



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第37期）

## 房地产市场的运行态势与 经济金融影响

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2021年11月



# 房地产市场的运行态势 与经济金融影响

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司  
承办单位：中国人民大学经济研究所



# 房地产市场的运行态势与经济金融影响

报告人：马勇

中国人民大学财政金融学院

中国人民大学重阳金融研究院

2021年11月10日

# 目 录

- 一、房地产市场的金融化特征与风险机制
- 二、房地产泡沫化及其对经济金融体系的影响
- 三、当前房地产市场的运行态势与可能影响

# 目 录

一、房地产市场的金融化特征与风险机制

二、房地产泡沫化及其对经济金融体系的影响

三、当前房地产市场的运行态势与可能影响

## ✓ 房地产为什么是一个金融化的行业？

### ➤ 房地产主要包含土地一级开发、房地产二级开发和房产销售三个环节，金融在这三个环节中，分别都保持了70%的杠杆率水平

- 在一级土地开发过程中，政府或委托实施的企业自有资金出资为项目总投资的30%，剩余70%的资金向金融机构贷款解决，最后表现为地方债或企业债
- 在房地产二级开发过程中，房地产开发企业实际出资为项目投资资金峰值的30%，剩余70%的资金由地产公司向金融机构借款，最后体现为企业负债
- 在房地产的最后一环，客户最低只需要支付房屋总价的20-30%作为购房首付款，剩余款项客户可以向金融机构申请住房按揭贷款，最后体现为个人住房按揭贷款

### ➤ 土地一级开发、二级开发和居民购房而向金融机构发生的借款，总体上称之为房地产贷款

## ✓ 为什么房地产是金融领域的“灰犀牛”？

### ➤ 金融领域常见的两类风险：黑天鹅与灰犀牛

- 黑天鹅事件难以预测但是有可能会产生重大影响的事件；灰犀牛事件是指太过于常见以至于人们习以为常的风险，比喻大概率且影响巨大的潜在危机
- 2020年以来，央行党委书记、中国银保监会主席郭树清在多个公开场合表态：“**房地产领域的核心问题还是泡沫比较大，金融化、泡沫化倾向比较强，是金融体系最大灰犀牛。**”



### ➤ 房地产金融风险的产生机制

- ①房地产的快速发展，房地产贷款快速增长→②房地产贷款余额的高增长，挤压居民储蓄和消费，进而影响其它行业的投资和生产→③居民收入减少和偿债能力下降，导致其首付能力和还贷能力下降，同时房地产投资的变现能力下降→④住房按揭贷款和房地产开发贷款的偿还分别受到影响→⑤银行面临违约风险，金融市场（房地产相关的债券和股票）承压→⑥在金融体系内，通过预期机制进一步传导和放大…→⑦如果处理不当，可能发生系统性风险

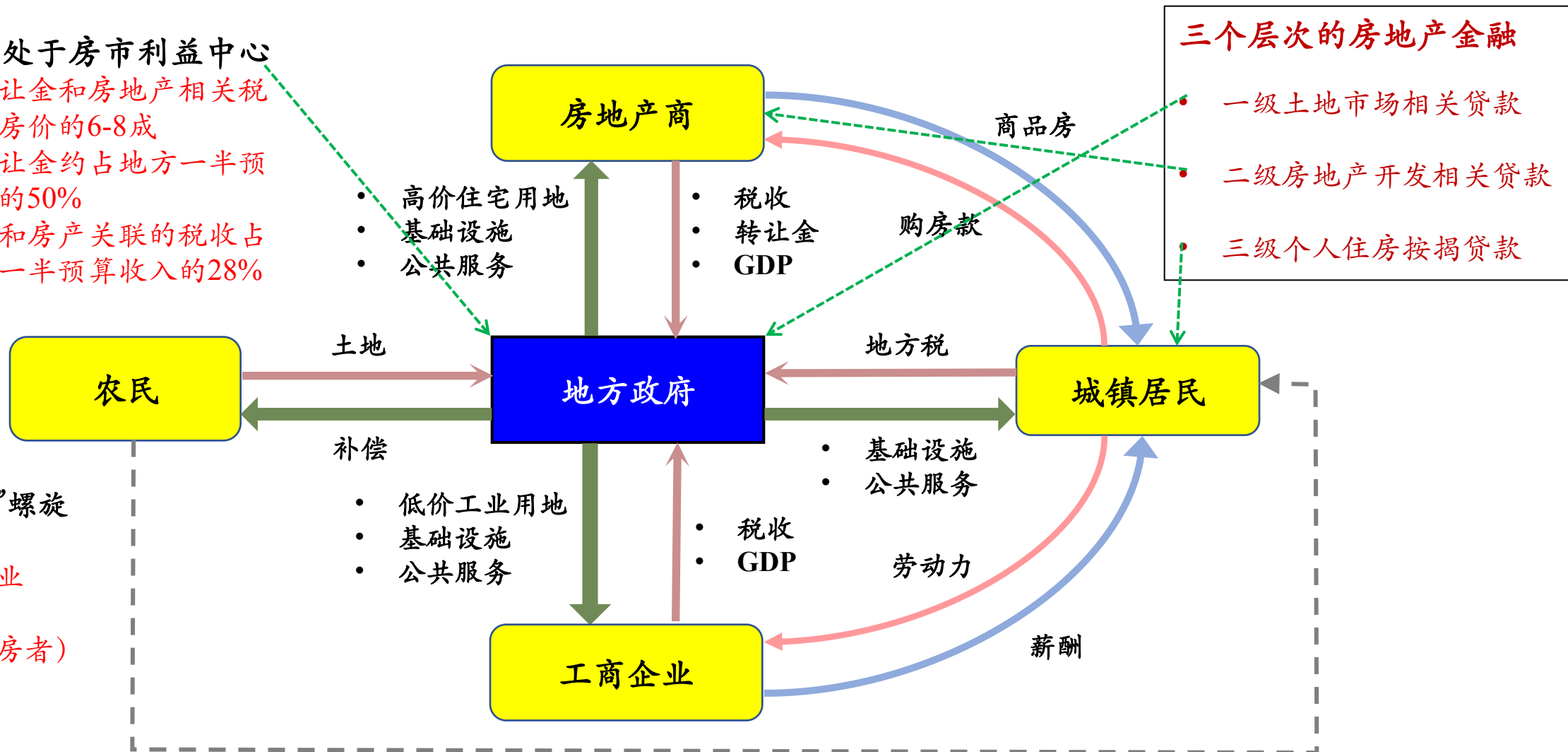
# ✓ 房地产市场运行背后的主体与市场关联

## 地方政府处于房市利益中心

- 土地出让金和房地产相关税收占到房价的6-8成
- 土地出让金约占地方一半预算收入的50%
- 与土地和房产关联的税收占地方一半预算收入的28%

## “地价—房价”螺旋

- 地方政府
- 房地产企业
- 金融机构
- 居民（购房者）



城镇化进程中农民向城镇居民转换



# 目 录

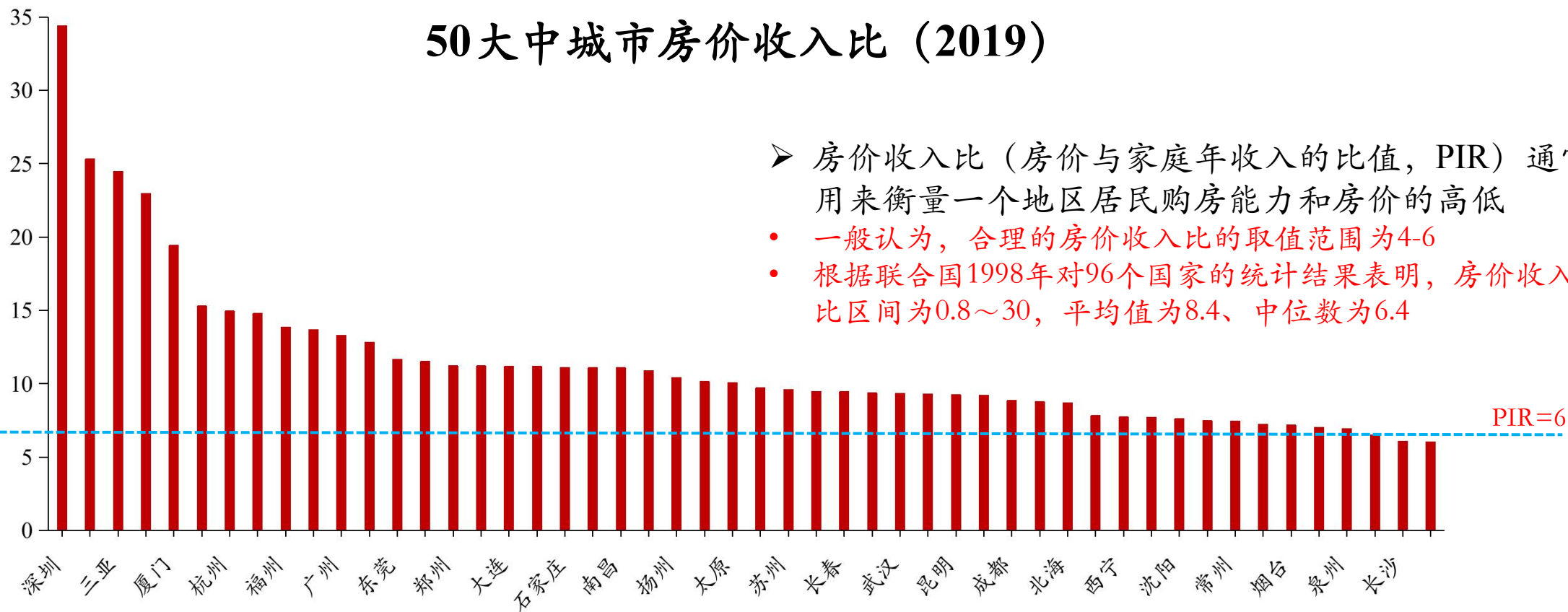
一、房地产市场的金融化特征与风险机制

**二、房地产泡沫化及其对经济金融体系的影响**

三、当前房地产市场的运行态势与可能影响

## ✓ 中国主要城市的房价收入比

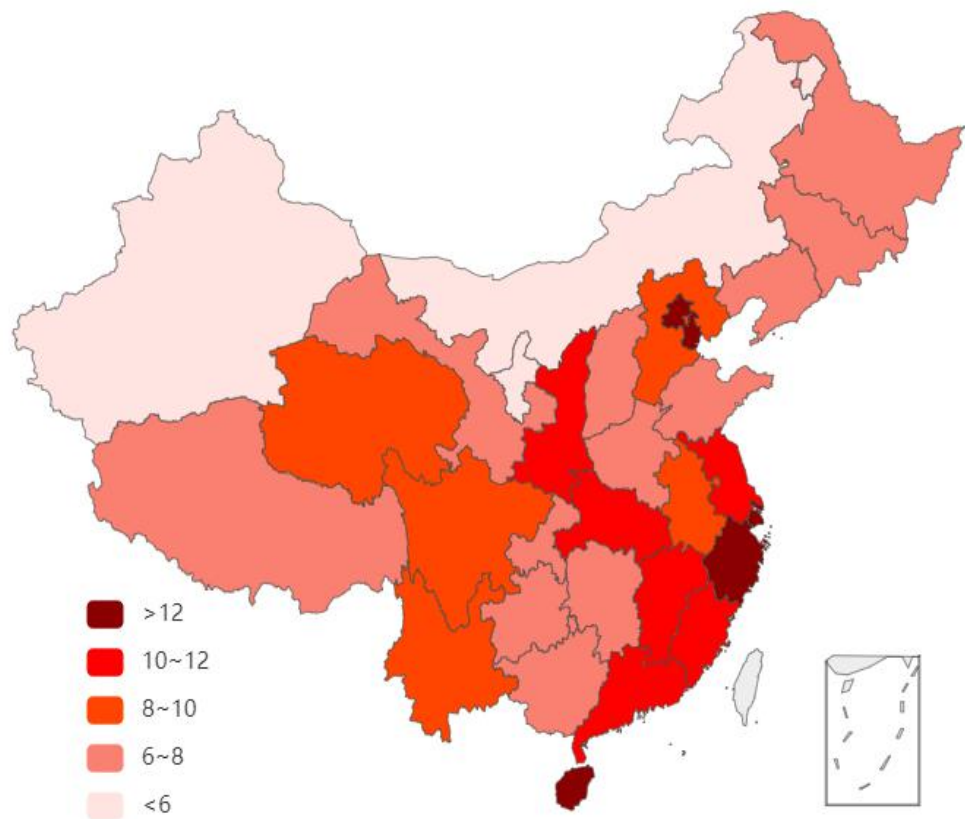
### 50大中城市房价收入比（2019）



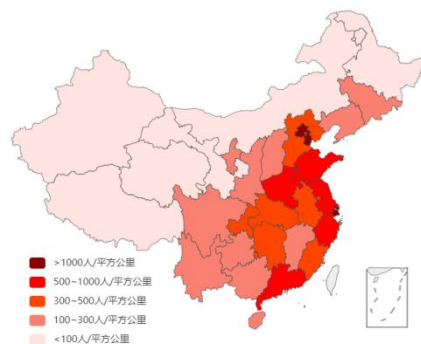
- 房价收入比（房价与家庭年收入的比值，PIR）通常用来衡量一个地区居民购房能力和房价的高低
- 一般认为，合理的房价收入比的取值范围为4-6
- 根据联合国1998年对96个国家的统计结果表明，房价收入比区间为0.8~30，平均值为8.4、中位数为6.4

注：各城市房价收入比计算方法为：房价收入比=商品房销售均价×城镇人均居住面积/城镇人均可支配收入

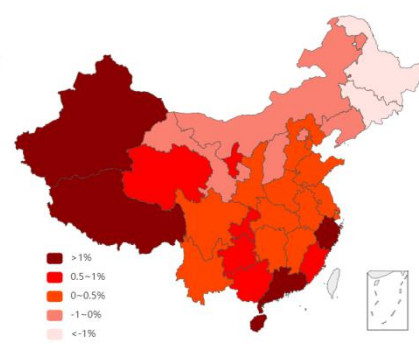
# ✓ 各省的房价收入比



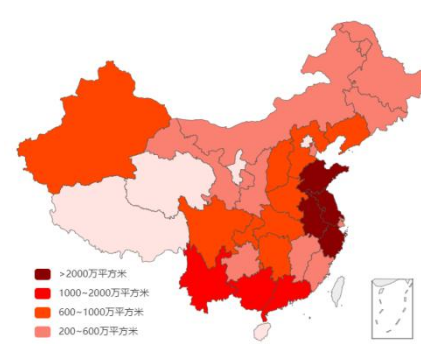
各省房价收入比 (2020)



