



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006年第6期(总第118期)

2006年2月27日

我国房地产宏观金融风险研究

中国社会科学院金融所博士后流动站 陈洪波

中国社会科学院研究生院 王震

绪论：房地产金融风险的结构

风险是对未来收益的不确定性。房地产业中的金融风险可以从微观角度和宏观角度进行分析。微观风险主要是单个购房者、房地产开发企业或金融机构在从事与房地产的开发、销售等金融活动中由于未来不确定性而产生的风险；宏观风险则是指从宏观角度衡量的存在于购房者整体、开发企业整体和金融机构整体中的由于未来不确定性所产生的总量风险。本研究从分析房地产业的资金循环过程和结构入

手，主要讨论存在于我国房地产业中的宏观金融风险及其防范。

房地产业中的金融风险主要来源于三个环节：购房者环节、房地产开发企业环节和为房地产业提供贷款的金融机构环节。对于购房者环节来说，购房者的收入相对于当前住房价格的比例（房价收入比）和住房信贷总量是分析购房者环节当期和长期金融风险的主要指标。对于房地产开发企业环节来说，资金来源的结构决定了企业所承担风险的大小，而房地产开发企业偿债能力是衡量企业存在风险大小的重要指标。房地产企业偿债能力的指标可以分为考察企业长期偿债能力的资产负债率和考察企业短期偿债能力的流动比率和速动比率指标。对于金融机构来说，向房地产业中投放的贷款总额、贷款结构和贷款质量衡量着金融系统承担的房地产业的还款不确定性。在这三个环节中，购房者是最终支付来源，开发企业是房地产业资金循环的中心环节，金融机构环节是整个房地产业金融风险的最终承担者。

房地产金融风险还须从宏观经济的动态波动方面分析。经济周期与房地产周期密切相关，而人民币汇率已成为宏观经济的重要变量。本部分也考察了宏观经济周期和汇率变动对房地产金融风险的影响。除了上述数量指标之外，还必须考察房地产金融得以存在的制度层面。对处于转型期的中国房地产业来说，旧的法律框架和融资体制正在被新的符合市场经济机制所替代。影响房地产金融风险的制度因素主要包括：与房地产金融有关的法律制度和房地产业的投融资体制。

在本文中，我们将对我国当前的房地产宏观金融风险进行分析和判断并对房地产金融风险的防范提出相关建议。

二、我国的房地产金融风险：三个环节的考量

1. 购房者环节引致的房地产金融风险

（1）房价收入比。购房者的收入相对于当前住房价格的比例（房价收入比）是衡量购房者环节当期风险的重要指标。按照联合国人居署的定义，房价收入比是住房的自由市场价格的中位数（或平均数）

和家庭年收入的中位数（或平均数）之间的比值。它是衡量居民收入能否支付当前住宅价格的指标。

由于房地产业的属地化特征和各国经济发展水平的差异，各国的房价收入比差异很大；即使一个国家或城市的房价收入比在时间维度上也有较大的差异。联合国 2001 年世界发展指标给出了按家庭收入进行分组的 96 个国家的房价收入比。在家庭收入处于 1000 到 1999 美元的组别内，房价收入比的最大值是 28，最小值是 3.4，中位数为 6.9，平均数为 9.7。

我国城镇居民 2003 年和 2004 年的家庭人均可支配收入为 8472.2 元和 9421.61 元；这个数字按当年价格换算为美元则分别为 1023.2 美元和 1137.9 美元。因此，我国大致处于 1000 到 1999 美元的组别。

表 1 1998 年世界各国房价收入比

家庭收入分组 (美元)	样本数	房价收入比： 平均数	房价收入比： 中位数	标准偏差	最大值	最小值
0-999	11	13.2	13.3	6.2	30.0	6.3
1000-1999	25	9.7	6.9	6.8	28.0	3.4
2000-2999	12	8.9	5.0	7.6	29.3	3.4
3000-3999	12	9.0	8.1	5.4	20.0	2.1
4000-5999	12	5.4	4.5	2.4	12.5	3.4
6000-9999	9	5.9	5.8	2.3	8.8	1.7
10000-	15	5.6	5.3	2.9	12.3	0.8
所有	96	8.4	6.4	5.9	30.0	0.8

数据来源：World Development Indicators 2001.

