

分报告八

房地产市场复苏任重道远^①

刘晓光

摘要:今年4月以来,受“3·30新政”和“4·20降准”等政策影响,房地产销售出现明显的回暖迹象,部分城市房价企稳回升甚至暴涨,有观点认为房地产市场将出现全面复苏。本报告分析发现,目前房地产市场复苏还很脆弱,仍主要处于“去库存”的调整阶段,新开工和投资下滑趋势尚未扭转,三四线城市和局部地区更面临严峻挑战,离全面市场复苏任重道远。不仅如此,脆弱复苏下市场分化还可能诱发“虹吸现象”,加剧局部地区困难和引发系统性风险。在此基本上,本报告分析了房地产市场需求的中长期决定因素,并从中期逐步消化库存的角度设计了多种情景,模拟分析房地产市场调整过程及对投资和增长的影响。结果表明,本轮调整需要持续多年,并对投资和增长产生不利影响。最后,本报告考察了货币政策对房地产市场的短期效应,并讨论了极端情况下货币政策的选择策略。实证分析发现,货币政策的三种主要工具均对房地产市场有不同程度的影响,短期经济形势和股市

^① 作者感谢 Mali Chivakul 和 Alfred Schipke 等人与其共同合作发表的 IMF 工作论文 No. WP/15/84 对本报告的重要启示作用,本报告部分内容亦基于该工作论文(详见“Understanding Residential Real Estate in China”, IMF Working Paper No. WP/15/84)。感谢中国房地产指数系统(CREIS)提供的百城价格数据和帮助,感谢 Rodney Jones 及 Wigram Capital Advisors 其他同事在对房管局数据分类和建立指数方面的建议,感谢 Steven Barnett、Murtaza Syed、谢沛初、马骏、张斌、尹中立以及国际货币基金组织研讨会参与者、中国人民银行、中国社科院和上海财经大学其他同事给予的建设性评论。一切责任在于报告作者本人。

表现也对房地产销售和投资具有显著的促进作用。鉴于目前房地产库存水平总体偏高和各地发展不平衡的特点,短期内不宜对房地产投资再度发挥增长拉动效应抱有太高期望,政策重点应当鼓励房地产销售和市场的有序调整。

JEL 分类号:C3,E3,R2

关键词:中国房地产、市场复苏、货币政策、经济增长

作者邮件地址:liuxiaoguang@pku.edu.cn

I. 序言

以 1998 年国务院颁发 23 号文件深化城镇住房制度改革为标志,中国房地产业迎来了高速发展的黄金时代,成为中国经济的支柱产业和增长引擎。^①文件颁布当年,房地产住宅新开工面积增长 51%,投资增长 35%。1998—2011 年,中国房地产住宅新开工面积和投资年增长率平均达 21%和 27%。房地产投资占 GDP 的比重从 1997 年约 4%上升到 2014 年超过 15%,其中住宅投资占 GDP 的比重也从 2%上升到超过 10%,房地产业成为拉动经济增长的重要引擎(IMF,2015)。^②粗略估计,大约六分之一的城镇就业、五分之一的银行贷款、四分之一的固定资产投资均来自房地产业。此外,房地产作为不动产还被广泛应用于公司和个人抵押贷款。更重要的是,与房地产相关的税收和土地出让收入是地方公共财政收入的主要来源,尤其是土地出让收入占地方政府财政收入的比重近五年平均高达 60%。^③同时,房地产业对建筑、建材、水泥、化工、钢铁等上游产业以及家具、家电、装修、物业等下游产业等几十个行业具有很强的拉动作用(梁云芳、高铁梅和贺书平,2006),加上这些直接关联行业的增加值占 GDP 的比重估计高达近 30%。这些因素决定了房地产市场的发展情况对中国宏观经济走势具有重要影响。

自 2014 年年初开始,房地产市场表现出明显的疲软态势。数据显示,2014 年房地产销售量和价格都出现了全国性的收缩,同时房地产新开工和投资增速也出现大幅下滑。不同于以往房地产周期(比如 2012 年市场下行^④)多是由于担心房价过高和市场过热而进行的紧缩性调控政策导致,本次市场疲软没有受到紧缩性

^① 1998 年 7 月 3 日,国务院颁发了国发[1998]23 号文件《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》,开启了以“停止住房实物分配,逐步实行住房分配货币化”为目标的城镇住房制度改革,指导思想是加快住房建设,促使住宅业成为新的经济增长点。

^② 其他学者也得出类似的估计结果。例如,黄忠华、吴次芳、杜雪君(2008)估计,房地产投资对经济增长的贡献率超过 10%。

^③ 随着房地产市场的快速发展和国有土地有偿使用制度的深化,国有土地使用权出让收入高速增长,占地方政府财政收入的比重在 2007 年已达 32.2%,此后快速上升到 2010 年峰值 74.1%,近五年均值达到 60%,形成了所谓的“土地财政”。近两年该比重有所回落,2013 和 2014 年分别为 59.8%和 56.2%。

^④ 2012 年,受商品房限购、限贷等政策因素的影响,全国房地产市场出现明显降温,房地产销售面积增速下滑至 2.0%,投资增速下滑至 11.4%,新开工面积负增长 11.2%,新购置土地面积下降 19.5%。

房地产调控政策的直接干预,而主要是由于市场库存水平过高造成的,这与以往周期有很大不同。根本原因在于要素扭曲使中国房地产市场出现普遍性的价格借位和过度建设,积累了巨量库存。一方面,由于存款实际利率经常为负,居民缺乏替代性金融资产,住房成为具有吸引力的投资工具,对于房价上涨的预期不断催生资产泡沫。^①另一方面,地方政府财政收入高度依赖房地产开发,形成所谓“土地财政”,因而过度鼓励房地产投资建设。^②

自今年4月份以来,受房地产“3·30新政”^③和“4·20降准”^④等政策影响,房地产销售量和房价持续回升,个别一线城市(如深圳)出现销售火爆的态势,房地产市场似乎要迎来新一轮复苏。然而由于本轮房地产市场复苏受政策影响明显,能否持续尚待观察。事实上,在去年“9·30新政”之后,随着购房限制的放宽和抵押贷款条件的放松,一线城市也一度出现某种企稳迹象,销售量出现小幅上升,价格环比指标从当年10月起止跌回升,然而自今年2月份又再度下跌。^⑤当时短暂复苏不仅没有扩大到二线和三四线城市,而且自身也没有持续下去,直到今年3月底再度实施强劲支持政策。房地产市场的发展对于观察下半年宏观经济形势具有重要意义,深入审视目前房地产复苏的性质十分重要。特别是如果现有政策措施存在

① 参见姜春海(2005),况伟大(2010)以及高波、王文莉和李祥(2013)等。

② 参见杨圆圆(2010),郑思齐和师展(2011),Wu、Gyourko和Deng(2012年),吕炜和刘晨晖(2012)以及李娜、洪国志和黄亮雄(2013)等。

③ 2015年3月30日,中国人民银行、住建部、银监会联合发布《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》,将二套房贷款最低首付比例由60%下调为40%。新政规定,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房,最低首付款比例调整为不低于40%;使用住房公积金贷款购买首套普通自住房,最低首付20%;拥有一套住房并已结清贷款的家庭,再次申请住房公积金购房,最低首付30%。与此同时,财政部和国家税务总局联合发布消息,将个人住房转让免征营业税的期限由购房超过5年(含5年)下调为超过2年(含2年)。新政规定,个人将购买不足2年的住房对外销售的,全额征收营业税;个人将购买2年以上(含2年)的非普通住房对外销售的,按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税;个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的,免征营业税。

④ 2015年4月19日,中国人民银行决定自次日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点,并有针对性地实施定向降准,例如对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率2个百分点。这是央行2015年第二次全面下调存款准备金率。此前,2015年2月4日,中国人民银行决定自次日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,并有针对性地实施定向降准,例如对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点,成为央行两年来首次全面下调存款准备金率。

⑤ 2014年9月30日,央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》,放松了与自住房需求密切相关的房贷政策,并鼓励银行通过发行MBS和期限较长的专项金融债券等筹集资金以增加贷款投放,增强金融机构个人住房贷款投放能力,支持房地产开发企业的合理融资需求等。例如,对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策,有多套房在非限购城市结清贷款也可以发放贷款。

系统性的偏误,导致房地产市场复苏夭折,将是中国难以承受之重。

本报告综合利用多套房地产市场数据,分析房地产市场当前发展形势,考察全国、地区、城市等不同层面的房地产市场销售和投资动向。在此基本上,本报告分析了房地产市场需求的中长期决定因素,并从“去库存”的角度对中期调整情景及其对宏观经济的影响进行了模拟分析。最后,本报告分析了货币政策对房地产市场的短期影响,考察了三种主要的货币政策工具的不同效果,并讨论了极端情况下货币政策的选择策略。本报告结构安排如下:第 II 节,讨论房地产市场近期发展动向。第 III 节,分析房地产市场需求的中长期决定因素。第 IV 节,从逐步消化库存的角度对中期可能的调整情景进行模拟分析。第 V 节,考察货币政策对房地产市场的短期影响,并讨论货币政策的选择策略。第 VI 节为结论和政策建议。

II. 房地产市场发展近况

A. 市场出现复苏迹象

中国房地产数据有多个统计渠道和来源,包括官方数据和民间数据,包含全国层面数据和城市层面数据。^①本报告主要采用国家统计局的官方数据,以便于与主要宏观经济变量数据在统计口径上衔接,同时也适当考虑其他渠道数据进行补充和交叉检验,如房管局数据和民间的中国房地产指数系统(CREIS)数据。^②此外,本报告综合利用全国和城市层面数据考察房地产市场总体形势和在不同城市间的分化现象。

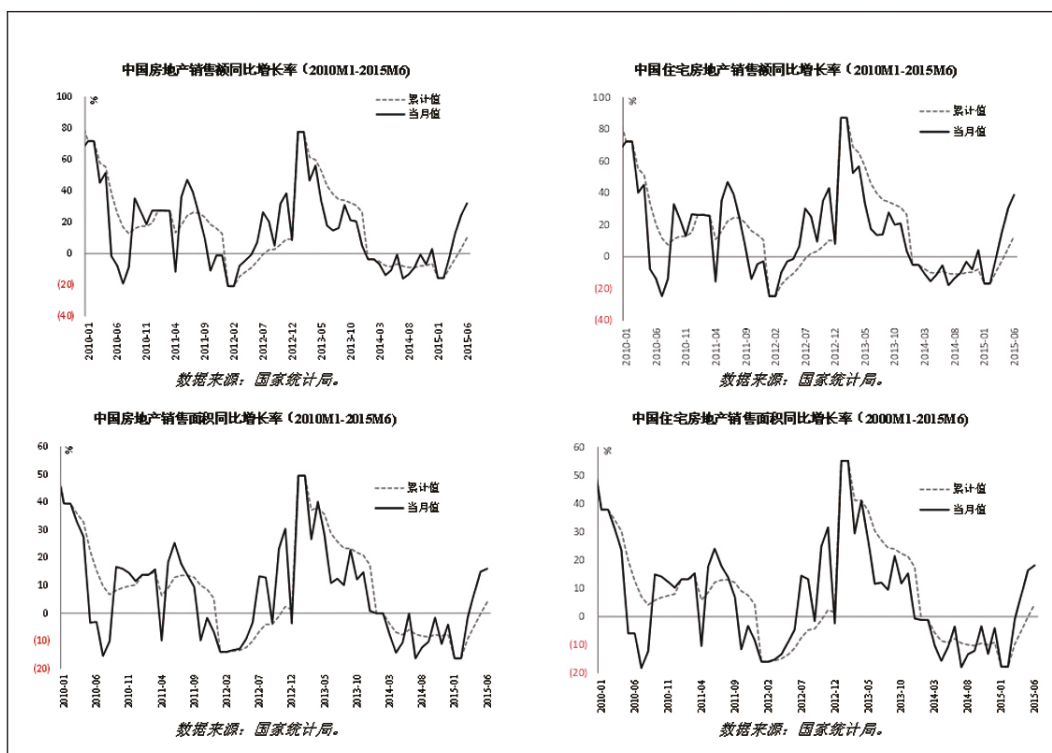
全国层面数据显示房地产市场出现复苏迹象(见图 1)。首先从销售情况看,受“3·30 新政”和“4·20 降准”等政策影响,房地产市场销售出现明显的回暖态势。自今年 4 月份以来,房地产销售额止跌回升,特别是 6 月份销售额同比上涨

^① 在中国,存在多个房地产数据集,既有官方来源,也有民间数据提供商。两个主要的官方渠道为国家统计局(NBS)和地方房管局,负责搜集价格数据(如国家统计局负责商品房平均销售价格和 70 个大中城市价格数据,房管局负责 130 多个城市的房地产交易价格数据),需求指标数据(销售面积等),以及库存指标数据(待销售面积等)。国家统计局还公布房地产固定资产投资和供给指标(新开工面积、在建面积以及竣工面积等)。国务院发展研究中心(NDRC)发布住宅房地产价格指数(36 个主要城市价格指数)。此外,民间机构如中国房地产指数系统编纂专有的房地产价格指标(百城价格指标)。

^② 地方房管局是负责城市房地产市场的市政府部门,履行并负责所有房地产销售、出租、抵押和转让的登记事宜,受住建部管辖。

32.1%，上半年累计增长 10.0%。其中，住宅房地产市场回升幅度更大，自 4 月份以来止跌回升，6 月份销售额同比上涨 38.9%，上半年累计增长 12.9%。从销售面积指标来看，房地产市场也同样表现出回暖态势，只是回升幅度较小。数据显示，无论是房地产整体还是房地产住宅市场，4 月份以来销售面积都止跌回升，6 月份分别增长 16.0%和 18.2%，上半年累计增长 3.9%和 4.5%。^①

