

中国房地产周期与金融稳定^{*}

张晓晶 孙 涛

内容提要: 房地产周期与金融稳定息息相关。1998 年以来的我国房地产周期置身于全球地产泡沫的危言之中, 格外令人关注。本文首先分析了驱动本轮房地产周期的增长面、宏观面与制度面因素, 并利用 1992—2004 年的季度数据进行计量分析, 指出无论是房地产业发展还是房地产价格总水平, 在今后较长时期内仍会呈稳中趋升的态势。文章进而指出, 本轮房地产周期对金融稳定的影响主要体现在房地产信贷风险暴露、政府担保风险以及长存短贷的期限错配风险, 并在此基础上提出相应的政策建议: 努力解决银行业自身问题、规范地方政府行为以及有效监管外资进入中国房地产业。

关键词: 房地产周期 驱动因素 金融稳定

一段时间以来, 中国的房地产过热问题成为政府与百姓、商界与学界共同关注的焦点。央行就此出台了一系列调控房地产的措施, 并发布了《2004 中国房地产金融报告》(中国人民银行房地产金融分析小组, 2005)(当然这些举措与研究报告也引起了相当的争议)。但房地产过热并不是中国今天才有的现象, 上世纪 90 年代初的那场房地产热, 相信不少人还记忆犹新。

房地产热, 不过是房地产周期的一个阶段。对房地产周期的研究, 可以追溯到上世纪 30 年代。当时, 库兹涅茨就提出所谓“建筑周期”(building cycles), 此后关于房地产周期的文献不断涌现。房地产周期与金融稳定息息相关。上世纪 80 年代美国银行业危机中, 房地产信贷损失及其诱发的风险就是银行倒闭的重要原因。20 世纪 90 年代以来, 特别是日本泡沫经济破灭及亚洲金融危机中, 房地产都扮演着非常重要的角色。进入 21 世纪, 国际低利率与较多的流动性使得主要发达国家房地产价格不断攀升, 住房抵押贷款在金融部门占有举足轻重的地位, 如果房地产价格出现急剧调整, 这些国家的银行体系资产质量会迅速下降, 经济金融将受到严重冲击。这种情况下, 关于全球地产泡沫的危言不绝于耳, 中国置身其中。显然, 中国房地产业不能按一般的产业问题来对待, 而要从全局来审视它对金融稳定的影响。

本文从中国房地产周期切入, 分析形成房地产周期的各类驱动因素, 利用 1992—2004 年的季度数据进行计量分析, 在此基础上, 探讨新一轮房地产周期与当前金融稳定的关系并提出相应的政策建议。

一、中国房地产周期的简单划分

关于房地产周期的概念, 目前还没有一个公认的标准。不同文献有自己关于周期的定义和衡量指标, 如房地产投资率、房屋空置率、房地产价格、房地产投资回报率等等。本文仅以房地产投资增长率为衡量指标来划分中国的房地产周期(见图 1)。

根据房地产投资的变动, 我们认为, 自改革开放以来, 中国房地产市场经历了三个周期: 第一个

^{*} 张晓晶, 中国社会科学院经济所, 邮编: 100836, 电子信箱: zhang-xj@cass.org.cn; 孙涛, 中国人民银行金融稳定局, 电子信箱: suntao@pbc.gov.cn。感谢香港金融管理局的彭文生、何东博士, 国际清算银行的朱海滨博士, 香港中文大学的梁嘉锐教授提供的宝贵意见, 感谢匿名审稿人。

周期，1978—1991 年。此间，中国房地产业从无到有，逐步发展。1985 年开始的城市经济体制改革，促生了真正意义上的房地产业；1988 年出现一个高潮。1989 年开始，国家宏观调控，实行紧缩银根、压缩开支，房地产业受到冲击。

第二周期，1992—1997 年。房地产市场经历过热和调整两个阶段。1992 年，邓小平南巡讲话和党的十四大召开，国民经济快速发展，以沿海大中城市为代表的房地产业迅速发展。1992 年起，中国人民银行每年从全社会信用计划中单独安排一块用于专业银行的房地产信贷部的委托贷款。当时全国盛行“开发区”热、圈地热，商业银行通过大规模贷款，违规拆借和自办公司等用于圈地、炒地，到 1993 年达到顶点。1993 年下半年，经济过热导致高通货膨胀，国家开始实行适度从紧的政策，房地产业成为调控重点。严格收缩银根，规定房地产公司不得上市融资。银行出现大量不良资产。1996 年，房地产投资增速仅为 2.1%，1997 年到谷底，房地产投资出现负增长（-1.2%）。

第三周期（即新一轮房地产周期），1998 年至今。在国家住房制度改革、商业银行开办住房抵押贷款等业务的推动下，1998 年开始，房地产投资增长率开始回升。

尽管我们并不认为这是唯一的周期划分方式，但有一点可以达成共识：即 1998 年以来，房地产投资增速均超过固定资产投资增速，这很明显地反映了新一轮房地产周期的开始（见图 1）。如果就这三个周期作一比较的话，1998 年以来的本轮周期显得平缓得多，这和整个经济增长周期呈现的特点非常相似，即并没有出现过去的大起大落，而是相对平稳。

二、新一轮房地产周期的驱动因素

对于本轮的房地产周期，值得关注的是，房地产业是如何变得过热的，这种过热还会持续下去吗？新一轮房地产周期的驱动因素是什么？这些因素中，哪些是可持续的，哪些又是不可持续的？

