

房地产投资为何具有较强韧性

□中国社科院房地产金融研究中心主任 尹中立

国家统计局日前公布前4个月的宏观经济数据,消费、投资等主要经济指标增速均出现一定程度回落,而房地产投资增速创四年新高。1-4月份,全国固定资产投资(不含农户)155747亿元,同比增长6.1%,增速比1-3月份回落0.2个百分点。4月份,社会消费品零售总额30586亿元,同比名义增长7.2%(扣除价格因素实际增长5.1%),而且环比下降1.5个百分点。

在投资总体下滑的背景下,房地产开发投资却一枝独秀。4月份房地产同比增速环比提高0.1个百分点,1-4月份,房地产开发投资累计增长11.9%。房地产投资为何如此有韧性?还能持续多久?这是当下市场普遍关注的问题。

“一枝独秀”恐难以持久

2016年以来,房地产调控不再采取全国“一刀切”的方式,有效延缓了房地产扩张周期。我国地域辽阔,各地差异很大,政策传导存在较大的时间差。“一刀切”式的房地产调控,不仅拉大了三四线城市与一二线城市的发展差距,加剧了地区间的发展不平衡,而且循环往复的调控使得房地产扩张和上升周期持续较短,而且在扩张与收缩周期之间的房地产投资波动较大。

因城施策的房地产调控实践始于2016年。随着2015年刺激房地产的政策出台,2016年一二线城市房价涨幅较大,从2016年第三季度开始,中央开始对部分热点城市的房地产市场进行调控。在一线城市和部分二线城市实行抑制房地产需求的调控的同时,三四线城市房地产市场依然在进行“去库存”,这是因城施策的由来。

因城施策确保了房地产投资的总体平稳运行。2016年底至2018年,一线城市和部分二线城市都因为实行各类限制政策,房地产投资和销售呈现下降趋势,但三四线城市在房地产去库存政策的刺激下出现房地产市场的价量齐升局面。此消彼长的结果是总体稳定,2016年、2017年及2018年的房地产投资增速分别是6.9%、7.0%和9.5%。而2015年之前的房地产投资数据不仅年度之间波动较大,而且月度数据之间表现也有较大差异。

从数据表象上看,房地产开发投资似乎成为“一枝独秀”,但综合考虑不同地域的房地产投资走势及近期政策走向,房地产开发投资较快速增长的趋势恐将难以持续。

分区域看,最近几个月西部地区的房地产投资对全国总体的房地产投资增长贡献份额较大,但已经呈现回落趋势。在因城施策的房地产调控政策作用下,本轮房地产上升周期区域分化轮动现象明显。2018年年初以来,东部城市和



中部城市在新增房地产投资中的贡献份额是下降的,西部城市是主要推动力。1-4月,东部、中部和西部地区对房地产开发投资新增量贡献分别为51.4%、15.8%和30.4%。从分区贡献看,东部地区对房地产开发投资的贡献最大,但贡献度较2018年均值回落10个百分点。

在“一带一路”战略、新一轮西部大开发规划、重点发展成渝都市圈等政策利好影响下,西部地区房地产开发投资进度加快,新增量贡献显著提升,较2018年均值上升18个百分点。以三四线城市为主的中部地区,随着棚改货币化政策逐步退出,土地市场、房屋销售均出现回

落,房地产开发投资增量贡献较2018年均值回落6个百分点。

进入4月份,新增投资贡献增长较快的西部地区投资增速出现了小幅回落。西部龙头城市商品房市场销售整体弱于全国平均水平。1-4月份,全国商品房销售面积同比下降0.3%;西安、成都、重庆商品房销售面积同比分别下降22.2%、2.43%和19.79%。三地土地市场也已出现降温。1-4月,重庆市成交各类用地同比下降22%,住宅用地下降52%;成都成交住宅用地同比下降7.9%,4月份成都土地成交楼面价和溢价率环比均出现回落。虽然国家统计局公布的4月

