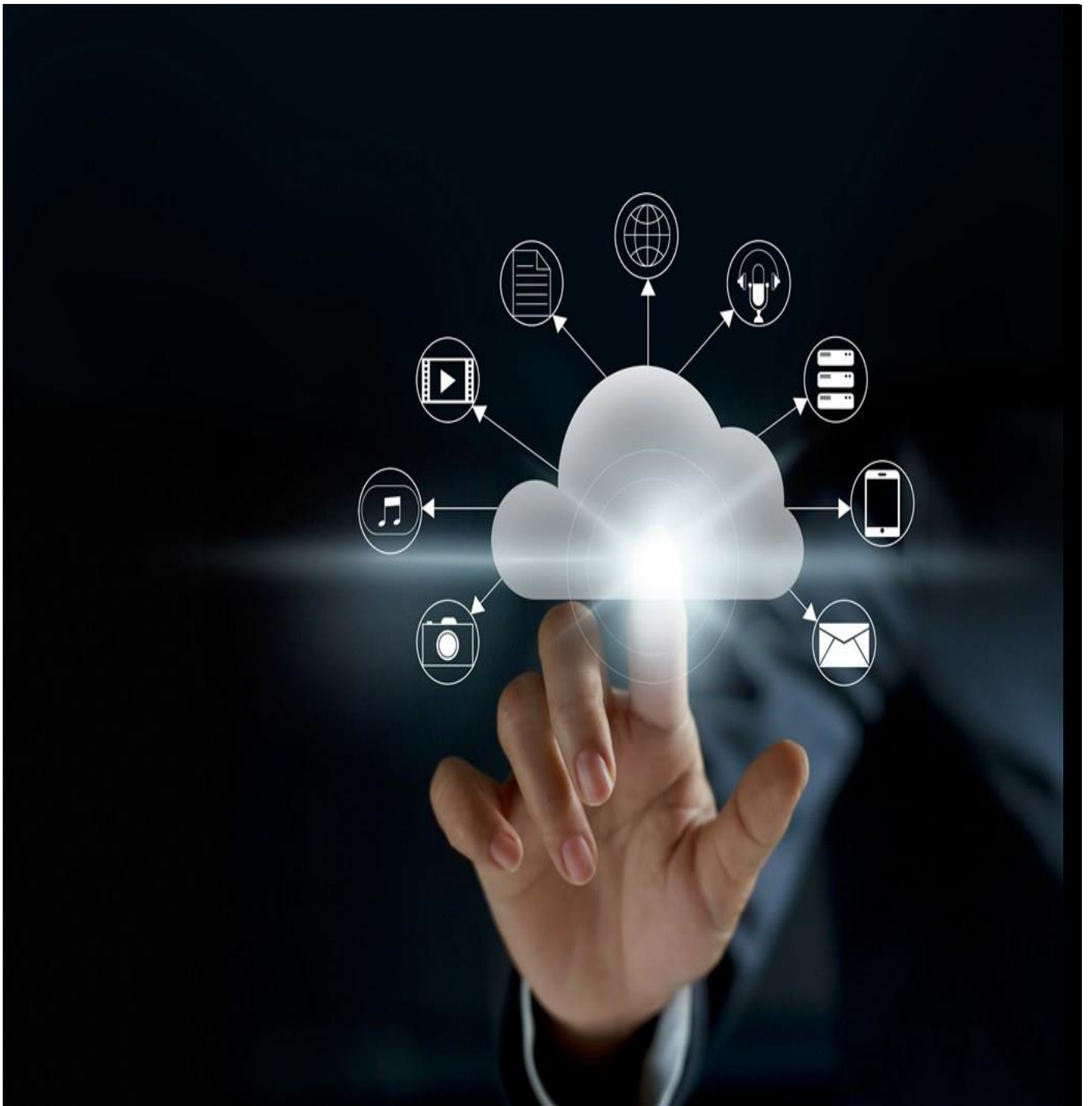




中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

国家金融与发展实验室

2016 年 8 月 31 日

中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

刘学良

国家资产负债表研究中心

成员

刘学良：

各位老师、各位朋友大家上午好，我是国家资产负债表研究中心的刘学良，我在团队里面主要负责的工作是养老保险的债务和可持续性、地方政府债务特别是地方投融资平台债务等方面的分析，我个人的研究兴趣包括之前做的研究跟房地产关系比较密切，今天跟大家分享一下有关房地产去库存和去杠杆的问题的一点看法。

去库存是中央提出的供给侧改革的一个重要方面，而房地产去库存则是去库存工作中最重要的一个问题。但是，在过去的讨论中，有很多的判断实际缺乏足够数据和足够资料支撑，这使得过去讨论的时候存在偏差，不能正确理解房地产去库存与去杠杆的问题。这里我主要与大家分享一下这方面的数据和图表，让数据自己说话。第一张图是全国商品房年末待售面积除以当年销售面积，这是衡量库存情况的一个指标，这四条线分别代表商品房、住宅、办公楼、商业营业用房，大家一般比较关心的是住房，对商业营业用房和办公楼关心的没那么多。红色的线是住宅的待售面积和销售面积之比的情况，其中 1999 年是我们库存水平最高的年份，1999 年到 2007 年库存水平不断下降，实际上对应了这段时期房地产市场逐渐繁荣的情况，2008 年到 2010 年房地产库存比较稳定，没有大幅度攀升，房地产库存攀升是从 2011 年开始到 2015 年。虽然 2015 年库存水平比 2007 年高了很多，但是现在的库存水平只相当于 2001 年的水平，这么高的库存水平以前不是没见过。因此，这就

引出一个问题，现在的库存水平确实比 2007 年高，但这就意味着我们的库存太高了吗？会不会不是现在我们的库存水平太高，而是在 2007 年的时候我们的库存水平太低了？

为了回答这一问题，除了国家内部时序上的纵向比较，我们再看一下其他国家的情况。这是美国 1963 年到 2015 年新建住房年末待售套数与当年销售套数之比，虚线是 Case-Shiller 房价指数，我们用 CPI 把它调整成实际增速，可以看到库存和房价增速是明显的负相关关系，待售套数除以销售套数与 Case-Shiller 实际房价增速的相关系数为-0.69，实际上我们用中国省级的数据做库存和房价的回归，这种负相关也是特别明显的。我们看美国的房地产库存情况，从 1963 年到 2015 年 50 多年时间里，美国新建住房待售套数除以销售套数的均值是 0.50，法国 1985 年到 2015 年均值是 0.83，西班牙 2004 年到 2015 年均值是 1.07，香港从 2000 年到 2015 年均值是 0.69，那么中国是多少呢？中国从 1999 年到 2015 年均值是 0.27，小于上面列出的所有国家和地区。不光均值小，中国的最大值是 1999 年的 0.56，小于上面所有国家和地区，最小值是 2007 年的 0.10，同样小于上面所有国家和地区，2015 年待售面积除以销售面积是 0.4，还是小于上面所有国家或地区。当然，我们查询相关数据的时候，只找到很少的国家会公布待售套数或待售面积，因此国家或地区数量有限。但只通过这几个国家和地区的比较就可以得出比较清晰的结论，那就是，虽然我们的库存比过去高了不少，但是横向比较来看，中国的房地产库存没有想象中的那么夸张。这是比较重要的一点。

库存是相对短期的东西，除了库存的情况，要看长期的房地产市场的发展是不是有足够的潜力和比较大的空间，国家人均住房间数这个指标相对来讲更重要一些。很多学者用人均住房面积的指标，我个人对这个指标不是特别的满意，因为这个指标特别受国家国土资源丰富程度的影响。因为如果一个国家国土资源特别丰富，房子会很大，人均住房面积也会大，比如日本和中国人均住房面积差不多，人均住房间数却差很多。下面这张表给出了部分 OECD 国家和中国的人均住房间数的情况，可以看到，OECD 国家人均住房间数的平均值是 1.8，其中加拿大是 2.5，是 OECD 国家中最高的，美国是 2.4，日本是 1.9，那么中国

在 2010 年的时候第六次人口普查，统计得到的全国人均住房间数是 1，城镇是 0.88，我们仍然远远低于发达国家的水平，这一定程度上说明我国住房市场相对于发达国家还是有很大发展空间的。

通过以上数据和图表的分析，我们可以得到这么几点结论：第一，我们房地产库存确实比过去高了，但这可能是因为我们过去的房地产市场太火爆导致库存太低，而不是现在太高，横向比较来看，我们的房地产市场库存可能实际并不高。第二，我们的人均住房间数特别是城镇人口住房间数和发达国家仍然有很大的差距，广大居民的住房需求仍然没有得到满足，房地产市场仍然是有比较大的发展空间的。那么，这跟去杠杆有什么关系呢？如同前面张晓晶老师说的一样，去杠杆并不意味着所有部门都要去杠杆，也不意味着整体都要去杠杆，不同部门之间有区别，政府可能是一个要加杠杆的部门，居民可能也是一个可以加杠杆的部门。我们知道，居民的杠杆主要集中在房贷上，非住宅消费信贷、信用卡贷款等占的比例其实很小。房地产库存实际并没有想象中那么严重，广大居民的住房需求仍然没有得到满足，这意味着房地产市场仍有很大的发展空间，居民部门有一定加杠杆的空间。

以上就是我要与大家分享的内容，谢谢大家。

主持人/杨燕青：

非常感谢刘学良博士，他做了非常好的数据解析，得出了一些非常重要的结论。我的理解，从实体经济的角度，房地产还是有发展空间的，从人均的角度，包括待售和销售的比例来看，我们并不比发达国家显得过热。我提供两个思维方式，第一个关于人口，中国的人口会马上到了一个高峰然后马上跌下来，除了日本之外，其他国家的老龄化趋势比中国要好很多，日本虽然老龄化严重但已经进入稳定时期，我们是即将到一个断崖式的时期，未来的人口对房地产会有怎样的影响？这要全面考虑。第二个角度，金融化的概念，从实体化的角度，我们现在确实很多人没房子住，这个潜在的需求是在的，但是房地产目前拖曳了很多金融资源，大量的影子银行以房地产作为标的，衍生出无数的金融

产品，这些金融产品导致融资成本非常高，大家对房地产的需求又是真实的，这是很纠结的状态，但是值得好好做研究的。他做了非常好的研究，非常感谢。