由于房地产不同于一般的资产，它兼有实物资产与金融资产的双重特点，因此，对房地产周期的解释就变得更为复杂。而且，房地产周期的驱动因素在不同的经济中也会有所差别。比如，一般认为，在发达经济中，房价的迅速上涨主要来自富余资金的投资需求。近年来，全球股市持续走低，尤其是在美国的高科技股市神话破灭以后，大批资金流出股市，急于寻找合适的投资渠道。传统上一直较为平稳的房地产市场很快成了这些资金的乐土。这种驱动可以看作是一种“投资组合效应”。同发达国家相比，亚洲一些发展中国家的房价上涨则被认为是政策刺激、需求增长与投资拉动多重因素混合的结果。

结合中国新一轮房地产周期，我们认为驱动因素可以概括为增长面、宏观面和制度面三个方面。

1. 增长面因素分析

增长面因素，就是中国经济增长本身对房地产市场的影响。

其一是城市化。城市化作为增长的引擎，是非常重要的增长面因素。1998 年以来，中国存在城市化加速的态势。如果把 1978 年以来的城市化进程划分三个阶段，通过简单的计算就可以得

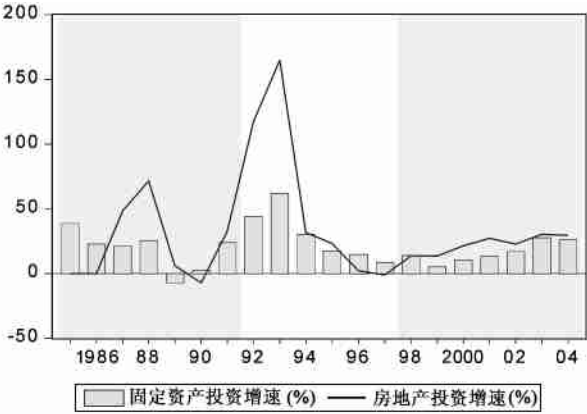


图 1 中国的房地产周期

资料来源：《中国统计摘要 2005》；《中国固定资产投资统计数典（1950—2000）》

出:1978—87年,城镇化率增长了7.4%,平均每年增长0.74个百分点;1988—97年,城镇化率增长了6.1%,年均增长0.61个百分点;1998—2004年,城镇化率增长了8.41%,年均增长1.2个百分点,这个速度几乎是上个10年年均增长率的两倍,这充分表明了1998年以来中国城市化的加速。城市人口的急剧增长带来了巨大的住房需求,从而推动了房地产业的发展。其二是居民收入提高。随着经济增长,居民收入水平提高,2003年人均GDP突破1000美元。个人可支配收入上升以及恩格尔系数的下降,意味着住房支出在增长,使住房需求上升。不过,只有人均可支配收入的增加,显然还不足以实现购房;只有加上住房消费信贷的支持,住房需求才成为真正的有效需求。

2. 宏观面因素分析

宏观面因素主要体现为扩张性的宏观政策与大量外资流入。

1998年以来,为应对亚洲金融危机的冲击,扩大内需,政府采取了扩张性的财政政策与货币政策,双管齐下,起到了非常重要的推动作用。而这种扩张性政策也为房地产过热埋下了伏笔。(1)扩张性财政政策:主要体现在长期建设国债的发行。数据显示,从1998年到2004年,7年间我国累计发行长期建设国债9100亿元,这部分国债形成的投资总规模为5万亿元左右,每年拉动GDP增长1.5到2个百分点。从而保证了国家集中力量建成一大批关系全局的重大基础设施项目,也带动了房地产投资。(2)扩张性货币政策:主要体现为利率政策与住房消费信贷政策。利率的下降走势,支持了宏观面的增长与过热;住房消费信贷的推进,则对房地产发展有了进一步的推动(见图2、图3)。

人民币升值预期下的大量外资流入对本轮房地产周期起到了推波助澜的作用。近年来外资大量流入,既与中国的高增长有关,也与人民币升值预期相关(张晓晶,2005)。外资进入房地产业,期望获得双重收益:一方面人民币升值带来的收益,另一方面是房地产价格上涨带来的收益。由于数据缺乏,我们难以全面地评价外资对中国房地产业的影响。不过,可以确定,外资大量流入是中国经济过热的重要原因,与此同时,它对局部地区的房地产过热也起到推波助澜的作用(尽管不是最重要的驱动因素)。

境外资金通过多种渠道进入上海、北京等热点地区房地产市场。据人民银行金融市场司调查,上海境外资金占全部购房资金的比例从2003年1季度的8.3%上升到2004年4季度的23.2%。据人民银行上海分行统计,2004年1—11月,境外资金流入上海房地产市场的总量超过222亿元,较2003年增长13.5%,其中用于房地产开发的约150亿元,占全年房地产开发总额的12.8%;用于购房的外资约70亿元。境外资金购房集中于别墅、公寓等高价位商品房,2005年前两月,境外资金购买上海单价

