

# 应避免主动刺破房地产泡沫

□瑞穗证券亚洲首席经济学家 沈建光

自2015年“3·30”房地产政策以来，伴随着去库存调整、信贷政策放松，以及契税政策调整等，中国房地产市场发生颠覆性反转，从前两年库存积压一举进入一轮快速的上升通道。房价涨幅之大，涨幅之快前所未有。根据国家统计局发布的70大中城市房价数据，2016年末，北京、上海、广州、深圳四个一线城市同比涨幅都超过20%。即便如此，一线城市也并非领涨，合肥房价同比涨幅46.3%、厦门同比涨幅41.5%，一二线涨幅也向三线城市蔓延，全面的涨幅态势已然形成。中国一二线城市用两年时间即完成了发达国家用数十年完成的房价翻倍。中国房地产是否出现泡沫，泡沫又能维持多久成为了国内外市场关心的焦点。

## 螺旋式上升的“房价—收入”周期

不难发现，过去十几年中国房地产市场涨多跌少，且每次下跌都是在政策调控下的短期回落，其后由于政策由紧转松，报复性反弹后，房价都会在很短的时间便超过前期峰值。中国房地产鲜有下降周期，且诸多国际衡量泡沫的指标处于高位，但这种情况得以长久持续，并未出现房地产危机。

在笔者看来，之所以中国房价屡控屡涨，泡沫不曾爆破，最主要的原因是中国独有的房地产“螺旋式上升”模式。在泡沫积聚之际，监管者并未采取类似于上个世纪末日本政府主动刺破房地产泡沫的做法，反而短期内通过行政手段防止泡沫进一步扩大，再推动收入的改善在发展中化解泡沫。具体来看，过去历次中国房地产周期均显示，中国房价先是一段时间的快速增长，其后引致严厉的政策调控措施，调控导致短期内供需关系以及房价上涨预期改变，再通过经济增长带动收入提升，为高企的房价提供了支撑。

这种“螺旋式上升”房地产泡沫的特殊模式之所以能在中国得以实现，主要得益于中国过去三十年前所未有的高增长。改革开放以来，中国经济一直享受着改革开放与经济全球化的红利，经济增速整体上保持了高速增长，收入增速多年来保持两位数。2013年以来，收入增速回落至10%以内，但整体上也保持了8%-9%的较高水平，不低于GDP名义增速，这就使得，即便中国房地产泡沫短期出现，高速发展的基本面也能消化泡沫，进而降低房地产危机的风险。

与以往不同的是，由于中国已处于由高速增长向中高速增长转变的新常态时期，未来收入很难延续以往两位数的较高增长，甚至可能由于转型，出现短期的结构性失业。虽然2016年下半年开始中国经济出现反弹，但长期来看，中国已经进入“三期叠加”时期，即增长速度换挡、结构调整阵痛、前期刺激政策消化时期。

近两年的一、二线城市房价比以往涨得都凶狠，说明市场未对收入放缓有充分预期，相反，凭借以往房价只涨不跌的经验，仍有人认为中国房地产市场具备独特性、相信政府会为房地产背书就能对抗经济规律。

## 中国房地产市场的独特之处

试将中国的房地产市场特殊情况与日本当年房地产泡沫时期进行对比，不难发现中国房地产市场的独特之处。

一是中日购房者的购房资金来源与购房者结构不同。对于东京的投资者，似乎很难想象，中国普遍存在父母举全家之力为子女在一、二线城市购房而倾其所有的现象。通过父母支持购房首付、子女还贷的模式在东京投资者看来很难理解。这个背景也解释了为什么北京首次购房者年龄仅为27岁，在东京却达到了41岁。而从近年来购房者构成来看，与泡沫共舞的也并非是投资者想象中的富人。新增房屋购置者大多为首套刚需，如购置婚房。此外，购置二套改善型需求在一线城市也比较普遍，如购置学区房，或为父母购置养老住房。可以发现，这部分人以城市中产为主，并非富豪。

