

应适时适度调整房地产调控政策*

◎孙明春

摘要：2019年中国经济面临较大下行压力。分析表明，经济运行能否实现“稳中求进”的目标，很大程度上取决于房地产投资增速。如果维持当前的房地产调控政策，房地产投资增速有可能在2019年出现较大下滑，影响宏观经济稳定。宏观决策部门应做好预案，及早采取措施，防患于未然。

适时适度调整房地产调控政策，并非只是短期内“稳投资、稳预期”的权宜之计，它也有利于缩小我国房地产市场长期以来一直存在的供需缺口，更有效地抑制房价过快上涨，改善广大民众的福利。作为一个城镇化率不足60%的发展中国家，我国房地产市场还有广阔的发展空间，房地产行业并没有过度投资，未来还有巨大的投资需求。因此，在当前经济下行压力较大的宏观背景下，稳定房地产市场，尤其是稳定房地产投资，并非“饮鸩止渴”或“寅吃卯粮”，而是兼顾短期目标与中长期目标，达到“一箭双雕”的效果。

关键词：中国经济 房地产调控政策

一、2019年中国经济展望：房地产是关键

2018年，中国实际GDP增长率在6.6%左右，为1990年以来最低，步入2007年来经济下行期的第11年（见图1）。虽然经济增速回落不出意外，但其背后的企业盈利恶化、亏损面扩大、债务违约扩散及企业家信心回落却远超预期（见图2）。

作者孙明春系博海资本首席经济学家。

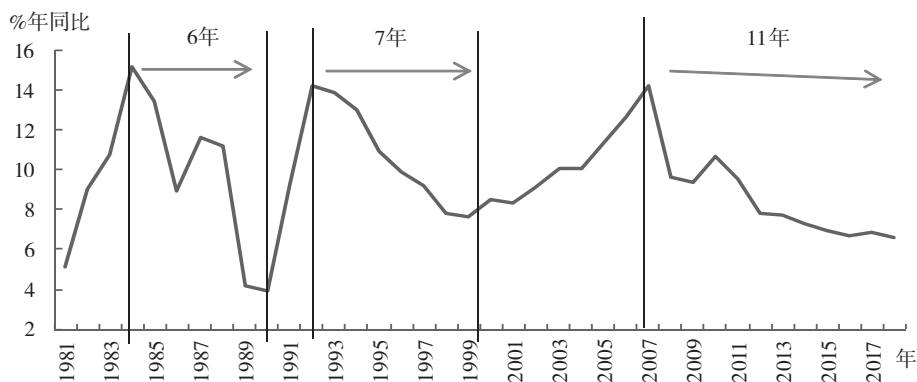


图1 中国实际GDP增长率（1981—2018年）

资料来源：国家统计局、博海资本。

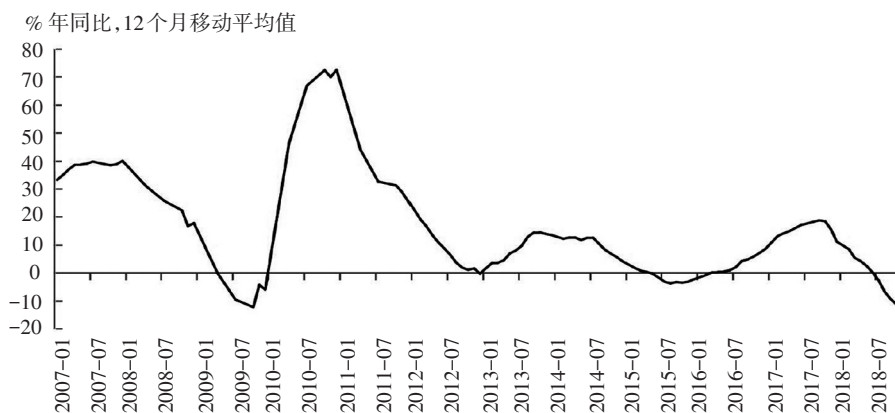


图2 全国规模以上工业企业利润增长率（2007—2018年）

资料来源：国家统计局、博海资本。

在拉动经济增长的“三驾马车”中，固定资产投资增速滑落到6%以下，是二十年来最低（见图3）；社会消费品零售总额的名义增速虽然在8%以上，但考虑到通货膨胀，实际增长率下滑到6%以下，为十五年来最低；进出口贸易虽然保持了两位数增长，但其中有多少是源于担心中美贸易摩擦升级而提前出货、多少是真实的贸易成长，令人难以捉摸。

