大公報
2025年8月8日 星期五

◀內地房地產銷售呈現止跌回穩，但新房市場仍要面對一定的庫存壓力。

經濟觀察家

內地房地產銷售規模「止跌回穩」已初見成效，但市場復甦仍面臨庫存壓力和房價調整的挑戰，區域、產品、庫存、價格結構的分化正在逐步形成。筆者預計下半年地產政策在穩定房價預期、激活購房需求、優化收儲、城市更新融資等方面有望進一步發力，加快「止跌回穩」進程。

穩樓市政策發力 加快止跌回穩

持之以恒
易 恒

2024年9月政治局會議重磅提出「要促進房地產市場止跌回穩」，12月中央經濟工作會議與政治局會議強調「穩住樓市股市」，都釋放出中央政府明確的穩地產意願，「止跌回穩」成為2025年房地產市場的關鍵任務。

根據統計局的數據，2025上半年全國商品房銷售面積4.6億平米，同比–4%，較2024上半年（–19%）與2024全年（–13%）降幅均明顯收窄；商品房銷售金額4.4萬億元（人民幣，下同），同比–6%，亦較2024全年降幅有所收窄。自「止跌回穩」政策定調後，全國商品房銷售面積與銷售金額累計同比降幅均有所改善。

二手房復甦更明顯，推動「新房+二手房」總成交量實現同比增長。根據我們跟蹤的40個重點城市數據，2025上半年40城二手房成交套數同比增長11%，與2024上半年（–7%）和2024全年（+6%）相比延續改善趨勢，增速好於同區域新房（–8%）。二手房市場的增長推動40城總成交套數同比增長4%，與2024上半年（–21%）和2024全年（–5%）相比由降轉升，實現止跌回穩。隨着二手房的崛起，2025上半年其市場份額已超過65%，較2021年末的低點提升超過20個百分點。

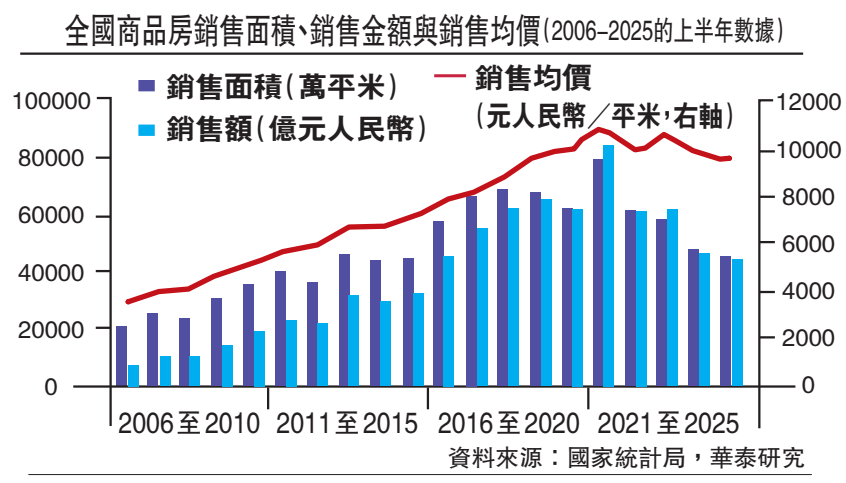
新房庫存壓力仍大

但挑戰依然存在，庫存壓力仍在新房市場：去化周期仍處歷史高位。根據統計局數據，截至2025年上半年，全國商品房待售面積（已竣工現房，狹義庫存）較年初下降4%，去化周期約26.6個月，較此前高點縮短6.7個月。顯性庫存方面，根據克而瑞數據，2025年上半年80城新房顯性庫存面積約4.8億平，較2021年5.4億平下降約10.6%；但由於目前銷售仍在築底過程中，去化周期約27.8個月，仍處於歷史高位水平。

截至2025年上半年，我們跟蹤的15個樣本城市二手房掛牌量較2023年末上升7.7%，較2025年1月的階段性低點上升7.9%。今年以來去化周期小幅拉長，自2025年2月的15.9個月，上升至6月的16.4個月。此外，2018–2021年為新房成交規模最大的4年，隨着時間推移，這部分住房成交逐步滿5年，從而滿足部分城市限售和個稅免徵要求，或在一定程度上成為二手房市場的潛在供給。