二是中国独特的土地财政。中国并未推出房产税，土地收入仍然是当前地方政府重要的资金来源。而从博弈论的角度来看，政府通过限制供给，保持土地拍卖的高价是维持长期稳定收入的占优策略。

三是中国一线城市资源的集中程度难以比拟。中国一线城市拥有其他城市无可比拟的资源与就业机会，独特的户籍制度又使得要素流通并不自由。同时，中国的住房租赁市场尚不成熟，租赁市场往往缺少契约精神，诸多因素造成了一线城市新市民往往倾向于在就业几年内便购置自有住房。而城市的高速发展与人口集聚，又使得教育、医疗资源等发展显得相对滞后且不均衡，这使得改善型需求，如学区房需求也十分旺盛。

四是政府对房地产市场政策强有力的干预。

## 房地产过热的五大风险

房地产始终是国民经济的支柱产业，房

地产业加建筑业占GDP比重超过12%。且考虑到，房地产的发展情况还直接影响到家具、建材、装潢材料的相关消费，并与上下游企业的发展，金融行业的风险以及地方政府收入都有着紧密联系，作用更是不容忽视。例如，在房地产税尚未进入实质性进展阶段，市政债开闸并未有所突破之时，土地收入仍旧是地方政府收入的重要来源。而一旦房地产市场崩盘，不仅影响投资与消费，也将减少财政收入，也使抵押品价格下降从而诱发银行坏账上升，无异于中国经济硬着陆。

但是，这轮房地产市场显然已不仅仅是资产泡沫大小的问题，而是对整体经济形成了五大风险。

风险一是这次房价的全面上涨与经济走势和居民收入预期背离，缺乏基本面的支撑。这样的上涨之所以值得担忧，在于其既没有经济良好的预期，也没有收入大幅上涨的支持。之前，房价与经济走势相关，经济走强，预期收入提升，购房需求增加导致房价上涨，资产价格走高推升财富效应进而带动消费与经济，似乎是更加良性的循环。然而，当前中国经济面临的情况恰恰并非如此，即便自2016年第三季度开始宏观经济迎来一波上升趋势，也主要靠基建和房地产支持，经济主体活力仍然较差。预计2017年第一季度经济增速已经见顶，下半年经济下行压力加大。在此背景下，房地产市场一枝独秀，高杠杆透支了居民对未来收入与经济的预期，一旦情况转差，金融风险必将有所增加。

风险二是恐慌性购房、投机性购房增加经济脆弱性，一旦预期扭转，可能加大金融风险。可以看到，当前如此涨幅已导致恐慌性购房情绪蔓延。任何有关房地产政策的风吹草动，市场便草木皆兵。

风险三是住宅用地供给不足，楼市香港化趋势明显。尽管中国内地整体国土面积较大，但住宅用地整体较低，供给受到制约，这点与香港情况类似。一方面，当前中国内地主要土地是耕地，18亿亩的耕地红线不得动摇；另一方面城市大量土地又被建设用地占据，留给住宅用地的少之又少，这也是住宅用地拍卖地王层出不穷的原因之一。

风险四是房价过快上涨加大收入差距，损害社会公平。正如香港楼市所反映出的问题，一旦房价涨幅超出普通民众承受能力，也会拉大收入差距，加剧社会矛盾。根据香港特区政府统计出的数据，自1971年至2011年的40年间，香港的基尼系数上涨了25%，从0.43升至0.537，接近0.6的国际警戒线。而其间房价大幅上涨，2003年至2015年的13年中，香港整体房价上涨了4倍，同时香港普通民众居住条件难以改善。而当前香港爆发出的一系列社会问题，都与收入差距扩大有较大关系。以此为鉴，避免楼市香港化至关重要。