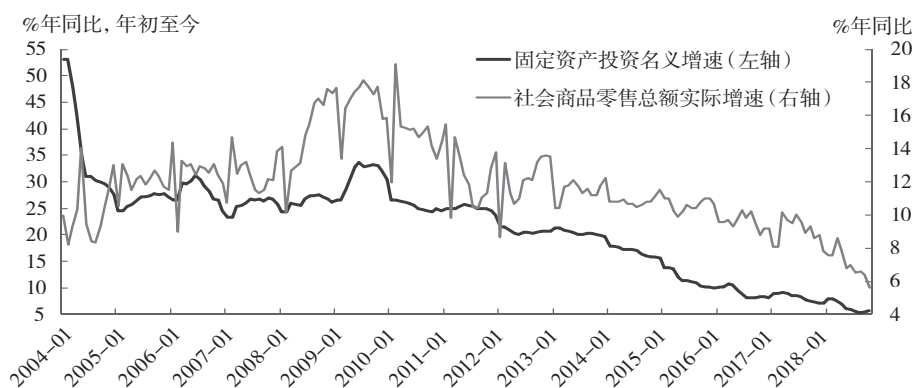


图3 固定资产投资与社会商品零售总额增长率（2004—2018年）

资料来源：国家统计局、博海资本。

展望2019年，这“三驾马车”还会进一步减速。而防止经济“硬着陆”（即增速急剧下滑）的重任很可能要落在房地产这个备受争议的行业。

首先，无论中美贸易摩擦是升级还是缓和，出口增速在2019年都会不同程度地回落，主要是因为出口商在2018年已提前出货，透支了2019年的出口潜力。这一滞后效应很可能在2019年上半年显现。如果中美贸易摩擦的缓和是以中国大幅度进口美国产品、减少中美贸易逆差为代价，这势必减少2019年中国的净出口总额，降低净出口对经济增长的贡献；如果中美贸易摩擦进一步升级，双方必定是两败俱伤，中国的出口增速很可能急剧下滑。总之，无论出现何种情形，外需在2019年都很难依靠。当然，如果由于国内需求下滑超预期导致进口疲弱、贸易顺差扩大，的确有可能导致净出口对GDP增长的贡献增加。不过，这种以内需疲软为代价的贡献增加更令人担忧。

其次，消费增速虽然可能保持平稳，但在整体经济与收入增速放缓的背景下，很难想象它会逆势上涨。对消费增速的最好预期是略有放缓，这也是2010年以来的长期趋势（见图3）。对此不再赘述。总之，消费对GDP增长率的绝对贡献应该不会比2018年更大。

最后，在外需趋弱、消费也难以有所作为的情况下，固定资产投资将成为左右2019年中国经济走向的关键。而它有三个主要分项：制造业、基础设

施及房地产投资。这三项中，房地产投资将是重中之重，牵一发而动全身。

就制造业而言，在中美贸易战硝烟未散的背景下，以出口为主导的企业家估计会推迟（甚至放弃）在内地的一些投资计划，转而考虑在其他经济体布局；而那些刚刚经历了“降杠杆”导致的流动性危机、濒临债务违约的企业家们，想必依然惊魂未定，即便他们在2019年可以得到更多融资，估计也是以缓解流动性困境为目的，很难想象他们会大张旗鼓地去做资本开支。因此，除非政府推出大尺度的减税降费等提振企业家信心的政策措施，否则制造业投资很可能比2018年9%左右的增速弱很多（见图4）。

