

中国流动性趋紧与房地产泡沫的冲突加剧

经济走势跟踪

Macroeconomic trend monitor

中国社会科学院宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

中国社会科学院经济所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2013 年第 90 期（总第 1410 期）2013 年 12 月 4 日（星期三）

经济热点分析

警惕房地产市场泡沫的不断积累

[导读：房地产市场的风险正在不断积累，目前，全球多个国家出现房地产市场泡沫，部分美国房地产市场出现增速减缓迹象，按揭贷款风险也在不断增加，中国房地产市场也面临泡沫破裂的危险。在风险不断积累的过程中，保持一份清醒是非常必要的。]

鲁比尼：许多国家房地产市场出现泡沫

据报道，在一份名为《重返房地产市场泡沫》的报告中，纽约大学教授努里埃尔·鲁比尼称，至少 17 个国家和地区出现了房地产市场泡沫。现在许多国家的房地产市场出现了泡沫。

鲁比尼认为，在金融危机爆发 5 年之后，现在许多国家（和地区）出现了房地产市场泡沫迹象。这些国家包括发达国家中的瑞士、瑞典、挪威、芬兰、法国、德国、澳大利亚、新西兰和英国（伦敦）；发展中国家（和地区）中的新加坡、中国、以色列和中国香港；以及土耳其、印度、印尼和巴西的主要城市。

这些国家和地区出现房地产市场泡沫的迹象包括：房价快速上涨、持续飙升的房价收入比率和家庭债务中抵押债务高企。在大多数发达国家，吹涨房地产市场泡沫的因素是极低的短期和长期利率。在 GDP 增速疲软、失业率高企和通胀下降的情况下，央行常规和非常规政策造成的大量流动性正在推高资产价格——首先受到影响的是房价。

鲁比尼指出，一些国家正采取措施，试图控制资产泡沫。这些措施包括：降低贷款价值比率、收紧抵押贷款标准、限制二套房融资、提高银行抵押贷款的缓冲资本金、提高抵押贷款资本费用，以及限制使用退休基金支付购房分期付款等。然而，这些政策并没有起到效果。

目前而言，鲁比尼认为房地产市场泡沫还不会很快破裂，这是因为推高泡沫的因素（尤其是低息货币和对冲通胀）仍然全速发展。另外，许多国家的银行系统提高了缓冲资本，这能够确保它们吸收房价修正带来的损失。在许多国家，家庭的抵押资产（房屋）净值比之前美国次贷泡沫时要高。

美国一些最热的房地产市场开始冷却

而在美国，一些最火爆的房地产市场则正在冷却。《华尔街日报》的市场情况调查结果显示，在过去一年中，美国一些最火热的房地产市场正开始慢慢冷却。由于房屋价格高企以及抵押贷款利率上升，令买家望而却步。

由于住房市场在过去一年涨幅巨大，加利福尼亚州、亚利桑那州和内华达州内的多个城市出现房屋销售量正在放缓，同时住房供应量开始增加的迹象。越来越多的城市的存量房数量在经过急剧下跌后开始企稳。与此同时，伴随着房屋和利率价格的上涨，需求已经开始减少。但按照目前的房屋销售速度，许多城市的住房供给依然偏低。

房地产经纪人和经济学家将住房市场目前放缓的态势归因于房屋上价格和抵押贷款利率的上涨，这两个因素交互作用减少了潜在的购房者，同时降低了投资客的兴趣。

根据到房地产网站 Zillow 的数据显示，截至九月的前 12 个月，拉斯维加斯和萨克拉门托的房屋价格上涨已经超过 33%，旧金山、凤凰城、圣地亚哥和奥兰治城的房屋价格上涨超过 20%，但最近涨幅已经放缓。

2013 年第三季度，奥兰治城房屋价格仅增长 1%，圣地亚哥为 2%，而旧金山为 3%。这些城市的房屋价格涨幅是自 2012 年初以来的最小值。

同时，5 月份以来利率已增加了近 1 个百分点，提高了每月的按揭付款支出额。如对于一套 40 万美元贷款的房子，大约增加了 230 元支出，至 2025 美元左右。

Costa Mesa 按揭贷款部门副总裁威顿（John Wheaton）认为按揭支出的增加是一个“很大的跳涨，”他预计房屋价格回调的可能性比价格继续上涨可能性高。

当然，依然有很多市场继续保持强劲和并处于卖方市场。Realogy 公司的首席执行官史密斯（Richard Smith）认为美国很多地方依然还存在房屋库存太少的问题，所以房价还会继续走高，但随着住房价格和抵押贷款利率上升，房屋竞购的状况已经得到缓和，住房供应量也已经上涨。