我国分省区按中位数计算的 2003 和 2004 年房价收入比分别为 3.25 和 3.41，均远低于同等人均 GDP 下的国际水平 6.9。但需要警惕的是 2004 年已有部分省市超过国际水平 6.9，如北京、上海、西藏；有些城市房价收入比增长过快，如上海、浙江等地。

表 2 我国各省区房价收入比（中位数）

	2004 年	2003 年		2004 年	2003 年
北京	7.59804	7.95693	湖北	2.72839	2.8611
天津	4.17767	3.81793	湖南	2.63663	2.40779
河北	3.73923	3.84846	广东	3.76371	4.18035
山西	2.96547	3.09278	广西	3.54814	3.14179
内蒙古	2.73423	2.56187	海南	2.90225	3.24037
辽宁	3.59281	3.65942	重庆	4.02273	3.15945
吉林	3.39164	3.46297	成都	3.0786	3.11994
黑龙江	2.98281	2.936	贵州	2.51623	2.70487
上海	7.30105	4.96253	云南	3.16857	2.83048
江苏	4.01043	4.33013	西藏	6.91903	6.94795
浙江	5.13574	4.79515	陕西	2.92161	3.19195
安徽	2.97959	3.29895	甘肃	3.05546	3.37864
福建	4.00949	3.29809	青海	2.88264	3.01476
江西	2.94869	2.69121	宁夏	2.71032	2.85388
山东	3.26564	3.58444	新疆	3.33983	3.59468
河南	2.83956	2.8872	全国	3.41389	3.25885

资料来源：国家统计局。

注：收入采用的是家庭可支配收入，房价为自有住房的市场价值（总价），收入和房价均采用中位数。

我国分省区按平均数计算的 2003 和 2004 年房价收入比分别为 3.94 和 3.67，也低于同等人均 GDP 下的国际水平 9.7，目前还没有一个省市的房价收入比超过该口径国际水平。

表 3 我国各省区房价收入比（平均数）

	2003	2004		2003	2004
北京	7.33074	7.51295	湖北	3.145727	2.945425
天津	4.336409	4.262408	湖南	3.071485	2.940405
河北	3.884099	3.722875	广东	4.220134	3.952757
山西	3.256816	3.21175	广西	3.730991	3.819229
内蒙古	2.794869	2.777483	海南	3.604868	3.471226
辽宁	4.042269	3.984933	重庆	3.538421	4.165221
吉林	3.39198	3.366719	成都	3.236295	3.601131
黑龙江	3.106928	3.098474	贵州	3.094855	2.904121
上海	4.892651	7.136266	云南	3.269625	4.03021
江苏	4.608456	4.344726	西藏	7.688988	7.310327
浙江	4.798266	5.033193	陕西	3.368068	3.185061
安徽	3.191243	3.220842	甘肃	3.266845	3.13429
福建	3.583134	4.058749	青海	3.005735	3.131017
江西	3.035043	3.142625	宁夏	3.083853	3.096422

续表 3

	2003	2004		2003	2004
山东	3.921504	3.715413	新疆	3.767766	3.361743
河南	3.041126	2.965727	全国	3.67834	3.93855

