



經濟觀察家



金融熱話

在7月末政治局會議宣布堅持「房住不炒」後，房地產投資增速下行的趨勢便越來越明顯。筆者預計，下半年不應以線性外推的思維去看待房地產投資的走勢，由於拿地斷崖式萎縮，投資也存在斷崖式下行的風險。

聯訊證券首席經濟學家 李奇霖



►分析預計，年底地產投資增速或在6.1%至7.4%之間

資料圖片

地產投資多方承壓 或出現斷崖式下行

宏觀層面，「房住不炒」的大方針意味着任何涉及到房地產領域的政策，未來都將從嚴。從4月中下旬開始，銀保監會已經打出了一套嚴厲的組合拳。先是下發針對金融機構違規支持房地產企業融資的「23號文」，後又窗口指導控制房地產信託業務規模，近期又壓制房地產通道業務。在此期間，市場甚至傳出了監管禁止部分房企通過資本市場融資的消息。總之，如今監管對房地產企業的融資已經形成了全面封鎖。

即使是在降低實體經濟融資成本的政策訴求下，監管利用改革LPR（貸款市場報價利率）的手段進行了一次小幅「降息」，也對個人住房貸款進行了區別對待，不讓房貸利率下滑。作為居民加槓桿的重要手段，房貸利率下行趨勢的停滯反彈，將直接給居民的購房需求帶來成本上的衝擊。歷史上，居民中長期貸款的增量變化也確實和個人住房按揭貸款的利率走勢趨同。若監管後續繼續指導銀行加大房貸的上浮比例，則現在已經出現明顯下滑的居民購房意願將進一步走弱，房地產市場的景氣度也將再度惡化。

微觀層面，我們能找到許多預示着下半年房地產投資很難有支撐的信號。如典型的，支撐三四線城市樓市高景氣度的棚改今年開工僅有289萬套，較去年超過600萬套的實際開工規模大幅縮減。而這289萬套，前七個月已經完成了超過200萬套，留給下半年的額度已然不多。

發展商放緩拿地步伐

在趨勢已經基本明朗，預期相對一致的情況下，市場依然存在困惑的是，房地產投資增速的下行速度如何。倘若下行幅度較小，速度較慢，比如到2019年年底僅下行到9.8%，那麼下半年，在「擴基建+穩製造業投資+促內需」的政策組合拳下，經濟的內生增長動力可能不會太差，存在超出市場預期，各類資產價格重估的風險。

因此，不僅趨勢，把握房地產投資下行的節奏與速度同樣重要，而要做到這一點，需要對房地產投資進行定量測算。目前，市場對於房地產投資增速的定量測算有兩種思路：

一種是將房地產投資看做一個整體，尋找領先於房地產投資的宏觀變量，進行回歸分析。但這種方法實際操作比較困難，因為宏觀數據中，缺乏對房地產投資趨勢有較好前瞻性的

指標。曾經房地產銷售作為房地產周期的前端變量，是一個不錯的指標。但在2015年後，由於三四線城市棚改去庫存，房企庫存下降，銷售向投資的傳導被阻滯，在低庫存的环境下，房企即使銷售增速下滑，也會有拿地補庫存的動力，從而使地產投資逆銷售趨勢變化。

另一種是將房地產投資拆分，分解為建安支出與其他費用兩大類，分別預測建安支出與其他費用的規模，再進行加總計算。其他費用這一項中，有87%是土地購置費，其增速的走勢變化與土地購置費累計同比增速基本一致，所以如果能夠找到領先於土地購置費的指標，便可利用回歸分析得到其他費用項的同比增速與絕對規模。

通過對反映房企拿地指標的研究，筆者發現本年土地成交價款對土地購置費和其他費用有着較為顯著的領先關係，大約領先10至11個月。這種領先關係存在是因為：1、土地成交價款和土地購置費在統計口徑上基本一致，映射的都是房企在土地市場上的拿地行為，這保證了兩者具有較強的相關性；2、計入方式不同，土地成交價款是土地出讓合同的金額，一次計入，而土地購置費是分期計入，會反映前期的拿地情況，這保證了土地成交價款相較土地購置費更具前瞻性。

從趨勢來看，2019年以來，土地成交價款同比增速出現了斷崖式的下滑，截至7月，累計同比增速為負27%，較2018年末18%的增速收窄了45個百分點，而這主要是受三四線城市的棚改熱潮褪去和融資收緊，房企收縮拿地的影響。按照這種趨勢，下半年土地購置費和其他費用增速也可能出現斷崖式的下滑，帶動房地產投資增速超预期下行，而且考慮到土地購置是新開工的前端，拿地減少造成的可用土地儲備增速的下滑將進一步拖累房地產新開工。

