



▲2026年一季度，內地房地產市場出現「小陽春」。除了重點城市二手房成交顯著放量，新房價格環比上漲的城市數量亦有所增加。

經濟觀察家

2026年一季度，內地房地產市場出現「小陽春」，重點城市二手房成交顯著放量，新房價格環比上漲城市數量有所增加。但當前成交熱度能否持續，還要看居民對房地產的信心能否持續改善、庫存能否持續去化、政策能否持續支持。

政策發力 助內房延續小陽春



夏磊

財眼看房

信心比黃金更重要。一季度以來，房地產市場已呈現出積極變化。要讓「小陽春」持續下去，居民信心必須繼續改善並保持穩定。購房者信心恢復，主要有四個支撐。

地產市場四大支撐

一是宏觀經濟向好提供底層支撐。

2026年一季度國民經濟實現良好開局，國內生產總值（GDP）同比增長5%。從收入端看，一季度全國居民人均可支配收入12782元（人民幣，下同），扣除價格因素實際同比增長4%。從結構來看，工資性收入同比增長4.9%，保持穩定；經營淨收入同比增長6.6%，是收入增長的主要貢獻項，體現出小微企業和個體工商戶的經營活力有所恢復。從物價看，2026年1至4月居民消費價格指數（CPI）同比上漲0.9%，溫和通脹環境亦有助於名義收入的改善和消費意願的釋放。宏觀經濟的向好，為房價預期改善提供了堅實基礎。

二是股市財富效應逐步顯現。

2024年9月24日政策組合拳推出以來，滬綜指從2863點上漲至2026年5月超4200點，刷新2015年以來新高。2024年9月24日至2026年5月11日，滬綜指數累計漲幅達48%，顯著修復並提升了居民金融資產市值，形成了較為可觀的財富效應，為居民「賣舊買新」提供重要資金儲備。與此同時，居民資產配置行為出現明顯變化。2026年一季度住戶存款增加7.7萬億元，同比少增1.5萬億元；銀行理財市場存規模較去年末縮水1.38萬億元。新增定期存款佔比從2023年的96.2%下降至2026年一季度的84.9%，居民「持幣待購」意願增強。

三是法拍房對邊際房價的衝擊減弱。

2026年一季度重點城市法拍住宅成交佔比整體維持低位，北京降至0.6%，上海0.7%，廣州、深圳小幅上升1.7個和0.6個百分點，佔比約為3.4%和3.6%。法拍房佔比整體維持低位，因法拍折價引發的「價格坍塌」被有效隔離在局部範圍，並未蔓延至主流二手房定價體系。法拍房對市場影響更可控。根據



▲股市上升帶來的財富效應是房地產市場的重要支撐之一。

中國指數研究院數據統計，2026年一季度住宅類法拍房掛拍9.5萬套，同比下降4.3%。在此基礎上，以深圳為例，部分債權銀行已主動「下場」定價快速處置抵押資產，未來法拍房的折價率將更合理，有助於避免價格螺旋下跌，邊際房價得到穩定。

四是租金回報率回升修復房地產資產估值。2026年3月，中國指數研究院50城平均租金回報率為2.26%，高於同期5年期定期存款利率1.3%和10年期國債收益率1.8%。居民購房現金流正逐步轉正。租金回報率托底資產價格的核心機制在於，租金收益覆蓋月供成本，持有房產從「淨支出」狀態切換為「收支平衡甚至盈餘」。

以北京朝陽區安貞西里一套60平米兩居室為例。根據鏈家資料顯示當前市場總價約220萬元，月租金約5300元，租金收益率約為2.9%，明顯高於定期存款利率。假設首付120萬元，公積金貸款100萬元，貸款期限20年、等額本息還款，月供約為5347元，月供與月租金已非常接近。這意味著購房者每月實際現金流出壓力較小，當公積金貸款額提升或房貸利率進一步走低，租金收益完全覆蓋月供將是大概率事件。

宏觀經濟、財富效應、供給擾動、資產估值四個維度形成合力，居民信心改善具備一定可持續性，這是「小陽春」延續的最重要條件。但股市波動、經濟復甦斜率等不確定性仍需繼續觀察。

