

首付贷：中国式次按危机

庄太量 秦天丽

研究专论第四十八号

二零一六年四月

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
及对我们的支持（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

首付贷：中国式次按危机

庄太量¹ 秦天丽²

2016年4月

摘要：美国次按危机的主要原因是 100%的购房贷款，大大增加了违约风险。内地首付贷款以 P2P 方式出现，无疑是在复制美国次按危机。在楼市热销、楼价飞涨之后的一到两年时间，不良贷款将开始涌现，楼市泡沫便极可能破灭。不过，危中有机，中国一线城市周边经济发展较快、基础设施逐渐完善的二三线城市，房地产具有一定投资价值。

¹ 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

² 香港中文大學公共政策課程碩士

中央财经领导小组会议在 2015 年 11 月首次提出房地产要去库存。伴随着十三五供给侧改革的推广，中国政府更多次表示要着力解决楼市库存过剩问题。二套房与首套房首付款比例先后下调，40 多城市限购政策放开，同时伴以降准降息、支持房地产企业在债券市场融资等政策，使得内地房地产市场再度火热起来。调查显示的 70 个大中城市住宅销售价格上涨城市数量呈明显上涨态势(见图 1)。

图 1：70 个大中城市住宅销售价格

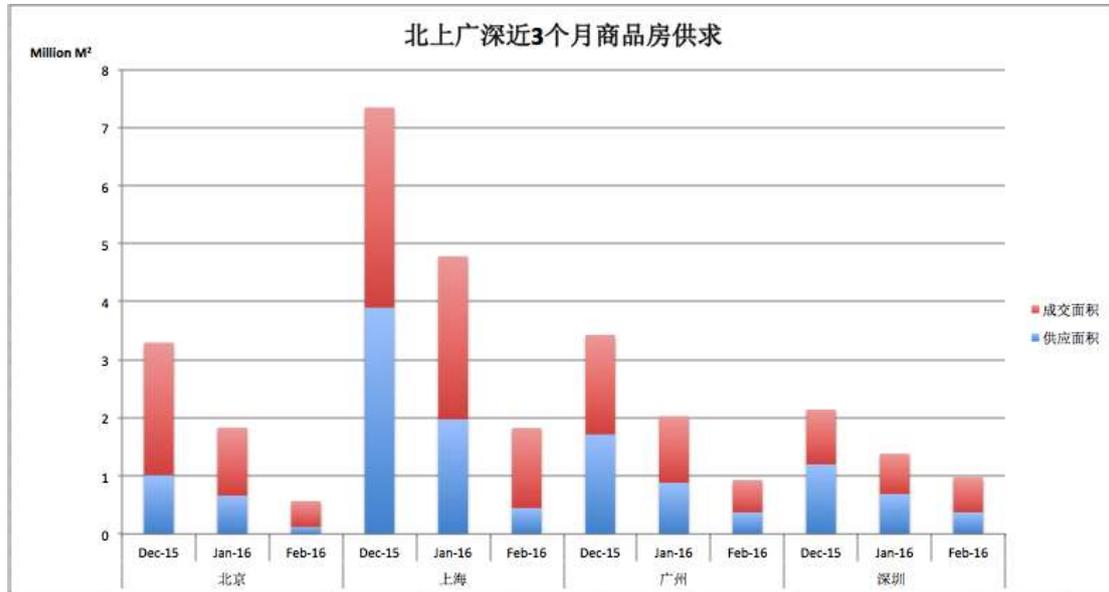


数据来源：国家统计局

内地一线城市房价近几年来一直处于一个不合理的高位，宽松政策的出台，更是在近几月引来了抢购潮，高频率出现供大于求的景象，从而将房价推向更高位（见图 2）。然而，上述政策多数都对北京、上海、广州、深圳几个一线城市进行差别化处理，例如北上广深均继续保持限购政策。因此，导致一线城市房价亦明显受到宽松政策影响的主要原因是民众有新建商品房将放缓、库存将减少、进而会出现供不应求现象导致的未来房价上涨的心理预期。值得注意的是，首付

贷款模式的涌现和推广，也更助推了房地产市场价格的非理性上涨。

图 2：北上深近 3 个月商品房供求



数据来源：上海易居房地产研究院

内地一线城市楼市泡沫分析

那么，一线城市楼市泡沫是否存在爆破的危险呢？我们不妨与近二十年来世界上房地产市场崩溃、泡沫破裂的三个典型模式——日本、美国和香港模式进行对比。

首先可以对比上世纪九十年代的日本。其时日本经济过热，日本楼市剧跌时伴随着日元的大幅升值。当时日元升值率达到 100%，因此房价相应下跌 50%以上都属正常范围。同时，日本当时的城市化程度非常高，已接近下降的拐点，所以城市住房需求日渐不足，也导致楼市高价无法继续支撑。而目前对于内地一线城市来说，上述两个条件都还不具备。

另外不妨再与最近的美国次贷危机发生的原因、环境和条件做一个对比。美国次贷危机的主要原因就是 100%的购房贷款，大大增加了违约、产生不良贷款的风险。内地首付贷款这种 P2P 方式的出现，无疑是在复制美国的次贷危机，提

高了购房者还款压力和银行房贷风险，增加了杠杆资金。因此，内地一线城市泡沫可能爆破的原因与美国会更有相似性。然而有所不同的是，中国政府已表示将开始加强整治首付贷款的发放。若首付贷款发放得到抑制，则一线城市楼市泡沫可以进一步远离爆破的危机。同时，需要加强贷款的审核，否则在楼市热销、房价飞涨之后的一到两年时间，不良贷款开始涌现，不良贷款比例将明显上升，楼市泡沫便极有可能破灭。

然而，内地银行业具有规模大、竞争少和全国性的特点，因此对风险的承担能力较高。全国的楼市不会全部一起过速上涨和崩盘。当一线城市房地产不良贷款快速上升时，银行未必会对抵押房产进行低价拍卖，进而去引发楼市泡沫崩溃。银行有能力也更可能做的选择是进行一个全国性、临时性的危机分解和消化。这样危机最终可能会导致房价产生 10%~20%的跌幅，但会在新的水平上实现新的稳定。与此同时，内地一线城市失业率较低的表现，加上一线城市租金回报率非常低，并不被作为投资者对回报的主要期待，这使得即使房价降低，民众依然有还款能力，从而使得不良贷款的危机相较美国较小。

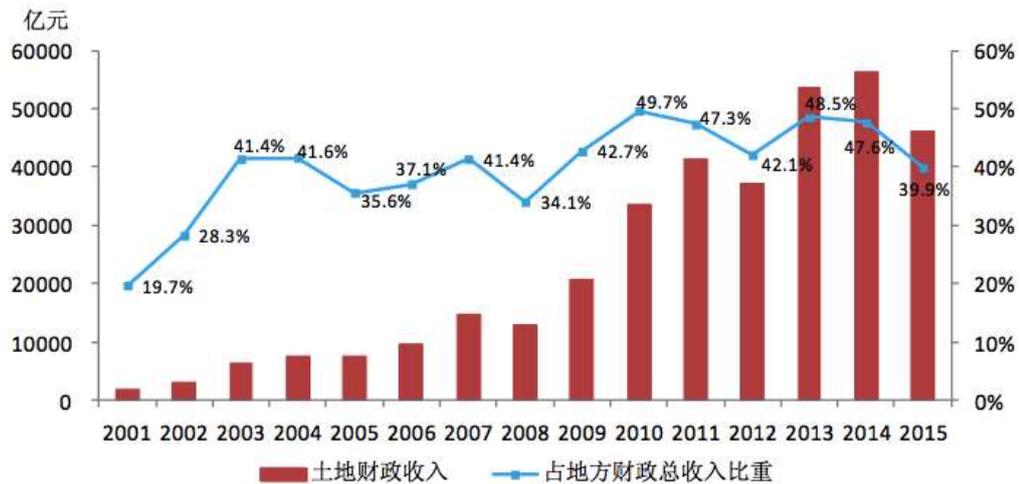
最后来看 1997 年香港楼市的崩溃模式。近几个月内地楼价上涨的幅度和节奏与 1997 年的香港很像。但是香港楼市崩溃的原因首先是亚洲金融风暴的打击。其次是当时港府推出每年建房“八万五”的目标，使民众产生较大的供应期待和房价稳定预期，放缓了购房脚步，导致需求不足。第三是香港以中小企业为主，它们广泛的进行房产抵押。由于上述两个原因导致的房价下挫使得这些企业被迫大量裁员，进而导致失业率急剧上升，最终房价大跌，楼市泡沫破裂。反观内地一线城市，其失业率都很低，且从事行业多为金融、科技行业。另外在目前宏观经济环境下，以及去库存的政策背景下，尚不具备重蹈 1997 年香港楼市崩盘覆辙的条件。

内地楼市投资前景

土地财政产生的大量房地产供应，以及金融市场的相对封闭和低回报率，使得房地产一直是内地居民最为重要的投资项目之一。从图 3 可以看出，土地财政对地方财政的贡献率开始下降，但仍然处于较高的依赖度（约 40%），这也意味着地方财政支出的快速增长。因此，去库存政策，以及其可能导致的房价下跌，

仍将对地方经济造成较大打击。届时政策走向如何变化，能否成功培养替代产业，还是一个重要变量，需进一步探索。

图 3：土地财政收入占地方财政总收入比重（“五税”）



数据来源：财政部、易居研究院

数据源：上海易居房地产研究院

目前来看，投资方面，一线城市如北上广深，其房产投资价值空间不大。一是因为其租金回报率非常低。北京、上海、广州和深圳的租金回报率均在 2%~3%左右，甚至不敌一年期存款利率。二是房价大幅上涨空间有限，一方面其房价收入比达到 20~30，已脱离合理区间；另一方面考虑到各方面因素，一线城市的限购政策放开无时，地方政府亦表态将严控投资投机需求，因此其房价在一段时间内虽会因政策宽松回升，却不会长期保持大幅上涨。同时，一线城市房价上涨的一个重要原因是外来人口，或“新移民”，他们置业很大比例是通过出售其位于其家乡城市（三、四线比例较高）的房产实现“异地置换”。从需求来源看这种刚性需求特征也使得一线城市楼市投资投机比例或空间较小。

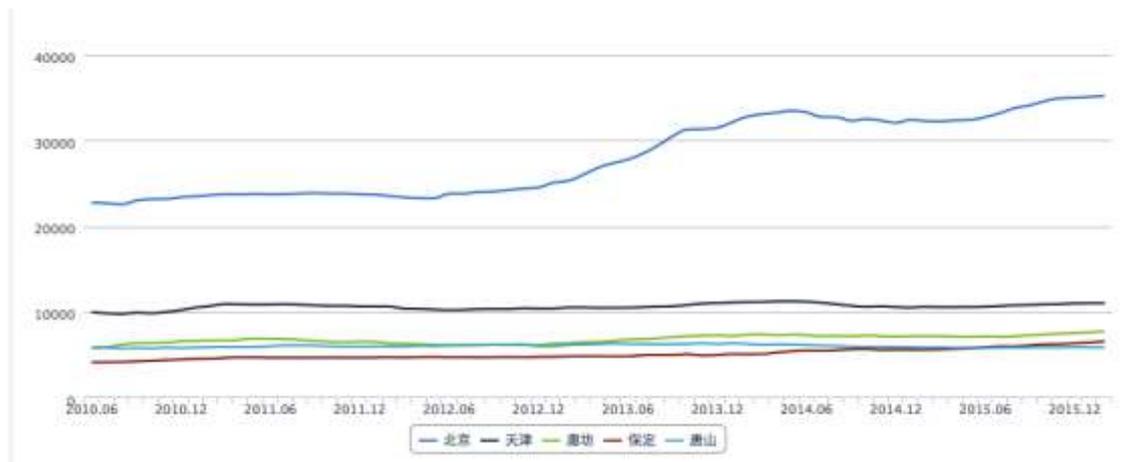
为响应中央号召，各省市地方相继出台了包括人口政策、土地供应、税费调整、融资限制等在内的房产去库存一揽子计划，相关标准的落实以三线及以下城

市最为彻底。而研究调查显示，三线城市的房地产库存为一、二线城市库存的近三倍。由此可见，去库存将对三、四线城市的房地产市场造成较大的降价压力。

放眼去观察一线城市周边经济发展较快、基础设施逐渐完善的二、三线城市，会发现其房地产具有一定投资意义。首先，交通便利，与一线城市联系紧密；其次，房价相对一线城市明显较低；第三，易于把握作为一线城市“后花园”的诸多发展机遇，GDP 水平相对其他城市更高、增长更快（可参考后附表格）；第四，相对而言污染少、环境好。第五，基础设施加速建设。

下面我们从北上广深所处的京津、长三角、珠三角三个发达经济圈，或城市圈具体对一线城市周边的二、三线具有楼市投资潜力的城市进行分析。

图 4：北京及周边 5 城房价走势（人民币每平方米）



数据源：房天下

乘高铁从北京到其周边经济较发达城市均非常便利，如天津（约 30 分钟）、廊坊（约 20 分钟）、保定（约 40 分钟）、唐山（约 1 小时），整个路程所用时间甚至少于乘地铁从北京郊区到远一些的上班地点。这几个城市的房价均明显低于北京（如图 4），且除天津外的其他三城，房价尚未突破万元人民币每平方米的大关，适合很多工作不久、积蓄不多的年轻人前往置业。另外，北京的舒解“非首都功能”的政策导向，也将给周边地区带去更多的承接和发展机会。

由南京、上海和杭州连接起来的长江三角洲部分地区，经济发达、城市密集、交通便利、环境宜人，同时也集中拥有江南的重要旅游资源。从目前房价上看，南京房价位于1万~1万5千元之间，明显高于其周边城市，如扬州、泰州、常州和镇江，这几个城市房价尚未突破万元大关。上海及其周边城市房价总体高于南京城市群，其中上海房价位于3~4万元区间，明显高于周边其他城市，如苏州、无锡、南通、杭州，其房价均位于1~2万元区间。

宁启铁路复线和沪通铁路开通后，将进一步加强南京至上海各城市间的联系与交流，促进各地经济协同发展。通过高铁的建设，南京和上海皆可实现在1小时内抵达其周边经济较发达的二、三线城市，如扬州（高铁将于2016年5月建成通车，届时旅行时间约40分钟）、镇江（约20分钟）。苏州（约30分钟），无锡（约40分钟），南通（高铁将于2017建成通车，届时旅行时间约1小时）。另外如扬州泰州机场已纳入国家口岸管理办一类航空口岸开放计划。各地机场等基础设施的建设有利于带动旅游业发展和国际经济、文化交流，增加其房地产开发投资价值。

广州、深圳连接的、临近港、澳经济发达城市的珠三角地区，也是房产投资不错的选择。其中紧邻香港的深圳房价明显高于其他4市且上涨最快，目前均价已破4万。而其他交通在1小时内可达的周边经济较发达城市房地产均价在1~2万元左右。如邻近香港且有较好科研机构的中山市，房地产便有很大的增值潜力。另外，港珠澳大桥未来的建成，也将极大地便利珠海与港澳的交流，促进当地经济发展，乃至带动整个珠江三角洲地区的互联互通。

另外，中西部地区，包括成都、重庆、武汉、长沙、合肥等省会、甚至直辖市在内，另外还有西安这样的一些城市，虽地理位置相对独立，经济发展水平不及东部地区，但其基础设施建设非常完善，甚至都有其特色的旅游圣地，也有地方性的政治、文化中心地位优势。因此，随着时间的推移，交通进一步便利，经济交流和产业联系进一步加强，这些地区也是投资和置业的良好选择。目前这些城市房价均在1万元以下，集中位于6000~8000元，处于较合理的价格区间。

综合来看，影响一个城市经济发展、房价走向的因素有以下几方面：人口密度、GDP水平、基础设施建设水平以及科研支持等。关于上述城市相关房价影响因素的具体分析，请进一步参考下表：

表 1：影响城市经济发展、房价走向的因素

	人口 (中心城区 人口是否超 过一千万)	2015年GDP 同比增长率	机场 (民航)	大学科研机构 (是否有211工程 院校)	地铁	高铁	合计 (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
扬州	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
镇江	0	9.5%	0	0	0	1	1
上海	1	6.8%	1	1	1	1	5
苏州	0	7.5%	0	1	1	1	3
无锡	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
广州	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
东莞	0	7.8%	0	0	1	1	2
武汉	0	8.8%	1	1	1	1	4
长沙	0	9.7%	1	1	1	1	4
成都	0	8%	1	1	1	1	4
重庆	0	11%	1	1	1	1	4
合肥	0	10.5%	1	1	1	1	4

注 1：“1”代表“有”/“是”，“0”代表“无”/“否”

注 2:机场、地铁、高铁情况以计划 2020 年前建成为准进行统计

GDP 数据来源：国家统计局、新华网

总体来看，内地楼市泡沫为一线城市最典型，但泡沫破灭的机会不大。一线城市如北京、上海、深圳房价上涨趋势将逐渐减缓，甚至可能会在未来几年出现有限程度的下降。而广州房价仍有较大上涨空间。另外，二线城市、准二线城市，以及可以作为一线城市“卫星城”的三线城市，或城市群覆盖的三线城市，其未来经济走势与房地产市场可以被看好。另外对于其他三、四线城市而言，则会更多因去库存政策指导而导致房价有较大下跌的风险，因此不建议进行地产投资。