

稳步推进房地产部门的去库存、去产能、去杠杆,大力完善房地产市场投融资机制,有效应对房地产部门风险向银行部门的冲击

着力化解楼市“五高”风险

郑联盛 王章慧

房地产市场已经形成了高价格、高库存、高杠杆、高度金融化和高度关联性等“五高”风险特征,可能逐步演化为银行部门信用违约、资产市场价值重估、金融体系系统性危机、地方财政恶化以及宏观经济停滞等风险。“十三五”时期,我国要化解房地产部门风险,可谓任重道远。

我国房地产部门的风险特征

过去几年,房地产市场成为日益复杂的经济体系,其风险在持续累积,特别是近一年来价格的上涨使得房地产市场形成了高价格、高库存、高杠杆、高度金融化和高度关联性等“五高”风险特征。

第一是高房价。2015年以来,由于多种因素相对交织强化,特别是信贷的大规模扩张,使得一线城市以及部分二线城市的房地产市场价格出现飙升的态势,全国房地产市场的价格整体呈现高位运行、部分地区非理性上涨的态势。

第二是高库存。从全国房地产市场的整体趋势看,去库存仍面临重大的压力,非重点城市商品房待售面积仍然超过4亿平方米,即使以近期较快的去库存速度可能仍需要36~50个月,更重要的是,房价上涨使得新开工面积加大,最后可能又进一步累积库存。

第三是高杠杆。房地产部门的发展是负债率持续上升的过程,负债率已经达到较高风险水平。2015年底,房地产企业资产负债率达到了76.4%。根据李扬等

的研究,截至2014年末,居民部门未偿贷款余额占GDP的比重为36.4%,比2008年上升了18个百分点,最重要的原因是住宅按揭贷款的高速增长。2016年7月新增人民币贷款4636亿元,其中居民中长期贷款4773亿元,即扣除居民住房按揭贷款新增人民币贷款为负数。

第四是高度金融化。目前一线城市房产越来越具有金融品的属性,房价收入比越高的城市房价上涨越快。一线城市及部分二线城市房地产市场成为金融品并带来巨大的虹吸效应,使得经济进一步脱实入虚。

第五是高度关联性。简单看,房地产市场的信贷规模占信贷余额的20%,金融风险可控。但是,房地产部门融资需求很大部分是通过影子银行体系获得,房地产部门与银行、信托、证券以及保险等部门以及地方政府等深度融合在一起,成为一个跨界金融生态体系。由于高度关联性,房地产部门风险可能导致金融机构资产质量恶化、引发地方财政风险甚至系统性金融风险。房地产部门的高度关联性在一定程度上“绑架”了宏观经济政策,使得房地产泡沫的治理陷入“无解”困境。

房地产市场风险的潜在传染机制

房地产部门风险存在向银行部门、影子银行部门、资产市场、财政体系以及经济产业链传染的风险机制,特别是“十三五”时期,房地产部门存在供求错配、高度金融化等重大风险,并演化

为银行部门信用违约、资产市场价值重估、金融体系系统性危机、地方财政恶化以及宏观经济停滞等问题。

一是银行部门的信用风险。房地产市场是有周期的,银行部门的信贷投放一样具有周期性,两个周期通过抵押和信贷的相互反馈往往能够形成较为显著的金融加速器效应。但是,金融加速器效应的存在使得房地产部门对于银行部门的影响存在不对称性。这种不对称性存在的根源在于,当信贷市场遭遇“明斯基时刻”时,会出现流动性枯竭以及“信用骤停”,信贷总量下降阶段比上升阶段相对短暂且猛烈,呈现“反耐克型”。

二是去金融化会引发资产价值重估。根据国际经验,房地产演化为金融投资品必将有回归必需品的趋势。1983~1991年,东京地区、大阪地区土地价格上涨3倍多,但是在随后去杠杆、去泡沫的过程中,土地价格下跌约三分之二,同时,还引发了较为明显的资产估值效应,日经225指数下跌亦超过了60%。假定我国房地产市场出现系统性的价格调整,那么可能会引发资产价格的系统性重估,由于影子银行体系和房地产的高度关联性,资产重估效应可能更加严重且复杂。

三是系统性风险。在混业经营日益显著的金融体系下,风险传递模式会转变为多向传递、交叉传递等,当房地产市场风险转化为流动性风险时,就容易引发自我强化的羊群效应。羊群效应的出现将扰乱金融市场稳定性和有效性的内

生基础，流动性可能瞬间枯竭，资产负债表可能旋即崩溃，进而引发金融体系的系统性风险。

四是地方债务及其融资平台风险。当房地产市场风险暴露之时，以土地出让金作为核心要素的风险传递链条将严重冲击地方政府的收支结构，其收入必将大幅减少，在支出具有刚性的条件下，地方政府的负债率将迅速攀升，资产负债表急剧恶化，可能出现地方政府的债务风险。当风险从房地产市场传递到地方财政体系时，可能使得房地产部门风险转变为政府财政以及国家信用的风险。

