

# 三大因素导致楼市预期出现逆转

□中国社科院金融所 尹中立

2013年房地产市场超预期,几乎所有的城市(温州等除外)房价都出现了大幅上涨,房地产销售额和投资额都创历史新高,双双超过8万亿元。但进入2014年,房地产市场并没有延续2013年的好光景,从前4个月的数据看,不仅销售额大幅度下降(有些城市的销售额同比下降近一半),不少城市还出现了打折促销楼盘,市场预期悄然出现扭转。笔者认为,导致楼市预期出现逆转的因素主要有以下三方面。

## 美国量宽政策逐渐退出

从历史的经验看,每当美国经济处在下行周期,美国的货币政策开始扩张,美元持续弱势,国际资本从美国流出,进入新兴市场国家,这些资本所到之处经济繁荣、投资扩张、出口增加、老百姓就业改善,而副产品则是楼市泡沫和股市泡沫。上个世纪70年代末80年代初,美国为了遏制严重的通货膨胀,将利率提高到接近20%的水平,导致实业资本大量流入日本和“亚洲四小龙”,使这些国家和地区成为当时的明星。经济的高速增长必然使市场对未来产生过度乐观的预期,房地产价格持续快速上涨。

2001年后类似的故事再次上演。由于美国网络科技股泡沫破灭及“9·11事件”的影响,资本开始撤离美国,而中国拥有大量的廉价劳动力,并在2001年加入WTO,成为21世纪初国际资本重点投资的热土,中国迅速成为世界工厂。

当然,中国在迅速成为世界工厂的同时,也出现房价持续快速上涨的现象。2005年后,我国政府几乎每年都出台遏制房地产价格上涨的政策措施,但无一例外的都是效果不彰。以历史的眼光和全球的视角来分析中国房地产,就会让问题变得简明清晰。中国正在出现的泡沫经济与20年前日本的泡沫经济,的确有很多的相似之处。

历史同样告诉我们,每当美国经济复苏,国际资本将开始从新兴市场国家撤出,部分国家将遭到重大冲击,房地产泡沫崩溃和金融危机往往难以避免。1998年爆发的亚洲金融危机就是一个经典的案例。1998年之前,东南亚诸国经济持续繁荣,企业家和政府都被乐观气氛左右,出现过度负债和过度投资现象。根据有关研究机构的资料,1985年至1990年,日本非金融企业的总体负债迅速增长,非金融企业的杠杆率(总体债务与GDP的比值)从0.9左右上升到1.3左右,5年时间里杠杆率上升了40多个百分点。企业的过度负债为经济增长埋下隐患。从1995年开始,美国开始实施强势美元战略,资本开始回



流美国,更进一步加剧了日本企业去杠杆的步伐,具体表现为企业贷款需求大幅减少,经济增速从高速增长滑落到零增长状态。

从去年下半年开始,印度、巴西、土耳其、阿根廷等国遭遇汇率大幅度贬值的冲击,在汇率危机的背景下,房地产价格出现下跌则是必然的产物。

## 房地产市场过剩

从城镇居民人均住房面积及每年新增的住房数量看,中国房地产市场已经出现过剩。

我们首先看看房地产市场发展的总体状况。中国房地产市场从2001年开始持续繁荣,无论是房地产投资金额、新开工面积、施工面积,还是销售数据(主要是商品房销售面积和金额)都迅速增长。经过12年的发展,2013年的房地产各项数据都是2001年的数倍乃至数十倍。如果说2001年我国城镇居民还处在住房短缺状态的话,那么2013年城镇居民人均住房建筑面积已达到了35平方米,超过中等收入国家的住房消费水平。

再从区域结构看,部分城市尤其是部分中小城市的住房出现严重的供大于求。在诸多的出现住房供大于求的城市中,温州和鄂尔多斯是两个典型。早在2003年前后,中国的房地产市场刚刚步入繁荣期,温州“炒房团”就开始在大江南北到处寻找目标,并在房地产投机过程中经常运用各种金融工具放大杠杆,2010年前后,温州的中心城区的房价一度接近10万元每平方

米,超过北京、上海城区的房价。但这种建立在高杠杆基础上的高房价危如累卵。2010年后温州的房地产崩盘,房价出现大幅度下跌,个别楼盘价格下跌了50%。

鄂尔多斯在2011年前出现的楼市繁荣主要依靠煤炭资源的涨价。该城市每年向市场销售的煤炭可达到5亿吨左右,占中国煤炭总消费量的1/6左右。随着2001年至2011年间煤炭价格持续上升,该城市财富积累快速膨胀,乐观预期随着时间推移不断强化,结果是楼市价格不断飙升。2011年后煤炭价格开始下滑,鄂尔多斯的楼市泡沫破灭,并随之出现了民间金融危机。

