

樓市進入橫盤時代 未來五年增長趨零



▲分析認為，房企需要控開工以節省工程前期投入，控拿地以優選好項目，控投資以降低資金沉澱

中新社

4月23日的中央政治局會議指出：「要推動信貸、股市、債市、匯市、樓市健康發展，及時跟進監督，消除隱患」。截至目前，股市、債市、匯市、樓市「四大市」風險隱患次第顯露，印證了中央的前瞻和擔心。在筆者看來，樓市已在企穩之中，未來五年將處於「零增長區間」的橫盤時代。

新城控股高級副總裁 歐陽捷

一、四市風險已經觸底

A股再現千股跌停，股民哭已無淚。股市的底在哪裏？雖然國務院副總理和中證監主席先後喊話，各地政府也採取了一些救企措施，但股市預期仍未完全扭轉，真正見底恐非一朝一夕之事。也許，我們只有等到美國出現十年一輪迴的金融危機，美國被迫與世界各國共克時艱，中美對抗才能有所緩和，股市預期才能真正得到修復。只有在那時，A股才能築底。也許，兩三年內即見分曉。如果真能橫盤，股民必當感恩戴德、彈冠相慶。

債市風險警報暫時解除。中國央行重新定義了流動性——「合理充裕」，定向放水釋放了流動性，基本消除了大規模債務違約的風險。流動性充裕帶來了通貨膨脹的壓力，市場在資產保值的選擇中彷徨糾結。

匯市暗流湧動，做空資金如鯊魚群般虎視眈眈、環繞游弋。央行嚴防死守，匯率窄幅波動。新任央行貨幣政策委員劉世錦曾經表示：「匯率重要的不是具體『點位』，關鍵是匯率機制要正確。只要機制正確，不怕『點位』不回來」。換言之，破7或已不再是必守的關口，也許明年匯率不再橫盤。

樓市呢？當前，樓市出現了三個調整信號：

首先是土地流拍增多。今年首九月土地流拍已達935宗，其中一線城市流拍13宗，二線城市流拍197宗，已超去年全年的144宗，三四線城市流拍725宗，接近去年全年的954宗。筆者曾在專欄中指出：「土地流拍增多，恰是土地財政無法割捨、土地市場趨於理性的寫照」。流拍的實質是地價過高，房價受限（政府限價、購買力局限），房價地價差太小，房企盈利空間不足，逐漸趨於理性、謹慎拿地所致。

其次是房企促銷增多。在限購城市，有資格、有能力的客戶正在減少。在限價嚴厲和房價已高的城市，房價上漲預期不再，投資客全面退潮，高房價也擠出了購買力不足的首置客，導致現場流量下降。剩下的改善客觀望情緒日濃，迫使現金流緊張的房企和銷售不暢的項目降價促銷。房企搶收有資格、有意願、有購買力的客戶，大力搶收現金流，這樣既可以保障安全，避免市場下行帶來的風險，也可以儲備能量，見機抄底。

最後是二手房降價增多。限價令扭曲了市場，導致一二二手房價倒掛，二手房價當然不應比新房更高，降價是自然不過的事。限價令政策倒逼二手房價下

降，先期獲利的投資客適度讓利、拿回收益，也帶動二手房價下降增多。

三個增多雖然帶來市場預期變化，但主要是嚴厲的調控政策抑制所致，並非市場自我調整。市場過度放大了不利信號，誤導了市場預期。在筆者看來，在調控政策邏輯之下，其實樓市正在企穩之中。

二、調控政策難再加碼

市場預期變化的觸發點來自於7月31日的中央政治局會議要求。但是，大家可能忽略了中央政治局會議通稿真正的內涵。會議通稿中關於經濟工作的描述有909個字，其中18個穩字，「穩經濟、穩就業、穩外貿、穩外資、穩投資、穩金融、穩地產、穩民生、穩預期……」，「穩定壓倒一切」的迫切之情瀰漫在字裏行間。