五是宏观经济长期稳定发展风险。从宏观层面，房地产市场过度膨胀，经济由实入虚不断被强化，使得宏观经济整体地产化、金融化、泡沫化，这种非理性繁荣最终将严重伤害宏观经济的稳定性以及长期可持续发展。房地产过度发展使得资源配置“脱实向虚”，可能引发部分地区经济地产化和产业空心化。高房价引致房租大幅度上升，进而抬高了租金费用并导致生产成本上升，从而阻碍了以服务业为核心的第三产业的健康发展。更重要的是，在房价下跌中，房地产市场可能大幅侵蚀居民储蓄，弱化储蓄投资转换机制，长期增长的储蓄基础被侵蚀。

“十三五”时期应对房地产市场风险的政策建议

面对高度关联性和“无解”困境的房地产市场，化解房地产部门的风险任重道远。需要稳步推进房地产部门的去库存、去产能、去杠杆，大力完善房地产市场投融资机制，有效应对房地产部门风险向银行部门的冲击，建立风险应对联动机制和风险分摊机制，健全系统性风险应对和宏观审慎管理框架，加快财税体制改革缓释“土地财政”困局，深化经济体制改革促进经济结构转型。

一是稳步推进房地产市场去库存、去

产能、去杠杆。在需求端，有效引导需求变化，防止出现非理性的需求扩张。对于必需品需求，注重理性消费，注重储蓄、收入和偿付的匹配，注重以首付比例等风险缓释机制来规避必需品需求的过度膨胀。对于投资品需求，应该注重以金融手段抑制投资甚至投机需求。积极发展规范有效的房屋租赁市场，防止中介机构从信息中介转变为信用中介。稳步推进新型城镇化，通过公共服务均等化、提高就业服务水平以及深化户籍制度改革等方法，降低对一二线城市的房产需求水平，并稳步提升三四线城市的房产需求水平。

二是多措并举严防房地产市场风险对银行部门的系统性冲击。在增量方面，高度关注房地产价格的波动，加强房地产信贷行业授信，对房地产信贷客户实行分类管理，严格控制抵押品价值缺口，加强房地产抵押品信用风险敞口管理，全面提高商业银行房地产抵押贷款质量。在存量方面，通过多种金融创新稳步有序地对房地产部门的规模、期限、收益率等进行结构性调整，逐步降低信贷资产在房地产部门的集中度、缓释期限错配、匹配收益与风险。

三是依托财税改革打破地方政府以土地财政为支撑的收支体系。改革现行的地方政府收入和支出模式，使地方政府的收入来源平滑化、可持续化，收支结构相互匹配。第一，改革现行的以土地出让收入为主的资本支出筹资模式，进一步为地方政府公共产品的资本支出提供稳定的、跨周期的收入来源，例如加大力度征收房地产税、遗产税。第二，建立健全包括表内表外负债在内的全口径地方政府债务管理模式，夯实地方政府财政风险防范的制度基础。第三，完善市场化的地方政府投融资机制，不能将还款希望寄托在政府的隐形担保和土地预期收入上，建立以财政引导、市场主导、债股结合、资债匹配的地方投融资体系。

四是建立风险防控联动机制和风险分

担机制。整合各部门金融信息统计机构和信息系统，防止信息的不完全、不匹配甚至失真，建立覆盖房地产、货币、银行、信托、保险、证券等领域的国家统一金融数据库。基于统一信息系统，建立健全房地产部门及金融体系的风险防控联动机制，形成以相关部委为核心成员的房地产市场风险防控协调小组，建立房地产等部门风险预警机制、房地产部门风险处置机制、房地产不良资产处置机制以及房地产企业破产处置机制。在风险分担机制上，中央政府应该建立房地产市场保障基金，以土地收入和房地产交易税作为基础，设立风险共担机制。地方政府部门应该建立地方房地产保障基金，以土地收入的一定比例设立、建立地方房地产风险处置及风险承担机制。金融机构应该审时度势建立房地产风险处置机制，强化对房地产部门的风险应对。最后是相关主体应建立风险处置的应对协调机制。

五是允许房地产部门风险适度暴露。非理性繁荣最后的结果基本都是不同程度的金融危机，过度隐匿金融风险，最后可能引发更大的金融风险。在做好风险防范的基础上，“先放一把火”，允许部分地区的房地产市场出现市场化风险暴露，甚至是主动刺破部分地区的房地产泡沫。

六是以宏观审慎为支撑构建系统性风险应对框架。建立健全包括房地产市场、银行部门、银行间市场、资本市场等在内的系统性风险防范应对管理框架，明确系统性风险应对的责任主体、组织架构、微观指标、协调机制等。对包括房地产在内的系统性风险核心环节，进行重点跟踪，并出台有效的应对措施缓释系统性风险或隔断风险传染的机制。深化金融体系的体制机制改革，建立市场化的风险处置机制。

作者单位：中国社会科学院金融研究所

（责任编辑 许小萍）