上述两个城市楼市繁荣都伴随着民间金融的繁荣,投资者把金融杠杆不断放大是出现楼市崩盘危机的根源。统计显示,金融杠杆放大的程度与楼市价格持续的时间成正比,楼市繁荣时间持续越长,则投资者将金融杠杆放大的比例越高。温州和鄂尔多斯是中国房地产市场的典型案例,但绝不是个别案例。当前人口流动的趋势是人口集中向大城市和特大城市流动,很多中小城市由于就业及教育等的因素,人口出现减少,但房地产开发的面积在迅速扩张,尤其是2009年以后,这些城市房地产市场危机正在逼近。

北京、上海等一线城市的住房总量相对于人口总量来说虽然没有出现过剩,但价格太高,已经超出一般居民的承受能力。换句话说,如果价格保持不变或居民收入水平没有大幅

# 中国经济距“明斯基时刻”尚远

□新供给经济学50人论坛  
姚余栋 周健男 金海年

随着经济整体杠杆率的上升,对于中国经济是否会因为债务积累而触发“明斯基时刻”(Minsky Moment)“资产价值崩溃时刻”的担忧逐渐升温。从经济总体杠杆率上判断“明斯基时刻”是否来临,还缺乏国际比较标准。

美国经济学家明斯基将融资行为划分为三个阶段:对冲性融资阶段,融资者收入可以覆盖其债务本金与利息支出;投机性融资阶段,融资者收入仍可覆盖其债务利息支出;庞氏融资阶段,融资者必须不断提高其债务水平以兑现其债务本息承诺。

当一个经济体以对冲性融资为主时,其经济金融处于相对稳定的低风险状态;如果投机性融资占有相当大的比重时,其经济必须保持相对稳定的增长态势,任何较大的负面波动都可能造成融资持续性危机;当庞氏融资逐步出现时,经济体经济金融即将发生危机,这是“明斯基时刻”的标志。

对企业部门(或私人部门)杠杆率,国内外还缺少一个阈值。在国内基金业,有一个广泛

流传的“88魔咒”,就是当基金的仓位水平达到88%左右的时候,A股市场往往会现大跌。近几年来A股市场“88魔咒”屡屡显灵。本文提出一个“250魔咒”作为参考。从国际比较来看,银行业对企业部门信贷与GDP比率接近250%,则很可能出现“明斯基时刻”,资产价格大幅度下跌。“250魔咒”并不意味着低于此阈值就不会有金融危机,而表示接近此阈值发生“明斯基时刻”的概率极大。

企业部门信贷/GDP比率指银行体系对企业部门的信贷资金,不包括对居民部门的信贷,也不包括企业债券。大部分国家融资结构中,银行处于主导地位,而非银行金融机构和资本市场所起的作用相对较小。此外,经济增长在很大程度上依赖于投资,这也意味着企业债务融资的重要性远超过居民债务。所以,居民部门的储蓄行为与企业部门截然不同,有必要分开。

企业部门信贷对GDP比率很重要,通常是金融危机的领先指标。在巴塞尔III逆周期资本监管指标的选择中,巴塞尔委员会建议使用企业部门信贷/GDP这个指标,对当前的经济周期进行前瞻性判断。有的投行使用“530”法则,如果这一比例在5年之内上涨超过30个百分

点,或表明这一国家将置身于金融危机爆发的风险之中。“530”法则实际上意味着在5年内企业部门信贷对GDP比率严重偏离隐含的趋势,与巴塞尔III的原理一样。

西方有句俗话,“树不能长到天上去”。巴塞尔III逆周期资本调和和“530”法则逻辑上的重大疏漏,在于默认企业部门信贷对GDP比率趋势可以无限大,相当于“树可以长到天上去”,而这个趋势是不可能持续的。因为企业债务成本会超过GDP,“明斯基时刻”到来,金融危机必然爆发,打破原来的趋势。由于对阈值的忽视,巴塞尔III逆周期资本调和和“530”法则可能阻止了小金融危机,但忽视了大的金融危机。

我们发现,除冰岛外,各国企业部门信贷对GDP比率都没有超过250%。在接近250%左右时都出现“明斯基时刻”,会大幅度下挫。冰岛的企业部门信贷对GDP比率短暂超过300%,随后爆发了金融危机。由于冰岛经济规模小,典型意义不大。

根据明斯基的理论,如果一个国家的债务水平高至其国民经济平均利润率不足以超过债务利率时,将面临“明斯基时刻”,此时达到其债务比率上限,可以计算出“明斯基时刻”最大杠