从价格方面指标看，房地产市场也出现一定的反弹迹象。从国家统计局 70 个大中城市价格环比变化指标看，房价上涨城市数自今年 3 月份以来不断增多，反映越来越多的城市房价开始企稳回升。从 CREIS 百城价格指数看，全国房地产价格环比指标自今年 4 月起止跌回升，同比跌幅也有所缩小。此前，房地产价格自 2014 年年初开始呈现明显的疲软态势，上涨趋势逐渐减弱直至下跌，环比指标和同比指标分别从去年 5 月和 10 月开始相继由涨转跌。^②



① 从房地产销售面积回升幅度小于销售额，可以推断房地产实际成交价格有一定幅度的上涨。
 ② 根据企业调研了解情况，同期房地产商打折促销力度不断加大，实际房价下跌更为严重。

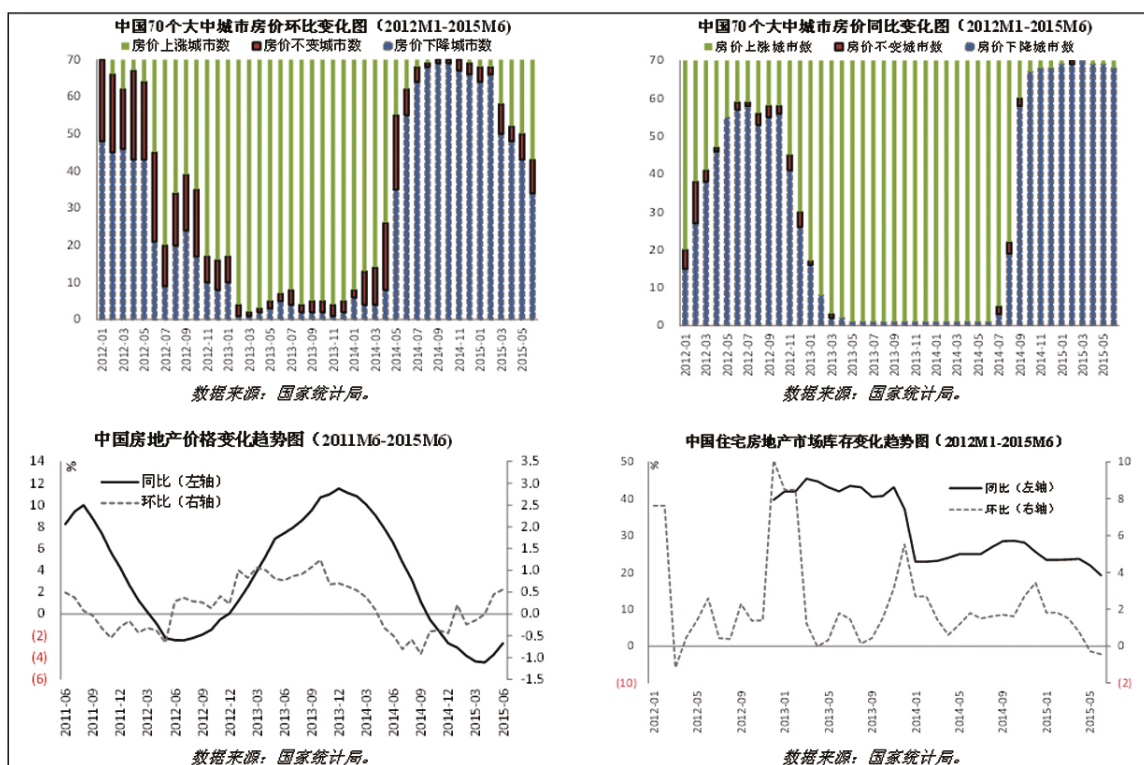


图 1 中国房地产市场出现复苏迹象

随着房地产市场销售回暖,房地产库存情况也出现一定程度的好转。数据显示,今年5月份开始房地产库存出现环比下降,这是自2012年3月以来的首次下降。此前,房地产库存持续快速增长。例如在2012—2014年,房地产住宅库存分别增长了39.7%、37.2%和25.6%。从同比指标看,房地产库存增长也有所放缓。截至6月底,住宅库存水平虽然比去年同期增长约20%,但增速回落5.3个百分点。不过目前房地产库存仍然保持高位运行,约是2011年库存水平的2.5倍,这也是本轮调整比较困难的主要原因。

B. 全面复苏任重道远

尽管出现复苏迹象,但是目前房地产市场总体表现依然脆弱。从国家统计局70个大中城市价格变化同比指标看,截止6月份,房价与去年同期相比仍然呈下降趋势,销售量回升幅度最大的6月份也仅有2个城市实现房价同比上涨。而从CREIS百城价格指数看,房价同比指标同样仍处于下跌区间,只是跌幅有所减小。可见,目前离房价全面上涨还有一定的距离。

从房地产市场供给面因素看,无论是房地产投资、新开工还是购置土地指标都显示房地产市场仍处于疲态,远未出现复苏态势(图2)。首先,房地产投资增速继续呈下滑趋势,投资增长率从2013年的19.8%下降到2014年的10.5%,2015年上半年进一步下滑至4.6%。其中,住宅投资增长率从2013年的19.4%下降到2014年的9.2%,2015年上半年进一步下滑至2.8%。在去年年底和今年4月份,房地产投资还一度出现负增长,近两月才出现小幅反弹。

从新开工指标看,房地产呈现更加紧缩性的发展趋势。新开工面积增长率从2013年增长13.5%下降到2014年负增长10.7%,2015年上半年进一步下滑至负增长15.8%。其中,住宅新开工面积增长率从2013年增长11.6%下降到2014年负增长14.4%,2015年上半年进一步下滑至负增长17.3%,近几个月仍处于探底状态。

从房地产商购置土地及待开发土地指标看,房地产投资后市的积极性也并不高。购置土地面积从2013年增长8.8%下降到2014年负增长14.0%,2015年上半年进一步大幅下滑至负增长33.8%,近几个月仍处于探底下滑状态,6月份负增长幅度更是达到42.2%。土地交易额从2013年增长33.9%下降到2014年仅增长1.0%,2015年上半年进一步大幅下滑至负增长28.9%,近几个月仍处于探底下滑状态,6月份负增长幅度更是达到37.4%。待开发土地面积从2013年增长5.2%下降到2014年负增长0.3%,2015年上半年进一步大幅下滑至负增长13.0%,近几个月处于探底状态。

一般而言,房地产销售行情传导到新开工和投资方面需要一段时间的滞后。如图2所示,房地产投资、新开工面积与销售面积之间存在紧密关系,但存在一定时期的滞后。目前尚无法判断当前市场销售回暖是否具有可持续性,以及最终能否形成新一轮景气行情,带动房地产投资和经济增长。

综合各方面情况看,房地产市场总体表现依然脆弱乏力,离全面市场复苏任重而道远。出现目前这种量增价稳、投资暗淡的“弱复苏”态势的主要原因是,中国房地产市场的库存水平过高,房地产商去库存压力大,因此普遍采取“以价换量”的营销策略和“稳步撤离”的发展战略。^①数据显示,无论是库存的绝对水平,还是库存与销售面积比衡量的相对水平,房地产市场库存水平都处于很高的位置。即便在6月份销售回暖的情况下,房地产库存水平仍然居高不下。在这种情况下,不仅房价

^① 地区调研还发现,不少房地产商开始积极寻找转型路线,特别是向金融业转移。这与前几年许多其他行业纷纷进军房地产业形成强大反差。

难有实质性回升,后续投资也很难有力跟进。

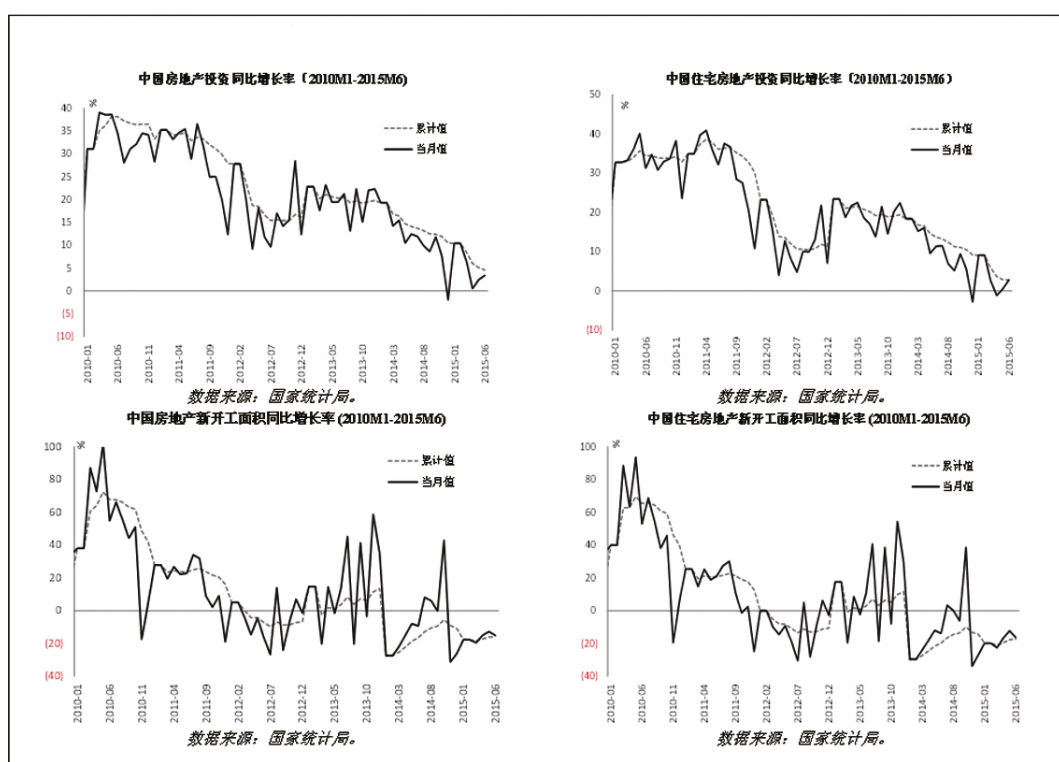
中国房地产库存水平过高缘于近年来房屋过度建设,导致供给持续超过需求。多方面要素扭曲使中国的房地产市场出现普遍性的价格借位和过度建设。在需求方面,由于实际存款利率经常为负,居民缺乏替代性金融资产,房地产投资一直是一项很有吸引力的投资工具,对于房价的上涨预期不断促生资产泡沫(姜春海,2005;况伟大,2010;高波、王文莉和李祥,2013)。在供给方面,“土地财政”使地方政府收入高度依赖房地产开发,普遍鼓励房地产过度投资建设(杨圆圆,2010;郑思齐和师展,2011;Wu、Gyourko 和 Deng,2012;吕炜和刘晨晖,2012;李郁、洪国志和黄亮雄,2013)。

因此,尽管各地过度建设程度不一,但房地产供给过剩现象普遍存在,使得本轮调整变得极为困难。另一方面,虽然目前房价水平总体有所下降,但相对于居民收入而言仍普遍偏高,抑制了一部分住房需求。例如,按照一百平米房价与城镇居民年人均可支配收入之比衡量的“房价收入比”指标显示,2013年各省房价平均是城镇居民年可支配收入的22.4倍,某些一线省市如北京、上海达到三四十倍。尽管该比率相比2010年最高点的25.7倍已经有所下降,但依然是制约房地产需求的重要影响因素。始于2014年年初的销售量下降,进一步加剧了库存压力。2014年末销售住宅迅速增加的情况比前几次房地产市场下行都要严重。与2008—2009年和2011—2012年等几次房地产下行经验相比,2014年房地产下行趋势是从相对高的库存水平开始,即在房屋库存还没有下降到正常水平之前,又一次上升,从而使库存进一步增加,特别是在三四线城市以及东北地区更为严重。