內房庫存也在持續去化中，2026年4月末，全國商品房待售面積同比下降0.5%，連續兩個月下降，供求關係出現邊際改善。但全國房地產庫存總量（含現房、在建及已供未動工土地）約為57.4億平米，庫存壓力尚未根本緩解。只有推動庫存持續去化，才能為市場止跌企穩提供基礎。

一是庫存去化渠道在拓寬。2026年各地積極探索多渠道盤活存量商品房，將有助於庫存去化。湖南省已明確2026年計劃收購存量商品房200萬平方米以上，用於保障性住房、安置房、宿舍和人才住房等；河南省支持發行專項債收購存量住房。通過收儲轉化，可以在補充保障房供給的同時，消化庫存。

二是土地成交持續下降。根據中國指數研究院數據統計，全國土地成交規劃建面連續5年下降，2025年成交9.9億平方米，較歷史高點下降67%，2026年土地成交下降持續，1至4月同比下降19.2%。土地成交的持續縮量，意味著後續新房供應將減少，有助於去庫存。

各地也因城施策精準調控，如福建省明確，部分市、縣去化周期超過

24個月應暫停商品住宅用地供應，12至24個月的按「盤供平衡」原則供應。這種精準調控，使土地供應與各地實際消化能力相匹配，避免無效供給的進一步累積。

三是產品升級，供給結構優化。2026年《政府工作報告》明確「好房子」建設標準，「安全、舒適、綠色、智慧」成為新一輪產品升級的核心方向。通過容積率優化、綠色建築、智慧社區等產品升級政策，鼓勵開發商打造符合新一代居住需求的改善型產品，推動住房「更新換代」，激活新房市場需求，避免庫存長期沉澱。

與此同時，規劃端也給予有力支持。相關部門優化居住用地規劃指標，包括適度提高容積率、調整綠地率、建築密度、建築退讓距離、停車配建標準，並完善公共服務、市政交通設施配建以及風貌引領要求。這些供給結構優化措施，既提升了新房產品的競爭力，又更好地匹配了居民改善型住房需求，有助於加速庫存去化。

多渠道去化、供給收縮、產品升級共同發力，有望推動庫存持續去化，助力市場企穩。

利好政策保持力度

本輪「小陽春」是限購鬆綁、房貸利率下調、公積金優化、「以舊換新」等多項政策疊加的結果。政策邊際效應容易遞減，要讓行情持續，必須保持政策連續性和針對性。

首先，要進一步降低交易成本。在現有換房退稅、增值稅3%稅率基礎上，可繼續降低首套或唯一住房契稅，對「賣一買一」家庭給予契稅減免。同時推動中介費率公開透明、實行分檔收費，減少交易摩擦。

其次，須保持金融支持力度。當前購房首付最低15%、房貸利率已低至3.06%。下一步可因城施策放寬首套認定，如掛牌房源不計套數，按區劃分首套房標準。擴大公積金提取支付首付範圍，提高多子女家庭額度。推廣貸款利息補貼，如蘇州青年人才50%貼息，南京「賣舊買新」的1%貼息等。金融支持力度的持續可支持房地產市場穩定。

再次，政策工具箱保持動態更新。加大「以舊換新」力度，推廣國企收購舊房、中介優先幫賣、解約保護等模式，打通置換堵點。因地制宜發放購房補貼，重點支持多子女和換房家庭。全面推廣「房票安置」，珠海等地已明確用於城中村改造。建立多元化房源庫，探索房票跨區域流通，直接為新房市場導入需求。

政策保持其支持力度並持續優化，可助力鞏固當前房地產市場回暖勢頭。

（作者為國海證券首席經濟學家）

市場容易給新任美聯儲主席沃什貼上某個標籤，例如「獨立性欠缺」或者「縮表鷹派」。但深究沃什的政策理念，我們看到的可能是一個更具建設性、更長遠、也更為精密的宏觀框架。儘管沃什部分構想帶有理想主義色彩，但毫無疑問的是，沃什正試圖以一種破壞性與創造性並存的方式，向過去延續了二十多年的傳統貨幣政策範式發起挑戰。