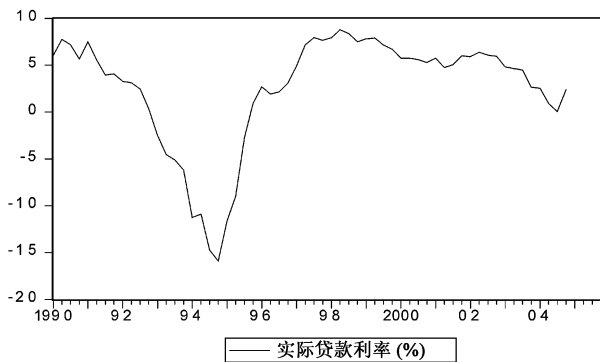


图2 实际贷款利率的变动
资料来源:《中国统计年鉴》

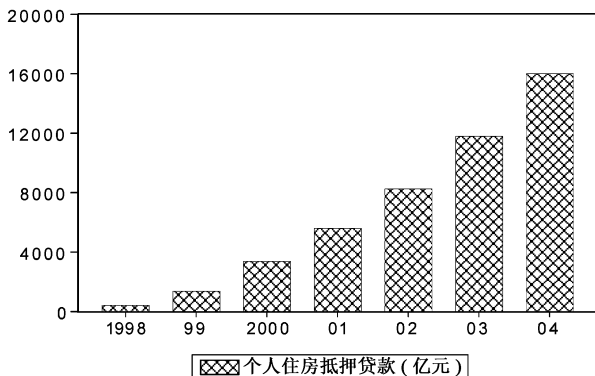


图3 个人住房抵押贷款(1998—2004)
资料来源:中国人民银行统计资料

11000 元/平方米以上新建商品住房的面积和金额同比增长 47.6%和 73%, 购买单价 11000 元/平方米以上二手住房面积、金额同比增长 2.8 倍和 3.1 倍(中国人民银行房地产金融分析小组, 2005)。

3. 制度面因素分析

中国处在发展过程中, 很多制度还不完善甚至扭曲。一是体现为投融资渠道的单一化, 限制了居民进行有效的资产组合; 二是当前的制度框架, 决定了地方政府行为的扭曲。这些都对本轮房地产周期产生了影响。

(1) 投融资渠道

作为理性经济人, 无论是在发达国家还是在发展中国家, 都会通过有效的资产组合获取最大化的收益。在中国, 以银行为主导(银行存款在居民金融资产中的占比基本上都在七成以上, 见表 1), 整个金融市场还不发达, 居民缺乏多样化选择的投资渠道。因此, 在利率下降, 股市低迷, 外汇投资管制, 债券市场又不发达的情况下, 投资房地产成为自然的选择。

表 1 居民金融资产构成(%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
手持现金	6.6	6.7	12.1	11.5	11.2	11	10.7	10.5
储蓄存款	76.9	75.5	75.2	69	71.6	73.3	73.7	73.3
债券投资	9.7	10.6	4.9	6.3	5.8	5.7	5.6	6.1
股票投资	5.4	5.5	6.2	9.5	7.7	6.5	6.4	6.5
保险投资	1.4	1.6	0.8	1.6	1.7	1.8	1.8	2
客户保证金			0.9	1.9	2	1.7	1.8	1.6

资料来源:《中国金融年鉴》; 樊纲主编:《季度变量跟踪分析》相关各期。

(2) 地方政府问题

本轮的房地产周期, 地方政府在其中扮演了非常重要的角色。回顾历史上的经济周期, 在导致经济“大起”的过程中, 一直都有地方政府的影子。地方政府之所以总有这样的投资冲动, 核心在于地方政府的考核体制与预算软约束。

在当前财政包干、分灶吃饭的情况下, 地方政府不可避免地要追求财政最大化、从而增长速度最大化以及投资最大化; 加上对地方政府政绩的考核也往往以 GDP、财政及就业增长等为指标(现在尽管加上了绿色 GDP 指标, 但操作困难), 使得地方政府总有很强的投资冲动。要素市场化改革为这种政府主导的投资冲动提供了便利, 土地收入成为地方“第二财政”。

地方政府预算约束软化, 助长了地方政府不计成本、不计后果的扩张行为。这种软约束体现在, 地方政府不是一个能够自负盈亏的经济实体, 这届政府既可以不对下一届政府的债务负责任, 也可以不对下一届政府的财政收入负责任。在地方政府的决策过程中, 下一代、下一届政府的利益没有体现的方式, 没有人在现在的决策程序中代表下一届政府的利益, 这些利益没有被纳入到当前经济决策的利益均衡关系中来。因此, 才会出现本届政府把今后 20 年的土地都批出去、把今后 20 年的建设都集中到现在的 5 年中搞的现象。

考察本轮的房地产周期, 地方政府的“积极”是有目共睹的。低价征地、高价出让, 已成为不少地方创造政绩、增加财政收入的捷径; 而房地产业的发展, 能够带动整个地方经济, 包括 GDP、财政以及就业等的全面增长。所有这些都为地方政府发展房地产业提供了激励, 一些地方政府还在城镇化的幌子下, 通过强制拆迁扩大房地产需求。

综合以上驱动本轮房地产周期的增长面、制度面与宏观面三大因素, 我们发现:

其一, 增长面因素对于房地产业的发展起着决定性作用。未来较长一段时间, 中国将仍会保持

一个平稳较快的增长, 因此增长面因素还会持续下去, 如城市化进程不会停滞, 人民收入水平的提高及对住房需求的上升也是不可阻挡的长期趋势。

其二, 制度面因素随着市场化的推进, 对房地产发展的驱动会有所减弱。一方面, 投资渠道会逐步拓宽, 可供选择的资产将不仅局限于房地产, 特别是当前股市出现转机, 提供了新的投资机会; 此外, 债券市场的发展, 以及汇率形成机制改变所带来的汇市投资的吸引力增大等, 都使得投资组合更为丰富, 不会出现此前“一边倒”地去投资房地产业的情况。另一方面, 地方政府行为也在逐步规范化, 以及财政体制改革, 在一定程度上抑制了地方政府房地产过度投资的冲动。制度面因素的这些变化, 总的来说会使房地产的投资与需求逐步回归理性。