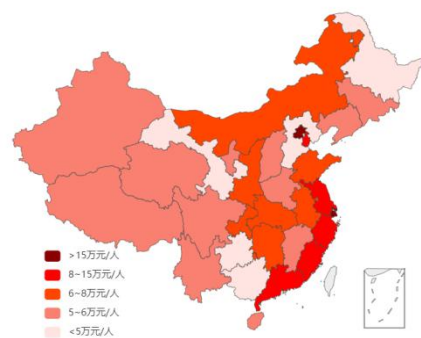
人口密度



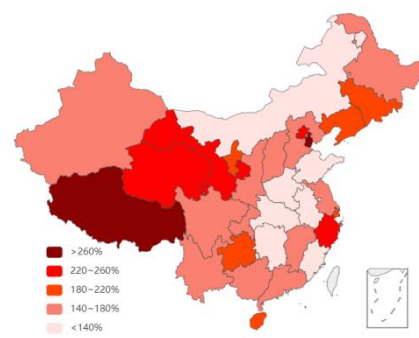
人口增速



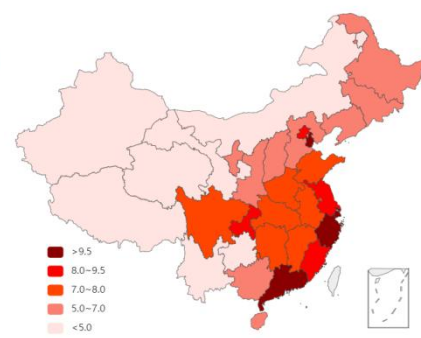
土地购置面积



人均GDP



银行信贷/GDP

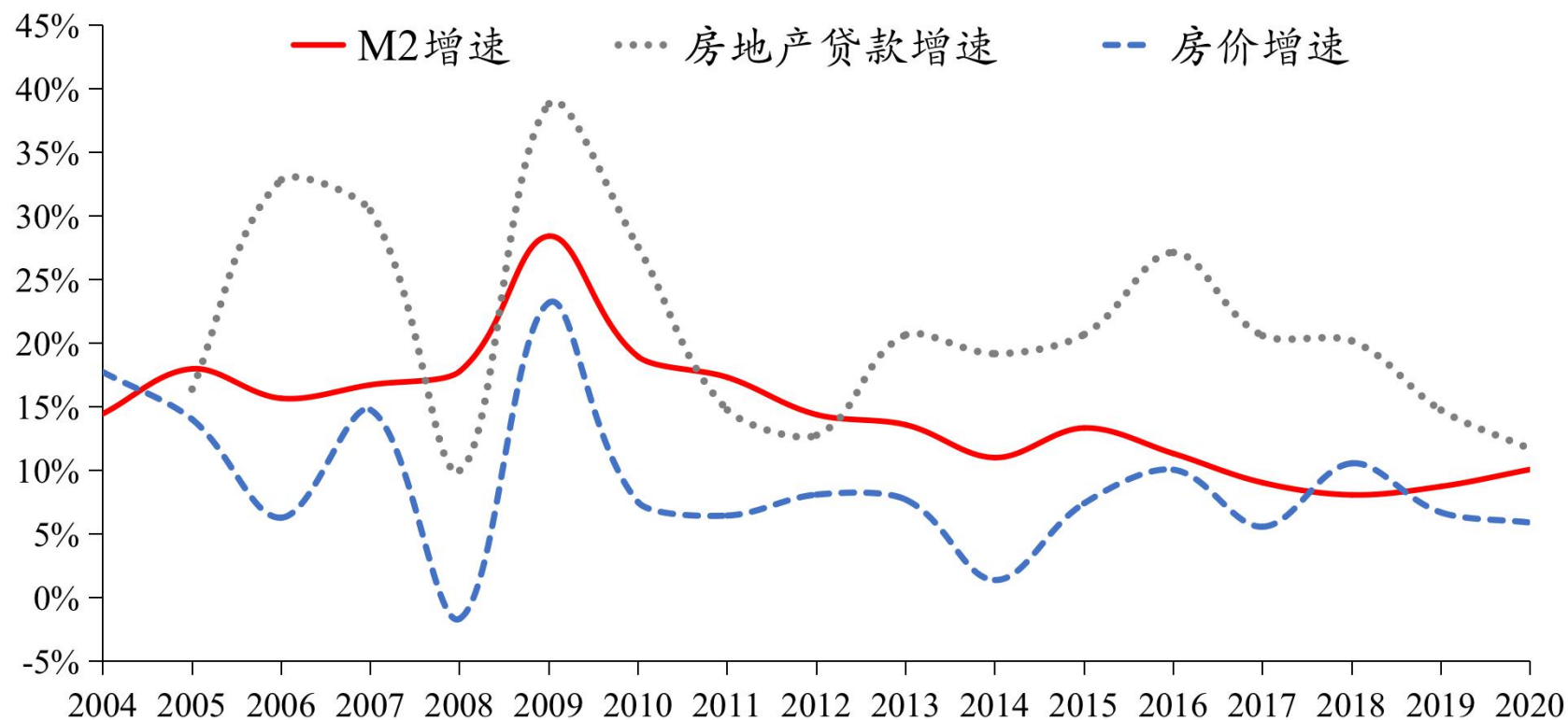


市场化指数

注：各省房价收入比计算方法为：房价收入比=商品房销售均价×城镇人均居住面积/城镇人均可支配收入

数据来源：国家统计局、各省市统计年鉴、CNRDS

## ✓ 房价、房地产贷款与M2增速



➤ 基于中国30个省份2003-2016年的面板数据，实证发现：

- 在房地产贷款规模相对较低的区域，银行信贷对房价的影响力有限；而当房地产贷款规模较高时，银行信贷会对房价产生显著影响
- 通过将银行信贷拆分为供给端和需求端发现，相比供给端而言，需求端贷款的增速及波动对房价的影响更为显著
- 市场情绪起到了加速器的作用：在投资者情绪高涨时，银行信贷对房地产价格的影响也随之加强，这意味着房地产信贷政策的制定需要考虑对投资者的预期进行管理，防止信贷和情绪的双重叠加对房价稳定产生不利影响

马勇、吴雪妍：银行信贷如何影响房价，《金融评论》2018年3期

## ✓ 究竟是什么驱动了房价上涨？

### ➤ 房价周期的国际经验 (Duca, 2021, JEL)

- 在长期价值更高的国家，房价暴涨更加频繁和严重
- 在住房供应缺乏弹性的地方，需求的价格效应更大
- 由于住房是耐用的，它的短期供应曲线在目前的供应下是扭曲的

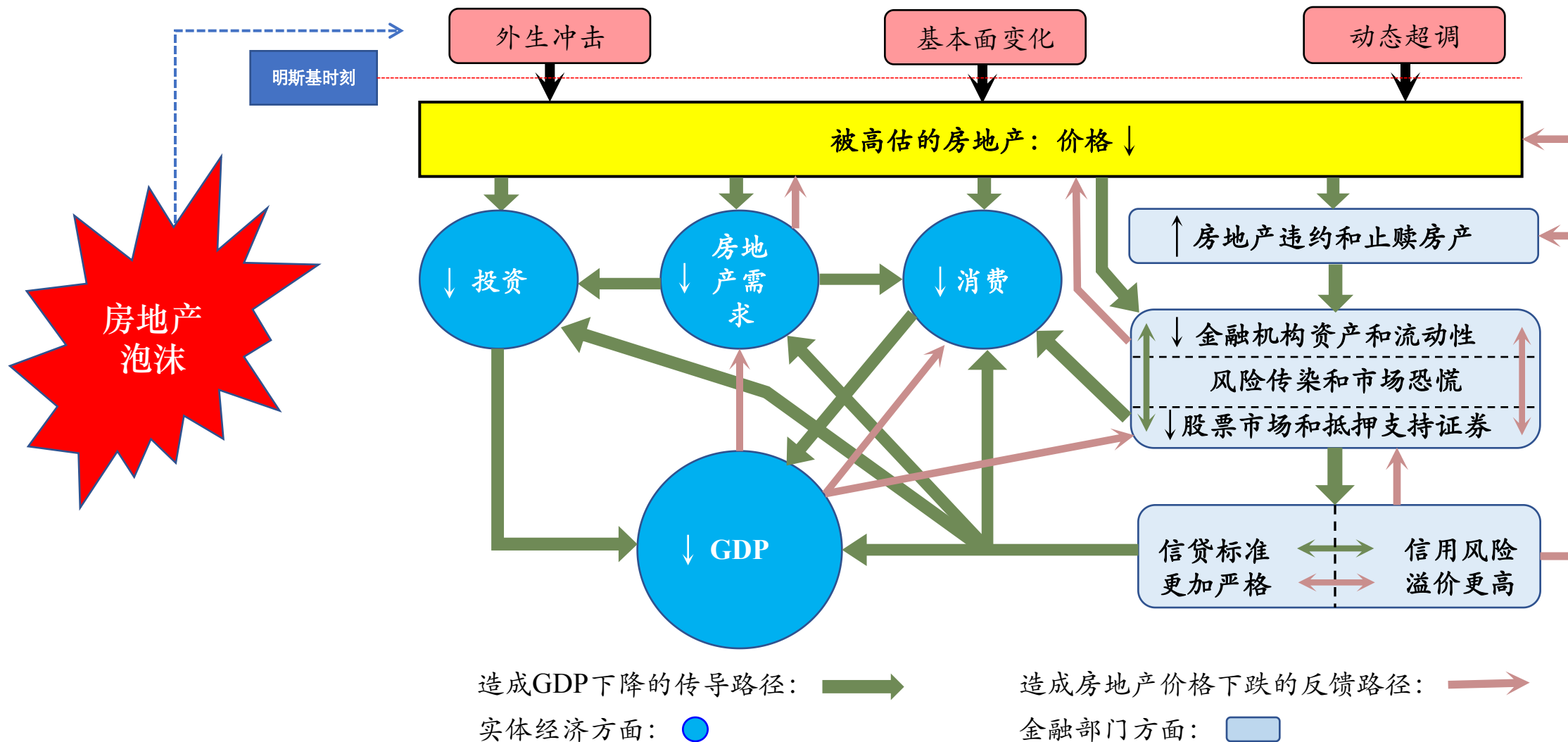
### ➤ 驱动中国房价上涨的主要原因

- 过去几十年强劲经济增长所带来的内生性需求
- 经济增长模式（地方政府GDP竞争、大规模城镇化、土地垄断供应）的推波助澜
- 住房与婚嫁、教育、社会保障等关键社会资源“捆绑”在一起，存在隐性的附带价值
- “永远上涨”的房价扭曲了市场预期，导致大量投机资金涌入房地产市场

### ➤ 何以判断投机性力量是中国房价上涨的重要推动力

- 房子作为商品的三个可能属性：消费品（自住）、投资品（获取稳定收益）、投机品（追求转卖价差）
- 很多调查统计显示，中国主要城市的住房空置率在20-26%之间（“不用也不租”，投机主导）
- 2-3%的租金回报率明显低于国际水平的4-6%（“不划算的投资”，暗含投机动机）

# ✓ 房价泡沫破裂对金融和实体经济的冲击机制



# 目 录

一、房地产市场的金融化特征与风险机制

二、房地产泡沫化及其对经济金融体系的影响

**三、当前房地产市场的运行态势与可能影响**



## ✓ 政策背景：房地产的调控方式进入精准定向分类调控的新阶段

### ➤ “三线四档”：直接以房地产企业为调控对象，控制负债总量

- 除了银行，房地产开发商的资金来源很多，各类信贷产品、资管计划乃至所谓的“财富产品”，再加上各类预收款和占压资金，仅仅从银行端控制房地产企业融资如隔靴搔痒
- 2020年8月的“三线四档”直接控制了房地产企业的债务上限，并要求处于红色档的企业降低债务比率，这使一些高负债的房地产企业陷入痛苦的“去杠杆”过程，且杠杆越高，受影响越大

### ➤ 房地产金融审慎管理：对银行提出了更加严格的房地产贷款约束

- 2020年末实施的房地产金融审慎管理制度（“五档限贷政策”）明确了银行在房地产领域配置资源的上限，要求银行房地产行业贷款以及个人住房贷款余额占比不得超过一定比例（不同法人银行有不同比例，见下页），要求银行房地产领域的贷款最多与各项贷款增速持平，部分机构甚至要确保房地产贷款增速低于各项贷款增速进而压降其占比

### ➤ 上述政策调控需要置于降杠杆的整体背景下予以理解

- “三线四档”+“五档限贷”：一个从企业端控制了总负债，一个从银行端降低了居民和企业通过按揭贷款获得资金的可能，对应着房地产企业、居民部门和金融机构三方主体的同时降杠杆



# ✓ 政策背景：“三线四档”与“五档限贷”

2021年中期重点85家房企“三道红线”情况梳理(3)

企业名称	剔除预收款项后的资产负债率 [单位] %	净负债率 [单位] %	货币资金/短期债务	2021H1踩线情况	2021中报与2020年末变化情况
中国恒大	81.0	99.8	0.67	2	降1档
绿地控股	82.8	120.0	1.34	2	降1档
栖霞建设	74.3	112.9	1.08	2	降1档
中洲控股	74.9	141.7	2.02	2	保持
金融街	73.3	163.7	1.13	2	保持
中交地产	83.6	294.2	1.47	2	保持
亿达中国	66.8	100.2	0.10	2	保持
华发股份	75.3	118.8	1.84	2	保持
首创置业	78.0	164.0	1.34	2	保持
三盛控股	77.6	116.0	1.73	2	保持
首开股份	74.6	162.1	1.23	2	保持
广宇发展	75.9	193.8	4.20	2	保持
美好置业	70.6	46.0	0.46	2	保持
蓝光发展	84.0	227.8	0.28	3	升2档
京投发展	77.9	224.1	0.53	3	升1档
泰禾集团	89.0	438.9	0.04	3	保持
格力地产	71.6	170.1	0.27	3	保持
华夏幸福	78.3	208.6	0.13	3	保持
富力地产	74.9	123.5	0.55	3	保持
中天金融	85.3	183.8	0.16	3	保持
嘉凯城	85.9	167.8	0.03	3	保持

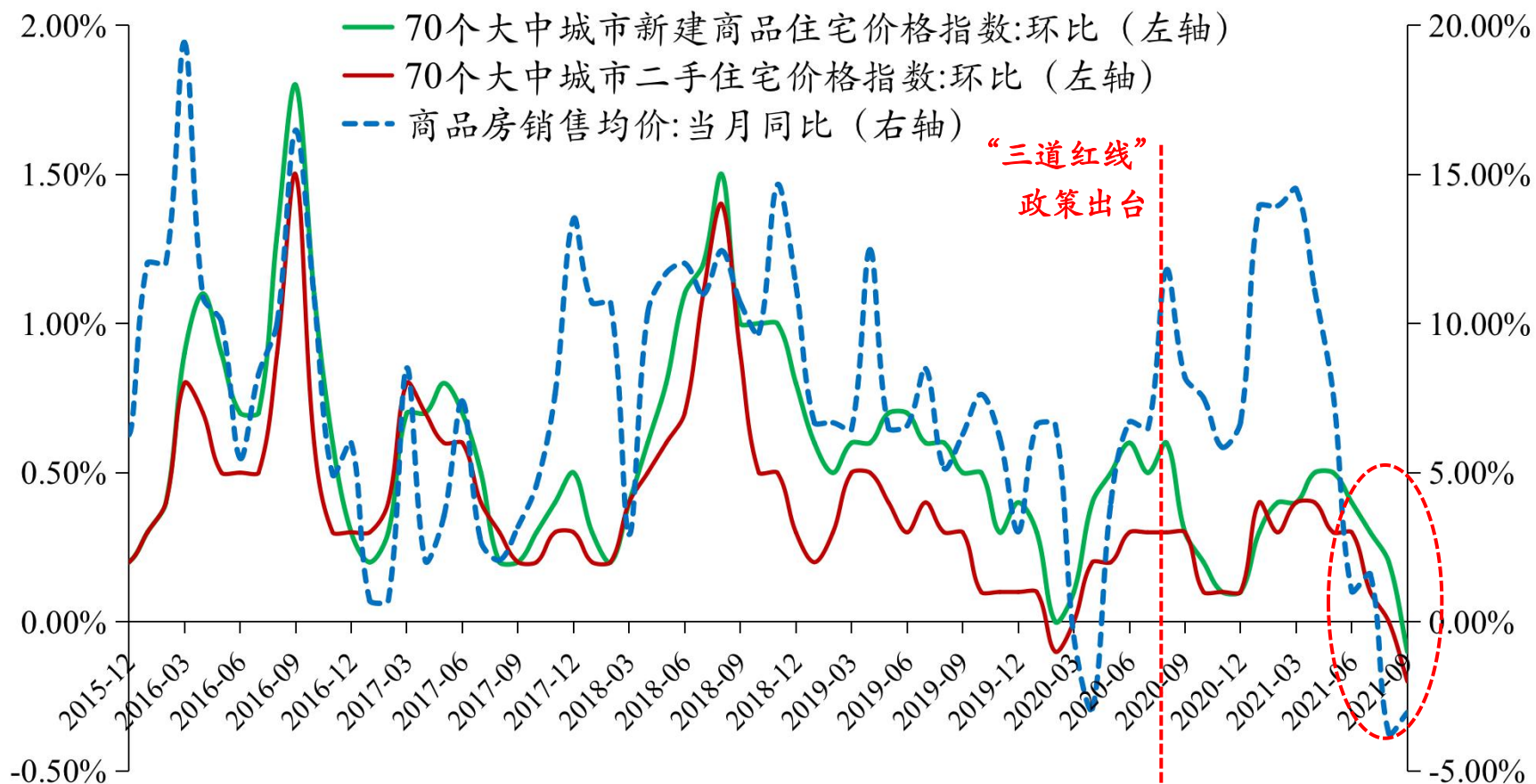
计算公式：剔除预收款的资产负债率：总负债-预收款-合同负债/总资产-预收款-合同负债；净负债率：（有息债务-货币现金）/权益总额；短债比：货币现金/短期债务（一年内到期债务总和）。  
数据来源：根据房企中期报告数据，由贝壳研究院整理。中新经纬 薛宇飞 制表

根据2021年中报，贝壳研究院统计监测的85家房企中，有32家房企实现“三道红线”达标，属于“绿档”；32家踩中一条红线，落入“黄档”；13家踩中两条红线，落入“橙档”；蓝光发展、京投发展、泰禾集团、格力地产等8家企业的三项指标均未达标，踩中三条红线，落入“红档”。

银行业金融机构分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
<b>第一档：中资大型银行</b>		
中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40%	32.5%
<b>第二档：中资中型银行</b>		
招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20%
<b>第三档：中资小型银行和非县域农合机构<sup>1</sup></b>		
城市商业银行 <sup>2</sup> 、民营银行	22.5%	17.5%
大中城市和城区农合机构		
<b>第四档：县域农合机构</b>		
县域农合机构	17.5%	12.5%
<b>第五档：村镇银行</b>		
村镇银行	12.5%	7.5%

注：1. 农合机构包括：农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社。  
2. 不包括第二档中的城市商业银行。