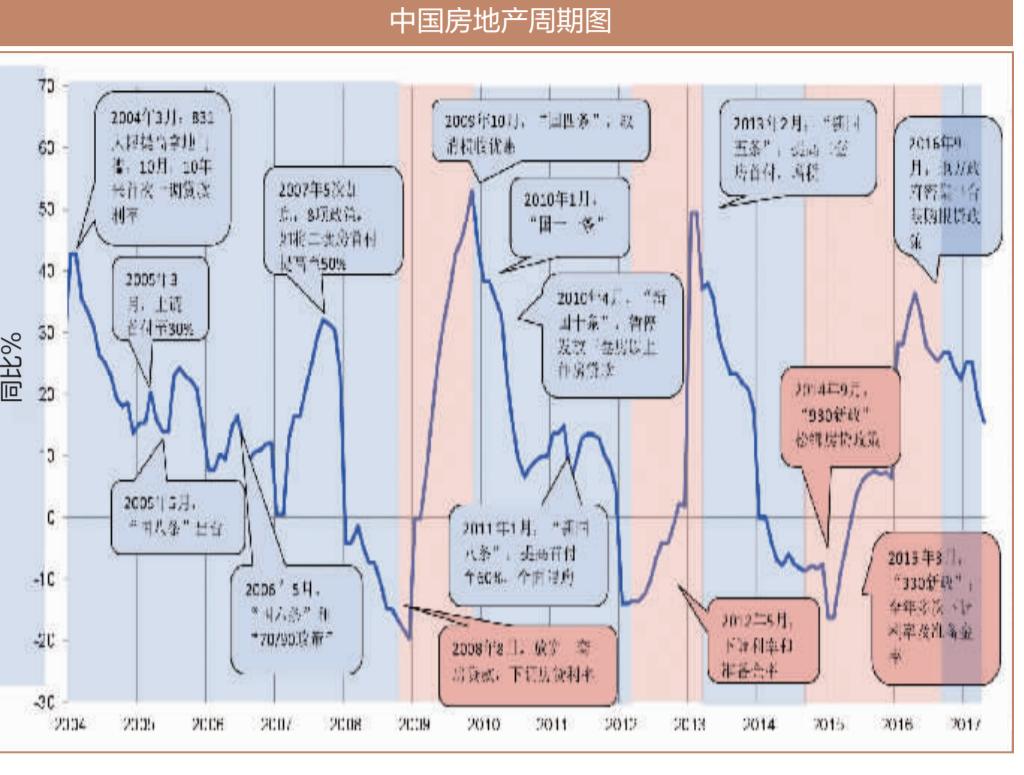
风险五是房地产一枝独秀，或将遏制转型与创新。比居民加杠杆更加令人担忧的是，房地产利润丰厚，远超出实体行业收益，打击企业家创新的信心，不少企业家卖掉企业进入房市的现象令人担忧。与此同时，创新是未来转型的关键，然而高房价无疑推高了创新的成本。

## 避免刺破房地产泡沫

一直以来，房价都与房地产政策密切相关。2013年以来，决策层希望通过打造房地产市场的长效机制，比如推出房产税，走出房地产市场短期调控，行政性干预过强导致市场波动过大怪圈。然而，由于此前去库存位列五大任务，出乎意料地推升了一、二线城市房价过快上涨。此时，政策面临两难，一旦出手调控，政策力度把握困难，经济下行之下，担忧打击经济；而若不出台政策，恐慌性购房推高房价，并加大金融系统风险。且以出台何种手段也有顾虑，如房地产税虽然是既定改革，但在此背景下，反而怕用力过度，造成不可预期的损失。

在处理现下房地产风险上，笔者认为中国应避免主动刺破泡沫。1989年，日本央行强势加息，自1989年6月到1990年8月5次上调政策利率从2.5%至6.0%，主动刺破泡沫。相比之下，如今中国政府对待泡沫方面十分小心，正如上文“房价—收入螺旋式上涨”的化解泡沫模式中所述，在显示出泡沫征兆时，监管层采取行政手段打压房价持续上涨的势头，但避免刺破泡沫。纵观过去十几年，每次意识到泡沫的存在，政府总会出台措施，换取其后几年房地产市场的短暂平稳，没有出现危机。