份70个大中城市商品住宅销售价格变动中,西安、成都、重庆同比涨幅分别高达23.8%、15.4%和12.2%,但由于在房价统计中存在滞后网签、集中网签等诸多调节手段影响,数据已经无法完全及时反映市场状态。

对宏观经济贡献出现下降

2018年以来,西部城市房地产投资的上升趋势形成与棚改货币化政策密切相关。棚改货币化的初衷是为了房地产去库存,鉴于2014年前后房地产价格开始走低,去库存成为房地产市场的政策导向,为了缓解市场的供大于求的矛盾,有观点开始提议对棚户区改造采取货币化补偿替代实物安置,此举不仅可以刺激住房需求,而且提高被补偿者购房选择的灵活性。2016年和2017年的棚户区改造计划都是600万套,而且主要分布在中西部城市,其中一半实行货币化安置,意味着每年新增了300万套的住房需求,对中西部城市的房地产市场影响巨大。近几年新房销售量大约在每年1500万套左右,由棚改货币化导致的新增需求相当于其中的1/5。在一些西部的三四线城市的住房需求中,棚改货币化占据了一半以上份额。考虑到部分得到货币化补偿的居民的加杠杆操作,实际的刺激作用更大。

根据以往的货币传导机制,当信贷与货币扩张时,一线城市的金融发达,这些城市的房地产市场率先受到刺激,三四线城市的金融欠发达,受到扩张性货币政策的影响程度要明显小于一线城市,因此当三四线城市的房价开始上涨时,往往是行情结束的信号。而棚改货币化机制打破了以往的货币传导规律,起到了货币政策定向宽松的效果。这就是本轮房地产周期中三四线城市价格上涨持续时间长于以往历次周期的根本原因。

棚改货币化政策实施之后对房地产市场刺激作用明显,但也带来了一些影响,主要表现在有些三四线城市房价上涨过快,对居民消

费产生了明显的挤出效应。2018年下半年,政府开始收缩棚改计划。对于房价上涨较快的城市的棚改货币化政策已经逐步退出,2019年的棚户区改造计划比2018年大幅度减少,2019年的计划只有285万套,比2018年缩减超一半。可以预见,三四线城市的住房需求将减少。

作为房地产投资的先行指标,土地市场已经有所反应。虽然4月份以苏州、杭州为代表的长三角地区土地市场一度回暖,但全国土地市场整体依然疲软,土地购置面积、购置价款同比持续负增长。1-4月份,房地产开发企业土地购置面积3582万平方米,同比下降33.8%,降幅比1-3月份扩大0.7个百分点。

龙头房企拿地节奏明显放缓,按权益销售额排名前五位的龙头房企,拿地面积和拿地金额均出现放缓。从过往经验看,龙头房企的战略往往具有一定的前瞻性和引导性,伴随融资环境收紧,房企拿地的意愿和能力也将面临压力。1-4月份,虽然房地产投资在增长速度达到11.9%,但房地产投资对经济增长的贡献却低于历史平均水平。从房地产投资新增量贡献看,土地购置费用贡献高达65.6%,建安投资贡献仅为29.7%。

从国民经济核算角度看,土地购置费是固定资产投资的重要组成部分,但支出法核算GDP过程中固定资本形成却不包含土地价值。这意味着,对房地产开发投资贡献高达65.6%的土地购置费用是不被计入GDP的。而对GDP能产生贡献的建安投资新增贡献已降至历史同期最低水平29.7%(剔除2018年数据,因房地产投资统计方法由形象进度法改为财务支出法,消除了由于工程垫资、赊购和虚报投资等因素造成的虚高,数据整体偏低,且统计局并未进行数据回溯不具可比性),低于历史平均水平42%(剔除2018年为63.4%)。受此影响,2019年一季度支出法核算GDP中资本形成总额贡献跌落至近5年来最低水平。因此,房地产开发投资对宏观经济的贡献已经出现下降。

