

香港金融研究中心第三届中国内地经济研讨会

《房地产与中国宏观经济》

中国房地产周期与金融稳定 (初稿)

张晓晶

(中国社会科学院经济研究所)

孙 涛

(中国人民银行金融稳定局)

二 00 五年七月

中国房地产周期与金融稳定

张晓晶 孙 涛
(中国社会科学院) (中国人民银行)

一段时间以来，中国的房地产过热问题成为政府与百姓、商界与学界共同关注的焦点。房地产过热并不是中国今天才有的现象，上个世纪 90 年代初的那场房地产热，相信不少人还会记忆犹新。房地产热，不过是房地产周期的一个阶段。对房地产周期的研究，可以追溯到上个世纪 30 年代。当时，库兹涅茨就提出所谓“建筑周期”(即资本主义国家存在的平均长度为 18-20 年的周期，与房屋建筑业的兴衰紧密相关)，此后关于房地产周期的文献不断涌现。而 1990 年代以来，特别是鉴于日本泡沫经济破灭及亚洲金融危机爆发中房地产所扮演的重要角色，关于房地产过热与房地产泡沫的研究再度兴起。大量研究表明，房地产业的问题，显然不能按一般的产业问题来对待，而要从全局高度来审视它对于整个宏观稳定特别是金融稳定的影响。

本文拟从中国房地产周期切入，分析形成房地产周期的各类驱动因素，然后运用 1992-2004 年的季度数据进行计量分析，在此基础上，探讨新一轮房地产周期与当前金融稳定的关系并提出相应的政策建议。

一、中国房地产周期的简单划分

关于房地产周期的概念，目前还没有一个公认的标准。不同文献往往有自己关于周期的定义和衡量指标，如房地产投资率、房屋空置率、房地产价格、房地产投资回报率等等。本文仅以房地产投资增长率为衡量指标来划分中国的房地产周期(见图 1)。

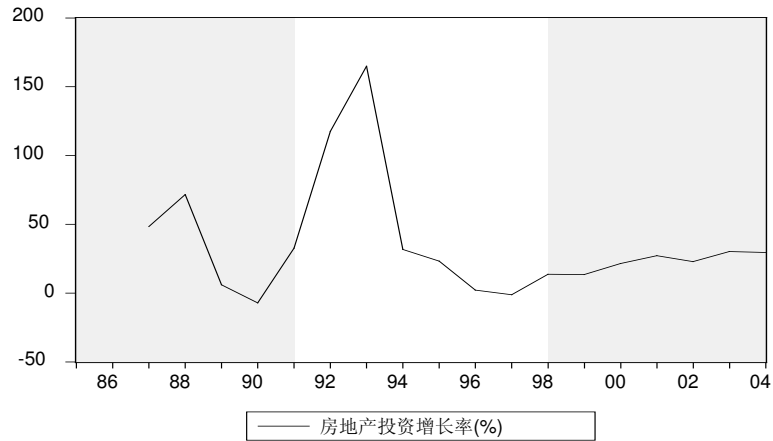
根据房地产投资的变动，我们认为，自改革开放以来，中国房地产市场经历了三个周期：

第一个周期，1978-1991 年。此间，中国房地产业从无到有，逐步发展。1985 年开始的城市经济体制改革，促生了真正意义上的房地产业；1988 年出现一个高潮。1989 年开始，国家宏观调控，实行紧缩银根、压缩开支，房地产业受到冲击。

第二周期，1992-1997 年。房地产市场经历过热和调整两个阶段。1992 年，邓小平南巡讲话和党的十四大召开，国民经济快速发展，以沿海大中城市为代表的房地产业迅速发展。1992 年起，中国人民银行每年从全社会信用计划中单独安排一块规模用于专业银行的房地产信贷部用于委托贷款。当时全国盛行“开发区”热、圈地热，商业银行通过绕规模贷款，违规拆借和自办公司等用于圈地、炒地，到 1993 年达到顶点。1993 年下半年，经济过热导致高通货膨胀，国家开始实行适度从紧的政策，房地产业成为调控重点。严格收缩银根，规定房地产公司不得上市融资。银行出现大量不良资产。1996 年，房地产投资增速仅为 2.1%，1997 年到谷底，房地产投资出现负增长(-1.2%)。

第三周期(即新一轮房地产周期)，1998 年至今。在国家住房制度改革、商业银行开办住房抵押贷款等业务的推动下，1998 年开始，房地产投资增长率开始回升。

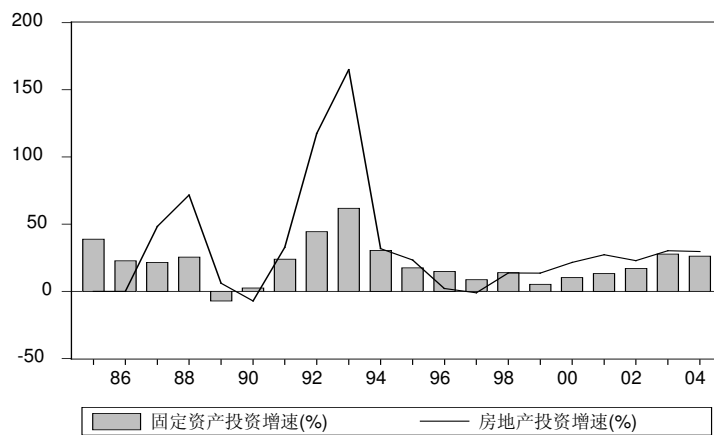
如果就这三个周期作一比较的话，显然，1998 年以来的本轮周期显得平缓得多。这和整个经济周期呈现的特点非常相似，即并没有过去的大起大落，而是相对平稳。不过，即便如此，本轮的房地产过热仍是需要密切关注的。



资料来源:《中国统计摘要 2005》;《中国固定资产投资年鉴 1950-2000》

图 1: 中国的房地产周期

周期不过是分析者的建构,这种建构不排除其它的替代性方式(沃勒斯坦, 2000)。因此,我们不认为这是唯一的周期划分方式。但有一点恐怕可以达成共识,即 1998 年以来,房地产投资增速均超过固定资产投资增速,这很明显地反映了新一轮房地产周期的开始(见图 2)。



资料来源:《中国统计摘要 2005》;《中国固定资产投资年鉴 1950-2000》

图 2: 固定资产投资增速与房地产投资增速

二、新一轮房地产周期的驱动因素

对于本轮的房地产周期,值得关注的问题是,房地产业是如何变得过热的,这种过热还会持续下去吗?这里问题的核心在于回答:新一轮房地产周期的驱动因素是什么?这些因素中,哪些是可持续的,哪些又是不可持续的?