## ✓ 房价增速在多种因素叠加预期下出现负增长



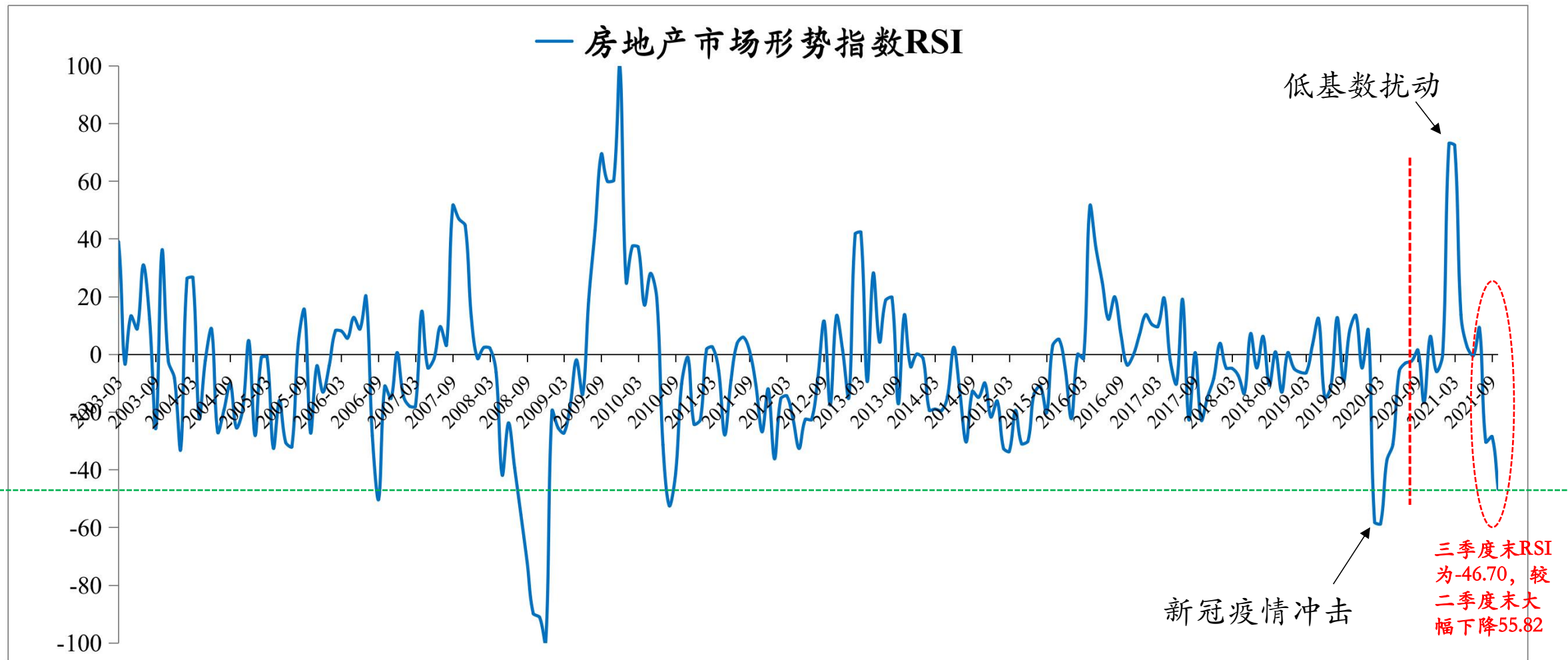
➤ 2020年8月20日，人民银行和住建部等多部门提出重点房地产企业资金监测和融资管理规则（“三道红线”）

➤ 2020年12月31日，人民银行和银保监会提出建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度

➤ 2021年上半年，上海、广州、杭州、等二十余个城市在限购、限贷、限售等方面“补漏洞”

“三道红线”：红线1：剔除预收款后的资产负债率大于70%；红线2：净负债率大于100%；红线3：现金短债比小于1倍；根据“三道红线”触线情况不同，将房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档。

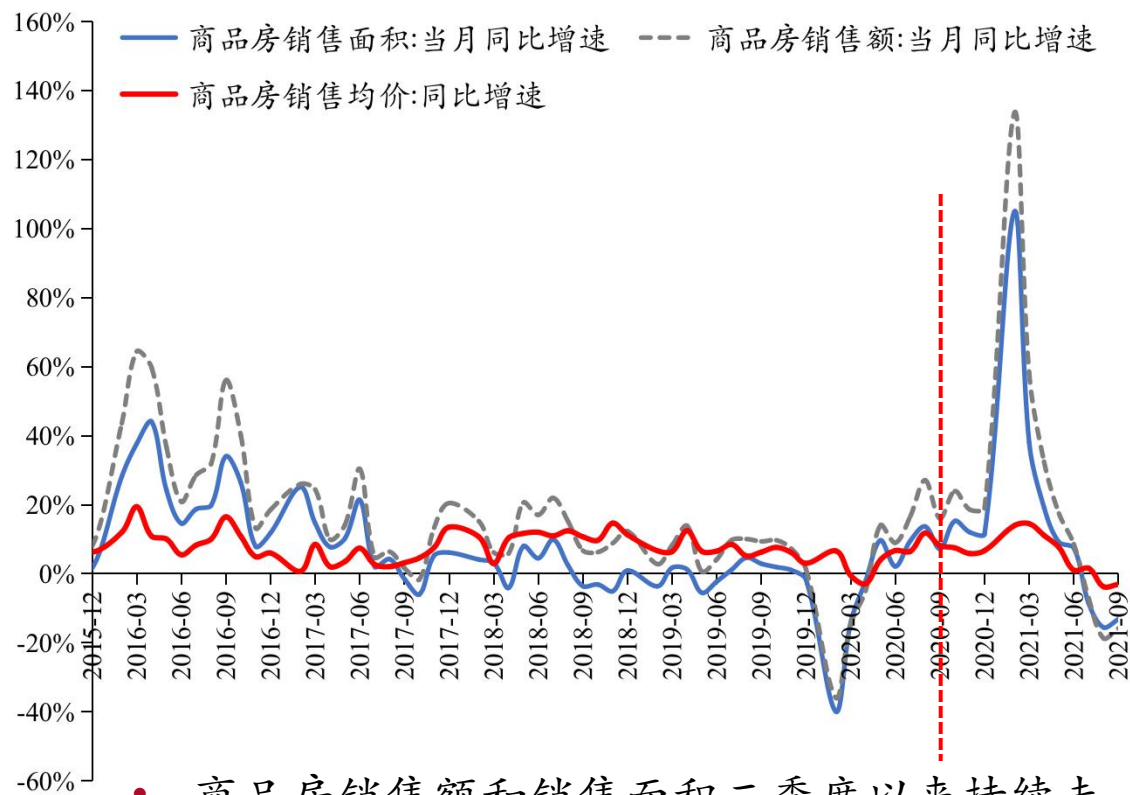
## ✓ 房地产市场整体形势出现明显下滑



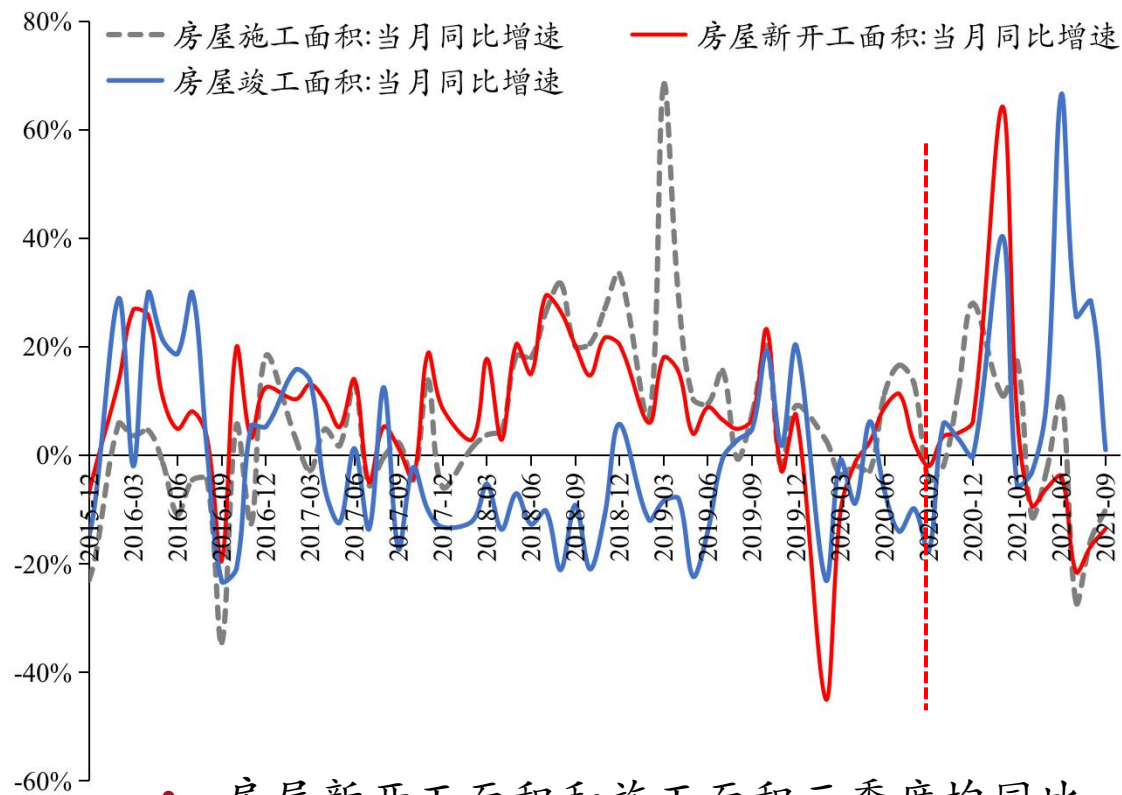
注：用于构建房地产形势指数的**基础指标**包括：商品房销售价格、商品房销售面积、房屋新开工面积、房屋竣工面积、土地购置面积、房地产开发资金、房地产开发投资完成额和房地产开发投资杠杆率。



## ✓ 房地产销售量价齐跌、房企新开工面积下降

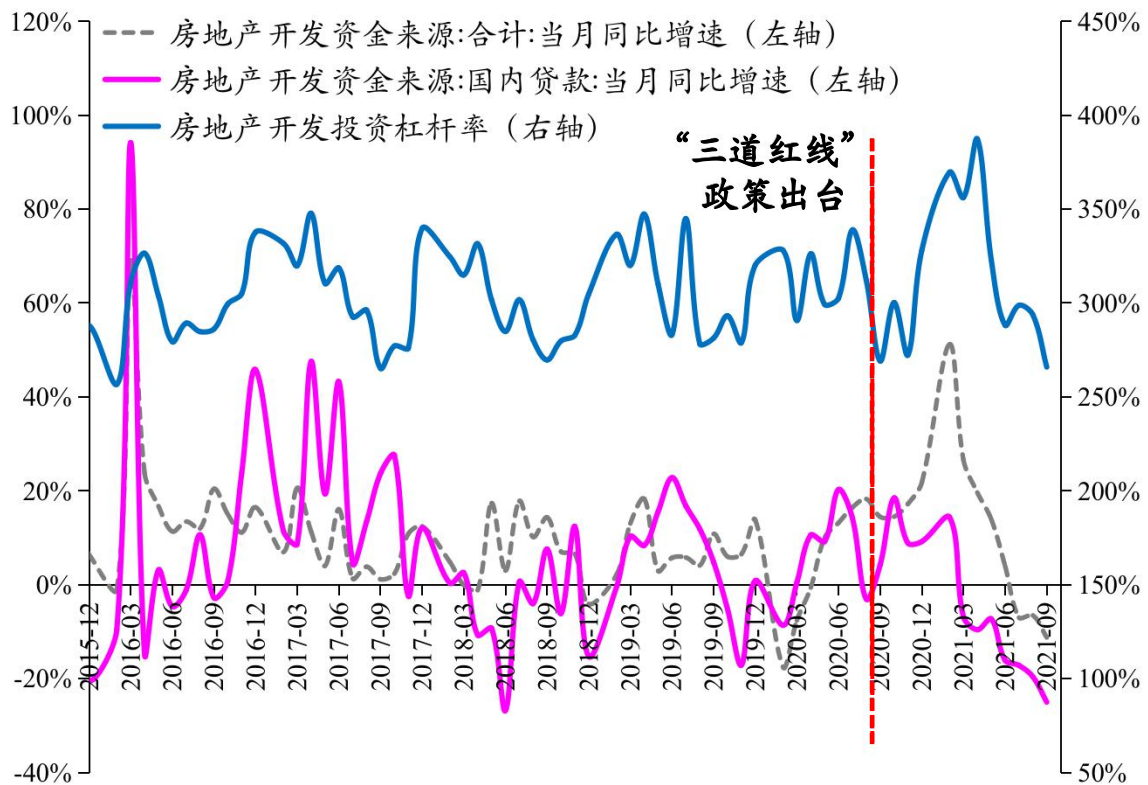


- 商品房销售额和销售面积二季度以来持续走弱，三季度同比负增长
- 商品房销售均价近五年来首次同比负增长（排除疫情冲击外）



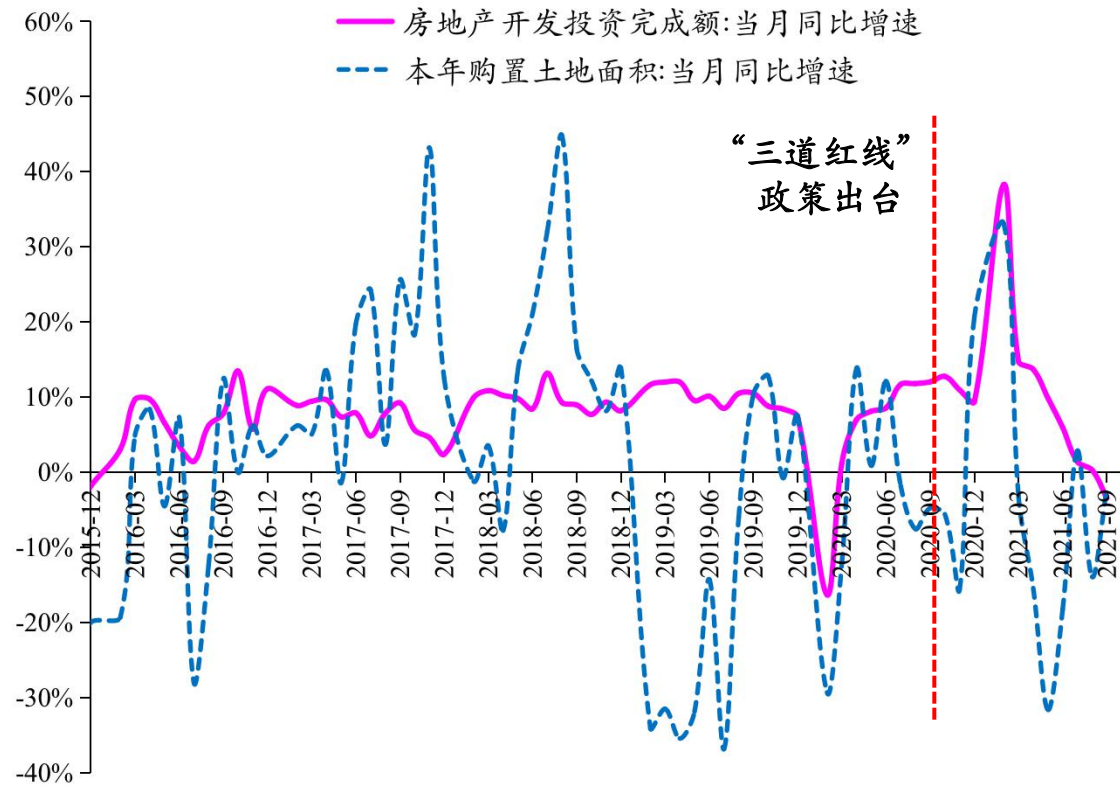
- 房屋新开工面积和施工面积三季度均同比负增长，增速降至除疫情冲击外最低
- 房屋竣工面积同比增速高位回落

## ➤ 房地产企业融资收紧



- 房地产金融审慎管理制度下，房地产融资收紧，房企贷款增速降至近三年最低水平
- 房地产开发投资杠杆率高位回落，降至近三年最低水平

## ➤ 房地产投资下滑、土地市场降温



- 房地产开发投资完成额持续下滑（排除低基数扰动），三季度首现负增长
- 随着“三线四档”+“五档限贷”政策的陆续出台，土地市场持续降温，房企拿地趋于理性

## ✓ 部分房企出现了较大的违约风险

### ➤ 房地产调控持续收紧的背景下，此前高杠杆的一些房企的债务风险开始暴露

- 对于高杠杆的房企而言，在盈利能力不足、优质资产出售不顺畅、流动性负债偿还期限在即等多重压力之下，部分房企出现了较大的违约风险
- 2021年以来已有华夏幸福、蓝光发展、阳光100中国、泰禾集团、花样年控股、新力控股集团、中国恒大等多家开发商出现了流动性紧张的问题
- 国际评级机构穆迪发布报告下调富力地产、祥生控股等10余家房企信用评级，表明对房企未来销售、融资前景的不乐观态度