其三, 宏观面因素, 目前有很多已经发生了变化, 比如: 原先的扩张性政策已经转向中性政策; 随着人民币汇率形成机制改革的稳步推进, 人民币汇率出现双向波动的风险, 对于外资流入房地产业也在一定程度上起到约束作用。

总体而言, 在驱动本轮房地产周期的因素中, 增长面因素仍会在今后较长一段时期发挥作用, 其持续性很强, 制度面因素的持续性较差,^① 而宏观面因素中有很多已不再持续。鉴于增长面因素将对未来房地产业发展起到决定性的作用, 经过全面权衡, 我们认为: 无论是房地产业发展还是房地产价格总水平, 在今后较长时期内仍然会处在一个稳中趋升的态势。

三、计量分析

为使上述房地产周期的驱动因素分析更有说服力, 我们利用相关数据进行计量分析。

建立计量方程的基本思路是: 选择衡量房地产发展的指标如房地产价格、房地产销售面积或房地产投资等作为因变量, 解释变量则是增长面因素(城市化水平、GDP 或城镇人均可支配收入等)、宏观面因素(利率、住房抵押贷款、房地产开发贷款等)与制度面因素(币值预期因素、地方政府行为扭曲因素等)。

1. 数据说明

通过中经网、CEIC、中国人民银行及各类统计年鉴等渠道, 我们获得了从 1992 年第 1 季度到 2004 年第 4 季度的时间序列数据(见表 2)。为分析的方便, 我们对一些原始数据进行处理, 如 g-housinvest 与 g-sales 是根据水平数据算出季度同比增长率, 以消除季节因素; realrate 是贷款利率减去 CPI。

考虑到 1994 年 1 月 1 日中国外汇并轨, 是一个非常大的结构性变化, 它对于整个宏观经济(当然也包括房地产业)都产生了很大影响。因此, 我们加入一个虚拟变量 Dummy, 取 1994 年 1 月 1 日为 1, 其他时间为 0。

表 2 数据基本情况

变量标识	变量含义	平稳性
g_housinvest	房地产开发投资季度同比增长率	I(1)
g_sales	商品房销售面积季度同比增长率	I(1)
housloan	住房抵押贷款额	I(2)
devploan	房地产开发贷款额	I(2)
longloan	金融机构中长期贷款	I(2)
totalloan	金融机构各项贷款额	I(1)
totalratio	(住房抵押贷款+房地产开发贷款)/ 金融机构贷款额	I(1)
realrate	实际贷款利率	I(1)
reer	实际有效汇率	I(1)
shstock	上证综指	I(1)

注: I(n)表示序列经过 n 次差分后达到平稳。

① 尽管市场化的推进会使一般消费者、房地产开发商以及地方政府的行为趋于规范, 从而房地产的供给与需求会向理性回归, 但房地产业(包括对于房地产业的调控)的市场化要真正实现还有很长一段路要走。

遗憾的是, 我们非常希望获得的其它指标, 如房地产价格、城市化水平、GDP 增长率、人均可支配收入, 以及衡量地方政府行为扭曲的指标, 均没有足够长的季度时间序列。这在一定程度上限制了我们的扩大数据样本。

2. 计量结果与经济含义

对上述变量进行单位根检验(结果见表 2)。将表 2 变量差分为平稳变量, 然后再运用 PcGets 软件进行计量分析(尽可能选用较多的变量和滞后期)。通过多次尝试发现, 以房地产开发投资为因变量, 各主要统计量(t 值, DW 值, R^2 等)都比较令人满意, 而且经济含义非常明确(计量结果见表 3)。

表 3 列出的因变量分别为名义房地产投资增长率及实际房地产投资增长率的计量结果。以后者为因变量的解释力比以前者为因变量的解释力提高了近 16 个百分点, 即调整后的 R^2 由 48% 提高到 64%。因此, 我们将以实际房地产投资为因变量对计量结果进行分析。

(1) 实际有效汇率指数变动 1 个单位, 则实际房地产开发投资增长率反向变动 5.2 个百分点(即 Δ_{reer} 与 Δ_{reer-2} 两个系数的和)。计量方程中纳入实际有效汇率变量, 主要是考虑房地产投资变动对于币值预期的反应, 特别是开放条件下外资因素的影响。自 1994 年并轨以来直到 1998 年, 实际有效汇

率基本上呈上升趋势, 这意味着其间人民币存在贬值预期。亚洲金融危机期间, 人民币贬值预期尤为严重。贬值预期阶段, 大量资金流出, 房地产投资的吸引力减弱。考虑到这一期间中国正处于宏观经济“软着陆”阶段, 政府调控因素极大地限制了房地产投资的增长, 因而不宜过度强调其间人民币贬值预期对房地产投资的负面影响。1998 年以后, 实际有效汇率下降, 人民币存在升值预期, 无论是国内资金还是国外资金, 都认为升值预期会抬高未来的房地产价格。于是大量资金进入房地产, 房地产投资高速增长。很多分析指出, 外资进入房地产是推动房地产过热的一个重要原因, 但未见有说服力的计量检验。我们认为, 这里关于实际有效汇率变动对房地产投资影响的分析, 就可以看作是外资影响房地产的一个非常有力的证据。

