

# 研究报告

2016 年第 90 期

2016.09.23

执笔人：藏波

邮箱：zangbo@icbc.com.cn

## 警惕楼市泡沫“接棒”股市泡沫

### 要点

- 最近发生的“限购潮”、“离婚潮”和部分企业“卖房保壳”事件均是楼市泡沫衍生出的几个侧面。种种迹象揭示，今年的楼市泡沫与去年的股市泡沫是如此的相似，但前者可能更需警惕。因为目前楼市的杠杆率已达股灾前最高点的近 2 倍，一旦发生楼市价格下跳，其给中国经济带来的冲击将比股市更大。
- 面对当前火爆的楼市，政策层面应该如何安排？过去简单对价格进行调控的方式，经屡次实验发现收效甚微，“限购”和“限贷”又仅是短期政策，且存在阻隔刚需和改善需求等“伤及无辜”的负外部性。所以货币政策和财政政策被寄予厚望，但二者在当前经济环境下发挥的空间较为有限。所以建议采取针对性的税收政策，“针对性”一方面体现为增加制造业经营环节的税收优惠，另一方面体现为坚定推行保有环节的房产税改革。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 警惕楼市泡沫“接棒”股市泡沫

中华文化向来有着“重农轻商”的脉络传承，进而造就了普通居民对商业活动和经济数字不太敏感的民族基因，但最近几年发生的经济事件似乎正在颠覆着我的这一刻板印象，最切身的感受是去年的股市和今年3月份以来疯狂的楼市。这其中，三个鲜活的事件激起了我对当前楼市的担忧，第一个事件发生在每天路过的一个小学门口，等待小孩子放学的上了年纪的人都放下津津乐道的菜市场价格话题，开始畅聊楼市价格波动和合恰的投资时间点问题。第二个事件是最近引起热议的上海“假离婚”潮，夫妻为抓住这一轮楼市上涨的红利，不惜以打破婚姻这一终身契约的方式骗取首付优惠。第三个事件是一些面临退市风险的中小企业，为了扭亏保壳，不得以“卖房保壳”。从来没有任何一个经济话题和经济现象像楼市一样如此令国人血脉喷张，这些萦绕于耳边和矗立在眼前的生动景象不禁使我回想起去年的股市泡沫，二者是如此的相似，但这一轮的楼市泡沫可能更需警惕。

银行抵押贷款是居民加杠杆进入楼市最直接的表征，近3个月的居民中长期贷款约占全部新增贷款的66%；而非居民中长期贷款则持续走低。同时，M1和M2增速“剪刀差”持续扩大，资产不断“活化”。这些迹象均表明居民部门正在不断加杠杆进入楼市，楼市又催生地产市场的持续火热，但这势必对其他产业的资金投入形成“挤出效应”。

居民部门的杠杆率究竟有多大，粗略估计我国楼市的杠杆率已经超过2015年股市疯狂时期的杠杆率。为观察楼市杠杆率，这里进行一个简单的估算：2015年我国的城镇人口7.7亿人，假设家庭人数为3人，家庭住房面积80平方米，单位面积商品房销售价格为6793元/平方米（2015年全国均值），进而得到商品房的市值约140万亿。6月底，个人购房贷款余额15.4万亿，开发贷款余额5.9万亿。由此可知，地产杠杆率约为15.25%。2015年股市杠杆资金最高时为4万亿，对应约50万亿市值，杠杆率约8%。可见，楼市的杠杆率已达股市高点的近2倍，所以居民房贷和房价均高增长的状态难以长期持续，一旦发生楼市价格下跳，其给中国经济带来的冲击将比股市更大。

另外，我国房地产泡沫已表现出梯度转移的特征。房价领涨区不再集中于北上广深



组成的一线城市，而是转移至合肥、厦门、南京等东部二线城市。同时，这些城市的土地交易异常火爆，8月份，卖地最多的50大城市土地出让金高达1.51万亿，同比增幅高达51%。全国单宗土地超过10亿的地块合计有65宗，其中溢价率超过100%的“地王”达46宗，成为历史上地王最为密集的月份。另需引起关注的是，无论是房价收入比还是去化周期，东部二线城市均已逼近美国次贷危机爆发前的高点。该地区之所以成为房价领涨区，本质上还是“活化”的资金流汇集的结果，而资金流为什么在这些地区汇集？一方面是这些地区是国家经济战略导向和交通便捷导向的双重叠合区；另一方面是这些城市的政策环境较为宽松，投资门槛较一线城市偏低。

面对当前火爆的楼市，政策层面应该如何安排？过去简单对价格进行调控的方式，经屡次实验发现收效甚微，“限购”和“限贷”又仅是短期政策，且存在阻隔刚需和改善需求等“伤及无辜”的负外部性。所以货币政策和财政政策被寄予厚望，但二者在当前经济环境下发挥的空间较为有限。其中，在地产泡沫扩大，年底美联储加息概率仍高的局面之下，央行再度重启公开市场14天逆回购操作，意味着宽松货币政策将短期延后，货币政策中性仍是短期主题，降准、降息的空间有限。另外，地方政府收入有限但支出高增，加之地方债发行已经接近年内上限，意味着积极财政政策也面临严峻考验。所以建议采取针对性的税收政策，“针对性”一方面体现为增加制造业经营环节的税收优惠，另一方面体现为坚定推行保有环节的房产税改革。