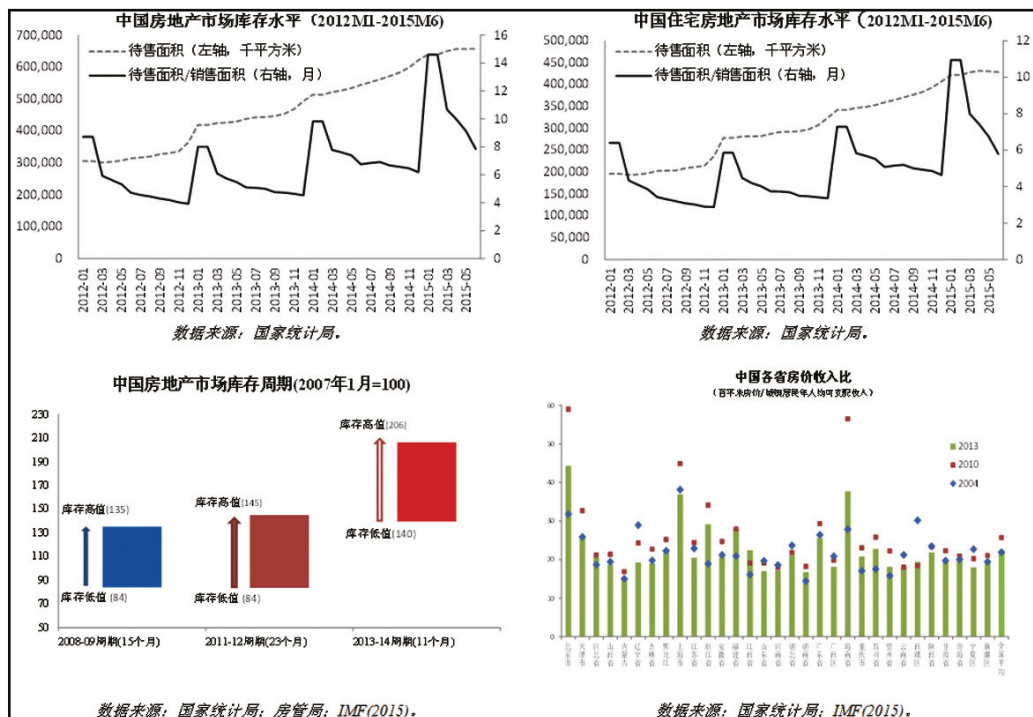
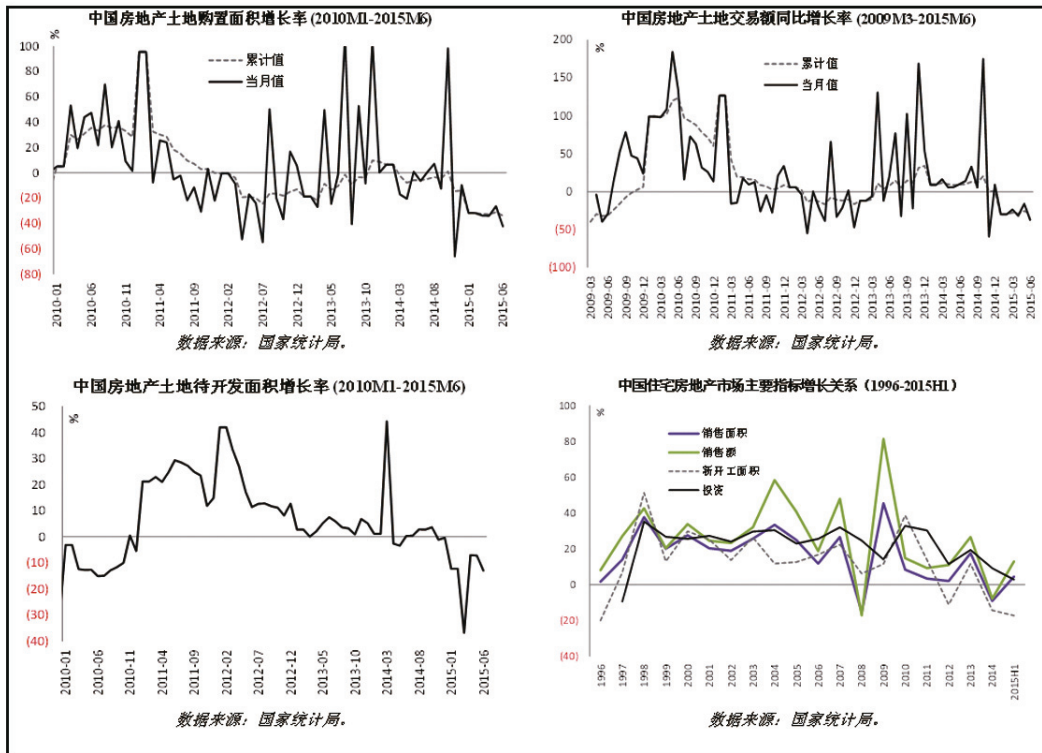
房地产企业资金面也在持续承受压力。2014年以来,房地产开发企业投资资金来源合计值和实际到位资金增长率都从2013年近30%的增长率急剧下滑至接近零增长,甚至是负增长。在房地产企业主要资金来源中,目前增速下滑最快的项目是国内贷款和自筹资金,今年1—7月分别负增长4.5%和1.1%,而去年分别正增长8.0%和6.3%,2000—2013年的历史均值更高达23.1%和29.1%。不过,由于今年上半年房地产市场销售回暖,房地产定金及预收款和个人按揭贷款两项增速比2014年有所回升,今年1—7月分别增长2.4%和12.5%,而去年则分别是负增长12.4%和2.6%,当然,比起2000—2013年的历史均值26.3%和32.1%早已不可同日而语。

最后,综合反映全国房地产业发展景气状况的国房景气指数显示,中国房地产

市场目前仍处于深度不景气区间。^①长期数据显示,1998年年中房改以来,国房景气指数迅速上升到100的景气临界值附近,从2000年年中以来,除2008年底遭受金融危机冲击以外,一直处于100的景气临界值以上。然而,自2011年年底开始,该指数下滑至景气临界值以下,期间虽经历2013年的较大幅度反弹,但一直未突破景气临界值。更严重地是,2014年年初开始,国房景气指数再次呈现出持续下行趋势,目前已下滑至1998年年初房改前水平。尽管近两个月指数出现小幅回升,但能否持续有很大不确定性,而要走出深度不景气区间则更是分外困难。



① 国房景气指数是综合反映全国房地产业发展景气状况的总体指数,临界值为100,高于100表明全国房地产业处于景气区间,低于100则处于不景气区间。国房景气指数是从土地、资金、开发量、市场需求4个方面8个指标数据计算的合成指数,具体计算指标包括:(1)土地出让收入指数;(2)完成开发土地面积指数;(3)房地产开发投资指数;(4)资金来源指数;(5)商品房销售价格指数;(6)新开工面积指数;(7)房屋竣工面积指数;(8)空置面积指数。



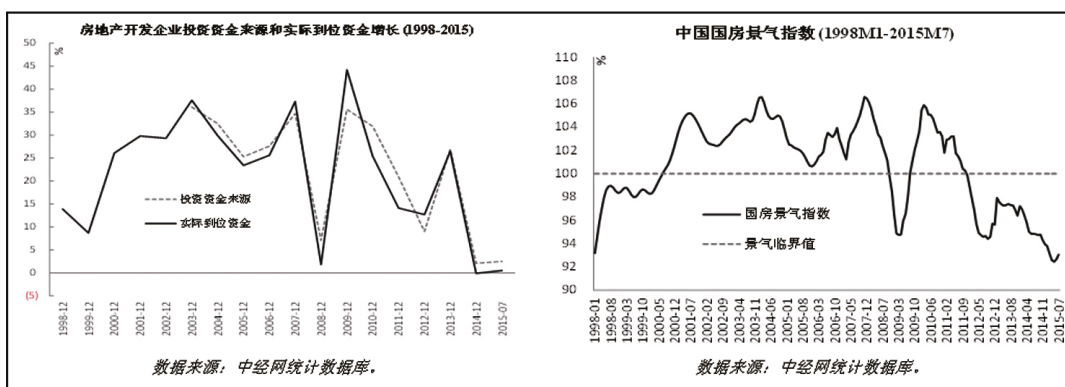


图 2 中国房地产市场总体表现脆弱乏力

C. 市场分化与虹吸风险

全国层面数据反映房地产市场整体出现脆弱复苏迹象。中国地域辽阔,各地发展情况不同,城市层面数据是深入了解中国房地产市场动态的关键。本节通过城市层面数据进一步考察不同城市房地产市场表现,关注是否存在明显的分化现象以及诱发“虹吸现象”的风险。^①在中国的房地产市场中,一线城市(北上广深)只占约 10%,二线城市(主要是省会城市)占约 40%,其他三四线城市占比则超过了 50%。^②

城市层面数据显示,中国房地产市场从 2014 年下滑开始已经表现出明显的分化趋势。首先在价格方面,自 2014 年年初开始,房地产价格上涨开始减速直至下跌,环比和同比指标分别从当年 5 月和 10 月份开始由涨转跌。尽管全国和各级城市价格上涨趋势都出现不同程度的减缓,但平均而言,二线和三线/四线城市表现更弱,尤其是三四线城市较早进入下跌区间,环比和同比指标分别于 2014 年 4 月和 8 月进入下跌区间,而一线城市相对坚挺,环比和同比指标分别于 2014 年 5 月和 2015 年 1 月才进入下跌区间,且下降幅度也小于二线城市和三四线城市。此

^① 按照城市发展级别,中国的城市通常被划分为三类:一线城市包括北京、上海、广州和深圳;二线城市包括北海、长春、长沙、成都、重庆、大连、福州、贵阳、海口、杭州、哈尔滨、呼和浩特、济南、昆明、兰州、南昌、南京、南宁、宁波、青岛、三亚、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、乌鲁木齐、温州、武汉、无锡、厦门、西安、银川和郑州;其他中小城市被划为三线或四线城市。

^② 房地产份额的计算是基于房管局 2013 年销售面积数据,基础数据包括所有一线城市,大部分二线城市,以及 50—60 个三/四线城市。房管局数据可获得城市层面的交易量数据,提供了更大的覆盖范围,有助于分析城市间的差异,并可用于在城市和省区之间进行交叉核对。

外,不同地区也出现一定程度的分化,例如东北地区房价走势最为疲软。

受“3·30 新政”和“4·20 降准”等政策影响,2015 年 4 月起,全国房地产价格环比止跌回升,同比指标跌幅缩小。其中,一线城市复苏迹象比较明显,环比和同比指标分别于 2015 年 4 月和 6 月进入温和上涨区间,而二线城市和三四线城市则复苏乏力,环比指标 6 月份才停止下跌,同比指标目前仍然处于深度下跌区间,其中,6 月份二线城市和三四线城市房价分别同比下跌 4.6% 和 5.0%,跌幅比 5 月份略有缩小。

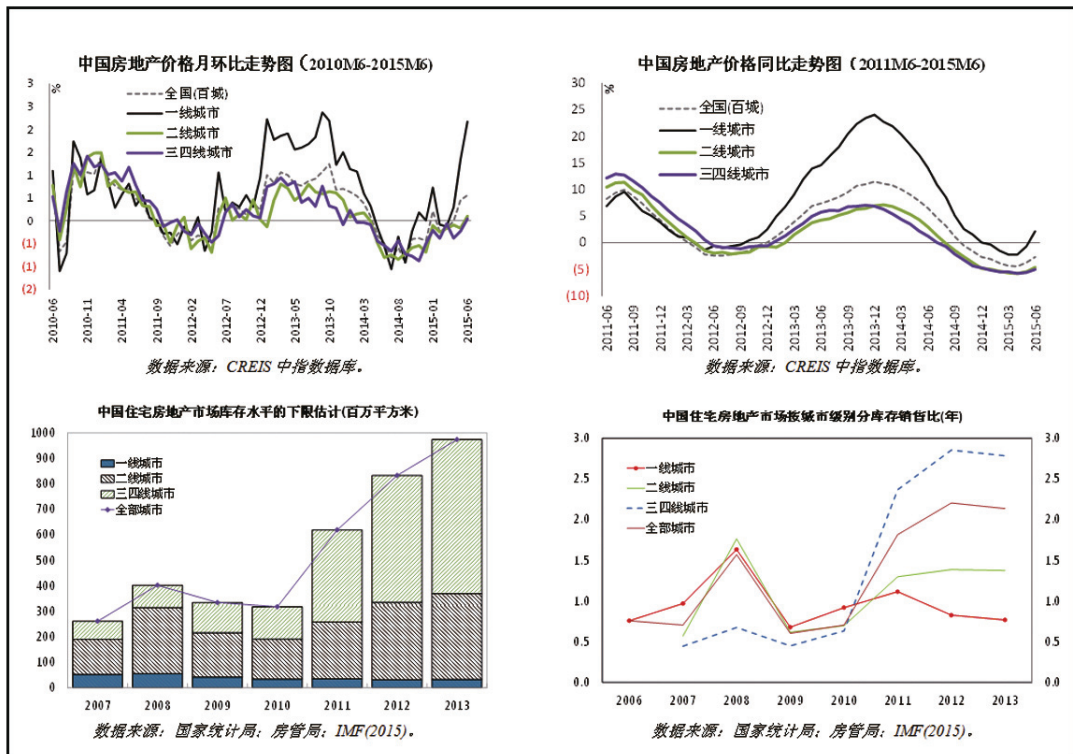
可见,目前房价回升还只局限于一线城市,离全国性价格上涨还有很远距离。事实上,在 2014 年“9·30 新政”之后,一线城市房价也一度出现某种企稳迹象,环比价格从当年 10 月起止跌回升,直至今年 2 月份再度下跌。当时的短暂复苏不仅没有扩大到二线城市和三四线城市,而且自身也没有持续下去,直到今年 3 月底再度实施更强劲的支持性政策。本轮房地产市场复苏同样受政策影响明显,一线城市能否发挥带动作用尚待观察。

在销售量方面,房地产市场也自 2014 年下滑开始表现出明显的分化趋势。2014 年,房地产销售面积增速持续下滑。尽管一线城市和二线城市都出现不同程度的下降,但三四线城市的销售量下降幅度和增速回落幅度最为严重。2014 年年底,随着购房限制的放宽和抵押贷款条件的放松,大城市销售量出现小幅上升,但这种复苏最终证明是“一次性”的,也没有发展成为全国性的回暖趋势。本轮复苏同样有待观察。

造成目前房地产市场分化严重的主要原因在于三四线城市库存水平过高而需求不足,因而面临更为严重的调整。从两类指标可以清楚看到当前房地产库存水平过高和分化现象,一类是房地产市场未销售面积,比如用未销售面积与销售面积比指标反映房地产市场的去化周期,另一类是房地产存量,比如人均居住面积指标,可以衡量房地产饱和程度和未来发展空间。库存销售比指标数据显示,2010 年以来,三四线城市房地产库存水平急剧上升,开始显著高于一线城市和二线城市。主要是由于 2009—2010 年大规模刺激经济时期,房地产经历新一轮更为迅猛扩张,尽管此后一线城市保持了大体稳定,二线城市略有上升,但三四线城市则延续了高速增长的习惯,库存水平持续快速升高。

人均居住面积指标数据也显示,中国许多城市,特别是中小城市人均居住面积

在过去几年里持续快速增长,目前已经显著超过国际平均水平,出现了饱和的迹象。^①国际经验显示,除美国外,发达经济体人均居住面积一般在40—50平方米,而新兴市场经济体通常为20—30平方。中国一线城市目前已经接近发达经济体的平均水平,而较小城市的水平则已经高出很多,说明现阶段中国房地产市场出现了饱和与相对过剩。^②人均居住面积过快增长主要发生在2009—2010年大规模刺激经济时期,房地产经历新一轮更为迅猛扩张,尽管此后一线城市保持了大体稳定,但二线城市,尤其是三四线城市延续了高速增长惯性,人均居住面积持续快速升高。如果再考虑到当前在建面积所形成的潜在供给,供给过剩程度还会进一步加剧。



① 此处结合使用国家统计局历史存量数据和近几年该数据中断后房管局的销售面积流量数据,从而对各城市人均居住面积存量进行了估算。

② 需要指出的是,此处分母是有户籍的人口,因而对于有较大外来人口的沿海城市来说,这一比率很可能高估了,而对其他净流出人口的城市则可能存在低估。因此,一些三四线城市的实际供给过剩情况可能比本报告结果更严重。

