

房地产金融运行分析

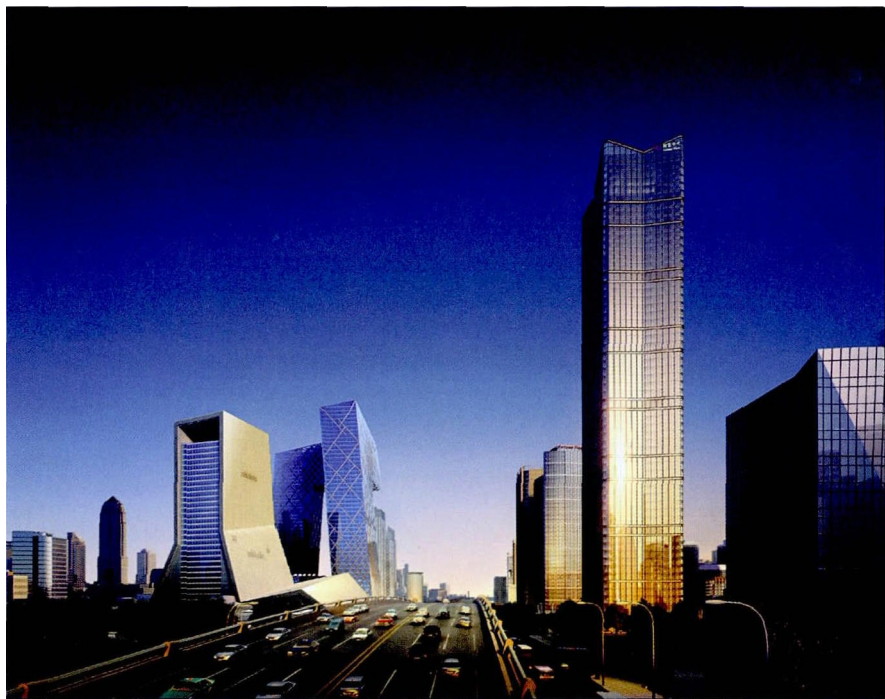
下一阶段，清理消费贷以及各类互联网资金进入房地产市场，依然是监管重点

□蔡真

在因城施策的调控思路指导下，中国一二线城市的抑泡沫和三四线城市的去库存都取得了一定成效。但依然有以下风险点值得关注：第一，尽管二线城市的房价有所回落，但反映泡沫的租金资本化率却在上升，相关城市还需出台“打补丁”措施；第二，需警惕市场将去库存重新看作投资热点；第三，个人抵押贷款余额增速明显放缓，风险正处于释放过程，但部分一线城市银行信贷对房地产支持依然较强。

房地产市场运行情况

2017年中央经济工作会议提出“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，各个城市遵循这一精神采取了限购、限贷等抑制需求的措施，有的城市还出台了针对投机性购买的限售措施。在调控逐渐加码的形势下，房地产泡沫得到一定程度的抑制。根据国家统计局数据，70个大中城市无论是新建商品住宅价格还是二手房价格，2017年前三季度月度环比涨幅都没有超过1%，累计涨幅都仅为4.4%。一线和二线城市调控效果明显，尤其是新房市场价格，一线和二线城市同期累计涨



十九大报告明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”

幅分别为0.7%和2.7%。这主要是开发商在需求萎缩和资金链吃紧条件下加推房源回笼资金的结果。另一方面，一些城市新房市场采取的限价措施也影响到统计结果。三线城市在因城施策和去库存的政策指导下，走出了一波上涨行情，但三季度涨幅明显收窄，2017年前三季

度三线城市新房和二手房市场价格累计涨幅分别为5.3%和4.2%。

如果说住房购买反映了消费需求 and 投资投机性需求，那么住房租赁则直观地反映了消费需求，因而从租赁价格的变化可以窥见整个市场的动向。根据中原地产统计的四个一线城市和两个二线城市的租金

数据，租赁市场呈现分化趋势。北京和深圳这两个在2016年房价涨幅最剧烈的城市，在2017年上半年租金依然强劲增长。这说明尽管这个城市过去房价有透支的成分，但依然有基本面的支撑。从租赁数据反映的情况来看，北京并没有出现如媒体所说的大量人才流失的现象，而深圳依然是创业的热土。成都租赁市场的迅速发展则得益于国家中心城市的定位，以及从户籍到安居、再到保障等一揽子吸引人才的措施。上海、天津的租赁价格在2017年前三季度呈下跌趋势，其中天津跌幅较为明显。这其中既有房价下跌导致的“由售转租”的短期因素，也存在控制人口流入的长期因素。广州的租赁价格在经历上半年的跌势之后止跌企稳。

上文考察的是住房价格的绝对水平。这里我们计算一个相对指标，即租金资本化率。租金资本化率 =

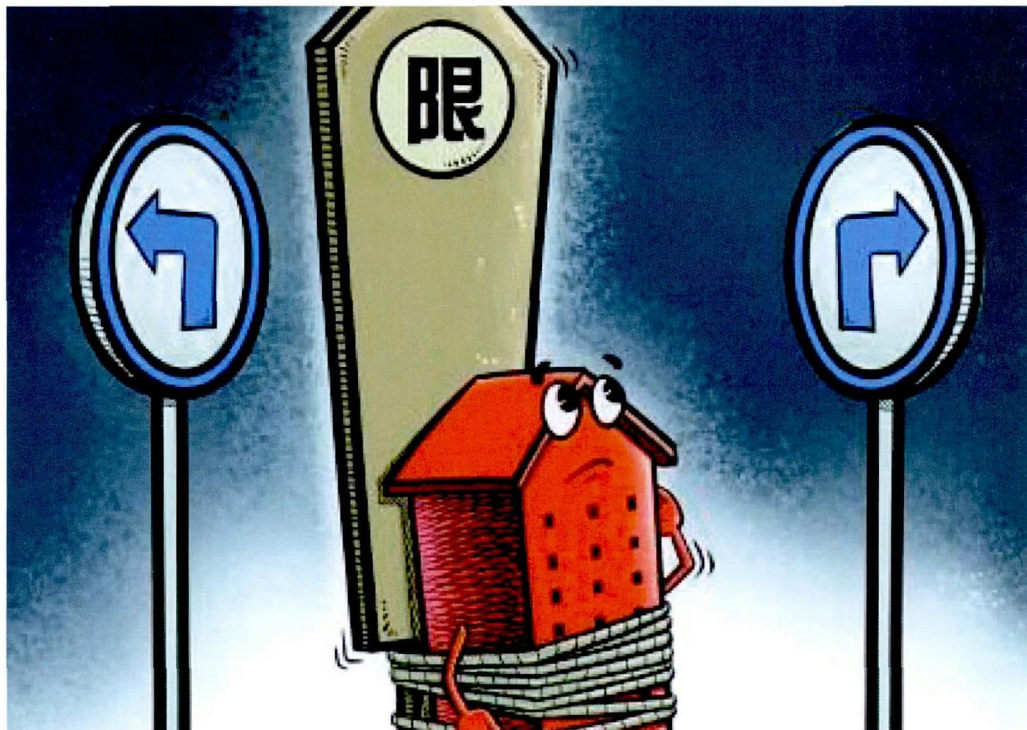
每平方米住宅价格 / 每平方米住宅一年租金，其含义是一套住宅完全靠租金收回成本要经过多少年，也可衡量房地产泡沫的严重程度。这一概念与租售比类似，但更加直观。国际上通常认为合理的租售比为1:300，换算成租金资本化率为25年。

从一线城市的租金资本化率走势可以清晰地看出房价泡沫的发酵过程：深圳从2015年下半年开始房价泡沫急剧膨胀；北京、上海紧随其后，上涨起始点为2016年6月；广州从2016年10月开始上涨。从目前形势看，中央抑制房价泡沫的措施在一线城市取得了一定效果：北京的租金资本化率出现了回调；上海的租金资本化率在2017年上半年是下降的，但三季度有所回升，这主要是租金下降更快造成的；深圳的租金资本化率在三季度迅速回调；广州的租金资本化率在前三季

度持续上升。

2017年前三季度，二线城市的租金资本化率一直呈较快上升趋势。截至2017年9月，二线热点城市租金资本化率为60.3年，二线非热点城市为45.3年。究其原因：一方面，尽管调控使得房价涨幅大为缩减，但有些城市（如厦门、福州）出现了租金绝对水平的下降，这导致租金资本化率进一步上升；另一方面，这些城市在2016年底出台的限贷、限购措施不够严格，比如武汉的限购只针对主城区，天津的限购不包括滨海新区，导致这些城市于2017年上半年又出台相关“打补丁”政策。此外部分城市投资、投机氛围依然很浓，以厦门为例，截至2017年9月，厦门的租金资本化率高达100.6年。

三线城市的租金资本化率具有典型性：自有统计数据以来就保持在30年左右的水平。实际上，这一



2017年12月，中共中央政治局会议对如何开展2018年经济工作作了定调和部署，并且连续第三年对房地产工作作出具体安排，强调要“加快住房制度改革和长效机制建设”。

数值可以看作衡量房价租金关系的中国标准，换算成租售比为 1:360。然而，从 2017 年 5 月开始，三线城市的租金资本化率跳涨，这值得警惕。

从去库存的情况来看，我们统计的 20 个城市住宅去化月数为 10.1 个月，其中一线城市平均去化月数为 7.9 个月，二线城市为 8 个月，三线城市为 14.5 个月。尽管横向比较三线城市的去化周期较高，但相对于 2 月份高点 18.3 个月的去化周期还是降低不少。总体而言，得益于中央去库存战略以及各地的棚改计划，三线城市的库存问题有了很大改善。但我们应警惕市场上将三线城市重新看作投资热点的情绪，毕竟发展大城市依然是绝大多数国家城市化的经验，三线城市租金资本化率的翘尾走势已经表明，三线城市有过热苗头。

房地产金融形势

没有一次房地产泡沫的形成离不开银行信贷的支持。20 世纪日本房地产泡沫破灭前 5 年，日本银行业投向房地产业和个人的贷款占比达到 25%，而同期制造业占比仅为 18%；次贷危机爆发前，美国仅不动产抵押贷款占银行信贷总余额的比例最高达到 42%。从中国个人购房贷款余额数据来看，2015 年下半年开始呈快速上升趋势，这一变化在时间上几乎与房价变动完全一致。所幸，2017 年一季度开始个人购房贷款余额的绝对值出现了下降，2017 年二、三季度尽管此绝对值又有所上升，但同比增速大幅下降。从月度增量来看，2017 年前三

主动释放房价泡沫比用市场化手段一次性释放风险的方式更具前瞻性

季度居民中长期贷款月度平均增量为 4677 亿元，明显低于 2016 年。这一方面是由于限购、限贷政策直接抑制了信贷需求，另一方面银行出于防风险考虑也控制了个人按揭贷款的发放。

我们还估算了一线和部分二线城市的新增贷款价值比 (Loan to Value, LTV)，这一指标可以反应房价下跌对银行坏账的影响。如果这一指标的值比较低，说明购房中使用自有资金的比例比较高，风险不大。2017 年前三季度，一线城市中，北京和深圳的新增贷款价值比较高，分别为 84.7% 和 78.6%；上海的新增贷款价值比维持在 40%，风险不大；广州则经历了一轮加杠杆的过程。二线城市尽管房价出现小幅上涨，但信贷的推动作用并不明显，我们测度的 6 个二线城市中，2017 年前三季度新增贷款价值比平均值没有超过 50% 的。然而不可忽视的是，由于非金融机构的创新活动（如中介垫资或借助互联网金融获得首付贷支持），我们并不清楚甚至不能估算购房自有资金中还有多少杠杆成分。下一阶段，清理消费贷以及各类互联网资金进入房地产市场，依然是监管重点。

小结与风险提示

在中央“房子是用来住的”原则指导下，中国开启了主动释放房价泡沫的过程，我们认为这比市场化手段一次性释放风险的方式更具前瞻性。在限购、限贷等多种抑制需求措施的影响下，调控获得了一定成效：一线城市效果显著，房价涨幅明显回落，反映泡沫程度的租金资本化率也大幅下降；二线城市尽管房价涨幅回落，但租金资本化率却快速上升，以厦门最为明显，背后反映出房价依然虚高，相关城市还需出台“打补丁”措施。

在因城施策思想指导下，三线城市的主要目标是去库存，受益于各地棚改计划以及其他优惠配套措施，三线城市的去库存取得了显著成效。但我们应警惕市场上将去库存重新看作投资热点的想法，尤其是中西部的三线城市，因为围绕大城市发展的城市化才是城市化的通行规律。

房地产金融方面，个人抵押贷款余额尽管较高，但同比增速已经放缓，房地产对银行体系形成负面影响的作用在降低。分地区观察，我们对一线和部分二线城市测算了新增贷款价值比。该指标反映的结论与总体结论一致，即个人购房大部分使用的是自有资金，因此风险较小，但北京和深圳的个贷面临较高风险，广州的新增贷款价值比在前三季度经历了一个快速上涨过程，需高度关注。

（作者为国家金融与发展实验室高级研究员）