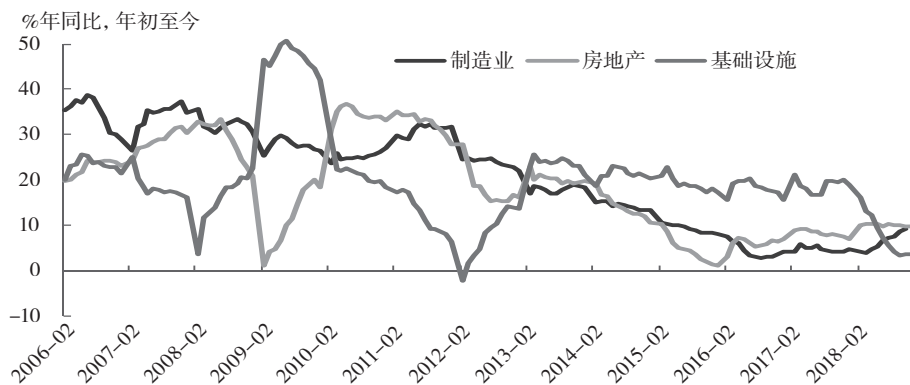


图4 分行业固定资产投资增长率（2006—2018年）

资料来源：国家统计局、博海资本。

就基础设施投资而言，其增速从2017年的19%急剧下滑到4%左右，是拖累2018年固定资产投资增速的主要原因（见图4）。这一现象背后是地方政府的各类融资渠道在“降杠杆、防风险”的大环境下快速萎缩，影响了地方政府进行基建投资的融资能力。展望2019年，虽然地方政府通过正规渠道进行融资的能力会有所改善，但通过其他渠道融资的能力仍然有限。尤其在减税降费及企业盈利状况恶化的背景下，地方财政在2019年势必捉襟见肘。如果因为房地产市场的降温而影响到土地拍卖的话，地方政府赖以维系的土地收入也会面临风险。可见，基础设施投资增速在2019年能否企稳一定程度上将取决于房地产行业的景气度。

就房地产投资而言，2018年的投资规模在12万亿元人民币左右，年同比增长率约为10%。受房地市场景气度趋弱及开发商现金流趋紧影响，假如房地产投资增速在2019年放缓至2%左右，房地产投资的增量将比2018年下降9000亿元左右，超过2018年中国高铁投资的总量（换句话说，要弥补房地产投资增速从10%下降到2%所减少的投资增量，需要高铁投资在2019年翻一倍）。可见房地产投资在固定资产投资中举足轻重的地位。考虑到它对上下游行业的影响，如果房地产市场在2019年明显降温，房地产企业不得不停建、缓建在建项目，这对上下游行业（如钢铁、水泥、家具、家电、汽车、园林、装修、设计、房地产中介，乃至银行与各类金融机构等）的投资、生产、就业、职工收入，乃至消费者信心、消费者的购买力会产生多大冲击，值得密切关注。

显然，维护房地产行业的健康发展对于实现2019年中国经济“稳中求进”的目标至关重要。宏观决策部门应转变对房地产行业的态度，未雨绸缪，提前采取应对措施，尤其是放松对开发商在融资方面的各种显性与隐性的限制，防止开发商因流动性过紧而被迫停建、缓建在建项目，避免房地产投资增速出现大幅度回落。鉴于在建未完工面积巨大（大约73亿平方米），只要开发商有足够的流动性，即便房地产销售短期内难以改善，房地产投资依然可以维持较高增速（见图5）。

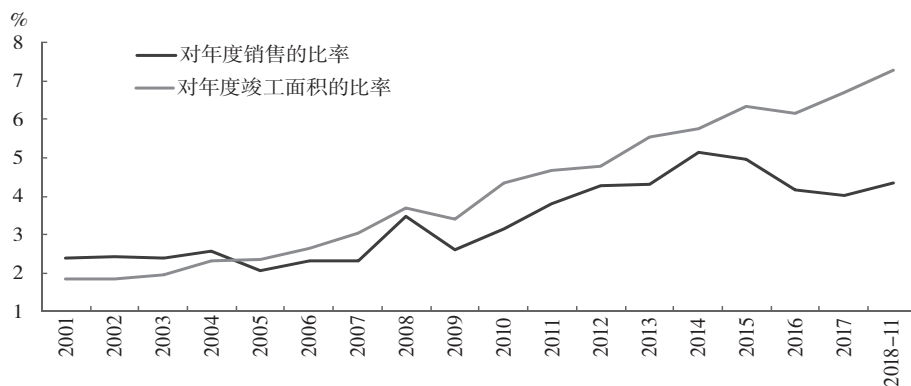


图5 商品房在建未完工面积与年度销售及年度竣工面积之比

资料来源：国家统计局、博海资本。

因此我们认为，当前经济形势下，调整房地产调控政策的主要方向是放松对开发商融资的各种约束，包括银行贷款（开发贷款、按揭贷款等）、股票市场融资（IPO、再融资、发行REITs等）、债券市场融资（企业债、公司债、中期票据等）及信托贷款等。目的是防止开发商因流动性过紧而被迫停建、缓建在建项目，避免房地产投资增速出现大幅度回落。只有房地产投资保持5%以上的增速，2019年的固定资产投资增速才有望稳定在5%左右，实际GDP增速才有望保持在6%左右。

