

刺破房地产泡沫会造成经济危机吗？

刘遵义

研究专论第二十七号

二零一四年十二月

香港中文大学全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

鸣谢

全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人及机构的慷慨捐赠
对我们的支持（以英文字母顺序）：

捐助人及机构

查懋德	银联金融有限公司
郑海泉	恒隆地产有限公司
胡祖六	恒基兆业地产有限公司
刘佐德及刘陈素霞	刘佐德基金有限公司
刘遵义	新鸿基地产发展有限公司
	东亚银行有限公司
	香港上海汇丰银行有限公司

活动赞助人及机构

周松岗	盘谷银行
蔡清福	中国银行金边分行
方方	北山堂基金
方正	国家开发银行
冯国经	金陵华软
李伟波	厚朴投资管理公司
黄桂林	中国工商银行金边分行
	金陵控股有限公司
	新华集团
	The Santander-K Foundation
	银联国际

刺破房地产泡沫会造成经济危机吗？

刘遵义¹

2014 年 12 月

1. 引言

越来越多的证据表明，中国几乎所有大小城市的住宅都存在显著的超额供给。住宅的实际用电量资料表明，在很多城市，已出售（非开发商所有）但未入住的住宅占住宅总量的比率至少达 25%。如果再加上开发商持有的未出售（因而未入住）的住宅，一些城市的空置率甚至高达 40%。显然，在一些城市很多年内不应再新建住宅，当然住宅也不应保持当前的价格水平上，这是大多数本城居民无力承担的。继续建造居民无力承担而供给大量过剩的住宅完全是对社会资源的浪费。

面对如此庞大的超额供给，中国的房价为什么没有下降，或者说没有较快下降呢？为什么市场没有像十八届三中全会决议中提倡的那样发挥决定性作用呢？这说明有很多不同的强大利益集团支持房地产价格保持在目前的水平上，但支持的原因各不相同，下面将会讨论。然而是否每个原因都与中国社会整体的最大利益相一致，这是值得商榷的。

2. 反对刺破房地产泡沫的理由

尽管几乎所有人都意识到当前的房价水平不可持续，那么，是什么原因使房地产泡沫保留至今呢？首先，地方政府最重要的财政收入来源就是他们所控制的

¹作者是香港中文大学蓝饶富暨蓝凯丽经济学讲座教授。他感谢刘麦嘉轩女士提供的宝贵意见，但会单独承担文章中所有错误。此外，文章中所有言论纯粹代表作者个人立场，并不代表任何与他有关联的机构或团体。此文将于比较杂志发表。

土地，因此，他们想让土地价格处于高位并不断上涨。地方土地价格要保持高位并不断上涨，当地的房地产价格就必须保持高位并不断上涨，这转而依赖于当地保持高位并不断上升的对住宅的需求。这也是为什么引入小额房产税会受到地方政府大力阻挠的原因，尽管长期来看他们可能是该税种的受益者，但他们害怕引入房产税在短期内会对当地房地产（特别是住宅）的需求造成负面影响。地方政府想方设法通过抬高房地产价格，包括保持可用于新开发的土地的高价，或限制向市场提供土地，或劝阻开发商降价，更重要的是，通过利用政府在当地银行系统的影响力确保银行继续向房地产开发商提供贷款。现在刺破房地产泡沫就会剥夺了地方政府最重要的收入来源，那些在地方政府心目中最有可能带动当地GDP和就业的经济活动就会停滞下来。

其次，房地产开发商也不想让他们的产品价格下降，这将直接影响他们的收入和利润。只要能够获得贷款，即使高达20%的年利率，他们也会选择待价而沽，而不会降价。不必用全额现款购买土地的开发商或许能够坚持更长时间。为了不降价，房地产开发商提出了荒诞不经的理由：如果他们的楼盘降价，那些购买旧楼盘的消费者就会要求退款，或至少要求返还价差。这个理由完全站不住脚：照此逻辑，所有商品和服务以及股票和债券的价格都不能下降，因为先前的购买者会要求返还差价。如此一来，市场上就永远不会有任何灵活的价格下降。另外，这也带出另外一个问题，当商品和服务的价格上涨时，其供给者是否有权向先前的消费者索取差价？

一个明显的事实是，很多城市的住宅需求不可能在短时间内快速上升。住宅的过剩供给在很长一段时间内不会消失。因此，房地产开发商堆积越来越多的债务只会令问题的最终解决变得更加困难和痛苦，不仅对开发商，对贷款方和最终的购房者也一样。开发商如果想在房地产周期中存活下来，眼下需要的不是更多的贷款，而是更多的资本。