货币平稳增长促进经济结构调整

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

从宏观调控的政策分工角度而言,货币政策通常被划为总量调控工具。与财政政策相比,两类政策的诸多工具政策功效明显不同,财政政策对结构调整的功效更为直接和显著;而货币政策的常规工具,基本服务于调整货币数量和资金利率,因而通常被归类于总量调控工具。

然而,从我国货币政策的实践看,货币政策功效在新时期被赋予了很高的结构调整权重。自2014年经济进入转型期,并界定了经济转型的“三期叠加”含义,此后货币政策在具体实施中逐渐增添了结构调整的功能。货币当局在实践中除了日益突出差别存款准备金率外,还创新创造了不少新型的结构性流动性投放工具。除了创新定向投放的政策工具外,货币当局还通过调整普惠金融等优惠政策范围和标准,对货币投放方向进行管理,以实现资金投放的定向调控和流动性的“精准滴灌”。

“收短放长”操作仍是应有之义

从货币政策操作的微调趋势来看,货币当局对定向投放的重视度日益上升。货币政策目的实际上是货币环境所决定的,货币环境的基本格局是“存量过多、增量不足”。存量过多是指货币总量过剩,以整体经济体系中宏观杠杆率较高,衡量货币总量充裕与否的常用指标是货币深化。

从国际经验看,货币深化超过100%后,货币政策的流动性陷阱压力陡增,并直接导致了全社会过高的宏观杠杆率。增量不足,是指货币分布的结构性缺陷:货币分布于金融同业市场、资金空转的增多,资产领域杠杆过高带来过高融资性货币需求。货币的基本环境,决定了宏观调控体系中供给侧改革的重要性,以及“去杠杆”在供给侧改革中的核心地位,也决定了中性、稳健的货币政策基调的长期性。正是货币总量上中性的不变政策基调,决定了货币政策在实践中,日益转向结构性目标。

货币政策能否实现结构性目标,这一政策实践在过去没有先例。从实际效果上看,这一开创性的货币政策实践行为,基本达到了流动性定向投放和货币结构调整的政策目标:经过持续的努力,资金“脱虚向实”现象大为缓解,资金空转现象显著下降。尤其是2019年以来,中国实体经济领域的融资约束现象明显改善,融资难、融资贵的现象基本缓解。

由于资金的流动性和逐利性,通常认为货币的定向投放目的是难以实现的。例如,由于

实业经营的微利性,难保中小企业在得到政策性贷款,转用于购买地产信托、金融配资等用途;更不用说大型企业在得到超额信贷后,将资金转用于放贷的“影子银行”发展。但货币当局对上述资金空转、“脱实向虚”的各类行为,一直有着清醒认识,因而也不懈地进行持续治理,2018年资管新规等集大成式监管强化,规范了资金流动,大大增加了资金在实体经济领域的沉淀。

除了定向投放之外,货币结构调整的另一重要方面是货币期限结构的调整——增加长期货币投放的比重。从国际外货币的投放来源看,2014年前我国货币的高速扩张时期属被动投放式增长:外汇占款高增导致的基础货币被动快速投放,从而导致了对冲性的RRR超常高位。2014年后,外汇占款增长逆转,自此开启了央行主动性通过新设工具的基础货币投放,这些新设基础货币投放工具主要为SLF、MLF、PSL等,同时加大了公开市场操作的力度。相对于永续期限的外汇占款资产,这些新设工具下基础货币都带有固定期限,且基本上属低于1年的品种。

基础货币投放形式的变化,使得央行资产结构久期变短,尤其是增量集中在短期限品种上。新增基础货币期限的短期化,使得过去较长一段时期内,央行的货币政策操作,具有显见的“锁长放短”特征。“锁长放短”使货币短期化,从而使整个货币体系呈现“资本不足、货币充裕”的矛盾特征;它使货币集中于货币市场,使得资金不愿进入长期投资市场,加剧了“脱实向虚”现象。2018年后,货币当局“去杠杆”的政策思路,由“总量控制”转向“结构调整”,准备金调整重新组合为日常政策工具的同时,“降准+置换”的组合操作,即“锁短放长”式操作,代替了过去常用的定向降准操作模式。2019年,“收短放长”的扭转操作仍是央行政策调整货币结构的应有之义。