中國經濟增長的L形還未穩住，未來還會繼續探底，底在哪裏？劉世錦說，近三年，中國經濟增速保持在6.5%以上是可能的，達成中央提出翻兩番的目標也沒有問題。問題是三年之後，經濟增速可能下探至5%至6%區間，國家發改委經濟研究所專家也有相同的預測。所以，我們要做好共克時艱的思想準備，而且，即便是5%的增速，也許還不一定就是真正的「底」。真正的「底」可能與A股「底」的邏輯相同，只有扛過了美國全面圍剿的戰略打擊，挺過了美國金融危機的衝擊，中國經濟才能真正企穩橫盤。

面對中國經濟下行趨勢，房地產調控政策的核心訴求是什麼呢？顯然，房地產已不適宜繼續擔當中國經濟的火車頭，但也不能變成拽後腿的拖油瓶。房地產只能穩定，絕不能在穩中有變、外部風險放大、內部定向放水的同時失措添亂。中央政治局會議關於房地產的四句話，筆者已經做過解讀，其中關鍵詞是：「促進房地產市場平穩健康發展」。這是自2013年以來，歷次中央政治局會議涉及房地產的表述始終未曾改變過的，意思是說：房地產既要穩定，也要健康，還要發展，這才是房地產調控的核心訴求。

三、土地流拍不會增多

可以預見，在市場下行預期逐漸走強之時，調控政策加碼已近尾聲，基本不會再有嚴厲的政策出台，即便是補丁也會越打越少。房地產稅明年出台更加不合時宜，可能性已基本消失。

土地流拍會不會繼續增多？不會了。事實上，進入9月以來，一二線城市和三四線城市的土地流拍宗數都已大幅下

降，9月流拍的住宅用地僅為8月高峰期186宗的一半。10月1日至18日，住宅用地流拍更是只有14宗。從目前的數據來看，二線城市推出土地數量尚未明顯下降，但成交地價溢價率已經進入5%以內的「零增長區間」。三四線城市情況大同小異，地方政府希望還能搶收一把，土地推出數量依然不減，地價預期還沒有普遍下降，溢價率也近於「零」。明年推出住宅用地數量將會減少，畢竟，今年出讓的土地相較去年已經有了大幅度增長，大房企土地儲備充裕，增加土地儲備的意願也在下降。敏銳的地方政府開始調整地價。土地出讓底價也會有所降低，土地流拍自然也就減少了。

房企降價促銷會不會繼續增多呢？目前大力度降價促銷仍以個案為主，主要是遠郊盤、高端盤、大盤、尾盤。當房價已至高位，投資客退潮，首置客無力，剩下的改善客以改善區位、產品、配套為原則，以性價比為指針。除了已有不少於一套房的本地客戶和鄉下進城首置客戶，遠郊盤難有需求，即便有價格優勢，也難以導入改善客。在市場下行預期下，高端盤沒有大幅度、一次到位的見底式降價，改善客難以動心，小幅降價於事無補。大盤更需來自於區域外導入客流，多為對市場幾無所知的鄉下進城客戶，即便是有售價折扣，也難有持續效果。尾盤就不必說了，市場好的時候，照樣有尾盤甩賣，無需驚奇。

筆者預判，大面積、大規模、大力度、全方位的降價促銷很難出現。原因有二：

從房企角度看，去年以來，大中小房企銷售業績都有增長，大幅降價動力不足，反而折損利潤，影響企業未來發展和品牌效應。況且大勢之下，並非單純降價就能吸引客戶。雖然小幅降價促銷功效不甚理想，總是有勝於無，在市場普遍以折扣吸引客戶眼球的情況下，大家隨行就市，不至被客戶另眼相看。

四、釋放市場托底信號

從地方政府角度看，項目大幅降價或將背上擾亂市場的指控。如果降價項目引發社會不安定因素，甚至不排除受到關閉售樓處、雙向限價、不予備案等處罰。

二手房降價幅還會繼續增多嗎？或許年底之前，急於用錢還債的業主還會有一波降價潮，但春節之後，市場橫盤大概率出現，二手市場預期也將有所轉變。同時，因為有資格的購房者減少，二手房出讓意願下降，房價降幅也將趨於收窄。