中国房地产市场五大风险使得调整楼市政策持续十分必要。在笔者看来，关键在于扭转恐慌性购房的预期，比如增加充足的土地供应、引导信贷资金合理配置、因地制宜地启动地方房地产政策、避免资金过度进入房地产市场等。而从长远来看，改革没有捷径可走，通过居民加杠杆帮助企业降杠杆的尝试是有风险的，切实推动结构性改革，比如国企改革，才是解决问题的根本途径。要控制泡沫，短期的限购已经越来越没有效果，更多供给侧改革，特别是土地改革、户籍改革、房产税等税制改革的长效机制的建设已尤为迫切。



## 建立“购租并举”住房制度正当其时

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近日，我国第一部规范住房租赁的法规，《住房租赁和销售管理条例》（简称《条例》）公开征求意见，这标志着我国住房进入租赁时代。据统计，目前我国约1.6亿人在城镇租房居住，占城镇常住人口的21%，未来还将新增2亿人进入租房市场。《条例》发布既是形势倒逼，也恰逢其时。《条例》近一半篇幅放在保障承租人权利上，当然也维护出租人权益，激励供应端，确保租赁责权利平衡。同时，也规定政府将监管重点从新房转向存量房，如信息披露、秩序规范、租金管理等。立法只是第一步，基础秩序的构建亟待展开。发达国家（地区）长期租赁人口占比50%左右，租赁关系稳定，租赁秩序规范，值得我们借鉴。

德国以居民偏好租房、秩序井然、低租金称著于世。目前，德国住房自有率仅43%，租赁占57%的份额。首先，住房供应上租赁优先。德国新建房屋必须在一定期限内让给政府出租，或按管制租金出租，过了期限才能按市场租金出租。因此，德国租赁房源充足。

“二战”以来，德国共建设1000多万套社会住房，可供3000万人居住，多为租赁住房，而德国人口仅8100万。其次，机构租赁起到“压舱石”的作用。中低收入者租赁需求更大，租赁是公共产品。2011年，德国1860万套租赁房中，政府公租房（450万套）占24%，私人机构房（410万套）占22%。再次，采取近乎苛刻的租金管制。一战时，德国就将租金管制写进民法典，并设单章规定住房租赁。二战后，面对住房短缺，德国每一个地区制定固定的房租价格表，禁止提高房屋租金。上世纪60年代后，房屋短缺局面缓解，缺房率3%以下城市取消房租限制。

欧债危机后，发达经济体量化宽松，楼价上涨史无前例。2012年12月，德国议会通过更严格的涨租限制，各州主要地区房租3年内涨幅不得超过15%，房主不得将租金提高至平均水平的10%以上。最后，德国租赁权益保障也很细致，如建立安全与健康标准评估体系，确保“可居住”；中介费和房屋修缮费等全部由房主承担；租房和买房享有同等的公共权益，只要居民合法纳税，就可享有本地公共服务。

日本与我国一样，受儒家文化熏陶，崇尚置业才能安定，人多地少，但住房问题并不突出，这与二战后开启的租赁房屋建设“三支箭”密切相关。1951年，日本发布了《公营住宅法》，由中央向地方补助，修建出租住房，覆盖地区月收入倒数25%的家庭。凡符合住房困难或收入限制的人均可申请，租金为同区域商品房租金的四分之一至三分之一。截至2003年，公营住宅共建设218万套。1955年，日本颁布《住宅公团法》，国家出资75%、地方出资25%设立公团，在住房严重不足的大城市兴建公寓。上世纪60年代城