由于房地产不同于一般的资产,它兼有实物资产与金融资产的双重特点,因此,对房地产周期的解释就变得更为复杂。而且,房地产周期的驱动因素在不同的经济中也会有所差别。比如,一般认为,在发达经济中,房价的迅速上涨主要来自富余资金的投资需求。近年来,全球股市持续走低,尤其是在美国的高科技股市神话破灭以后,大批资金流出股市,急于寻找合适的投资渠道。传统上一直较为平稳的房地产市场很快成了这

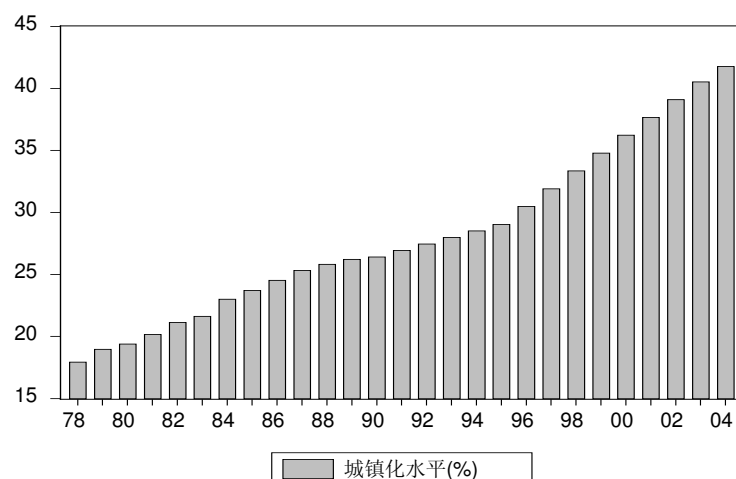
些资金的乐土。这种驱动可以看作是一种“投资组合效应”。同发达国家相比，亚洲一些发展中国家的房价上涨则被认为是政策刺激、需求增长与投资拉动多重因素相混合的结果。

结合中国新一轮的房地产周期，我们认为其驱动因素可以概括为增长面、宏观面和制度面三方面的因素。

1. 增长面因素分析

所谓增长面因素，就是由中国经济增长本身所带动的对于房地产市场的影响。

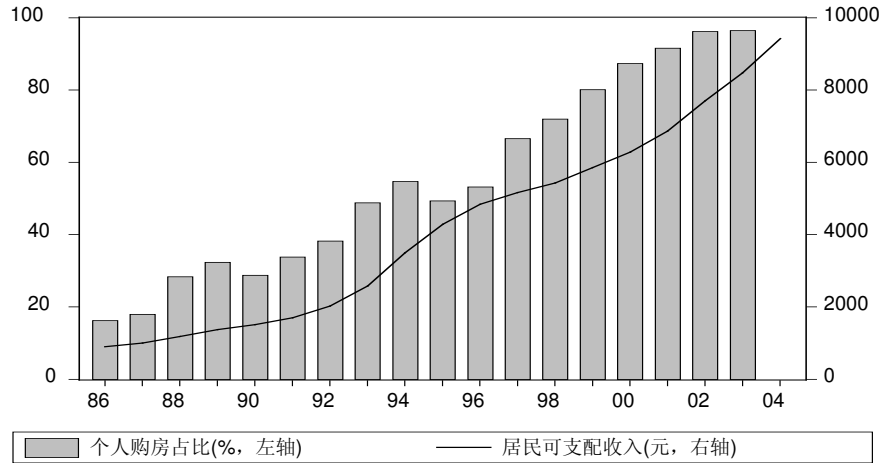
其一是城市化。城市化作为增长的引擎，是非常重要的增长面因素。如图 3 所示，1998 年以来，中国存在一个城市化加速的态势。如果把 1978 年以来的城市化进程划分三个阶段，通过简单的计算就可以得出：1978-87 年，城镇化率增长了 7.4%，平均每年增长 0.74 个百分点；1988-97 年，城镇化率增长了 6.1%，年均增长 0.61 个百分点；1998-04 年，城镇化率增长了 8.41%，年均增长 1.2 个百分点，这个速度几乎是上个 10 年年均增长率的两倍，这充分表明了 1998 年以来中国城市化的加速。从绝对数看，2004 年中国城市人口达到了为 5.43 亿，比 1998 年的 4.16 亿增加了 1.27 亿，平均每年增加 2000 多万城市人口。城市人口的急剧增长带来了巨大的住房需求，从而推动了房地产业的发展。



资料来源：中国统计年鉴。

图 3：中国的城市化进程

其二是居民收入提高。随着经济增长，居民收入水平提高，2003 年人均 GDP 突破 1000 美元。个人可支配收入上升以及恩格尔系数的下降，意味着对于住房支出在增长，使住房需求上升。不过，只有人均可支配收入的增加，显然还不足以实现购房；只有加上住房消费信贷的支持，住房需求才能成为真正有效需求。个人购房比率的上升，则一方面体现了人们“有能力”购房，另一方面，也是住房制度改革的一个反映(即不再有公有住房的分配)(见图 4)。



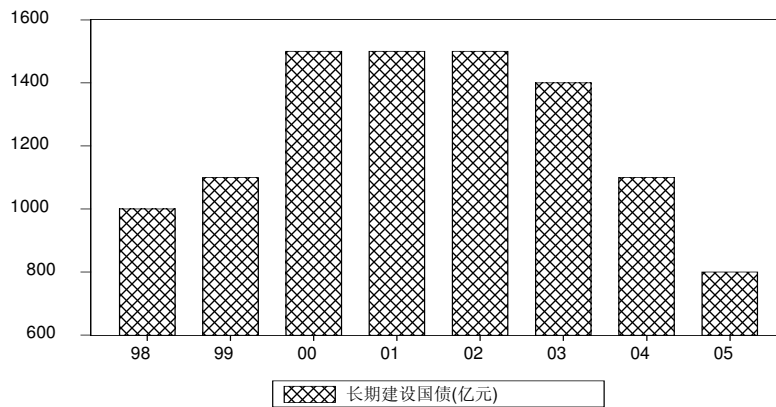
资料来源：中国统计摘要 2005，中国统计年鉴 2004。

图 4：居民可支配收入与个人购房比例

2.宏观面因素分析

1998 年以来，为应对亚洲金融危机的冲击，扩大内需，政府采取了扩张性的财政政策与货币政策，双管齐下，确实起到了非常重要的推动作用。而这种扩张性政策也为房地产过热埋下了伏笔。

