型城鎮化戰略五年行動計劃》，強調了以人為本的核心理念，提出要深入實施城市更新行動，加強城市基礎設施建設，特別是抓好城市地下管網等「裏子」工程建設，加快補齊城市安全韌性短板，打造宜居、韌性、智慧城市。

五是保障性住房體系將進一步完善，成為住房體系的重要支撐。保障性住房主要解決城市低收入人群以及新市民、青年住房困難等問題，該體系的完善也是成熟房地產市場的標誌之一。加大保障性住房建設和供給，有利於加快構建房地產發展新模塊，完善「保障+市場」的住房供應體系，滿足工薪收入群體的剛性住房需求，也是為適應內地房地產市場供求關係發生重大變化的新形勢推出的有力舉措。

（作者為中國首席經濟學家論壇研究院院長）

為何特朗普執著比特幣？



天風視野 宋雪濤

特朗普在1.0時期還曾是加密貨幣的懷疑論者，而在2.0時期轉變為了「將美國打造為全球加密貨幣之都」的積極倡導者，一個主要原因是MAGA（讓美國再次偉大）主義者需要一個備選方案來保持美元的霸權地位，比特幣被賦予了超越技術發展的特殊使命。

特朗普為了擺脫未來的滯脹挑戰，寄望於通過人工智能（AI）提高財政效率和全要素生產率，但如果AI未能實現預期效果，赤字貨幣化將加快「去美元化」的進程。在過去的兩年裏，黃金已經作為去美元化的受益者，而成為投資者的心頭好。

但是MAGA主義者不能容忍美元的貨幣霸權受動搖，因此特朗普需要一個備選方案來維持美元的地位。這個備選方案必須是美國可以控制和施加影響的，黃金大概率已經在選項之外，而以比特幣為代表的加密貨幣可能還有機會。但貨幣的本質是信用，如果沒有信用，那就注入信用。

維護美元霸權地位的工具

重返白宮的特朗普已經意識到，如果不解決美國財政的效率問題和製造業生產的效率問題，美國經濟將愈來愈依賴赤字貨幣化，一旦突破了某個臨界點，債務螺旋將會出現，美元的霸權地位將被加速削弱。因此，特朗普第二任期的執政理念非常清醒，要通過AI讓美國脫離滯脹的軌道，維持美元全球公認的儲備貨幣地位。在這一進程中，馬斯克將扮演重要的角色，所以特朗普提升馬斯克的地位，成為他身邊最重要的人物，而馬斯克已經對美國政府預算法案產生了直接影響。

一旦馬斯克主導的效率改革失敗，美元不僅相對於黃金貶值，甚至可能進一步動搖美元作為全球儲備貨幣和主權信用貨幣的地位，雖然短期內概率很低，但這種動搖往往是在某個時刻突然加速的。歷史上，大國地位的更迭往往會經歷漫長的並行和競爭時期，最終權力的更迭則在短時間內完成。因此，特朗普需要制定一個Plan B（備用計劃），保住美元的地位，以應對AI技術未能實現提高生產效率、減少財政赤字、降低通貨膨脹，以及縮小貧富差距的情況，而這個備選方案就是比特幣。儘管短期內不存在能夠替代美元的貨幣，但將比特幣與美元掛鉤，可以視作一種對美元地位的避險對沖策略。一旦美元的全球儲備貨幣地位遭受到嚴重威脅，美國至少可以通過掌控比特幣來削弱黃金的地位，繼續維持美元的貨幣地位。

特朗普在與多位加密貨幣挖礦公司高層會面之後，於2024年6月提出要讓比特幣完全實現「美國製造」。能源作為比特幣挖礦和交易的一個關鍵限制因素，其重要性不言而喻。比特幣的能源需求完全依賴於電力供應。根據英國劍橋大學的估算，比特幣運營一年的用電量約172.1太瓦時，超過埃及、馬來西亞、波蘭等國家的年用電量。

比特幣礦工傾向於尋找低成本的電力供應以確保盈利。2023年，81%的新投產可再生能源項目的成本低於化石燃料項目。光伏發電為例，2023年光伏發電的成本比化石燃料和核能發電低56%，因此可再生能源在比特幣挖礦領域的使用佔比繼續上升。Woocharts數據，截至2024年10月，挖礦使用可持續能源佔比為56.8%。

追溯歷史，一個國家的實力往往與其能源生產力緊密相連。比如技術革命使得英國在煤炭開採和使用技術上取得突破，這為英鎊的長期地位提供了基礎。美國通過控制石油的開採、運輸和消費，以及對全球地緣政治的影響力，鞏固了美元和美國的全球領導地位。那些掌握了先進生產力所依賴能源的國家，能夠在百年競爭中嶄露頭角，從貿易到製造業，再到消費和金融，確立其主導地位。