(2) 上期实际贷款利率变动 1 个百分点, 导致当期房地产投资增长率同向变动 4.58 个百分点。应该说, 实际贷款利率的系数符号与我们预期的相反。根据一般经济理论, 实际贷款利率上升, 会导致投资下降。因此, 二者应该呈反向变动。出现同向变动的结果应作如何解释呢? 一方面, 长期

表 3 PcGets 计量分析结果

	因变量	
	名义房地产投资增长率 ($\Delta g_housinvest$)	实际房地产投资增长率 ($\Delta(g_housinvest-cpi)$)
Constant	—	—0.09674 (—4.279)
Δ_{reer}	—0.01295 (—1.717)	—0.02284 (—3.026)
	—0.02694	—0.02927
Δ_{reer-2}	(—3.502)	(—3.810)
	0.03437	0.04581
$\Delta_{realrate-1}$	(3.401)	(4.539)
	0.06976	0.14236
$\Delta_{totalratio}$	(2.063)	(3.607)
		0.07020
$\Delta_{totalratio-1}$	—	(1.784)
	—0.51780	—0.62347
dummy	(—4.101)	(—4.877)
R^2	0.52301	0.68163
调整后的 R^2	0.48153	0.63822
DW 值	1.98	2.11
样本期	1992 Q2 — 2004 Q4	1992 Q2 — 2004 Q4

注: 括号内为 t 统计量。

以来,中国的利率还没有市场化,利率作为资金价格,还不能完全反映资金成本;另一方面,中国的投资有很多是政府驱动,房地产投资较少考虑利率因素,甚至在利率上升的时候,房地产投资仍然上升。接下来的分析表明,不是利率而是对房地产业的贷款,成为影响房地产投资的重要因素。

(3)房地产贷款占整个信贷比率变动 1 个单位,导致房地产投资增长率同向变动 21.3 个百分点。房地产投资主要受房地产贷款的影响,这恰好说明了银行贷款是房地产投资的主要来源。同时,也反映出房地产投资高增长所带来的金融风险。房地产贷款占整个金融机构贷款的比率,也被称作是房地产贷款的风险暴露。根据本文的计量方程,这个风险暴露越大,房地产投资就越大。二者的密切关系,为后文分析房地产风险提供了有力的依据。

(4)虚拟变量表明,汇率并轨对于房地产投资有较大的负面影响,导致当期房地产投资下降 62.3 个百分点。

上述计量分析区别于其他房地产计量分析的特点是:将实际有效汇率作为一个变量,强调了币值变动预期进而外资对于房地产投资的影响,这非常符合经济现实,特别是近两年的情况。此外,我们引入房地产贷款占比,强调它在房地产投资中的重要性,并且将它作为房地产风险暴露的一个重要指标来衡量,这在一些研究中也是缺乏的。

四、房地产周期与金融稳定

房地产发展离不开与金融支持,房地产的周期变动也会对金融稳定产生很大影响。在市场繁荣时,银行信贷资金大量注入房地产,上市公司募集资金也大量投入房地产开发;在市场低迷时,银行资金深陷其中,形成不良资产,房产类上市公司业绩下降。房地产周期对金融稳定的影响渠道体现在:(1)金融发展必须依托于实体经济发展,房地产规模扩张带动房地产金融业务规模的扩张,促进金融创新。比如 1998 年以来我国房地产信贷的发展成为银行信贷扩张的一个新的“增长点”,房地产贷款不良率较低也是使银行坏账率下降的一个重要因素。(2)房地产市场发展影响金融稳定。1993 年我国的房地产泡沫的破灭导致出现了很多银行坏账。而亚洲金融危机期间,各国的一个共同特征是房地产价格在经过一段过度上涨后,开始下跌;由于房地产价格陡降,导致从事房地产金融业务的银行出现呆、坏账,银行体系资产质量下降甚至诱发银行危机。在以银行为主导的经济中,房地产金融形式单一,房地产金融的重担几乎全压在商业银行身上,房地产业各个环节所需资金,如房地产开发贷款、流动资金贷款、施工企业贷款和住房抵押贷款有相当部分来自银行,房地产的市场风险较易转化为银行信贷风险,从而使房地产周期波动中的风险高度集中于银行体系。

本轮的房地产过热,在老百姓看来是房价涨得太高,担心自己什么时候才能买得起房子;而对政府和央行而言,更重要的是,一旦房地产泡沫破灭,将会对金融稳定造成什么样的影响?就目前来说,就是本轮房地产周期在哪些方面会对金融稳定产生负面冲击呢。我们认为,房地产业的风险可以从消费者、生产者(即开发商)与政府角度进行分析,而主要的风险则体现在房地产信贷的风险暴露、政府担保以及存贷款期限错配。

(1)住房抵押贷款(消费者角度)

1998 年以来,个人住房抵押贷款既是推动房地产业发展的力量,也成为银行业扩大信贷规模和降低不良贷款率的重要手段。中国各银行和监管机构都认为抵押贷款是极好的放贷方式,其资产质量很高。截止到 2005 年 1 季度,中国个人住房抵押贷款坏账比率仅为 1.5%。相对于原来的国有经济贷款与政府担保的其它形式贷款,个人住房抵押贷款的风险确实要低得多。不过,住房抵押贷款的潜在风险也是不可忽略的:

一种说法是,抵押贷款的推出,便利了居民的负债,于是,中国产生了越来越多的“负翁”(即大量负债导致居民总资产可能为负)。这种说法看似有道理,其实并没有考虑到“负翁”的说法和担

心主要是基于一个存量的概念，即居民现有总资产与其总负债的比率。实际上，银行风险的产生更主要源于流量概念，即在一个时点上，居民的现金流能否支付相应的债务负担。比如每个月的个人可支配收入，能在多大程度上偿还“月供”。从流量角度看，“负翁”的提法及担忧显然是被夸大了。

但这并不是说不需要关注个人住房抵押贷款的风险。首先，个人购房，除了自住需求，还有投资(机)性需求。据建设部 2004 年的调查，北京市商品住宅投资性购房比例约 17%，长三角主要城市商品住宅投资性购房比例在 20% 左右。投资需求往往更易受未来收入预期以及其他经济预期(如利率走势)的影响，风险较大。其次，有些购房人是通过各种手段套取不同银行的贷款来实现其投资需求的。^① 这种类似于欺骗行为的存在，也加大了银行信贷风险。银行之间资源不能共享，信息调查不灵，给这类人以可乘之机。

(2) 开发商贷款(生产者角度)

开放商(土地开发与房地产开发)对于银行贷款的高度依赖。我国房地产开发商通过各种渠道获得的银行资金占其资产的比率在 70% 以上。下面具体分析房地产开放商贷款的潜在风险。

一是土地开发贷款风险。土地整理储备中心所需资金的来源主要有以下几个渠道：财政拨款一定的启动资金；土地使用权出让金垫资；银行贷款；储备土地的经营性收入等，其中银行贷款为最主要的来源。土地储备中心有高负债经营的特点。我国土地储备贷款 2004 年底为 828.37 亿，综合授信额度更大。这些额度大都是在政府担保的名义下实现的，而实际上，这种政府担保很难有效，因为财政或其它部门担保不符合《担保法》。同时，银行贷款只能以土地储备中心运作的土地使用权作为抵押，但根据现行法规，质押的土地不属于土地整理储备中心。

二是房地产开发企业贷款风险。以北京为例，2000—2002 年北京市房地产开发企业平均资产负债率为 81.2%，房地产开发企业负债经营的问题较为严重。而全国 20 家最大的房地产开发贷款大户，其负债比率比北京的平均水平还高。房地产开发企业的高负债经营蕴含着很大的潜在风险(中国人民银行房地产金融分析小组，2005)。

(3) 房地产信贷风险暴露

房地产信贷可能产生的风险，可以用房地产贷款(个人住房抵押贷款加上房地产开发贷款)占整个金融机构贷款的比重来衡量，这也被称作房地产信贷风险暴露。前面的计量分析表明，正是房地产信贷风险暴露的扩大，推动了房地产投资的增长。反过来，房地产投资的快速增长，必然会导致信贷风险暴露的迅速放大。根据我们的测算，1998 年，房地产信贷风险暴露仅为 2.9%，2002 年上升到 10%，到 2004 年上升到 13.5%(见图 4)。尽管比起亚洲危机爆发前一些国家高达 30%—55% 的信贷风险暴露来说，^② 中国目前的房地产信贷风险暴露还不是那么令人担心。不过，鉴于中国银行体系的坏账积累较多，整个金融体系的稳健程度还远不及发达市场经济国家，特别是个别银行的房地产信贷风险暴露比率远超过这一数字，因此，需要高度关注这一风险暴露比率。

(4) 政府担保的潜在风险

1998 年以来，一个突出的现象是中长期贷款的增长迅速(见图 5)。这是政府为配合扩大内需所采取的一些措施如加大基础设施建设，以及推进个人消费贷款所形成的。这其中，基础设施建设

① 比如，买房人在申请贷款买房的时候，大都选用开发商阶段性担保加抵押的方式。程序上的某些漏洞很容易被一些投资型买房人利用。如某人从 A 银行贷款买一套 100 万元的房子，按 20% 首付规则，买房人先缴纳 20 万元给 A 银行。原则上买房人在办完产权证后，还款期间，产权是抵押给银行的。但产权证是由办证机关发给个人而非直接送到银行。所以，有的买房人把产权证抵押给 B 银行，这样可以从 B 银行拿到一套房约 70% 的贷款(假定有 70 万元)，买房人可以再拿这 70 万元作为另外 3 套房子的首付，以此类推。

② 1996 年，房地产信贷占银行贷款的比重分别为：香港(40%—55%)，马来西亚(30%—40%)，新加坡(30%—40%)，台湾(35%—45%)，泰国(30%—40%)(引自 Koh 等，2004)。

方面的重大项目贷款,均与政府担保(或政府背景)密切相关。据估计,在金融机构中长期贷款中,80%以上都与政府担保有关。这些担保,有些是有形的,如地方政府人大出具担保函;有些是无形的,如政府秘书长说“没事”。

现在很难估算出,在整个房地产贷款中,有多少与政府担保有关。但至少前面提到的土地储备整理中心贷款,以及大量的与房地产开发有关的基础设施建设贷款,都有相当多的政府担保。那么,一旦政府担保的项目出问题导致银行坏账,由谁来承担责任呢?显然,这些负债最终将成为国家综合负债而加大整个经济金融风险。