### ➤ 需要特别注意的是，目前个别房企所出现的困难不仅仅只是政策加码下的流动性问题，而是与其自身的经营模式密切关联

## ✓ 对今年二季度以来房地产市场形势的一个初步小结

- 多个指标显示，房地产市场自二季度以来特别是三季度出现了明显的下行和转冷态势
- 房企资金来源大幅收紧，贷款、自筹持续走弱，销售回款成为房企主要的资金来源，资金链风险加大
- 个别房企的债务风险“暴雷”事件引发了市场对风险的担忧，表现为中国房企的海外债券遭遇恐慌性抛售，价格出现恐慌性下跌
- 高杠杆房企的风险暴露，叠加政策预期的影响，正在通过情绪和预期机制传导，目前主要对问题房企和金融市场产生直接影响



## ✓ 对近期房地产市场调整的可能影响要全面、客观、理性地判断

### ➤ 当前的房地产市场调整仍处于可以承受的区间

- 房地产市场的运行本身就存在一定的周期，当前的市场调整虽然比较明显，但在整体上尚未触及可能引发市场崩溃的区域

### ➤ 当前的房地产市场违约事件不会引发系统性金融风险

- 房地产市场目前出现的违约事件主要集中于某些高杠杆的房企，其对金融市场的影响在很大程度上受情绪影响和预期传导，只要金融机构能够保持稳定，系统性金融风险几乎没有任何发生的可能性

### ➤ 政策的动态调整将随时为可能的风险提供对冲和缓冲

- 中国的经济金融政策向来是动态调整的，特别是地方的政策灵活性还比较大，随时都可以为经济和金融的下行风险提供缓冲，担心宏观经济和金融的整体“硬着陆”是不必要的



# 聚焦“房地产市场的运行态势与经济金融影响”，CMF 中国宏观经济专题报告发布

11月10日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济热点问题研讨会（第37期）于线上举行。百度APP、网易财经、新浪财经、凤凰网财经、Wind、中国网、好看视频等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数逾五十万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“房地产市场的运行态势与经济金融影响”，知名经济学家刘元春、毛振华、冯俊、连平、伍戈、马勇联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院教授马勇代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。报告围绕房地产市场的金融化特征与风险机制、房地产泡沫化及其对经济金融体系的影响、当前房地产市场的运行态势与可能影响三个部分展开。

## 一、房地产市场的金融化特征与风险机制

### （一）房地产市场的金融化特征

房地产行业是一个高度金融化的行业，关联着国民经济其他的部分。从其运作模式来看，房地产主要包括土地一级开发、房地产二级开发和房产销售三个环节，金融在这三个环节中分别保持了70%左右的杠杆率水平。

在一级土地开发过程中，政府或委托实施的企业自有资金出资为项目总投资的30%，剩余70%的资金向金融机构贷款解决，最后表现为地方债或企业债。

在房地产二级开发过程中，房地产开发企业实际出资为项目投资资金峰值的30%，剩余70%的资金由地产公司向金融机构借款，最后体现为企业负债。

在房地产的最后一环，客户最低只需要支付房屋总价的 20-30%作为购房首付款，剩余款项客户可以向金融机构申请住房按揭贷款，最后体现为个人住房按揭贷款。

从整个房地产的运作模式来看，这三个环节都具有非常高的杠杆，因此房地产的金融属性非常鲜明。一级开发、二级开发和居民购房产生从金融机构贷款总额笼统地称为房地产贷款。

## （二）房地产市场的风险机制

金融领域有两类常见的风险：黑天鹅事件指难以预测但是会产生重大影响的事件；灰犀牛事件是指太过于常见以至于人们习以为常的风险，比喻大概率且影响巨大的潜在危机。央行党委书记兼银保监会主席郭树清在一次论坛中明确表示，“房地产领域的核心问题是泡沫比较大，金融化泡沫化的倾向比较强，是金融体系最大灰犀牛”。这个表述有两个核心要点，一是他认为房地产领域确实有泡沫化的倾向，二是他指出房地产的确是金融体系的最大“灰犀牛”，说明了房地产所导致的金融风险值得警惕和关注。

随着经济发展，房地产行业快速发展，房地产贷款快速增长，挤压居民储蓄和消费，进而影响其它行业的投资和生产。居民收入减少和偿债能力下降，导致其首付能力和还贷能力下降，同时房地产投资的变现能力下降。由此，住房按揭贷款和房地产开发贷款的偿还分别受到影响，银行面临违约风险，金融市场内与房地产相关的债券和股票承压。在金融体系内，对于银行和金融市场违约风险的担忧通过预期机制进一步传导和放大。如果处理不当，可能发生系统性风险。

理解房地产的问题，需要对房地产市场运行背后的主体与市场关联有一个大概的了解。土地一级开发、房地产二级开发和房产销售三个层次的房地产金融，分别对应如下：一是一级土地市场贷款，对应地方政府的资金来源问题；二是房地产开发的相关贷款，对应房地产商的资金来源的问题；三是个人住房按揭贷款，对应居民的债务问题。所以，三个层次的房地产金融分别对应着地方政府、房地产开发商和购房者或者居民部门的杠杆问题。在这个模式中，地方政府处于整个房市利益的中心，表现为三点：土地出让金和房地产相关税收占到房价的 6-8 成，如果房价上涨比较快或房价比较高，其中 6-8

成是由于土地价格或土地价格上涨；二是土地出让金约占地方一般预算收入的 50%左右，与土地和房产关联的税收占到地方一般预算收入的 28%左右。

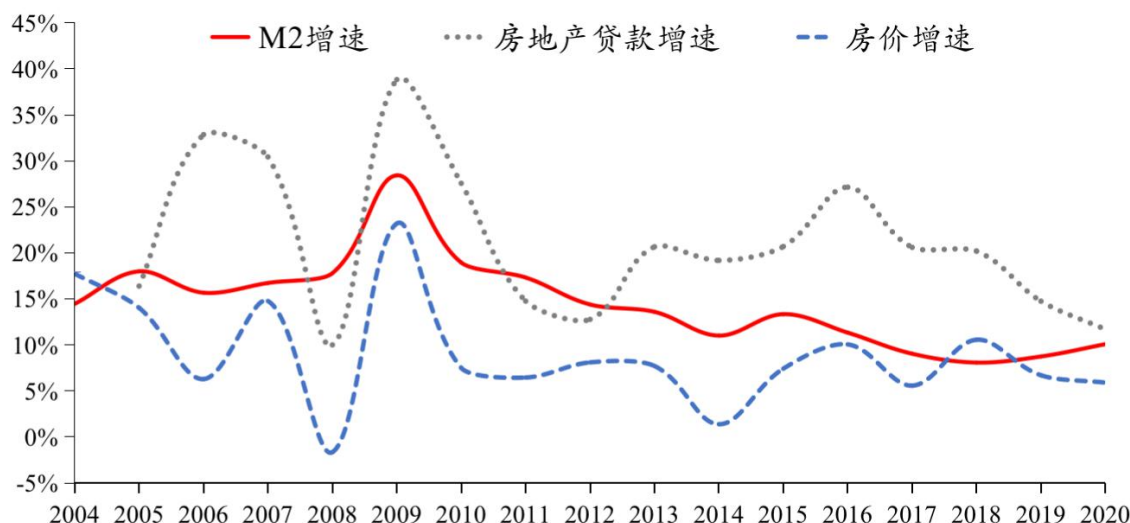
在这种模式下容易形成地价和房价的螺旋上涨。最初地价、房价可能在经济强劲增长背景下内需释放后出现上涨，这是一个正常现象。但涨到一定阶段后，因为地价占到了房价的绝大部分，大家会发现地价上涨以后房价必须涨，因为房价不涨房地产企业就赚不到钱。随着房价上涨又进一步推动了地价上涨，循环往复。地方政府在这样的螺旋上涨机制中肯定是受益者。从房地产企业来看，容易出现“囤地”现象，因为只要房价上涨，手里的土地就会升值。由于土地和房产都是主要抵押品，土地和房价上涨对金融机构都是利好的，因为它不用担心抵押担保和违约风险。而居民在这种模式中分为两类：已经买房的人把房产作为一个财富，握在手里房价上涨对他们而言是利好，但没有买房的人面对房价上涨就成为了净损失者。所以，在房地产市场运行背后的金融机制还是比较明显的。

## 二、房地产泡沫化及其对经济金融体系的影响

衡量泡沫常见的指标是房价收入比（房价与家庭年收入的比值，PIR），主要衡量一个家庭的收入和房价的相对负担能力。比例越高，房价相对于收入更多，相对来讲泡沫化程度越高。根据联合国 1998 年对 96 个国家的统计结果表明，房价收入比区间为 0.8~30，平均值为 8.4、中位数为 6.4。一般认为，合理的房价收入比的取值范围为 4-6。2019 年 50 大中城市房价收入比基本都在 6 以上，虽然不能轻易下结论说存在绝对的泡沫，但PIR的上升在一定程度上表明相对泡沫化程度在加重。

一种流行观点认为，市场中房价上涨最重要的因素是流动性过剩，即货币超发。从下图能够看出，M2 和房价之间除了大体的弱趋势性关联外，几乎不存在波动特征方面的明显关联，因此，将房价上涨简单归结为“货币超发”得不到数据的支持。不过，房地产贷款增速和房价增速这两条虚线的关联程度明显加强。这一点容易理解，因为随着更多的信贷投入到房地产中，自然对房地产的价格上涨有一定的支撑作用。不过，尽管这两条虚线看上去很多时候波动特征已经比较接近了，但仍然不是完全同步的。因此，

单纯从金融角度说货币超发是导致中国房地产价格上涨的最主要的因素并不成立。



几年前我和我的学生做过一次实证研究，基于中国 30 个省份 2003-2016 年的面板数据，实证发现：第一，在房地产贷款规模相对较低的区域，银行信贷对房价的影响力有限；而当房地产贷款规模较高时，银行信贷会对房价产生显著影响。第二，通过将银行信贷拆分为供给端和需求端发现，相比供给端而言，需求端贷款的增速及波动对房价的影响更为显著。第三，市场情绪起到了加速器的作用：在投资者情绪高涨时，银行信贷对房地产价格的影响也随之加强，这意味着房地产信贷政策的制定需要考虑对投资者的预期进行管理，防止信贷和情绪的双重叠加对房价稳定产生不利影响。

关于驱动房价上涨的因素，今年美联储的一个经济学家Duca在JEL上发了文章，在总结各国经验的基础上他提出了三点：**第一，在长期价值更高的国家，房价暴涨更加频繁和严重。**简而言之一个国家潜在的经济发展速度、未来发展预期越好，房价通常越容易上涨。**第二，在住房供应缺乏弹性的地方，需求的价格效应更大。**类似中国这种经济体中土地供应相对集中，不是完全市场化的，供应有限的情况下需求的影响就会比较大，有时候就会导致价格出现比较大的波动。**第三，由于住房是耐用的，它的短期供应曲线**

在目前的供应下是扭曲的。所以理解支撑房价的因素不能简单从房子这个商品的供求关系里看，而要看到其背后的一些其他的支撑因素。

驱动中国房价上涨的原因概括为四个方面：首先，过去几十年强劲经济增长所带来的内生性需求是支撑房价的重要原因。其次是中国经济增长模式，地方政府GDP竞争、大规模城镇化、土地垄断供应所导致的供应缺乏弹性起到了推波助澜的作用。再次，房地产在中国现行社会体制下捆绑了很多其他的东西，教育、社会保障甚至婚嫁，存在隐性的附带价值。最后，“永远上涨”的房价扭曲了市场预期，导致大量投机资金涌入房地产市场。

我对这个问题有一个判断：投机性力量是导致中国房价上涨的重要的推动力。房子作为商品主要有三个可能：消费品（自住）、投资品（获取稳定收益）、投机品（追求转卖价差）。很多调查统计显示，中国主要城市的住房空置率在 20-26%之间，说明房屋没有自住也没有出租，那只能是第三类投机品需求。还有一部分买了房子确实出租了，但现在只有 2-3%的租金回报率，明显低于国际水平的 4-6%，这说明就算是出租的那部分房子，其租金收益其实也不是很高，那么在这种“不划算的投资”背后，获取租金收益很有可能只是附带的，主要的目标还是希望未来房价上涨，即其中暗含着很大的投机动机。

假定在房地产泡沫已经形成的背景下，房价泡沫一旦破裂将带来对金融和实体经济怎样的影响？破裂的可能性有三种：一是外部冲击，也被称为明斯基时刻，这个时机来临具有高度不确定性，有可能是任何意外因素，甚至有可能是小事件；二是基本面变化，大家对经济增长或者房地产行业发展的趋势做出了逆转性的判断；三是动态超调，短期房价出现过大大上涨，在房价急速调整过程中市场突然意识到房地产泡沫的来临，导致房价大幅下跌。一旦房地产泡沫破裂会同时对实体和金融产生影响。从实体经济的角度来看，投资和财富下降后消费会缩减，房地产的需求自然也会下降。作为经济构成的主要部分投资和消费都会下降，导致直接拉低 GDP。从金融的角度来讲，房地产价格下跌以后导致金融违约，如果大面积出现这种情况，金融机构就会面临资产和流动性的危机，出现风险传导和资产恐慌，对股票市场和抵押支持证券产生不利影响，最后可能表现为

整个金融市场上出现信贷紧缩。金融体系信贷紧缩会通过金融加速器机制，强化房价下跌对 GDP 的影响，最后使得金融和实体经济都遭遇比较大的下行或者重挫。

### 三、当前房地产市场的运行态势和可能影响

讨论当前房地产市场当然离不开政策背景，房地产调控方式进入了精准定向分类调控的新阶段。一方面，针对房地产企业设置了“三线四档”。除了银行，房地产开发商的资金来源很多，各类信贷产品、资管计划乃至所谓的“财富产品”，再加上各类预收款和占压资金，仅仅从银行端控制房地产企业融资如隔靴搔痒。2020年8月的“三线四档”直接控制了房地产企业的债务上限，并要求处于红色档的企业降低债务比率，这使一些高负债的房地产企业陷入痛苦的“去杠杆”过程，且杠杆越高，受影响越大。另一方面对银行也加强了所谓的房地产金融审慎管理，实际上是对银行的房地产相关贷款同样给定了一些天花板的条件，主要归纳为五档限贷政策，明确了银行在房地产领域配置资源的上限，要求各类法人、金融机构最多只能给多少的房地产贷款比例，并且通常对房地产贷款增速有相应的要求，这都是考核性的硬性要求。

“三线四档+五档限贷”分别针对房地产企业金融机构的房地产相关贷款，进行了比较精确定向的调控。我认为它必须要放在降杠杆的整体背景下理解才合适。一个从企业端控制了总负债，一个从银行端降低了居民和企业通过按揭贷款获得资金的可能，对应着房地产企业、居民部门和金融机构三方主体的同时降杠杆。

根据2021年中报，贝壳研究院统计监测的85家房企中，有32家房企实现“三道红线”达标，属于“绿档”；32家踩中一条红线，落入“黄档”；13家踩中两条红线，落入“橙档”；蓝光发展、京投发展、泰禾集团、格力地产等8家企业的三项指标均未达标，踩中三条红线，落入“红档”。从这个结果来看还是要提高警惕。

在精准定向加码调控背景下，房地产增速在多种因素叠加预期下出现明显的负增长，今年三个季度特别是最近两个季度房价明显下行的趋势。在七十个大中城市中，不管是新建住宅还是二手房价格三季度都出现了环比负增长，同时商品房销售均价也出现了负增长。从2015年至今，这三个价格增速指标同时转负首次出现，说明房价下降的

情况还是比较明显的。甚至 2020 年一季度的疫情冲击都没有今年三季度房价负增长表现这么明显。所以，基本上房价下跌是一个事实。

讨论房地产的问题，光从价格的角度显然是比较单一的，所以需要更全面的视角。财金学院有一个中国金融形势总指数，有若干分项指数，其中一个就是房地产市场的形势指数。这个指数用了与房地产有关的一系列的包括价格指数、量的指标、交易指标和土地相关指标，相对来讲从更全面的角度来衡量整个房地产市场是否景气。今年三季度，这个指标 RSI 已经变成 -46.7%，较二季度末大幅下降 55.82，可以确认今年三季度以来整个房地产市场急剧下滑。同时，虽然这个下滑短期看比较迅猛，但是并不是最严重的，也就是说从较长周期的角度来看还不至于到远远超过了常规的情况。

就分项指标而言，房地产的销量量价齐跌，房地产新开工面积下降。房地产企业融资指标相应收紧，房地产投资下滑，土地市场降温。从这些指标来看，可以预期到的是从实体和金融的角度来讲，房地产企业融资确实在收紧。另一方面因为现在土地市场在降温，房地产拿地趋于理性，基本可以预期未来一两年左右的时间内的供应会下降。

