

资本严重错配效应推动长期繁荣的房地产市场 困扰了中国

金泰忠

【摘要】 我们知道，中国的经济增长主要是由投资来带动，其房地产市场的发展常被视为中国经济的风向标。也是支撑中国的地方政府财政收入增长的关键行业。更多时候，地方政府是依靠供应土地资源所产生的经济效应来维持财政收入的正常运行。也因此得于地方的钟爱。可问题是，中国的房地产行业的发展是由庞大的债务来进行大规模扩建的。经过多年的融资扩建，促使债务和房市规模的基数产生了乘数倍增效应，从而远远超出了经济基本面和人均收入所能支配的支撑范围，导致带来一系列的民生问题。但受到各种因素的制约，严重了扭曲政府的统计数字与现实情况的差异。随着中国经济的减缓和加上如今市场需求和经济更加复杂化的欧美经济体叠加所产生负面效应的房地产市场风险。

【关键词】 疯狂建设下的中国房地产；投机刺激膨胀其房地产市场的无序释放；经济减缓和地方政府偿还债务压力加大下的房市违约风险

一、疯狂建设下的中国房地产

如今，中国是全球最大的商品贸易国，从商品贸易出口到资本交易出口等多种商品的最大的出口国。

按购买力平价计算，中国已经超过美国，再次成为全球最大的经济体，这是 120 多年来的首次。自从十九世纪 90 年代后，中国的地方政府逐步开始工业化、城镇化的扩张步伐。但不断发展的过程中提供了一个鲜明的货币超发、经济过热与消费品通胀例子，彰显出中国日益累积的问题。为应对国内产能过剩与外汇紧张，中央在 1994 年进行一次性地将人民币汇率进行大幅度的贬值，从而刺激了制造业的产品出口及提升了国内投资的吸引力，在此期间也倒逼了地方国企与乡镇企业的大规模改制，地方政府开始热衷于吸引包括外资在内的民营制造业投资。这些民营企业不仅提供充足的流动性，而且也具备根据各地优惠条件来选择投资地的主动性。由此形成各地为扩大税基争夺外来投资的区域竞争日趋激烈，从沿海地区开始起步工业开发区建设的热潮。

同一时期的服务业、尤其是房地产业得到了大跃进的发展，又进一步助推了开发区招商引资竞争。由于营业税、商、住用地出让金归于地方，使得地方在招商引资的竞争进行中更看重于本地制造业对服务业推动所带来的相关收入。地方政府在工业用地出让方面用尽了盘算，只要吸引到投资后直接带来的未来增值税流贴现值和其对本地服务行业推动后间接带来的营业税收入流贴现值和土地出让金的收入，即便超过地方土地征收和开发区基础设施建设的成本，地方也会考虑压低工业用地的价格。

而地方政府一般要谋发展时，需要与银行分支机构合作来建设开发区支付相应的征地与基础设施成本。以便通过商、住用地出让金获利来偿还银行贷款。在非市场因素渗入利率的运行机制时，金融体系便倾向地方制定的各类项目，于是地方平台类国企获得的廉价贷款，来协调招商引资所需要的各种工业地价、环境与劳工成本的费用，使得倒逼总行甚至是央行不得不扩大放贷规模，加上中央宏大发展规划的环境效应下，也助推了出口导向型消费品制造业发展的繁荣。

在 2009 年中国推出大规模财政、信贷刺激政策的出台后，中国金融体系的贷款有相当一部分被流动到了地方政府所建立的投融资平台类国企和的中央及省级的国企。前者运用贷款更多是进一步扩建工业开发区和新城区，其中包括改善地铁、城市道路在内的基础设施，而后者则是运用这些贷款来收购国内外各类资源和资产以及投入城市商、住用地的炒作。

由此，受到此次阶段宽松的信贷政策的地产，从一、二线城市迅速的向三、四线城市扩散。导致中国的房地产泡沫迅速的膨胀。为了遏止楼市全面泡沫化迫使中国政府不得不推行限贷、限价、限购的房产调控政策。