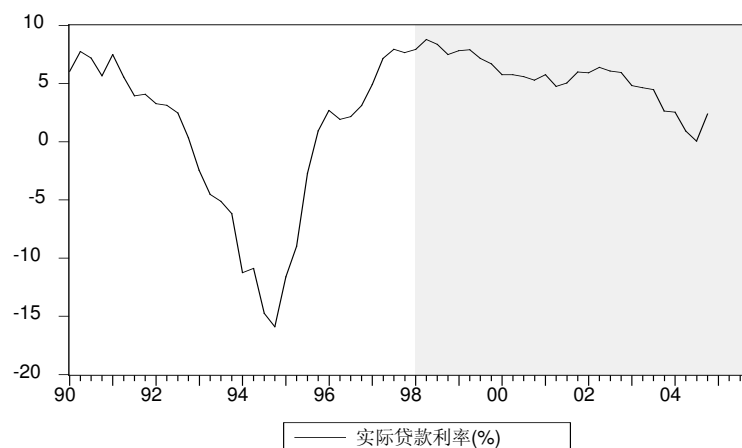
扩张性财政政策：主要体现在长期建设国债的发行(见图 5)。数据显示，从 1998 年到 2004 年，7 年间我国累计发行长期建设国债 9100 亿元，这部分国债拉动形成的投资总规模为 5 万亿元左右，每年拉动 GDP 增长 1.5 到 2 个百分点。从而保证了国家集中力量建成一大批关系全局的重大基础设施项目，也带动了房地产投资。



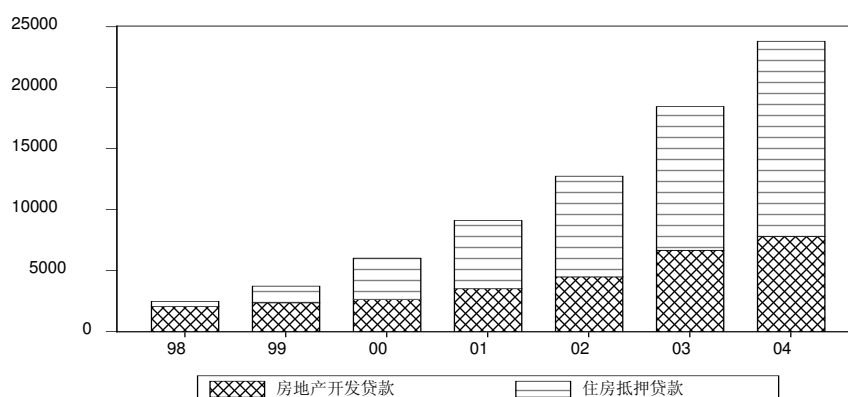
资料来源：历年《政府工作报告》。

图 5：1998 年以来的长期建设国债发行

扩张性货币政策：主要体现为利率政策与住房消费信贷政策。利率的下降走势，支持了宏观面的增长与过热；住房消费信贷的推进，则对房地产发展推波助澜(见图 6，图 7)。



资料来源：中国统计年鉴
图 6：实际贷款利率的变动



资料来源：中国人民银行
图 7：住房抵押贷款与房地产开发贷款

3. 制度面因素分析

中国处在发展过程中，很多制度还不完善甚至扭曲。一是体现为投资渠道的单一化，限制了居民进行有效的资产组合；二是当前的制度框架，决定了地方政府行为的扭曲。三是种种制度性扭曲导致大量外资流入。这三者都对本轮房地产周期产生了影响。

1) 投资渠道问题。

作为理性经济人，无论是在发达国家还是在发展中国家，都会通过有效的资产组合获取最大化的收益。在中国，以银行为主导(银行存款在居民金融资产中的占比基本上都在七成以上，见表 1)，整个金融市场还不发达，居民缺乏多样化选择的投资渠道。因此，在利率下降，股市低迷，外汇投资管制，债券市场又不发达的情况下，投资房地产成为自然的选择。

表 1：居民金融资产构成(%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
手持现金	6.6	6.7	12.1	11.5	11.2	11	10.7	10.5
储蓄存款	76.9	75.5	75.2	69	71.6	73.3	73.7	73.3
债券投资	9.7	10.6	4.9	6.3	5.8	5.7	5.6	6.1
股票投资	5.4	5.5	6.2	9.5	7.7	6.5	6.4	6.5

保险投资	1.4	1.6	0.8	1.6	1.7	1.8	1.8	2
客户保证金			0.9	1.9	2	1.7	1.8	1.6

资料来源：《中国金融年鉴》，国民经济研究所《季度变量跟踪分析》相关各期。

2) 地方政府问题

本轮的房地产周期，地方政府在其中扮演了非常重要的角色。回顾历史上的经济周期，在导致经济“大起”的过程中，从来都有地方政府的影子。地方政府之所以总有这样的投资冲动，核心在于地方政府的考核体制与预算软约束。

在当前的体制即财政包干、分灶吃饭的情况下，地方政府不可避免地要追求财政最大化、从而增长速度最大化以及投资最大化；加上对地方政府政绩的考核也往往以 GDP、财政及就业增长等为指标(现在尽管加上了绿色指标，但操作上存在困难)，使得地方政府总有很强的投资冲动。要素市场化改革为这种政府主导的投资冲动提供了便利，土地收入成为地方第二财政的重要来源。

地方政府预算约束软化的问题，助长了地方政府不计成本、不计后果的扩张行为。这种软约束体现在，地方政府不是一个能够自负盈亏的经济实体，这届政府既可以对下一届政府的债务负责任，也可以不对下一届政府的财政收入负责任。在地方政府的决策过程当中，下一代、下一届政府的利益没有一种体现的方式，没有人在现在的决策程序中代表下一届政府的利益，这些利益没有被纳入到当前经济决策的利益均衡关系中来。正因为如此，才会出现本届政府要把今后 20 年的土地都批出去、把今后 20 年的建设都集中到现在的 5 年中搞的现象(樊纲、张晓晶，2005)。

考察本轮的房地产周期，地方政府的“积极”是有目共睹的。低价征地、高价出让，已成为不少地方创造政绩、增加财政收入的捷径。而房地产业的发展，能够带动整个地方经济，包括 GDP、财政以及就业等的全面增长。也正因为如此，地方政府有很强的动力去创造强制性的住房需求，比如通过强制拆迁，扩大房地产需求。据估计，由于政府投资冲动所带动的需求约占房地产市场供给数量的 30-50%。北京 2001 年拆迁高达 9.9 万户，强制性需求占商品住宅供应量的 50%。江苏省 2003 年拆迁高达 2400 万平方米，几乎与当年竣工面积相当。