在刚才房地产形势整体下滑的背景下，部分房企出现了比较大的违约风险。房地产调控持续收紧的背景下，此前高杠杆的一些房企的债务风险开始暴露。对于高杠杆的房企而言，在盈利能力不足、优质资产出售不顺畅、流动性负债偿还期限在即等多重压力之下，部分房企出现了较大的违约风险。2021 年以来已有华夏幸福、蓝光发展、阳光 100 中国、泰禾集团、花样年控股、新力控股集团、中国恒大等多家开发商出现了流动性紧张的问题。国际评级机构穆迪发布报告下调富力地产、祥生控股等 10 余家房企信用评级，表明对房企未来销售、融资前景的不乐观态度。需要特别注意的是，目前个别房企所出现的困难不仅仅只是政策加码下的流动性问题，而是与其自身的经营模式密切相关。这些企业背后大量参与了金融业务，和原有房地产业务界限不清晰，存在严重的潜在金融风险问题，确实需要进行彻底地清理。

简要对今年二季度以来房地产市场形势做一个初步小结。首先，多个指标显示，房

房地产市场自二季度以来特别是三季度出现了明显的下行和转冷态势。其次，房企资金来源大幅收紧，贷款、自筹持续走弱，销售回款成为房企主要的资金来源，资金链风险加大。再次，个别房企的债务风险“暴雷”事件引发了市场对风险的担忧，表现为中国房企的海外债券遭遇恐慌性抛售，价格出现恐慌性下跌。最后，高杠杆房企的风险暴露，叠加政策预期的影响，正在通过情绪和预期机制传导，目前主要对问题房企和金融市场产生直接影响。

最后对近期房地产市场做一个全面、客观、理性的判断。一是当前房地产市场调整仍然处在可以承受的区间。房地产市场的运行本身就存在一定的周期，当前的市场调整虽然比较明显，但在整体上尚未触及可能引发市场崩溃的区域。

二是当前房地产市场违约事件不会引发系统性金融风险。“三道红线”“五档限贷”这些大政策出台前一定做了非常充分、深入的论证和一些相关的测试，所以我认为不会发生系统性的金融风险。并且，房地产市场目前出现的违约事件主要集中于某些高杠杆的房企，其对金融市场的影响在很大程度上受情绪影响和预期传导，只要金融机构能够保持稳定，系统性金融风险几乎没有任何发生的可能性。

三是政策的动态调整将随时为可能的风险提供对冲和缓冲。我个人认为政策会根据当前和未来一段时间房地产市场的变化，以及它对金融体系相关影响随时进行动态微调或调整，最终一定能够实现整个宏观经济和金融体系软着陆，不会硬着陆。中国的经济金融政策向来是动态调整的，特别是地方的政策灵活性还比较大，随时都可以为经济和金融的下行风险提供缓冲，担心宏观经济和金融的整体“硬着陆”是不必要的。所以，对这个问题我个人持乐观的判断，我认为房地产市场将来会走向一个理性平稳发展的新阶段。

论坛第二单元，各位专家就房地产未来走势以及房地产行业目前面临的风险发表了自己的观点。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席、中诚信集团董事长毛振华认为，房地产总体供需拐点已经到来。这个拐点意味着告别了



过去的房地产高速成长的阶段，进入到单边下行，震荡下行的历史新阶段。同时，房地产政策调整力度很大且未来不会有根本性放缓。不仅有“四条红线”、价格管控、房地产税，也包括以恒大事件为代表的房地产体系出现一系列问题的背景下监管机构出台的政策。过去房地产对中国经济的发展、对中国人民生活水平的提高、对于中国宏观经济的支撑起到了极其重要的作用。但是，我们要告别对房地产的路径依赖，脱虚向实。但这是一件中长期的事情，目前在四个方面仍然有较大的信用压力。一是金融机构对房地产行业没有信心，不管是开发贷还是按揭贷都不太愿意放贷，即便有一定的窗口指导。窗口指导往往在市场预期基本一致的时候会有比较好的效用，但在市场预期与窗口指导的方向发生明确对立的情况下，窗口指导的力度是不够的。二是房地产行业的上下游供应企业失去了对房地产企业的信心，尤其是对民营房地产企业不敢再进行垫资。三是地方政府对房地产业信心不足，对房地产企业也是信用收紧的。在过去房地产信用比较好的时期，这个链条上形成了一部分资金可用，现在政府加紧管控，导致这部分资金不再可用，加大了资金缺口。四是在大家对房价看跌的背景下，消费者对于房地产公司的信用、房价走势、房地产的投资属性信心不足。房地产行业的体量很大，所以不能轻言它对中国经济的冲击和负面影响。房地产单边下行对于金融体系和市场预期的影响都不能低估。这是一个高度的民生产品，房地产的问题既是经济问题，也是政治问题，因此要持有更谨慎的态度，不能盲目乐观，特别要精准有力的出台政策。

中国房地产业协会会长冯俊认为，当前房地产市场对系统性金融风险造成影响的可能性越来越大，原因有三点：首先是上市房企整体负债率非常高，接近80%。其次是居民部门负债率超过60%，其中一半是房贷，居民住房方面的负债压力较大。最后是房价收入比已明显显现了整体房地产的泡沫。以上数据在银行表内都有所表现，但是表外风险还没有完全显现。一方面是社会融资在房地产到底占比多少还不清楚，但预估偏高。另一方面是供应链上的隐性负债，房地产企业在快速膨胀过程中，侵蚀上游企业的资金是非常常见的现象。这两个问题随着金融治理逐渐常规化、正常化还会进一步暴露出来。近期房地产市场不太景气，这是由于两个原因导致的，一是供需矛盾没有前几年严重，需求相对来说增长较缓，同时一些房地产企业出现债务风险；二是市场观望情绪加重，随着价格增长的能量逐渐显小，房地产投资市场尤其悲观，双重因素导致市

场进一步加剧转冷。总体上，现在出现债务风险和资金链压力的企业，在整个房地产领域占的比重并不大，不会引起全行业债务风险或者暴雷。但是，整个金融在管控规范化起来以后，要有软着陆的措施，而非硬着陆。目前房地产行业要解决两个问题，一是地方财政过度依赖，二是经济对房地产过度依赖。中央政策目前已经很明确了，不以房地产作为短期刺激经济的工具，坚持房住不炒，从这个趋势看，不能把房地产简单地归在虚拟经济的类别，而要考虑实体经济的范畴。房地产行业应该要看到一直以来积累的风险，转变增长方式、经营模式。因此，房地产业目前处于重要拐点，今后会出现比较稳定的小幅增长，市场把投资品属性有效控制住后，价格会呈现比较平稳的态势。

长江证券首席经济学家伍戈认为，应对风险是中国房地产目前最重要的事情。一方面，有些房地产企业的风险暴露不仅在国内，还在海外。美国一些官员也表示出了对中国的关切，因此这个问题不再是简单的国内问题，已经产生了一些国际影响力。另一方面，房地产企业的暴雷可能具有传染性，后面还有一系列的连锁反应。但由于当前对异常现象背后的逻辑还不是很清楚，对中长期房地产走势的判断和出台政策要更为谨慎。现在中央已经开始出台相应的防范风险的政策，整体纠偏措施得力的情况下，相信短期风险可以克服。在明年上半年的某个时点，房地产单边下行的趋势或许可以得以扭转，从而让整个经济得以扭转。

植信投资首席经济学家兼研究院院长连平认为，目前短期看房地产市场是全面走冷，投资增速下降，供地减少，价格放缓。中期看，房地产市场的销售在2022年有可能进入阶段性的负增长。剔除掉疫情冲击带来的特殊影响，对比2017年、2018年、2019年三年平均水平来看，预计2022年商品房销售和土地购置可能会出现负增长，房地产开发投资增速也会比2021年进一步有所下降。长期看，整个房地产市场分化局面在未来十年将继续，可能比现在还要更加明显。我国的城镇化将持续发展，流动人口将进一步增加城市地区的住房需求。因此，房地产市场目前出现的调整是一个短中期调整，针对房企的金融政策以及针对金融机构的金融政策有所收紧，未来可以进一步通过各种政策调整来减少对房地产市场的依赖。相关政策要更多从稳房价、稳地价向稳预期进行调整。治理高杠杆的问题应该有一个过程和阶段逐步加以推进，治理过急同样也会导致市场发生巨大的变化，带来现实的风险。建议给予稳定合理的金融支持，落实好“因城施

策”差别化的相关住房信贷政策，保持开发贷和按揭贷款平稳运行，尽量避免出现恐慌性的盲目的抽贷断贷行为，同时还要合理安排各种市场的融资来增强金融对于这个行业健康平稳运行的合理支持。要使得金融环境能够保持一个相对合理的状态，同时引导市场预期能够相对平稳。

中国人民大学副校长刘元春认为，中国房地产新时代已经到来。这个新时代超越了短期行政管控所带来的短期波动，也超越了一般意义上人口变化或者说库存周期变化所带来的周期波动。中国未来整个房地产的基础运行机制将发生革命性的变化，会从过去的内生体系转向中长期改革和短期稳定相并行的一种模式。随着未来房地产大改革的序幕全面拉开，目前这一轮房地产的变化实际上是一种趋势性变化。而目前市场支撑的这种力量不足以稳定当前整个宏观，因此需要在政府轨进行发力。政府轨的力量要纠正房地产市场自身在定价、在资源配置和自身企业发展上的一些不足，要行使看得见手的功能。此外，最近美联储所出具的关于中国金融风险的警示，以及罗格夫最近研究中国房地产市场的报告认为恒大事件会引发中国整体宏观以及世界金融的变化，这种观点过度夸大了中国当前的状况。一方面，目前房地产占GDP的比重和对GDP的影响还没有达到欧美最高的水平；另一方面，中国围绕着房地产市场所做的杠杆虽然很高，但相应的房地产金融衍生品很少，更为重要的支撑是大量的自住需求。因此，我国学者在关注国外的观点的同时也要旗帜鲜明地对这些观点进行针对性的研究并发表看法。

接下来，就宏观政策应当如何促进房地产业健康平稳发展这一问题，专家们提出了各自的见解。

毛振华认为，当前需要对已经出现的市场损害进行适度修复，同时修复信心，避免信用体系崩溃引发相关风险。因此，当务之急不能只关注长远，也要关注当下的风险。第一，要采取适当的行政措施，动用政府资源，向市场要注入一些新鲜资源。第二，既要规范市场，也要重视市场中过去形成的不规范的、惯性的、有序或有步骤的整顿。第三，应该要重视按揭贷款对改善房地产企业现金流的作用。有关部门应该出台一些具体措施，不要指望窗口指导。窗口指导在顺周期顺势的时候比较管用，但在与市场预期相逆的时候作用很小。

冯俊认为，一**要保护或鼓励住房的真实需求，适度对投资性需求进行遏制**。“十四五”规划中提到，要促进住房消费健康发展，围绕住房消费健康发展做文章。二**要坚持降杠杆**，不能因为短期房地产市场的问题损坏整个宏观经济结构性和系统性健康。三**要坚持稳地价、稳房价、稳预期的原则**。“三稳”本身不是政策，而是政策要达到的目标。四**要重点调整住房供应结构，包括区域性结构和产品结构**。

伍戈认为，首先短期要采取比较广泛的措施，防范房地产市场风险的进一步扩大以及蔓延。同时，宏观当局在制定政策的时候还是要尊重经济规律。比如要抑制房价就要增加供给，减少投机需求，不能搞反供给和需求的调节。因此宏观政策制定者要尊重市场供需的规律、敬畏市场，尽量减少试错成本，把房地产引导到更合理的一个区间。

连平认为，长期而言，要使房地产政策能够提高房地产市场资源配置效率，使得人口、土地、金融各种资源在未来发展过程中能够更好匹配。具体来说有八点建议：一是进一步减少阻碍劳动力自由流动的不合理壁垒；二是有条件地适度提高大城市人口的限制；三是盘活存量建设用地，推动存量商业用地转向住宅用地；四是鼓励有条件的农村宅基地进入土地流通市场；五是尝试土地指标跨区交易，解决重点城市土地指标不足问题；六是增加对保障性租赁住房的金融支持，缓解新市民青年人等群体的住房困难；七是提供合理稳定的金融支持；八是建立人口流动、土地供给、金融支持和房价变动挂钩的机制。

刘元春认为，推动房地产业健康发展需要“三只手并用”，重视中长期改革。一是中长期的改革和长效机制的变化要坚定不移的推进，不要因为暂时性的波动而立刻停止。二是要加大维持短期宏观稳定、防止系统性风险的力度。但不能为了短期稳定来绑架改革进程。三是，政府发挥短期稳定的作用要遵循供求规律，特别是短期和中长期的供求规律。政府的功能不是简单地约束市场和放宽市场，而是政府在一系列具有公共品属性的房地产上面有所作为，全力配合新型城镇化，全力配合低收入阶层的收入倍增计划，给他们提供充裕的租赁服务和低端住房的供给。

# 刘元春：中国房地产新时代已经到来，短期稳定与中期改革必须并行推进

刘元春 中国人民大学副校长

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 37 期）上的发言

## 一、中国房地产新时代已来，长期改革势在必行，短期稳定需靠政府发力

首先要超越传统的短周期和长周期的视角，一定要认识到中国房地产新时代已经到来。这个新时代超越了短期行政管控所带来的短期波动，也超越了一般意义上人口变化和库存周期变化所带来的周期性波动。中国未来整个房地产的基础运行机制基于以下三方面的原因将发生革命性的变化：

一是由于土地财政走到尽头，城市土地的供应模式发生根本性的变化。过去基于中国土地的二元体系，构建了以地兴市，以地兴企，以土地作为杠杆快速工业化、城镇化、金融化的模式，促进了中国经济奇迹的形成。但是目前这种模式已经走到了末端，它所产生的收益在下降、成本在急剧上升。中国要进入到高质量发展就必须纠正过去的这种内生推动体系，目前国家已经开始试点改革城市建设用地的形成机制和城市租赁房的土地供应机制。地方发展和地方竞标赛的模式也将发生巨大变化。

二是国家出台了大量“房住不炒”的政策措施，特别是房地产税全面试点的推出宣告房地产的存量调整时代已经到来，房地产的金融属性将收缩到有限的范围。以土地为杠杆的金融扩张过程要发生拐点性变化，中国金融深化的逻辑将作出调整。

三是房地产供应模式将从过去 20 多年的“单一市场轨”转向“市场-政府双轨并行”。不仅稳房价、稳地价和稳预期的机制，同时房地产绑架短期宏观经济政策的模式也将发生改变。不仅中国人口增速、转移性人口增速以及城镇化速度的放缓将大大降低商品房的需求，存量调整以及政府给低收入人群提供的保障性住房也将大大改变房地产

商传统盈利模式。这种体制的变化决定了中国房地产市场进入一个新的时期，这种新的时期的转换就决定了我们不能用传统库存周期或者库兹涅茨周期，或者短期宏观稳定的行政调控周期来解释最近的房地产的变化。

其次，未来房地产大改革的序幕全面拉开，导致目前这一轮房地产的变化实际上是一种趋势性变化，而不是短期波动。因此在这种趋势性的变化中，就要把市场预期、企业行为、政府行为把握清楚。我们需要判断政府管控能不能对市场主体的预期以及对于中长期改革程度产生根本性的影响，如果不行，在短期稳市场的举措上就要有新思路，而不是在传统思路上面打转。

再次，目前支撑市场的力量不足以稳定当前整个宏观经济，因此需要通过政府轨进行发力。以前应对房地产市场的大调整都是政府轨通过各种政策来进行支撑，但政府轨的支撑力量以往都是用于去库存，降成本等措施扶持房地产商稳定宏观。而这种行政管控放松、政府扶持最后会导致一种恶性循环——越控制越涨价，房地产资产负债率以及房价朝着我们非既定的方向调整。其中最大的原因就是没有走出过去的调控与高涨之间的相互作用的怪圈。因此这一轮我们完全可以抛弃这样的一种调控模式。当前很重要的是政府轨的力量要纠正房地产市场自身在定价、在资源配置和自身企业发展上的一些不足，要行使看得见的手的功能。其中很重要的发力点就是新型城镇化，要为城市广大的中低收入阶层提供经济适用房、廉租房、共有产权房，同时在短期投资和中期消费上给予整个宏观上的支持。因此，我们认为政府轨以及租赁市场在未来五年的构建是短期支撑房地产市场和宏观稳定的重要力量，也是支持长效机制改革一个重要辅助手段。过去房地产长效机制的建设难以持续的改进，一大原因就是房地产在整个宏观的支柱地位所带来的影响太强烈。因此，房地产绑架宏观经济，从而绑架我们改革的模式一定要解套。

最后，最近美联储所出具的关于中国金融风险的警示，以及罗格夫最近研究中国房地产市场的报告引起了国际市场的关注，认为恒大事件会引发中国整体宏观以及世界金融的变化。我认为这种观点过度夸大了中国当前的状况，因为目前房地产占 GDP 的比重和对 GDP 的影响还没有达到欧美最高的水平。同时中国围绕着房地产市场所做的杠杆

