

提振中国房市和经济之道

叶秀亮

继中国各部委相继在5月17日前后，按中共政治局常委会议精神，推出一系列提振措施，中国股市、房市和经济曾展现一些回暖。然而，近日又出现一些后劲不继迹象。

首先，各部委的措施是走对了方向，但部分措施的力度和持续性须要大幅加强，才有望推动房市回稳、经济回暖和沪综指重回3200点以上。由于篇幅所限，本文将先就最重要的房市去库存计划提出看法。

根据已公布规划，除了减首付和减房贷利率，央行会注入3000亿元（人民币，约558亿美元，下同），支持国营房企及地方政府低价收购财困民营房企卖不出的现房，将之改为保障房。此方向有着一箭数雕的效果，无疑是正确和睿智的。既可同时去库存，迅速为国民提供价格合理的公营房屋，亦可助银行、信托和理财公司，将难以变现的财困房企抵押品化为现金，减低房企爆雷的后续间接杀伤力。虽然之前过于进取的银行须承受颇大损失，但总比干持有现阶段难以变现的抵押品好得多。

然而，除了商品房价远未跌近经济适用房（经适用房）水平，3000亿元的注入毕竟太少，但笔者认为也不需要坊间所说的7万亿元。原因是注入的是“启动资金”，是可以回笼后再使用的：如低价收购财困房企的现房后，即使收购价尚远高于经适用房价，仍可以价钱和质量均较高的夹心阶层房（简称夹心房）形式，供符合资格的中低至中高收入家庭申购，以至认购者的首付和银行贷款可重回启动资金，让国营房企及地方政府用来作第二轮的现房收购和公营房屋销售。如此这般，将可以生生不息地以启动资金，作无限轮的收购和公营房屋销售，直至去库存目标完成。

换言之，由于启动资金可以回笼和重复使用，坊间所述的7万亿元无疑太多。但另一方面，由于上述现房收购、合资格家庭申购，以及资金

只要作出上述去库存优化，并透过政策剂量搜寻策略把政策持续加码，中国国民买房和买股的倾向将持续增加，进而把股市、经济和房市推上自动回暖的轨道。

回笼均需时至少数月甚至数季，而中国又须在合理时间内看到房市和经济回稳，3000亿元的启动资金，相对于中国经济和房市的庞大体量，无疑杯水车薪。

去库存措施须加码

因此，除了将去库存计划由经适用房优化至夹心房，可将启动资金加码到至少1万亿元，并责成央行向市场公布。

一、这是可循环使用的启动资金，确保市场认识到措施的力度，足以在两年内完成大部分的房市去库存；二、会采用下述“政策剂量搜寻策略”：即在有需要时会随时增加（或减少）央行注入的启动资金，确保房市能在短期内回稳，去库存目标能在两年内达成。

此外，加快向财困房企低价收购现房、加快将之转为公营房屋让国民申购、加快资金回笼与再用亦相当重要。若速度合理，1万亿元的注入或已足够，但若速度太慢或阻滞较多，则可能要在早期加码至1万5000亿元或2万亿元，然后再在后期减回1万亿元或更低。

当然，这里的前提是收购价要够低，确保出售的夹心房价格合理也属可负担水平。虽然财困房企可选择全部惜售，但因严重财困，有相当多会被银行迫售以降低借贷比率，或在被迫售前选择接受大折扣，亏本卖掉部分以解燃眉之急（否则房市也不用政府救）。

早前回暖及近期回软原因

在推出一系列提振措施之初，股市、房市和经济出现一些回暖的原因，是市场不自觉地假设上述“政策剂量搜寻策略”，即提振措施会陆续到来，直至股市、经济和房市回暖。

然而，随着各部委已尽出计划好的提振措施，市场开始意识到：一、已推出的提振措施没有想象中好；二、收购财困房企现房的进度比想象中缓慢和费时；三、商品房价尚离经适用房甚远；四、许多财困房企最终难以救回；五、房市、经济和股市的疲软度比想象中好，以至股市有所回软，经济和房市的回暖有所冷却。

若任由此冷却持续，推动经济、房市和股市回暖的大计将功亏一篑，且经济会有再度向下之虞。

但若在中共三中全会后把去库存计划优化至夹心房，并提高启动资金至1万亿元，将可使市场再度相信提振措施会陆续到来，直至经济、房市和股市回暖。

另，由于夹心房价和经适用房价差穿申购价的概率极微，央行可将这类可售公营房屋的最低首付降至10%，房贷利率再降数十个基点。这将增加低至中高收入家庭的申购意愿，为去库存提供新的推动力。相反，若仍干等商品房价跌至经适用房价，将耗时太久，并可能造成商品房价跌跌，引发更大恶性循环、经济和股市再度下沉的重大宏观风险。

笔者认为，只要作出上述去库存优化，并透过政策剂量搜寻策略把政策持续加码，中国国民买房和买股的倾向将持续增加，进而把股市、经济和房市推上自动回暖的轨道。当回暖之势成形，政府可因地制宜地停止政策加码，继而淡出部分提振措施。

去库存和长远房贷

在去库存期间迈向适当的长远房贷，整个房市改革会更有效，可避免回头再改，省却许多麻烦和障碍。

首先，我们必须认识到，经此房企爆雷一

役，地方政府将在未来数年甚至长远，没有足够的卖地收入支撑财政支出，即使之后卖地收入大幅回升，也非中国之福，原因是卖地收入高即意味房地产商会再度赚到很多钱，也就意味房价会重回高水平，使国民再受高房价之苦（和日后房价再暴挫之灾），有违让中国国民安居乐业的理想，也有违房住不炒的长远目标。

为了理顺地方政府的短期和长远财政收入来源，可在经适用房之外，更应推出价格高于经适用房、但低于商品房的普通档、中档和高档夹心房，供低至中高收入家庭申购。除了在价格中分别加入土地成本和建筑费用，亦分别加入约5%、10%、15%及20%额外收费，作为地方和中央政府共同分享的土地税收。由于商品房价尚离经适用房价很远，加上夹心房质量也高于日后的经适用房，将现在低价收购的商品房，以高档和中档夹心房的价钱售予合资格家庭，不但可更快开展去库存，避免等待商品房价格再跌所造成的费时失事及更深的经济伤害，在经适用房、夹心房和商品房的价格及质量安排上也更合理。

由于夹心房的较高质量和较高“收入形象”，有能力负担者多会申购夹心房而非经适用房，以致需求会远大于“收入形象”较低的经适用房，和价钱太高的商品房，加上较高但合理的10%至20%土地税收，夹心房的收入将可成为地方政府的主要财政收入。这将使地方政府有足够诱因，去完成去库存的短期目标，和为国民提供价格合理公营房屋的长期目标，以及不再过度依赖过往商品房的卖地收入，从而容许中国房市结构转变至“包括夹心房和经适用房的可售公营房屋为主体，商品房为次，公租房和廉租房为辅”。只有这样，中国大陆和香港才可一劳永逸地减少房价再次过度上涨所引起的诸多问题，及其后房价暴挫所引发的金融危机和经济衰退。

作者是新加坡国立大学李光耀公共政策学院亚洲竞争力研究所高级研究顾问 香港中文大学经济系兼职讲师