房價仍未築底雖然住房銷量有所改善，但傳導到房價仍需時日，當前房價尤其是二手房價格仍在築底過程中。根據國家統計局的房價數據，6月70城新房價格指數同比下降3.7%，降幅較5月收窄0.4個百分點；環比下降0.3%，降幅較5月擴大0.1個百分點。70城二手房價格指數同比下降6.1%，降幅較5月收窄0.2個百分點；環比下降0.6%，降幅較5月擴大0.1個百分點。2025年6月，新房價格環比上漲城市個數為14個，較5月增加1個；二手房價格環比上漲的城市個數由5月的3個降低至1個。

整體而言，中國房地產市場改善與挑戰並存，銷售活躍度有所提升，但庫存去化周期較高、房價尚未築底。如果仔細觀察房地產市場的結構，我們已經觀察到市場在區域、產品、庫存、房價等方面正在產生一些分化。



從中長期視角來看，市場在供給側和需求側都已經出現了積極的改善，共同為後續的「止跌回穩」蓄力。

供給側方面，房地產從業人員和規模房企數量收縮。根據國家統計局的數據，截至2023年末，房地產企業平均從業人數200萬人，較2021年下降29%。克而瑞數據亦顯示，全國權益銷售金額在百億以上的房企由2020年最高點的160家降至2024年的71家；權益銷售金額在千億以上的房企數量也由2021年最高點的27家降至2024年的7家，降幅均超過50%。

與此相對應，全國涉宅用地成交規模降至低位，顯示未來潛在供給規模或將延續收縮。根據中國指數研究院的數據，2024年全國涉宅用地成交面積和金額分別同比下降23%和26%，較2020年高點分別下降68%和60%。

需求側方面，購買力結構性改善從需求端出發，影響地產銷售的核心因素在於購買力和購買意願。經過本輪市場調整，儘管居民購買意願仍待修復，但居民購買力整體有所提升。截至2025年上半年，70城人均可支配收入相較2011年累計漲幅達148%，遠高於二手房價漲幅（16%）。

穩住房價 增入市信心

不論是供給側還是需求側，中長期「止跌回穩」的基礎正在構建，但要全面達成仍需要時間。展望下半年，筆者認為以下幾個層面可能需要進一步發力：

其一，穩定房價預期是第一步。居民對於未來預期不確定性的上升是當前樓市的核心癥結，尤其體現在「買漲不買跌」上，所以穩定市場預期，尤其房價預期是關鍵一步。今年3月國務院總理李強在《政府工作報告》中明確，要穩住樓市股市；7月4日住建部調研組赴廣東、浙江兩省調研，繼續強調「多管齊下穩定預期、激活需求、優化供給、化解風險，更大力度推動房地產市場止跌回穩」，把穩定預期放在第一位，凸顯了對預期管理的重視。2025年二季度以來，房地產市場熱度再度走弱，後續須保持對「更大力度」政策的期待。

其二，更有效地激活購房需求。當前居民加槓桿空間仍有餘力，同時中低能級城市購房負擔在下降，如何有效激活購房需求是未來需要解決的問題。筆者認為中國未來仍有較大需求釋放空間：1）城鎮化需求：2024年末中國城鎮化率為67%，參考發達國家仍有提升空間；2）改善型需求：以十年維度來看，中國居住空間改善需求可帶動78億平的住房面積增量。當前部分城市顯性庫存較多，但高品質供給不足，增加「好房子」供給或能激活更多購房需求。去年以來住建部等部門多次提出要加快建設安全、舒適、綠色、智慧的「好房子」，滿足人民群眾新期待。

其三，優化收儲發力去庫存。今年6月國務院常務會議提出要對全國房地產已供土地和在建項目進行摸底，進一步優化現有政策，提升政策實施的系統性有效性。去年以來收儲政策穩步推進，但進展有限，隨着全國房地產庫存數據進一步釐清，我們關注未來在政府收儲層面是否有更大的突破，尤其在資金支持和收購框架層面。

