

# 首付貸：中國式次按危機

莊太量 秦天麗

研究專論第四十八號

二零一六年四月



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  
及對我們的支援（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
	香港上海滙豐銀行有限公司

## 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

---

# 首付貸：中國式次按危機

莊太量<sup>1</sup> 秦天麗<sup>2</sup>

2016 年 4 月

**摘要：**美國次按危機的主要原因是 100% 的購房貸款，大大增加了違約風險。內地首付貸款以 P2P 方式出現，無疑是在複製美國次按危機。在樓市熱銷、樓價飛漲之後的一到兩年時間，不良貸款將開始湧現，樓市泡沫便極可能破滅。不過，危中有機，中國一線城市周邊經濟發展較快、基礎設施逐漸完善的二三線城市，房地產具有一定投資價值。

---

<sup>1</sup> 香港中文大學全球經濟及金融研究所常務所長及南京大學思源講座教授

<sup>2</sup> 香港中文大學公共政策課程碩士

中央財經領導小組會議在 2015 年 11 月首次提出房地產要去庫存。伴隨著十三五供給側改革的推廣，中國政府更多次表示要著力解決樓市庫存過剩問題。二套房與首套房首付款比例先後下調，40 多城市限購政策放開，同時伴以降準降息、支持房地產企業在債券市場融資等政策，使得內地房地產市場再度火熱起來。調查顯示的 70 個大中城市住宅銷售價格上漲城市數量呈明顯上漲態勢（見圖 1）。

圖 1：70 個大中城市住宅銷售價格

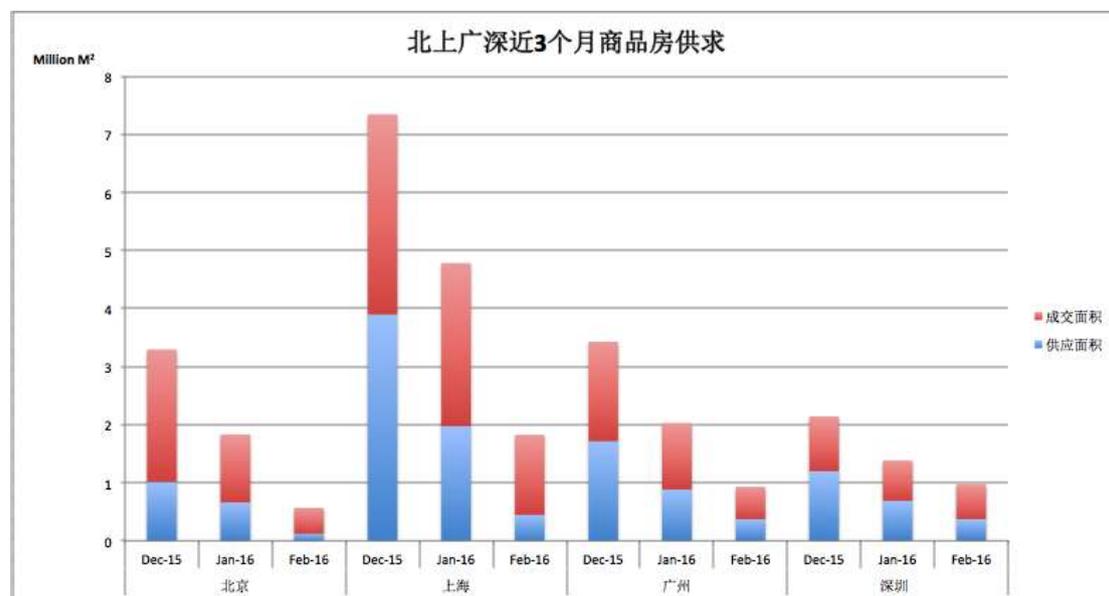


數據來源：國家統計局

內地一線城市房價近幾年來一直處於一個不合理的高位，寬鬆政策的出臺，更是在近幾月引來了搶購潮，高頻率出現供大於求的景象，從而將房價推向更高位（見圖 2）。然而，上述政策多數都對北京、上海、廣州、深圳幾個一線城市進行差別化處理，例如北上廣深均繼續保持限購政策。因此，導致一線城市房價亦明顯受到寬鬆政策影響的主要原因是民眾有新建商品房將放緩、庫存將減少、