降息成为未来政策选项

从趋势上看,2019年下半年市场利率将从平稳走向稳中偏降。2018年货币环境实际局面是“中性偏紧”,这直接导致实体经济领域市场利率的抬高。2019年货币转向边际放松后,实体部门市场利率转向下降,从下降程度看,当前的市场利率仍有下降空间。在货币当局着力降低融资成本的努力下,市场利率有望突破2017年的阶段低点。

在利率市场化条件下,融资利率受经济运行和货币环境共同决定,体现风险溢价的

实际借贷利率具有“魏克塞尔”性质,体现当期商业环境的自然利率。真实市场利率主要受当前经济状况、货币环境、市场预期等综合影响。即实体经济中的市场利率不仅受货币状况影响,更重要的是体现了当前经济环境下的运行风险和前景预期,是实体经济领域的风险利率。

货币存量过多、增量不足的局面,决定了实体领域的借贷市场利率,主要取决于经济运行环境带来的信用风险变化。实际上,当前借贷领域偏高的利率水准,主要是风险溢价过高。因此,从短期看,虽然货币环境趋松,货币市场流动性紧张局面缓解,借贷市场利率依然以稳为主。在市场对资金紧张舒缓程度预期仍未形成一致的情况下,风险溢价成为决定资金融通利率的主要决定因素,资金借贷的风险利率保持平稳。

2018年三季度后,供给侧改革重心转向了以基建投资为主要内容的“补短板”,为货币政策效应转向积极奠定了基础。供给侧改革的“补短板”重心在经历了短暂的3-6月后,转向供给侧改革内容最后一阶段——“降成本”。伴随重心转向“降成本”,融资成本偏高作为经济活动中的客观事实,自然就进入了政策视野,尽管短期通胀水平偏高态势将延续,但年内价格回落的趋势不变,降息也就成为未来不可或缺的政策选项。

对于当前的价格高位运行态势,主要是食品尤其是猪肉价格非季节性回升带来的结果。2018年以来,短期供应成爆发性增长,使得猪肉短期价格走势出现了与往年不同的走势——供大于求带来的价格持续下行,造成了2018年的低价格基数。由于基数效应,会带来价格的临时高位运行态势,但通胀的回升,并不是趋势性力量作用的结果。由于天气转暖后猪肉消费本身进入了淡季,因而猪肉价格回升也比较平稳。

对年内通胀前景,笔者认为,当前价格高位运行态势不会持续。当前的价格反弹只是基数效应下的产物,并不具持续性;就2019年全年而言,经济整体处刚走出“底部徘徊”时期,通缩压力要大于通胀。2019年上半年受猪肉价格反季节回升,叠加季节性规律作用,CPI将短期高位运行,年中前后将快速回落至低位徘徊状态;受基数变动影响,工业品价格在大宗商品价格企稳走平后,PPI同比价格走势全年都将在运行在零基线以下的低位态势,年末才有可能略回升。综合来看,下半年市场利率将偏向下行,整体呈现稳中偏降的格局。

从利率和汇率间的联动实践看,人民币汇率的利率平价关系并不成立。实际上,主要国际货币的利率平价关系,不成立是常态。当前人民币汇率受到国际经济、金融环境扰动影响,呈现了一波快速贬值,但全年稳中偏升的格局不会改变。就现有的市场走势历史看,人民币汇率不太可能存在较为稳定、主流预期一致的均衡点,人民币汇率市场并不存在市场主体一致预期的均衡运行区。这与美元、欧元、日元等国际主要货币在汇市上,存在着一个市场运行的历史“均衡区”,有着根本不同,意味着人民币汇率在市场上较易形成不稳定的预期。

不过,笔者一直认为,我国实行的是有管理的浮动汇率制,在资本项目没有开放的情况下,汇率管制是有效的。货币当局的汇率政策目标体系中,防止市场形成持续贬值预期,是汇率管理的重要底线。基于国际经济、金融和政策环境的变化,2019年下半年人民币汇率将重新走向缓慢持续提升。

