



中國房地產銷售已現回暖跡象，百強房企去年12月銷售金額和面積均按月錄得正增長。

本輪中國房地產市場調整是趨勢性的，而不是周期性的，較難出現大幅度反彈。未來中國房地產市場可能呈L形發展態勢，而經濟高質量發展的大方向將限制資源更多流向房地產領域。

中國樓市觸底了嗎？



經濟縱橫 盛松成

中國首席經濟學家論壇
研究院院長

目前房地產市場呈現恢復跡象。2023年11月，全國房地產開發景氣指數為93.42，較10月提升0.02。

新房銷售價格微漲。中國指數研究院數據顯示，2023年12月，百城新建住宅平均價格按月上升0.10%，漲幅較11月擴大0.05個百分點，按年上漲0.27%。

房地產銷售情況也有所好轉。2023年年底，中國房企銷售已現回暖跡象。從銷售金額和面積看，百強房企12月的銷售按月正增長。其中，銷售金額按月上升11.4%，銷售面積按月上升4.8%。另外，根據全國住宅銷售數據，2023年1至11月商品住宅銷售面積為8.6億平方米。其中，9月、10月、11月分別銷售9000萬、6000萬和7000萬平方米。根據30大中城市商品房成交面積高頻數據推算，12月全國商品住宅銷售約9000萬平方米。

總體來看，房地產銷售下降的速度已經明顯趨緩。本輪房地產調控從2020年開始（有關部門分別於2020年8月和12月出台了房地產企業融資的「三道紅線」和商業銀行「貸款集中度管理」制度），2021年下半年房地產呈現下行趨勢。房地產銷售的高點是2021年，全年銷售面積達到15.7億平方米。2022年商品房銷售面積降至11.5億平方米，比2021年下降4億多平方米。如果2023年銷售面積在9.5億平方米，則較2022年減少2億平方米，降幅明顯收窄。

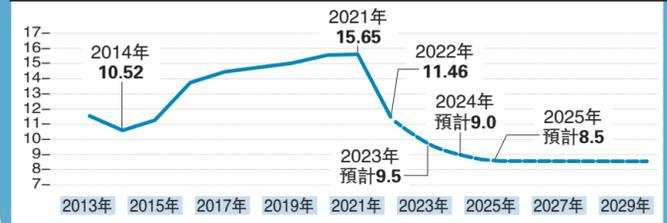
筆者預計本輪房地產市場調整的全過程可能持續4至5年時間。未來兩年，中國房地產市場銷售面積還可能下降，但降幅會繼續逐年遞減，每年可能只降5000萬平方米甚至更少，2025年或2026年可能在8.5億平方米左右穩定下來。

住宅庫存水平高企

在通常情況下，房地產銷售是市場的先導指標。首先，房地產銷售回籠資金是目前房企最主要的資金來源。2023年第一季度以來，定金及預收款、按揭貸款合計佔房企開發資金來源的一半以上。商品房銷售金額增加，將改善房企現金流，進而提高房企增加土地購置並開工建造的意願。其次，中國商品住宅銷售以期房為主。2022年，商品住宅銷售中，期房高佔86.1%，現房僅佔13.9%。商品房銷售的好轉可以加快房企回款，促進施工進度，增加建安支出，進而提高房地產投資。因此，房地產銷售對於房企土地購置及開發投資具有先導作用。

根據2000至2020年房地產開發投資額與商品房銷售額測算，商品房銷售額與滯後7個月的房地產投資的相關性最強，相關係數達0.47，表明房地產投資滯後於銷售恢復約7個月的時間，即房地產銷售向投資的傳導

中國商品住宅銷售面積及未來趨勢



往往需要半年左右。

但本輪市場調整中，從銷售企穩到投資企穩的時滯可能比以往更長，一個重要原因是目前庫存高企。截至2023年11月末，中國商品房待售面積為6.54億平方米，累計按年增長18%，其中住宅待售面積3.18億平方米，累計按年增長20.4%。上述數據統計口徑僅包括已經竣工的項目，如果考慮正在施工中、已經達到預售條件的期房，實際的庫存更高。以商品住宅銷售中期房佔比超過80%來估計，目前中國商品住宅庫存可能超過20億平方米。這既延長了市場出清的時間（目前的市場形勢下，去化時間可能需要2至3年），也抑制了新的投資需求。此外，預期不穩也可能使房地產銷售向投資傳導的時滯延長。一方面，房企投資決策更趨謹慎；另一方面，預期也會在一定程度上影響房企融資。