近期，房地产市场已出现明显降温迹象，如不及时采取应对措施，一旦下行预期形成，其趋势将很难扭转。若届时再仓促应对，很可能陷入事倍功半的被动局面。我们很欣慰地看到，宏观决策部门在2018年底陆续推出一系列有利于房地产行业稳健发展的政策（如发改委2018年12月5日发文支持优质企业发行企业债券，并且明确说明包括房地产企业），相信这些政策将有助于2019年房地产市场及整个宏观经济的稳定。

二、以往房地产调控政策的误区

适时适度调整房地产调控政策，并非只是短期内“稳投资、稳预期”的权宜之计，也有利于缩小中国房地产市场长期以来存在的供需缺口，更有效地抑制房价过快上涨，改善广大民众的福利。

我们认为，房地产市场的供需失衡应该是过去二十多年来房价上涨背后最主要的推手。而每一轮房地产调控虽然在短期内抑制了房价上涨，但在中长期却阻碍了房地产市场供需缺口的弥合，反而令其不断扩大，以至于每一轮调控之后房价都出现报复性反弹。因此需要反思这些政策的效果。

过去二十多年，中国住房需求的增加主要来源于两个部分：城镇化需求和改善性需求。如果把人均37平方米作为城镇居民人均住宅需求的目标，1995—2017年间的23年里，因城镇化（约4.7亿新增城镇人口）而产生的新增城镇住宅需求达174亿平方米；而原有城镇居民（约3.4亿人）的改善性需求（人均改善大约21平方米）约为71亿平方米。二者加总，全国城镇人口新

增住宅总需求约为245亿平方米。

但在供应方，1995—2017年间，全国商品房竣工总面积仅为136亿平方米，而其中住宅竣工面积仅有大约92亿平方米。这意味着，过去23年，全国城镇居民住房供需缺口扩大了153亿平方米。考虑到旧城拆迁等存量住宅下降等因素，这个缺口可能更大。当然，若考虑到这些年来建设的小产权房及单位自建房等，这个缺口则会有所下降。

面对不断扩大的供需缺口，中国房地产价格在过去二十年一路上扬也就不足为奇了。以往的房地产调控政策，往往是收紧对房地产企业的信贷及各类融资渠道（见图6），试图迫使开发商放弃“囤房囤地”的策略，以增加市场的短期供应。然而，这些政策也在融资的源头上抑制了开发商买地、扩大投资、增加未来供应的能力。因此，这类调控政策短期内可能有些成效，但中长期而言对于舒缓供需缺口、抑制房价上涨却产生了适得其反的作用。

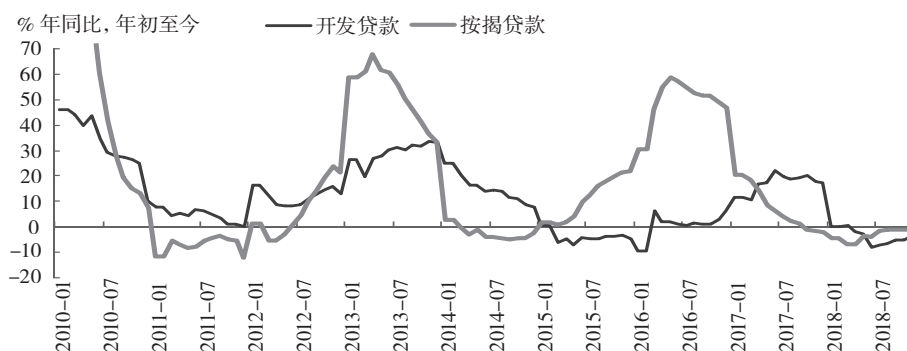


图6 房地产企业的资金来源

资料来源：国家统计局、博海资本。

展望未来，鉴于我国城镇化进程刚刚过半（2017年末的城镇化率仅为59%），预计今后5~10年城镇人口仍会以每年2000万人左右的速度增加，因城镇化而产生的住房需求依然具有可持续性。与此同时，如果中国经济今后10年保持5%左右的实际增长率，城镇居民的可支配收入则可保持中速成长，对住房的改善性需求也会提供坚实的支撑。可见，中国城镇居民新增住宅需求是长期、趋势性的，并非是短期、周期性的。如果这些判断正确，加息、

提高住房按揭贷款首付比率，甚至行政性限购等房地产调控措施虽然在短期内可以压抑市场需求、给房地产市场降温，却无法改变中长期内城镇居民住房需求不断成长的趋势。因此，一旦“限购”等调控措施取消，那些在调控期内被压抑的和新积累的房地产需求就会全部释放出来，迅速吞噬掉有限的市场供应，导致房价的“报复式上涨”。

总之，以往房地产调控政策的误区是使用了周期性的调控手段来抑制具有长期趋势性成长的需求，同时压制了供应方（开发商）的融资能力，导致房地产市场供需缺口长期得不到弥合。在经济过热、房价过快上涨的宏观环境下，这种周期性的调控政策与房地产市场的中长期发展趋势背离，令政策制定者感到两难，的确也是宏观决策部门的难言之隐。但在当前宏观经济面临较大下行风险、房地产市场也出现降温迹象的情况下，适时适度调整房地产调控政策，应该是水到渠成、顺理成章，而且一箭双雕的。

三、中国房地产行业仍有长足发展空间

虽然以往的房地产调控政策并不能有效解决中长期内房价过快上涨的难题，但换个角度来看，恰恰是因为这些政策延缓了中国房地产市场供需缺口的弥合，客观上也避免了房地产市场过早出现过度供应的问题，延长了我国房地产市场长期可持续发展的时间和空间。这也是为什么我们今天依然有潜力、有空间可以通过调控房地产投资的增速来维护整个宏观经济的稳定。

对中国房地产市场的发展潜力，很多人并不认同。早在十年前，关于中国房地产市场存在泡沫的观点就不绝于耳；也经常有人把日本的房地产泡沫作为类比，担忧中国会重蹈日本的覆辙。我们认为，这些担忧是过虑了。一方面，过去十多年中国房地产市场的长足发展已经用事实证伪了上述言论；另一方面，即便站在今天看未来十年，依然有很多数据表明，中国房地产市场的发展潜力依然巨大。中国和日本处于完全不同的发展阶段，不可盲目类比。

作为一个商业化运作的市场，中国的商品房市场是在20世纪90年代后期才逐渐在全国范围内形成的，至今也只有20多年的历史。作为一个14亿人口

的发展中国家，很难想象这么大的一个市场从无到有只发展了20年时间就已经饱和了。事实上，到今天，中国的城镇化率尚不足60%（见表1），人口年均增长率依然有0.5%（即每年人口增长700万人以上）。即便人口增速会逐渐放缓，未来十年因人口增长和进一步城镇化而形成的房地产需求依然会非常强劲（保守估计，中国的城镇化率在今后十年至少可以再增加12个百分点，达到71%，即增加1.7亿城镇居民）。与此同时，尽管中国经济已从高速增长转为中速增长，但名义GDP增长率近年来依然维持在6%~9%之间，城镇居民人均可支配收入的增长维持在7%~8%之间。即便未来十年名义GDP和收入增速进一步下降，估计年均增速可维持在5%左右。这意味着，因收入增长带来的改善性需求也还有长足的发展空间。

相比之下，日本的人口总量在过去20年（1997—2017年）几乎没有增长（见表1），近十年来更是出现了负增长。城镇化率也已达到92%，进一步城镇化的空间微乎其微。与此同时，由于日本经济陷入了长达20多年的停滞，其名义GDP在过去20年几乎没有增长。显然，对于一个既没有人口增长，也没有收入增长，城镇化进程几乎走到尽头的成熟经济体，房地产需求增长的动力几乎完全枯竭，难怪其房地产市场20年来一蹶不振。显然，中国和日本的房地产市场处于完全不同的发展阶段，不可同日而语。

表1 中美日发展阶段对比（2017年）

	单位	美国	日本	中国
GDP	万亿美元	19.4	4.9	12.0
人均GDP	美元	59365	38529	8707
名义GDP比率 (2017年/1997年)	倍数	2.3	1.0	10.1
总人口	亿人	3.3	1.3	13.9
人口增长率	年同比%	0.8	-0.2	0.5
总人口比率 (2017年/1997年)	比率	1.20	1.006	1.12
城镇化率	%	82.3	91.6	59.2