在恢复显赫地位之际，比如世界其他国家需要密切关注中国的一线城市的那些建了一半的写字楼。而中国正步入所谓的“中等收入”陷阱，多年累积的巨大压力可能达到峰点。

大量新建商品房进入市场，再加上信贷市场收紧，导致几乎所有大城市的房地产市场降温。中国一些小城市的地方政府正在抢购它们自己拍卖的土地，将土地出售给地方政府融资工具可能是偿债、移除担保或者维持当地土地价值的一种手段。比如所收购的土地超过了房地产开发商所购买的土地。而土地销售情况则是扭曲中国政府的统计数据之一。从各种数据的途径表明，中国地方政府收入的大约四分之一，资金紧张的地方政府正在将资金从一个口袋转移到另一个口袋，这种行为本意是要推高房价，但不同城市差异很大，而不是记录真实的销售收入。把土地作为收入来源，其结果却正在破坏它们自己的财政。

当经济增速出现下滑的迹象时，适度的出台刺激政策是有必要的，但应当明确刺激政策只有是助于恢复经济短期的平衡，而非是解决中长期结构问题的方案。

二、投机刺激膨胀其房地产市场的无序释放

中国官方数据显示，去年经济增长 7.4%。尽管 7.4%（抑或 6.8%）的经济增速依然让西方增长缓慢的发达经济体羡慕。是自于 1990 年以来经济增速的最低水平——当时中国刚刚经历了 1989 年的天安门事件，并且仍然受到以西方国家为主的各种制裁。

在中国一线城市的一些地区，不难看到一些破旧的公寓楼群和熠熠生辉却空无一人的未来派写字楼交织在一起，典型地体现了中国在过去十年由信贷刺激的房地产建设热潮。这种建设推动了经济增长，但付出了高昂的代价。中国目前面临的重大问题之一是，即便信贷和建设这两个主要的增长引擎几乎没有减弱，经济仍处于放缓的状态。然而，金融脆弱性尤其集中于地方政府层面——各省市的官员无视于预算限制和举债禁令，仍沉迷于信贷和建设狂

潮。

从各种些途径的显示数据来看，中国大城市的一些大型基建融资项目已经告一段落，正处于发展热潮中的中西部也没有出现多少大型的在建项目。可能有大型项目融资的领域更多呈现在铁路和公路方面的建设，以及一些资源和战略资源的行业。

中国增长放缓和经济发展模式转变导致进口需求突然下降，对大宗商品依赖度刚性的下降，包括石油在内的全球大宗商品价格已感受到由此的影响，铁矿石和铜是所有建筑热潮中的关键原材料，其影响已经从澳大利亚到秘鲁等大宗商品生产国，而现在中国建筑活动还没有真正开始调整。甚至还影响了中国供应链上的亚洲国家，以及一系列致力于向中国内地市场销售产品的发达国家和新兴国家。这也提醒我们，世界经济正在走向通缩。比像如巴西、德国、澳大利亚以及许多亚洲国家经济增长乏力也是受此影响的体现，这些国家的经济发展日益依赖中国需求。同时受到经济减缓下的资源公司收入下降，从而削减资本支出并产生了乘数的负面效应。此外，随着库存量增加并销售量的减缩使得中国公司降价以清除过度供应。经济学理论告诉我们，产品的价格和消费市场产生相互吸收时，其产品的分配比例会因此而变化。导致全球竞争压力加大，迫使外国制造商也开始降价。并由此而再返回到中国。形成了恶性循环，并可能产生政治的较量。

额外的通缩压力还会通过人民币贬值传导至全球经济。通缩的经济逆风、更为宽松的货币政策以及美元走强三者加起来很可能导致货币贬值。而很可能演变成金融脆弱性的无序释放，将继续对发达经济体的货币政策产生影响。在这种情况下，受到影响下的国家很可能对其实行针对性的货币政策调整，因为中国政府试图防止目前的低通胀（用消费者价格计算）环境沦落为通缩螺旋。这样的举措有望支撑消费支出，而消费支出也是中国政府促成经济增长的最大希望所在。整体增长数据受到了政府计算工业与加工业增加值方法的扭曲。他使用政府自己的未经调整的工业产值数据，重新计算了中国的 GDP。