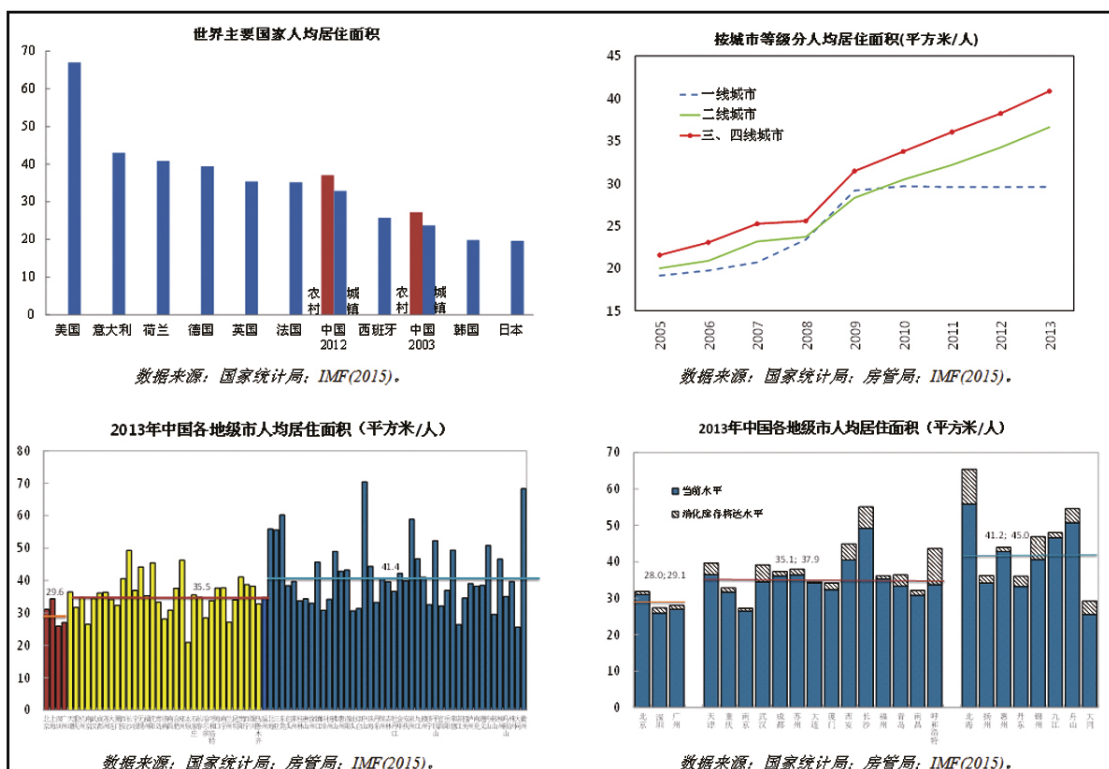


图 3 中国房地产市场的分化和虹吸风险

在房地产市场总体复苏乏力的局面下，城市间的加速分化可能诱发严重的“虹吸现象”，不仅会导致局部泡沫问题，还会加剧局部地区困难和诱发系统性风险，成为下半年房地产市场面临的重大问题。分化中复苏本是一种常态，但与前几轮房地产复苏相比，本轮复苏分化的程度大大超越以往。例如深圳 6 月房地产价格同比上涨超过 10%，而很多三线城市价格同比下跌超过 10%；一线城市库存同比下降了 2%，而三线城市库存同比增加了近 6%。这种强劲的分化可能带来的后果是出现强劲的“虹吸现象”：(1)大量房地产企业将重新布局开发战略，加速各类开发性资金向一、二线城市集聚；(2)三线城市房地产市场将进一步萧条，而不是在一、二线复苏的带动下出现跟随性复苏；(3)大型房地产商在全国布局调整中出现业绩改善，而小房地产开发企业将出现倒闭潮、部分县级财政的困难将进一步加剧，从而引发局部的金融风险；(4)在目前资金链十分紧张、企业债务率高企的状况下，局部资金链的紧张或金融风险的显化很可能引发全局的问题。

因此，脆弱中加速分化的复苏存在着巨大的变数。必须清醒地认识到两点，一是局部区域的快速复苏并不一定会产生“涓滴效应”，一线城市的房价暴涨可能不

是复苏的福音；二是房地产市场总体快速的上扬也不是调控的目标，新一轮房地产总体泡沫带来的危害可能比其他泡沫和前几轮房地产泡沫的风险更大。因此，一线城市在三线城市过度低迷的情况出现暴涨，不仅会诱发局部泡沫问题，更重要的是这种暴涨将通过“虹吸现象”带来三线城市房地产市场出现崩盘的可能，从而诱发全局性的问题。

从长期看，三四线城市过高的库存未来主要依靠城市化和改善性住房需求来消化。在户籍制度改革的推动下，中国未来的城镇化水平将不断提高，城镇人口不断增多，将会逐渐消化吸收一部分库存，使得三四线城市库存高企状况得到一定程度的缓解。不过另一方面，随着户籍制度放开和城市化质量的提高，人口将进一步向大中城市集中，未来很多投资性和改善性住房需求将进一步向一、二线城市转移，三四线城市房地产库存可能会进一步加剧。

D.对短期增长和财政影响

房地产市场销售回升对二季度 GDP 增长已经产出一些积极效应，但是房地产投资和新开工下滑趋势尚未扭转，建筑业增加值增速依然在持续回落，对经济增长也在产生负向拉动作用。另外，由于房地产商购地积极性不高，土地出让收入回落幅度加大，对地方政府公共财政收入构成较大压力，进而也限制了地方政府的财政支出能力，难以通过增加政府支出和加大基础设施投资力度等措施发挥稳增长作用，因而可能在短期内加大经济下行压力。

表 1 数据显示，房地产销售复苏出现增速回升，已对 2015 年上半年 GDP 增长有所贡献，但建筑业增速回落对二产和经济增长形成负向拉动。具体地，2015 年上半年 GDP 同比增长 7.0%，与去年同期相比，增速回落 0.4 个百分点；其中第一产业增长 3.5%，增速回落 0.3 个百分点；第二产业增长 6.1%，增速回落 1.3 个百分点；第三产业增长 8.4%，增速回升 0.5 个百分点。可见，三次产业中，只有第三产业增速回升。从细分行业增长指标看，第三产业增速回升主要由房地产业和金融业回升拉动。2015 年上半年，房地产业是除金融业外，唯一增速与去年同期相比有所回升的产业。其中，金融业增长 17.4%，房地产业增长 3.3%，增速分别比去年同期提升 8.0 和 0.8 个百分点。而一产的农林牧渔业，二产的工业和建筑业，三产的批发和零售业、交通运输仓储和邮政业、住宿和餐饮业以及其他服务业同比分别增长 3.6%、6.0%、7.0%、6.1%、4.9%、5.4% 和 8.9%，增速分别比去年同期回落 0.3、1.2、2.2、3.7、1.9、0.7 和 0.1 个百分点。

2015年前两季度分行业增长率比较,房地产业增速回升更为显著。今年二季度,GDP同比增长7.0%,与一季度持平;其中一产增长3.7%,比一季度回升0.5个百分点;二产增长5.9%,比一季度回落0.5个百分点;三产增长8.8%,比一季度回升0.9个百分点。第三产业增速回升主要是由于金融业和房地产增速回升拉动,其中房地产业的拉动作用明显。房地产业增速回升,主要是商品房销售市场回暖的结果,上半年商品房销售面积和销售额分别同比增长了3.9%和10.0%,比一季度负增长9.2%和9.3%有明显的回升。然而,由于房地产投资和新开工下滑趋势尚未扭转,建筑业增速回落2.9个百分点,是二产增速回落的主要原因。

表 1 2015 年上半年 GDP 分行业增长率(%)

	2015 年上半年	2015 年二季度	2015 年一季度	2014 年上半年
国内生产总值	7.0	7.0	7.0	7.4
第一产业	3.5	3.7	3.2	3.8
第二产业	6.1	5.9	6.4	7.4
第三产业	8.4	8.8	7.9	7.9
农林牧渔业	3.6	3.8	3.3	3.9
工业	6.0	5.9	6.1	7.2
建筑业	7.0	5.9	8.8	9.2
批发和零售业	6.1	6.4	5.8	9.8
交通运输、仓储和邮政业	4.9	4.3	5.5	6.8
住宿和餐饮业	5.4	5.5	5.3	6.1
金融业	17.4	18.9	15.9	9.4
房地产业	3.3	4.6	2.0	2.5
其他服务业	8.9	8.9	9.0	9.0

数据来源:国家统计局。

房地产市场近期表现对地方政府公共财政收入也具有重要影响。在过去5年中,土地出让收入占地方政府财政收入的比重平均达到60%,2010年峰值时甚至达到74.1%,个别省市比例更高。然而,从2014年开始,房地产土地出让收入增速开始持续下滑,全年增长3.1%,比2013年增速回落41.1个百分点,2015年上半年进一步下滑至负增长38.3%,土地出让收入大幅收缩。从季度增长数据看,这一下

滑趋势更为明显,从2014年一季度以来,土地出让收入增速持续回落,并从当年4季度开始,已连续3个季度负增长,2015年二季度土地出让收入负增长40.5%。不仅如此,随着土地市场化水平提高和征地成本上升,土地出让收益水平也在逐渐下降,土地出让收益占出让收入的比率从2009年的46.0%持续下降到2012年的21.7%,土地出让收益的绝对规模也从2010年峰值的12665.8亿元快速下降到2012年的6261.4亿元。土地出让收益的顺周期性进一步加重了地方政府的财政困难。^①

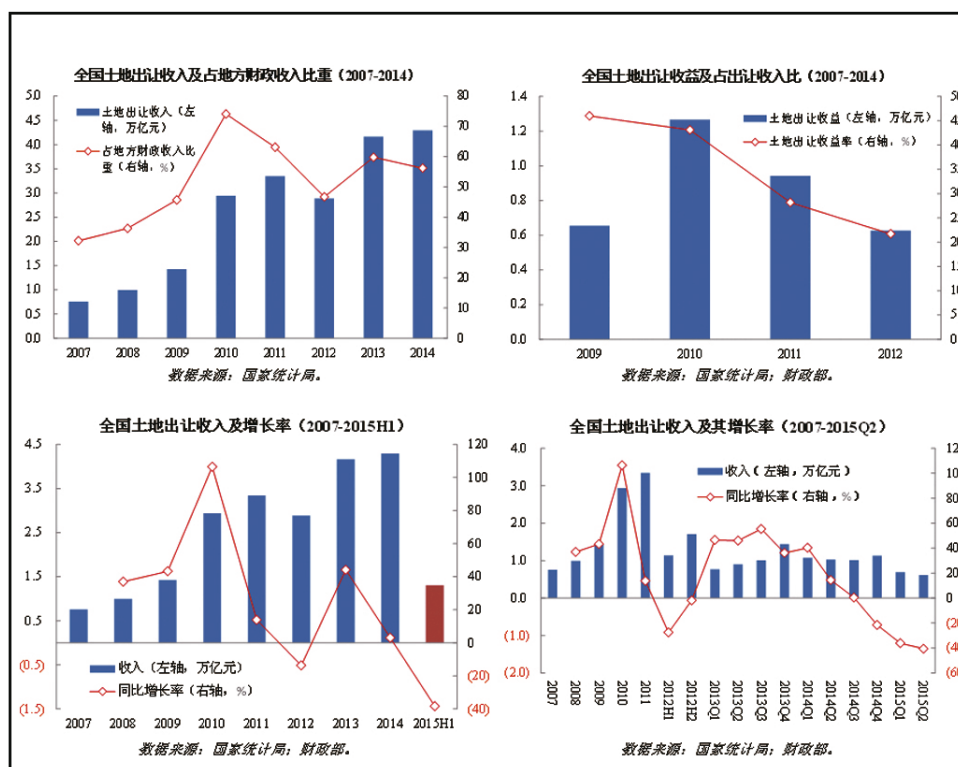


图4 中国房地产市场对财政收入的影响

事实上,早在今年年初,德意志银行等投行机构就发布报告称,受2014年下半年

^① 土地出让收入具有较强的顺周期性。在经济形势恶化时,土地出让收益会出现更大幅度的下滑。例如,2012年由于实施紧缩性的房地产调控政策,房地产市场出现疲软,导致土地市场出现流拍、价格下跌等情形,土地出让收入下降13.7%,而出让收益下降33.6%。地方财政收入过于依赖土地出让收益,导致地方财政支出也具有很强的顺周期性,进一步加剧了经济周期的波动。此外,从长期发展的角度看,土地出让收入的高速增长也不可持续,未来将愈发受到土地规划和国家粮食安全等硬性因素的制约。

年开始的土地出让收入大幅下滑的影响,2015年中国财政总收入增速将从2014年的4%降至1%(其中,地方政府收入增速将从2014年的2%降至-2%),创1981年以来的最低增速,也与2009—2013年平均19%的增速不可同日而语。土地财政收入的减少将使中国各级政府无力再通过增加政府支持或加大基础设施投资的力度来提振经济,因而可能在短期内加大经济下行压力。上述报告当时的估计主要是基于2014年下半年土地市场出现的下滑趋势加上一两个季度的时滞效应,传导到2015年上半年财政受到较大冲击。从目前情况看,由于2015年一季度和二季度土地出让收入增速下滑比去年四季度更为严重,预计2015年全年财政受到的冲击将比该报告年初预计的更为严重。

综合以上情况判断,无论房地产市场复苏与否,2015年下半年房地产业都难以发挥有力的增长拉动作用。鉴于目前房地产市场库存水平较高,对下半年房地产投资也不应抱有太高期望。如果房地产市场能够保持当前复苏形势甚至出现更强劲的复苏,对经济增长的积极效应将不断积累,对GDP增长的拉动作用有望在2016年开始发力。如果房地产市场复苏夭折,对下半年GDP增速将产生负向贡献,而且不利影响将会持续到明年。

