

# 刺破房地產泡沫會造成經濟危機嗎？

劉遵義

研究專論第二十七號

二零一四年十二月

香港中文大學全球經濟及金融研究所  
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

# 鳴謝

---

全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈  
及對我們的支持 (以英文字母順序)：

## 捐助人及機構

查懋德	銀聯金融有限公司
鄭海泉	恒隆地產有限公司
胡祖六	恒基兆業地產有限公司
劉佐德及劉陳素霞	劉佐德基金有限公司
劉遵義	新鴻基地產發展有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海匯豐銀行有限公司

## 活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行金邊分行
方方	北山堂基金
方正	國家開發銀行
馮國經	金陵華軟
李偉波	厚樸投資管理公司
黃桂林	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團

The Santander-K Foundation

銀聯國際

---

# 刺破房地產泡沫會造成經濟危機嗎？

劉遵義<sup>1</sup>

2014 年 12 月

## 1. 引言

越來越多的證據表明，中國幾乎所有大小城市的住宅都存在顯著的超額供給。住宅的實際用電量資料表明，在很多城市，已出售（非開發商所有）但未入住的住宅占住宅總量的比率至少達 25%。如果再加上開發商持有的未出售（因而未入住）的住宅，一些城市的空置率甚至高達 40%。顯然，在一些城市很多年內不應再新建住宅，當然住宅也不應保持在當前的價格水平上，這是大多數本城居民無力承擔的。繼續建造居民無力承擔而供給大量過剩的住宅完全是對社會資源的浪費。

面對如此龐大的超額供給，中國的房價為什麼沒有下降，或者說沒有較快下降呢？為什麼市場沒有像十八屆三中全會決議中提倡的那樣發揮決定性作用呢？這說明有很多不同的強大利益集團支持房地產價格保持在目前的水平上，但支持的原因各不相同，下面將會討論。然而是否每個原因都與中國社會整體的最大利益相一致，這是值得商榷的。

## 2. 反對刺破房地產泡沫的理由

儘管幾乎所有人都意識到當前的房價水平不可持續，那麼，是什麼原因使房地產泡沫保留至今呢？首先，地方政府最重要的財政收入來源就是他們所控制的

---

<sup>1</sup>作者是香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授。他感謝劉麥嘉軒女士提供的寶貴意見，但會單獨承擔文章中所有錯誤。此外，文章中所有言論純粹代表作者個人立場，並不代表任何與他有關聯的機構或團體。此文將於比較雜誌發表。

土地，因此，他們想讓土地價格處於高位並不斷上漲。地方土地價格要保持高位並不斷上漲，當地的房地產價格就必須保持高位並不斷上漲，這轉而依賴於當地保持高位並不斷上升的對住宅的需求。這也是為什麼引入小額房產稅會受到地方政府大力阻撓的原因，儘管長期來看他們可能是該稅種的受益者，但他們害怕引入房產稅在短期內會對當地房地產（特別是住宅）的需求造成負面影響。地方政府想方設法通過抬高房地產價格，包括保持可用於新開發的土地的高價，或限制向市場提供土地，或勸阻開發商降價，更重要的是，通過利用政府在當地銀行系統的影響力確保銀行繼續向房地產開發商提供貸款。現在刺破房地產泡沫就會剝奪了地方政府最重要的收入來源，那些在地方政府心目中最有可能帶動當地 GDP 和就業的經濟活動就會停滯下來。

其次，房地產開發商也不想讓他們的產品價格下降，這將直接影響他們的收入和利潤。只要能夠獲得貸款，即使高達 20% 的年利率，他們也會選擇待價而沽，而不會降價。不必用全額現款購買土地的開發商或許能夠堅持更長時間。為了不降價，房地產開發商提出了荒誕不經的理由：如果他們的新樓盤降價，那些購買舊樓盤的消費者就會要求退款，或至少要求返還價差。這個理由完全站不住腳：照此邏輯，所有商品和服務以及股票和債券的價格都不能下降，因為先前的購買者會要求返還差價。如此一來，市場上就永遠不會有任何靈活的價格下降。另外，這也帶出另外一個問題，當商品和服務的價格上漲時，其供給者是否有權向先前的消費者索取差價？

一個明顯的事實是，很多城市的住宅需求不可能在短時間內快速上升。住宅的過剩供給在很長一段時間內不會消失。因此，房地產開發商堆積越來越多的債務只會令問題的最終解決變得更加困難和痛苦，不僅對開發商，對貸款方和最終的購房者也是一樣。開發商如果想在房地產週期中存活下來，眼下需要的不是更多的貸款，而是更多的資本。