3) 外资流入问题

近年来外资大量流入，既与中国的高增长有很大关系，同时也与中国存在着各类制度性扭曲有关。这里很典型的就是：各类吸引外资的优惠政策；存在政府隐性担保的固定汇率制度。人民币升值预期是诱致大量外资进入的重要原因(张晓晶，2005)。

外资进入房地产业，期望至少获得双重收益：一方面人民币升值带来的收益，另一方面是房地产价格上涨带来的收益。由于数据缺乏，我们难以全面地评价外资对中国房地产业的影响。不过，可以确定的是，外资大量流入是中国经济过热的重要原因，与此同时，它对局部地区的房地产过热也起到推波助澜的作用(尽管可能不是最重要的驱动因素)。

外资进入中国房地产行业主要通过三种模式：房地产开发资金、房地产开发基金与房地产投资基金。这些外资，既有直接从事房地产开发的，从而增加了房地产的供给，也有直接购买房产的，从而增加了房地产的需求。以上海为例。2004 年上海市金融运行报告(中国人民银行)披露，据不完全统计，2004 年 1-11 月，境外资金通过多种途径流入上海房地产市场的总量超过 222 亿元。其中，用于房地产开发的约 150 亿元；用于购房的约 70 亿元。报告指出，随着外资进入房地产领域政策限制的基本消除，房地产价格的持续攀升及对人民币汇率升值的预期，吸引了境外逐利资金流入上海市房地产市场。由人民银行上海分行货币政策分析小组撰写的这份报告说，2004 年上海本市居民仍是购

房主力，但外地和境外人士也占相当比例(约占二成)。另据人民银行上海分行统计，境外资金直接流入房地产的比重，2001年是16.1%，2002年上升到23.5%，2003年超过了25%，2004年前5个月达到32.6%。国家外汇管理局2005年3月指出，发现一些海外个人在上海购房一人多达几十套甚至上百套，明显带有投机性质。

进一步分析影响房地产周期的三大因素，我们认为：1)增长面因素的影响将会持续，如城市化进程不会停滞，人民收入水平的提高及对住房需求的上升也是不可阻挡的长期趋势。2)制度面因素在短期内无法根本改观。特别是地方政府行为的扭曲，这涉及到整个体制(主要是政治体制)的问题，难以很快扭转，但有些做法，如“造镇运动”、强制拆迁问题等有望在调控中得到一定程度的缓解；银行为主导的金融体系所存在的问题，也无法在短期内解决；政府隐性担保的固定汇率制度问题，现在正朝着更为市场化的机制转变。3)宏观面因素是政府可以操控的变量。如此次房地产调控中调整利率、限制银行对房地产业的贷款等等。

总体而言，增长面因素对房地产业的发展将会持续下去；制度面因素的影响会随着市场化的推进而有所减弱，但短期内制度面的影响仍然会很大；宏观面因素很大程度上取决于政府调控。基于以上三大因素的可持续性分析，可以认为，推动房地产供给与需求的大多因素都会持续。从而，无论是房地产业发展还是房地产价格总水平，仍然会处在一个稳中趋升的态势。

三、计量分析

为使上述房地产周期的驱动因素分析更有说服力，我们利用相关数据进行计量分析。

建立计量方程的基本思路是：选择衡量房地产发展的指标如房地产价格、房地产销售面积或房地产投资等作为被解释变量，解释变量则是增长面因素(城市化水平、GDP或城镇人均可支配收入等)、宏观面因素(利率、住房抵押贷款、房地产开发贷款等)与制度面因素(币值预期因素、地方政府行为扭曲因素等)。

1. 数据说明

通过中经网、CEIC、中国人民银行及各类统计年鉴等渠道，我们获得了从1992第1季度到2004第4季度的时间序列数据。为分析的方便，我们对一些原始数据进行处理，如ghousinvest与gsales是根据水平数据算出季度同比增长率，以消除季度因素；realrate是贷款利率减去CPI。

表2：数据基本情况

变量标识	变量含义	平稳性
ghousinvest	房地产开发投资季度同比增长率	I(1)
gsales	商品房销售面积季度同比增长率	I(1)
housloan	住房抵押贷款	I(2)
devploan	房地产开发贷款	I(2)
longloan	金融机构中长期贷款	I(2)
totaloan	金融机构各项贷款额	I(1)
totalratio	(住房抵押贷款+房地产开发贷款)/金融机构贷款额	I(1)
realrate	实际贷款利率	I(1)
reer	实际有效汇率	I(1)
shstock	上证综指	I(1)

注：I(n)表示序列经过n次差分后达到平稳。

考虑到 1994 年 1 月 1 日中国外汇并轨，是一个非常大的结构性变化，它对于整个宏观经济(当然也包括房地产业)都产生了很大影响。因此，我们加入一个虚拟变量 Dummy，取 1994 年 1 月 1 日为 1，其他时间为 0。

遗憾的是，我们非常希望获得的其它指标，如房地产价格、城市化水平、GDP 增长率、人均可支配收入，以及衡量地方政府行为扭曲的指标，均没有足够长的季度时间序列。这在一定程度上也限制了我们的努力。

2. 计量结果与经济含义

对上述变量进行单位根检验(结果见表 2)。将表 2 变量差分为平稳变量，然后再运用 PcGets 软件进行计量分析(尽可能选用较多的变量和滞后期)。通过多次尝试发现，以房地产开发投资为因变量，结果较为满意，各统计量非常显著，而且经济含义非常明确。计量结果见表 3。

表 3: PcGets 计量分析结果

	Coeff	StdError	t-value	t-prob	Split1	Split2	reliable
Dreer	-0.01295	0.00754	-1.717	0.0927	0.1076	0.2371	0.7000
Dreer_2	-0.02694	0.00769	-3.502	0.0010	0.0001	0.0500	1.0000
Drealrate_1	0.03437	0.01011	3.401	0.0014	0.0001	0.0051	1.0000
Dtotalratio	0.06976	0.03382	2.063	0.0448	0.0021	0.0208	1.0000
dummy	-0.51780	0.12625	-4.101	0.0002	0.0000	1.0000	0.4000
RSS	0.71410	sigma	0.12459	R^2	0.52301	Radj^2	0.48153
Loglik	108.8482	AIC	-4.07248	HQ	-4.00011	SC	-3.88309
T	51	p	5	FpNull	0.00000	FpGUM	0.98418

于是我们获得计量方程:

$$Dghousinvest = -0.01295 * Dreer - 0.02694 * Dreer_2 + 0.03437 * Drealrate_1 + 0.06976 * Dtotalratio - 0.51780 * dummy$$

计量方程的经济含义:

1) 实际有效汇率指数变动 1 个单位，则房地产开发投资增长率反向变动 3.99%(即 Dreer 与 Dreer_2 两个系数的和); 并且，滞后两期的实际有效汇率对房地产投资的影响更大一些(Dreer_2 的系数绝对值是 Dreer 系数绝对值的两倍多)，这表明，房地产投资对于实际有效汇率的变动有一个滞后反应。计量方程中纳入实际有效汇率变量，主要是想考虑房地产投资变动对于币值预期的反应，特别是开放条件下外资因素的影响。自 1994 年并轨以来直到 1998 年，实际有效汇率基本上呈现一个上升趋势，这意味着其间人民币存在贬值预期。亚洲金融危机期间，人民币贬值预期尤为严重。贬值预期阶段，大量资金流出，房地产投资的吸引力减弱。考虑到这一期间，正处于宏观经济“软着陆”阶段，政府调控因素极大地限制了房地产投资的增长，因而不宜过度强调其间人民币贬值预期对房地产投资的负面影响。不过，1998 年以后，实际有效汇率下降，人民币存在升值预期，无论是国内资金还是国外资金，都认为升值预期会抬高未来的房地产价格。于是大量资金进入房地产，房地产投资高速增长。很多分析指出，外资进入房地产是推动房地产过热的一个重要原因，但未见有说服力的计量检验。我们认为，这里关于实际有效汇率变动对房地产投资影响的分析，就可以看作是外资影响房地产的一个非常有力的证据。

2)上期实际贷款利率变动1个百分点(或者说100个基点),则导致当期房地产投资增长率同向变动3.44%。应该说,实际贷款利率的系数符号与我们预期的相反。根据一般经济理论,实际贷款利率上升,会导致投资下降。因此,二者应该呈反向变动。出现同向变动的结果应作如何解释呢?一方面,长期以来,中国的利率还没有市场化,利率作为资金价格,还不能完全反映资金成本;另一方面,中国的投资有很多是政府驱动,房地产投资较少考虑利率因素,甚至在利率上升的时候,房地产投资仍然上升,也就可以理解了。接下来的分析表明,不是利率而是对房地产业的贷款,成为影响房地产投资的重要因素。

3)房地产贷款占整个信贷比率变动1个单位,导致房地产投资增长率同向变动6.98%。房地产投资主要受房地产贷款的影响,这恰好反映了以银行贷款是房地产投资的主要来源问题。同时,这也反映出房地产投资高速增长所带来的金融风险。房地产贷款占整个金融机构贷款的比率,也被称作是房地产贷款的风险暴露。根据本文的计量方程,这个风险暴露越大,房地产投资就越大。二者的密切关系,为后文分析房地产风险提供了有力的依据。

4)虚拟变量表明,汇率并轨对于房地产投资有较大的负面影响,导致当期房地产投资下降51.78%。

上述计量分析区别于其他房地产计量分析的特点是:将实际有效汇率作为一个变量,强调了币值变动预期因素进而外资因素对于房地产投资的影响,这非常符合经济现实,特别是近两年的情况。此外,我们引入房地产贷款占比,强调它在房地产投资中的重要性,并且将它作为房地产风险暴露的一个重要指标来衡量,这在一些研究中也是没有的。当然,我们的计量分析也有不足,所选择的变量只能解释房地产投资增长率的50%左右(R^2 为52.3%,调整的 R^2 为48.2%),另外的50%还没有得到很好的解释。今后如果有更多数据,增加解释变量(如城市化水平、地方政府扭曲行为指标等),计量结果将会得到改进。

四、房地产周期与金融稳定

1. 房地产周期与金融稳定:一般分析

房地产周期与金融稳定的关系可以简单概括如下:

首先,金融在房地产周期发展中作用巨大。房地产开发投资资金,绝大部分来自于银行或资本市场,住房抵押贷款对居民购买房产发挥巨大作用。房地产市场发展的周期性波动是内外因综合作用的结果,金融运行就是主要外因之一,即房地产业在从事开发、经营、管理、服务的过程中,必须通过货币流通和信用渠道,进行集资、筹资和融资等一系列的经济和金融活动。金融运行对房地产周期的影响渠道体现在:第一,金融机构的参与会放大房地产市场供需差距,促使周期波幅增大。第二,重大的金融改革与金融事件(比如放松金融管制、住房抵押贷款的推出等)可能成为房地产周期变化的原因之一。

其次,房地产周期对金融稳定影响大。在市场繁荣时,银行信贷资金大量注入房地产,上市公司募集资金也大量投入房地产开发;在市场低迷时,银行资金深陷其中,形成不良资产,房产类上市公司业绩下降。房地产周期对金融稳定的影响渠道体现在:第一,金融发展必须依托于实体经济发展,房地产规模扩张带动房地产金融业务规模的扩张,促进金融创新;第二,房地产市场发展影响金融稳定。东南亚金融危机期间,各国的一个共同特征是房地产价格在经过一段异常膨胀后,开始下跌;由于房地产价格陡降,导致从事房地产金融业务的银行出现呆、坏账,银行体系运转失灵。在以银行为主导的经济中,房地产金融形式单一,房地产金融的重担几乎全压在商业银行身上,房地产周

期波动中的风险高度集中于银行体系。

大量的文献研究，从理论与实证两个角度进一步阐明了二者之间的紧密关联，并突出强调了房地产泡沫破灭对于金融体系以至整个经济稳定的巨大负面冲击。

1)金融对房地产周期的影响。Helbling(2003)指出，利率变化对于房地产周期有直接的影响。根据他考察的工业化国家的样本中房地产价格的大起大落(boom-bust)情况，可以发现，无论是1970年代晚期，1980年代早期或是晚期，都是一个以反通货膨胀为目标的时代。反通胀的努力，导致了利率上升，从而债务负担加重，暴露了那些与通货膨胀相关的过度投资以及与之相关的金融脆弱性。实证分析表明，在房地产价格上涨初期，一般都有一个利率下降的过程。

2)商业房地产与银行信贷的紧密关联。Davis and Zhu(2004)发展出一个简化的理论模型，指出商业房地产价格与银行贷款之间关系紧密。其中，房地产周期由商业房地产部门、银行信贷以及宏观经济之间的动态关联所驱动。基于17个发达经济的跨国经验分析支持了该模型的预测。对商业房地产价格决定因素的考察，表明那些遭遇到与房地产损失相关的银行业危机的国家(1985-95)，房地产价格和信贷之间存在着非常紧密的联系。