II. 房地产市场中长期需求决定因素

第II节考察了房地产市场的近期发展趋势,而房地产市场的中长期发展取决于经济基本面因素。本节考察影响房地产市场中长期需求的经济基本面因素,首先对这些长期决定因素进行讨论和展望,然后估计这些因素的弹性系数,进而对房地产中长期需求发展情况进行预测。

A. 经济基本面因素讨论和展望

影响房地产市场中长需求的决定因素包括居民收入水平、住房价格、城镇化率、城市人口密度以及城市级别等。例如国际经验表明,人均居住面积通常随着经济增长带来居民收入增长而增加(Berkelmans和Wang 2012年)。观察这些变量的中长期发展趋势可以展望房地产市场的发展前景。

未来中国房地产市场需求主要取决于两大因素,一是居民收入继续保持较快增长,二是城镇化水平和质量不断提高。近年来,受“三期叠加”因素影响,我国经济增速持续下滑,居民收入增速也有所下降。根据IMF最新全球经济展望

(WEO, 2015 年 4 月)对我国人均 GDP 的预测,我国人均 GDP 实际增长率在 2015—2020 年平均为 5.8%。考虑到居民可支配收入增速总体与人均 GDP 增长率一致,2015—2020 年我国居民收入实际增速有望平均保持在 6%左右,名义增速平均保持在 8%左右。因此,按照目前经济发展速度,2020 年以前居民收入水平还将保持较高速度的增长,人均居住面积指标还会继续上升,对改善性住房的需求还将继续增长。

在居民收入保持中高速增长的同时,未来城镇化水平和质量也会不断提高。根据我国城镇化水平发展趋势,以及政府对于未来几年的经济发展规划,未来我国城镇化水平将保持稳步提高。过去二十年,我国城镇化率每年提高约 1.3 个百分点,如果未来继续保持这一趋势,每年新增城镇人口将达到约 2200 万。这部分新增城镇人口将带来巨大的住房需求。不仅如此,随着户籍制度改革进一步推进,新增城镇人口在当地定居进而购买住房的倾向将更强,对住房需求也更加旺盛。例如,2014 年 7 月,国务院印发《国务院关于进一步推进户籍制度改革的意见》,旨在调整当前的户口迁移政策,统一城乡户口登记制度,全面实施居住证制度,稳步推进教育、就业、养老、医疗卫生、住房保障等城镇基本公共服务覆盖全部常住人口,到 2020 年,努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。^①因此,不仅城市化水平将继续上升,未来城镇化的质量也有望不断提高。当然,随着一个城市的城市化水平不断提高,由于城市土地的相对有限性,可能会通过价格和非价格因素导致城市人均居民面积有所下降。

其他一些相关变量也可能会对房地产市场需求产生影响。例如房价也是影响住房需求的重要变量。商品房具有投资品和消费品双重属性,房价过高必然抑制房地产市场需求,房价下降或涨幅小于收入增长则会促进房地产需求。

^① 《意见》在调整户口迁移政策方面指出,全面放开建制镇和小城市落户限制,有序放开中等城市落户限制,合理确定大城市落户条件,严格控制特大城市人口规模。在创新人口管理方面指出,建立城乡统一的户口登记制度,并建立居住证制度。取消农业户口与非农业户口性质区分和由此衍生的蓝印户口等户口类型,统一登记为居民户口,体现户籍制度的人口登记管理功能。建立与统一城乡户口登记制度相适应的教育、卫生计生、就业、社保、住房、土地及人口统计制度。

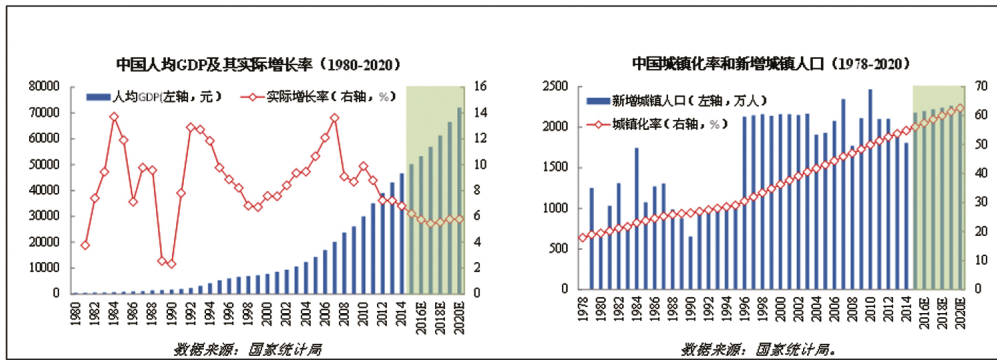


图5 中国房地产市场需求的长期决定因素

B. 中长期需求的实证分析和估算

上节讨论了影响房地产市场需求的长期决定因素及其未来发展趋势,本节利用历史数据进行实证分析来考察这些影响因素的显著性及其弹性系数大小。为更好地衡量房地产市场需求,本报告采用人均居住面积变量作为房地产市场需求的代理变量,可以比较稳定地衡量住宅房地产需求,进而估计其与经济基本面决定因素之间的长期均衡关系。估计方程如下:

$$\text{人均居住面积}_{it} = f(H_{it}, P_{it}, U_{it}, S_{it}, T_{it}) \quad (1)$$

$$\text{存量面积}_{it} = \text{人均居住面积}_{it} \times \text{城镇人口}_{it} \quad (2)$$

$$\text{销售面积}_{it} = a(\text{销售面积}_{it-1}) + (1-a) \times (\text{存量面积}_{it} - \text{存量面积}_{it-1} + \text{拆除面积}_{it-1}) \quad (3)$$

其中,方程(1)是回归方程,方程(2)和方程(3)是将方程(1)估算的人均居住面积(存量数据)转化成均衡的市场需求面积(年度流量数据)的计算方程。分别代表人均可支配收入、房价、城镇化率、非农人口规模(人口密度),以及代表城市级别的虚拟变量。回归分析的样本区间是2000—2013年,其中相对平衡的样本区间是2005—2012年。回归模型的设定旨在考察住房需求的长期关系,不考虑短期政策影响,因而没有包括利率等政策变量。^①

在方程(1)的基础上,方程(2)利用对城镇人口的预测将人均居住面积转化为房地产的存量面积,进而可以估计由房地产销售面积衡量的流量面积,即方程(3)。方程(3)中的具体设定是考虑到市场向均衡靠拢的过程是循序渐进的(其中,是最简单的情景)。此外,我们还考虑了拆迁或折旧的影响,用拆除面积来衡量。

^① 此外,作者现有的房贷利率数据只有全国层面的数据,而没有城市层面数据。

表 3 报告了住房需求均衡水平的回归结果,与理论预期基本一致。^①主要回归变量包括人均可支配收入、房价、城镇化率、城市非农业人口和城市级别等均显著,且回归系数符号符合预期。其中,人均可支配收入回归系数显著为正,显示收入水平每提高 1 个百分点,会促进人均居住面积提高 0.2—0.3 个百分点。此外,更高的房价、城镇化率和人口密度会降低城市的人均居住面积,不过房价的影响弹性并没有一般预期的大。以上回归结果符合早先研究对住房需求的分析结果(沈悦、刘洪玉,2004;邹至庄、牛霖琳,2010;高波、王文莉、李祥,2013)。^②此外,不同的级别城市人均居住面积也存在不同。城市级别的虚拟变量显示,三/四线城市人均居住面积更大,主要是因为小城市比大都市地区的土地更充裕。^③

表 3 房地产市场长期需求决定因素的回归分析

解释变量	因变量:人均居住面积(对数值)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
人均可支配收入(对数值)	0.170 * * *	0.269 * * *	0.296 * * *	0.299 * * *
	(0.0236)	(0.0353)	(0.0409)	(0.0397)
房价(对数值)		-0.0794 * * *	-0.0603 * * *	-0.0568 * * *
		(0.0191)	(0.0228)	(0.0213)
城镇化率			-0.497 * * *	-0.454 * * *
			(0.0393)	(0.0389)
非农人口(对数值)				-0.0417 * * *
				(0.0115)
一线城市虚拟变量	-0.109 * * *	-0.0804 * *	-0.0768 *	-0.0502

① 数据包括 255 个县级市近 2000 个观测值。

② 鉴于房价是作为一个解释变量纳入,可能会出现潜在的内生性问题。但是,只要回归分析方程代表非稳态序列之间的长期均衡关系,这种估计仍然是一致的。鉴于时间序列短和检验的效力不高,我们没有正式检验序列之间的平衡性和协整性。

③ 其他设定(表 3 没有列出)包括城市级别虚拟变量与房价和城镇化率之间的交互项。与二线城市相比,较小城市往往因房价上升而对需求产生更大的负影响,而房价上升往往会增加一线城市的需求,这大多反映的是未来住宅价格将会继续上升的预期。城镇化率对房价的影响不全相同,但仍符合预期,对不同级别城市的影响是不同的,较高的城镇化率往往会压低较小城市的需求,而提高较大城市的需求。

续表

解释变量	因变量:人均居住面积(对数值)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	(0.0289)	(0.0319)	(0.0428)	(0.0474)
三线城市虚拟变量	0.166 * * *	0.136 * * *	0.0746 * * *	0.0373 *
	(0.0116)	(0.0131)	(0.0166)	(0.0201)
常数	1.366 * * *	1.076 * * *	0.906 * * *	1.169 * * *
	(0.223)	(0.242)	(0.268)	(0.266)
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值数	1,800	1,748	1,175	1,175
	0.471	0.476	0.508	0.516

说明:括号中为稳健标准误差;“* * *”,“* *”和“*”是指1%,5%和10%的统计显著水平。

由于回归模型的拟合优度相对较高,本节利用该模型和居民收入等主要回归变量预测均衡人均居住面积发展趋势。^①预测模型假定未来人均可支配收入的增长率会逐步下降,每年下降0.5个百分点,这基本符合IMF对中国人均GDP增长率的中期预测(国际货币基金组织,2015b)。非农业人口增长率按照5年移动平均值进行预测,相应的城镇化率到2020年则会增长7—8个百分点,与政府城镇化战略规划一致。预测模型假设没有政策反应,如房贷利率变化和限购政策等。^②方程(3)中的调整参数a在各省之间可能存在不同,全国水平设为0.5。每年房屋拆除面积假定为存量面积的3%。^③在这些假设下,销售面积的中期年均增长率约为4.2%,符合历史数据所显示的趋势(类似于2010—2014年平均4.4%的增长率水平)。

^① 为预测需求,我们还采用将销售面积指标作为因变量的回归进行了稳健性检验,与报告结果相当一致。尽管该指标波动性更大,但基于销售面积的回归结果直接提供了与新开工面积相当的流量量度,因而也是一个常用设定。

^② 在下一节情景分析中,我们做了一种住房需求更强劲假设下的情景分析,可以理解为更宽松的政策。

^③ 拆除率与折旧率相似。关于拆除率假设的小幅变化对住房过度供给量的预测不会产生显著影响。考虑到现存住房存量的状况较过去有显著改善,未来拆除率可能会下降,将减少改善性住房的需求。

IV. 房地产市场的供给过剩和中期调整^①

在对房地产市场需求有了基本了解后,结合房地产供给情况,可以得出对房地产未销售房屋存量或供给过剩程度的估计,也能粗略估计按目前销售情况计算需要多长时间才能消化库存。在此基础上,通过预测未来需求增长路径,可以模拟分析房地产市场未来供给增长以使供给过剩缺口恢复到均衡水平的调整路径。^②本节在当前供给过剩的情况下,通过不同的情景模拟分析说明了几种可能的调整路径。

A. 市场供给过剩程度测算

国家统计局现有库存指标显示,自 2013 年以来房地产市场库存水平在快速上升,然而库存的绝对水平与其他数据来源,如房管局的库存指标存在显著不同(IMF, 2015)。根据国家统计局数据,全国库存只有约四个月的销售存量,而房管局数据则显示,全国库存存在 2014 年年中已达 24 个月的销售存量。这种差异可能是因为不同的数据搜集方法所致,国家统计局数据依靠的是开发商的自身报告,很可能出现未销售房屋报告过低而销售房屋报告过高的情况;而房管局数据记录的是所有房地产登记数字,包括已获得销售许可的房屋,但存在的明显缺陷是,由于开发商在售房前需要在房管局登记,为支撑房价,开发商可能会选择有利的登记时机。

因此,在分析房地产市场库存调整时,本报告没有直接采用国家统计局提供的房地产市场库存指标,而是通过其新开工面积和销售面积之间的累计缺口来衡量供给过剩。此处,我们采用新开工面积而不是竣工面积来代表供给量,主要是因为新开工面积通常是反映未来供给量的更好指标,而且如图 6 中显示,尽管新开工面积和竣工面积两个变量在时间序列紧密相关,但是新开工面积与房地产投资相关关系更强烈,而投资是宏观经济更关注的变量。另外,供需缺口是由当年和提前一

^① 本节在本报告作者与 Mali Chivakul 和 Alfred Schipke 等人合作发表的 IMF 工作论文(“Understanding Residential Real Estate in China”, IMF Working Paper No. WP/15/84)的基础上进行了较大修改和调整,但基本结论是一致的,具体结果则有所差异。例如,在分析新开工面积和销售的供给过剩缺口时,考虑到不仅新开工面积到建成需要一段时间的滞后,房屋销售中也同样存在很大比例预售的事实,因此,本报告将原稿中的加权滞后期由两年改为一年,这对当前供给过剩水平及后续调整都会产生一定的影响。

^② Grenadier (1996 年) 提供了一个分析房地产过度建设的模型框架。

年的销售面积的加权平均流量来决定的,因为在房屋开工后,通常需要一年的滞后期才能具备出售条件。在均衡状态下,开发商能正确地预测房屋完工待售时的需求状况,该缺口将接近零;然而现实情况是,开发商预测的销售面积过多,房屋开建面积大于未来需求,缺口也就显著为正。此外,中国房地产市场的快速发展是从1998年房地产市场深化改革后开始的,因此房地产市场主要数据一般从1998年前后开始,本文的分析基础即从有历史数据的1995年开始。