不过，尽管中国经济正在放缓，但这个放缓是相对于一个比以前大得多的基数而言。计划继续向经济体系注入巨额信贷和基建投资，以支持经济发展。日益增加的债务负担由于实际利率上升带来的被动紧缩而加重。计入消费者价格因素后，这些利率已翻倍上升了几个百分点；如果计入生产者价格，更为明显。虽然信贷扩张放缓，但其增速仍几乎是名义 GDP 的两倍，而且大部分很可能用来维持过剩产能，以避免停工和失业。问题在于，执政的中共在中期内能否维持足够高的增速，以保障就业并避免出现社会不安定局面，同时对 30 多年来行之有效的增长模式实施改革。随着人口老龄化加剧，中国可能逐渐放弃以往的低附加值、出口驱动型增长模式，这种增长在一定程度上得到了巨大的规模经济和廉价人民币的助推。但他们将此视为一种权宜之计，此外，经济增长放缓并不意味着增长质量的降低，而是恰恰相反。中国经济正转向内需驱动，告别投资、资源（和污染）密集型模式。近日，中国消费对增长的贡献首次超过了投资。作为转型的一部分，中国正允许工资上涨。让他们获得时间，转变过时的经济增长模式，更多地通过消费、服务和创新去推动增长。

油价下跌显然对所有人都是好消息，为之后多年的经济增长奠定基础，生产石油的国家、

地区和公司除外。然而，国内债务急剧积累、固定资产投资放缓、房地产销售低迷以及制造业疲软都将严重抑制中国的经济活力。影响中国经济的几个下行因素还在释放，包括房地产、通缩带来的市场预期、先行指标以及货币供应量等。中国即使出现了一定程度的通缩，过剩产能长期存在将会支撑中国的通缩，也只是“非典型通缩”或者“结构性通缩”，而不是由货币供给不足通常意义上引起的，而是由于终端需求放缓导致的供给侧过剩产能调整引起的，与美国等成熟市场经济的特征是有区别的。

受到影响较为严重是高度依赖于房地产与地方基础设施建设的国企与部分民企。特别是在房地产上游产业，如钢铁、水泥、有色、电力、建材乃至煤炭与铁路货运等，国企乃至央企依然占据较大份额。严厉的资本管制会阻止中国公民将资金转移到海外，导致储蓄被困在国内，进一步加剧了国内投资浪费。受到 2009 年大规模财政经济政策刺激后，这些行业的很多国企，当然也有部分民企，借贷并过度扩张产能，一些央企还开始进入房地产行业炒作。如果考虑相关行业，房地产建设占到中国整体经济规模（10 万亿美元）的四分之一左右，比过去十年中美国、爱尔兰或西班牙房地产泡沫最严重时期的比例还要高。这种流动性还推动了房地产泡沫膨胀，原因是既不能购买境外资产、又对赌场般的国内股市感到担忧的储户，将房地产作为一种投资，而不仅仅是居所。过度投资会导致钢铁、水泥和有色金属等行业产能严重过剩，一旦未来房地产市场下行，不仅房地产开工量大幅降低，带来大量不能盈利的企业，地方政府也将大幅收缩基础设施建设。此前因预算软约束而过度借贷的很多上游能源、原材料、乃至重工业行业的国企就会随之出现大规模坏账。进而危及金融业，原因是亏损企业无力偿还债务。

中国持续且仍未结束的经济增速放缓所释放的大量产能过剩、非金融企业债务的大增以及通胀的大幅下降。被娇惯的金融体系、封闭的资本账户和国有企业享有的金融特权也起到了推波助澜的作用。摆脱这种环境所需的时间可能非常漫长，有时甚至还会出现麻烦。中国人民银行(PBOC)一直明缩暗宽地注入流动性无疑是为经济发展铺路，但货币宽松代替不了产能关闭和债务重组。由于很多行业产能过剩，资金未必能进入实体经济进行吸收，使得大部分会流入资本市场，对实体经济的扶持和刺激作用效果不容易达到预期。