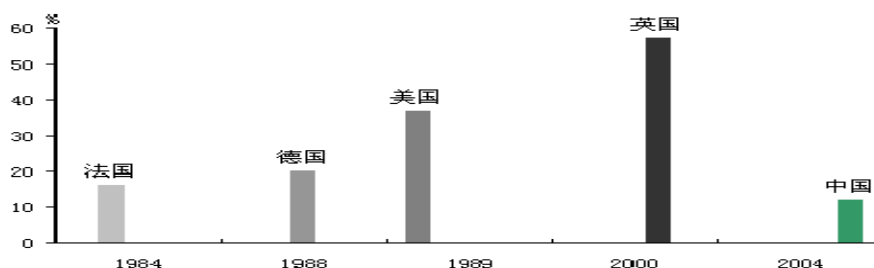
资料来源：国家统计局。

注：收入采用的是家庭可支配收入，房价为自有住房的市场价值（总价），收入和房价均采用平均数。

（2）个人信贷余额与 GDP 的比率。我们使用个人信贷余额与 GDP 的比率衡量居民住房债务大小，并以此判断宏观金融风险的高低。

从我国个人住房信贷的总量指标上分析，自 1998 年以来，个人住房信贷发展迅猛，在 1999 和 2000 年，年增长率高达 218.6% 和 148.72%；虽然此后所回落，在 2003 年和 2004 年也分别达到了 42.46% 和 35.15%。

我国个人住房信贷总额占 GDP 的比例虽然增长很快，但到 2004 年也只有 11.72%；与我们选取的美国、德国、法国、英国四国相比，比例很低，远低于这四国中最低年份的 16%（法国，1984 年）。



资料来源：House Prices, Land Prices, The Housing Market and House Purchase Debt in Britain and Other Countries, A Holmans, Department of the Environment.

图 1 各国住宅购买债务规模

通过对房价收入比、个人住宅债务在 GDP 中的占比的国际比较，购房者环节引致的房地产风险仍然处于合理的范围。

2. 房地产开发企业环节引致的房地产金融风险

判断房地产开发企业环节引致的房地产金融风险我们使用三个指

标：衡量财务杠杆的指标的自有资金比率、衡量总体偿债指标的资产负债率和衡量短期偿债能力的流动比率等。

(1) 自有资金比率。判断房地产开发企业环节存在的金融风险，首先要分析房地产开发企业本身的资金来源结构。在我国，房地产开发企业的资金来源可以分为：国家预算内资金、国内贷款、自筹资金（包括单位自有资金）、债券筹资、利用外资（包括外商直接投资）、定金及预付款和其他资金来源。国际金融和财务惯例中，自有资金的比率是衡量风险的重要指标（财务杠杆率）。本文将自有资金定义为：自有资金=国家预算内资金+企事业单位自有资金+外商直接投资。按照这个定义本文对自有资金占开发企业全部资金来源的比例的测算显示：我国房地产开发企业的自有资金比例有了很大提高，2004年以来一直高于中国人民银行（121文件）30%的标准。

表 4 房地产企业资金来源比例 (%)

截止日期	2004年5月	2004年12月	2005年5月
国家预算内资金	0.052	0.048	0.052
国内贷款	16.49	12.88	14.31
债券	0.00027	0.00077	0.00076
自筹资金	22.48	21.23	24.17
利用外资	0.92	0.93	1.04
定金及预付款	27.69	30.00	27.56
其他资金	32.36	34.91	32.87

数据来源：国家统计局。

(2) 资产负债率和流动比率。房地产开发企业的偿债能力是指企业用其资产偿还债务的能力，是衡量企业抵御金融风险的重要指标。资产负债率反映总资产中有多少是通过负债筹集的，是衡量企业负债水平及风险程度的重要判断标准。

从房地产开发企业的资产负债率分析，我国全部房地产企业的资产负债率从1997年到2003年一直维持在75%左右，2003年为75.8%。

从我国上市房地产企业的资产负债率分析，中国房地产上市公司

10强在2002年、2003年和2004年的资产负债率平均值一直在55%~58%之间。

表5 中国上市房地产企业十强资产负债率、流动比率

	资产负债率			流动比率		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
万科A	58.29	54.92	59.42	2.5126	2.13	2.4602
陆家嘴	32.04	32.09	31.84	2.8773	2.8211	2.6824
招商地产	50.19	43.89	57.98	1.3803	1.54	1.1766
金地集团	52.94	66.97	53.47	1.9977	1.64	1.9786
金融街	68.81	69.53	64.74	2.4074	3.163	2.0714
中华企业	69.39	69.36	72.55	1.4316	1.325	1.2897
北京城建	79.25	78.25	68.74	1.3257	1.1914	1.1738
苏州高新	36.06	48.84	64.49	2.6368	2.0586	1.8128
亚泰集团	62.73	61.63	61.73	1.2278	0.9906	0.7765
中国国贸	41.12	44.26	43.59	1.4896	0.3215	0.2824
平均值	55.08	56.974	57.855	1.9287	1.71812	1.5704