沃什上任後面臨的核心考驗，是如何在特朗普的持續施壓與美聯儲政策獨立性之間取得平衡。從理論訴求來看，他為降息構建了兩大關鍵支撐，既貼合技術周期規律，又重構了通脹評估框架：

一是歷史經驗的借鑒，沃什試圖復刻格林斯潘的生產力定價思路。沃什認為，人工智能（AI）技術驅動的生產力跨越式提升，能夠在提振生產效率的同時平抑通脹水平，為美聯儲降息打開政策空間，這一研判邏輯，與當年格林斯潘依託互聯網技術革命紅利制定貨幣政策的思路高度一致。

二是通脹框架的重構，用截尾均值PCE替代傳統的核心PCE。沃什認為，截尾均值PCE剔除了極端波動項，更能反映通脹的核心趨勢。而4月數據顯示，截尾均值PCE錄得2.4%，大幅低於3.2%的核心PCE，指標口徑的調整為降息提供了理論基礎，也是其全力推動降息的核心依據。

不過，降息落地仍面臨不小的現實約束。一方面，霍爾木茲海峽重啟預期持續下降，短期通脹風險上行，疊加經濟呈現企穩態勢，數據面並不支持降息的判斷；另一方面，AI帶來的通脹效應尚存較大分歧，長期來看AI提升社會總供給，的確能夠對沖需求端的通脹壓力，但短期之內AI帶來的生產力躍遷程度存疑，尤其是製造業的生產力提升，而且當前高額的資本開支下，反而易形成階段性成本上行壓力。沃什需要更多數據來說服聯邦公開市場委員會（FOMC）成員，證明對降息的支持，而這一難題是巨大的。

在缺少更嚴密的數據支撐下，一旦貿然推動降息，極易被市場視作向政治訴求的妥協，進而損害美聯儲的獨立性。因此，沃什亟需一個契機，比如借中東局勢緩和，實現基於數據、有「尊嚴」的降息，在維持經濟韌性與捍衛獨立性間找到平衡，當然這可能也需要特朗普配合。

相較於在降息路徑上的搖擺不定，沃什在縮表議題上的立場顯得極為鷹派且堅定。修復資產負債表、回歸常

沃什面臨的「不可能三角」難題



林彥

民生國計

態化貨幣政策的長期確定性無疑是沃什貨幣政策中的核心部分。這也是當前金融市場對沃什政策前景最深層的焦慮所在，自2月以來對沃什縮表的預期已數次引發市場大幅波動。

沃什「縮表」的核心是希望美聯儲從「充足準備金」框架回歸危機前的「短缺準備金」框架。在沃什看來，長期的QE（量化寬鬆）本質上是對金融資產所有者的「隱性補貼」，不僅扭曲了市場定價、加劇了貧富分化，更讓美聯儲模糊了貨幣與財政的邊界，損害了自身的獨立性。

不僅如此，長期維持高企的準備金環境，還在潛移默化中滋生出一系列深層次的市場結構性扭曲：

一方面，長期的「大水漫灌」正削弱美聯儲的調控能力。在準備金極度充裕的環境下，金融機構對美聯儲流動性的依賴度明顯下降，導致傳統公開市場操作的傳導機制近乎失效，若能成功引導體系回歸「短缺準備金」狀態，則意味着市場將重新高度依賴美聯儲提供的流動性邊際支持。屆時，美聯儲僅需微調準備金供給，便能精準、有力地牽引市場利率回歸政策目標。

另一方面，機制性套利傾向正純化金融體系的資源配置功能。商業銀行坐擁海量閒置資金，更傾向於將資金存放美聯儲獲取穩定利息，主動服務實體信貸的意願持續薄弱，金融資金空轉現象突出，這也背離了貨幣政策支持的初衷。