樓市正在更加接近筆者預判的「零

為何銀行出現三個P？

中原按揭經紀董事總經理 王美鳳



談樓說按

美聯儲於上月一如市場預期上調聯邦基金利率0.25%，本港加息條件已成熟，大部分銀行先後公布上調最優惠利率（P）0.125%，其中兩家中小型銀行則公布加P0.25%，導致市場上出現三個P，分別為5.125%、5.375%及5.5%，原因為何？

大型銀行與中小型銀行的存款基礎及資金成本出現很大差別，大型銀行存款基礎龐大，雖然銀行體系結餘已較年初減少逾千億元至大約760億元，但仍高於海嘯前約100億元上下水平。在現時銀行結餘仍充裕情況下，大型銀行若加息後存息支出增額大於按息增加收益，原則上會有不對稱加息的動機。

不過，存款零利息已超過十年時間，反而按息已於去年因應拆息上升已有所上升，現時市場已具備加息條件下，相信銀行不會在2012年後首次啟動加P的時間上，選擇只加P而不加存息，以免市場反應負面

，亦增加流失客戶的機會。因此，是次大型銀行選擇加息幅度沒有跟足美息之0.25%，P加幅為0.125%，加息後四家大型銀行之P分別為5.125%及5.375%。

原則上，大型銀行在P的調整方面具指標性，其他銀行一般較大機會同步跟隨。然而，9月底期間銀行同業拆息持續上升，與供樓相關的1個月期拆息升至2.27%（9月27日計），已達十年新高水平，拆息基本上已高於加息前之實際按息2.25%水平，加上銀行之定存息率已相繼提高，反映銀行平均資金成本均在上升。

對於較依賴拆入銀行同業拆息作為資金的中小型銀行，拆息上升等同提高資金成本，是次大型銀行僅加息0.125%，幅度少於市場預期，加幅對於中小型銀行或未必足以紓解加息壓力。這情況下，有個別中小型銀行公布上調P之幅度有別，加幅為0.25厘，調整後之P為5.5%，市場如今遂出現3個加息後之P。由於個別中小型銀行已於早前公布上調活期存息至0.25%，P加幅更需達0.25%才能對稱存息支出及按息收入。供樓人士面對市場三個P，應小心計算比較當中的實際息率。

增長區間」。從1至9月數據來看，37個一二線城市商品住宅銷售面積減少的有22個，導致看淡市場的觀點日漸增多。但另一方面，一二線城市合計銷售2.32億平米，同比僅下降0.1%，在嚴厲的政策抑制下，市場整體依然相對穩定。已發布數據的67個三四線城市，商品住宅銷售面積下降的城市同樣居多，達到38個，增長的僅為29個。不過，國家統計局數據顯示，1至9月商品住房銷售面積同比增長為3.3%，顯示出市場增長主要還是來自於三四線城市。

雖然市場進入秋涼，但總體量平穩，依然是橫盤景象。短期樓市還會有震盪，個股跌停，但不會千股跌停——大面積、大幅度跌價的概率很低。今年市場與往年不同，由於購買資格、購買力與政策邏輯的共同作用，住房市場高位橫盤的概率更高。而且，地方政府相對更貼近市場，在市場出現下行之際，很可能頂着調控壓力冒險嘗試放鬆，因為調控由「一城一策」轉向「一城多策」給了地方政府更大的自由裁量權。

網傳廣州放鬆限價、網簽，雖然只是南沙、花都、增城外圍局部區域，但信號意義更大，雖然市場已出現下行信號，但房企預期、政府預期調整均未到位，投資客剛剛離場，地價、房價還未下調。一旦中央部委放行，就會變成默許和鼓勵，刺激地方政府爭相效仿，可能出現局部調控失控局面，如果出現明顯漲價現象，不排除被叫停的可能。畢竟，樓市還遠未到需要救市的時候。

