

Prospects of Real Estate Financial Risk in 2019

2019年房地产金融风险前瞻

■ 尹中立

2018年第三季度以来,房地产市场出现了较大变化,在各种因素影响下,房价上涨的趋势已经基本得到控制,取而代之的是房价下行趋势逐渐形成,并成为市场共识。2019年需要警惕房地产下行趋势与金融市场的下行趋势形成共振的风险。

房地产市场的风险之一是官方统计数据失真

房地产决策的依据是国家统计局公布的数据,但从我们的观察看,2018年由统计局公布的房地产统计数据与市场真实运行状况之间存在较大反差,如果依据统计局的统计数据进行房地产决策就会存在严重误判的风险。

从国家统计局的房价统计数据看,当前的房价仍然处在快速上涨趋势中。国家统计局公布的70个城市的10月、11月和12月的房价环比数据总体上都是上涨的。以国家统计局公布的12月70个城市的房价数据为例,从环比看,4个一线城市新建商品住宅销售价格上涨1.3%,涨幅比上月扩大1个百分点。二手住宅销售价格下降0.3%,其中:北京、上海、广州和深圳分别下降0.2%、0.3%、0.4%和0.3%。31个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格分别上涨0.7%和0.1%,涨幅比上月分别回落0.3和0.2个百分点。35个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格分别上涨0.7%和0.3%,涨幅比上月分别回落0.2和0.1个百分点。从这些数据可以看出,12月份的房价总体仍然是上涨的,只有四个一线城市的二手房数据是下降的。

但房地产市场的实际情况并非如此。从多地调研和考察看,大多数城市的房价从2018年第三季度以来已经转跌,市场

预期已经发生了转折。导致统计局数据不能真实反映市场情况的原因是限价政策所致。因为各地要完成规定的房价限制目标,普遍干预住房的网签,一般会采取措施限制或拖延价格高于平均价的楼盘网签,对价格低于均价的项目优先进行网签。部分开发商为了迎合限价的政策需要,在销售时实行“阴阳合同”,网签时以主合同价格为主,致使实际成交的价格远远超过网签的价格。而统计局的数据来源主要是网签的数据。

各城市对房地产网签行为的干预扭曲了房价统计数据(对房价数据及成交量数据都形成了干扰)。在房价上涨过程中,统计局公布的房价数据比市场真实数据要低,即统计数据低估了市场的真实状况;在房价下行过程中,因为高价房网签之后的缘故,往往使得统计数据比真实数据要高。因此,房地产市场已经出现的波动(乃至趋势逆转)却被统计数据所掩盖。这是当前对房地产宏观决策过程中特别需要关注的问题。

房地产开发企业的资金链面临挑战

2015年底至2018年底是房地产市场高速扩张的时间区间,在此轮房地产扩张过程中,房地产企业的债务扩张始于2016年,大多数中长期债务的时间都在3年左右,据此推测,房地产企业的有息债务将于2019~2020年进入集中兑付期。根据我们的计算,2019年是还债高峰,有息债务总偿还额高达8.9万亿元,如果再加上各项应付款,债务总额高达12.6万亿元。

房地产企业的各项债务分解如下:一是开发贷款。2018年房地产开发贷款余额10.2万亿元,按照平均还款3年匡算,

2019年房企开发贷债务为3.4万亿元。二是委托贷款。2018年社会融资规模存量中委托贷款12.36万亿元,按照房地产委托贷款规模为社融委托贷款的40%,按照平均还款3年匡算,2019年房企委托贷款债务为1.48万亿元。三是信用债和海外债。2018年房地产企业偿还信用债债务总额4236亿元,较2017年增长近2倍,是有可比数据以来实际偿还额度最高的年份。在暂不考虑回售和提前兑付的情况下,2019年债券到期规模为4705亿元,海外债务到期规模1085亿元,全部发债债务总额5790亿元。四是信托融资。信托业协会公布数据显示,2018年三季度末信托资产余额23.1万亿元,2019年1~9月信托资金到期规模近4万亿元。根据历年各季度信托资金到期规模走势,按照房地产信托规模占信托资产总规模60%匡算,2019年房地产信托债务需偿还3.3万亿元。五是资产支持证券。房地产企业资产支持证券主要包括证监会主管ABS和交易商协会主管ABN。按照平均还款3年匡算,2019年房企资产支持证券需偿还债务1423亿元。

按揭贷款的违约风险将上升

2015年以来,通过按揭贷款购买住房的比例大幅度增加。从全国总体数据看,2015年之前,每年新增加的按揭贷款(包括商业银行的按揭贷款和公积金贷款)占新房销售额的比例大约在40%左右,2016年和2017年这个比例增加到70%左右,这表明,居民买房的资金杠杆比例大幅度上升。

有不少买房者的首付款也是通过融资获得的。获得首付的方式有的是通过亲戚朋友私人借贷,有的通过互联网金融途径获得的“首付贷”,有的是通过开发商提供的首付分期付款,还有的利用多家银行