在中国,很多风险的特征都体现为政府担保风险。比如,土地开发贷款中的政府担保,以及固定汇率体制下的政府隐性担保(这一隐性担保2005年7月才刚刚解除)。政府信用或担保带来的问题,使这个风险往往是隐性的,不是显性的。而且,由于对政府的过度“信任”或者对于政府担保的确认,导致银行对这类风险考虑较少,再加上,即便出现这样的风险,对银行而言也不是什么大问题,所谓“肉烂在锅里”。这样一种思路,特别是原有体制的痼疾,导致对政府担保贷款的风险意识非常弱。银行加大了有政府担保的信贷发放但却忽视了可能的风险。政府担保风险是一个体制上的问题,也是影响将来金融稳定的重要因素。

(5)存贷款期限错配

商业银行存贷款期限错配,是指商业银行依靠短期存款来为长期贷款融资时产生的期限不匹配问题。如图6所示,2001年以来,中长期贷款增速加快,其占金融机构总贷款的比重也不断上升,到2004年上升到40%。中长期贷款占比的迅速上升,很容易产生所谓期限错配以及由此带来的风险。因存贷款期限错配而引发金融危机,是有前车之鉴的。如1997年的韩国,其银行体系借入的大都为短期债务(包括外债),而所支撑的又多为长期投资,因此当亚洲金融危机发生,境外流入韩国的资金骤减,最终使韩国金融跌入流动性陷阱,货币大幅贬值。中长期贷款何以会迅速上升呢?一方面,中长期贷款中80%以上与政府担保有关;另一方面,房地产贷款增长也是一个重要的解释因素。2004年房地产贷款占整个中长期贷款的36%左右(见图7)。可见,存贷款期限错配问题一定程度上是由房地产周期引起的。

综合以上分析,无论是住房抵押贷款风险、房地产开发贷款风险、政府担保风险、期限错配风险,归根到底都将首先体现为银行风险,也将最为集中地体现为银行风险(尽管政府担保风险导致国家综合负债上升,最终可以是一种财政风险)。这突出地表明,新一轮的房地产周期与当前中国的银行稳健经营及至金融稳定息息相关。

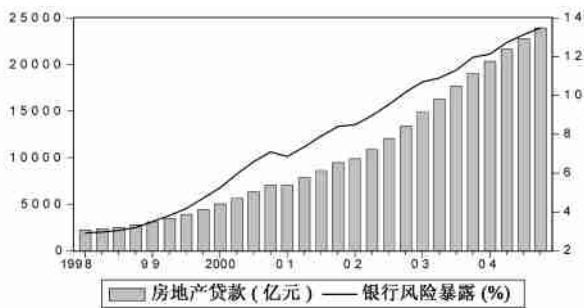


图4 房地产信贷风险暴露

资料来源:中国人民银行统计资料。

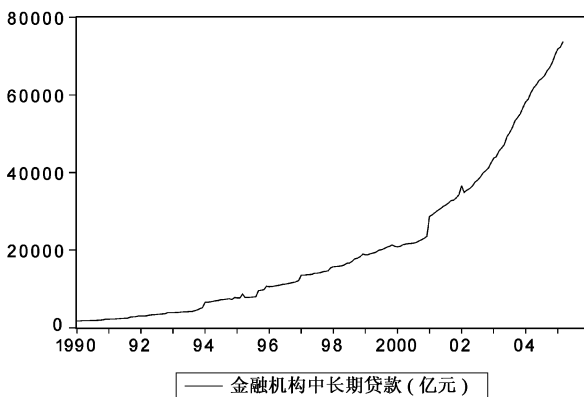


图5 金融机构的中长期贷款

资料来源:中国人民银行统计资料。

五、结论与政策建议

本文考察了中国的房地产周期，特别是新一轮房地产周期的驱动因素；研究显示，增长面、宏观面、制度面因素的综合作用，在今后较长时期内，无论是房地产业发展还是房地产价格总水平，仍会处在一个稳中趋升的态势。

新一轮房地产周期对金融稳定的影响主要体现在三个方面：房地产信贷的风险暴露、政府担保问题以及期限错配问题。所有这些潜在风险，归根到底都将最先体现为银行风险，也将最集中地体现为银行风险。为有效化解房地产业的风险，维护金融稳定，我们提出以下的政策建议：

(1)努力解决银行业自身的问题。一方面，银行放贷要更加审慎，继续完善银行公司治理结构、金融监管和金融生态。另一方面，作为中长期贷款的房地产信贷的上升容易产生期限错配问题。因此需要促进中长期直接融资的发展；同时，为了逐步化解当前银行中长期贷款占比过高的问题，需要通过资产证券化等手段，使这部分资产流动起来（资产证券化目前已在试点，如建设银行的抵押资产证券化和开发银行的信贷资产证券化）。

(2)规范地方政府行为。逐步纠正作为房地产热重要推动力量的地方政府投资冲动，这要求改变原有的体制模式，改变地方政府的预算软约束及只注重增长的政绩观。唯其如此，政府的扭曲行为才能得以矫正，房地产业投资才会变得更加理性（原来的房地产投资冲动也是一种“理性”，只不过是预算软约束条件下的“理性”），才会减少由政府扩张冲动引致的周期波动和金融风险。