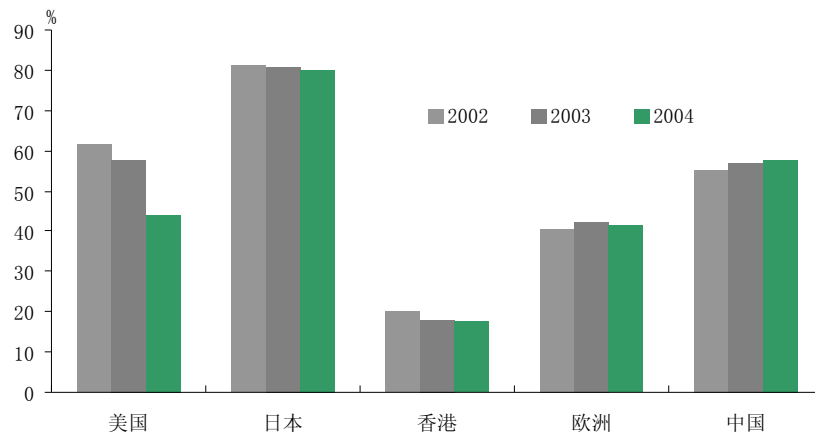
资料来源：各公司财务指标分析。

衡量开发企业短期偿债能力主要有流动比率指标。流动比率是流动资产除以流动负债的比值，反映企业的短期偿债能力。流动资产越多，短期债务越少，则偿债能力越强，金融风险就越小。一般认为流动比率应在2:1以上。流动比率2:1，表示流动资产是流动负债的两倍，即使流动资产有一半在短期内不能变现，也能保证全部的流动负债得到偿还。

我们选取2005年中国房地产上市公司10强在2002年、2003年和2004年的流动比率和速动比率进行分析。从我国十大房地产上市公司的流动比率分析，2004年、2003年、2002年的平均值在1.5到1.9之间，虽然略小于经验值2，但是，考虑到房地产业的存货主要是房产和地产等不动产，不会在短期内贬损，因此，这个值还是能够接受的。

从国际经验看，由于各国房地产金融结构的差异，房地产开发企业的资产负债率有很大的差异。香港和欧洲的企业资产负债率较低，而日本和美国的企业资产负债率较高，但除了美国之外，各国上市公

司资产负债率较为稳定。我国 10 大上市房地产公司的资产负债率平均值低于日本的数据，但高于美国和欧洲，特别是香港的数据。



资料来源：根据各公司财务指标整理测算

图 2 上市公司资产负债率国际比较

我国房地产企业整体资产负债率较高，但上市公司的资产负债率和流动比率适中，即使国际比较仍处于中游。这说明能够获得上市融资渠道的企业能有效的改善财务结构，降低金融风险。

就整体房地产企业而言，存在着一定的金融风险，但这种风险更多是缺乏改善企业融资渠道的制度而导致的。由于房地产企业是金融风险传递的中心环节，因此，必须加快制度建设，以降低风险积累，积极分散风险

3. 金融机构环节存在的房地产金融风险

金融机构是所有房地产金融风险的最终承担者。金融机构环节的风险的大小主要表现在向房地产业中投放的贷款数量和质量。数量指标我们用房地产贷款余额占全部贷款余额的比例、商业银行房地产贷款比率来衡量；而质量指标则使用不良贷款比率来考察。

从时间序列数据分析，我国房地产信贷的增长非常迅速，到 2004 年，房地产信贷余额占全部贷款余额的比例 13.42，房地产信贷余额占金融机构中长期贷款的比例达到了 29.86%，将近 30%。从其它国家

的经验看，多数发达国家的房地产信贷占金融机构信贷的比例在 30%—50%之间；1992 年，在我们考察的 10 个国家和地区中，最大值为 54%，最小值为 30%。从一个国家的时间序列数据看，在一些国家这个比例的变化较大，例如加拿大，从 30%上升为 51%；但大多数国家的变化不大，例如法国、德国、挪威、香港，都维持在某一水平附近。