現在刺破房地產泡沫可能會導致一些開發商破產，特別是小開發商；事實上，這一結果遲早會發生，因為很多城市的房地產市場存在龐大的過剩供給。另一個被提出來解決住宅供給過剩的想法是加快城鎮化步伐，吸引居住在農村地區的居民遷入城鎮，並入住那些空置住房。然而，除非這些新的城鎮居民有穩定收入的職業，否則他們進城會帶來更多的問題。

再次，銀行和金融機構也不想看到房地產價格下降，因為這將會降低未償貸款的抵押房產的價值，甚至可能使之低於貸款本身。這意味着貸款銀行可能不得不提高其貸款損失的準備金，並可能需要增加新的資本。這也意味着借款方手上有“負資產”，這可能會導致貸款違約，進而提高不良貸款的絕對值和比率。此外，即使銀行和金融機構可以成功收回違約借款人作為抵押品的房產，並在市場上成功拍賣，他們也將遭受一筆損失，該損失相當於抵押品市場價值和未償貸款額之間的差值。如果房地產價格下跌幅度足夠大，可能會造成房地產貸款的大量違約，並影響那些向開發商和房主集中發放貸款的銀行和金融機構的生存能力。因此，刺破房地產泡沫必須謹防整個金融體系的穩定性受到影響。最好的情況就是將房地產抵押貸款從貸款銀行和金融機構的資產負債表中剝離出來。

最後，現在的房主和已經向開發商預付房款的未來房主，可能會擔心房地產價格明顯下降給自己帶來“負資產”。他們的財富會減少，由於負的財富效應，這可能會導致他們的消費降低。然而，如果一個房主只擁有自住房，這一效應很大程度上是虛幻的。不管自住房的價格上升還是下降，自住房房主的效用是不變的——房子還是同一所房子。自住房房主住房消費支出的估算值變化了，但房主的淨福利保持不變。因此，自住房房主的財富效應可能很小。對出於投機目的擁有多套房的房主，財富效應可能會大一些。然而，現在不刺破房地產泡沫而任由其變大，當它不可避免地破裂時會給每個人帶來更大的經濟損失。對於中低收入的自住房房主，住房很可能是他（她）唯一最值錢的資產。這些房主在經受價格衝擊時應該獲得一定程度的援助。

當下住宅房地產價格高、空置率高的情況顯然不可持續。試圖抬高或維持住宅房地產價格會帶來道德風險，這會使開發商和投資者確信住宅地產是單向的、沒有風險的投機。此外，如果現在不擠出泡沫中的空氣，住宅房地產的高價還會持續至少一段時間，這可能會吸引房主們更多的新投資，致使價格泡沫越吹越大。開發商不得不為現有貸款支付極高的利率，因而背負更多的債務，他們不得不持續支付的高利率會很快侵蝕他們所持有的資產淨值。當開發商需要延期歸還貸款時，貸款銀行和金融機構就會產生越來越多的不良貸款，即使它們不再向購房者提供新的貸款。當泡沫不可避免地破裂時，一次更大的金融危機會接踵而來。越早應對住宅房地產的問題，就越容易解決它。所以必須允許房地產價格泡沫破裂，

但要以一種不過度傷害房主且不會令銀行和金融機構遭受過度破壞的可控方式。

### 3. 刺破房地產泡沫對宏觀經濟的影響

如果房地產泡沫被刺破，將會對整體經濟造成怎樣的影響？首先，對實際 GDP 增長率的影響其實是相當小的。正如房地產價格的上升不會增加實際 GDP 和就業本身一樣，房地產價格的下降就其本身而言也不會減少實際 GDP 和就業。然而，房地產開發商和所有者的財富會下降。這可能會造成總體消費的下降，這就是所謂的財富效應。有關財富效應大小的經驗證據並不充分，而且嚴格倚賴於財富分配——財富分配越不平等，財富效應就越小。總之，財富效應對中國的自住房房主來說並不會太大。

當然，如果房地產泡沫破裂，開發商會停止進一步的開發，這會給當地的 GDP 和就業帶來負面影響；但是，鑒於中國幾乎所有城市都出現了大量的過剩住宅，這正是應該做的。中央政府此時最不應該做的就是鼓勵開發商開發更多的住宅，非常廉價的住房可能是例外。實際上，一個可能不錯的想法是，收緊開發商可用的信貸，迫使房地產價格下跌至更合理的水平。中國經濟負擔不起新一輪的房地產擴張潮。