建安支出短期難回升

對建安支出的預測，傳統分析主要分為兩派。一派是將建安支出拆解為「施工面積*單位施工成本」，通過預估施工面積和單位施工成本來綜合計算。施工面積的預估多數會通過預估新開工面積來間接推導，因為新開工是施工面積的主要組成部分，兩者趨勢在以往有着較強的相關性。但近兩年來，房企多以快周轉為主要經營策略，在拿地後普遍加快新開工，當達到預售條件後，則暫緩建，將資金投向新的土地儲備項目

上，因此造成新開工面積高增，但施工面積趴在底部，兩者的差值擴大，趨勢相關性大幅回落，所以這種預測方法在現階段並不適用。

另一派是直接從新開工入手，利用新開工和施工、建安支出之間的相關性，利用回歸分析得到預估值。這種方法同樣面臨新開工與施工分化的制約，精確度已經大打折扣，也不推薦。

筆者認為，相對更有參考價值的是依據房地產開發資金來源增速來做定性前瞻。從數據看，該指標領先於建安支出同比增速，但領先時間不定，沒有明顯的規律，從兩個月到六個月不等。因此，若建模回歸，會遇到一定的障礙，擬合優度不高（大約55%），精確度偏低。但通過兩者的領先滯後關係，可確認下半年建安支出缺乏大幅回升的基礎。因為在前文已經強調了，當下監管層對房地產行業融資進行了全面封鎖，房地產開發資金來源增速有下行的壓力。

綜合其他費用和建安支出兩項，雖然無法得到具體的值，但可以做個情景分析幫助我們判斷。已知現有條件是：1、其他費用，2019年全年增速預計在5%至12%之間，對應的規模在4.4823萬億至4.7704萬億元（人民幣，下同）之間；2、建安支出，2019年7月累計同比增速6%，2018年全年絕對規模77516億元；假設到2019年年底，建安支出項的增速可能出現4%、5%、6%、7%、8%、9%六種情況，其他費用項也分情況討論，分成悲觀、基準與樂觀三類，分別對應5%、8%和12%的增速。考慮多重因素的情形下，2019年房地產投資增速將落在4.4%至10.1%的廣泛區間內。

進一步篩選，筆者認為建安支出增速落在5%至7%的概率可能性較大。因為在新開工趨勢下行的前提下，建安支出增速的回升主要依靠的存量項目加快施工的交房壓力驅動。如此大的施工存量盤子，穩定性要好於拿地構成的其他費用，短期難以發生大幅度的變化。而且考慮到竣工是對存量施工項目的消耗，只有看到竣工增速的明顯反彈，存量施工對建安支出的支撐才會有所動搖。而目前還沒看到竣工增速的明顯改善，這就說明現有的存量施工對建安支出的驅動在短期內仍然具有持續性，能在一定程度上對沖融資收緊帶來的負面衝擊。進一步，若其他費用增速保持中性（8%），那麼到2019年末，房地產投資增速可能會在6.1%至7.4%之間。

深圳建設先行示範區的啓示

中山證券首席經濟學家 李湛

洞若觀火

《人民日報》近日發布《中共中央國務院關於支持深圳建設中國特色社會主義先行示範區的意見》（下稱「意見」），迅速引發各界高度關注。筆者解讀如下：

首先，意見的提出背景值得關注。近期香港修例風波持續發酵，各界對其經濟社會穩定的擔憂情緒有所加重。相關各方能否在包容理解中對香港的發展路徑達成共識，事關香港未來的發展前景。在此背景下，對與香港僅有一河之隔的深圳發出支持建設的明確信號，一方面有助於繼續推動粵港澳大灣區躋身「充滿活力的世界級城市群」；另一方面，也有助於引導各界對當前的香港進行前瞻性的思考，如何在發展中解決前期城市經濟社會所遺留的問題。

其次，意見對深圳的戰略定位着墨較重，凸顯出對深圳經濟社會高質量發展的期許。同時，意見從全球城市競爭格局的角度出發，對深圳的發展制定了長遠的規劃，凸顯出深圳發展對於中國經濟社會整體全方位高質量發展的深遠意義。如對深圳社會未來的發展目標是：「到2025年，深圳建成現代化國際化创新型城市。到2035年，深圳高質量發展成為全國典範，城市綜合經濟競爭力世界領先，建成具有全球影響力的創新創業創意之都，成為我國建設社會主義現代化強國的城市範例。」