3)银行信贷与房地产泡沫的破灭。Herring and Wachter(2002)的分析，强调了银行信贷在房地产泡沫的破灭过程中所起的关键性作用。他们指出，在房地产价格崩盘的过程中，银行行为起着重要作用。首先，房地产价格的下降会降低银行自身持有的房地产价值，冲抵银行自有资本。其次，银行资本的下降会使银行减少对房地产业的信贷投放。第三，为应对银行资本头寸的下降，监管机构会要求银行提高资本充足率，并对房地产资产施加更为严格的分类和拨备规范，从而进一步降低了房地产信贷，推动房地产价格更大幅度的下降。房地产泡沫通常以银行危机结束。由于短期内房地产供给是固定的，且很难被迅速卖出，所以房地产市场很容易受到过度乐观预期的冲击。只要银行继续给那些乐观主义者提供融资，那么房地产价格就会继续上涨。直到银行及监管机构意识到危机将至，银行才会停止对房地产业的贷款，而那时为时已晚。

4)房地产泡沫破灭与经济金融稳定。Quigley(2001)与Koh等人(2004)均指出，东南亚与东亚的房地产活动以及银行贷款过度集中于房地产部门，是导致1997年亚洲危机爆发的一个重要原因。房地产泡沫破灭对实体经济的冲击很大，在以银行为主导的国家里表现尤甚。正如亚洲金融危机显示的那样，资本不足的银行体系极易受到外部冲击(尤其是汇率危机)的影响，并给实体经济带来严重危害。这样，银行部门的重要性及其与房地产部门的关联不仅放大了房地产泡沫，而且影响整个经济金融的稳定。

2. 本轮房地产周期与金融稳定

本轮的房地产过热，在老百姓看来是房价涨得太高，担心自己什么时候才能买得起房子；而对政府对央行而言，更重要的是，如果容忍房地产继续过热，那么总有一天，房地产泡沫会破灭，从而对金融稳定构成威胁。

本轮房地产周期在哪些方面会对金融稳定产生负面冲击呢？我们认为，房地产业的危险可以从消费者、生产者(即开发商)与政府角度进行分析，而主要的风险则体现在房地产信贷的风险暴露、政府担保问题以及存贷款期限错配问题。

1)住房抵押贷款(消费者角度)

1998年以来，个人住房抵押贷款既是推动房地产业发展的重要力量，也成为银行业扩大信贷规模和降低不良贷款率的重要手段。中国各银行和监管机构都认为抵押贷款是极好的放贷方式，其资产质量很高(坏账比例低于1.5%)。相对于原来的国有经济贷款与政府担保的其它形式贷款，个人住房抵押贷款的风险确实要低得多。不过，住房抵押贷款的潜在风险也是不可忽略的：

一种说法认为，由于抵押贷款的推出，便利了居民的负债，于是，中国产生了越来越多的“负翁”(即大量负债导致居民总资产可能为负)。这种说法看似有道理，其实并没有考虑到，“负翁”的说法和担心主要是基于一个存量的概念，即居民现有总资产与其总负债的比率。而实际上，银行风险的产生更主要是源于流量概念，即在一个时点上，居民的现金流能否支付相应的债务负担。比如每个月的个人可支配收入，能在多大程度上偿还“月供”。如果从流量角度，“负翁”的提法及担忧显然是被夸大了。

但这并不是说不需要关注个人住房抵押贷款的风险。首先，个人购房，除了自住性需求，还有投资(机)性需求。据人民银行北京营业部对高档公寓和商用房、高档别墅投资需求的估算表明，这两类项目投资需求占比分别为 40%和 20-25%。2003 年，上海投资性购房比例为 16.6%，其中境外居民投资约占 16%。投资需求往往更易受未来收入预期以及其它经济预期(如利率走势)的影响，风险较大。其次，有些购房人是通过各种手段套取不同银行的贷款来实现其投资需求的¹。这种类似于欺骗行为的存在，也加大了银行信贷风险。银行之间资源不能共享，信息调查不灵，给这类人以可乘之机。

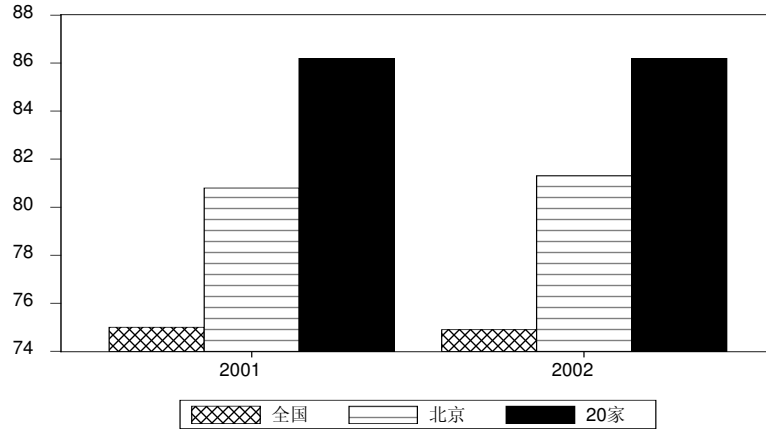
2) 开发商贷款(生产者角度)

房地产金融存在的问题，即开放商(土地开发与房地产开发)对于银行贷款的高度依赖。2004 年，房地产开发投资资金中，30.3%来自自筹，43.1%来自其它资金，18.4%来自银行贷款。据估算，房地产开发商的自筹资金有 10%是个人住房贷款形成的，其它资金来源中 20-30%间接来自于银行贷款，总体测算，房地产开发投资资金约有 50-60%来自于银行贷款。下面具体分析房地产开放商贷款的潜在风险。

一是土地开发贷款风险。土地整理储备中心所需资金的来源主要有以下几个渠道：市财政拨款一定的启动资金；土地使用权出让金垫资；银行贷款；储备土地的经营性收入等，其中银行贷款为最主要的来源。土地储备中心有高负债经营的特点。以北京为例，注册资本仅为 1.03 个亿，而目前银行贷款高达 70 亿，杠杆率极高。截止 2004 年 6 月，北京市各银行对北京市土地整理储备中心授信额度为 318 亿元，同时各银行对各区县土地整理储备中心的授信额度为 200 亿元，合计为 518 亿。我国土地储备贷款 2004 年底为 828.37 亿，综合授信额度更大。这些额度大都是在政府担保的名义下实现的，而实际上，这种政府担保很难有效，因为财政或其它部门担保不符合《担保法》。同时，银行贷款只能以土地储备中心运作的土地使用权作为抵押，但根据现行法规，质押的土地不属于土地整理储备中心。