市化高速推进期，公团实施了两个“5年计划”，共建设了63.4万套住房，70%为出租住房。租赁房屋的最后一支箭是非营利机构住房。为稳定雇佣关系，上世纪60-70年代，很多企业开始拥有社宅和宿舍。据2007年调查，提供补贴或租金的企业占48.4%、提供社宅和宿舍的占35%。1945-1977年，日本共新建2854万套住宅，公营、公团、非盈利企业占40%。

自1934年《国民住宅法》出台，美国就强调租房公平、可负担的原则。首先，租房房源稳定可靠。2015年，全国120万户低收入家庭入住廉租公寓。租赁房源中，71%来源于个人并交于专业租赁机构管理，20%来源于公司或非政府组织。其次，住房法规定，业主不得以承租者种族、性别等而歧视，房主提供适合居住的设备，接受政府监督。只要身份合法，租房与购房在子女入学、社会福利等方面无差异。再次，规范租赁管理，租赁机构、房源、补贴标准及联系方式全部公开。最后，联邦住房与城市发展部每年对530个大城市、2045个县房价进行评估，发布租金参考价。

香港租赁市场的特点是中介服务和监管明晰。一方面，中介服务在前端信息匹配，供需匹配成功后，中介对物业查册，核对房屋基本信息；另一方面，签约过程中中介给业主、租客提供信用保证，如为租客出具《出租资料表》，对按揭、用途、出租限制等作背书。1997年，香港发布《地产代理条例》，规定地产中介从业资格、权利和义务。2004年，香港发布《业主与租客条例》，确保租赁双方责权利平衡，如租客未在规定期限后15天交租，擅自改变房屋结构和用途，业主有权收回房屋；2个月不交租，业主有权拍卖屋内物品；租期超过3年，须以契据订立租约，在土地注册处注册，此后业主售房，须征得租客同意。

发达国家和地区的经验表明，发展租赁市场，一是要将租赁作为政府供给公共服务的内容，加强公共财政建设，将新移民、新就业大学生租房需求视为公共产品，甚至是保障的一部分，纳入公共财政。这样，才能为增加租赁供应、打造低成本环境，加强中介监管，让租房享有同等公共服务创造环境；二是壮大政府公租，稳定租赁关系和市场秩序。目前，我国公租房占比太低，90%的可出租房屋来自私人住宅；三是发展机构租赁。机构租赁是长期经营，非“一锤子买卖”，机构租赁多了，秩序就规范了。我国机构租赁滞后有两大原因，公租房供应少，带头作用不足，地价和财务成本高，相比开发和销售，租赁收益的吸引力并不大；四是加强市场秩序建设。目前，政府管理重点在新房，存量房特别是租赁房一直是空白。整体来看，租赁权益保障、租赁服务标准、投诉处理、政府职责等方面秩序亟待规范，要以落实条例对于出租人、承租人、中介机构、地方政府等责权利，作为市场秩序建设的目标。

## 解开货币难题的关键是金融创新

□复旦大学中国经济研究中心主任 张军

由于来自实体经济的需求收缩，中国经济难现2012年之前的繁荣局面，不仅如此，GDP增长的放缓趋势至今难以逆转。考虑到已有累计超过155万亿元人民币（约25万亿美元）的货币供给，约占其GDP的200%，实体经济部门需求难以扩大的真实原因显然不是因为缺乏货币的供给，而是经济部门面临的金融约束，更何况广义货币供给（M2）这两年仍以12%-13%的速度继续扩大。

然而真实经济部门面临的日益强化的金融约束，与蒸蒸日上的金融部门的扩张景象，形成了鲜明对照。事实上，金融部门自身的繁荣，包括来自于更加市场化的金融创新活动，正在创造着日益膨胀的信贷资产和货币供给，推动了中国的M2相对于GDP更快速增长。