如今，傳統能源的約束在逐漸減弱，以可持續能源為代表的新能源正在崛起。對於一個國家而言，開發和掌握新能源變得至關重要，因為成本低、供應穩定安全充足、分散化布局、可移動的能源供應系統，是引發新一輪技術革命和生產力提升的重要基礎。

所以，AI代表了維持美元地位的Plan A，加密貨幣則代表了對沖美元地位被動搖的Plan B，但無論是比特幣還是AI，能源都是無法繞過的核心要素。貨幣的本質是信用，信用的本質是秩序，秩序的本質是技術競爭，技術競爭的本質是能源效率。掌握新能源的國家通過能夠引領新技術的應用，提高生產效率，擴大高效且低成本的應用範圍，進而提升全要素生產率。無論哪個國家在這場競爭中勝出，一旦新的秩序確立，黃金的歷史使命也宣告完成。

（作者為天風證券首席宏觀分析師）



▲ 特朗普再度當選美國總統後，比特幣升勢凌厲。

提升公屋轉流率 增加社會流動



樓市新態 汪敦敬

筆者算是香港資助房屋政策的首批受益者，經常笑說自己是「徙置區的第一代嬰兒」。在未出世之前，父母曾被包租婆趕走，亦曾住過全屋漏水的石屋，徙置區令到難民有了穩固的安樂窩。在筆者就學階段，父母安慰道：「現在努力讀書，將來工作之後即使世界艱難，仍可以選擇購買房屋居住，將來可以有自己的家庭」。少年時期並沒有前路茫茫的感覺，因為知道有居屋政策。筆者覺得香港要重拾這種對未來的安全感。

筆者之前撰文指出，簡樸房的概念有瑕疵，但對於特區政府聽取意見的態度有信心，未夠完美可以作出修正。最近房屋局局長何永賢諮詢地產代理界有關簡樸房的意見，因為筆者所屬的商會主要是中小型地產代理行，同時亦沒有經營劏房業務，本來沒有打算參與及發表意見，但現階段聽到一些觀點是市民仍擔心，筆者認為需要給予意見令特區政府做得更好，所以出席是次會議，並給予兩點意見：

1）筆者關注管制劏房會否令到成本上升，配合香港租金的上升軌，會否成為一個不好的化學反應。根據差餉物業估價署資料，歸納後得出兩個數據值得參考，第一是過去兩年（2023年至2024年11月）住宅租金上升約11%，第二是截至2024年8月的劏房租金對比同年初上升約8%，但首5個月沒有明顯上升，而有資料是截至8月，即是說3個月已經升了8%，這個短暫的數據未必可以作準，但有關趨勢必須要留意。

2）簡樸房可以容納的住戶人數很大機會受其最低面積（不少於8平米）

所影響，變相容納的人數少了，特區政府有否為這個情況作出準備？筆者看到公屋轉流率低，以往長期只有1%左右，最近為約1.9%，仍未合乎公屋最少3%至5%的轉流率，即是轉流率不足正正是影響資助房屋的等候者，包括居住劏房的人，所以筆者一直認同針對公屋做合適的轉流率，不應該被霸佔從而影響整個房地產鏈的運作。

會議過程中，局方就簡樸房的八大要求作出解釋。筆者亦聽到局方對整個房地產的轉流率十分關注，而且是有概念去重新將斷裂的轉流率作修補。

糾正「公屋住一世」觀念

轉流率不足令到本港的房地產作出畸形的運作，轉流率概念已被荒廢了近20年，現時被重新重視是令人感到鼓舞。處理公屋富戶其實是處理轉流率的問題，民間有一種錯誤的觀念是教人「公屋住一世」。

住公屋的確是有很多「着數」，尤其是特區政府過去曾經容許公屋住戶缺乏上游的年代，但問題是住公屋令到人生少了一個重要的資產，這是後果嚴重的。缺乏上游不單只影響人生，亦會令到市場缺乏上游動力，最後不斷循環令到整個社會缺乏上游動力。市場成交量於是萎縮，只有一些非主流的人士出來買樓，同時也太依賴一手住宅供應，那自然令財富集中在大財團。

轉流率回復正常不但令社會有向上游的力量，而且令成交增加，市場上也不會過分集中於新盤，財富分配平均，解決劏房問題同時解決轉流率才是真正解決香港深層次問題，房屋局的決心和細緻的概念令市民重拾不少信心。

（作者為祥益地產總裁）