从房地产贷款余额占全部信贷余额的比例分析，我国的这个比例相比于发达国家和地区较低，在 1998 年只有 2.84%，到 2004 年底也只有 13.42%，远远低于 30%-50%的国际经验值。

(1) 商业银行的房地产贷款比较。在资本市场高度发达，有着便捷的多元融资渠道的美国，房地产信贷仍是商业银行主要的业务领域。美国商业银行房地产贷款从 1960 年的 287 亿美元迅速上升到 2004 年的 25377 亿美元，40 年增长了 88 倍，年均增长 10.98%。从商业银行贷款结构看，商业银行房地产贷款比率日益增加，1960 年仅仅 24%，80 年代 29%，90 年代 40%，2000 年 42%，近年来迅速攀升，到 2004 年已达到 52%。90 年代以来已超过工商业贷款成为商业银行的第一大信贷。

从单个银行对房地产业的贷款情况分析，三家上市银行（招商银行、浦东发展银行、民生银行）2004 年对房地产开发贷款占全部贷款余额的比例并不是很高，最高的浦发和民生银行只有 11%左右；即使将房地产开发信贷与个人信贷加总，所占全部信贷余额的比例也只维持在 20%左右。四大国有商业银行对房地产业的全部贷款占银行全部贷款的比例比三家股份制上市银行的比例还要低。2004 年，四家国有商业银行对房地产业贷款的平均比例为 18.7%，其中建设银行最高，达到了 25.7%，这与建设银行的主营业务有关。从七家银行的总平均分析，全部房地产业贷款占银行全部贷款的比例为 19.62%，个人住房贷款为 11.95%，而开发企业贷款所占份额最低，仅为 7.67%。

从七家银行的总平均分析，全部房地产业贷款占银行全部贷款的比例为 19.62%，个人住房贷款为 11.75%，而开发企业贷款所占份额最低，仅为 7.67%。与美国商业银行该比率相比，相差较远。

(2) 房地产信贷的资产质量比较。从四家国有商业银行（中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行）对房地产业贷款（包括开发商贷款和个人住房贷款）有如下特征。首先，全部贷款的平均不良率较低，从 2004 年底到 2005 年第一季度末一直维持在 4.5%到 4.6%之间；远远低于四大银行全部贷款的不良比率 13.69%；房地产贷款的质量要好于其它行业贷款的平均水平。其次，银行房地产风险取决于商业银行的营运水平，而非房地产业的系统性风险。各个银行房地产的贷款质量分布差异明显，并与各个银行整体贷款的质量水平正相关。往往某银行全部贷款的不良比率高，它的房地产贷款的不良比率也高，这说明商业银行的房贷风险取决于自身的营运能力而非房地产业的金融风险。

从数量分析，我国商业银行和整体金融机构对房地产业的贷款，占商业银行和全部金融机构贷款的比例与国际经验相比非常低；从贷款质量分析，房地产贷款不良贷款率低，质量远高于平均水平。因此，在金融机构环节存在的金融风险比较小。

