



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 金融专报

2019年第21期 总第21期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2019年8月22日

## 房地产政策导向出现新变化释放了哪些信号

尹中立

- 2019年7月30日的中共中央政治局会议明确指出，不将房地产作为短期刺激经济的手段，这是中央对房地产的政策导向出现新变化的信号。
- 目前，居民按揭贷款过快增长挤占消费，继续加杠杆难以承担启动经济增长的重任。而且近几年，相当一部分购房者的首付款是通过融资获得的，变相的“零首付”大行其道将置银行资产于高风险境地。同时，就业和收入受经济环境影响较大的低收入群体按揭购房，在经济下行和贸易摩擦的背景下，或会出现断供潮。因此，中央不再通过刺

激房地产来刺激经济。

- 如今，我国面对中美贸易摩擦的挑战，制造业的竞争力成为优先确保对象。营造有利于制造业发展的环境，需要形成有利于企业家才能、人才和资本等创新要素流向制造业的利益分配机制。

根据惯例，7月的中共中央政治局会议通常会对上半年的经济工作进行总结，并对下半年的经济工作作出指导性安排，因此，该会议是观察我国宏观经济政策的重要窗口。

2019年7月30日的中共中央政治局会议对房地产的表述为“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”“落实房地产长效管理机制”，除此之外，又增加了新的表述，如“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。无疑，这是中央对房地产的政策导向出现新变化的信号。

房地产在经济运行中扮演重要角色，我国应对1998年的亚洲金融危机和2008年的全球金融危机时，都曾经依靠房地产使国内经济摆脱了困境。如今，经济处于下行过程中，而且正面对来自外部的贸易摩擦冲击，我国不仅没有出台政策刺激房地产市场，反而出台了一系列政策阻止资金进入房地产行业，而且中共中央政治局会议明确指出，不将房地产作为短期刺激经济的手段。原因何在？

## 一、按揭贷款过快增长挤占居民消费

2015年以来,居民的债务增长非常迅速,居民杠杆率(居民债务/GDP)从30%上升到超过50%,2018年底居民杠杆率达到54%,接近发达国家的水平,在发展中国家里已经遥遥领先。

从房价上升的速度来看,2015年这轮房价上涨速度并没有超过2007年或2009年,导致居民债务快速攀升的原因与棚户区改造货币化安置政策有关。从2015年8月份开始,鼓励地方政府将实施棚户区改造的资金直接发放给棚改居民,让他们自己到市场上购买住房,此举大大刺激了住房需求,导致三四线城市房价持续上涨。棚改对象基本上是低收入群体,实行货币化安置后,很多人加杠杆购买住房。

从具体数据看,2015年至2018年按揭贷款余额翻了一番,2015年的按揭贷款余额(包括公积金贷款)只有13万亿元,到2018年底已经突破26万亿元。

如果说2015年之前主要是有钱人买房子,那么,2015年之后中低收入者在买房群体中的占比则大幅增加。中低收入者的边际消费倾向较高(收入基本全部用于消费,没有储蓄),该群体的债务过快增长必然挤占消费。2017年以来,消费增长乏力,从10%下降到7%左右。表现最明显的是汽车消费,2018年全国轿车销售总量第一次出现了下降,尤其是国产小轿车的销量下降幅度更大。汽车行业的反馈信息显示,三四线城市的汽车消费下滑严重,这与三四线城市的房价上涨密切相关,即房价上涨挤占了汽车消费。除此之外,

过度负债买房还挤占了教育和医疗支出。

在经济运行中，消费是主导力量，目前占 GDP 的比例是 70% 左右，而房地产的扩张已经严重影响到居民消费增长。

把当前的居民负债与 1998 年和 2008 年的进行比较，就可以清楚地看出政府为何不敢继续通过刺激房地产来应对外部冲击。1998 年我国的居民负债很低，可以忽略不计，2008 年我国的居民杠杆率还不到 20%，因此，通过居民加杠杆不仅可以刺激房地产投资，进而拉动其他各行业的投资，而且不会影响到消费增长。但目前居民杠杆率已经远远超过 30%，也严重影响了消费增长，居民继续加杠杆已经难以承担启动经济增长的重任。

因此，此次政治局会议高度重视消费需求，但强调要“多用改革办法扩大消费”，不再通过房地产来刺激需求。

## 二、低收入居民加杠杆隐藏较大风险

2015 年以来，低收入群体加杠杆买房不仅增加了金融风险，也增加了社会风险。

在最近几年的购房者中，有相当一部分人的首付款是通过融资获得的。获得首付的方式有的是通过亲戚朋友私人借贷，有的是通过互联网金融途径获得“首付贷”，有的是通过开发商提供的首付分期付款，还有的是利用多家银行的信用卡透支凑首付。这些行为的风险基本可以等同为“零首付”。首付是银行从事住房按揭贷款的“安全垫”，变相的零首付大行其道将置银行资产于高风险境地。