根据本报告的估算,2014年全国供给过剩量约为销售面积的2.3倍。图6清晰地显示,本轮供给过剩主要是由2010年前后开始的过度建设导致库存水平持续快速上升。尤其是供给过剩率(累计供给过剩缺口面积/年度均衡销售面积)所衡量的库存水平已经明显超过了历史均值1.2年的波动范围。这也是本轮房地产市场调整要比以往更为困难的主要原因。

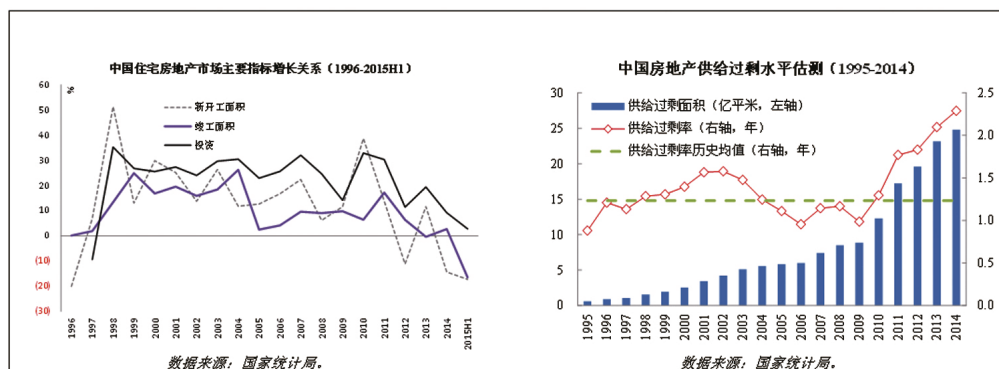


图6 中国房地产市场供给过剩水平

B. 供给过剩调整的情景分析

房地产市场中期发展前景取决于供给过剩情况能否得到有序调整。本文对此进行几种情景模拟分析,讨论在供给过剩逐渐得到消解的情况下,市场新开工和投资会受到什么影响,进而也可以估计对于经济增长的影响。具体来说,根据对于均衡需求水平的估计,可以得到销售面积的路径。^①在此基础上,通过设定供给过剩有

^① 销售面积的预测,首先基于表3对人均居住面积回归中各变量回归系数和对各回归变量的预测数据得出对人均居住面积的预测,然后利用方程(2)中的关系和对城镇人口的预测将人均居住面积转化为房地产存量面积,进而利用方程(3)中的关系将房地产存量面积数据转化为销售面积的流量数据。

序调整的路径,倒推相应的新开工面积的路径;反之亦然。^①

根据对于供给过剩调整速度的不同以及需求强劲程度的不同,我们考察了三种不同的调整情景,说明了在不同的情景假设下,过度建设的缺口分别如何调整以及对房地产投资和增长的不同影响:(一)基准调整情景。该情景假定供给过剩缺口将于2020年逐步弥合,历时6年。供给过剩通过新开工面积的缓慢缩减和中期房地产预期需求的复苏来消化。期间销售面积增长率平均为4.2%(类似2010—2014年平均4.4%的增长率水平),供给过剩缺口弥合的主要参考指标即供给过剩率,将从2014年的2.3下降至2020年的约1.2(历史平均水平)。由此得出新开工面积的年增长率走势,进而可以得出中期房地产投资的水平。(二)渐进调整情景。该情景假定供应过剩缺口缩减过程更为缓慢些,历时8年。在较缓慢的调整情景下,供给过剩率中期会出现适度调整,直到2022年回到正常水平。(三)更强劲的房地产需求情景。需求更加强劲对收窄供给过剩缺口有所帮助,但不会完全抵消新开工面积的潜在缩减。在房地产需求更旺盛的情景下,销售面积增长率提高到基准调整方案的两倍8.4%(类似于2010—2013年本轮调整开始前平均增长率为7.8%的情形)。供给过剩的弥合略有加快,历时4年,短期内新开工面积缩减仍旧不可避免,但下滑幅度小于基准调整情景,中期增长速度也高于其他调整情景。

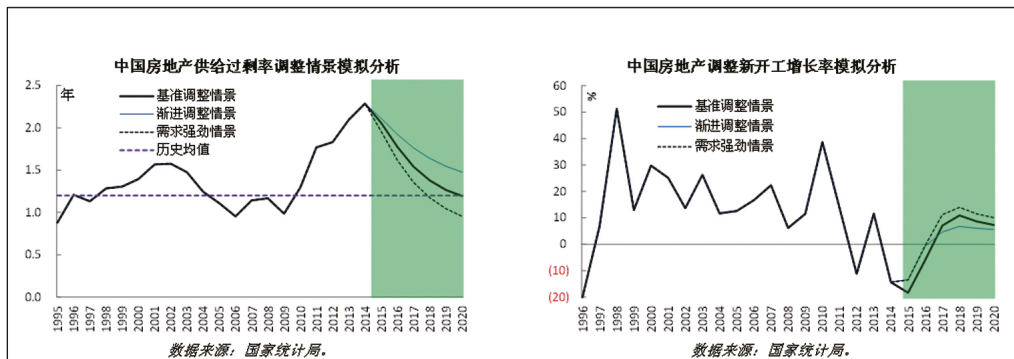


图7 中国房地产供给过剩调整的情景分析

^① 对于这种供给过剩的度量方法,有几点需要补充说明。首先,不是所有开工面积都会形成销售,新开工面积还包括公共设施和基础设施。其次,新开工面积数据很可能高估了真实的供给,因为数据包括规划阶段或有开工许可的项目,尽管不是所有面积都是同时建造的,开发商可能会延迟或停止项目。

C. 不同调整情景的宏观影响

情景模拟分析表明,新开工面积增长速度近几年增速都将大幅降低,2015 和 2016 年将保持负增长,这将对房地产投资以及经济增长产生不利影响。政策的关键要允许调整的进行,同时避免对经济增长产生过于剧烈的影响,这就需要对调整对投资和增长的影响有一个基本的评估。利用新开工面积增长率与房地产固定资本形成总额增长率,以及后者与经济增长率之间的关系,可以估算房地产市场调整带来的宏观经济影响。

具体地,首先利用 1996—2014 年新开工面积增长率和房地产固定资本形成总额增长率数据估计两者之间的关系。^①然后利用房地产固定资本形成总额(GFCF)占 GDP 的比重估计对于经济增长的影响。房地产 GFCF 的增长率的估计方程采用自身一期滞后项和新开工面积增长率来估计,估计结果为方程(4)。其中,新开工面积增长率的回归系数为 0.413,标准误为 0.068,95%的置信区间为[0.270, 0.557],在 0.001 的水平上显著,系数符号符合预期。

$$\text{房地产 GFCF 增长率}_t = 0.413 \times \text{新开工面积增长率}_t + 0.587 \times \text{房地产 GFCF 增长率}_{t-1} \quad (4)^{\textcircled{2}}$$

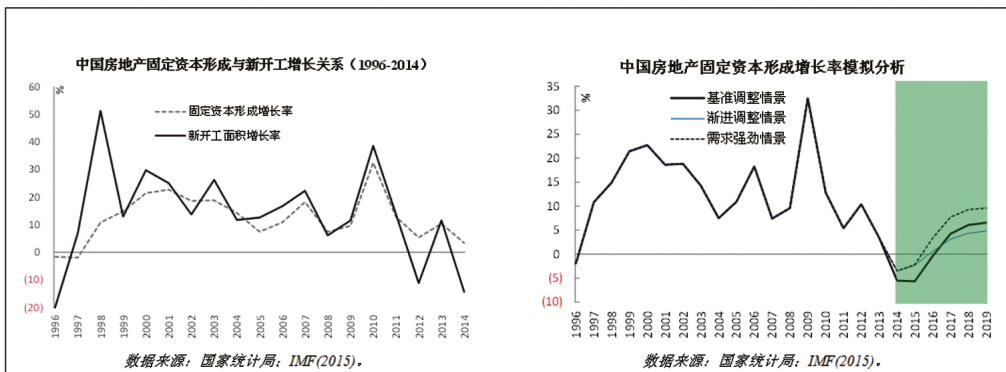


图 8 房地产供给过剩调整的宏观经济影响

表 4 报告了不同情景中房地产 GFCF 增长率及其对经济增长的影响大小。在各调整情景中,房地产 GFCF 在 2015 年会下滑约 3.5—5.5 个百分点。其中,在基

^① 此处,使用基于国民账户概念估计的房地产固定资本形成总额(GFCF)序列,以便使房地产投资与国民账户 GDP 核算数据保持一致。具体计算方法是按照房地产投资占固定资产投资的比例,估算国民账户 GFCF 中房地产 GFCF。

^② 限定两个系数之和等于 1 (统计上未被拒绝),意味着平均来说,两个序列的增长率是相同的。

准调整情景中,房地产 GFCF 在 2015 年下降约 5.5 个百分点,2015 年 GDP 增长率下降约 0.5 个百分点。^①在渐进调整情景中,对房地产 GFCF 和经济增长的短期影响会更小一些,但是中长期表现差于基准调整情景。在需求更为强劲的调整情景中,对房地产 GFCF 和经济增长的短期和长期影响都好于基准调整情景。

上述结果没有考虑可能的政策反应,因而有可能高估了房地产调整对经济增长的短期影响,因为全国或地区层面的政策反应可能会起到一定的缓冲作用。不过,从另一方面看,当前房地产上下游部门普遍存在着产能过剩问题,而房地产建筑活动的放缓可能会使这些部门经营更加困难,亏损表面化并带来金融风险(国际货币基金组织,2014a)。由于本报告没有充分考虑这方面影响,因而也有可能低估了对经济增长的短期影响。综合来看,本报告的分析结果可以看作对房地产市场调整宏观经济影响的一个基准估计。

表 4 供给过剩调整对房地产 GFCF 和经济增长的影响

调整情景	调整时长 总年数	新开工面积 (增长率%)		固定资本形成 (增长率%)		经济增长率影响 (百分点)	
		2015	2020	2015	2020	2015	2020
基准调整情景	6	-18.2	7.3	-5.5	6.6	-0.50	0.59
渐进调整情景	8	-13.2	5.5	-3.5	4.8	-0.31	0.44
需求强劲情景	4	-13.3	10.0	-3.5	9.6	-0.32	0.86

数据来源:国家统计局;IMF(2015)。

D. 省区调整和增长影响

房地产对各省来说都是经济增长的重要引擎,且普遍存在大规模过度建设,未来新开工量增长都需要不同程度地放慢或缩减,这将对各省区投资和经济增长产生不利影响。由于各地区经济发展水平不同,房地产投资对经济增长的贡献和影响也存在区域差异(黄忠华、吴次芳、杜雪君,2008)。因此,本节利用省级供给过剩状况的基准情景分析,说明地区层面的过度建设问题和调整的影响。

^① 住宅房地产 GFCF 占 GDP 的比重约 9%,意味着 2015 年的 GDP 增长率将下降 0.5 个百分点。

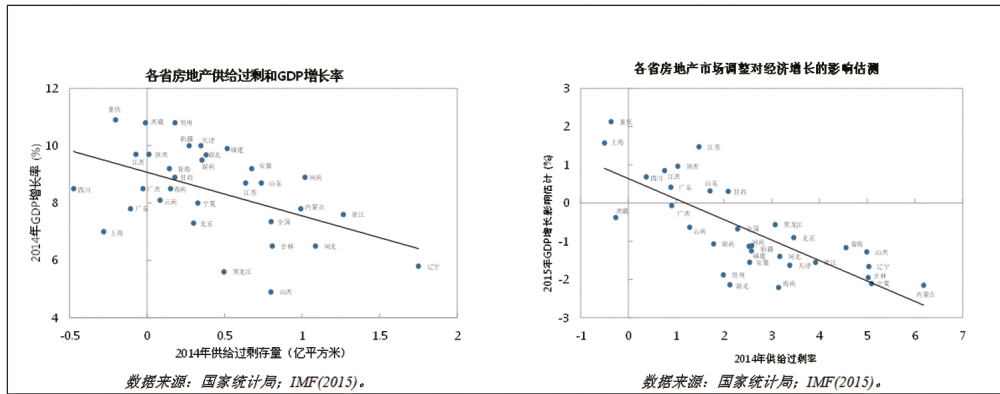


图9 各省房地产调整对省区经济增长影响

鉴于目前普遍存在房地产供给过剩缺口,大部分省份在2015—2016年都会出现新开工量下降的情况,而在中期调整中逐步恢复。不过由于各省房地产市场发展情况不同,本轮调整对各省经济增长的影响也存在一些区别。图9显示,房地产供给过剩程度越高的省份,目前实际GDP增长率也往往越低。2015年有些省份经济增长还会继续受到来自房地产部门的支持作用,有些省份由于供给过剩严重,不可避免地导致房地产投资增速放缓并拖累经济增长,而在几个库存比率高的省份,形势将更为严峻,调整持续时间也 longer。例如,2015年重庆、江苏、广东等地,房地产投资仍将保持较快增长,对经济增长产生正向拉动作用,而内蒙古、辽宁、吉林、山西等地房地产投资将大幅萎缩,对经济增长产生负向作用。不过,如前所述,报告结果可能高估了一些地区房地产调整对短期经济增长的不利影响,一方面全国或地区层面的政策反应可能会起到一定的缓冲作用,另一方面供给过剩更为严重的省份很可能会采取更加缓慢的调整路径。

V. 货币政策对房地产市场的影响分析

尽管房地产市场的中长期发展取决于经济基本面因素,但房地产市场的短期走势会受到宏观调控政策的影响,包括货币政策和财政政策,尤其是货币政策常常作为房地产市场调控的政策工具。本节分析货币政策对房地产市场销售和投资等方面的短期影响效果,考察三种主要的货币政策工具的不同效果,并讨论极端情况下货币政策的选择策略。