第二，房地產泡沫破裂會導致部分開發商和抵押貸款房主的貸款違約。貸款銀行和金融機構會發現它們的房地產貸款抵押不足，不良貸款的數額和比率上升。它們需要提留更多的損失準備金，並增加資本或縮減資產，以滿足資本充足率要求。然而當所有泡沫最終破裂時，這也一定會發生。不過香港和臺灣的經驗（例如，1997—1998 年東亞金融危機期間）表明，自住房抵押貸款的違約率非常低；因此，完全有可能讓貸款方和借款人達成適當的再融資方案。另外抵押不足的貸款可以被出售。一旦貸款銀行和金融機構的資產負債表得到清理，他們就有能力為中小企業等值得支援的借款人提供貸款；目前，房地產貸款“擠出”了中小企業貸款。

第三，房主會因泡沫破裂遭受明顯的損失，有些是已變現的，有些是未變現的。這些損失會影響他們的消費和投資行為。然而，中央政府的當務之急應該是

確保自住房房主不出現違約和不被貸款人止贖（foreclose），能夠繼續住在自己的住房裡，並盡可能以不引發道德風險且財政上負責任的方式來補償自住房房主的損失。

#### 4. 關於自住房房主抵押貸款再融資的一個建議

政府應當把重點放在幫助房主上，特別是自住房房主而不是投機者；在刺破房地產泡沫時，他們的財富會受到破壞。很多人最終會持有負資產，即是他們的房產所背負的債務高於其市場價值。然而，通過幫助房主，貸款銀行和金融機構（包括住房公積金）也會因手中的不良貸款較少而受益。

基本的思路是，政策性銀行以較低固定利率的長期抵押貸款為自住房房主提供再融資，從而將不良貸款從原來的貸款銀行和金融機構的資產負債表中剝離出來。這通常有助於降低房主持續的經濟負擔，為持有負資產的房主提供一種減少負資產的方式。為降低部分銀行和金融機構的道德風險，它們必須持有 5% 的新貸款直至到期，並對未來任何貸款損失的前 5% 負責。基於自住房的要求，每位房主只可以進行一次再融資，即使他們擁有多套住房。另外，這類再融資有最大額的約束，因為目標受益者為中低收入房主。

我們首先考慮沒有負資產的房主，因為他們只面對房產價值的減值。抵押品本身對貸款銀行來說依然是足值的。像國家開發銀行這樣的政策性銀行向貸款銀行和金融機構買入合格的自住房抵押貸款，並以較低的固定利率（例如說以 4.5% 而不是 6.5% 的年利率）和長期（比如說從 15 年延長到 35 年）的貸款對其再融資。由於低息和長期，就現值而言，再融資相當於對借款人的補助和單方面的轉移支付。這有助於緩衝房地產價格下跌給借款人帶來的衝擊。另外，通過再融資，借款人每月的現金流將會顯著增加，還本付息後可能會剩下更多的錢用於增加當前消費。從政策性銀行的角度來看，它能以准主權債的利率（比如 4% 的年利率）融資，即使購入這些再融資貸款也可以有一個正的利差。因此，並不需要財政補貼。

我們來考慮一個具體的例子。假設一套自住房買入時的價格為 150 萬元，合適的分期償付抵押貸款額為 100 萬元（價值的 66.67% 為貸款）。最初的抵押貸款

固定利率為 6.5%，期限為 15 年，則月付款額為 8,711.07 元。如果這筆貸款能夠再融資為 4.5%的固定利率和 35 年的期限，月付款額就降為 4,732.57 元，這相較以前 15 年期貸款月付款額減少了（也就是月現金流的增加）3,978.50 元。按照 7.5%的貼現率折為現值，對抵押貸款的再融資最終使借款房主獲益 237,784.69 元。

因此，如果房產價格下跌 30%至 105 萬元，這套住房的市場價值依然超過未償貸款額。再融資相當於對借款房主一次性撥款 237,784.69 元。房主的淨損失總額（未變現的）等於  $(1,500,000 - 1,050,000 - 237,784.69)$  或 212,215.31 元，相當於最初買入價的 14.15%。因此，借款房主的淨損失通過再融資方式就被有效地減少了一半以上。

對於持有負資產的自住房房主，即未償付抵押貸款額超過房產的市場價值，貸款方就存在抵押品不足額的問題。如果貸款方取消抵押品贖回權，並將房產放到市場上出售，則需要承擔一筆相當於抵押品不足額的損失。因此任何能夠讓它們減少損失的處理方式都會大受貸款方歡迎。建議要求最初貸款方吸收一半的負資產值。這是因為他們首先犯錯，發放了過多的原始貸款，因此他們應當分擔解決問題的成本。如果讓他們不受懲罰地解決問題，將引發道德風險，將來這類錯誤還會不斷重演。儘管貸款銀行要吸收一半的負資產，該方案仍然有其優勢，因為銀行不用承擔全部損失。此外，它會把再融資的抵押貸款賣給政策性銀行，除了負資產一半的損失外，其他損失都會從它的資產負債表中剝離。它將有一個低負債資產負債表用於支持其他貸款。