虽然很高，但中国相应的房地产金融衍生品很少，更为重要的支撑是大量的自住需求。所以，我认为美联储和罗格夫的研究对于中国房地产市场的运行机制还不是很了解，对于中国下一轮调控房地产市场的举措也不是很清楚，而仅是从一些数据进行的简单的外推。2008年后研究中国房地产的国外报告有很多种，他们都会得出中国房地产市场会崩溃的结论，但事实上并未崩溃。我们可以关注国外的观点，但我们也要旗帜鲜明地对这些观点进行针对性的研究，发表我们的看法。我认为目前中国政府对于恒大事件的处理应该是没有问题的，同时恒大事件对于房地产的预期调整有很大的影响，但事实上这些调整是我们本身政策目标的一环。当然我们在降杠杆的方法上应该更加审慎，特别对于目前这种高债务、高还本付息率的运行状态，对流动性的管理方式需要更高的艺术和更好的方法，而不是简单地采取行政管控。这样就可以避免过度系统性的传导机制，从而按照既定方法、管控模式和体系，使中国经济在未来调整中更为平稳。

当然，近期房地产市场趋势性回落已经形成，短期内难以进行扭转，并且我们也不希望恢复到过去那种短期、周期性变动模式之中。当前我们要推行基础性改革和短期稳定相并行的一种模式来推动经济的高质量发展。

## 二、房地产业健康发展需要“三大类举措并用”并保持中长期改革定力

我们一定要明确在房地产市场未来的中长期目标到底是什么，一定要保持战略定力，要在长效机制上破题。所以，我建议不仅仅是两只手都要动，并且还要有第三只手。

一是中长期的改革和长效机制的变化要坚定不移的推进，不要因为暂时性的波动而立刻停止。二是在短期宏观稳定、防止系统性风险上一定要加大力度。因为去杠杆本身就是一种风险行为，永远比加杠杆所带来的风险要强劲得多。因此，要把风险防范放在一个战略高度，它和改革推进是并行的两条线，但不意味着是捆绑的两条线，千万不能为了短期稳定来绑架改革进程。三是，政府发挥短期稳定的作用要遵循供求规律，特别是短期和中长期的供求规律。政府的功能不是简单地约束市场和放宽市场，而是政府在一系列具有公共品属性的房地产上面有所作为，全力配合新型城镇化，全力配合低收入阶层的收入倍增计划，给他们提供充裕的租赁服务和低端住房的供给。这样能够维

持消费投资的稳定，促进和谐社会建设，同时弥补当前一些财政和相关项目渗透性比较差的缺陷。



# 毛振华：房地产行业拐点已至，需警惕出清过程中的风险

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)

联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第37期）上的发言

如果说新冠疫情是中国经济遭遇的“黑天鹅”，那么房地产领域的风险就是我国经济运行所面对的“灰犀牛”，且当前这一头“灰犀牛”已经不再隐藏，从浓雾中向我们走来。此前我就房地产行业多次发声，强调房地产同金融联系密切，要防范房地产风险与金融风险联动并相互强化可能产生的影响。

## 一、房地产行业拐点已至，进入单边下行、震荡下行通道

房地产行业在经历了几十年的快速发展后成为国内经济增长的重要支柱，但在此过程中也积累了很多问题和风险，其高速增长并不可持续，当前房地产行业增长拐点已到。一方面，房地产行业总体供需关系拐点已到。分析供需问题不能简单从有效需求和房价收入比来判断，也要从长久以来房地产行业在高速发展过程中所形成的供给能力和房产存量以及房地产企业拿地规模等方面来多维度进行判断。过去大家认为房地产行业拐点终将出现，市场也一直在预测拐点出现时点，当前可以确定这个拐点已经到来。另一方面，“房住不炒”背景下监管进一步趋严。近几年房地产政策调整力度很大，不仅有“三条红线”、“集中供地”、价格管控和即将出台的房地产税，也包括在头部房企为代表的房地产体系出现一系列信用风险事件背景下监管机构出台的相关政策。从政策调整来看，针对房地产的调控力度不会有根本性放松。在房地产行业的供需拐点和严监管政策相互交织的背景下，房地产行业已经告别了过去的单边上行、震荡上行，现在开始进入到单边下行，震荡下行的新阶段。

在过去相当长的一段时间里，房地产是我国重要的民生商品，也是重要的投资品。

不可否认，在房地产业发展初期，房地产对我国经济的发展和人民生活水平的提高起到重要的支撑作用。但是房地产行业在长期发展中积累了大量的泡沫，拖累我国经济发展，因此我国经济摆脱对房地产的依赖势在必行，但在此过程中压力和挑战不可避免。从宏观层面上来看，房地产行业的收紧将对我国固定资产投资产生一定的负面影响，但从另一个角度来说，同样对我国经济动能进一步转变起到一定的促进作用：我国经济在转型过程中产生了大量的投资机会，如新能源、新材料、碳中和等领域投资机会大大增加。大量的投资必须告别房地产行业，从房地产领域退出的投资可以进入这些新的领域，这将有助于缓解我们摆脱经济增长对于房地产的依赖所付出的成本，并寻找到能够实现经济高质量发展的新驱动力。从房地产行业来看，房地产泡沫破灭下房地产行业面临着漫长的“去库存”之路：一方面是存量商品房的去库存，另一方面是房地产企业库存土地的去库存，短期内我国经济经历阵痛不可避免。从政府方面来看，房地产行业的收紧将导致政府财政收入的降低，不过相应的，从房地产行业流出的资金，必将带来其他行业的发展，从而带动增量税收和就业的增长，或将弥补部分因土地收入减少的损失。

## 二、相关方信心受到冲击，警惕地产行业风险向金融体系蔓延

房地产泡沫的形成并非一朝一夕，而是长时间的积累，撕破房地产泡沫或者告别房地产依赖并非一蹴而就，短时间内刺破泡沫势必需要经历阵痛并承担相应的成本。我希望这是一个理性过程，而不是一个急性的、非理性的过程。

当前房地产市场的长期供需矛盾、近期密集的严调控政策、舆论以及税收政策等多方因素相互叠加，加剧了房地产市场信用出清过程中所面临的风险，并可能对当前经济体系造成冲击。当前主要在四个方面存在信用压力：一是金融机构对房地产业的信心不足。无论是开发贷还是按揭贷，当前银行贷款意愿均较低。尽管近期监管部门对当前金融机构过度限制房地产行业贷款通过窗口指导进行纠偏，但窗口指导一般在其指导方向与市场对行业预期基本一致时方能够发挥较好的作用，但若二者方向相反则作用有限。二是房地产行业供应链企业对房地产企业缺乏信心。地产行业中民营企业占比较高，以其为例，供应链上下游涉及到建筑、材料供应、包括装修、园林工程等几十个小行业，

由于对于房地产企业缺乏信心，原来采取垫资方式交易的合作企业减少甚至不再以信用的方式进行合作，加剧了房地产企业的资金压力；另一方面当房地产企业出现经营困境时，对产业链上涉及到的中小企业经营以及职工就业均会产生影响。三是**地方政府对房地产也存在信心不足，收紧其信用**。为了防止房地产企业出现烂尾跑路的情况，房地产预售资金需要纳入监管账户，不能随意使用。在房地产行业信用较好的时期，房企同地方政府协商后部分资金可以使用，并未严格执行这一政策。但是当前地方政府为保障民生，防范风险特别是防范交房风险的发生，加大了对资金的监管力度，实际上导致了房地产企业大量的资金都不能使用，对这一部分资金进行严格监管，部分房地产企业甚至在完成交房后仍难以回笼资金，导致资金缺口加大。四是**消费者对房地产行业信心不足**。房产交易萎缩和房产价格下行导致消费者对房地产行业信心不足、忧心房地产的投资属性或大幅弱化，从而导致居民的持币观望情绪加大。

综合来看，市场信心弱化背景下房地产行业面临较大的风险，尤其要重视同房地产行业联系紧密的金融行业连带风险。虽然金融行业为房地产融资均有土地抵押保障，但在房地产行业下行的过程中，大量抵押资产质量下降，企业破产后金融机构处置大量土地资产又进一步导致资产价格的加速下行，资产处置难度加大，从而使得金融机构不良资产率显著上升。对于购房者来说，存在不能及时交房甚至无法交房的风险。对大量的上下游相关行业来说，房地产风险的暴露将加剧成千上万中小企业的经营风险，甚至会带来一定的破产潮，导致大量相关从业者失业。此外，由于没有抵押和担保，行业信用债的相关风险则更为集中，这对于监管机构、相关服务机构和相关投资者来说均是重要的考验。因此，政府不应低估房地产行业风险暴露带来的危害，考虑到房地产行业风险爆发后的综合效应，国家应对房地产行业风险保持谨慎的态度，不能盲目乐观，要及时出台精准有力的政策。

### 三、明确信号、规范监管、稳定预期，稳步推进房地产市场的出清

当前房地产行业信用风险转移到金融体系并最终成为金融风险存在一定的可能性。为防止这种可能性的发生，需要从稳定房地产市场预期、稳定房地产市场并防止行业断崖式下跌从而导致出现系统性破坏等多角度来思考避免风险发生的措施。转换经济增长

动能，摆脱房地产依赖，让房地产回归到其本质属性，削弱其投资属性，减少房地产价格波动，需要长期努力，特别要避免急于求成的思想。对于推动房地产市场风险出清，既要关注长远，也要立足当下。因此为缓解当前房地产行业风险我有以下三点建议：

**一是政府层面需要明确信号，注入增量资源进入房地产市场。**严监管下多数房地产企业融资难度加大，不仅扩大经营存在难度，正常经营现金流风险同样有所加大。当前房地产行业面临最为紧迫的问题是中资美元债的信用风险，中资美元债中房地产债券占比较高，一旦出现多起美元债违约，将加剧整个行业的信用危机，为了维护这一渠道岌岌可危的信用，多数房地产公司迫切需要筹集资金偿还中资美元债。但是再融资的不确定性加剧房地产企业的经营风险，因此建议政府成立房地产债券基金，收购部分债券，给部分经营良好的地产企业缓冲的时间。成立房地产债券基金所释放的政策信号意义更大，政府层面并不需要投入大量的资金，但对稳定市场信心将起到十分重要的作用。

**二是进一步规范房地产行业监管行为。**近期房地产市场信用风险上升，地方政府加大了对房地产资金的监管力度，而不是给予房企相应的支持，甚至存在动辄冻结房地产企业资金的一刀切行为。即便房地产企业可以正常经营，但在严监管的情况下，房企卖房资金得不到及时补充，经营风险加剧。因此监管层面不应对房地产正常合理资金需求过度限制。

**三是保障居民购房的刚性需求，确保已签约的优质资产贷款及时放款。**严监管下房地产交易持续低迷，传统的“金九银十”更是遭遇寒冬，需求端的走弱使得房地产公司难以回笼资金。当前个人住房贷款增长放缓一方面是由于监管政策强化遏制了房地产投机性需求，但这同样也伤害到了部分居民购房的刚性需求；另一方面贷款周期的拉长也对个人住房贷款造成一定的拖累。因此当前首先要保障个人住房的刚性需求，部分改善性住房需求也不应该过度收紧，确保此类需求方能“稳地价、稳房价、稳预期”。此外，要加快已经通过银行审查并已签约的相关部分贷款的放款速度，这部分资产通常属于银行贷款体系中的优质资产，监管部门可以适度且合理的放松相关指标并向银行下达，增加政策的灵活度。

总体而言，虽然当前房地产行业和企业正在面临困难局面，甚至部分企业出现了财务危机，但是这并不会导致系统性金融风险的出现。重要的是当下要避免出现在短期内就能够解决长期以来所积累的问题和矛盾的急于求成的心理，要稳步有序推进房地产市场风险出清过程，降低次生风险发生的可能性，使得中国经济增长的路径转化能够有序且健康的完成。

# 冯俊：房地产市场处于关键转折期，政策调控应促进住房消费健康发展

冯俊 中国房地产业协会会长

以下观点整理自冯俊在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 37 期）上的发言

## 房地产行业目前面临的风险有哪些？如何应对？

我非常赞成主报告中马勇教授对当前房地产市场的风险和未来的判断，对于此我有三个看法。

### 第一是怎么认识当前房地产市场的风险。

我认为当前房地产市场的风险比较大，尤其在有一些城市，其对系统性金融风险造成影响的可能性越来越大。原因有三点，首先是上市房企整体负债率非常高，接近 80%。其次是居民部门负债率超过 60%，其中一半是房贷，根据人民银行公布的数据，每年居民住房贷款还本付息额，占到城镇居民家庭总体可支配收入的 42%，老百姓住房方面的负债压力较大，尤其是这几年，上升非常快。最后是刚才马教授提到的房价收入比的问题，它比现在我们看到的数据要严重得多。在国内通常所说的房价收入比都是以平均每户住房面积和平均价格作为分子，以居民家庭的平均收入作为分母。国际上房价收入比的原意，是市场销售房屋以套为单位的价格中位数除以家庭收入的中位数。我们现在在市场上销售的每套住房，比家庭户均人口乘人均面积大概多 10-20%，家庭收入中位数比人均可支配收入乘家庭平均人口要低 10%左右，实际上，我们把分子缩小了，把分母扩大了。总体来说，目前国内实际的房价收入比，按照国际通用指标来衡量可能会高出 30-40%，所以这个房价收入比确实太高了，像在北京这样的城市房价收入比不是大家通常所说的 40%左右，可能达到 50-60%，这已明显显现了整体房地产的泡沫。

有些风险在银行表内都表现出来了，但是表外风险还没有完全显现。这是因为存在

两个问题，首先是社会融资在房地产到底占比多少还不清楚，但预估偏高。其次是供应链上的隐性负债，房地产企业在快速膨胀过程中，侵蚀上游企业的资金是非常常见的现象。这两个问题随着现在金融治理逐渐常规化、正常化，以后还会进一步暴露出来。

## 第二是对当前市场进行分析。

近期房地产市场不太景气，这是由于两个原因导致的，一是供需矛盾没有前几年严重，需求相对来说增长较缓，同时一些房地产企业出现债务风险；二是市场观望情绪加重，随着价格增长的能量逐渐显小，房地产投资市场尤其悲观，这双重因素导致市场进一步加剧转冷。现在出现债务风险的企业，是前一百强中比较激进、杠杆加得大的企业，但这些企业总的经营规模也不到前一百强的10%，即便出现局部违约迹象，也不等于这个企业的整个现金流都出现问题，或者说这是企业局部问题，而不是行业全局问题。总体上，现在出现债务风险和资金链压力的企业，在整个房地产领域占的比重并不大，不会引起全行业债务风险或者暴雷。但是，整个金融在管控规范化起来以后，要有软着陆的措施，而非硬着陆。这些年出现问题的企业，有一个共同特征，都在努力加杠杆。房地产风险产生的原因，根本的问题是房地产投资品属性过强，杠杆加得过高。去杠杆这件事情不是刚提出来的，已经有一些企业调整得比较好，目前并非所有企业都比较高，只有少数企业比较激进。“三线四档”、“两线五档”出台后，看似房地产企业最后一根稻草被压垮了，其实不然，房地产企业的问题是长期积累的，只是这段时间他们未及时调整经营战略，或者未按照国家政策调整融资模式，所以出现问题了。但总体来看，目前风险范围并非全局性，且处于可控状态下。

## 第三是目前房地产处在转折点。

我个人认为于今年下半年开始，对今后房地产的发展来说是一个重要转折时期。但是并不是说从现在开始房地产要负增长，反而今后会出现比较稳定的小幅增长，把投资品属性有效控制住后，价格会呈现比较平稳的态势。中国的住房需求在相当长的时间内还会维持相当大的规模，现在每年农村向城市人口的转移大概有1600-1800万左右，这几年比前几年少一些，前几年规模更大。



我们在讨论城镇人口增长时忽略了一个因素，即**城镇间的人口转移**。城镇间人口迁徙每年有 600 多万，这些人迁徙并不影响总的城市人口数量，但影响区域性人口数量。和西方国家不同，中国城市人口转移有一个重要的特点，**西方国家一般是举家迁徙，中国人多数是单身或两个人前往**，单身占 70-80%以上。近年来农村人口转移中举家迁徙数量增多，大概占 20%，但是绝大多数也是单身前往。这部分人转移之后，会引起在新就业的城市住房需求，但又因为并非举家迁徙，原住房不能形成有效供给，不能卖了或租出去。这种状况在中国还会延续很长时间。随着城镇化过程，由于中国人口迁徙的特点，有效解决住房需求还是一个非常重要的任务。

有些人说中国住房水平已经超过了发达国家的水平，我不认同这个观点。去年数据显示中国人均住房建筑面积 40 平方米，我国用建筑面积衡量人均住房，而国外使用有效面积衡量。我们的建筑面积和国外有效面积的比例关系大概是不到 70%，如果 40 平米按照有效面积衡量，也就是 28-30 平米左右，和发达国家差距很远。而且目前我们的住房中将近 20%是不成套住房，要改善这些住房条件，使老百姓都住上符合健康文明标准的住房，还有相当长的路要走。所以，中国房地产市场发展并非进入负通道。