多元渠道支持城市更新

其四，需要關注城市更新資金來源。城市更新的資金來源是撬動項目的關鍵，今年5月多部門對城市更新行動的資金支持進行了闡述。財政部提出，將繼續通過中央補助資金、中央預算內投資、超長期特別國債、增發國債、稅費優惠等多元渠道支持城市更新，擴大地方政府專項債投向領域和用作項目資本金範圍，鼓勵政策性銀行以及社會資本、社區、居民等各方面積極參與。

金融監管總局也提出，正在研究出台專門的城市更新項目貸款管理辦法，通過項目清單管理，明確金融機構貸款的條件和流程，引導金融機構更好滿足項目的合理融資需求。未來各渠道資金的落實情況是決定城市更新推進節奏的重要指標。

房地產銷售規模「止跌回穩」已初見成效，但市場復甦仍面臨庫存壓力和房價調整的挑戰，區域、產品、庫存、價格結構的分化正在逐步形成。我們注意到政策推進中仍存在若干堵點，但也看到供給側優化和購買力改善正在構建中長期「止跌回穩」的基石，預計下半年地產政策在穩定預期、激活需求、優化收儲、城市更新融資等方面有望進一步發力，加快「止跌回穩」進程。

（作者為華泰證券首席宏觀經濟學家）

美聯儲獨立性正退色

實話世經
程 實

北京時間7月31日凌晨，美聯儲議息會議宣布保持基準利率不變在4.25厘至4.5厘，符合市場預期。今年以來美聯儲始終保持基準利率不變，主要出於關稅政策反覆、通脹壓力和經濟不確定性多重因素的考量。近期，特朗普政府對貨幣政策立場持續的言論干涉，也進一步引發了市場對於美聯儲獨立性的關注。

政府層面對於貨幣政策立場的干預反映出美國財政和經濟層面正面臨多重壓力。考慮到鮑威爾任期即將結束，未來市場對美聯儲政策獨立性的擔憂可能進一步發酵，金融市場不確定性隨之上升。在當前多重壓力下，美聯儲仍按兵不動以維護其政策獨立性，穩定市場預期與制度信任。

首先，今年以來，美聯儲始終保持基準利率不變，這與當下宏觀政策環境的不確定性密切相關。特朗普政府關稅政策多次推遲，與各國的談判也多有反覆，關稅對物價的具體影響至今仍未完全顯現。

最新數據來看，美國6月PCE同比2.6%，核心PCE同比2.8%。這反映了關稅政策帶來的一部分影響，但整體通脹仍然溫和。一方面可能是因為消費的走弱使得企業在抬升價格方面更趨謹慎。另一方面，與疫情期間供應鏈的斷裂有所不同，關稅尤其是反覆的關稅談判帶來的更多是企業之間的談判與成本轉移，而非供應鏈的實質性斷裂。就業方面，近期非農就業數據顯示勞動力市場出現岌岌可危的跡象，失業率反彈回4.2%，尤其是前兩個月就業人數的大幅下修，引起市場對於關稅後就業市場受到衝擊的廣泛擔憂。

近期美聯儲內部的分歧也逐漸顯現，本次議息會議維持利率不變的決議遭到沃勒和鮑曼兩位官員的反對（認為應降息25個基點）。鑒於當前關稅政策已延期至8月1日，其對物價的進一步影響預計仍需等待8月及9月的通脹數據方能進行較為全面的評估。

其次，近期特朗普政府對貨幣政策立場持續的言論干涉，也進一步引發了市場對於美聯儲獨立性的關注。政府層面對於貨幣政策立場的干預也反映出美國財政和經濟層面正面臨多重壓力。7月4日，特朗普總統正式簽署「大而美」稅收和支出法案，在高債務背景下推動財政擴張，財政乘數是其中的核心變量。如果大規模財政刺激能夠有效轉化為實際經濟產出，稅基擴大會在一定程度上彌補政府財政收入，從而緩釋財政可持續性的壓力。但若刺激效果有限，赤字和債務則將更快累積，形成「經濟放緩、債務加速」的風險陷阱。

▶關稅對物價的影響未完全顯現，這是美聯儲維持利率不變的原因之一。

參考IMF（國際貨幣基金組織）的工作論文，財政乘數的大小不僅與經濟結構相關，也受到所處經濟周期的影響。其中，財政與貨幣政策的組合方式是影響財政乘數的關鍵因素之一。這意味着，在「大而美」稅收和支出法案的實施階段，美聯儲堅持通脹目標需付出的經濟與債務代價將更為高昂，聯儲堅定政策立場也將面臨更大的壓力。