现在刺破房地产泡沫可能会导致一些开发商破产，特别是小开发商；事实上，这一结果迟早会发生，因为很多城市的房地产市场存在庞大的过剩供给。另一个被提出来解决住宅供给过剩的想法是加快城镇化步伐，吸引居住在农村地区的居民迁入城镇，并入住那些空置住房。然而，除非这些新的城镇居民有稳定收入的职业，否则他们进城会带来更多的问题。

再次，银行和金融机构也不想看到房地产价格下降，因为这将会降低未偿贷款的抵押房产的价值，甚至可能使之低于贷款本身。这意味着贷款银行可能不得不提高其贷款损失的准备金，并可能需要增加新的资本。这也意味着借款方手上会有“负资产”，这可能会导致贷款违约，进而提高不良贷款的绝对值和比率。此外，即使银行和金融机构可以成功收回违约借款人作为抵押品的房产，并在市场上成功拍卖，他们也将遭受一笔损失，该损失相当于抵押品市场价值和未偿贷款额之间的差值。如果房地产价格下跌幅度足够大，可能会造成房地产贷款的大量违约，并影响那些向开发商和房主集中发放贷款的银行和金融机构的生存能力。因此，刺破房地产泡沫必须谨防整个金融体系的稳定性受到影响。最好的情况就是将房地产抵押贷款从贷款银行和金融机构的资产负债表中剥离出来。

最后，现在的房主和已经向开发商预付房款的未来房主，可能会担心房地产价格明显下降给自己带来“负资产”。他们的财富会减少，由于负的财富效应，这可能会导致他们的消费降低。然而，如果一个房主只拥有自住房，这一效应很大程度上是虚幻的。不管自住房的价格上升还是下降，自住房房主的效用是不变的——房子还是同一所房子。自住房房主住房消费支出的估算值变化了，但房主的净福利保持不变。因此，自住房房主的财富效应可能很小。对出于投机目的拥有多套房的房主，财富效应可能会大一些。然而，现在不刺破房地产泡沫而任由其变大，当它不可避免地破裂时会给每个人带来更大的经济损失。对于中低收入的自住房房主，住房很可能是他（她）唯一最值钱的资产。这些房主在经受价格冲击时应该获得一定程度的援助。

当下住宅房地产价格高、空置率高的情况显然不可持续。试图抬高或维持住宅房地产价格会带来道德风险，这会使开发商和投资者确信住宅地产是单向的、没有风险的投机。此外，如果现在不挤出泡沫中的空气，住宅房地产的高价还会持续至少一段时间，这可能会吸引房主们更多的新投资，致使价格泡沫越吹越大。开发商不得不为现有贷款支付极高的利率，因而背负更多的债务，他们不得不持续支付的高利率会很快侵蚀他们所持有的资产净值。当开发商需要延期归还贷款时，贷款银行和金融机构就会产生越来越多的不良贷款，即使它们不再向购房者提供新的贷款。当泡沫不可避免地破裂时，一次更大的金融危机会接踵而来。越早应对住宅房地产的问题，就越容易解决它。所以必须允许房地产价格泡沫破裂，

但要以一种不过度伤害房主且不会令银行和金融机构遭受过度破坏的可控方式。

3. 刺破房地产泡沫对宏观经济的影响

如果房地产泡沫被刺破，将会对整体经济造成怎样的影响？首先，对实际 GDP 增长率的影响其实是相当小的。正如房地产价格的上升不会增加实际 GDP 和就业本身一样，房地产价格的下降就其本身而言也不会减少实际 GDP 和就业。然而，房地产开发商和所有者的财富会下降。这可能会造成总体消费的下降，这就是所谓的财富效应。有关财富效应大小的经验证据并不充分，而且严格倚赖于财富分配——财富分配越不平等，财富效应就越小。总之，财富效应对中国的自住房房主来说并不会太大。

当然，如果房地产泡沫破裂，开发商会停止进一步的开发，这会给当地的 GDP 和就业带来负面影响；但是，鉴于中国几乎所有城市都出现了大量的过剩住宅，这正是应该做的。中央政府此时最不应该做的就是鼓励开发商开发更多的住宅，非常廉价的住房可能是例外。实际上，一个可能不错的想法是，收紧开发商可用的信贷，迫使房地产价格下跌至更合理的水平。中国经济负担不起新一轮的房地产扩张潮。