二、房地产金融风险与宏观经济因素

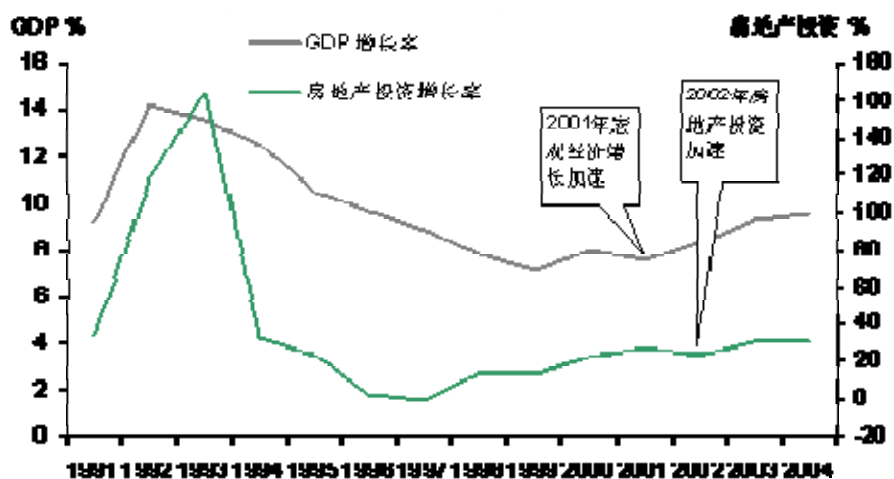
1. 经济周期因素

房地产业作为国民经济的重要组成部分，与宏观经济的波动密切相关。经济发展水平越高，房地产经济与宏观经济的相关程度也就越高，景气状态也就越相似。

但在不同国家或地区、甚至在不同时段内，房地产周期与宏观经济周期的关系表现得较为复杂。15 业国家产出缺口与实际房地产价格的变化趋势比较。一些国家的房地产周期领先于宏观经济周期，如美国、英国、加拿大、日本、澳大利亚等；而另一些国家的房地产周

期落后于宏观经济周期，如法国、丹麦和西班牙；还有些国家在一段时期领先，而在另一段时期则成为滞后指标。但不管是领先还是滞后，房地产业周期与宏观经济周期在运行轨迹上密切相关。

从我国宏观经济周期和房地产业发展周期的数据分析，在上一轮房地产业周期中，1993年的宏观紧缩导致了房地产业1994年后投资增长率大幅回落，直到1998年后才逐步复苏，2001年发生小幅波动后继续保持快速增长。房地产投资率随着宏观经济的繁荣在2002年开始加速。1998年住房制度改革，房地产投资在制度变迁的影响下迅速增长，配合了宏观经济的复苏，并较好地完成了扩大内需的经济政策，而在2001年宏观经济已经进入了自主增长的良性循环，开始加速增长，而房地产投资增长率在2001年开始下降，至到2002年才有所恢复。从时间序列看，房地产投资的加速正长明显滞后宏观经济1年，所以本轮的宏观经济的繁荣带动了房地产业的繁荣。



数据来源：中经网数据中心

图3 我国房地产周期与宏观经济周期的关系

2. 汇率因素

在当前我国的宏观经济变量中，与房地产金融风险关系较为密切的是汇率的变动。汇率的变化主要影响房地产业中的外商投资。当人

民币相对于外币升值时，使用外币的投资将会获得汇率升值的收益；相反，若人民币相对于外币贬值时，使用外币的投资将会承担汇率贬值的损失。对于房地产金融风险而言，在人民币升值预期的条件下，外国资本为追求汇率将来的升值收益，会进入国内；如果这种资本流动中短期的热钱比率过高，会对房地产金融风险产生影响。

从我国房地产开发企业的资金来源结构进行分析，外资所占的比重不是很大，而且处于下降后回稳的态势。到 2004 年外资比重为 1.33%，到 2005 年 5 月，利用外资额只占全部资金来源的 1.04%，而外商直接投资占房地产业利用外资额的比例高达 49.85%；这个比例在 2004 年 5 月和 2004 年 12 月份别为：57.78%和 62.49%。中国人民银行 7 月人民币对美元升值约 2%。升值幅度低于市场的预期，国外的资金流入国内以期获得投机收益的可能性较大；但由于数额较小，即使在人民币升值预期下，仍不会造成房地产金融风险的急剧上升。

但在沿海一些发达城市的房地产业，外资的影响可能比较大。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 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/平方米以上二手房面积、金额同比增长 2.8 倍和 3.1 倍¹。由于我们无法获得外资流入房地产业的全国宏观数据，我们无法判断全国的情况，但是从东部大城市的情况看，这种趋势值得注意，要密切注意国际资本的流向，以防止房地产金融风险的积累和增大。