本报告分析的被解释变量包括房地产市场的需求面(销售)和供给面(投资及新开工)两个方面。解释变量采用广义货币(M2)增长率来综合反映货币政策效果,并进一

步分化为基准利率、存款准备金率和基础货币(M0)三个具体的政策工具变量来衡量货币政策。其中,基准利率变量采用上海银行间同业拆放利率(Shanghai Interbank Offered Rate,简称 Shibor),并用 CPI 进行调整得到实际基准利率。此外,房地产市场也可能会受到短期经济形势甚至股票市场行情的影响,因为它们可能会影响人们关于收入增长的预期和产生“财富效应”。因此,本报告在回归分析时对这两个变量也进行了控制,并分别采用工业增加值增长率和上证综指增长率来反映短期宏观经济形势和股市表现。由于 Shibor 历史数据自 2007 年前后开始,根据数据可得性,本报告考察时间段选为 2006 年 11 月—2015 年 6 月近十年的月度数据。

A. 货币政策对销售的影响

本报告对房地产市场销售的衡量采用销售面积和销售额两个衡量指标,并分别考察了房地产市场和住宅市场。表 2—1 报告了房地产销售增长率对广义货币增长率和工业增加值增长率的回归结果。结果显示,广义货币增长率和工业增加值增长率均对房地产销售有正向促进作用。其中,无论是以销售面积还是销售额衡量房地产市场销售,也无论是整个房地产市场还是住宅房地产市场,M2 增长率的回归系数都显著为正,说明广义货币增长对房地产销售增长有显著的正向影响。工业增加值增长率的回归系数为正,不过在统计意义上不显著。

表 2—1 货币政策对房地产销售的影响分析

解释变量	销售面积增长率		销售额增长率	
	房地产市场	住宅房地产市场	房地产市场	住宅房地产市场
M2 增长率	3.637 * * *	3.735 * * *	5.701 * * *	5.966 * * *
	(0.442)	(0.465)	(0.627)	(0.682)
工业增加值增长率	0.378	0.346	0.360	0.224
	(0.528)	(0.556)	(0.750)	(0.816)
常数	-53.98 * * *	-55.33 * * *	-77.66 * * *	-79.81 * * *
	(7.936)	(8.358)	(11.28)	(12.26)
观测值数	104	104	104	104
R ²	0.460	0.445	0.501	0.478

注:小括号内为标准误;* * * p<0.01, * * p<0.05, * p<0.1。

表 2-2 将广义货币增长率即央行的中间目标,分化为基准利率、法定存款准备金率和基础货币(M0)三个货币政策工具变量来衡量货币政策,进行回归分析。结果发现,实际基准利率对房地产销售有显著的正向促进作用,而法定存款准备金率对房地产销售有显著的负向作用,基础货币投放对房地产销售有正向促进作用,但统计上不显著。其中,无论是以销售面积还是销售额衡量房地产市场销售,也无论是整个房地产市场还是住宅市场,实际利率的回归系数都显著为正,法定存款准备金率的回归系数都显著为负,而基础货币投放的系数不显著。此外,在更精准的控制三个货币政策工具后,工业增加值的正向回归系数变为显著,说明短期经济增长形势对房地产市场销售有显著的正向影响。

表 2-2 货币政策对房地产销售的影响分析

解释变量	销售面积增长率		销售额增长率	
	房地产市场	住宅房地产市场	房地产市场	住宅房地产市场
实际利率	6.592 * * *	6.611 * * *	9.375 * * *	9.482 * * *
	(1.239)	(1.299)	(1.851)	(1.991)
法定存款准备金率	-2.316 * * *	-2.550 * * *	-3.536 * * *	-4.104 * * *
	(0.755)	(0.792)	(1.128)	(1.213)
M0 增长率	0.268	0.275	0.397	0.391
	(0.345)	(0.361)	(0.515)	(0.554)
工业增加值增长率	3.394 * * *	3.316 * * *	4.787 * * *	4.590 * * *
	(0.787)	(0.826)	(1.176)	(1.265)
常数	7.820	12.71	21.54	34.66
	(18.62)	(19.52)	(27.81)	(29.91)
观测值数	104	104	104	104
R2	0.334	0.322	0.320	0.304

注:小括号内为标准误; * * * $p < 0.01$, * * $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

表 2-3 进一步控制了超额准备金率的影响。主要是考虑到,央行的法定存款准备金率只是反映对金融机构存款准备金比率的最低要求,而金融机构自身也可能会因为种种原因(包括来自政策引导的压力),存款准备金超出了央行的法定要求,形成超额准备金,实际上也会对房地产市场产生影响。表 2-3 通过进一步控

制超额准备金率来考察这一影响大小。表 2-3 结果显示,过高的超额准备金率也会对房地产市场销售有负向影响,但是显著性大大低于法定准备金率。其他回归变量结果与表 2-2 一致,反映了本报告结论的稳健性。

表 2-3 货币政策对房地产销售的影响分析

解释变量	销售面积增长率		销售额增长率	
	房地产市场	住宅房地产市场	房地产市场	住宅房地产市场
实际利率	6.278 ***	6.320 ***	8.859 ***	9.004 ***
	(1.243)	(1.308)	(1.852)	(2.001)
法定存款准备金率	-3.239 ***	-3.409 ***	-5.054 ***	-5.512 ***
	(0.938)	(0.986)	(1.397)	(1.509)
超额准备金率	-5.999	-5.582	-9.871 *	-9.149
	(3.669)	(3.859)	(5.465)	(5.904)
M0 增长率	0.168	0.182	0.233	0.238
	(0.347)	(0.365)	(0.517)	(0.558)
工业增加值增长率	3.037 ***	2.984 ***	4.199 ***	4.044 ***
	(0.811)	(0.853)	(1.208)	(1.305)
常数	41.45	44.01	76.88 *	85.95 *
	(27.64)	(29.07)	(41.17)	(44.47)
观测值数	104	104	104	104
R2	0.351	0.336	0.342	0.320

注:小括号内为标准误;*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

表 2-4 进一步考虑到股市表现对房地产市场的潜在影响进行了回归分析。结果显示,上证综指增长率的回归系数显著为正,说明股市表现与房地产市场销售的确存在正向相关关系,其他回归变量的回归结果与表 2-3 一致,且超额准备金率的回归系数更加显著。本文推测股市表现对房地产市场的正向影响可能来自股市的财富效应,或者股市表现影响了投资者关于未来经济发展的信心,进而影响到房地产市场销售。吴晓波(2015 年 8 月)在近期发表的一篇评论文章中也描述了相同的发现。他从中国内地和香港历次股市和楼市行情走势的观察发现,两者的确存在联动效应,且在 2007 年以来越来越明显,他给出的解释也是财富效应。事

实上,7月份的股市与楼市表现已经提供了一个很好的样本外预测的检验机会。以率先出现房地产销售回暖迹象的深圳市为例,7月份该市新建住房成交面积比6月份环比下降12.3%,也是近4个月来首次回落,与当地媒体关于一些楼盘出现业主退房的报道具有一致性。其他一些房地产研究人士,如龙斌(2015年7月)也介绍了深圳等地最近传来的一些个案,因为股市大跌,不少投资人股票被套,财富缩水,先前订购的房子无法交齐首付款,提出缓交房款或退房。这些个案均反映了股市表现可能会通过财富效应对购房需求产生影响。

表 2-4 货币政策对房地产销售的影响分析

解释变量	销售面积增长率		销售额增长率	
	房地产市场	住宅房地产市场	房地产市场	住宅房地产市场
实际利率	6.027***	6.051***	8.500***	8.596***
	(1.186)	(1.245)	(1.775)	(1.907)
法定存款准备金率	-1.945**	-2.025*	-3.206**	-3.413**
	(0.974)	(1.022)	(1.457)	(1.565)
超额准备金率	-7.455**	-7.140*	-11.95**	-11.51**
	(3.521)	(3.696)	(5.268)	(5.660)
M0 增长率	0.388	0.418	0.547	0.595
	(0.337)	(0.354)	(0.504)	(0.542)
工业增加值增长率	2.367***	2.268***	3.242***	2.958**
	(0.798)	(0.838)	(1.194)	(1.283)
上证综指增长率	0.139***	0.148***	0.198***	0.225***
	(0.0416)	(0.0437)	(0.0622)	(0.0669)
常数	24.15	25.51	52.17	57.90
	(26.83)	(28.16)	(40.14)	(43.12)
观测值数	104	104	104	104
R2	0.418	0.406	0.404	0.391

注:小括号内为标准误;*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

B. 货币政策对投资和新开工影响

本节采用类似的方法分析货币政策对房地产市场供给方面的影响,分别考察了房地产投资和新开工两个指标变量,也分别考察了房地产市场和住宅市场。表2—5报告了房地产投资增长率和新开工面积增长率对广义货币增长率和工业增加值增长率的回归结果。结果显示,广义货币增长率对房地产新开工面积增长率具有显著的促进作用,但对房地产投资无显著作用。其中,无论是整个房地产市场还是住宅房地产市场,新开工面积增长率对广义货币增长率的回归系数都显著为正。此外,工业增加值增长率对房地产投资增长和新开工面积增长都有显著的促进作用。其中,无论是房地产投资还是新开工,也无论是整个房地产市场还是住宅房地产市场,工业增加值增长率的回归系数都显著为正,说明工业增加值增长对房地产投资和新开工增长都有显著的正向影响。

表 2—5 货币政策对房地产投资和新开工的影响分析

解释变量	投资额增长率		新开工面积增长率	
	房地产市场	住宅房地产市场	房地产市场	住宅房地产市场
M2 增长率	0.113	-0.0777	2.042 * * *	2.089 * * *
	(0.160)	(0.174)	(0.580)	(0.571)
工业增加值增长率	2.088 * * *	2.472 * * *	3.928 * * *	4.110 * * *
	(0.191)	(0.208)	(0.693)	(0.683)
常数	-5.544 *	-7.415 * *	-69.06 * * *	-74.01 * * *
	(2.873)	(3.132)	(10.42)	(10.26)
观测值数	104	104	104	104
R2	0.595	0.615	0.412	0.438

注:小括号内为标准误;* * * $p < 0.01$, * * $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

表 2—6 报告将广义货币增长率分化为基准利率、法定存款准备金率和基础货币(M0)三个货币政策工具变量来衡量货币政策,并控制了超额准备金率的影响,

以及考虑到股市对房地产市场的潜在影响进行回归分析。^① 结果发现,在对投资增长率的回归分析中,无论是整个房地产市场还是住宅房地产市场,实际利率的回归系数都显著为负,基础货币投放的回归系数都显著为正,法定存款准备金的回归系数为负但不显著,超额准备金的回归系数显著为负。说明实际利率对房地产投资有显著的负向作用,基础货币投放对房地产投资有显著的正向促进作用,而法定存款准备金率对房地产投资有负向影响,但不显著,超额准备金率对房地产市场投资有显著的负向作用。可见就准备金率而言,对房地产市场投资更具决定性作用的,不是法定准备金率的高低,而是金融机构对超额准备金率的控制,即房地产业的支持力度。在对新开工面积的回归中,多数变量回归系数符号与投资回归中的符合一致,但除超额准备金率外,主要政策变量几乎都不显著。此外,在更精准的控制三个货币政策工具后,工业增加值的回归系数仍然显著为正,说明短期经济增长形势对房地产市场投资和新开工有显著的正向影响。进一步考虑到股市对房地产市场的潜在影响,发现股市表现对房地产市场投资和新开工面积增长似乎没有显著的关系,尽管回归系数为正,但并不显著。

表 2—6 货币政策对房地产投资和新开工的影响分析

解释变量	投资增长率		新开工面积增长率	
	房地产市场	住宅房地产市场	房地产市场	住宅房地产市场
实际利率	-0.944 * * *	-1.813 * * *	2.331	2.177
	(0.338)	(0.343)	(1.528)	(1.516)
法定存款准备金率	-0.101	-0.282	-0.587	-0.851
	(0.277)	(0.282)	(1.254)	(1.244)
超额准备金率	-5.065 * * *	-6.129 * * *	-8.204 *	-8.256 *
	(1.003)	(1.018)	(4.534)	(4.500)
M0 增长率	0.265 * * *	0.247 * *	0.256	0.258
	(0.0960)	(0.0975)	(0.434)	(0.431)

^① 为节约篇幅,本节没有像在第一节那样逐步报告回归结果,而只报告了第一步基准回归结果和最后一步全变量回归结果,中间两步结果具有一致性,结构也与第一节类似,不再赘述。

续表

解释变量	投资增长率		新开工面积增长率	
	房地产市场	住宅房地产市场	房地产市场	住宅房地产市场
工业增加值增长率	1.577***	1.479***	5.303***	5.264***
	(0.227)	(0.231)	(1.027)	(1.020)
上证综指增长率	0.00669	0.00990	0.0160	0.0273
	(0.0118)	(0.0120)	(0.0536)	(0.0532)
常数	11.36	17.63**	-28.18	-25.18
	(7.639)	(7.758)	(34.54)	(34.29)
观测值数	104	104	104	104
R2	0.730	0.777	0.391	0.409

注:小括号内为标准误;*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

C. 货币政策的选择策略

通过以上分析发现,央行货币政策三个常用工具均对房地产市场有不同程度的影响。其中,高利率对房地产市场的投资有显著的抑制作用,但对房地产市场的销售却有正向影响;高法定准备金率对房地产市场的投资和销售都有不同程度的抑制作用,尤其是对房地产市场销售影响较大;基础货币投放对房地产市场的投资有显著的促进作用,但对房地产市场的销售影响不显著。除此之外,本报告还发现,除了法定准备金率外,金融机构的超额准备金率是影响房地产市场投资的更为显著的变量,说明金融机构对房地产商的态度(包括政策引导因素)对房地产市场投资的作用更具决定性。短期经济形势对房地产市场的销售和投资都具有显著的促进作用,反映了人民对于未来经济和收入增长的信心对房地产市场的发展至关重要。股市表现对房地产市场销售也有正相关关系,可能是因为股市带来的财富效应,以及股市表现影响了人们对于未来经济发展的信心,进而影响到房地产市场销售。

