

肖立晟

nkxls@126.com

## 一线城市房价暴涨的金融逻辑

分析房地产市场有很多不同的视角，可以基于人口结构的变化、可以基于城镇化的发展、也可以基于居民加杠杆的角度。这些因素都能够解释中国房地产价格的中长期走势，但是很难对房地产价格的暴涨暴跌，特别是对北上深一线城市房价给出一个合理的解释。

究其原因，在于房地产自身的金融属性会让需求在短期内急剧爆发，远远脱离基本面的约束。

张斌的研究\*指出，从供求关系和购房能力来看，当前一线城市的高房价有其合理性一面。

首先，新房供给增量非常低。以北京为例，三环内不再有新增住宅用地，土地出让速度越来越慢，2016年已经是北京土地出让的最低点，未来的土地开发将会转向更为偏远的郊区地块。

其次，高收入者不断涌入北京，房屋需求旺盛。2015年底北京人均GDP达到1.7万美元，已经达到中上等富裕国家水平。作为全国教育和医疗等高端服务业集聚地，对北京房地产的需求仍然会继续攀升。

---

\* 张斌：为什么高房价不能归咎于货币高增长？CF40宏观经济医生系列。

最后，居民依然有较强的房贷承受能力。从购房的杠杆来看，中国的 20-30% 的贷款首付比处于国际正常水平，且平均贷款占房价的比率为 60%。家庭购房的杠杆率较低，在国际上也处于较低水平。

供求分析表明，一线城市的供求关系严重失衡是房价高企的基本面因素。

与此同时，政府通过招拍挂土地供给机制和限购政策调整土地的供给和需求，控制房地产价格的上涨速度。

当经济增长的前景较好，居民收入稳定增长时，对房屋的需求就会远远超过政府的供给。地方政府作为土地唯一供给方，应该顺势而为，提供土地供给，防止土地价格飙升。

但是，供给方的调控有时候会事与愿违。一方面一线城市可利用的土地资源已经开发殆尽，短期难以提供新的房屋资源。另一方面，一些地方政府过于依赖土地财政，甚至会通过各种方法对市场上土地供给数量的控制进而控制土地的价格，造成人为恐慌、哄抢。

中央政府担心土地价格过高会增加企业成本，降低投资效率。因此，一线城市推出了一系列限购措施，减少需求，压低房价，希望维持房地产价格相对平稳。

考察了实体经济层面的供求关系后，接下来我们看一下金融变量如何影响房地产价格。BIS 经济学家 Borio 认为金融周期是资产价值和风险认知与对待风险和金融约束的态度之间自我加强的交互作用。这句话概况的三个核心金融变量：宽松的货币政策、投资者风险偏好、融资约束，正是我国房地产市场波动的金融逻辑。

宽松的货币政策是房价的助推剂，点燃这个助推剂的则是政府对房价的态度和监管政策的变化。影响房价的核心变量是利率。央行今年保持了极大的定力，没有继续下调基准利率，但是银行房贷利率却从过去的 88 折下降至 83 折。这表明政府仍然希望通过居民加杠杆的方式来稳定经济增速。而且，在国际负利率环境下，投资者预期中国的利率水平还会有一定的下行空间。

于是，房地产出现了“越涨越买”的奇观。房价涨得越快，投资者短期回报越高，带动风险偏好也随之上升。投资者将越来越多的资金投放到房地产市场上，推动价格螺旋上涨。

供求失衡带来“只涨不跌”的房价，风险偏好让投资者陷入“越涨越买”的困境。此时，影响房价的最后一环就是投资者的融资约束。这一环也是高房价会不会演变成房地产泡沫甚至金融危机的关键所在。在这个问题上，日本是前车之鉴。

我和南开大学袁梦怡博士曾经对比分析过中国和日本的金融周期波动情况，其中日本企业的一些融资行为引起了我们的注意。

1970年至1990年，日本经济经历了两个完整的金融周期。第一个周期的波峰是1971年第一季度。1973年石油危机之后，日本经济增速大幅放缓，由高速增长期步入稳定发展期。第二个周期的波峰是1989年第4季度。1985年“广场协议”签署后，日本政府宽松的货币政策刺激房地产价格上升，1990年资产价格泡沫破灭。