¹ 中国人民银行房地产金融分析小组：《2004 年中国房地产金融报告》，2005.8.5

3. 制度因素

首先，目前我国与房地产金融有关的法律法规仍存在不完善和部分缺失现象，不适应房地产金融快速发展的需要；特别是在房地产金融风险的防范方面，对房地产金融市场的监管和调控机制还不完善，职能不明确。目前，我国除《商业银行法》中有关银行设立和资金运用规定外，还没有专门的房地产金融监管框架，亦未建立起房地产金融监测预警系统，房地产金融的有关规范也有待进一步制订。

其次是抵押制度不完善。抵押制度对债权具有保全功能，它通过赋予抵押权人对债务人抵押财产又有优先求偿权，保证债权的收回。抵押制度已经成为现代金融交易中主要的防范风险手段。2004年11月最高人民法院颁布了《关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》，其中，第六条规定“对被执行人及其所扶养家庭生活所必需的居住房屋，人民法院可以查封，但不得拍卖、变卖或者抵债。”这一司法解释的初衷乃是保护公民的最低居住条件。但是，在新司法解释之下，由于司法解释中对“生活必需住房”界定的模糊，增加了贷款人在还款过程中恶意拖欠的可能，银行贷款风险由此加大。高院的新司法解释“事实上剥夺和取消了债权人变卖债务人的财产的权利”²。这种不恰当的父爱主义曾导致韩国企业的债务软约束，进而导致金融危机，而我们在加强企业债务硬约束的同时，也要防止步入居民债务软约束的误区。

三、房地产金融风险：客观评价，制度防范

1. 供需层面的两个误读影响着对房地产金融风险的客观评价

整体上考察，我国的房地产金融风险并不高，但社会上却对此有着较大的误解，而这种误解也影响着房地产金融政策。中国房地产业的迅速发展一直受益于房地产金融的积极支持，但2003年后，这种支持力度却有所减弱。我们认为供需层面的两个误读影响着对房地产

²汪利娜：法律制度不应淡化社会信誉和交易责任，《中国房地产金融》，2005.5

金融风险的客观评价，进而影响了房地产金融支持的力度。

(1) 供给层面：对统计口径的忽略导致对房地产投资高速增长的误读进而对开发贷款增长的误读。对房地产投资高速增长的误读导致对支持房地产投资的开发信贷高速增长的误读。现在社会上普遍将固定资产统计中“房地产（业）开发投资”增长速度误认为是全社会房地产投资增长速度；并认为这个“超常规”增长速度造成了全社会投资过热，从而发出“房地产增长过热的批评声。这是一个很大的误会³。事实上，大量房地产投资“淹没”在各行和各业的基本建设投资、更新改造投资、城镇集体投资以及城乡个人投资统计中，容易为人忘记或忽略。而这种忘记或忽略影响着人们对房地产业发展的判断。

1998~2003年，我国城镇住宅投资年均(名义)增长速度为13.1%（低于全社会固定资产投资(名义)增长速度）；而其中的“房地产开发”住宅投资(名义)年均增长速度为26.6%，房地产企业开发信贷年均增长达到25%的，对房地产投资起着积极的支持作用。房地产投资的“超常规”增长源自其对传统住宅建设方式的替代，即以市场化、产业化的生产方式，替代业主（机关、工商企业、个人）自建的方式，而房地产开发信贷的高速增长也正是对这种市场化产业化方式的积极支持。

(2) 需求层面：对住房制度变迁和居民收入预期的忽略导致对房地产个人信贷高速增长的误读。自1998年以来，我国个人住房信贷发展迅猛，在1999和2000年，年增长率高达218.6%和148.72%；虽然此后所回落，在2003年和2004年也分别达到了42.46%和35.15%。但从住房信贷快速增长的经济背景分析，这种增长有经济上和制度上的因素的。首先，是住房制度的变化。从制度层面看，我国从1998年开始取消原先的单位福利房，实行住房商品化。这样，居

³ 程选：“房地产投资过热”是一个误会，《中国投资》，2005.2

民通过个人按揭贷款进行住房的商品化购置。因此这种住房贷款的快速增长是原有住房潜在需求在银行信贷支持下的短期剧烈释放；其次，从经济层面分析，我国经济的高速增长不仅提高了当期的开支，更重要的是增加了居民未来收入增长的预期，这种预期造成了居民住房信贷的快速增长。