筆者預計，降價促銷結束可能提前於市場預期，回溫或在三個節點：最早於春節。大部分房企完成全年業績，支付完工程款項和工資獎金，無需繼續降價促銷，明年伺機而動。明年兩會之後，地方政府將真正啟動大基建，可以帶動地市、樓市有所回溫。最遲明年年底，外部變化有所緩和，中國經濟走勢明朗，樓市博弈將見分曉，調控政策穩中有鬆，地價房價趨於穩定，客戶信心逐漸恢復。

當然，指望還有過去兩年的火爆情景已不現實了。

橫盤時間有多久？從中長期上看，未來五年都將是「零增長區間」的橫盤

時代。過去樓市是經濟增長的火車頭，當經濟不好時，需要刺激樓市。但樓市一刺激就火爆，只能調控減速，力度掌握不好，接着就是冰封，反而拖累經濟。現在房地產已不再是火車頭，而是中國經濟的壓艙石。在外部變化越發惡劣之際，中國要打好太極拳，見招拆招，這就要求我們要站穩腳跟，才能應對內外不確定性的挑戰。

五、從火車頭到壓艙石

橫盤時代，房企的戰略如何延續與調整？橫盤時代意味着樓市長期處於「零增長區間」，我們不能再享受市場糕增長的紅利，大房企勢必繼續爭奪老蛋糕，同時尋找新蛋糕。換言之，住宅市場規模繼續增長與加速相關產業多元化試水將成為橫盤時代的房企雙引擎。

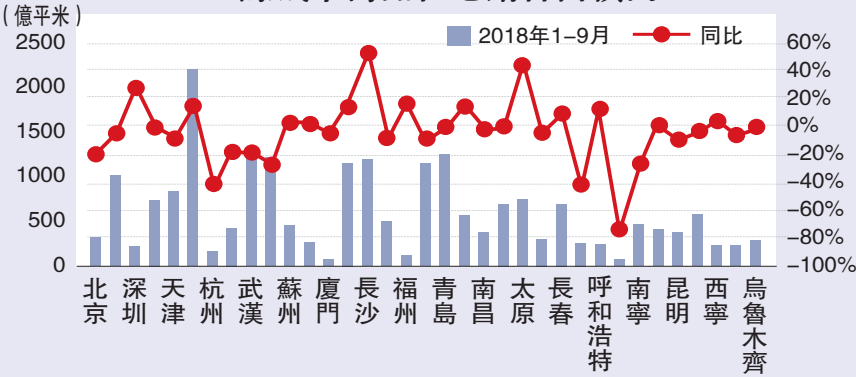
繼續規模增長，意味着現金流是唯一策略。房地產行業已經進入資本驅動的時代，現金為王、土地拓展、收購兼併，沒有資本就沒有規模。繼續規模增長，就意味着高周轉是唯一模式。輕言放棄高周轉顯然為時過早，筆者預判，直到大多數房企退出地產江湖，大房企市場份額基本固化，大家才會放慢節奏，而這也許還有十年左右時間。

繼續規模增長，更意味着三四線是唯一增量。過去我們說過，固守在無量無價的一二線城市顯然無法獲得業績增長，動輒幾十億的投資，銷售門檻越來越高，資金回收周期越拉越長。雖然三四線城市不再是去庫存的政策市，未來進入城市要精挑細選，但三四線城市面廣量大，機會顯然更多，而且也越發考驗土地拓展的內功。

繼續規模增長，控制好地是唯一邏輯。何謂好地？符合高周轉、現金流、房價地價差標準，三四線、小地塊、低地價、低總價，可以快進快出，提高拿地預期利潤率，本質上也是避免拿地的誤判，掉入慢周轉的陷阱。

繼續規模增長，控節奏是唯一要領。房企需要控開工以節省工程前期投入，控拿地以優選好項目，控投資以降低資金沉澱。只有控住節奏，才能沉下心来尋找更好的項目機會。

一二線城市商品住宅銷售面積同比



二三四線城市住宅用地每月流拍土地宗數