去年，中国房价在过去十年脱离地心引力式的疯狂上涨，终于停了下来。但同年 12 月全国平均房价同比却下跌 4.3%。据官方数据显示，去年房地产行业的投资总额仍增长了 10.5%，而截止去年 12 月底，全国未售住房面积增长逾 26%。人们对中国三线城市房地产市场健康状况的担忧却在日益增长。

中国房地产行业经历了糟糕的 2014 年：以本币衡量，上述指数勉强持平。而成份股的平均估值仅略低于账面价值。近十年的狂热建设导致严重产能过剩，大片的空置公寓楼群环绕在中国大多数城市的边缘。潜在的地方政府债务危机以及人口状况的不利变化。自 2014 年 10 月份中国央行(PBoC)放宽房贷标准以来，房地产板块股票呈现涨势，从而调整了住房库存消化的周期。

总体而言，对类似于佳兆业的企业来说，这将是一场危机。而像于相对优质品牌（比如

万科)来说,而更像危中潜藏着机会。

三、经济减缓和地方政府偿还债务压力加大下的房市违约风险

之前外国投资者受到机制实行严格的额度限制下,在中国国内股市和债市只能相对单一的投资。而如今中国政府已明确表示,放松跨境投资流动的管制(这并不意味着允许投机资本自由出入境)。资本管制的逐步放松应该会给海外资产企业的管理带来很多机会,尽管这些改革将有利于长期经济增长,但对于念念不忘维稳的中国领导层而言,推行改革的速度可能赶不上那些最热情的改革倡导者的期望(迅速开放可能对经济产生巨大的破坏稳定效应)。这些改革的落实速度可能不会达到立竿见影的效果,由于中国市场潜力巨大,应该值得期待。相比之下,直接收购海外企业或者从零开始创办企业的开放显得较快些。

由于近几年来欧美经济的复苏仍不太稳定,处于现金充裕的中资银行和政策支持下,中资企业的收购海外企业的交易也逐渐增多。作为市场,这些都是自我调整的现象。良好数据、良好获利和宽松货币政策必然会推动股市上涨,进而促使场外那些信心不太足的投资者进场,这会导致更多并购贷款。

根据相关的数据显示,中国 2014 年全年贷款规模为 1,410 亿美元,比 2013 年的 1,168.5 亿美元增加逾 20%,相当于亚洲地区贷款总额的近三分之一,且在项目融资领域占据主导。但高评等企业仍可以得到降低融资利率的定价待遇,而私营企业便承受较高利率的融资成本。

显然,房地产行业和地方政府的债务已经给中国经济的健康发展带来严重的影响,而彼此关联则令形势更加堪忧。

然而,地方政府为了规避不准列赤字的禁令,设立了一批由全资掌控的“融资工具”。这些工具其中包括国有银行、债券市场和监管宽松的地下钱庄借钱。根据中国政府发布 2013 年年中相关的数据显示,地方政府未偿债务余额为 18 万亿人民币,短短两年内增长了 80%。这还是在中央政府禁止地方官员过度举债之后的增长。严格来说,这种做法是违规的,但最后上级政府还是原谅了,其因是它在全球金融危机之时支持了经济的增长。

然而,经济放缓,官员们被要求加大基础设施投资以支持增长之际,地方政府融资规模似乎可能再次上升。地方政府几乎所有的未偿债务都以政府所有的、

往往被大幅高估的土地做抵押。据地方政府的部分统计数据显示，地方政府收入的 35% 依赖土地销售。而它们在 2014 年销售了 1.66 万亿元人民币的债券，远远高于在此前两年每年的债券销售额。和房地产投资仍然继续增长一样，中国政府宣布的去杠杆化目标迄今仍未开始付诸实施，这意味着当它开始去杠杆化时，经济放缓可能更为剧烈。

相对而言，中国较高的购房首付比例会减少给银行带来的威胁，但也不能忽视。房地产商在中国特有的商住用地招拍挂制度下来进行，为了争取更多的土地资源，开发商为支付高地价不得不高度依赖外部融资，尤其是银行体系的贷款。而高度依赖商用地、住用地出让金的地方政府与投融资平台。其地方平台公司融资便喜欢用这些资源来抵押获得贷款融资，于是土地抵押是获得银行贷款乃至发行城投债的常用方式。从而导致最近几年开发商融资结构中房地产信托、房地产私募基金和民间融资比例也迅速的不断增加。随着经济增速减缓和利率的市场化，利率上升会迅速加大融资主体的利息负担。这必然会影响到包括地方政府、房地产商、与房地产上游相关的能源、原材料、以及交通和运输等相关的行业。以往的经济发展经验告诉我们，在经济出现减弱的迹象时，银行的优质客户将会逐渐减少，其投资效率也因此而下降，从而增加上述主体债务结构债务规模增加的压力。而房市、市场投资预期受到变动时，高负债开发商回笼资金降低杠杆便难以奏效，当银行对市场预测出现不确定时，必然对融资结构进行重新调整，比如增加利率和减少融资。以便达到回避风险的效果。而这些又会增加这部分贷款企业的成本，最终可能增加银行不良资产。于是，中国的公司治理便成为关注焦点话题。

如果投资者对经济丧失信心，更为自由的资本流动将为资金外逃打开大门。为了稳定现金的流动性，银行可能会被迫争夺储户资金，利率将会上升。自从全球金融危机以来，中国的企业和地方政府债务大幅攀升。利率上升还会提高偿债成本。这种经济状况的急剧恶化与中国改革的复杂性有关。从各种迹象来看，北京方面希望降低政府在经济中的作用，例如，让影子银行业体系与正式银行业部门脱钩。也需要中国人民银行(PBOC)对其进行针对性的管理，确保信贷宽松举措不会导致流动性回流至政府不希望流入的行业，而银行树立良好的纪律也是一个重要因素。但如今的私人投资增长放缓。要引私人部门来填补政府投资下降留下

的空白，确实让人怀疑。实践经验反映结果表明，由于缺乏可代替的增长引擎，若不顾一切地追求改革而不考虑任何平衡性的支持措施，则有可能导致国内经济变得更糟糕。

因此，继续推进其改革计划，中国政府需要稳定和保持耐心。经济稳定是人民币国际化和中国股市和债市扩张的前提条件。

很难说改革和增长之间的平衡点在哪里。它在很大程度上取决于国内和国外的形势发展和变化。与此同时，中国正在经历一次尴尬的转型，极高的投资率正开始下降。中国国内需求增长已放慢，这在一定程度上拉低了全球大宗商品和能源的价格。同时，中国在出口方面正面临更激烈的竞争，因为在日本的刺激下，其他国家也开始实施竞争性货币贬值。

经济理论告诉我们，高储蓄经济体一般都伴随着经常账目盈余，这就需要一定的资本账户赤字才能保持平衡。而影子银行业的发展是由受到控制的存贷款利率引发的。放开利率和发展债券市场有利于缓解这种动态。其因是大多数理财产品是短期的投资，而一个发达的债券市场更能让资金紧张的借款者及时获得融资，并节约更多的时间和支付较低的利率。

然而，在中国，目前影子银行业的借款人将不可避免地感受到痛苦，但这将是可以应付的。因为中国是一党专政，多党参政议政的国家，这必然会给中国的银行创造更多的弹性空间，来抵御流动性的冲击，同时中国央行有足够的灵活性提供流动性支持。

但随着中国寻求降低近乎失控的信贷增长速度（尤其是在房地产等敏感领域），中国政府对中国地产开发商所发行债券的重视和支持度不够强的情况下，其收益率将会迅速上升，从而推高了高收益债券的平均借贷成本。可能会增加存在流动性问题的借款人出现违约的风险。