



陆挺：寻找本轮房地产调控的退出路径



【财新网】（专栏作家 陆挺）近期快速恶化的中国房地产业这几天终于成了资本市场和坊间的最热门话题。一切好像那么突兀，一切又都似曾相识。不同的观点已经在碰撞。

越来越多的人认为，经济金融环环相扣，房地产业对中国经济极为重要，当下的严厉调控政策必须大幅放松，甚至需要加大力度刺激基建、地产来维持他们心目中的最低 6% 的高增长。但也有不少人则强调不必过度紧张，中国经济有着很高的韧性，令人自豪的出口、完整的产业链和庞大的内需、前三季度 9.8% 的炫目 GDP 增速、热火朝天数百万亿级的新能源投资，以及各种创新和新动能。他们也强调保障房建设和“住有所居”带来的增量，当然还有地产调控对改进经济结构降低金融风险的战略意义。

从 2020 年秋季开始的这轮房地产调控直接指向房企杠杆和银行信贷供给，执行严格，可说是有史以来最严厉的调控，加上房地产行业本已是强弩之末——过去几个月中国房地产业各项指标急转直下，形势确实非常严峻。即使调控政策执行力度已经有所调整放松，中国新房销售可能仍会萎缩 15% 以上，开发商购地金额下降 30% 以上，以房地产占中国经济 25% 的比例来估计，房地产业可能在未来一段时间拉低中国经济增速 4 个百分点以上。房企债务违约率已经攀升，海外高收益美元债哀鸿遍野，若现有调控政策不做较大幅度的调整，未来几个月债务违约率可能加速上升。除去年因疫情所致的极端情况，中国经济已经面临 2015 年以来最严重的下行压力，未来几个月情况可能还会恶化。宏观经济是一个整体，一段时间

内种种问题导致的经济失速会引发经济各部门和金融体系之间的恶性循环，之后往往需要政府大幅刺激才能让经济增长回归正常轨道。

但倘若此时大幅放松调控政策乃至刺激地产业，也可能让开发商、居民和金融投资机构强化房价永远上涨、政府永远呵护地产的预期，再度大加杠杆，透支储蓄，全国房价可能会出现新一轮大范围的报复性反弹。事实上，今天中国房地产业的不少问题和过去若干年数轮宽松刺激政策高度相关。房企的高周转模式，高杠杆问题，以及最近爆雷频频的中资高收益美元债市场，都和过去的刺激政策相关。

对于宏观调控部门来说，当下两难的局面未必陌生。那么如何走出周而复始的紧缩放松循环？如何寻找本轮房地产调控的最佳退出路径，做到既防止房地产行业崩盘，避免出现经济硬着陆和系统性金融风险，又能真正维持政府声誉，稳定房价预期，降低居民和开发商的杠杆，提升资源配置效率，达成住有所居的目标？

设计执行好房地产调控，我认为有两个关键之处。

一是房地产调控本身的设计问题。凡事预则立，不预则废。房地产对中国经济的重要性众人皆知，一个成功的房地产调控必然是渐进的软着陆的，必须准备必要的对冲工具，设计好合理的退出机制。从中长期来看，房地产业宜疏不宜堵，“破”的时候更要关注“立”。中国政府“住有所居”等目标都非常好，但关键是如何规划执行，比如经过仔细论证、合理规划 and 因地制宜的保障房战略；热点大城市因为年轻人口流入住房紧缺房

价高企，在这些城市加大住房用地和新房供应等。

二是与其他政策之间的配合协调。虽然今年上半年宏观经济形势尚好，但较早应能看到下半年经济形势有可能变差，原因是中国经济同时面临供给侧和需求侧的双重冲击。需求侧方面，疫情还在反复冲击中国经济。外需方面，虽然出口从去年中期开始一路高歌，是本轮中国经济复苏主要支柱，但由于基数太高、发达国家消费在后疫情时代转向服务业、中国原材料价格飞涨和人民币过于强势等原因，出口高增长必然难于维系。供给侧方面，今年中国政府在双碳、节能和环保方面的调控力度空前，这一方面会直接冲击电力供应和其他生产，另一方面导致原材料价格高企而影响终端需求。在这种背景下，执行极为严厉的以降低杠杆和压缩信贷为主要手段的房地产调控，就会加大经济下行的压力，加大深化推进房地产调控并获取最后成功的难度。

给定这些问题，当前房地产调控的出路究竟在何方？坚持当前的房地产调控政策不现实，但盲目放松和大水漫灌也不可取。如何设计一个既能拉动内需，又能防止地产泡沫，还能提高有效基建和实现住有所居的房地产政策？我认为，短期内作为应急措施，为避免系统性金融风险发生和经济硬着陆，有必要保障大部分资质较好房地产企业的融资和家庭按揭贷款的正常审批，但真正的出路在于市场和公共保障并举，通过供给侧改革，让市场和政府各就各位来平衡住房的供应和需求，满足民众的住房需求，并以此推动更有效率的城市基础设施投资。具体说来，政府需扩大热点城

市的土地和新房供给，通过宅基地改革释放低效使用的土地并增加农民工财产性收入，进一步放松城市户籍限制，在增加热点城市土地供应和明确逐步开征房产税的前提下，适度放松限价和限购限售等调控措施。对特定人群尤其是外来民工和新毕业大学生给予降低首付比例和房贷利率的优惠政策。在让市场发挥合理作用的同时，政府也要大力做好住房保障工作，制定系统的又因地制宜的保障房政策。这些思考基于对当前形势和国情的三个判断，在此基础上我们提出一些对未来房地产相关政策的思考。

对当前复杂形势和国情的三个判断

第一，未来几个月经济下行的压力可能增加，所以政策上要有所作为。短期内没有哪个行业能够取代房地产行业在中国经济中的位置，房地产行业若不能稳住，宏观经济和金融体系无法企稳，就谈不上经济结构优化和产业升级。

第二，中国工业化远远领先于城市化，城市化尚未完成，中国每年有800多万新大学毕业生，还有2亿多农民工要向城市迁徙，此过程中有大量城市住房需求，也会导致大量宅基地被低效使用乃至荒弃。

第三，中国城市化的方向是人口向中心城市和城市群迁移。

宏观经济形势方面，尽管今年前三季度确实有累计9.8%的GDP同比高速增长，但我们不能因此而误判形势。往年用累计同比的概念问题不大，但今年不一样。因为去年年初经济受疫情冲击，基数很低，今年使用“累

计比”会掩盖后期经济失速的事实。实际上，三季度 GDP 同比增速已下降至 4.9%，环比只有 0.2%，而四季度 GDP 同比增速大概率会降到 4.0%以下，甚至有可能会在 3.0%左右。今后几个季度，随着出口增速回落、疫情反复、供给侧冲击的余波、因举行冬奥会而对北方空气污染的控制，以及房地产调控所带来的滞后影响，经济增速必将面临更大的下行压力。房地产业下行对未来几个月中国经济的影响可以从以下几个角度来分析。

首先是房地产业对实体经济的滞后影响。从今年七八月份起开发商购地，开工和新房销售都已经开始负增长。地产对于实体经济的影响主要来自两个方面。一是建房等投资，直接拉动对原材料、工程机械和建筑工人的需求，这方面约占 GDP 的 17%，大概滞后于新开工约半年左右。实际上，民营房企的融资问题已经导致一部分上下游企业尤其是建筑安装企业陷入财务困境。

其次是财政方面的滞后影响。开发商支付给地方政府的购地款去年高达 8.4 万亿元人民币，是中国 GDP 的 8.4%，约为中国去年公共财政收入的 46%，这笔款项作为地方财政最具有弹性的一部分，成为了中国基建投资重要的资金来源。因为从政府卖地到收到款项之间有一定时滞，9 月政府卖地收入已经同比下降 11%，根据过去几个月的政府卖地情况，未来半年政府卖地的月度现金收入将大幅下降 30%乃至 40%以上，对中国地方财政构成巨大的挑战。另外，与房地产相关的税收收入占全国公共财政收入（不包括卖地收入）的 24%左右，这块收入也会受到很大影响。

再次是房企的高杠杆高负债可能会引发系统性金融风险。我们估算房企的加权净负债率虽然在从 2010 年的 58% 快速上升到 2017 年的 112% 之后有所下降，但在 2020 年仍处于 91% 的高位。房地产企业的总体债务规模巨大。截至 2021 年三季度，房企的银行贷款余额约为 15.2 万亿元人民币，信托和委托贷款余额约为 6.0 万亿元，房企境内境外的债券融资余额分别在 1.9 万亿元和 1.4 万亿元人民币左右。但房企的实际债务规模不止于此。过去几年，为缓解融资压力，不少房企推行“高周转模式”，新房竣工面积在 2017 和 2018 年连续两年萎缩，因此由商品房预售带来的“隐性债务”不容忽视。另外房企还有一批境外私募债。加总起来，我们估计房企的总体债务规模在 30 万亿以上。

最后，中国城市居民的财富紧紧绑定在房地产之上，居民负债较高，房价下行不仅会带来负面的财富效应从而削弱居民消费，也会增加金融系统的信贷风险。根据西南财经大学《2018 中国城市家庭财富健康报告》的统计，中国城市家庭财富中，房产占比高达 77.7%，金融资产仅占 11.8%。根据央行数据，截至 2021 年 9 月底，中国居民的银行贷款余额已将近 70 万亿元。作为居民部门贷款最主要的构成，个人住房贷款的余额已从 2014 年底的 10 万亿元迅速上升到 2021 年 10 月底的 37.7 万亿元。货币化棚改在提高低收入群体的居住水平方面作出了巨大贡献，但也使得低线城市居民部门的负债规模飙升。我们估计在过去五年中，低线城市房地产市场的高速发展将其居民负债的规模推高了 15 万亿元。

我们对当前国情的第二个判断是中国城市化尚未完成，还存在巨大的城市住房需求和基建需求。去年中国城镇化率为 63.9%，但城市户籍人口只占全国人口的 45.4%，外出农民工人数约 1.7 亿。我们保守估计有城镇住宅需求的农民工及其家属人口为 2.2 亿，扣除在工作居住地已经拥有城镇住房的 4% 的农民工人口，实际住房需求约为 1 亿套。即使考虑到部分农民工会选择回乡，未来十到二十年若要解决进城农民工的住房问题，每年新增的住房需求可能也在 500 万套以上。让农民工及其家庭在就业地落户居住，其子女能在父母工作地就学，既能拉动经济，又能促进社会公平，解决社会问题。另外，中国目前每年毕业大学生 900 万左右，这些未来的白领阶层也有很强的流动性。即使他们的上一代已经为他们在家乡购买了住房，这些年轻人也很有可能随着中国产业的区域间转移而迁徙，从而形成新的住房需求。当然，在现有的城市户籍人口中，还有较大的改善型住房需求。

对国情的第三个判断是中国城市化的空间布局还有很大的调整空间。习近平总书记在 2020 年 12 月《求是》杂志上刊文指出“中国经济发展的空间结构正在发生深刻变化。中心城市和城市群正在成为承载发展要素的

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29436