進而會出現供不應求現象導致的未來房價上漲的心理預期。值得注意的是，首付貸款模式的湧現和推廣，也更助推了房地產市場價格的非理性上漲。

圖 2：北上深近 3 個月商品房供求



數據來源：上海易居房地產研究院

### 內地一線城市樓市泡沫分析

那麼，一線城市樓市泡沫是否存在爆破的危險呢？我們不妨與近二十年來世界上房地產市場崩潰、泡沫破裂的三個典型模式——日本、美國和香港模式進行對比。

首先可以對比上世紀九十年代的日本。其時日本經濟過熱，日本樓市劇跌時伴隨著日元的大幅升值。當時日元升值率達到 100%，因此房價相應下跌 50%以上都屬正常範圍。同時，日本當時的城市化程度非常高，已接近下降的拐點，所以城市住房需求日漸不足，也導致樓市高價無法繼續支撐。而目前對於內地一線城市來說，上述兩個條件都還不具備。

另外不妨再與最近的美國次貸危機發生的原因、環境和條件做一個對比。美國次貸危機的主要原因就是 100%的購房貸款，大大增加了違約、產生不良貸款

的風險。內地首付貸款這種 P2P 方式的出現，無疑是在復制美國的次貸危機，提高了購房者還款壓力和銀行房貸風險，增加了槓桿資金。因此，內地一線城市泡沫可能爆破的原因與美國會更有相似性。然而有所不同的是，中國政府已表示將開始加強整治首付貸款的發放。若首付貸款發放得到抑制，則一線城市樓市泡沫可以進一步遠離爆破的危機。同時，需要加強貸款的審核，否則在樓市熱銷、房價飛漲之後的一到兩年時間，不良貸款開始湧現，不良貸款比例將明顯上升，樓市泡沫便極可能破滅。

然而，內地銀行業具有規模大、競爭少和全國性的特點，因此對風險的承擔能力較高。全國的樓市不會全部一起過速上漲和崩盤。當一線城市房地產不良貸款快速上升時，銀行未必會對抵押房產進行低價拍賣，進而去引發樓市泡沫崩潰。銀行有能力也更可能做的選擇是進行一個全國性、臨時性的危機分解和消化。這樣危機最終可能會導致房價產生 10%~20% 的跌幅，但會在新的水平上實現新的穩定。與此同時，內地一線城市失業率較低的表現，加上一線城市租金回報率非常低，並不被作為投資者對回報的主要期待，這使得即使房價降低，民眾依然有還款能力，從而使得不良貸款的危機相較美國較小。

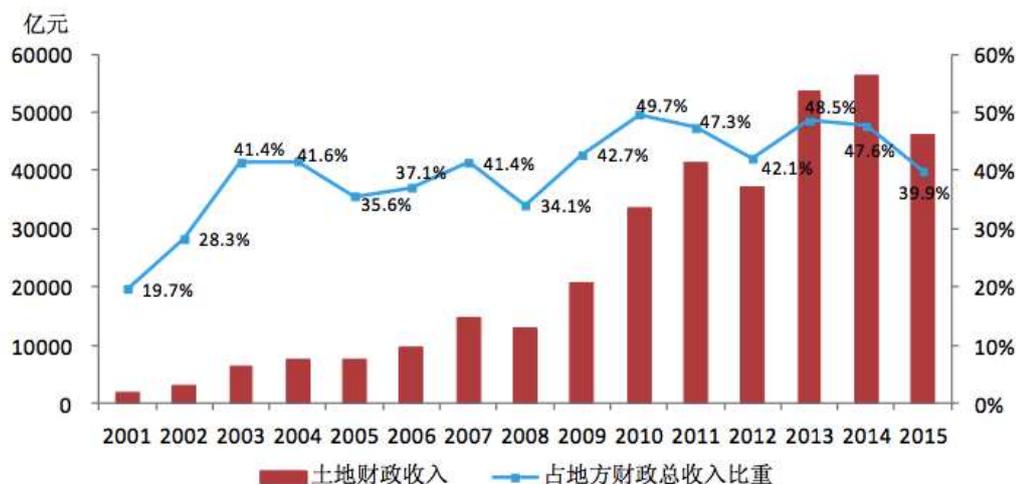
最後來看 1997 年香港樓市的崩潰模式。近幾個月內地樓價上漲的幅度和節奏與 1997 年的香港很像。但是香港樓市崩潰的原因首先是亞洲金融風暴的打擊。其次是當時港府推出每年建房“八萬五”的目標，使民眾產生較大的供應期待和房價穩定預期，放緩了購房腳步，導致需求不足。第三是香港以中小企業為主，它們廣泛的進行房產抵押。由於上述兩個原因導致的房價下挫使得這些企業被迫大量裁員，進而導致失業率急劇上升，最終房價大跌，樓市泡沫破裂。反觀內地一線城市，其失業率都很低，且從事行業多為金融、科技行業。另外在目前宏觀經濟環境下，以及去庫存的政策背景下，尚不具備重蹈 1997 年香港樓市崩盤覆轍的條件。

## 內地樓市投資前景

土地財政產生的大量房地產供應，以及金融市場的相對封閉和低回報率，使得房地產一直是內地居民最為重要的投資項目之一。從圖 3 可以看出，土地財政對地方財政的貢獻率開始下降，但仍然處於較高的依賴度（約 40%），這也意味

著地方財政支出的快速增長。因此，去庫存政策，以及其可能導致的房價下跌，仍將對地方經濟造成較大打擊。屆時政策走向如何變化，能否成功培養替代產業，還是一個重要變量，需進一步探索。

圖 3：土地財政收入占地方財政總收入比重(“五稅”)



數據來源：財政部、易居研究院

資料來源：上海易居房地產研究院

目前來看，投資方面，一線城市如北上廣深，其房產投資價值空間不大。一是因為其租金回報率非常低。北京、上海、廣州和深圳的租金回報率均在 2%~3% 左右，甚至不敵一年期存款利率。二是房價大幅上漲空間有限，一方面其房價收入比達到 20~30，已脫離合理區間；另一方面考慮到各方面因素，一線城市的限購政策放開無時，地方政府亦表態將嚴控投資投機需求，因此其房價在一段時間內雖會因政策寬松回升，卻不會長期保持大幅上漲。同時，一線城市房價上漲的一個重要原因是外來人口，或“新移民”，他們置業很大比例是通過出售其位於其家鄉城市（三、四線比例較高）的房產實現“異地置換”。從需求來源看這種剛性需求特征也使得一線城市樓市投資投機比例或空間較小。

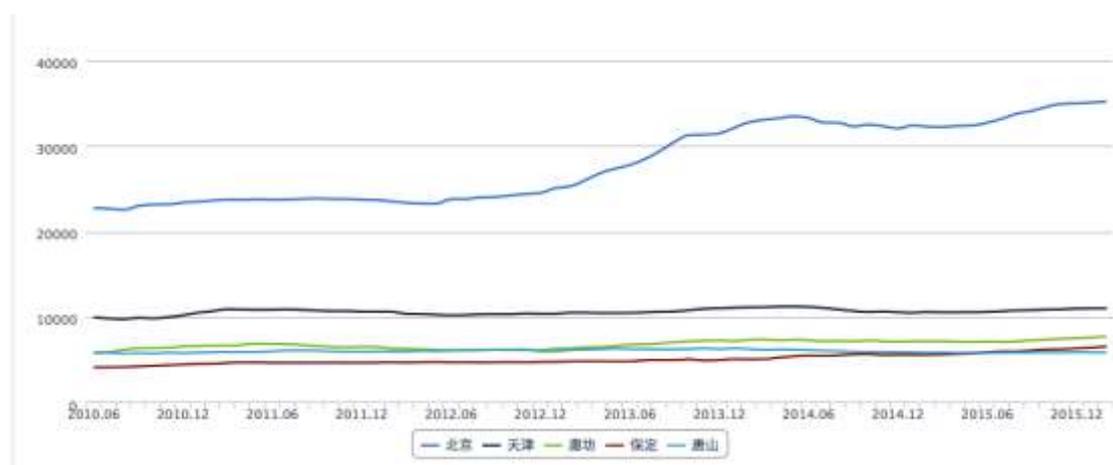
為響應中央號召，各省市地方相繼出臺了包括人口政策、土地供應、稅費調

整、融資限制等在內的房產去庫存一攬子計劃，相關標準的落實以三線及以下城市最為徹底。而研究調查顯示，三線城市的房地產庫存為一、二線城市庫存的近三倍。由此可見，去庫存將對三、四線城市的房地產市場造成較大的降價壓力。

放眼去觀察一線城市周邊經濟發展較快、基礎設施逐漸完善的二、三線城市，會發現其房地產具有一定投資意義。首先，交通便利，與一線城市聯系緊密；其次，房價相對一線城市明顯較低；第三，易於把握作為一線城市“後花園”的諸多發展機遇，GDP 水平相對其他城市更高、增長更快（可參考後附表格）；第四，相對而言污染少、環境好。第五，基礎設施加速建設。

下面我們從北上廣深所處的京津、長三角、珠三角三個發達經濟圈，或城市圈具體對一線城市周邊的二、三線具有樓市投資潛力的城市進行分析。

圖 4：北京及周邊 5 城房價走勢（人民幣每平方米）



資料來源：房天下

乘高鐵從北京到其周邊經濟較發達城市均非常便利，如天津（約 30 分鐘）、廊坊（約 20 分鐘）、保定（約 40 分鐘）、唐山（約 1 小時），整個路程所用時間甚至少於乘地鐵從北京郊區到遠一些的上班地點。這幾個城市的房價均明顯低於北京（如圖 4），且除天津外的其他三城，房價尚未突破萬元人民幣每平方米的大關，適合很多工作不久、積蓄不多的年輕人前往置業。另外，北京的舒解“非

首都功能”的政策導向，也將給周邊地區帶去更多的承接和發展機會。

由南京、上海和杭州連接起來的長江三角洲部分地區，經濟發達、城市密集、交通便利、環境宜人，同時也集中擁有江南的重要旅遊資源。從目前房價上看，南京房價位於 1 萬~1 萬 5 千元之間，明顯高於其周邊城市，如揚州、泰州、常州和鎮江，這幾個城市房價尚未突破萬元大關。上海及其周邊城市房價總體高於南京城市群，其中上海房價位於 3~4 萬元區間，明顯高於周邊其他城市，如蘇州、無錫、南通、杭州，其房價均位於 1~2 萬元區間。

寧啟鐵路復線和滬通鐵路開通後，將進一步加強南京至上海各城市間的聯系與交流，促進各地經濟協同發展。通過高鐵的建設，南京和上海皆可實現在 1 小時內抵達其周邊經濟較發達的二、三線城市，如揚州（高鐵將於 2016 年 5 月建成通車，屆時旅行時間約 40 分鐘）、鎮江（約 20 分鐘）。蘇州（約 30 分鐘），無錫（約 40 分鐘），南通（高鐵將於 2017 建成通車，屆時旅行時間約 1 小時）。另外如揚州泰州機場已納入國家口岸管理辦一類航空口岸開放計劃。各地機場等基礎設施的建設有利於帶動旅遊業發展和國際經濟、文化交流，增加其房地產開發投資價值。