二是房地产开发企业贷款风险。2000-2002 年，北京市房地产开发企业的负债比率达到 81.2%，高于全国平均水平 6 个百分点。而全国 20 家最大的房地产开发贷款大户，其负债比率比北京的平均水平还高。2001 和 2001 年，全国平均水平为 75%和 74.9%，北京为 80.8%和 81.3%，而 20 家大户则为 86.2%。房地产开发企业的高负债经营蕴含着很大的潜在风险(中国人民银行，2005)。

¹比如，买房人在申请贷款买房的时候，大都选用开发商阶段性担保加抵押的方式。程序上的某些漏洞很容易被一些投资型买房人利用。如某人从 A 银行贷款买一套 100 万元的房子，按 20%首付规则，买房人先缴纳 20 万元给 A 银行。原则上买房人在办完产权证后，还款期间，产权是抵押给银行的。但产权证是由办证机关发给个人而非直接送到银行。所以，有的买房人把产权证抵押给 B 银行，这样可以从 B 银行拿到一套房约 70%的贷款(假定有 70 万元)，买房人可以再拿这 70 万元作为另外 3 套房子的首付，以此类推。

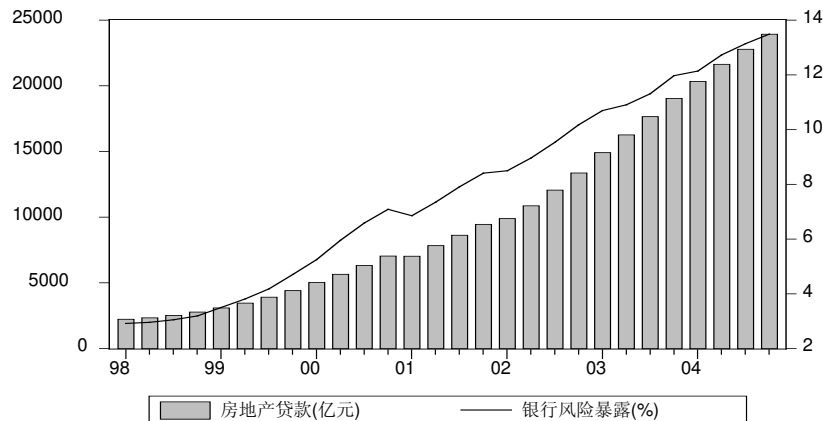


资料来源：中国人民银行《房地产研究报告》(2005)

图 8：房地产开发商的负债率

3) 房地产信贷风险暴露

房地产信贷可能产生的风险，可以用一个指标，即房地产贷款(个人住房抵押贷款加上房地产开发贷款)占整个金融机构贷款的比重来衡量，这也被称作房地产信贷风险暴露。前面的计量分析表明，正是房地产信贷风险暴露的扩大，推动了房地产投资的增长。反过来，房地产投资的快速增长，必然会导致信贷风险暴露的迅速放大。根据我们的测算(见图 9)，1998 年，房地产信贷风险暴露仅为 2.9%，2002 年上升到 10%，到 2004 年上升到 13.5%²



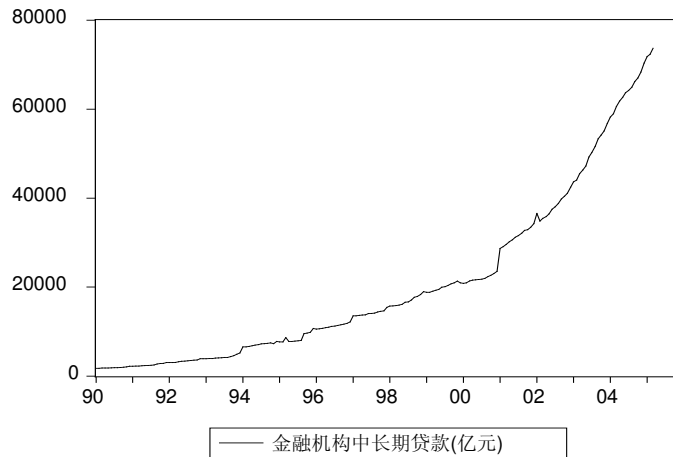
资料来源：中国人民银行

图 9：房地产信贷风险暴露

4) 政府担保问题

1998 年以来，一个突出的现象是中长期贷款的增长迅速(见图 10)。这是政府为配合扩大内需所采取的一些措施如加大基础设施建设，以及推进个人消费贷款所形成的。这其中，基础设施建设方面的重大项目贷款，均与政府担保密切相关。据估计，在金融机构中长期贷款中，有 80-90%都与政府担保有关。这些担保，有些是有形的，如地方政府人大出具担保函；有些是无形的，如政府秘书长说“没事”。

² 人民银行《房地产研究报告》指出 2004 年房地产贷款为 26306.27 亿，占整个金融机构贷款的 14.8%。



资料来源：中国人民银行

图 10: 金融机构的中长期贷款

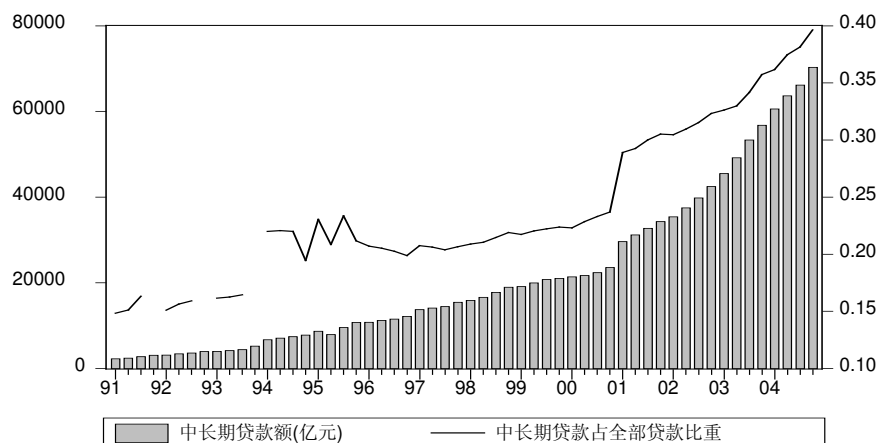
现在很难估算出，在整个房地产贷款中，有多少与政府担保有关。但至少，前面提到的，土地储备整理中心贷款，以及大量的与房地产开发有关的基础设施建设贷款，都有相当多的政府担保。那么，一旦政府担保的项目出问题导致银行坏账，由谁来承担责任呢？显然，原本就有很多负债的地方政府将无力承担这个责任(据有关估算，目前地方政府债务达到六七千亿元)，最后，这些负债将成为国家综合负债而加大整个经济金融风险。