的信用卡透支凑首付。这些行为基本可以等同为“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。

根据2017年度的《上海金融稳定报告》，2016年，上海市一手商品住房成交中，通过贷款置业的比例约为95%，远高于2014年的67%和2015年的66%。单笔一手房贷平均金额为254万元，分别比2014年和2015年单笔平均金额上升66%和17%，购房者对贷款的依赖性明显加大。

随着房价的快速上涨，居民买房还款压力与日俱增。根据中国人民银行的《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%，10年间上升69个百分点。其中，房贷收入比从2008年末的22.6%增至2017年末的60.5%，10年间上升37.9个百分点。

尤其要关注三四线城市的居民按揭贷款的风险，这些城市最近三年的房价上涨与棚户区改造项目的货币化安置政策有很大关系。棚户区改造的积极意义毋庸置疑，但从金融的角度看，棚改的货币化是让支付能力低的居民获得了按揭贷款的机会，很多居民的按揭首付正是来源于棚改的货币化安置。棚改货币化主要实施在三四线城市，过去三年多时间里这些城市的住房交易杠杆率大幅度上升。2016年三四线城市新房成交金额是4.7万亿元，使用商业贷款和公积金3万亿元，交易杠杆率高达66%，2017年交易杠杆率快速上升到74%。除了按揭贷款和公积金，大幅增加的短期消费贷、网络平台贷款也成为购房首付款的重要组成部分。某大型商业银行不良按揭贷款案例中，三四线城市未偿还余额占比55.6%，笔数占比65.0%。

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，在经济下行的情

况下，这些按揭贷款断供的风险将上升。

房地产市场与金融市场形成共振的风险

2018年上半年，房地产市场延续着过去三年量价齐涨的局面，但金融市场在6月之后发生了较大变化，对楼市产生负面影响。

6月之后，随着美国加息及中美贸易摩擦的影响，我国国内呈现“股汇双杀”，即股价和人民币汇率同时出现快速下跌的局面。汇率的贬值有利于刺激出口，但对房地产市场的影响是负面的，贬值的预期引起了资本向外流动，而且汇率贬值使得部分房地产开发企业的美元债务负担增加。

尤其要关注股市下跌带来的高净值人群的资产损失。2018年6月以来，股价的持续大幅度下跌引起了股票市场的很多杠杆资金出现爆仓。按照笔者的估计，2018年初股市里的杠杆资金规模合计约6万亿元左右，至2018年底股市里的杠杆资金持有的股票市值已经缩水为4万亿元左右，很多投资者已经爆仓，自身财富已经化为乌有，数百家上市公司的大股东已经身陷杠杆资金困境。截至2018年底，质押的股票市值是4.55万亿元，占A股总市值的10.07%，其中，已达平仓线的占21.80%，已达预警线未达平仓线的占9.41%。在此轮股市下跌中，资产损失最大的群体是上市公司大股东，这些高净值人群是房地产市场潜在的购买者，他们的财富缩水对房地产市场影响巨大。

在关注金融市场对房地产市场影响的同时，也须高度关注房地产市场对金融市场的影响。房地产市场若转为下行趋势，将对包括股市在内的金融市场产生负面影响。房地产市场影响的不仅是与之有关的上下游行业，而且影响到金融市场的信用创造，房价下跌将形成金融紧缩效应。需要警惕房地产市场与金融市场之间形成共振效应。

关于稳定房地产市场的政策建议

基于上述分析，我们认为，当前的市场已经出现偏悲观的情绪，下一阶段，房地产调控政策要把稳定市场预期放在重要位置。对于房地产开发企业来说，应该把现金流管理放在首位。

第一，建议下一阶段房地产调控不宜继续出台抑制房地产需求的政策。在市场出现持续快速下滑的情况下，需要适度进行政策微调，如：对部分城市的高地价项目逐步解冻，有选择地放松一些城市的限购、限价及限售政策，提高企业的资金流动性及市场流动性，适度放松对按揭贷款的控制。

第二，应正确认识房地产市场的复杂性和脆弱性。房地产市场不同于普通商品市场，因为它不存在一般市场均衡，市场不存在所谓的均衡价格，市场由预期决定，因此，房地产市场难以调控，难以驾驭。环顾全球，没有几个国家对房地产的调控是成功的。从市场运行的规律看，房价只有上涨和下跌两种选择，希望房价稳定的愿望是难以实现的。在经过近20年的上涨之后，我们要警惕房价历史大拐点的出现。因此，稳定房地产市场的预期成为首要任务。

第三，在居民债务增长过快的背景下，不宜进行货币政策的强刺激。从过去三年的实践看，棚改货币化容易导致居民加杠杆买房，即使在房地产下行的背景下，也不宜增加棚改货币化的比例。但保持适度宽松的货币政策环境，对稳定房地产市场的预期是有重要作用的。

第四，房地产税的政策涉及面广泛，对市场预期的影响巨大。在2019年，有关房地产税的政策论证及研讨要慎之又慎，以免对市场产生不必要的干扰。●

(作者单位：中国社会科学院金融所)