土地市場逐步回暖

儘管房地產投資增速短時間內很難由負轉正，但房地產對固定資產投資的拖累可能減緩。

一是隨着一系列支持政策出台，如修復地產融資的「三支箭」、「金融16條」等政策，這些措施有助於緩解房地產融資約束。從2023年年末起，中國房地產融資情況已出現邊際好轉，融資約束有所緩解。房地產開發資金來源主要包括國內貸款、自籌資金、其他資金、外資、各項應付款。2023年1至11月，中國房地產開發資金來源累計按年下降13.4%，降幅較1至10月收窄0.4個百分點，為8個月連續下跌後的首次回穩。其中，國內貸款、自籌資金及外資累計降幅均有所收窄。

二是土地市場呈現出改善的跡象。2023年，大多數省份的累計土地出讓金按年為負數。隨着9月以來各地政策的持續放鬆，2023年1至11月，地方本級國有土地使用權出讓收入按年下降17.9%，降幅較1至10月（增速為-20.5%）明顯收窄。土地出讓金降幅收窄意味着未來房地產開發投資（主要由土地購置費和建安費用組成）有望改善。中國目前的土地出讓金繳納制度下，分期繳納全部土地出讓價款的期限原則上不超過一年，因此土地購置費主要與過去12個月的土地出讓金高度相關。

本輪房地產市場調整以來，地方本級國有土地使用權出讓收入增速的最低點為2022年7月（-31.7%），而房地產投資增速的最低點為2022年12月（-10.0%）。土地市場先於投

資見底。從上述轉折點看，土地市場領先投資5個月，也即半年左右。

長期看，中國房地產市場可能呈「L形」發展態勢。「L形」意味着中國房地產市場存在堅實的底部，但也意味着本輪房地產市場調整是趨勢性的，而不是周期性的，較難出現大幅度的反彈。

中國經濟保持中高速增長的韌性、剛需和改善型需求的普遍存在以及城鎮化發展的穩步推進，是房地產市場長期穩定發展的基礎。2023年前三季度，中國GDP按年增長5.2%，連續多年對世界經濟增長貢獻率超過30%，未來中國經濟仍有望保持中高速增長。

中國居民收入也有較大增長空間，且近5年複合增長率遠高於當年日本和美國房地產市場調整前夕。2017至2022年中國城鎮居民可支配收入複合年均增長率為7.27%，而2001至2006年美國人均可支配收入複合年均增長率為4.25%，1985至1990年日本人均可支配收入複合年均增長率為4.47%。

從改善型需求看，目前中國人均住房建築面積為39.9平方米（2020年普查數），但進城農民工的人均居住面積僅22.6平方米（2022年）。從城市化水平看，2022年中國城鎮化率為65.2%，而美國、韓國、日本城市化率已分別達到83.1%、81.4%和91.8%（2020年）。

總而言之，未來中國房地產市場可能呈L形發展態勢，這一企穩過程將由房地產銷售的企穩，逐步帶動房地產投資的企穩和房價的穩定。中國經濟的增長韌性、剛需和改善型需求的普遍存在以及城鎮化發展的穩步推進，是中國房地產市場探底的「下限」；而經濟高質量發展的大方向將使資源更多流向先進製造業和現代服務業。

MLF貸息不變 穩定內銀息差



市場園見 熊園

國盛證券
首席經濟學家

自去年底以來，市場對於人民銀行減息預期較高，近期10年期國債收益率一度下行至2.5%下方，很大程度也是在交易減息預期。因此，本次MLF（中期借貸便利）利率水平保持不變，可謂預期落空。

市場「押注」減息，主要因為經濟弱、需求差、地產弱、物價低，疊加人民銀行近期表態偏鴿。2023年10月以來中國各項經濟數據再度轉弱，集中體現為製造業PMI（採購經理指數）連續3個月超季節性回落、CPI（全國居民消費價格指數）連續3個月收縮、一籃子「鬆地產」政策後樓市景氣仍弱等，均指向當前經濟下行較大，尤其是地產、消費等需求不足的問題仍突出。

回顧2023年6月和8月的兩次減息，大背景均是在物價低迷（6至8月CPI分別為0%、-0.3%、0.1%）、地產銷售疲弱（6至8月30城地產銷售按年分別為-32%、-27%、-23%），因此近期市場對減息預期較高。此外，近期人民銀行表態「要加大已出貨幣政策實施力度，適時強化逆周期調節」，疊加去年12月下旬主要大行下調了存款利率，也強化了減息預期。

客觀來看，本次減息預期落空確實稍顯「意外」，筆者傾向於認為，防止資金空轉、穩人民幣匯率、穩銀行息差可能是人民銀行的主要考量。

與去年10月宣布增發國債後並未降準類似，防資金空轉、穩匯率可能是現時貨幣當局主要考量。彼時宣布增發國債、疊加年末MLF大規模到期，市場對於降準預期也是比較充分。

然而，2023年11月和12月人民銀行更多通過超額續作MLF投放流動性，並在12月重啟PSL（補充抵押貸款），事後合意的解釋可能是防止資金空轉和穩人民幣匯率。

就當前而言，銀行間市場利率已回歸政策利率附近，R001（銀行間市場隔夜質押回購利率）成交量再突破7萬億元人民幣，指向債券市場「滾隔夜」行為增加，若減息可能進一步加劇資金空轉。此外，近期美國12月非農就業、CPI等數據均超預期，加大了美聯儲減息節奏的不確定性，支撐美元走強的同時也加大了人民幣壓力。