在中国，很多风险的特征都体现为政府担保风险。比如，房地产贷款中的政府担保，当然还有固定汇率机制中的政府隐性担保。政府信用或担保带来的问题，使这个风险往往是隐性的，不是显性的。而且，由于对政府的过度“信任”或者对于政府担保的确认，导致银行对这类风险考虑较少，再加上，即便出现这样的风险，对银行而言也不是什么大问题，所谓“肉烂在锅里”。这样一种思路，特别是原有体制的痼疾，导致对政府担保贷款的风险意识非常弱。银行加大了有政府担保的信贷发放但却忽视了可能的风险。政府担保风险是一个体制上的问题，也是影响将来金融稳定的重要因素。

5) 存贷款期限错配问题

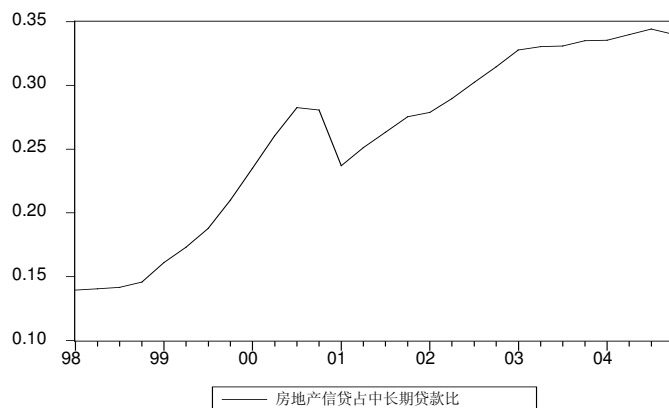
商业银行存贷款期限错配，是指商业银行依靠短期存款来为长期贷款融资时产生的期限不匹配问题。如图 11 所示，2001 年以来，中长期贷款增速加快，其占金融机构总贷款的比重也不断上升，到 2004 年上升到 40%。中长期贷款占比的迅速上升，很容易产生所谓期限错配以及由此带来的风险。因存贷款期限错配而引发金融危机，是有前车之鉴的。如 1997 年的韩国，其银行体系借入的大都为短期债务(包括外债)，而所支撑的又多为长期投资，因此当亚洲金融危机发生，境外流入韩国的资金骤减，最终使韩国金融跌入流动性陷阱，货币大幅贬值。

现在我们要问，中长期贷款何以会迅速上升呢？一方面，中长期贷款中的 80-90%是与政府担保有关的；另一方面，房地产贷款增长显然也是一个重要的解释因素。见图 12，2004 年房地产贷款占到整个中长期贷款的 35%左右。可见，存贷款期限错配问题一定程度上是由房地产周期引起的，这一风险值得密切关注。



资料来源：中国人民银行

图 11：中长期贷款变动



资料来源：中国人民银行

图 12：房地产信贷占中长期贷款的比重

综合以上分析，无论是住房抵押贷款风险、房地产开发贷款风险、政府担保风险、期限借配风险，归根到底都将首先体现为银行风险，也将最为集中地体现为银行风险（尽管政府担保风险导致国家综合负债上升，最终可以是一种财政风险）。这突出地表明，新一轮的房地产周期与当前中国的银行风险、金融稳定息息相关。

五、结论与政策建议

本文考察了中国的房地产周期，特别是新一轮房地产周期的驱动因素；研究显示，增长面、宏观面、制度面因素的综合作用，将使房地产业稳步发展，房地产价格稳中趋升。

对于房地产投资的计量分析表明：1) 鉴于实际有效汇率在解释房地产投资增长中的重要性，稳定汇率预期显然是有效抑制外资大举进入房地产的一个重要措施；2) 对房地产投资有较大影响的变量是房地产信贷而非利率，因此，房地产业调控不能仅仅依靠利率政策，而需要采取其它措施，如控制房地产信贷增速、征收房地产税等等。

新一轮房地产周期对金融稳定的影响主要体现在三个方面：房地产信贷的风险暴露、政府担保问题以及期限错配问题。所有这些潜在风险，归根到底都将最先体现为银行风

险，也将最集中地体现为银行风险。

此分析的政策含义是：一方面，银行放贷要更加审慎，这就要求继续完善银行公司治理结构、金融监管和金融生态。另一方面，作为中长期贷款的房地产信贷的上升容易产生期限错配问题。因此需要促进中长期直接融资的发展；同时，为了逐步化解当前银行中长期贷款占比过高的问题，需要通过资产证券化等手段，使这部分资产流动起来(资产证券化目前已在试点，如建设银行的抵押资产证券化和开发银行的信贷资产证券化)。

此外，需要逐步纠正作为房地产热重要推动力量的地方政府投资冲动，这要求改变原有的体制模式，改变地方政府的预算软约束及只注重增长的政绩观。唯其如此，政府的扭曲行为才能得以矫正，房地产业投资才会变得更为理性(原来的房地产投资冲动也是一种“理性”，只不过是在预算软约束条件下的“理性”)，才会减少由政府扩张冲动引致的周期波动和金融风险。

参考文献

- Davis, E Philip and Haibin Zhu(2004), “Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross-Country Evidence”, *BIS Working Papers* No. 150.
- Helbling, Thomas F (2003), “Housing Price Bubbles - A Tale Based on Housing Price Booms and Busts”, This paper draws on Chapter II of the April 2003 *World Economic Outlook* (IMF (2003)).
- Herring, Richard and Susan Wachter(2002), “Bubbles in Real Estate Markets”, *Zell/Lurie Real Estate Center Working Paper 402*, March 2002.
- Koh, Winston T.H., Roberto S. Mariano, Andrey Pavlov, Sock Yong Phang, Augustine H. H. Tan, and Susan M. Wachter (2004), “Bank Lending and Real Estate in Asia: Market Optimism and Asset Bubbles”, Forthcoming in *Journal of Asian Economics*.
- Quigley, John M (2001), “Real Estate and the Asian Crisis”, *Program on Housing and Urban Policy Working Paper Series*, Working No. W99-008.
- 樊纲、张晓晶(2005): 《怎么又过热了: 新一轮经济波动与宏观调控分析》, 江西人民出版社 2005 年 1 月。
- 国家统计局(2002): 《中国固定资产投资统计数典(1950-2000)》, 中国统计出版社。
- 国家统计局(2005): 《中国统计摘要 2005》, 中国统计出版社。
- 国民经济研究所: 《季度变量跟踪分析》相关各期。
- 沃勒斯坦, 伊曼纽尔(2000), 《沃勒斯坦精粹》, 南京大学出版社 2003 年 10 月。
- 张晓晶(2005): 《国际资本流动、经济扭曲与宏观稳定》, 《经济研究》2005 年第 4 期。
- 中国人民银行(2005): 《房地产研究报告》(初稿)。