应该客观评价房地产金融风险，保持持续稳定的金融支持力度，这既是促进产业繁荣，也是防范金融风险的保障措施。

2. 加强制度建设，防范金融风险

在对房地产金融风险客观评价的同时，也必须通过制度建设积极防范风险。

第一，政府应加强政策的稳定性，树立审慎监管的理念，将更多的决策权力归还给市场主体，防止因为政策变动引发的房地产业金融风险的加大。

第二，拓宽房地产业的融资渠道，建立多渠道的支持体系，培育多元化的融资工具。这是分散房地产金融非系统风险的主要手段。要加强政府对住宅融资的支持和引导，建立政策性和商业性结合的金融体系；建立针对中低收入群体的金融支持政策；加快住房公积金制度的建设，改革现有的住房公积金体制。

第三、加快商业银行改革，建成符合市场经济体制的现代商业银行体系。银行是主要的金融机构，也是主要的资金来源机构。商业银行抵御风险能力的强弱直接影响着包括房地产业在内的全部金融风险的大小。

1997年东南亚金融危机中，各国（地区）投向房地产业的贷款比例较高，基本都在20~40%，最高的是香港，达55%；但相对于其它国家在危机后的银行不良贷款率迅速攀升，香港银行业的不良贷款比率只有3%。高比例的房地产信贷并不是积累金融风险的必要条件，更重要的是银行自身的营运管理能力。

第四，加快二级市场的建设，借鉴美国经验建立以住房抵押为支撑的住宅金融市场。首先要建立统一的贷款标准。美国的二级抵押市场引入了统一标准和抵押申请、评价的统一形式。在建立统一标准和形式中，政府发挥了重要的作用。二是建立抵押保险制度，使抵押工具像任何政府金融产品（如国债）一样安全。如所示，美国抵押贷款的收益率非常稳健，与穆迪公司最高评级债券收益率和变化趋势都非常接近，是一种低风险，高收益的金融产品。

第五，加强住宅融资保险和担保体系建设。在发达国家，为改善居民的居住条件，同时有效分散和化解银行的风险，各国政府都积极介入抵押担保保险市场。日本政府实行住房融资保险制度，规定商业性金融机构进行住房融资时，通过向住宅金融公库投保，防止坏账风险。美国成立的联邦住宅管理局专门为中低收入家庭和退伍军人购房提供 100%的贷款担保，当借款人无力偿还债务时，联邦政府将承担未清偿的债务，保证及时向金融机构支付本息。除公营抵押担保机制外，美国还有八家私营抵押保险公司专门从事抵押保险，而不能从事其他保险业务。这种公营与私营抵押保险相结合的模式一方面提高了居民的支付能力，另一方面也大大降低了银行信贷的风险。

与发达国家相比，我国房地产融资担保和保险机构发展滞后，目前尚没有建立起全国性的融资担保机构，也没有建立起以住房抵押保险为主的房地产保险体系，根本无法满足我国住房消费市场日益增长的置业担保需求；对于防范房地产金融风险而言，失去了最后的一道屏障。

第六，建立健全房地产金融风险监管的法律框架。由于金融行业固有的风险性质，金融立法尽管不能从根本上消灭金融风险，但完善的法律法规却是减少制度性风险的一个重要手段；一个良好的法律环境也是金融体系稳定运行的必要基础。从防范房地产金融风险的角度出发，法律框架的建设应着眼于保护投资者和债权人的利益，防止道

德风险条件下金融风险的积累。对于低收入者的住房问题应该由政府的福利保障体系解决，明确市场与政府的界限，而不能要求商业银行过分迁就低收入者而形成消费者的预算软约束。

参考文献（略）

本刊启示

为提高发行效率和质量，本刊将于 2006 年发行电子版。如您需要电子版刊物，请将您的姓名、单位和电子信箱地址发至：ifb@cass.org.cn，我们将按期及时给您发送刊物。同时，将不再给您寄送纸质刊物。

谢谢合作！

《金融论坛》编辑部

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn