

■ **欧阳辉** 长江商学院金融学杰出院长讲席教授、长江商学院金融创新和财富管理研究中心联席主任

■ **常杰** 长江商学院金融创新和财富管理研究中心高级研究员

近期中国多个政府部门连续推出一系列房地产的新政策,例如降低购房首付比例、上调住房公积金存款利率、降低房地产交易环节的契税和营业税征收比例等政策。在楼市产能过剩情况下,通常以降低价格促进销售作为去库存的主要方法,而在中国近期的经济政策主要以供给侧结构性改革、压缩产能过剩行业的目标背景下,为什么管理部门密集推出上述支持房地产业的政策?本文试着回顾美国和日本房地产市场去产能过剩的过程,观察对经济和社会的影响,希望对当前中国房地产业去库存有所启示。

美国 2008 年金融危机与房地产去产能过剩

2008 年 9 月 15 日,美国投资银行雷曼兄弟公司宣布破产,拉开了美国金融危机的序幕。美国最大的两家住房抵押贷款融资机构“房利美”和“房地美”被收归国有,保险公司美国国际集团被美国政府接管。金融市场的全球化使得华尔街的危机迅速蔓延,全球股市大幅下挫,金融市场上的不安情绪也打击了对实体经济的信心。2008 年美国金融危机是因房地产次级抵押贷款坏帐而起,致使金融市场出现流动性危机,波及房地产公司、抵押贷款机构、投资银行、保险公司和商业银行等相关行业,导致美国经济衰退。

美国房地产泡沫事实上是房地产行业的产能过剩,彼时美国房地产行业产能过剩的发生与其经济背景有关,泡沫破裂后产能过剩的清理经历了漫长而痛苦的过程,其间经济衰退和失业率上升的问题不得不予以思考。

2001 年美国 IT 领域泡沫破裂,经济陷入衰退,美联储采取了连续降息的扩张性货币

■ **沈晓杰**

2015 年中国房地产市场形势究竟怎样,各种说法不一。被相关利益方主导的媒体和“专家”的舆论,常常“莺歌燕舞”,似乎中国的房地产市场永远是只涨不跌的大长红市场。尽管相比 2014 年,去年楼市也就是几个一线城市和少数二三线城市“由绿翻红”(中国国家统计局日前公布 70 个大中城市房价的最新数据表明,2015 年全国房价上涨的城市为 21 个),但这并不影响诸如“今年不买房,一年又白忙”之类蛊惑人心的口号的推广。

近日,中国国家统计局终于公布了 2015 年中国房地产市场的最新数据。如何分析和评价 2015 年的中国房地产市场,算是有了权威的依据。

最新数据表明:和中国 2015 年 GDP 增长 6.9% 的宏观大势相比,去年房地产开发投资的增长,已下滑到令人不可思议的 1.0% 的地步(投资额为 95979 亿元人民币),而同期固定资产投资同比增长,却达到了 10%(达到 551590 亿元)。

也许,唯一看上去让人宽慰的是,2015 年中国商品房销售的面积和销售额分别增长了 6.5% 和 14.4%。但深究下去就会发现,如此“高指标”基本上是由于历史因素使然:一是由于 2014 年商品房销售的面积下降幅度太大(达到 7.6%,比 2015 年的增长幅度还多了 1.1 个百分点),现在的“高增长”其实也就是补差而已;二是由于今年加大了去库存的力度。而更能代表开发商“信心指数”的房屋新开工面积,却比 2014 年大幅下降了 14%。

深入研读这份报告,可以发现羁绊 2016 年中国房地产市场发展的三大症结。除了被顶层一再强调的市场的“高库存”以外,另外两个就是“跑路”和“滞涨”。从中国房地产市场的现状和国家统计局的数据来看,后两者的严重性一点都不小于前者。

购买力和高房价“剪刀差”日益扩大下的高库存

被列为今年中国经济发展五大任务之一的房地产市场“去库存”,其实就是建好和在建的商品住房日趋积压和滞销,市场住房消费所需被高房价压倒。在中国城镇还有数亿“无房产”的情况下,出现上述问题,不能不说中国住房供应的体系出了问题。按照最新的政治话语,属于典型的“供给侧结构性”改革范畴。

当前房地产市场库存究竟有多少,代表性的说法有三:一种是,全国“鬼城”竟然可住 34 亿人。其实,这是某院士批评现在全国新城区规划的人口已达 34 亿,和建设好的积压存量房没有“半毛钱关系”;还有一种说法是,把到去年 11 月份全国待售的 6.9 亿平方米商品房视为库存总量,漏掉了数十亿平方米正在施工的房屋巨量;最新惊爆眼球的第三种

政策。美联储的低利率政策导致市场中流动性过多,多余的流动性流入房地产市场,住房不断升值,房地产市场泡沫逐渐累积。2000 年至 2005 年全美房屋价格指数增长了 84%。2005 年美国新建住房 200 多万套,比 2000 年增长了 31.8%,住房供给过剩。

1986 年美国全面实施利率市场化后,银行间竞争激烈,信用评级很低的借款人,也可以凭借不断升值的房地产获得贷款。保险公司、商业银行、养老金等机构也投资于住房抵押贷款,住房抵押贷款市场达到了前所未有的繁荣。次级贷市场迅速扩张,各类金融衍生产品对房地产行业的产能过剩起了推波助澜的作用。

在低利率政策的刺激下,美国经济开始复苏,为了防止通货膨胀,2004 年到 2006 年美联储连续上调联邦基金利率从 1% 至 5%,不断升息导致住房贷款市场利率上升,推动了房地产市场的降温,房屋销售量持续下滑,房产价格下跌,信贷违约引起危机爆发。

为应对金融危机的冲击,美国财政部和美联储相继出台了一系列应对措施,采取了积极的财政政策和货币政策,通过国家调控手段进行经济干预,调整市场秩序。美联储连续大幅度地调低联邦基金利率、降低再贴现率,同时采用各种非常规措施,来增加市场的流动性供给,恢复市场信心。美国短期内采取的调整措施释放了一些风险,但经济中的不平衡问题尚未根本解决,特别是房地产行业、失业问题和财政赤字问题。

在接下来的几年里,房地产行业产能过剩对美国经济造成了很大损害,产能过剩的清理经历了漫长的过程。新建私人住宅从 2005 年的 206 万套下降到 2009 年的 55 万套。房屋价格连续下降,Case-Shiller 房屋价格指数从 2005 年的高位下降 27%,历时 7 年直到 2012 年方才企稳。新建住房销售从 2005 年的 128 万套,下降到 2012 年的 30 万套,降幅达 76%,库存恶化进一步压制房价。

在房地产行业调整的过程中,信用环境的紧缩打击了实体企业的融资能力,同时房

说法是,声称中国待消化库存合计规模大约为 140.9 亿平方米,殊不知,现在全国城镇的住宅总面积也就是 150 多亿平方米。

那么,全国房地产市场库存总量实际是多少?这里首先应该知道,我们所说的房地产市场库存问题,主要是指住宅类的商品房。刚刚公布的这份报告,至少从一级的市场新增量方面,提供了最新的权威报告。这类狭义概念上的商品房库存,一般是指全国城镇(注:中国房地产市场只包含城镇的商品房)新建商品房的房屋待售面积和所有正在施工房屋施工面积这两项。只要把统计报告中这两项数据相加,即可得出真实的结果。

但如果从广义上来说,库存的商品房,不仅应该包括开发商手里完工或未完工的商品房,还应该把投资者和炒房客手中大量闲置的、仅用于投资获利的商品房计算在内。尽管这些商品房属于二手房,但这些存量闲置房产,同样也属于“库存产品”,同样会对市场带来极大的冲击和影响。考虑到中国城镇居民在住房上高度的“贫富不均”的现实,这方面的库存大约可占到现有全国城镇存量住房(大约 160 亿平方米左右)的五分之一左右,大概在 32 亿平方米上下。

首先,根据最新数据,到 2015 年底中国商品房待售面积为 7.1853 亿平方米,同比增长高达 15.6%。其中,住宅待售面积为 45248 万平方米,同比增长了 11.2%。而在 2015 年全年,中国房地产开发企业的房屋施工面积 735693 万平方米。其中,住宅施工面积 511570 万平方米。

据此算来,到 2015 年底,中国房地产一级市场(开发商供应的)待售的库存房屋高达 80.7546 亿平方米。其中,社会各界最关注的房地产开发企业库存的所有住宅商品房的面积更是高达约为 55.6818 亿平方米左右(注:中国的房地产市场,只统计城镇,不包括自己建房的农村)。

综合以上数据可以得出:2015 年底,中国城镇一二级房地产市场住宅商品房的实际库存已高达 87.6818 亿平方米(注:所有房屋的库存已超过 100 亿平方米)。按照目前人均 33 平方米的住房小康标准来计算,可为 2.66 亿城镇人口提供体面的小康住房,相当于可满足目前全国三分之一以上(34.45%)城镇人口的小康住房需求(到 2015 年末全国城镇常住人口 71116 万人万人)。

这里必须指出的是,房地产市场去库存,不是今天才有的话题。2014 年 10 月后,无论是开发商利益群体,还是住建部的官员,就开始为此大声疾呼,以谋求顶层的共鸣和政策上进一步出手支持。全国工商联房地产商会会长当时用“严峻”形容彼时的房地产市场,以“地产总理”自诩的任志强在承认房地产库存已经到了历史最高点同时,号召房地产开发商要做好打一场“去库存持久战”的准备。就连市场炒作投机最牛的北京,当时的楼市

地产行业的低迷传导到房地产行业的上下游,消费、投资的回落导致实际 GDP 增速回落,新增非农就业人数和失业率均发生恶化。失业率从 2008 年 4 月的 5% 迅速上升到 2009 年 10 月的 10%,新增非农就业人数(季调初值)从相对平缓的 2004—2007 年间平均约 138 万人,迅速下降到 2009 年 3 月的减少 663 万人。

面对严峻的经济衰退和失业状况,美国联邦政府和各州及地方政府推出大规模的经济刺激方案以提振美国经济和调控失业,方案除了减税、加强基础设施建设之外,重点还在就业方面,救助失业人员,鼓励企业雇佣新员工。美国失业率花了 6 年时间才从 2009 年 10 月的 10% 逐渐回落到危机前的平均水平。

总之,产能过剩的清理会出现销量下降、价格下跌、库存高企、投资下滑等现象,进而通过相关行业的调整影响就业,容易导致经济和社会问题的发生。

日本房地产泡沫的影响

1964 年东京奥运会带动了日本经济的高速发展,大规模建设带动了房地产业、服务业、运输业和通信等行业,行业的强劲发展,除了场馆建设之外,日本房地产行业也迎来了大繁荣,直至 80 年代,日本经济进入了令人炫目的鼎盛时期。

为了解决美元升值和美国巨额的贸易赤字,1985 年“广场协议”签订之后,世界主要货币对美元汇率均有不同程度的上升,其中日元的升值幅度最大,三年间达到了 86%。由于日元升值影响日本产品的出口竞争力,日本政府制定了刺激内需的经济增长政策,利率从 1985 年的 5% 降至 1987 年 2 月以后的 2.5%,大量的资金流向了股市和房地产市场,银行为了业务扩张,利用超低利率发放房地产抵押贷款,同一时期,国际热钱的涌入加速了日本房地产泡沫的膨胀。

根据日本国土厅公布的调查统计数据,城市土地价格指数从 1985 年的 91.5 上涨到 1991 年的 147.8,上涨幅度 61%;建筑投资

库存也屡创新高。据报道,12 月初,当时北京可售商品住宅总量达到 9.3 万套,创下 32 个月以来的新高。

当时“最严峻”的全国房地产库存报告,还是来自住建部研究中心某主任的说法。据她介绍,到 2014 年 10 月,全国商品房销售占到正在施工的商品房面积的比例达到历史最低点,在建房屋中有 90% 未卖出去。根据国家统计局当时公布的数据推算,当时全国未卖出去了在建房屋库存高达 80 亿平方米左右。

而不久前中国国家主席习近平就房地产库存发话后,化解房地产库存似乎终于按照房地产开发商的意愿,成为中央房地产政策的重中之重。开发商终于可对高库存的降价压力大大松了口气,一场本该到来的房地产市场变革和住房供应模式革命,似乎又悄悄滑去。

其实,经过中国政府从 2014 年下半年开始的一年多的新一轮房地产救市,加上房地产商控制的舆论诱导抬高了“预期”,目前中国房地产市场的库存压力,比起一年前已相对减轻了不少。2015 年全国商品房的销售已占到正在施工的商品房总面积的 17.5% (2015 年全国商品房销售面积为 128495 万平方米,房屋施工面积为 735693 万平方米),销售占施工的比例一下子提高了 7.5 个百分点以上。

其实,对中国决策者来说,现在最关键的问题,与其说是盲目的救市“去库存”,还不如借机谋划住房供应模式革新,用住房供应模式的革命,来使这 88 多亿平方米的住房是否能顺利的销售出去,成为真正的有效供给。

1/3 开发总量“跑路”,房地产商也看衰高房价泡沫市场

2015 年中国房地产市场最严峻的是,从前年下半年就开始在开发商圈中迅速传开的“远离房地产江湖”的跑路现象,这才是该行业当前遇到的最糟糕的问题。

2014 年底就有媒体报道,李嘉诚大规模“抛售大陆物业和资产”。据非正式统计,从 2014 年 1 月到 2015 年 4 月,李嘉诚通过转让资产或其他方式套现近 800 亿元人民币。继“李超人”后,2015 年 12 月份,又传来香港的另一位超级富豪郑裕彤家族旗下的新世界地产大肆抛售大陆地产的消息。先是月初将旗下海口、武汉和惠州三个城市的四个项目作价 135 亿卖给恒大地产,月底又传来将位于成都、贵阳的两个超级大盘以 73 亿元转给后者。据报道,郑裕彤家族仅在此一个月内,共抛给恒大 9 个大陆项目,总面积为 1200 万平方米,总金额高达 339 亿元。

当然,“跑路”的远远不止是香港的大富豪。就在这一年,包括地产界“最有思想”的冯仑和潘石屹等地产商,以及浙江广厦、证大房产、莱茵置业和海德股份等知名房企,都纷纷宣布从房地产退出。不过,退出房地产市场最多的,还是大量默默无闻的中小型房企。它们的集体“跑路”,使 2015 年以来全国房企的土地购置面积一下子少了 1/3 左右。

进入新年没几天,又传出了国内首富王健林及旗下的商业地产龙头老大万达,在 2016 年将大幅下调地产销售目标,由 2015 年的 1600 亿元销售额,大幅缩水到 2016 年的 1000 亿元。据说,今年将成为万达转型的标志性一年,服务业将会首次超过房地产。未来的万达将“不再是房地产企业”。商业、文化、金融和电子商务,将成为其新的核心产业。

从 1985 年的约 50 亿日元上升到 1991 年的约 82 亿日元,上升幅度 64%。(由于日本没有类似美国被广泛采用的 Case-Shiller 房屋价格指数,并且 Wind 资讯可以查得的日本房价数据从 1988 年才开始,为了说明问题,我们采用日本国土厅公布的城市土地价格指数。))

1989 年,日本政府意识到经济泡沫,开始施行紧缩货币政策,日本央行连续 3 次提高贴现利率。在短短一年多的时间内,日本银行利率从 2.5% 上调至 6%。货币政策的突然转向,首先刺破了股票市场的泡沫,以 1990 年新年为转折点,日经 225 指数从 1989 年 12 月 29 日的高点 38915 点开始大幅下跌,股市陷入了长达 20 年的熊市之中。

日本股票价格的大幅下跌,使企业、证券公司和银行出现巨额亏损,财务压力迫使其拥有的大量不动产涌入市场,房价出现下跌的趋势。与此同时,国际资本开始撤出。1992 年日本政府规定持有土地者每年必须交纳一定比例的税收,囤积了大量土地的所有者纷纷出售土地,日本房地产市场进入“供大于求”的时代。

多种因素的叠加,加速了日本房地产经济的全面崩溃,从 1991 年开始,日本房地产市场泡沫自东京开始破裂,迅速蔓延至日本全境。房地产价格的暴跌使大量不动产企业破产,非银行金融机构因拥有大量不良债权而陆续破产,给这些机构提供资金的银行亦无法幸免,日本银行业产生了严重的信用危机,几家大银行如兵库银行、北海道拓殖银行等相继倒闭。

在日本房地产行业去产能的 20 多年里,建筑投资额从 1991 年的 824036 亿日元连续下降至 2011 年的 432923 亿日元,降幅达 47.5%,同期城市土地价格指数下跌 62.7%。在这段时间里,日本经济发展缓慢,期间 GDP 增长几乎没有变化。与此同时,在日本这个有着独特职业文化的国度,失业率从 1991 年的 2% 上升到 2001 年的 5%,并在接下来的 10 几年里保持在平均 4% 的水平,给民众生活造成了很大压力。

2016:中国楼市难成经济“新支柱”

宣布从房地产退出。不过,退出房地产市场最多的,还是大量默默无闻的中小型房企。它们的集体“跑路”,使 2015 年以来全国房企的土地购置面积一下子少了 1/3 左右。

进入新年没几天,又传出了国内首富王健林及旗下的商业地产龙头老大万达,在 2016 年将大幅下调地产销售目标,由 2015 年的 1600 亿元销售额,大幅缩水到 2016 年的 1000 亿元。据说,今年将成为万达转型的标志性一年,服务业将会首次超过房地产。未来的万达将“不再是房地产企业”。商业、文化、金融和电子商务,将成为其新的核心产业。

而最新数据,再次印证了房地产开发商大量逃离“地产江湖”现象。一个最主要的标记,就是全国众多的房地产开发企业不想再购买土地进行房地产开发了。事实上,和 2015 年全年全国房地产开发企业土地购置面积大幅同比减少 31.7% (只有 22811 万平方米)相比,2013 年全国房地产开发企业土地购置面积是比上年增长 8.8%,达到 38814 万平方米;就是 2014 年全国房地产市场一派萧条之时,当年的土地购置面积也只下降了 14%(33383 万平方米)。

房企对市场前景不乐观的预期,不仅表现在土地购置的大幅减持上,还在房屋新开工面积和竣工面积等房地产开发指标上,也出现了全国性的倒退。2015 年全国房屋新开工面积大幅下降了 14% (住宅下降 14.6%),住宅房屋竣工面积也下降了 6.9%。

如果一个市场,连生产供应者本身也开始纷纷“跑路”的市场,那么它怎么还会有“光明的前途”、又怎么能继续充当起经济发展的“支柱”?

滞涨使中国房地产由“支柱产业”沦落为拖后腿的“负能量”

和中国政府去年初制定的 GDP 增长 7% 的目标相比,2015 年全国房地产开发投资的增速,已经由年初 1 月份的 10.4%、到年底已大幅下滑到空前的 1%。2015 年中国房地产开发投资为 95979 亿元,比总投资增长 1% 更低的是,住宅投资仅增长 0.4%(64595 亿元,占房地产开发投资的比重为 67.3%),而且这两方面的投资增速,再次双双比 1-11 月有明显的回落。

房地产开发和住宅投资看起来虽然还是“增长”,但如果把它做一番横比和纵比,人们就不难发现,作为曾经的“支柱产业”,2015 年中国房地产投资及市场 1% 的投资增速,已成了地地道道的“破落地主”。2015 年全国固定资产投资(不含农户)551590 亿元,比上年名义增长 10%(扣除价格因素,实际增长 12%),这与房地产投资的 1% 龟速增长形成了鲜明对比。

如果从历史的纵比来看,也许更能使人厘清中国房地产市场问题的严重性。中国房地产投资增长最快之时,增速曾高达 30% 以

对中国房地产去产能过剩的启示

据中国国家统计局公布的数据,最近 4 年商品房库存数量逐年快速上升,截至 2015 年底,商品房待售面积已超过 4 亿 5000 万平方米。与库存快速上升相对应的,房地产开发投资累计完成额月度同比从 2014 年以前的超过 15%,下降到 2015 年 12 月的 1%。