经济学家们认为房屋库存最近的上涨可能证明，一些最火爆的市场正趋于稳定。房屋销售下滑的一大驱动因素是待售止赎物业数量的持续下滑。这些市场从过去几年的卖方市场又回归买方市场。亚利桑那州立大学的住房分析师奥尔（Mike Orr）认为“一些地方已经成为买方市场，整个市场会在明年早些时候再次成为买方市场”。

得克萨斯州中西部和东北地区的房屋库存正持续减少。其中丹佛的库存低于去年同期的 26%，而曼哈顿与去年同期库存相比下降了 22%。休斯敦的库存下降了 19%，达拉斯为 18%，纽约的长岛为 14%，而新泽西州北部郊区则下降了 13%。

然而，从广义上讲，在华尔街日报调查的 28 个主要城区中，有将近一半观察到库存上升。这表明近三年来首次出现占最高份额的市场房屋供给增加。明显增加的城市包括旧金山、凤凰城、拉斯维加斯、亚特兰大和萨克拉门托。

据当地房地产数据信息显示，10 月萨克拉门托的待售房屋数量相比去年同期猛增 93%，而销售量下降了 25%。在凤凰城，销量下降了 14%，而库存上涨了 15%，而在拉斯维加斯，销量下降了 13%，库存增加了 73%。

美国按揭贷款偿付潮令新一波风险迫近

另据《华尔街见闻》的信息，越来越多美国人难以按时偿还在楼市泡沫时期获得的房屋净值贷款（home equity lines of credit），该趋势可能给美国的大银行造成又一记打击。

贷款现在成为问题，是因为时间达到 10 年的贷款日益增多，这时借款者除了要继续支付利息之外，还要开始偿还本金。在未来四年，美国最大银行中超过 2210 亿美元的这类贷款将达到 10 年，大约是当前未偿净值贷款规模的 40%。

对一个普通消费者而言，贷款进入 10 年意味着月供将增加逾两倍，这个负担对于次级贷款者尤为沉重。此外由于贷款通常使用浮动利率，若美联储开始加息时，还款额还会进一步增多。

消费者信用机构 Equifax 的数据显示，到第 11 年，无法按时还贷的贷款人数目可能翻倍。贷款成为坏账后，银行贷出的每一美元，损失可能高达 90 美分，因为房屋净值贷款通常是借款人的二次抵押贷款。若银行收回房子，出售所得的多数收益将偿还原始的贷款，没有多少能留给提供房屋净值信用额度贷款的银行。

在某些情境下，这些都会运行良好。比如，如果经济增长加快，房价上涨，借款人可对原始抵押贷款和净值贷款再融资，使其成为一项新的固息贷款。部分借款人也可以趁价格上涨卖出房屋，并偿还贷款。房屋净值贷款就像刷信用卡一样方便

但一些监管机构、评等机构及分析师已经提高警觉。美国货币监理署（OCC）从 2012 年春季以来已持续警告银行业者有关房屋净值贷款的风险。OCC 目前正在向各银行施压要求量化风险，尽可能使风险降至最低。

在房市泡沫破灭之前，银行业者积极推销房屋净值贷款，消费者也乐得享用这类贷款，把它们当成是更便宜的信用卡债务，用来支付渡假和买车。美国银行、富国银行、花旗集团及摩根大通等几家大型银行，帐上都各有 100 亿美元以上的房屋净值贷款债权，有些甚至更高。

房屋净值贷款最后会对各家银行造成多大打击，要看违约的比例而定。分析师难以提出预测数字。最好的情况下，亏损只会比目前水准稍微高一些，完全可以控制。但某些银行的最糟情况可能很惨烈，不但严

重吃掉银行获利，也可能损及资本，偏偏银行业者正面临强化资本的压力。

房屋净值贷款的局面，充分显示金融危机爆发前几年所形成的抵押贷款泡沫仍在拖累银行，尽管这个泡沫已在 7 年前破灭。以许多角度而言，抵押贷款市场仍未恢复：每 10 件房屋贷款之中，仍有 9 件是由联邦政府支持，完成止赎的贷款有 460 万件，拥有优良信用的借款户仍然无法取得贷款。

银行有一些减少损失的选择。如果借款人无力还款时，银行可以鼓励他们签下清偿计划。某些情况下，银行可变更贷款条款，允许借款人在更长一段时间内仅支付利息，或者延长本金偿还期限。美国银行发言人在一份声明稿中表示，该行早在借款人开始偿还贷款本金的一年前，就会和借款人解释其可选择再融资、或者修改贷款条款。不过 Crews Cutts 说：“这些做法作用有限，这方面没什么简单的解决办法。”

据美国联邦存款保险公司（FDIC）数据，在 2003 年底至 2007 年底之间，银行房屋净值贷款未清偿余额跳升 77%，从 3461 亿美元增至 6114 亿美元。虽然不是每宗贷款案都要求借款人在 10 年之后就开始偿还本金，但大多数如此。在楼市热潮时银行特别愿意承作这类贷款，部分因素在于其认为房屋担保品价值会持续上涨。