这一局面的形成至少应该追溯到2004年。那之后持续的贸易顺差、资本流入和汇率升值，迫使货币当局愈发越来越多的基础货币来应对冲汇率升值的紧缩效果。货币创造被大量用于基础设施和房地产的投资以扩大国内需求，后者不仅吸收而且进一步创造越来越大的信贷规模。2009年又推出大规模刺激计划，以广义货币M2统计的货币量因为超过20万亿元人民币信贷的急剧扩大而创下新高。虽然2009年中国的GDP按照名义汇率计算只有美国的1/3，但中国的M2已经约为美国的70%。而今天，中国的M2大约为中国的一半，而如果按照名义汇率来换算，中国目前的GDP还只是美国的65%左右。

在这期间，伴随中国M2的急速增长，影子银行和具有影子银行特征的财富管理业务获得迅速扩张。这是货币过多造成的后果，商业银行不得不为此寻求表外运作的渠道，并与中国的真实经济渐行渐远。

至2016年底，根据穆迪投资者服务公司给出的数据，中国影子银行的信贷规模已较五年前增长近两倍，达到65万亿元人民币（约合9.4万亿美元），占中国全部信贷的比重从2006年的10%左右大幅提高至33%，占GDP的比重约87%。

正如很多经济学家已经发现的那样，其实这种影子银行业务在中国大多数不过是商业银行躲避监管的影子业务，理财产品占据影子银行资产规模的最主要部分，其次是委托贷款、未贴现银行承兑汇票、信托等。不仅如此，即使本来属于表内业务范围的银行的同业贷款，也在金融自由化和松弛的监管之下演变成同业之间的资产投资业务，转入表外运作。

借助于同业贷款、通道业务和所谓非标资产的资金池，这些资金从A银行拆借给B银行，B银行再拆借给C银行，层层嵌套，不断扩大链条，资金在金融体系之内空转，不仅不断远离实体经济部门，而且每个环节在收益率上层层加码，大幅度抬高了那些融资者在影子银行之下的融资成本。

由于可以轻易获得不菲的回报，影子银行和表外业务的扩张，让银行有足够的激励将更多的存款货币用于具有高风险和高回报特征的金融资产和房地产部门的投资。这些年来，因影子银行的扩张，本来稳健而规避风险的存款货币变得亢奋，在房地产市场和金融市场上吹大泡沫并制造剧烈波动。

不仅如此，规模巨大的资金如潮水般也涌入了科创型初创企业，制造巨量的风险投资基金和科技公司市值泡沫。2016年，根据中国科技部统计，中国“独角兽公司”（成立不到10年，估值已达10亿美元以上）数量飙升至空前水平，超过130家，比美国多出30家之多。对于那些具有可靠前景的投资项目的数量而言，来自市场的逐利资金无疑显得太多。

去年以来，共享单车如雨后春笋在中国的大城市迅速出现和普及，无疑要归功于泛滥的投资资金。即使创业者尚未真正找到长远可盈利的商业模式，依然难以阻挡风险融资和对公司价值的高估。这足见影子银行不可低估的冲击力。

这个混乱局面的形成最近被监管者归咎于“猫关在牛栏里”，比喻监管松弛。中国银监会决心加强对表外业务的监管，并对银行业的风险资产进行严厉的审计。与此同时，证监会和保监会也同步加强了对股市举牌和违规者的打击力度。此轮融资监管和中国央行启动的宏观审慎评估（MPA）不仅对股市、债券市场都产生了影响，债券利率高升，债券违约率甚至创下历史新高。

即便如此，相信金融监管还将继续下去，因为决策层深知，银行主导的金融系统无法承受近乎失控的金融混乱，从而导致巨大灾难性风险。但笔者认为，强化监管并非解决中国货币难题的钥匙。考虑到货币难题和实体经济部门的重要性，中国需要从根本上想清楚应该鼓励什么样的金融创新才能更好地支持其真实经济活动。而当前这个问题仍有待得到充分讨论和形成高度共识。（本文版权属于Project Syndicate）