实施货币政策需要分析这些短期政策效果的长期合意性,比如增加房地产市场的新开工量和投资是否会加重房地产市场居高不下的库存水平,在此之前,本报

告并不建议直接采用刺激性政策鼓励房地产市场新一轮投资。^①新世纪初年我国房地产强劲扩张并积累不平衡因素,需经历一次深度调整才能重回可持续增长轨道。事实上,受房地产调控政策引导与市场力量推动,近年我国房地产市场调整在化解早先不平衡因素方面已取得显著成效。房地产调整的基本目标是“去泡沫”,即治理房地产等部门过度扩张与价格虚高因素。2003—2008年货币信用扩张推动房价多轮大幅上涨,大部分时间房地产投资增速高达30%。2009—2010年大规模刺激经济时期,房地产经历新一轮更为迅猛扩张。房地产过度扩张本质上是货币过度扩张的产物,随着十八大以来货币与宏观政策定位温和中性立场,房地产部门早先潜在过量库存与风险逐步水落石出,近年房地产销售和投资双双较大幅度下降,整个行业经历“去库存”过程,并通过投资回落对整体经济运行派生显著下行压力。

因此,调整的基本原则是要在保持经济增长维持大体可接受水平基础上,通过市场出清机制和重建房地产业相关财金纪律调节早先累积失衡因素,通过户籍和土地制度改革与市场力量催生与培育房地产市场新的发展阶段所需要的市场新增增长点,再造自主增长的基本条件。今年楼市出现分化格局,大部分三四线城市虽仍处于低迷状态,但一线城市楼市销售与价格出现回升甚至反弹,显示楼市调整取得阶段性成效。今年6月底,央行宣布下调存贷款基准利率,同时实施定向降准;8月底,央行再次宣布下调存贷款基准利率,并实施全面降准。这些举措势必对下半年房地产市场的需求和供给面产生相应的影响。

本报告分析结果的启示意义在于,如果下半年经济增速急剧下滑突破社会承受底线,或者房地产市场出现塌方式崩溃,作为权宜之计,可能需要考虑采取短期货币政策来支持房地产市场发展。不过,即便在这种情况下,也应首先考虑促进房地产销售,兼顾房地产投资的策略组合,避免给未来房地产市场增加额外的调整压力。上一轮宏观经济紧缩调整的治理经验,可以给我们提供有益借鉴。伴随东南亚金融危机,我国宏观经济在1997—2002年步入通缩调整,政府大力实施一系列扩大内需举措应对经济下行和通缩压力。当时实施了积极的货币政策,包括1997年10月后五次降息,利用公开市场操作增加基础货币投放,1998年3月和1999年11月把法定存款准备金率从13%先后下调到8%和6%,并取消贷款额度管制等。

届时,中国政府更多地采用标本兼治方法治理通缩,实施结构性改革与宏观稳定的组合政策,而不是简单大手放松货币刺激经济。针对早先通胀与过度扩张根源

^① 此外,本报告的结论只是提示性的,而非决定性的。严格识别和准确测量货币政策的具体影响需要采用更为严格复杂的计量技术。

发力,把扩大内需短期目标与长期体制转型要求结合起来,把应对经济低迷与通缩短期困难转变为力推改革的契机。扩大内需重视基础设施投资,提升未来生产能力与保持可持续发展。虽然面临总需求不足与通缩压力,决策层仍毅然推进国企等关键领域改革,实施新一轮入世开放战略。组建四大资产管理公司大范围剥离银行坏账,修复银行资产负债表使其重新具备正常放贷能力。不少重大改革政策都兼具健全市场经济体制与鼓励短期增长的长短期政策配合效果。尤其值得一提的是,房地产业的快速发展正是起步于这轮调整。当时为促进经济增长走出低谷,顺势推进了城镇住房体制市场化改革,目标是加快住房建设,促使住宅业成为新的经济增长点。遗憾地是,走出通缩后对房地产业形成严重的路径依赖,过度投资和资产泡沫反成为当前经济增速下滑的最大拖累因素。

VI. 结论和政策建议

近十多年来,房地产一直是中国经济的支柱产业和重要的增长引擎。虽然此前也曾经历多轮周期调整,然而自2014年起出现的房地产市场全面下滑却是由于资产泡沫和过度建设导致,因而面临比以往更为艰难的调整形势。今年4月份以来,受“3·30新政”和“4·20降准”等政策影响,房地产销售出现明显的回暖迹象,部分一线城市房价企稳回升甚至暴涨,然而目前房地产市场复苏还很脆弱,主要仍然处于“去库存”的调整阶段,投资和新开工下滑趋势尚未扭转,三四线城市和部分地区面临更为严峻的挑战,离市场全面复苏任重而道远。综合各方面情况看,本轮房地产市场的调整可能会持续多年,对财政、投资和经济增长的不利影响也将持续一段时间。针对当前情况,根据本报告研究成果,提出以下几点建议。

第一,通过有序调整来逐步消化供给过剩和高企的库存。鉴于中国房地产市场库存水平总体偏高,且各地发展不均衡,短期内不应对房地产再度发挥投资拉动增长效应抱有太高期望,也不宜鼓励房地产商展开新一轮投资,而应允许其合理有序调整。情景分析表明,有序调整可能要用几年时间,对投资和增长也会产生一定的不利影响。在合理假设下,2015年房地产投资可能会是负增长。政策关键在于允许调整过程开始,同时避免经济下滑过于剧烈。因此,需要谨慎地校正宏观经济政策。

第二,鼓励房地产市场销售。经济十几年的高速增长,中国房地产市场实际上已从供不应求的野蛮增长阶段进入供过于求的阶段性过剩阶段。尽快消化巨量库

存是当前房地产商快速回笼资金、有效降低财务费用与化解金融风险的重要抓手,同时也是房地产市场腾笼换鸟、保障未来投资重回可持续增长轨道的必要前提。当前政策举措应该着力于刺激房地产市场的需求端,鼓励房地产市场加速销售,同时合理控制房价和引导预期,避免形成新的泡沫。目前房价水平总体有所下降,但相对收入水平仍然偏高,是制约房地产需求的重要因素。继续鼓励房地产商“以价换量”、扩大销售,既稳步缓解房地产市场高企的库存压力,为中期房地产市场发展创造空间,同时也有利于解决一部分刚性住房需求等民生问题。

第三,调整目前的房地产政策,防范脆弱复苏下市场分化加剧导致“虹吸现象”。“虹吸现象”不仅会诱发局部泡沫问题,还会加剧局部地区困难和诱发系统性风险。避免“虹吸现象”需要调整目前的房地产调控政策,改变当前简单宽松的导向,必须针对不同区域采取不同的治理。一是对于一线城市必须进行适度控制,防止价格过度上涨;二是对于三四线城市房地产市场的扶持应当强化,特别是可以出台一些超常规的政策,例如加大县级政府的财政支持,甚至建立专项基金,鼓励地方政府收购商品房转用于保障性用房;三是在监控分化指标的基础上,协调相应城镇化改革的步伐,特别是重点人口流入地和流出地改革的速度。

第四,综合考虑房地产市场的短期走势和长期发展,有策略地实施货币政策和选择政策工具进行宏观调整。货币政策的三个常用工具对房地产市场有不同程度的影响。高利率对房地产市场投资有显著的抑制作用,基础货币投放对房地产市场投资有显著的促进作用,而高准备金率对房地产市场投资和销售都有不同程度的抑制作用。在制定和实施货币政策时,需要考虑到这些因素的短期影响,还需要分析这些短期政策效果的长期合意性,比如增加房地产新开工量和投资是否会加重房地产市场的库存压力。在此之前,本报告并不建议直接采用刺激性政策鼓励房地产市场新一轮投资。从长期发展的角度看,由于自世纪初年以来我国房地产持续强劲扩张并积累巨量不平衡因素,需经历一次深度调整才能重回可持续增长轨道。事实上,受房地产调控政策引导与市场力量推动,近年我国房地产市场调整在化解早先不平衡因素方面已取得显著成效。房地产调整的基本目标是“去泡沫”,即治理房地产部门过度扩张与价格虚高因素。调整的基本原则是要在保持经济增长维持大体可接受水平基础上,通过市场出清机制和重建房地产相关财金纪律调节早先累积失衡因素,通过加快户籍和土地制度改革与市场力量催生与培育房地产在新发展阶段所需要的市场新增长点,再造自主增长的基本条件。

第五,协调房地产市场长期发展与短期宏观经济稳增长的关系。近年我国宏

观经济调整在化解早先包括房地产在内的不平衡因素与培育新经济增长点方面已取得显著成效,本轮宏观经济调整已进入最后阶段,然而经济周期能否平顺完成转换仍然面临内外多重因素制约。如果下半年经济增速急剧下滑突破社会承受底线,或者房地产市场出现塌方式崩溃,作为权宜之计,可能需要考虑采取短期扩张性货币政策和财政政策来刺激房地产市场发展,为宏观经济平稳过渡争取时间。即便在这种情况下,应首先考虑促进房地产销售兼顾拉动投资的策略组合,避免给未来房地产市场调整增加额外的压力。因此,应对政策仍需保持定力,尤其是推进深化改革实际进程与绩效将决定后续经济复苏景气的强劲程度。在适时追加更有力的针对性短期稳增长举措同时,着力推进有助于提升潜在经济增速的关键改革议程,积极发挥新兴大国引领全球经济增长潮流的能动作用,为新一轮强景气增长到来创造基础,力争在新一轮景气增长阶段实现我国经济向高等收入水平的历史性跨越。

第六,应对当前严峻的宏观经济形势,应借鉴世纪之交宏观经济紧缩调整的治理经验,实施结构性改革与宏观稳定的组合政策。为应对当时的经济下行和通缩压力,政府大力实施了一系列扩大内需举措,同时实施了积极的货币政策和财政政策,前者包括降息、降准、增加基础货币投放,并取消贷款额度管制等,后者包括发行国债、增加转移支付与减少税费等,包括发行 2700 亿元长期特别国债用于充实国有银行资本金。届时,政府采用标本兼治方法治理紧缩,实施结构性改革与宏观稳定的组合政策,而不是简单大手放松货币刺激经济。不少重大改革政策都兼具健全市场经济体制与鼓励短期增长的长短期政策配合效果。尤其值得一提地是,房地产业的快速发展正是起步于这轮调整。当时为促进经济增长走出低谷,顺势推进了城镇住房体制市场化改革,目标是加快住房建设,促使住宅业成为新的经济增长点。遗憾地是,走出通缩后对房地产业形成严重的路径依赖,过度投资和资产泡沫反成为当前经济增速下滑的最大拖累因素。

参考文献

- [1]高波、王文莉、李祥,2013:“预期、收入差距与中国城市房价租金‘剪刀差’之谜”,《经济研究》第6期,100—112。
- [2]黄忠华、吴次芳、杜雪君,2008:“房地产投资与经济增长——全国及区域层面的面板数据分析”,《财贸经济》第8期,56—60。
- [3]姜春海,2005:“中国房地产市场投机泡沫实证分析”,《管理世界》第12期,71—84。
- [4]况伟大,2010:“预期、投机与中国城市房价波动”,《经济研究》第9期,67—78。
- [5]李郁、洪国志、黄亮雄,2013:“中国土地财政增长之谜——分税制改革、土地财政增长的策略性”,《经济学(季刊)》第12卷第3期。
- [6]梁云芳、高铁梅、贺书平,2006:“房地产市场与国民经济协调发展的实证研究”,《中国社会科学》第3期,74—84。
- [7]吕炜、刘晨晖,2012:“财政支出、土地财政与房地产投机泡沫——基于省际面板数据的测算与实证”,《财贸经济》第12期,21—30。
- [8]沈悦、刘洪玉,2004:“住宅价格与经济基本面:1995—2002年中国14城市的实证研究”,《经济研究》第6期,78—86。
- [9]杨圆圆,2010:“‘土地财政’规模估算及影响因素研究”,《财贸经济》第10期,69—76。
- [10]郑思齐、师展,2011:“‘土地财政’下的土地和住宅市场:对地方政府行为的分析”,《广东社会科学》第2期。
- [11]邹至庄、牛霖琳,2010:“中国城镇居民住房的需求与供给”,《金融研究》第1期,1—11。
- [12]Bian, T. Y., and P. Gete, 2015, “What Drives Housing Dynamics in China? A Sign Restrictions VAR Approach”, NBER Working Paper 2015 (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- [13]Berkelmans, L. and H. Wang, 2012, “Chinese Urban Residential Construction to 2040,” Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 2012 - 04.
- [14]Chen K. and Y. Wen, 2014, “The Great Housing Boom of China,” Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2014—022A.
- [15]Goldman Sachs, 2014, “China’s Housing Boom in International Context,” Global Economics Paper: 225, October 16.
- [16]Grenadier, S. R., 1996, “The Strategic Exercise of Options: Development Cascades and Overbuilding in Real Estate Markets,” Journal of Finance, Vol. 51, No. 5, pp.

- [17]International Monetary Fund, 2015, Mali Chivakul, W. Raphael Lam, Xiaoguang Liu, Wojciech Maliszewski, and Alfred Schipke, “Understanding Residential Real Estate in China”, IMF Working Paper No. WP/15/84 (Washington).
- [18]International Monetary Fund, 2014a, People’s Republic of China, IMF Staff Country Report No. 14/235 (Washington).
- [19]International Monetary Fund, 2015b, World Economic Outlook (Washington, April).
- [20]Moody, 2014, “A Property Downturn in China Would Exert A Marked, But Manageable Economic Impact,” July 30.
- [21]Wigram Capital Advisors, 2014, “Chart pack on China Property Watch”, unpublished.
- [22]Wu, J., J. Gyourko, and Y. Deng, 2012, “Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Market,” *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 42, pp. 531 - 43.