但 10 年之后，若是你背负 3 万美元房屋净值贷款、初始利率为 3.25%，根据惠誉的分析师估算，你的每期偿还额度可能从 81.25 美元跳升至 293.16 美元。这就是为何这类贷款变得棘手的原因。2003 年时放贷出去的房屋净值贷款，拖欠偿还的情况已开始迅速增多。Equifax 的数据显示，2003 年贷出的贷款中，拖欠比率约为 5.6%，已触及 10 年最高。估计这一比率在今年可能升至约 6%，比 2012 年的约 3% 高出一大截。

利率期货市场走势显示，美联储可能最快在 2015 年 7 月开始调升利率，而这也将增加借款方的每月偿债负担。花旗集团首席财务官戈斯帕奇（John Gerspach）在 10 月 16 日与分析师召开的电话会议中说：“消费者所面临的这种情况，是影响花旗控股房屋信贷账目的最大单一风险。”

银行风险敞口各有不同，讯息披露程度也互异，使外界更难摸清哪个地方风险最大。OCC 的本哈特说，多数的房屋净值贷款债权行是大型银行。美银约有 80 亿美元房屋净值贷款未清偿余额将在 2015 年之前重新设定，之后还有 570 亿美元贷款重新设定，但目前尚不清楚哪一年会出现贷款重设最高数字。摩根大通 10 月时在一份监管文件中说，2015 年之前和 2017 年之后，有 90 亿美元贷款将重新设定；而在 2015-2017 年之间将有 220 亿美元贷款重新设定。

美银表示，该行已经重新设定过的房屋净值信贷未清偿余额中，有 9% 是呆帐，对大型银行而言，这个数字尚属可控。但如果房屋净值贷款拖欠比率上升到次级房贷那样的水平，可能就会有麻烦了。有分析师说：“从贷款亏损的角度来说，我们见到的只能说是冰山一角。”

陈志武：中国房地产泡沫越来越接近破灭

日前，耶鲁大学金融经济学教授陈志武接受《华西都市报》采访时称，新增需求增长困难、货币政策空间小、资本账户开放带动境外投资，这些都会造成中国的房地产泡沫难以为继，泡沫破灭对中产阶级是破坏性打击。

他预计，短期一线城市房价或许还会涨，但风险更高。房产税迟早出台，肯定会抑制房价上涨，冲击房地产泡沫，可房产税不能作为宏观调控工具。

今年 10 月底，国务院发展研究中心主任李伟在世界工商协会论坛上表示，根据国研中心的调研报告，国内房地产市场风险仍在进一步积累，区域性分化趋势越来越明显，三四线城市出现泡沫破裂现象。10 月份 70 个大中城市房价数据显示，69 个城市新建商品房价格同比上涨，北上广深涨幅均超 20%。

陈志武认为房地产泡沫接近破灭的原因很多，包括以下几方面：

第一，不管是自有房比例，还是人均商品房面积，都已很高。

第二，接下来是 90 后开始陆续成家，他们以独生子女为多，双方父母都有一两套房子，爷爷奶奶也可能有房子，甚至很多父母也为子女买了房子，这样，需求的净增长比以前会越来越来少。当然，有很多年轻人没房，父母也没房，但过去多年就如此，从增量角度看，接下来新需求的增长只会越来越来难。

第三，货币政策空间越来越小，之前美国量化宽松、欧洲量化宽松、日本量化宽松等都给中国带来太多货币增量，加上中国自己的四万亿刺激方案等需要也在更大地放水，使中国过去十年特别是过去五年广义货币相对 GDP 的比重猛增，达到 GDP 的近两倍！现在，美国很快要开始逆转量化宽松政策，意味着过去

多年的外汇猛进趋势要逆转了，加上中国自己的流动性不能再多发了，银行信贷、信托贷款等也要收拢了，这对房地产价格会带来很大冲击。

第四，十八届三中全会后人民币资本账户会不断开放，境外投资渠道会越来越多，这些也会对房地产形成压力。特别是中国外贸顺差相对 GDP 之比也比以前小很多，人民币汇率已经太贵，今后更需要贬值而不是升值，这也会带动到境外投资的需求，对国内房地产价格不利。

陈志武还指出，虽然房地产泡沫破灭对中国经济、银行、地方财政的冲击会很大，但对好不容易兴起的中国中产阶级更是破坏性的，因为大多数老百姓的个人财富都投到了房地产上面，今后要注意分散投资。