目前房地产行业要解决两个问题，一是**地方财政过度依赖**，现在地方财政收入中土地出让收入占到将近 70%。解决过度依赖问题，要想完全消除很难。二是**经济对房地产过度依赖**。中央政策目前已经很明确了，不以房地产作为短期刺激经济的工具，坚持房住不炒，从这个趋势看，不能把房地产简单地归在虚拟经济的类别，我觉得，房子是用来住的就是实体经济的范畴；用来炒的就是虚拟经济的范畴。如果将房地产的市场环境、基础条件搞好了，它对经济发展的作用还是非常大的。从这个角度，房地产行业应该要看到一直以来积累的风险，转变增长方式、经营模式，因此从这个角度看，目前是一个转折的重要时期。

**应出台怎样的政策使房地产业平稳健康发展？**

**第一，要保护或鼓励住房的居住需求**，住房需求还是存在的，而且是老百姓改善生活非常重要的内容，是满足不断增长的美好生活的需要，在政策上应该保护正当的消费



性的住房需求，适度对投资性需求进行遏制。当然住房发展本身又是经济发展的一个重要方面，所以，客观地说，从需求和经济增长的角度来说，还是要重视房地产行业的发展。“十四五”规划中明确说，“**促进住房消费健康发展**”，**要围绕住房消费健康发展做文章。**

**第二，要坚持降杠杆**，因为风险比较显现了，不能因为短期房地产市场的问题，损坏整个宏观经济结构性和系统性健康，要坚持降杠杆，不能因为短期的问题，面粉多了加水，水多了加面，来来回回缩短周期。

**第三，要坚持稳地价、稳房价、稳预期的原则**，三稳本身不是政策，而是政策要达到的目标。特别是稳预期有很重要的内容，政策要稳。政策不稳预期没有办法稳，对市场对政策的判断，政府应该有一个比较稳定的政策导向和政策措施，免得市场老猜测起伏，货币政策也是同样的，货币政策不是房价上涨的根本动力，但货币政策对信贷规模、房地产需求的放大和对需求的遏制短期都会产生作用，但长期来说货币政策还是应该稳定，这也是预期稳定重要的方面，否则市场也不稳定。

**第四，要重点调整住房供应结构**，包括区域性结构和产品结构，像租赁住房供应、都市圈发展，不能完全按照原来的模式发展，人口集中的地方要多增加供给，人口减少的地方要适度控制供给，要综合考虑、区域性考虑，而不应该作为孤立的城市发展来考虑。

# 连平：治理房地产业高杠杆不宜急于求成

连平 植信投资首席经济学家兼研究院院长

以下观点整理自连平在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 37 期）上的发言

2021 年下半年以来，我国房地市场景气度全面下行，局部风险陡然升高，市场预期迅速看淡，监管政策则频吹暖风。短中期房地产市场运行和政策变化引起市场高度关注。

## 一、如何看待短期、中期和长期中的中国房地产市场发展？

短期来看，房地产投资增速进一步放缓，继续对整体投资和消费产生负面影响。高频数据显示，10 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 26.4%，传统“银十”行情未现。100 大中城市土地供应累计同比下降 15.1%，土地成交累计同比下降 14.4%，若年内剩余时间房产销售和土地购置延续当前下行趋势运行，预计房地产名义投资增速年内可能放缓至 6.5%左右，两年平均增速将可能跌至 6.7%。

全国房价涨幅总体可控。截至 2021 年 9 月，新建住宅价格增速为 3.3%，二手房价格同比上涨 2.4%，分别较 8 月回落 0.4 和 0.5 个百分点。全国各地在过去一年时间内，出台各项严控房价上涨的措施，使得全国房价涨幅逐步收敛。但一线城市房价涨幅仍旧偏高，尤其是二手房市场，一线城市二手房价同比上涨 7.7%，新建住宅价格涨幅为 5.3%。现房供给不足是促成局部房价上涨较快的重要因素。

中期而言，2022 年商品房销售可能进入负增长。考虑到当前住房信贷增长逐步放缓，预计 2022 年整体商品房销售增速将有所放缓，并跌入负增长区间。参考以往信贷增速放缓的类似下行周期阶段（2011 年、2014 年和 2017 年），预计 2022 年全国商品房销售面积同比下降 7.1%。房企拿地策略比较谨慎。自“供地两集中”制度出台后，全国土拍市场整体处于降温的阶段，仅大型和地方龙头房企参与。由于房企处于债务修复阶段，对土拍市场的参与度相对较低。因此参考以往类似拿地策略偏紧的年份（2011 年、2014

年、2018年)有很好的指引作用,预计2022年全国当年购置土地面积有可能同比下降7%。

**展望2022年,房地产投资增速可能维持在相对较低水平。**由于整体信贷扩张速度已无法与2015年之前的高速发展相提并论,剔除2020年因疫情冲击带来的特殊年份,对比2018年以及2017-2019年三年平均水平来看,预计2022年商品房销售及土地购置出现负增长,房地产开发投资约16.05万亿,(名义)同比增长6.6%,两年平均增速降至6.5%。

**长期来看,流动人口已经并将继续成为城市人口增长主要动力。**我国人口增速减缓,预计在2025年左右进入人口负增长时代,流动人口将成为城市人口增长的主要推手,2010-2020年期间,流动人口对城镇人口增加的贡献率高达61.44%。未来人口流动呈现四个重要趋势:一是人口持续向东部和南部集聚,长三角和大湾区可能成为最有吸引力的区域;二是一线城市常住人口增速放缓,而都市圈人口增速则提升;三是中西部地区省会城市虹吸效应持续存在;四是公共服务水平将成为人口流动的重要决定因素,公共服务水平越高的地区对人口的吸引力越强。

**新型城镇化将推动区域性住房需求提升。**2020年,我国城镇化率为63.89%(户籍人口城镇化率为45.4%),与发达国家80%的平均水平相差16.11%,比美国82.7%的水平低将近20个百分点,我国城镇化发展空间较大。根据实证分析,在其他条件不变的情况下,城镇化率每提高1个百分点,我国流动人口规模将增加0.07亿。据预测,到2035年,中国城镇化率有可能达到70%-75%。这意味着,未来十四年内我国将新增流动人口0.7-1.1亿,城镇地区将新增1.5-2.1亿人。据统计,在当前流入地拥有住房的流动人口占比将近30%,在其余7成租房群体中拥有在流入地长期居留意愿的人占比将近25%。这意味着随着我国城镇化持续发展,流动人口规模增加,城市地区的住房需求也将随之增加。

**对中国房地产市场中长期、比如未来五到十年的发展不应悲观。**需求并不会因为现在人均水平已经达到了40平米而消失。其实两方面的因素应该要考虑到,一是我国的

计算面积为建筑面积，并非实际有效面积，二是很多中小城市人口在逐步减少，但在一些重要城市人口则进一步流入，房地产市场还是有很多的需求，一些重点城市可能还会较快的增长。房住不炒政策改变了房地产市场总体格局，但房地产市场目前出现的急剧调整，还是一个短中期调整，这个调整在最近一系列相关政策影响下，尤其是有关金融政策，包括针对房企的金融政策以及针对金融机构的金融政策两方面政策的调整和收紧，使得目前的局面显得更为复杂一些。对于中国房地产行业在中国经济中的作用，应该说是有目共睹的。未来可以进一步通过各种政策调整来减少经济对房地产市场的依赖，但要完全摆脱这种依赖还是很难。说到底，房地产市场和行业肯定还会是一国经济中最为重要、影响最大的一个行业，会对投资、消费等各个方面产生一系列的影响。

## 二、如何判断当前房地产市场的宏观经济风险，政策应该如何应对？

房地产投资增速进一步放缓，将对整体投资和消费产生负面影响。截至2021年9月末，作为投资“三驾马车”之一的房地产投资，其开发投资达到11.26万亿，占社会固定资产投资比重为28.3%，为近年来的较高水平。考虑到短期仍有下行风险，且房地产行业涉及的相关行业众多，诸如建筑业、耐用消费制品和住房金融服务业等，水泥产量、家用电冰箱销量和乘用车销量增速均已连续五个月负增长；因此随着房地产行业景气度下降，后续与房地产市场有关的投资、消费及就业也会随着趋紧。

**住房金融环境持续偏紧。**开发贷增速持续大幅放缓，央行数据显示，截至2021年9月末，房地产开发贷款余额为12.16万亿，同比增长0.02%，为历史最低水平。2020年12月以来的连续4个季度新增开发贷规模为仅为轻微的18.6亿元。相应地，房地产开发贷余额占金融机构贷款余额比例从2019年一季度末的7.6%降至6.4%。统计局数据显示，截至2021年9月，过去12个月新增国内贷款2.5万亿，同比下降4.1%，预计短期仍有下行压力。截止2021年10月末，房企内地信用债年内累计发行5451亿元，同比减少9.1%，增速较9月进一步下降。其中，10月当月发行362亿元，环比减少44%，同比下降57.9%，房企债券发行难度日益增大。房地产开发企业信用债余额为18988亿元，较9月减少340亿元，约和1.8%，同比下降7%。中资离岸美元债余额为2038.09亿美元，较9月环比减少6.94亿美元，历史上首次出现环比减少的情况。年内股权融

资仅 1.5 亿元，该融资工具功能基本丧失。

**展望 2022 年，房地产投资降速对经济、投资和消费的拉动作用降低。**根据过往 5 年数据显示，房地产业产值占房地产投资的比例约 0.53，即明年预计房地产业产值约 8.46 万亿，对 GDP 的拉动约 0.6 个百分点，贡献率达到 7.3%。由于房地产投资占固定资产投资的比例为 28.3%，与房地产相关的消费品占限额以上企业商品零售总额的比例在 9% 左右，假设 2022 年房地产投资增速与 2019 年相当，这意味着 2022 年房地产投资增速放缓将对 GDP 拉动少增 0.3 个百分点，对固定资产投资拉动少增 1 个百分点，对消费拉动约少增 0.5 个百分点。

**建议在规范监管方面保持不变，但应改善金融环境，调控政策趋向温和。**在“房住不炒”和新型城镇化建设的背景下，房地产行业仍有很大的发展空间和机遇，监管部门应积极引导市场保持平稳良好的预期。金融机构理应满足资质优良的房地产开发企业合理的融资需求，满足居民刚性和改善型购房需求；在风险可控的基础上，提供合理的金融支持。建议提供适度稳定的金融支持，落实好“因城施策”的差异化住房信贷政策，保持开发贷和住房按揭贷款平稳运行，避免出现因恐慌导致的盲目抽贷、断贷的行为。房企应合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力。通过上述举措更好地防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

**一个时期以来，部分房企过于盲目地借贷，杠杆水平太高、太足，继续发展下去必然会使风险隐患不断增大。**针对这个问题，监管部门近年来出台了一系列相关政策进行调整，我认为总体上确实很有必要。但现在的问题是，在政策治理调节高杠杆的过程中，金融环境偏紧、市场预期看淡，风险隐患显性化，这种状况似乎是在走向事物的反面。因此目前的关键问题是应该在继续推进治理的过程中，金融环境能够保持平稳状态，同时引导市场预期合理和稳定。金融环境在短期内出现迅速收缩，银行信贷受到严控，直接融资迅速收缩，表外融资持续下降，成交回落导致销售回款迅速减少；这种融资环境即使再健康的行业也会难以承受。治理高杠杆问题，不应期望在很短的时间内就收到明显的效果，应该有一个过程和阶段逐步加以推进。高杠杆问题不治理是一个巨大的风险隐患，但在治理方面急于求成同样也会导致市场发生巨大变化，带来现实的风险。因为



过激的举措必然导致金融环境急剧恶化，行业流动性快速大幅收缩，局部风险随之爆发。政策应对要高度重视房地产市场对于中国经济的重要作用 and 关键功能，循序渐进地治理房地产市场高杠杆问题，保持市场平稳健康运行。

近期中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤在 2021 金融街论坛年会上表示，要统筹做好金融风险防控，目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。央行在三季度例会的文件中也提到了“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。从短期高层和央行的表态来看，一方面意在平抑短期关于市场对房地产行业的过度担忧情绪，另一方面也是着眼长期保持房地产行业平稳健康发展，房企融资环境边际有望改善。从近期的市场变化看，房企的金融环境正在改善。银行信贷包括开发贷和按揭贷均有松动。下一步应适当调整股权融资、债券融资和表外融资等方面的政策，还给健康房企良好的直接融资环境。

**“因城施策”是目前房地产市场调控的重要举措。**但从全国层面上看，地方政策调控房地产市场存在着“一刀切”和“随风倒”的现象。一些地方调控政策存在明显的偏差，不利于房地产市场平稳健康发展。“因城施策”效果没人评判。建议住建部建立面向各省的“因城施策”评价机制，设立一套评价标准，组织一个评估班子，阶段性地开展评价活动，以有效监管地方政府的“因城施策”行为，更好地做好全国房地产市场调控工作。

**从长期而言，住房政策应当提高房地产市场资源配置效率。**为了使人口、土地和金融等资源能更好地匹配，有效控制重点城市房价上涨，推动十四五时期房地产市场平稳健康发展，在此提出八点政策建议。一是进一步减少阻碍劳动力自由流动的不合理壁垒。二是有条件地适度提高大城市人口限制。三是盘活存量建设用地，推动存量商业用地转住宅用地。四是鼓励有条件的农村宅基地进入土地流通市场。五是尝试土地指标跨区交易，解决重点城市土地指标不足问题。六是增加对保障性租赁住房的金融支持，缓解新市民青年人等群体住房困难。七是提供合理稳定的金融支持。八是建立人口流动、土地供给、金融支持与房价变动挂钩机制。

### 三、如何看待房地产税改革

为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，此番表态也预示着决策层对推进房产税改革的决心和意志。

房地产税改革的步伐加快，本次决定授权试点的期限缩短了，范围有望扩大，很可能不止上海、重庆两座城市的地区将在明年“两会”前后纳入新的房地产税试点范围。房地产税的职能仍倾向于发挥调节功能，后续政策落地的几个重点可能是适当扩大税收范围（试点城市增加）、适度压缩免税标准（免征税收面积可能下调至40平-60平的区间）、上调初次税率水平、增加超额累进税制相结合的办法，坚持对投机性和非基础性住房需求的部分加征房产税，抑制非理性住房消费需求。地产税的财政收入增量效应可能有限。房地产税制度改革旨在完善长效调控机制，改革的核心是在保持现阶段流转税、所得税双主体税制基本稳定基础上，逐步提高直接税比重。改变房价长期运行的关键并非房地产税，对房价起决定性因素的是供需结构。房地产税改革重在结构性调整，以求提高地方保障性住房供给能力。

房地产税的推出有助于打压炒房，促进“共同富裕”。一是引导市场预期向房价合理的区间转变，部分个人住房供给将逐步流入市场，使得整体住房空置率有所降低，促使市场价格趋于稳定，也有利于提高土地利用集约化的程度。二是由于土地集约化水平的提高，意味着土地出让面积的减少，地方政府对土地财政的依赖程度相应降低。三是优化收入分配和财产配置，强化社会的再分配机制，符合中央提出“共同富裕”的理念。四是引导个人合理住房消费，以满足刚需和改善型需求为主，在“房住不炒”的基调下，减少部分“以房养房”、“高杠杆”的非理性投资，降低债务风险。



## 伍戈：房地产“三稳”是当务之急

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第37期）上的发言

### 房地产行业目前面临的风险有哪些？如何应对？

结合当下情况我从两个方面谈谈对于房地产问题的理解。

首先有些房地产企业的风险在暴露，不仅在国内，还波及到海外，包括美国方面一些官员也表示出了对中国的关切，**这个问题不仅仅是国内问题，已经产生了一些国际影响力**，这是一个基本事实。其次在有些房地产企业开始暴雷后，我们还是担心具备一定传染性的，因为房地产企业暴雷后面还有一系列问题，连锁反应具体有多长，这涉及到风险应对的问题，所以，第一个问题想和大家沟通的是当下如何进行风险应对，之后再和大家分享一下，关于房地产的短中期或者长期发展的问题。

#### 第一，风险应对。

我认为**目前风险应对是中国房地产最重要的事情**，而非讨论其是否拉动经济。如果我们认认真真观察这个市场，可以感知到风险的存在。刘鹤副总理及人民银行的一些领导也有表态，包括今天早上大家看到的一些很重要的新闻，比如银行间交易商协会，人民银行下属的一个发债机构称支持房地产企业在银行间市场发行债券。因此总体来看，风险在蔓延过程中，但与此同时，**逆周期的调整以及当局风险应对措施也都在出台**。

目前来看，现在无论从企业层面，还是地方政府层面，甚至从中央层面，大家已经行动起来了，因为如果不行动是要出问题的。但是，我们更关注的是，应该用什么样的办法来应对现在可能暴雷的压力。以美国为例，美国城镇化率已经很高了，但房地产业依然是其非常重要的行业。我们观察美国经济周期，首当其冲的也是美国的房地产和消费。所以，正本清源，还是要认识到房地产是提供大家住宅的正常行业。既然是一个正常行业，**就应该有正常的规矩和正常的市场规则去引领**。目前在危机应对中，已经看到