與此同時，借款人將得到本金少、利率低、期限長的再融資貸款，其經濟負擔將會減輕。他實際上會從再融資中獲益，儘管他可能仍有負資產，但他的現金流明顯增加。他由此避免了可能的違約，並能像以前一樣繼續住在同一所住宅裡。

我們再考慮一個具體的例子。假設住房的市場價格下降至 75 萬元，跌幅為 50%，因此借款房主有 25 萬元的負資產（貸款銀行有等額的抵押品不足額）。貸款銀行被要求吸收 50%的抵押品不足額，即 12.5 萬元，因此未償付的抵押貸款淨額為 87.5 萬元。如果該款項以 4.5%的固定利率和 35 年的期限進行再融資，月付款額就會降至 4,141 元，相當於房主在前 15 年每月少支付了（也就是月現金



流的增加) 4,570.07 元。按照 7.5% 的貼現率折為現值，未償貸款本金的減少和對抵押貸款的再融資最終使借款房主獲益 325,523.27 元。這相當於對借款房主一次性撥款 325,523.27 元。房主的淨損失總額（未變現的）等於  $(1,500,000 - 750,000 - 325,523.27)$  或 424,476.73 元，相當於最初買入價的 28.3%。因此，借款房主的淨損失通過初始貸款銀行的債務減計和再融資被有效減少了 43.4%。雖然房主在房產淨值回升之前依然持有負資產，但可以避免其房產被止贖，同時現金流顯著增加使其可以如願增加消費。

初始貸款銀行會有怎樣的收益呢？它可以通過向政策性銀行出售抵押不足的貸款來剝離不良資產。另外，銀行可以作為政策性銀行再融資貸款的服務機構收取服務費，而不必佔用銀行自身的資本。假設貸款銀行每年對再融資貸款收取 20 個基點的服務費，35 年後，它會獲益 7%，超過了它必須持有的 5% 的新增貸款。此外，銀行還可以通過它擁有新貸款的 5% 而獲得借款人支付的總利息的 5%。

## 5. 配套措施

刺破房地產泡沫時，政府應該採取配套措施以提振房地產市場低迷波及到的建築和建材部門的不景氣，可以建造公共基礎設施，比如城市公共捷運系統、高鐵、棚戶改造、中小學、專科院校、大學、醫院以及環境的治理、保護和恢復工程；也可以推進和資助教育、醫療和養老等公共消費。然而，建造更多高價住宅完全沒有意義——唯一該建的房子是廉價房。

為區分自住房和非自住房，有必要制定並實施產權和授信實名制，以確保沒有人能夠欺詐或反復利用再融資政策。另外，應該實行全國性的地籍調查，並為房地產制定全國性的所有權集中登記系統，防止欺騙行為。

住宅房地產業的一些規則需要改革。例如，應該允許預付款房主在銀行和金融機構設立協力廠商託管帳戶。房地產開發商只有按期建成住房並交付使用許可證，才能從協力廠商託管帳戶中提取房款。預付款房主自己也不能從協力廠商託管帳戶中提走房款，除非開發商拖延完工及交付房產的日期。這樣的安排可以消除很多房地產買賣中的風險和可能的糾紛。有了預付款房主的協力廠商託管帳

戶，銀行可能更願意為有良好記錄且經驗豐富的開發商提供建設融資。

因為政策性銀行能夠以准主權債券利率融資，它可以發行 35 年期固定年利率為 4% 的債券。因此，它可以從銀行和金融機構買入合格的再融資抵押貸款，支付服務費後依然有微少的利差來覆蓋成本，不需要中央政府提供財政補貼。這些長期債券的潛在購買者包括國內外的國家級和省級的社會保障基金、養老基金、慈善基金、教育基金和人壽保險公司等。

當銀行和金融機構出售了再融資住房抵押貸款後，就可以有新的貸款能力以為其他產業部門的活動融資，包括被房地產部門擠出的借款者。這有助於增加對中小企業的信貸供給。

## 6. 結束語

筆者建議在中國一個住房空置率較高的城市進行試點，允許房地產價格根據當地市場情況進行調整。運用上述再融資的備選方案幫助中低收入的自住房房主。該方案還有助於降低當地的收入和財富分配不平等程度。這不僅能使中低收入房主在房地產泡沫破裂中倖存，也可以增加他們的當期消費。

然而，實行這一試點方案的最佳時機是房地產價格明顯下跌的同時或者稍後，而不是之前。如果這一方案在當地房地產價格下跌之前實行，實際上可能會導致更大的房地產泡沫，由於可以獲得低息長期的住房抵押貸款，潛在的借款人的購買力就會大幅度增加。