第二，房地产泡沫破裂会导致部分开发商和抵押贷款房主的贷款违约。贷款银行和金融机构会发现它们的房地产贷款抵押不足，不良贷款的数额和比率上升。它们需要提留更多的损失准备金，并增加资本或缩减资产，以满足资本充足率要求。然而当所有泡沫最终破裂时，这也一定会发生。不过香港和台湾的经验（例如，1997—1998 年东亚金融危机期间）表明，自住房抵押贷款的违约率非常低；因此，完全有可能让贷款方和借款人达成适当的再融资方案。另外抵押不足的贷款可以被出售。一旦贷款银行和金融机构的资产负债表得到清理，他们就有能力为中小企业等值得支援的借款人提供贷款；目前，房地产贷款“挤出”了中小企业贷款。

第三，房主会因泡沫破裂遭受明显的损失，有些是已变现的，有些是未变现的。这些损失会影响他们的消费和投资行为。然而，中央政府的当务之急应该是确保自住房房主不出现违约和不被贷款人止赎（foreclose），能够继续住在自己

的住房里，并尽可能以不引发道德风险且财政上负责任的方式来补偿自住房房主的损失。

4. 关于自住房房主抵押贷款再融资的一个建议

政府应当把重点放在帮助房主上，特别是自住房房主而不是投机者；在刺破房地产泡沫时，他们的财富会受到破坏。很多人最终会持有负资产，即是他们的房产所背负的债务高于其市场价值。然而，通过帮助房主，贷款银行和金融机构（包括住房公积金）也会因手中的不良贷款较少而受益。

基本的思路是，政策性银行以较低固定利率的长期抵押贷款为自住房房主提供再融资，从而将不良贷款从原来的贷款银行和金融机构的资产负债表中剥离出来。这通常有助于降低房主持续的经济负担，为持有负资产的房主提供一种减少负资产的方式。为降低部分银行和金融机构的道德风险，它们必须持有 5% 的新贷款直至到期，并对未来任何贷款损失的前 5% 负责。基于自住房的要求，每位房主只可以进行一次再融资，即使他们拥有多套住房。另外，这类再融资有最大额的约束，因为目标受益者为中低收入房主。

我们首先考虑没有负资产的房主，因为他们只面对房产价值的减值。抵押品本身对贷款银行来说依然是足值的。像国家开发银行这样的政策性银行向贷款银行和金融机构买入合格的自住房抵押贷款，并以较低的固定利率（例如说以 4.5% 而不是 6.5% 的年利率）和长期（比如说从 15 年延长到 35 年）的贷款对其再融资。由于低息和长期，就现值而言，再融资相当于对借款人的补助和单方面的转移支付。这有助于缓冲房地产价格下跌给借款人带来的冲击。另外，通过再融资，借款人每月的现金流将会显著增加，还本付息后可能会剩下更多的钱用于增加当前消费。从政策性银行的角度来看，它能以准主权债的利率（比如 4% 的年利率）融资，即使购入这些再融资贷款也可以有一个正的利差。因此，并不需要财政补贴。

我们来考虑一个具体的例子。假设一套自住房买入时的价格为 150 万元，合适的分期偿付抵押贷款额为 100 万元（价值的 66.67% 为贷款）。最初的抵押贷款固定利率为 6.5%，期限为 15 年，则月付款额为 8,711.07 元。如果这笔贷款能够

再融资为 4.5% 的固定利率和 35 年的期限，月付款额就降为 4,732.57 元，这相较以前 15 年期贷款月付款额减少了（也就是月现金流的增加）3,978.50 元。按照 7.5% 的贴现率折为现值，对抵押贷款的再融资最终使借款房主获益 237,784.69 元。

因此，如果房产价格下跌 30% 至 105 万元，这套住房的市场价值依然超过未偿贷款额。再融资相当于对借款房主一次性拨款 237,784.69 元。房主的净损失总额（未变现的）等于 $(1,500,000 - 1,050,000 - 237,784.69)$ 或 212,215.31 元，相当于最初买入价的 14.15%。因此，借款房主的净损失通过再融资方式就被有效地减少了一半以上。

对于持有负资产的自住房房主，即未偿付抵押贷款额超过房产的市场价值，贷款方就存在抵押品不足额的问题。如果贷款方取消抵押品赎回权，并将房产放到市场上出售，则需要承担一笔相当于抵押品不足额的损失。因此任何能够让它们减少损失的处理方式都会大受贷款方欢迎。建议要求最初贷款方吸收一半的负资产值。这是因为他们首先犯错，发放了过多的原始贷款，因此他们应当分担解决问题的成本。如果让他们不受惩罚地解决问题，将引发道德风险，将来这类错误还会不断重演。尽管贷款银行要吸收一半的负资产，该方案仍然有其优势，因为银行不用承担全部损失。此外，它会把再融资的抵押贷款卖给政策性银行，除了负资产一半的损失外，其他损失都会从它的资产负债表中剥离。它将有一个低负债资产负债表用于支持其他贷款。