资料来源：中国国家统计局，美国中央情报局（CIA World Factbook）、博海资本。

作为参考，同样是老牌发达经济体，而且房地产市场已经发展了近百年的美国，在过去20年里虽然经历了一场大幅度的房地产市场调整（2006—2011年），但房价依然展现出长期上涨的趋势（见图7），今年再创历史新高。作为一个拥有3.3亿人口、人均GDP接近6万美元、城镇化率达到82%的经济体，美国进一步城镇化的空间已经不大了。但受益于灵活开放的移民政策，美国总人口过去20年依然增加了20%（见表1）。与此同时，虽然美国经济在过去20年里经历两次重大危机与衰退（2000—2001年的互联网泡沫破裂与“9·11”恐怖袭击、2007—2009年的次贷危机与金融海啸），其名义GDP仍然比20年前增加了1.3倍。因此，即便对美国这样一个非常成熟的房地产市场来讲，虽然城镇化不再是一个重要因素，仅靠人口增长和收入增长依然可以支撑房地产市场的长期可持续发展。这对我们理解中国房地产市场的长期成长动力非常有借鉴意义。

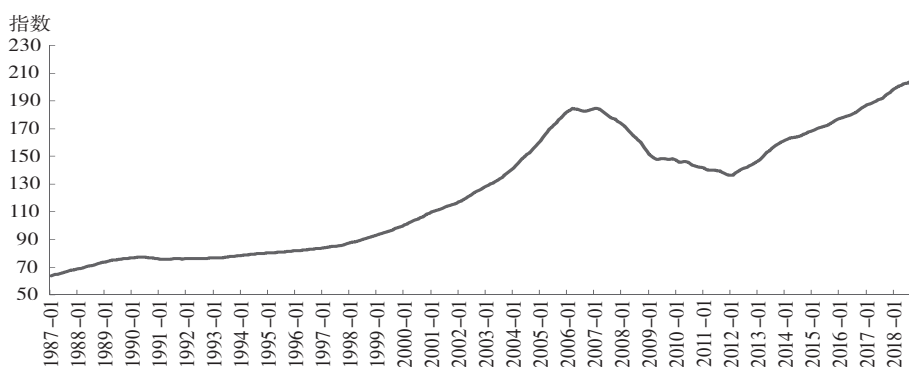


图7 S&P/Case-Shiller 美国全国房价指数

资料来源：美联储圣路易斯分行、博海资本。

综上所述，中国房地产市场仍有巨大发展潜力，不必杞人忧天，也不必妄自菲薄。基于这样的认识，我们认为，在当前经济下行压力较大的宏观背景下，稳定房地产市场，尤其是稳定房地产投资，并非“饮鸩止渴”或“寅吃卯粮”。相反，在当前环境下适时适度调整房地产调控政策，既可稳定房地产投资，有助于宏观经济的平稳运行，又可缓解房地产市场长期存在的供需缺口，有助于抑制房价过快上涨，达到“一箭双雕”的效果。

Real Estate Regulation and Control Policy Should be Adjusted Appropriately and Timely

SUN Mingchun
(Bohai Capital)

Abstract: In 2019, China's economy is facing considerable downward pressure. The analysis shows that whether the economic operation can achieve the goal of "steady progress" depends largely on the growth rate of real estate investment. If the current policy of real estate regulation and control is maintained, the growth rate of real estate investment may decline considerably in 2019, affecting macroeconomic stability. The macro decision-making departments should make good plans and take measures as soon as possible so as to prevent the danger before it happens.

Timely and moderate adjustment of real estate regulation and control policy is not only an expedient measure of "stable investment and stable expectation" in the short term, but also conducive to narrowing the long-standing gap between supply and demand in China's real estate market, more effectively restraining the excessive rise of housing prices and improving the welfare of the general public. As a developing country with less than 60% urbanization rate, China's real estate market still has a broad space for development. The real estate industry has not been over-invested, and there is still a huge investment demand in the future. Therefore, under the macro background of the great downward pressure of the current economy, stabilizing the real estate market, especially the real estate investment, does not mean "Quench a thirst with poison" or "Eat next year's food", but takes into account both short-term and medium-term goals to achieve the effect of "one kill two birds with one stone".

Key words: China's Economy, Real Estate Regulation Policy