當前銀行淨息差已處於歷史較低水

平，減息將進一步加劇銀行息差壓力。中國的利率傳導存在「MLF-LPR-貸款利率」的鏈條，過往看調降MLF利率（負債端）後，LPR利率（資產端）大概率將跟隨下調。考慮到2023年第三季度最新披露的銀行淨息差僅1.73%、也處於歷史較低水平，並已經低於《合格審慎評估實施辦法》中規定的淨息差警戒線（1.8%），減息後無疑將進一步加大銀行淨息差壓力。

今季降準減息幾率仍高

往後看，當前經濟下行壓力仍大，穩增長、穩物價、穩地產尚需政策加碼，具體到貨幣端，寬鬆仍是主方向，本次減息雖然遲到、但可能不是缺席，後續降準減息仍是大概率事件。

筆者維持此前判斷：中央經濟工作會議要求穩中求進、以進促穩、先立後破，着力穩預期穩增長等各種「穩」，重提「以經濟建設為中心」，進一步指向2024年政策將偏擴張、偏積極、偏刺激，2024年GDP目標大概率也會定為5%左右的偏高水平，中央加槓桿是主要抓手，反映貨幣政策端，寬鬆仍是主方向，降準減息仍可期。此外，鑒於第一季度財政大概率前置發力，客觀上也需要人民銀行降準減息配合。

本次減息預期落空對市場情緒有一定壓制，但對股票和債券的實質影響較為有限；鑒於1、2月是經濟數據真空期，可緊盯實物工作相關高頻數據和後續政策節奏。繼續提示，最近兩、三個月是經濟和政策落地的重要觀察期，存在三大關注點：1）新一輪穩增長政策出台節奏，包括可能的減息降準等；2）已出台政策的落地效果，包括PSL、專項債提前批、特殊再融資債、京滬寬鬆地產效果等，尤其是水泥、瀝青、挖掘機等基建鏈的實物工作量相關指標；3）1月中下旬地方「兩會」進展，包括各省GDP目標設定（主看經濟大省是否高於5%）、各省「三大工程」投資計劃等。

內銀淨息差持續回落



資料來源：Wind、國盛證券研究所



目前內銀淨息差已處於歷史較低水平，減息將進一步加劇息差壓力。

持續造地 避免供應斷層



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

所謂地產霸權，人們指摘是一套壟斷系統。有些人認為發展商將樓宇、商場、包括超市及電訊商都打造為壟斷的工具。不過，在建設城市的範疇來說，發展商是夥伴，而且一直都有貢獻。如果政府不賣地或者發展商不投地，住宅供應中斷對於一個城市來說是要格外小心的。長遠來說，供應斷層會令到樓價未來有急升的機會。此外，這幾年樓價下跌的同時，建築成本上漲卻沒有停過，於是地價佔建築成本的百分比就變得愈來愈少了。加上近年發展商要面對地價下跌的補倉及更高的商業借貸息口，導致入市更為審慎，最終「無人起樓」。這個狀況怎會是一個正在改善的樓市？

本港樓市現在給予人的感覺，好像迎來了新一輪供應斷層。1997年的樓市高峰製造了市民的造地恐懼症，並長達十多年時間。這一現象引發了後來住宅供應長期不足的問題，甚至乎在2002年

取消了很多房屋計劃。也因此，我們不能因為擔憂發展商霸權，而再次陷入樓市供應不足的局面。

還有一個現實是，便宜的地價不單只特區政府不想接受，發展商亦未必樂意見到這個情況，因為這可能會引起發展商土地存貨估價下跌，甚至乎需要補倉。

顯然大家喜見樓價作適當調整，但樓價不可以大幅下跌，因為整個生態環境都會發生嚴重的問題。筆者認為特區政府和發展商欠缺共同圖畫，這個圖畫不是一定要獲利多少的保證，但一定可以讓樓價根據市場需要上升或下跌，特區政府應該趁這個機會爭取發展商接受薄利多銷。

特區政府造地方面是有突破，值得讚揚，但與市場的互動似乎不夠主動，不能夠令持份者追隨到特區政府合適的方向。

在未找到新方向之前，特區政府無論賣不賣地皮，都不可以停止發展熱地，只要有足夠的熱地，當他日市場轉旺的時候，我們就可以及時增加供應，而不會好像上次1997年至2010年那般，再去等待時間去造地啊。