陈志武还认为，短期一线城市或许还会涨一些，但风险越来越大了。其实，中国一线城市的房价是在涨，但涨的幅度不是想象的那么高。美国房价从去年到今年9月涨了近14%，而今年美国股市涨了26%，近30%，相对于美国的房地产和股市来说，中国房地产最近两三年涨得并不是让人舍不得离开。

对于房产税，陈志武认为，在中国的制度环境下要挡住房产税很难，因为有这么老百姓、这么多专家都说要推出房产税，政府部门是不会拒绝的，今后来自自身利益的阻力会越来越小，房产税会抵挡不住了。房产税肯定会抑制房价的上涨，对房地产泡沫会带来冲击。但像财产税、房产税这样的税种，不能被用作宏观调控的工具。

中国流动性趋紧与房地产泡沫的冲突加剧

另据报道，前高盛主管、BBC 总裁加尔文·戴维斯 (Gavyn Davies) 在英国《金融时报》上发表文章指出，当前中国货币政策收紧与房地产和土地市场膨胀之间的冲突越来越大，没有人知道这一切将如何收场。

在金融领域，官方的政策立场从 2012 年来就没变过，主要政策的设定上不发生大变化在当前是非常必要的。央行行长周小川曾强调未来一段时间内的调整无非就是一些小调整，因为 GDP 已经非常接近 7.5% 的目标，通胀处于 3% 的合理水平。这也是为什么法定存款准备金以及一年期存款利率在这一年多来保持不变的原因。

但这并不是事情的全部，因为所有重要的动作都发生在影子银行系统。2010 年以来信贷爆发式的增长刺激房地产和土地价格走高。而现在，中国有迹象要挤压银行间市场的流动性，目的是减缓银行表外资产的借贷增速，当然这个过程是渐进式的，可能会经历好几年的时间。此外上层在切断影子银行融资来源上也对国有大银行施加了压力。

观察这种管理手段的方法是看看市场利率的走势，包括银行间利率和政府债券收益率。这些指标可以在短时间内剧烈波动，且央行不会每日进行指导，但是央行可以通过注入流动性在相对较长的时间里控制利率，所以通过平滑短期波动可以窥见央行的意图。如下图所示：

很明显，自今年二季度以来货币环境不断收紧，这必然是当局有意而为之的结果，这种收紧曾在今年 6 月失控，从而出现了“钱荒”。这也有可能是监管层给市场“敲警钟”的做法，从那以后，中国央行缓解了市场恐慌，取而代之的是一种渐进的方式提高市场利率。

通过这种方式，再加上其他更为直接的监管手段，使得社会融资总规模的增速逐渐放缓，这是当前能利用的最好的手段。从近四年来中国新增信贷总规模的变化情况来看，近年来每月的新增贷款量变化很大，年中信贷量急剧下滑，但随后大幅反弹，因为监管当局担心第三季度 GDP 不景气，但是从 6 个月的平均线来看，信贷量仍在下降，而这正是央行所希望看到的。

这种下滑仍处于早期阶段。随着信贷膨胀的速度降至 2010-2011 的平均水平，其下滑的趋势还将会继续，而上述水平可能也不足以令央行满意，因为这些年信贷规模相对于名义 GDP 来说增长过快，信贷与 GDP 的比率在 2003 年-2009 年期间稳定在 130%，而现在超过了 200%，从以往的经历来看，这是一个相当危险的水平，戳破泡沫很难避免硬着陆。

此外，现在还没有迹象表明信贷利率上升已经开始扭转房价或土地价格。尽管官方数字常常低估房价的增速，但最近这些指标已经显示全国住房平均价格同比上涨 10%，北上广深甚至超过了 20%。从当前的情况来看，央行的货币政策不太可能在房价和土地价格出现下降前有所松动，除非经济出现实质性的萎缩。

总结下来，尽管央行对货币政策的描述常常使用“谨慎”和“稳定”这样的字眼，但这些说法通常都只是对银行部门说的，在这个系统外，央行毫无疑问采取着渐进的货币收缩政策，以控制影子银行系统的信贷增

速，但这种做法从现在来看尚未对大中城市的房价带来打击，尤其是北京。如此看来，中国经济硬着陆的风险并没有完全解除。

从美国房地产市场崩溃的教训中可以看出，在泡沫破灭前的几年美联储一直在逐渐收紧政策，最后银行部门承担了灾难性的后果。对比 2005-2008 年的美国当局，中国政府可用的手段更多。但不管怎么说，中国想要避免如此大规模信贷崩溃后经济出现硬着陆还是相当困难。

（完）

（整理、编译、责任编辑：王砚峰）

2013 年第 90 期（总第 1410 期） 2013 年 12 月 4 日（星期三）

地址：北京阜外月坛北小街 2 号 E-mail: tsg-jjs@cass.org.cn

中国社会科学院经济研究所 kingwyf@263.net

邮编：100836

电话：（010）68034160 传真：（010）68032473