幣策不明朗 金融市場受累

最後，考慮到美聯儲主席鮑威爾任期臨近結束，未來市場對美聯儲政策獨立性的擔憂可能進一步發酵，金融市場不確定性隨之上升。歷史經驗表明，央行獨立性是穩定通脹預期與維護市場信任的關鍵因素。以20世紀70年代高通脹時期為例，當時的央行缺乏優先考慮價格穩定的職責安排，以及維護自主性的法律保障，貨幣政策頻繁受到政治干擾，居民實際收入和儲蓄在高通脹環境中受到侵蝕。直至1980年代中期，央行通過堅定的貨幣政策控制通脹，成功贏得了公眾對政策效力的信任。

大量實證研究進一步驗證了央行獨立性在維持價格穩定中的核心作用。根據IMF的工作論文，央行獨立性涵蓋多個維度，包括人事任免、問責機制、政策工具及目標設定自主權等。在高度不確定的宏觀環境下，機制的獨立性有助於央行更有效地錨定通脹預期，進而維持低而穩定的通脹水平。無論是高收入國家還是中低收入經濟體，獨立性高的央行在通脹控制方面普遍表現更優。因此，即使面臨財政主導壓力上升與政治干預的風險，美聯儲仍傾向於以審慎態度推進降息進程，以維護政策獨立性，穩定市場預期與制度信任。

若未來美國關稅政策對物價的衝擊弱於預期，則美聯儲可能加快降息節奏，以更及時應對當地增長放緩與信心修復的雙重需求。筆者預計年內降息幅度總計50至75個基點。

（作者為工銀國際首席經濟學家）

人才來港 帶動樓市購買力

樓市智庫
陳永傑

近年內地居民來港置業的興趣日增，但對不少準買家而言，最大的難題並非「搵樓」，而是如何將資金合法、安全地轉到香港。由於內地設有嚴格的外匯管制，每人每年最多只能兌換約5萬美元，要湊夠一筆幾百萬的樓價首期，過程猶如「過五關斬六將」。

以今年上半年「普通話拼音」買家人均買樓約900萬元計，即使獲批七成按揭，買家仍要自備約270萬元首期。不少內地買家採用最常見的「螞蟻搬家」策略：動員親朋好友的換匯額度，分批將資金電匯到香港戶口，逐步累積所需金額。另一種方法是透過「資本項目匯款」，即以出售內地物業、收取企業分紅等收入來源，憑合約及完稅證明向銀行申請一次性大額匯款。雖然審批程序較繁複，但獲批便可迅速完成資金調動。

對高淨值人士而言，還可選擇在香港成立公司，再透過內地企業以合法形式支付分紅或股東貸款，調動資金更具彈性和效率。

▲全面撤辣與搶人才政策為本港樓市注入源源不絕的動力。

香港特區政府也關注到這個「搬錢難題」。在最新發布的《香港營商環境報告》中，財政司司長陳茂波提到，內地買家來港置業需要資金支持，但目前內地資金調往香港存在限制。當局正與中央部委研究，如何在可控範圍內適度放寬，既方便內地人把資金調來香港，又避免造成資本外流。

近年輸入人才計劃已批出約33萬宗申請，約22萬人已經到港，其餘將陸續抵達，是香港物業市場重要的潛在購買力。若相關政策落實，不僅可縮短交易周期，更有望進一步釋放內地購買力。

內地買家平均斥900萬入市

數據亦印證這股趨勢。中原地產統計顯示，2025年上半年本港一、二手住宅，使用普通話拼音登記的買家多達6128宗，創歷史新高，涉資達559億元，人均入市金額逾900萬元。當中93%選購的是2000萬元以下單位，顯示中低價住宅成為內地買家的主戰場。

在簡單稅制、高透明度的交易環境下，加上教育資源與穩定投資回報，香港對內地買家吸引力依然強勁。

全面撤辣與搶人才政策齊發，可望為樓市注入源源不絕的新動力。若資金調動渠道一步到位，內地客將在本港樓市扮演更重要角色。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）