与此同时，借款人将得到本金少、利率低、期限长的再融资贷款，其经济负担将会减轻。他实际上会从再融资中获益，尽管他可能仍有负资产，但他的现金流明显增加。他由此避免了可能的违约，并能像以前一样继续住在同一所住宅里。

我们再考虑一个具体的例子。假设住房的市场价格下降至 75 万元，跌幅为 50%，因此借款房主有 25 万元的负资产（贷款银行有等额的抵押品不足额）。贷款银行被要求吸收 50% 的抵押品不足额，即 12.5 万元，因此未偿付的抵押贷款净额为 87.5 万元。如果该款项以 4.5% 的固定利率和 35 年的期限进行再融资，月付款额就会降至 4,141 元，相当于房主在前 15 年每月少支付了（也就是月现金流的增加）4,570.07 元。按照 7.5% 的贴现率折为现值，未偿贷款本金的减少和对抵押贷款的再融资最终使借款房主获益 325,523.27 元。这相当于对借款房主一次

性拨款 325,523.27 元。房主的净损失总额（未变现的）等于（1,500,000 - 750,000 - 325,523.27）或 424,476.73 元，相当于最初买入价的 28.3%。因此，借款房主的净损失通过初始贷款银行的债务减计和再融资被有效减少了 43.4%。虽然房主在房产净值回升之前依然持有负资产，但可以避免其房产被止赎，同时现金流显著增加使其可以如愿增加消费。

初始贷款银行会有怎样的收益呢？它可以通过向政策性银行出售抵押不足的贷款来剥离不良资产。另外，银行可以作为政策性银行再融资贷款的服务机构收取服务费，而不必占用银行自身的资本。假设贷款银行每年对再融资贷款收取 20 个基点的服务费，35 年后，它会获益 7%，超过了它必须持有的 5% 的新增贷款。此外，银行还可以通过它拥有新贷款的 5% 而获得借款人支付的总利息的 5%。

5. 配套措施

刺破房地产泡沫时，政府应该采取配套措施以提振房地产市场低迷波及到的建筑和建材部门的不景气，可以建造公共基础设施，比如城市公共捷运系统、高铁、棚户改造、中小学、专科院校、大学、医院以及环境的治理、保护和恢复工程；也可以推进和资助教育、医疗和养老等公共消费。然而，建造更多高价住宅完全没有意义——唯一该建的房子是廉价房。

为区分自住房和非自住房，有必要制定并实施产权和授信实名制，以确保没有人能够欺诈或反复利用再融资政策。另外，应该实行全国性的地籍调查，并为房地产制定全国性的所有权集中登记系统，防止欺骗行为。

住宅房地产业的一些规则需要改革。例如，应该允许预付款房主在银行和金融机构设立第三方托管账户。房地产开发商只有按期建成住房并交付使用许可证，才能从第三方托管账户中提取房款。预付款房主自己也不能从第三方托管账户中提走房款，除非开发商拖延完工及交付房产的日期。这样的安排可以消除很多房地产买卖中的风险和可能的纠纷。有了预付款房主的第三方托管账户，银行可能更愿意为有良好记录且经验丰富的开发商提供建设融资。

因为政策性银行能够以准主权债券利率融资，它可以发行 35 年期固定年利率为 4% 的债券。因此，它可以从银行和金融机构买入合格的再融资抵押贷款，

支付服务费后依然有微少的利差来覆盖成本，不需要中央政府提供财政补贴。这些长期债券的潜在购买者包括国内外的国家级和省级的社会保障基金、养老基金、慈善基金、教育基金和人寿保险公司等。

当银行和金融机构出售了再融资住房抵押贷款后，就可以有新的贷款能力以为其他产业部门的活动融资，包括被房地产部门挤出的借款者。这有助于增加对中小企业的信贷供给。

6. 结束语

笔者建议在中国一个住房空置率较高的城市进行试点，允许房地产价格根据当地市场情况进行调整。运用上述再融资的备选方案帮助中低收入的自住房房主。该方案还有助于降低当地的收入和财富分配不平等程度。这不仅能使中低收入房主在房地产泡沫破裂中幸存，也可以增加他们的当期消费。

然而，实行这一试点方案的最佳时机是房地产价格明显下跌的同时或者稍后，而不是之前。如果这一方案在当地房地产价格下跌之前实行，实际上可能会导致更大的房地产泡沫，由于可以获得低息长期的住房抵押贷款，潜在的借款人的购买力就会大幅度增加。