(3)有效监控外资进入房地产业。我们的计量分析显示出实际有效汇率在解释房地产投资增长中的重要性，因此稳定汇率预期显然是有效抑制外资大举进入房地产业的一个重要措施。当前我国汇率形成机制已经改变，特别是汇率不再是单向的变动（如升值），而是存在双向波动的风险，因此，那种试图通过人民币升值而获利的外资进入房地产的激励会受到削弱，但由于升值预期仍然存在，因此，仍然有必要通过资本管制手段有效抑制外资进入房地产业进行投机。从国际经验看，为防止国民财富流失、抑制房地产炒作，在国际货币基金组织 187 个成员国中，有 137 个成员国对外资投资于房地产进行管制。境外机构和个人购买境内商品房，属于资本项目管理的内容之一。因此，可以根据资本项目管理原则对外资进入房地产的交易和汇兑环节进行规范，同时，对房地产项下违法违规资金流入加大查处力度，以抑制投机行为。

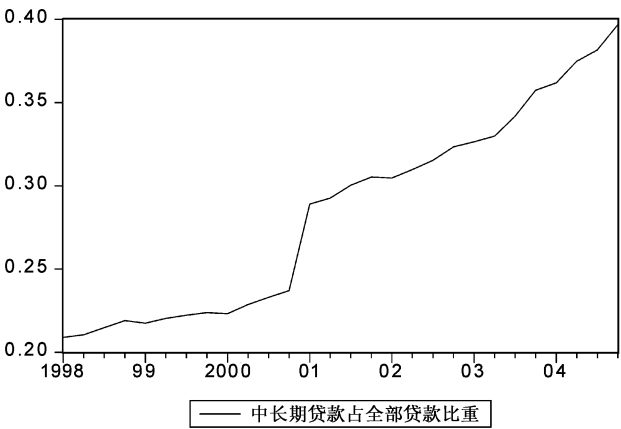


图 6 中长期贷款变动
资料来源：中国人民银行统计资料。

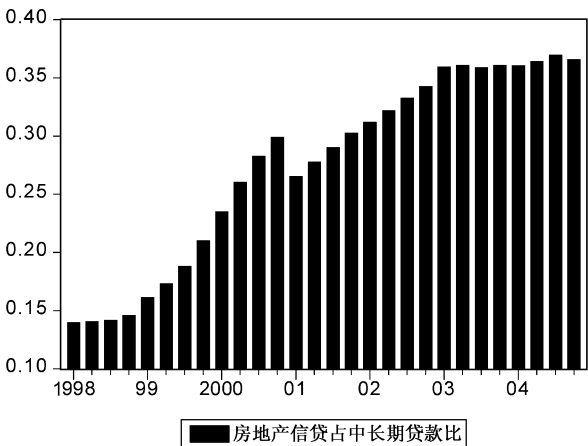


图 7 房地产信贷占中长期贷款的比重
资料来源：中国人民银行统计资料。

参考文献

- 国家统计局, 2002:《中国固定资产投资统计数典(1950—2000)》, 中国统计出版社。
- 张晓晶, 2005:《国际资本流动、经济扭曲与宏观稳定》,《经济研究》第 4 期。
- 中国人民银行房地产金融分析小组, 2005:《2004 中国房地产金融报告》。
- 中经网, CEIC, 中国人民银行统计资料。
- Davis, E. Philip and Haibin Zhu, 2004, “Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross-Country Evidence”, *BIS Working Papers* No. 150.
- Hellblom, Thomas F, 2003, “Housing Price Bubbles- A Tale Based on Housing Price Booms and Busts”, This paper draws on Chapter II of the April 2003 *World Economic Outlook*, IMF, 2003.
- Herring, Richard and Susan Wachter, 2002, “Bubbles in Real Estate Markets”, *Zell Lurie Real Estate Center Working Paper* 402, March 2002.
- Koh, Winston T. H., Roberto S. Mariano, Andrey Pavlov, Sock Yong Phang, Augustine H. H. Tan, and Susan M. Wachter, 2004 “Bank Lending and Real Estate in Asia: Market Optimism and Asset Bubbles”, Forthcoming in *Journal of Asian Economics*.
- Quigley, John M, 2001, “Real Estate and the Asian Crisis”, *Program on Housing and Urban Policy Working Paper Series*, Working No. W99-008.

China's Property Cycles and Financial Stability

Zhang Xiaojing

(Institute of Economics CASS)

Sun Tao

(Financial Stability Bureau, People's Bank of China)

Abstract: Real estate cycles and financial stability are closely interrelated. China's real estate cycle since 1998 involved in the global real estate bubbles draws worldwide attention. Based on analyzing three driving factors of real estate cycle in the aspect of growth, macro-economy and institutional setup, this paper performs an econometric analysis with quarterly data of 1992—2004, indicating that in the medium and long term, both development and general price of real estate tend to maintain the stable upward trend. This paper then points out that the impact of current real estate cycle on financial stability could be the risks resulting from real estate lending exposure, government guarantees and maturity mismatch, followed by some corresponding policy implications such as advancing banking reform, improving the behavior of local governments and strengthening the monitor of foreign capital inflows.

Key Words: Real Estate Cycles; Driving Factors; Financial Stability

JEL Classification: E300, E370, G180

(责任编辑: 晓 喻)(校对: 星 雨)

《中文社会科学引文索引》(CSSCI)统计结果(2004 年度)公布

根据南京大学中国社会科学研究评价中心研制的《中文社会科学引文索引》(CSSCI)最新的统计结果, 本刊 2004 年度在以下指标中名列前茅:

- (1) 影响因子为 3.619, 在经济学刊物中高居第一, 在社科期刊中名列第一;
- (2) 被引总次数 3431 次, 在经济学刊物和社科期刊中均名列第一;
- (3) 被引指数(即年指标)为 0.6196, 在经济学和社科期刊中名列第一。