再次，具體到金融市場體系，意見的相關表述也值得關注。如「……提高金融服務實體經濟能力，研究完善創業板發行上市、再融資和併購重組制度，創造條件推動註冊制改革。支持在深圳開展數字貨幣研究與移動支付等創新應用。促進與港澳金融市場互聯互通和金融（基金）產品互認。在推進人民幣國際化上先行先試，探索創新跨境金融監管。」從資本市場角度看，這就意味着註冊制等資本市場重大改革有望逐步在創業板等存量市場展開，與港澳金融市場互聯互通、人民幣國際化等高水平對外開放

格局也有望在深圳進一步落地實施。

另外，意見也提出一系列旨在提升深圳國際影響力的措施。如「推動更多國際組織和機構落戶深圳。支持深圳舉辦國際大型體育賽事和文化交流活動，建設國家隊訓練基地，承辦重大主場外交活動。支持深圳加快建設全球海洋中心城市，按程序組建海洋大學和國家深海科考中心，探索設立國際海洋開發銀行。」筆者認為，此舉助提升深圳在重大國際活動中的參與度和曝光度，對於提升深圳在全球政治經濟文化科教等各個方面的國際影響力，或都會有顯著推動作用。

解放思想放開手腳

整體來看，筆者認為，意見體系完備、規劃細緻，最值得期待的是如何落地實施。從「現代化經濟體系、民主法治環境、現代城市文明、民生發展格局和人與自然和諧共生」等各方面對深圳經濟社會發展提出具體要求和明確規劃，在許多方面表述都超出各界預期，且在諸多方面還提出操作層面的建議方案。同時，為確保意見戰略定位和發展目標的實現，在保障措施方面，意見要求「提出的各項改革政策措施，凡涉及調整現行法律的，由有關方面按法定程序向全國人大或其常委會提出相關議案，經授權或者決定後實施；涉及調整現行行政法規的，由有關方面按法定程序經國務院授權或者決定後實施。在中央改革頂層設計和戰略部署下，支持深圳實施綜合授權改革試點，以清單式批量申請授權方式，在要素市場化配置、營商環境優化、城市空間統籌利用等重點領域深化改革、先行先試。」

因而，後續最值得期待的是，自上到下的政府部門和社會各界如何凝心聚力，利用這一體系完備、規劃細緻的方案，進一步解放思想放開手腳，大膽地先行先試，解決深圳經濟社會長期發展存在的具體障礙，補齊制約深圳未來發展的短板和不足，讓市場機制在深圳這片改革開放的沃土中迸發出新的生機和活力。

政府盡力造地 避免樓價飛升

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

因社會事件持續兩個月，但見特區政府似乎暫時無解決之法。如果以此局面去預期未來本港開發土地建造樓房，相信步履蹣跚。加上近期多個國家都希望透過本身貨幣貶值刺激出口推動經濟，最終都要減息。故此，持有過多現金只會身家縮水，擁有物業仍有可博之道。

許多國家都企圖以貨幣貶值招數來刺激出口，從而提振經濟，美國、歐盟以至許多國家都採取相同招數，哪一個地方的貶值跑出，得看誰的功力高強了。例如美國，總統特朗普期望美國出口具競爭力，所以向美國聯儲局提出減息以至量化寬鬆。最近聯儲局減息0.25厘，特朗普認為不夠，更要大手減息1厘，企圖令美國進入新一輪減息周期。美元聯邦基金利率只得2至2.25厘，也要減減減，以達到弱美元刺激出口。

歐盟早已進入負利率時代，加上區內經濟疲弱，又面對英國脫歐問題，歐元正是弱不禁風，但最麻煩是歐盟老大的德國自己經濟亦乏力舉步維

艱，需要用更多招數刺激區內經濟，擴大負利率並非不可能。澳洲、新西蘭、泰國、印度和菲律賓也要減息，日本更是負利率及量寬，由於地球上太多國家都經濟很差，都要依靠低息及貨幣貶值推動出口挽救經濟，如此情景，貨幣不是保本增值的投資工具。近期黃金也鹹魚翻生，突破每盎司1400美元之後，愈升愈有，曾經升破六年來的1500美元，氣勢銳利。

銀紙貶值黃金飛升

不過，與黃金一樣是實物的物業，實用價值比黃金更高，只因近期香港發生社會事件，令樓價反覆回軟，但仍在高位徘徊，尚算硬朗。由於社會事件的發生，令人發覺政府似乎很多工作都停滯不前，開發新土地建屋亦不能幸免。既然投資市場物色投資工具困難，銀紙又貶值，黃金也飛升，同是實物的住宅等物業無理由表現呆滯。物業是長線投資佳品，短期社會事件總會過去，等到問題解決之後才購買物業作投資，將會遲人一步。政府必須全力造地，避免樓價飛升。社會事件不會永恆持久，總有解決的一天，樓價飛升才入市已經遲。