当前中国的经济转型既有日本1973年石油危机后的转型特征，同时也具有1985年“广场协议”之后日本转向泡沫经济的特征。

为厘清金融资源在各个部门间的分配流动情况，我们从两国的资金流量表出发，梳理出两国宏观经济中企业资金来源及其与银行之间的关系。

**在资金来源方面，中日两国企业可以调度的资金均远超实际资金缺口。日本非金融企业部门在70年代初经济高速发展时期，资金缺口共计37.5万亿日元，而资金来源总计83.7万亿日元，后者是前者的2倍左右。1985-1989泡沫膨胀期内，资金缺口共计62万亿日元，资金来源总计229万亿，后者接近前者的4倍。由此可见，随着日本经济向上运行，非金融部门的资本逐渐呈现出过剩的趋势。**

在中国也同样存在上述问题。2008年全球金融危机爆发前，在2003-07年中国经济高速增长时期内，非金融企业部门资金缺口为0.59万亿人民币，资金来源总计为1.7万亿人民币，供给接近需求的3倍左右。2008年全球金融危机爆发之后，中国非金融企业部门资金缺口共计1.5万亿人民币，资金来源总计5.5万亿人民币，来源接近需求的4倍。**整体而言，与日本类似，中国非金融企业也面临相对泛滥的流动性。**

**但是，与日本相比，中国非金融企业融资约束一直相对较高。**日本非金融企业部门银行贷款占总资金来源的比例，从经济稳定增长期间（1980-1984）的90%，下降到泡沫膨胀期内（1985-1989）之间的69%。日本非金融企业资金来源对银行的依赖下降，这缘于日本监管当局自1984年开始实施了一系列金融自由化政策，企业的融资模式逐渐多元化。中国在2008年全球金融危机前后，非金融企业部门银行贷款占总资金来源的比例相对稳定，银行贷款仍是中国非金融企业部门资金的主要来源。

**金融自由化体制改革让日本企业摆脱了银行的融资约束。**上世纪80年代，日本政府金融市场化改革转变了日本制造业中的大型企业依靠银行信贷融资的传统经营方式，大企业“去银行化”现象明显增强，导致银行失去原有的放贷收益来源。

日本国内银行为吸纳存款，被迫提高存款利率，增加了银行经营成本。为保障自身收益，日本银行一方面将资金投向房地产等高收益领域，获取较高利润；另一方面将融资对象转向境内中小企业。而日本的中小企业获得过剩资金后也投机于房地产与金融行业，进一步推动了日本资产价格泡沫的膨胀。日本泡沫时期所进行的金融市场化改革，给企业恶劣的财务投机提供了温床，是导致日本上世纪80年代后期“泡沫”的重要原因。

在资金用途方面，中国的非金融企业对高风险金融资产相对保守。日本企业在资金运用中，财务投机现象明显。日本企业在泡沫经济时期，极力减少低回报率的存款，加大对股票等回报率高的资产品投资。中国的非金融企业在其资金运用中，存款增速一直与企业效益的密切相关。从2008-2013年期间的统计数据来看，中国并没有出现类似日本泡沫积累期间，非金融企业部门对股票和房地产投资逐利的狂热现象，股票投资占有价证券投资合计的比例与日本七十年代初期的情况相似，表明中国非金融企业对高风险金融资产投资尚持理性审慎态度。

对比中日金融周期的历史经验，可以发现，房地产市场在结构转型期间，均面临宽松货币政策的冲击：房价有强烈的上涨冲动，投资者的风险偏好随着房价波动起舞。此时，政府是否采取强有力的措施引导市场预期，是否通过稳健的监管措施限制企业的财务投机行为，是高房价能否演变成金融泡沫的关键因素。在这方面，中国政府以及监管当局的确保持了相对清醒的认识。

对比日本疯狂的房地产市场，中国的房地产市场的泡沫程度相对有限，房价仍然有继续上涨的空间。只是考虑到我国政府市场预期和融资约束方面强大的影响力，房价不会一直暴涨。未来仍然是一波一波的行情。所以，很多时候我们都在调侃，下趟车的票价肯定比这趟车更贵，再不买票就上不去了。

这趟高速行驶的列车，谁都不愿意错过。不过，如果有一天，你发现隔壁卖豆皮的老王都被允许倒腾房地产了，那应该就是下车的时候了。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