对照美日两个经济体历史上房地产去产能过剩的过程,可以看出,在去产能过剩的过程中,需要关注价格下行的压力。由于房地产行业在国民经济中占比较大,其上下游关联行业众多,不管是主动还是被动去产能,均会对经济发展速度产生重大影响。由于这些行业大多高负债经营,在去产能、去杠杆过程中,债务问题必然会对企业经营业绩产生压力,企业有可能破产并带来一系列的问题,例如债务违约和失业率大幅上升。而且,美国和日本的历史说明房地产泡沫均与银行等金融机构有很大关联,在去库存、价格有下行可能的情况下,必然对金融机构产生风险,行业风险有可能向金融体系传导。

当前中国经济政策正处于实施结构调整的时期,决策层提出对供给侧结构进行改革,房地产行业去库存成为重要的目标。房地产库存的变化由供给端和需求端共同影响。从供给端看,当前政策面应保持房地产开发投资额下降的状态,避免新增供给量给库存造成进一步压力。从需求端看,对需求严重不足的地区,适当降低房价、降低贷款条件,并辅以及其他措施来刺激消费需求。

重要的是,要对总体房价的大幅度降低保留警觉,美国和日本的历史表明,当市场出现整体大幅度的下跌时,价格下跌与消费需求形成负反馈效应,造成库存增加,可能导致金融和经济的混乱。由此,即使在房地产业去产能过剩的背景下,政府出台一系列政策措施来促进消费是可以理解的,只有在房地产价格相对稳定的基础上去库存,才可以避免出现类似美国和日本的行业风险向金融体系传导,进而影响经济发展的现象发生。

上(如 2011 年 1-10 月份的全国房地产开发投资增速就高达 31.1%)。从年度的全国房地产投资增速来看,2013 年全国房地产开发投资增速高达 19.8%,就是在房地产市场形势最不好的 2014 年,全国的房地产开发投资增速也达到了两位数,保持在 10.5%。

“高库存、跑路、滞涨”,当今中国房地产市场所呈现的这些前所未有的“衰象”,使欲在 2016 年赋予其“大任”的中国顶层决策者,在住房政策和房地产市场的决策上,变得更加曲折和复杂。

人们还记得不久前召开的中国中央经济工作会议。会议结束后,无论是媒体还是社会各方舆论,议论最多的并不是“十三五”,而是在前两年中央经济工作会议上“被消失”、如今又被此次经济工作会议“高高挂起”、大加突出的中国房地产业。

和两年前“只字未提”的冷遇相比,此次的中国中央经济工作会议把房地产突出到一个过去无法比拟的“高度”。不仅在数千字的新闻稿中有关房地产的叙述占到了 300 多字,而且还单独成段,以此作为 2016 年中国经济“五大任务”的第三项。

为什么在被顶层决策者“打入冷宫”两年后,中国房地产又重新成了“新宠”?说到底,关键还在中国经济增长已滑入“慢速”的新常态、上上下下都“殚精竭虑”寻找新的经济增长突破口大环境下,以往在中国经济高速增长中扮演了极为重要“支撑作用”的中国房地产市场,在这两年经济爬坡的关键之时,却扮演了一个“极不给力”的负面角色。如何重焕中国房地产市场的“青春”,使其在中国经济增长的关键时刻发挥“重振雄威”,也许是中国顶层决策者对中国房地产市场的前景所在。

但 2015 年中国房地产市场和统计局的最新数据却无情的证明,至少在现有的房地产和住房供应模式下,中国房地产商不仅难以重塑“雄风”,再次担纲经济发展的“新支柱”,甚至也无法从根本上改变其衰败的“高库存、跑路、滞涨”态势,这一点就连房地产业内人士也很清楚。

2016,中国的房地产到了一个新的关键节点:一方面,是经济乏力、增长缺招的中国经济与顶层决策者重新开始对中国的房地产市场抱起莫大的期望;另一方面,现有的高房价开发商模式又使得房地产难以继。

其实,中国的房地产从来缺少的不是市场,而是一个可以使普通人买得起房的住房供应模式。毕竟,这几十年来中国所出现的人类历史上最大规模的数亿人的城乡迁徙,给中国房地产业的发展带来了无限的红利。核心问题是现有的高房价模式早已成了这天量需求和供应之间巨大梗阻的“肿瘤”。

现在,中国的房地产市场到了切除“肿瘤”的新变革时代。只有如此,高库存、跑路和滞涨等制衡中国房地产市场发展的瓶颈问题才能真正迎刃而解。