首先,中国经济运行将显现走出底部阶段迹象。同时,美国、欧洲等发达国家经济体的增长,将延续当前放缓势头。随着中国投资的企稳回升,经济将脱离底部。对美国而言,由于前2年减税带来海外资金回流接近尾声,由于美国金融体系机能并未复苏,美国货币退出和持续的加息进程,对美国经济发展造成了一定影响,经济增长后劲开始呈现不足态势;欧洲经济则受多方面因素影响,经济增长动力一直未能有效提升。

其次,从国际金融形势看,随着美国加息进程的停顿,中美之间的利差压力持续扩大趋势明显缓解,基于利率平价逻辑的人民币汇率贬值预期也将随之消退。美国前期持续加息的累计效果,显著抬升了债券利率水平,加之海外回流资本的放缓,美国股市“私有化”进展将有较大放缓,股市走势逆转概率大增,从而使使得美国市场对国际资本的吸引力将大大下降。

第三,从国际政策协调的角度,美国政策的不确定性、国际不协调性增加,这些因素在国际经济、金融发生变化的背景下,不可避免会加剧美元指数波动的。

货币信贷平稳格局不变

笔者分析,货币将在平稳中兼顾经济运行和风险防范需要,下半年货币环境将延续稳中趋松格局。实际上,货币环境的边际放松倾向,是前期监管收紧冲击过后的市场必然现象。即使没有政策放松,货币环境也会呈现相对前期

偏紧局面的边际放松态势。

2019年以来,货币环境和信贷政策悄然间转向放松,因而企业部门和居民部门的需求满足度都得到提高,两部门的新增信贷都得到了较大程度回升。政策倾向微调,很快在信贷和货币回升效果上得到体现,表明中国经济运行主体的扩张较为强烈,经济内在增长动力较为强劲,从货币政策效应的角度,货币政策效应2018年下半年以来,已由中性转向积极。

金融机构的扩张动力也很强劲,这表明我国并不存在搞量化宽松和实行超低利率的市场基础,意味着正利率环境和央行将延续,在欧美国家金融市场还普遍存在“负利率”的情况下,中外之间的利率差局面将显性化,各路国际资本包括短期性投机资本,客观上存在着流入中国的“压力差”动力,2019年或再现“双顺差”格局。

2019年后,外汇占款重现了持续小幅回升的态势,加上PSL等持续的投放,货币市场呈现了持续宽松格局。虽然前期央行对货币放松节奏进行了调整,但流动性环境改善趋势不变,“融资难”对经济复苏的约束已逐渐消除。为兼顾结构转型的宏观调控目标,货币政策的中性基调不会改变,货币当局的政策重心早已由总量控制,转向结构调整,力促新增货币和信贷流向实体,尤其是中小企业。从政策实践看,得到政策鼓励、符合经济转型和产业升级方向的各类经济活动主体,并不存在融资约束。

按照通常的货币增长中性基准,2019年M2增速在7.5%至8.5%间将是政策合意水平,8.5%以上意味着货币环境已过度宽松。笔者认为,未来货币增长不仅难以进一步提升,维持当前水平也较为困难。未来要维持流动性相对平稳的态势,势必面临以下选择:降准、新创基准货币投放渠道。

显然,前期信贷、货币回升的步伐超出了政策合意防范,政策进行了预调微调。从实际增长水准看,在政策调整货币放松的力度后,信贷、货币增长稳中偏降的势头仍将延续。货币增长平稳的格局,从根源上看,是基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。

进入三季度后,未来信贷、货币的增长将重趋平稳。上半年信贷回升主要依赖于居民部门增长,随着楼市回归平稳,以及进一步约束资金流向楼市,居民部门信贷增长将呈现稳趋趋落态势,未来信贷增长将更多地依赖企业部门信贷需求增长,因而企业部门的融资环境将得以进一步改善。