杆改善,这些中心城市的住房也难以出清。

## 经济杠杆率过高

楼市繁荣一定会刺激投资者提高金融杠杆,但金融杠杆扩张过快往往是崩盘的前兆。中国经济总杠杆率在2008年以后经过两次快速上升的过程。第一次是2009年前后,我国政府为了应对全球金融危机实施积极的财政政策和扩张的货币政策,对应的是信贷与货币的快速扩张,总体杠杆率在一年左右的时间里从1.27上升到1.7,上升了40多个百分点。第二次是2012年第三季度至2013年底,杠杆率从1.7上升到2以上,再增加30多个百分点。在过去的5年里,经过这两次杠杆的快速上升,我国的总体杠杆水平提高了70多个百分点。在几年时间里杠杆率大幅度飙升,曾经在1985-1990年的日本出现过,只是当时的日本的杠杆率上升的幅度比中国小。换言之,过去5年里中国负债扩张的速度超过了日本泡沫经济时代。

资产负债表的快速扩张必然反映在金融体系上,整体杠杆率的快速增加一定对应着金融体系的快速膨胀。2009年至2013年间,银行资产增加了一倍多,以信托为代表的各种“影子银行”快速膨胀,信托资产总量从3000亿元迅速增加到10万亿元。根据有些部门的统计,各类影子银行的资产总量已经超过30万亿元。最值得关注的是这些资产的质量。当前我国资本收益率只有3%左右,而影子银行的融资成本在10%左右,有些甚至超过20%,这是一个典型的“庞氏骗局”。为维持这样的游戏,影子银行必须给予投资者更高的收益率,并且保持刚性兑付,即不出现违约事件。2014年初,一些到期的信托和债券出现了违约,市场的风险偏好明显降低,投资开始成为惊弓之鸟,影子银行扩张将难以为继。

在我国这两次杠杆率快速上升的同时,房地产价格都出现了快速上涨。2010年至2011年社会融资扩张的速度稍有放缓,房地产市场很快进入了不景气。展望未来,随着影子银行风险暴露,经济整体将步入“去杠杆”的过程,楼市繁荣将难以维系。

因此,如果美联储QE政策退出,意味着2001年以来持续上涨的中国楼市面临方向性转折,由此引发的金融风险将是巨大的,有关方面应该未雨绸缪,早作预案。2001年以来,我们出台了很多房地产市场调控政策,目的都是为了遏制房价上涨,未来可能变局是房地产价格不断下跌,政策导向将是如何阻止房地产价格的过快下滑,与过去正好相反。因此,已经出台的很多政策应该需要修改,并且还要根据新的情况出台相应措施。

杆率为国民经济平均率与债务成本的比值。

国际主要经济体的平均利润率为10%左右,债务综合利率与国家货币政策和融资市场情况密切相关,目前平均水平在4%左右,则“明斯基时刻”的杠杆率上限就是250%。这就是债务杠杆率“250魔咒”的理论依据。同样,“250魔咒”也可以通过偿债比率的计算得到验证。我们通过对偿债成本(DSC: Debt Service Cost)进一步推算偿债比率(DSR: Debt Service Rate),在杠杆率为250%的情况下,若债务利率在2%-10%之间变化,则DSR处于50.5%-52.6%之间,远超过国际公认的30%这个合理承受阈值。因此,从国际经验上看,250%确实是一个不可逾越的杠杆率上限。

与世界平均水平相比,中国的企业部门信贷杠杆率水平已从2007-2008年世界金融危机前的世界平均水平与中等收入国家水平之间的区域,上升到世界平均水平与高收入国家之间的区域,而且处于进一步上升的趋势。2013年我国企业部门信贷/GDP比率已达140%,虽然距“250魔咒”还有十年左右时间,离“明斯基时刻”为时尚远,但杠杆率过高问题值得严重关注,必须居安思危,时不我待,尽早采取有效措施应对。

## 银行差异化竞争格局初现

□华夏银行发展研究部 曹飞燕 徐雨

未来各种不利因素综合影响将给银行业带来巨大压力,因此各家银行都在努力尝试打造特色差异化竞争优势,且已初见成效。

## 去杠杆化促同业业务调整

2010年以后,银行信贷规模扩张减速,金融市场各类创新产品加速涌现,大量资金转并通过信托、银行理财等通道变相流入实体经济,导致地方融资平台、房地产等领域的长期投资,越来越依赖于短期融资,期限错配风险增加。这种在监管套利背景下迅速崛起的理财业务、同业业务及影子银行等银行表外业务,放大了银行业内部杠杆率,加大了风险的积聚。

2013年以来,考虑到即将出台的同业业务监管,上市银行普遍缩减了收益率较低的存放同业和拆入资金规模,但由于各家银行面临的同业压力正在逐步加大,同业业务仍然成为股份制银行维持和拓展利润来源的主要通道之一。