逆周期政策和危机防范政策的出台，这是好消息。

## 第二，房地产的短中期及长期发展。

除此之外，如果这次的风险我们能够平稳度过，怎样进一步看待其短中长期的发展趋势呢？到目前为止，这一轮如此多房企出现问题的根本性原因是什么还不清楚，如果连根本原因都不清楚，何谈解决问题呢？

现在市场和政策关注面还在危机应对中，未转移到**房地产整体运行过程**。目前这一轮房地产运行有很多跟过去非常不一样的地方。当然这是有原因的，今年出台了新的供地政策，即**三次集中供地**。但在三次集中供地中，我们看到**土地流拍率不断上升**。过去土地成交量上不去，是因为地方不愿意出售土地，现在流拍率上升是地方给土地都不要。另外还出现一个异常现象，疫情之后中国房地产销售总体运行不错，特别是去年以来，经过一年疫后恢复，全国商品房库存处于历史低位，这意味着很多城市库存非常低，甚至有部分城市存在无房可卖的局面。这意味着老百姓正常的、合理的、满足人们对美好生活向往的正常需求得不到满足，因为没有房子可以买了。

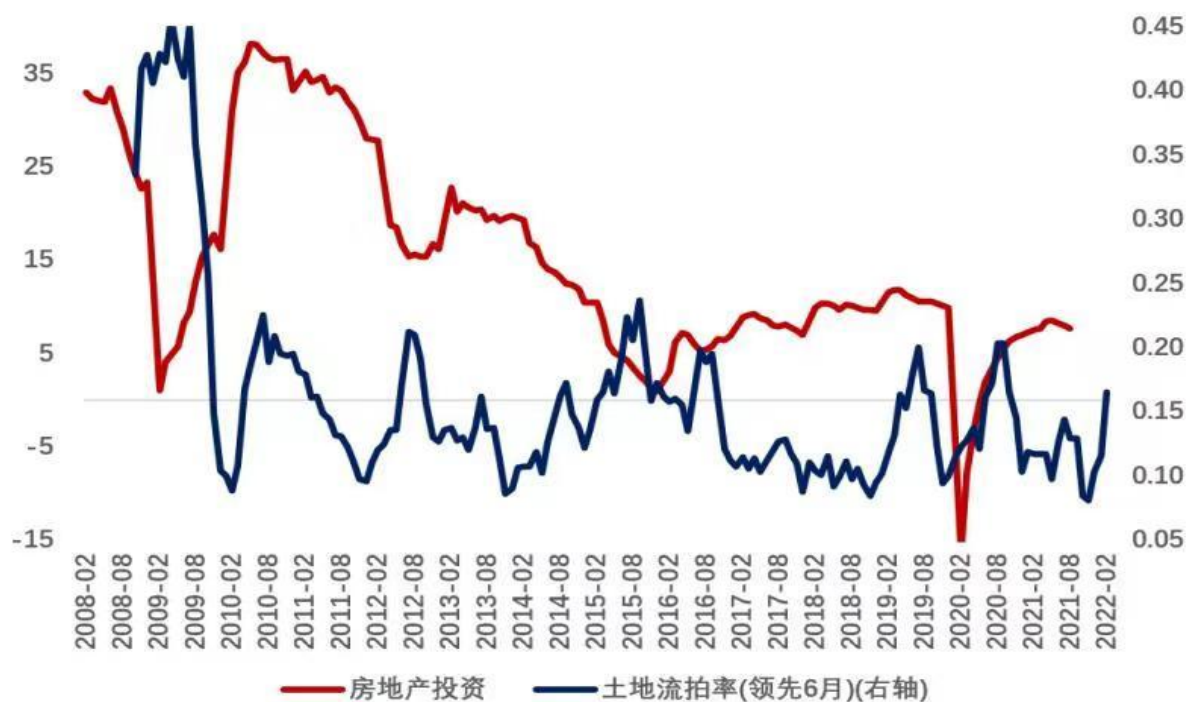


图 1：土地流拍率上升

从历史经验看，一般库存很低的时候，开发商有积极性，库存低意味着洛阳纸贵，

意味着住房能够以一个比较好的价位出售。但今年遇到库存这么低的情况下，开发商既不买地，也不开工投资，这和过去完全相反。库存这么低，开发商不愿意干活，不愿意拿地，不愿意新开工，这背后到底出现了什么问题值得我们在研究这一轮房地产周期中特别关注。

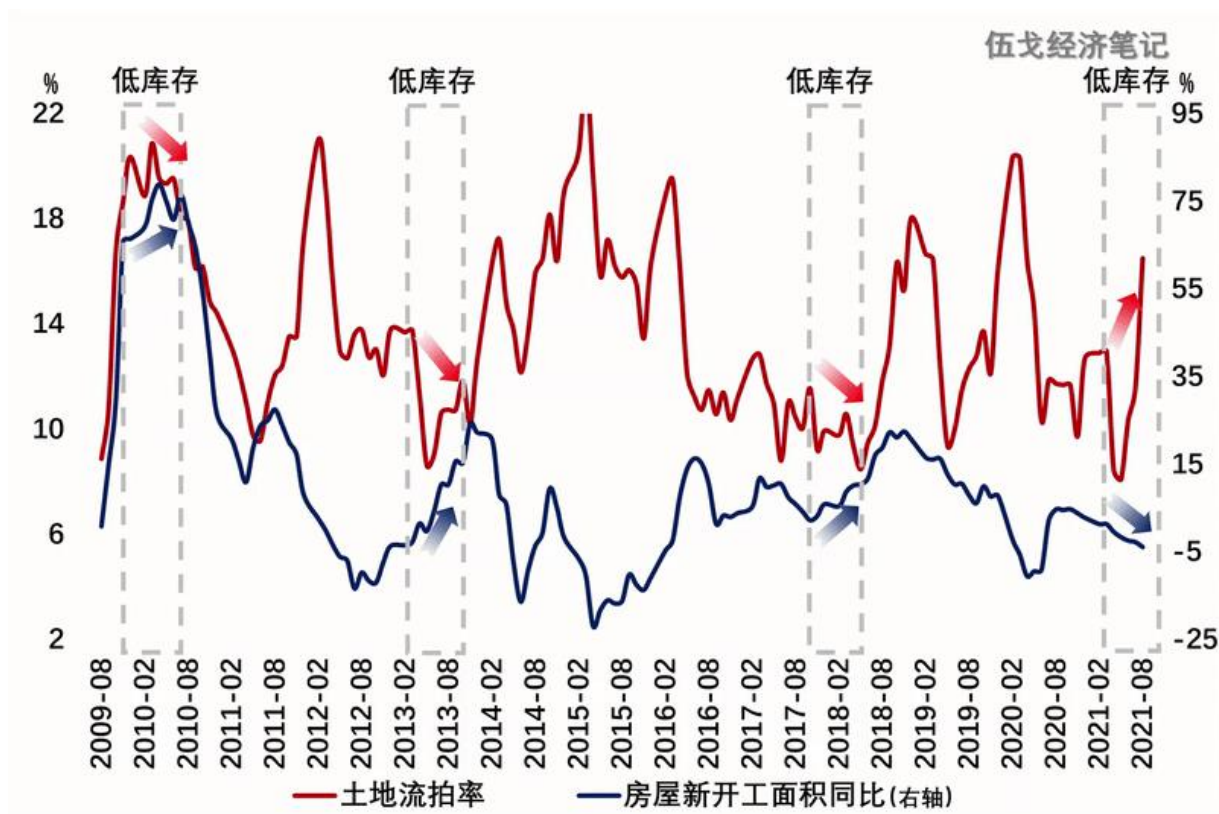


图2：房企呈现“异常”消极行为

当然我不认为这是一个线性往下的过程，如果按历史规律来看，每当房地产投资，也就是蓝色线所表征的房地产当月投资增速出现为负或者零的时候，逆周期政策大概率要发力。如果从九月份来看，现在的房地产下行的速度、投资的速度是历史上少有的自由落体下跌。九月份房地产投资当月同比增速已经为负了，而且蓝色线是以一种极快的斜率往下坠。但是我不认为它是自由落体，按照历史规律，每当房地产蓝色线处于零或负的时候，大概率红色线按揭贷款同比增速可能会上升。因此，也许目前这种边际上的微调预调，逆周期也在发力。

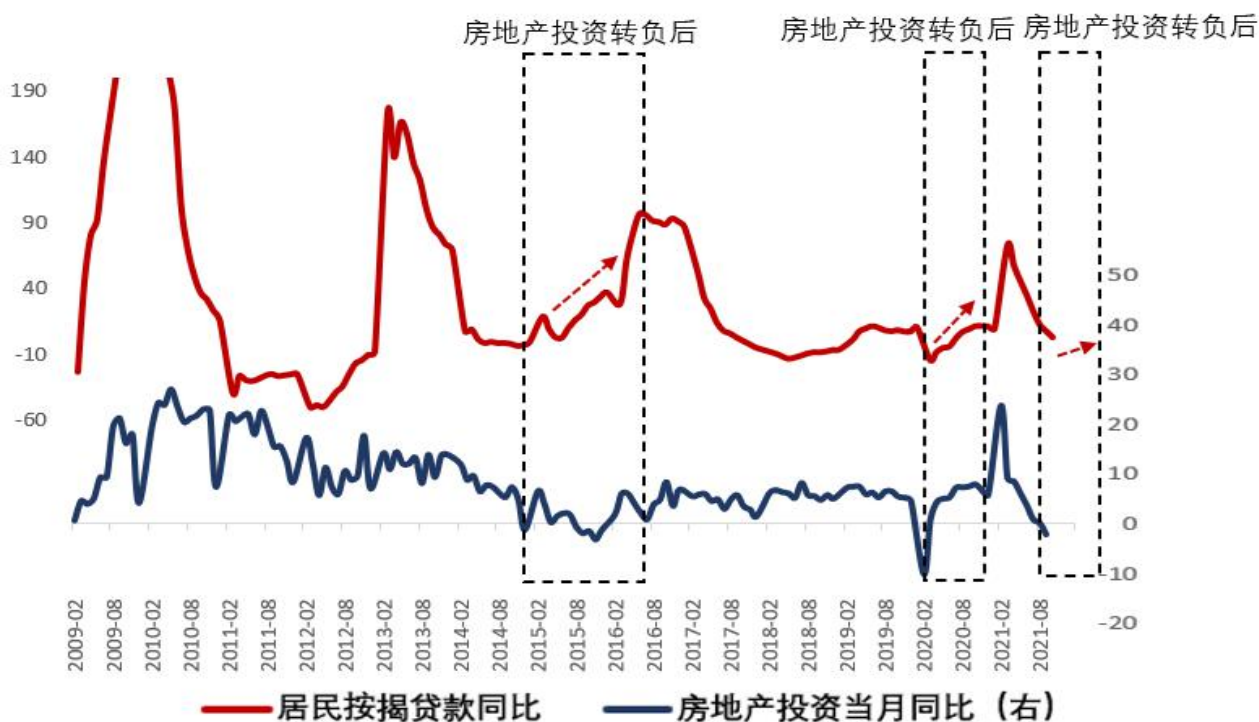


图 3：房地产投资转负，按揭贷款放松

刚才提到房地产融资特别是销售回款和按揭贷款。老百姓高度关注高频的房贷利率，最近全国范围来看，房贷利率在因城施策的政策下，处于边际下行。如果房贷利率下行能够确认，未来对销售也会有一定的支撑。

现在面临较大风险，逆周期在发力。三道红线出来后，重点受三道红线监管的房企在缩表，他们的净资产率在下降。另外那些非受到监管的，也就是没有纳入到三道红线约束的这些房企，他们的净资产负债率也在下降。以前我以为只是重点房企受到监管，资产负债率会下降，会缩表，但没想到所有的上市房企都在缩表，这个问题就有些奇怪了，在一个相对比较悲观的预期之下，不管受没受到监管大家都在缩表。



伍戈经济笔记

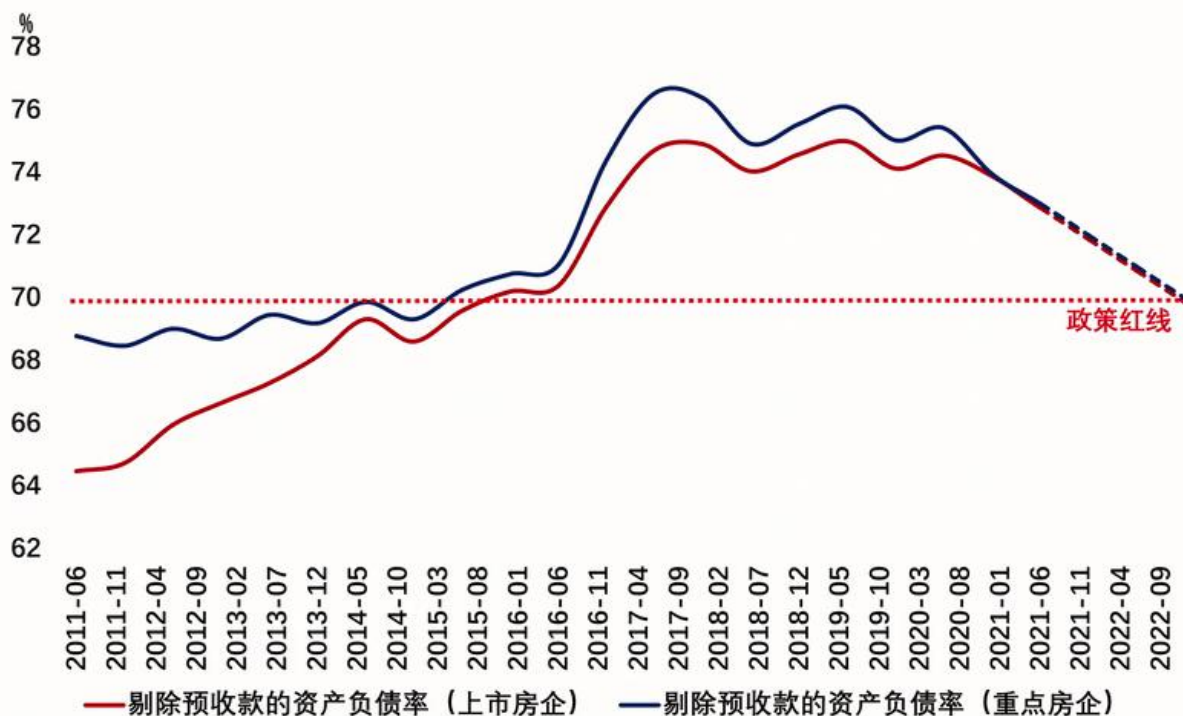


图 4：房地产缩表

房地产缩表意味着无法拿地，这能解释为什么流拍以及未来一段时间内地方政府收入会面临严重下滑。这个过程还没有结束，但我认为销售和按揭贷款边际都会好一些，真正要解决这个问题还需要一段时间，比如房地产投资真正要稳住也许要等到明年二三季度左右。

但在当前情况下，尤其是外需还出现下行趋势、三四季度经济下行比较快的情况下，认真落实好中央对房地产的定位，稳地价、稳房价、稳预期是当务之急，我认为这包括两个方面的含义，一是要把风险稳定住，现在中央已经开始出政策了，也许随着未来的发展政策多样性和力度的加大，在风险防范方面，预期会逐步增强；二是周期性房地产趋稳，假设风险防范住了，那么对老百姓合理的刚性的需求，是可以统计的，第一套房的按揭贷款是多少，以及维系房地产开发需要的、维系正常买地需要的资金和制度设计配套是可以观察的，这个过程中需要进一步纠偏，整体纠偏措施得力，那么短期风险可以克服，或者在明年一二季度上半年的某个时点，房地产单边下行的趋势可以得以扭转，从而让整个经济得以扭转。

## 应出台怎样的政策使房地产业平稳健康发展？

使房地产业平稳健康发展，第一在于短期要采取比较广泛的措施，防范房地产市场风险的进一步扩大以及蔓延。

第二在于等风波过后，要反思为什么在这个时点会出这样的事情，以及今后可能会得到什么样的启示。刚才马勇教授在主报告中提到很多有意思的地方，他认为很多政策出台一定做过很多压力测试、做过很多很详细的高瞻远瞩的设计，这些愿望都是非常好的，但是在政策设计过程中还是要回归经济规律。也就是回归供给需求，这两者别调反了，比如我们要抑制房价，那就要增加供给，减少投机需求，别供给也在减少，需求也在减少。未来房地产政策，及其他政策，都要敬畏规律、敬畏市场，尽量减少试错成本。虽然最后我们也能纠正过来，但在过程中能够减少不必要的麻烦。因此要一方面坚持大方向不变，另一方面需要工匠精神，尊重市场供需的规律，把房地产引导到更合理的一个区间。



**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