随着房价的快速上涨，居民买房还款压力与日俱增。根据中国人民银行《2018年第三季度金融稳定报告》，债务收入比是以可支配收入衡量的住户部门债务水平。2008~2017年，我国住户部门债务收入比从43.2%增至112.2%，十年间上升69个百分点。其中，房贷收入比（个人住房贷款/可支配收入）从2008年末的22.6%增至2017年末的60.5%，十年间上升37.9个百分点。

在三四线城市购买住房的群体中，有相当比例是农民工，他们的工作不稳定、收入受经济环境的影响较大，在经济下行和贸易摩擦背景下，就业和收入可能受到很大挑战。尽管他们仍然有属于自己的承包土地，从土地获得的收入可以勉强解决温饱问题，但难以支付每月的按揭贷款，如果不能继续打工获得稳定收入，必然会出现断供潮。这是居民杠杆过快增长隐藏的风险。

### 三、“攻坚战”已轮到解决房地产难题

十九大报告指出：要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。其中，防范化解重大风险被列为“三大攻坚战”之首，重点是防控金融风险。

在金融风险攻坚战方面，近一年我国采取了一系列措施：

2018年4月，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意

见》(简称“资管新规”),对影子银行的行为采取了果断控制与规范措施,对信托业及互联网金融等影子银行带来了较大冲击。

财政部《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》严格规定,地方政府官员违规举债将终生追责,有效遏制了地方债务的无序扩张。

此外,还实施了供给侧结构性改革的一系列措施,让“僵尸企业”退出市场,同时银行加大了坏账的核销力度。2018年原保监会接管了安邦保险,2019年,央行、银保监会会同有关方面组建接管组,又接管了包商银行。

以上各项行动都是风险系数很高的金融“排雷”行动,在金融领域引起了强烈反响,是名副其实的攻坚之战。

在防控金融风险中,难度最大的应该是房地产金融风险,不仅因为房地产行业是当前经济增长的支柱产业,还因为房地产价格的稳定与金融运行关系密切,大量的贷款融资与信托融资都是由不动产作抵押担保的,一旦房价出现大幅下跌,金融运行就会受阻。正因为如此,国家才在金融风险攻坚战获得阶段性成果之后,着手解决房地产金融风险问题。

#### 四、新挑战下制造业成优先确保对象

从上市公司公布的数据看,在过去的很长一段时间里,金融、地产两个行业的净资产收益水平一直领先于其他各个行业,这其中有很多原因。如今,我国面临中美贸易摩擦的

挑战，确保制造业的竞争力成为国家的首要战略任务。

要营造有利于制造业发展的环境，首先要形成一个有利于企业家才能、人才和资本等创新要素流向制造业的利益分配机制。长期以来，由于金融和房地产业回报率远超制造业，在“虹吸效应”下，大量非金融企业热衷于资本炒作或涌入房地产业，非实业投资收益占比大幅提高，企业家才能、人才、资本等生产要素“脱实向虚”趋势显现，影响了制造业高质量发展的根基。现在应该扭转这种状况。

在中美贸易摩擦的背景下，中国经济面临更加严峻的环境，制造业则凸显了其作为国民经济骨干部门的重要性。如果要抑制实体经济的“空心化”趋势，保持国民经济的平衡发展，促进生产要素与金融资源的合理配置，就必须要对不合理的行业结构与价格结构进行调整。正因为此，这次政治局会议专门强调要“稳定制造业投资”“采取具体措施支持民营企业发展”“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。相形之下，房地产等曾经一度大力扩张的行业可能要面临一段时期的调整。

总之，房地产曾经是我们刺激经济的有效手段，但该行业的过度扩张不利于宏观经济运行的稳定，短期内对该行业进行适度控制是十分必要的。

**主编：李 扬**

编委会 (按姓氏笔画排序):

王广谦	王君	王国刚	王增武	左学金	朱玲
汤世生	杨涛	连平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程炼	彭兴韵	董昀	曾刚	谢芳

蔡真

编辑 (按姓名笔划排序):

陈双莲 梁永臻

联系人: 陈双莲

电子邮箱: [chensl@gzhu.edu.cn](mailto:chensl@gzhu.edu.cn)

联系电话: 020-83342383

传真: 020-83343700

地址: 广州市荔湾区沙面四街1号

## 国家金融与发展实验室学术成果系列

### 正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

### 非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月4期）
- 金融专报（每月4期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）