2013年上市银行年报数据显示,买入返售金融资产规模仍然维持小幅增长。同时,非标资产转移推高应收款项类投资上升幅度较大,16家上市银行应收款项类投资规模为3.53万亿元,同比增长率超过51.94%。股份制银行增加非标资产投入,的确带来了良好的业绩增长,从应收款项类投资的同比增速看,招商银行应收款项类投资规模同比增长630.63%,达到2354亿元,浦发银行、兴业银行、中信银行应收款项类投资规模增长都很快,分别达到5152亿元、3286亿元、3001亿元。

以手续费及佣金收入为代表的中间业务收入是收入结构调整的关键。2013年,为了抵御利率市场化的冲击和来自互联网金融等外部竞争的挑战,各家银行加大了中间业务调整的力度,除继续保持银行卡、理财业务等传统优势业务增长外,投行、类投行、托管等新兴业务收入也表现抢眼,尤以中小股份制银行表现突出,其2013年托管及其他受托业务佣金同比增幅显著。

## 利率市场化促业务结构转型

利率市场化后银行业将面临利差收窄、盈利下降的挑战。随着2013年贷款利率全面放开,贷款基准利率报价机制确立,以及同业存单市场建立,利率市场化步伐加快,迫使商业银行将客户定位和业务结构从优质大型公司业务向小微企业和个人客户及银行代理业务领域转移和延伸,并从体制、流程、组织架构和管控模式等方面对业务和管理进行全面优化,克服部门间存在的职责交叉、边界不清、决策成本过高、链条过长等问题,尝试按照业务属性、客户分类和盈利性质逐步将前台营销部门整合为公司金融、零售金融市场(同业金融或资金)三大主要前台业务条线,建立涵盖信用风险、市场与操作风险管理的大风险管理,在业务条线实行风险嵌入管理,派驻风险总监。

触及面较广、改革较为深入且较为成功的是民生银行,其总行有强大而专业的行业事业部及根据业务发展需要分设的地区分部,掌握集团、核心客户及产业链客户,通过行业事业部掌控主体公司金融业务;分支行主要从事零售金融、小微金融业务及行业事业部难以覆盖的特色公司金融业务。招商银行的零售金融在产品、客户、渠道、品牌、服务、队伍等方面形成了体系化的竞争优势,利润贡献度、高端客户占比、银行卡卡均余额等在同业中位居前列。兴业银行大力发展同业业务和零售业务,实现资金业务、零售业务跨越式发展,在业务收入中的占比不断提升。

## 公司治理改革促组织结构优化

银监会明确要求优化银行业治理体系,强化业务条线管理,推行子公司、事业部制等专营机构模式,探索信贷、理财、同业、投资、私人银行等业务分类管理。工、农、中、交四大商业银行近日相继披露的架构改革方案显示,改革在强化利润中心建设、实现扁平化管理、优化流程的同时,注重提升风控效率。

工行改革方案显示,此次架构调整将总行部室减少至26个,利润中心增加到11个,即在已有的金融市场部、资产管理部、资产托管部等9个利润中心基础上,剥离部分行政管理职能,将其转化为更专业的产品部门,同时新增电子银行和银行卡两个利润中心。农行将原来的“四部五中心”调整为“三部六中心”,撤并重组5个一级部、8个二级部,增设了4个一级部,增设农村产业与城镇化、小微企业、互联网金融等新兴业务部门,重构了产品研发体制,搭建起大后台运营体系。

## 互联网金融促银行业务转型

面对互联网金融化的压力与挑战,目前,建行、工行、交行等国有大行,以及民生、中信、浦发、兴业、平安、华夏等股份制银行都在加紧研究应对策略,以不同的方式提升金融互联网化水平,不同程度在探索“银行融合电商”的“金融—购物—支付”三位一体的“互联网平台”综合服务模式。可以预见,未来的银行将是实体银行和电子银行的结合体。

从2013年下半年起,上市银行已经开始调整资产结构,发力信用贷和消费贷,兴业银行、北京银行等多家股份制银行和城商行推出多种额度较高、期限长的综合消费贷款和类余额宝产品,例如兴业银行的“掌柜钱包”、民生的如意宝,这些产品可以直接用银行自家的储蓄账户购买货币市场基金,资金在银行体系内没有流出。构建电商平台,如建行“善融商务”、交行“交博汇”、中行“易购物”、兴行的“理财门户”、招行的“i理财”。加大与电商企业的合作,如民生的直销银行、中信的虚拟信用卡等,都可以获得电商的渠道优势以及海量客户资源,同时成本控制方面也优势明显。