廣州、深圳連接的、臨近港、澳經濟發達城市的珠三角地區，也是房產投資不錯的選擇。其中緊鄰香港的深圳房價明顯高於其他 4 市且上漲最快，目前均價已破 4 萬。而其他交通在 1 小時內可達的周邊經濟較發達城市房地產均價在 1~2 萬元左右。如鄰近香港且有較好科研機構的中山市，房地產便有很大的增值潛力。另外，港珠澳大橋未來的建成，也將極大地便利珠海與港澳的交流，促進當地經濟發展，乃至帶動整個珠江三角洲地區的互聯互通。

另外，中西部地區，包括成都、重慶、武漢、長沙、合肥等省會、甚至直轄市在內，另外還有西安這樣的一些城市，雖地理位置相對獨立，經濟發展水平不及東部地區，但其基礎設施建設非常完善，甚至都有其特色的旅遊聖地，也有地方性的政治、文化中心地位優勢。因此，隨著時間的推移，交通進一步便利，經濟交流和產業聯系進一步加強，這些地區也是投資和置業的良好選擇。目前這些城市房價均在 1 萬元以下，集中位於 6000~8000 元，處於較合理的價格區間。

綜合來看，影響一個城市經濟發展、房價走向的因素有以下幾方面：人口密

度、GDP 水平、基礎設施建設水平以及科研支持等。關於上述城市相關房價影響因素的具體分析，請進一步參考下表：

表 1：影響城市經濟發展、房價走向的因素

	人口 (中心城區 人口是否超 過一千萬)	2015年GDP 同比增長率	機場 (民航)	大學科研機構 (是否有211工程 院校)	地鐵	高鐵	合計 (除GDP)
北京	1	6.7%	1	1	1	1	5
天津	0	9.4%	1	1	1	1	4
廊坊	0	8.5%	1	0	0	1	2
保定	0	6.7%	0	0	0	1	1
唐山	0	7%	1	0	0	1	2
南京	0	9.2%	1	1	1	1	4
揚州	0	10%	1	0	0	1	2
泰州	0	9.9%	1	0	0	1	2
常州	0	10.5%	1	0	1	1	3
鎮江	0	9.5%	0	0	0	1	1
上海	1	6.8%	1	1	1	1	5
蘇州	0	7.5%	0	1	1	1	3
無錫	0	7.1%	1	1	1	1	4
南通	0	9%	1	0	1	1	3
杭州	0	11%	1	1	1	1	4
廣州	0	8.3%	1	1	1	1	4
深圳	0	8.9%	1	1	1	1	4
珠海	0	10%	1	0	0	1	2
中山	0	8%	0	1	1	1	3
東莞	0	7.8%	0	0	1	1	2
武漢	0	8.8%	1	1	1	1	4
長沙	0	9.7%	1	1	1	1	4
成都	0	8%	1	1	1	1	4
重慶	0	11%	1	1	1	1	4
合肥	0	10.5%	1	1	1	1	4

註 1：“1”代表“有”/“是”，“0”代表“無”/“否”

註 2:機場、地鐵、高鐵情況以計劃 2020 年前建成為準進行統計

GDP 數據來源：國家統計局、新華網

總體來看，內地樓市泡沫為一線城市最典型，但泡沫破滅的機會不大。一線城市如北京、上海、深圳房價上漲趨勢將逐漸減緩，甚至可能會在未來幾年出現有限程度的下降。而廣州房價仍有較大上漲空間。另外，二線城市、準二線城市，

以及可以作為一線城市“衛星城”的三線城市，或城市群覆蓋的三線城市，其未來經濟走勢與房地產市場可以被看好。另外對於其他三、四線城市而言，則會更多因去庫存政策指導而導致房價有較大下跌的風險，因此不建議進行地產投資。