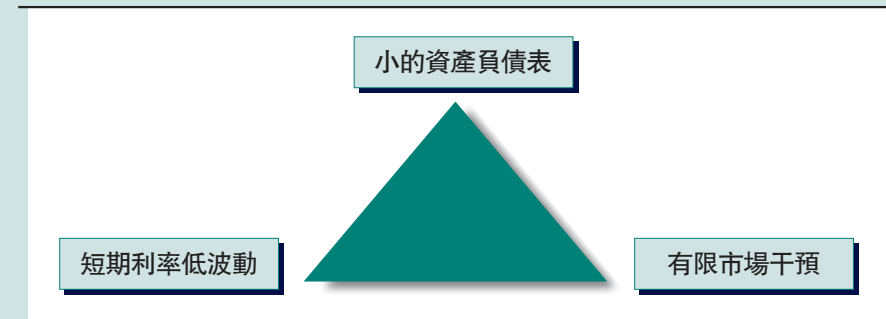
因此，無論是從穩固美聯儲全球央行公信力、堅守貨幣調控中立性出發；還是着眼於重塑央行政策調控效能、提高金融服務實體能力，沃什力推的縮表框架，都具備一定的政策合理性。

但現實掣肘也十分突出，即美聯儲面臨縮表的「不可能三角」（見圖）。央行最多只能在「小資產負債表、短端利率穩定、有限市場干預」這三個目標中同時實現兩個。當前的充足準備金框架下，美聯儲保持利率穩定和有限的日常干預，不得不維持一個龐大的資產負債表；而一旦回歸短缺準備金框架，在維持對市場有限干預的情況下，將導致短端利率的大幅波動。

為盡可能減少市場的波動，沃什在推進縮表的進程中，需要同步引導銀行準備金需求的下降。通過需求曲線的左移精準對沖流動性供給的絕對減量，從而允許現行的「充足準備金框架」在更小的資產負債表規模下，依然能夠維持正常的資金融通與定價功能。

（作者為國聯民生證券研究所首席宏觀分析師）

美聯儲資產負債表的「不可能三角」



資料來源：紐約聯儲、國聯民生證券研究所繪製

「留學香港」帶動租務市場繁榮



廖偉東

樓市強心針

香港高等教育在國際舞台上再創佳績。《泰晤士高等教育》（THE）2026年亞洲大學排名中，本港八大資助院校首次全數躋身亞洲百強，香港大學穩居第六，中文大學及科技大學亦保持在前列；教育大學及嶺南大學首次進入百強，成績令人鼓舞。今次成績不僅提升香港的國際能見度，更為「留學香港」品牌增添更多吸引力。

特區政府近年放寬非本地生招生限制，去年海外學生申請量錄得雙位數增長。而至2026/27學年，專上院校可收取的非本地生比例上限將提升至五成。與此同時，國際學校需求持續上升，今年度來港就讀國際學校的中學生人數預計將升至接近2.4萬人。這些新增人口將形成龐大的租務需求，尤其集中於交通便利、生活配套完善的地區，不但吸引留學生，也成為收租客的寵兒。

雖然市場上已有資金部署學生宿舍項目，但由於涉及用途轉換、審批及改裝工程，周期長、投資額大，難以即

時滿足需求。對一般收租客而言，中小型住宅仍然是最直接、最靈活的投資方式。

留學生租客具備幾個特點，使其成為收租市場的「優質客源」。首先，租期穩定，不少家長會一次過繳付全年租金，令現金流更可預期。其次，他們願意支付溢價，以換取便利及安全。若單位已配備傢具、Wi-Fi、洗衣乾衣設備等，吸引力更大。再次，家長普遍重視物業管理及社區治安，令管理良好的屋苑更具競爭力。

畢業留港 增港樓市剛性需求

香港打造「留學香港」品牌，把教育優勢轉化為實質經濟效益，長遠不但有機會發展成為香港經濟支柱之一，教育競爭力提升，也間接帶動租務市場。此外，部分留學生畢業後會選擇留港工作，成為新增人口及勞動力，也為香港樓市帶來更多剛性需求，令投資住宅物業更具效益。筆者相信，未來幾年仍會是收租客部署投資「留學生租務市場」的黃金時機。

（作者為利嘉閣地產總裁）