

# 房地产去库存政策应该逐步退出

尹中立

国家金融与发展实验室资本市场与公司金融研究中心 高级研究员

近日，有关棚户区改造货币化安置政策调整的消息受到高度关注，受其影响，房地产类股票价格出现较大跌幅，一些三四线城市楼盘分布较多的地产商的股价 2 天的累计跌幅超过 10%。笔者认为，棚改货币化的政策目的早已经完成，该政策应该逐步退出。

棚户区改造货币化的初衷是房地产去库存。2014 年前后房地产市场持续低迷，棚改的实物安置改为货币化安置可以起到刺激市场需求的作用。从 2015 年后的房地产市场表现看，无论是成交量还是成交价格，都呈现上涨的趋势，房地产的强势为宏观经济的稳定起到了重要的作用。

但房地产市场的特点决定了房地产去库存政策只能是短期的权宜之计，不宜长期使用。从当前的形势看，部分城市的房价涨幅过大，房地产去库存政策的负面影响开始显现，包括棚改货币化在内的房地产去库存政策应该逐步退出。

对于房地产市场而言，它既有一般消费品的特点，还有资本投资品的特点。资本投资品市场的特点是不存在一般均衡，市场没有均衡点，当然也不存均衡价格。“追涨杀跌”是投资市场的波动特征，当

资产价格上涨或下跌的趋势一旦形成，就会自我强化，直到有外力干预形成新的趋势。

在整体金融紧缩的背景下，唯有楼市一枝独秀，进一步强化了楼市是“最好的投资渠道”的理念，不仅助长了居民盲目加杠杆的冲动，也刺激了房地产开发商在三四线城市盲目扩张，给宏观经济的稳定及金融稳定带来风险隐患。

棚户区改造项目的货币化安置大大提高了居民的住房购买能力，提高了普通居民的居住水平，但其中蕴含的金融风险是不可忽视的。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。正因为如此，居民的按揭贷款快速增加，在 2016 年的有些月度，新增加的贷款中按揭贷款占据了 80%以上，2017 年度新增贷款中居民贷款占 53%，超过了企业贷款。

在人均可支配收入增速逐年下滑背景下，居民金融杠杆的快速上升透支了未来的需求。三四线城市的居民收入水平低，用去库存的手段刺激购房，金融风险已经隐现。根据去库存政策，三四线城市的首付比例只有 20%，有些城市还有一次性财政补贴，如果剔除财政补贴，首付比例不到 20%。在这些城市的购房者中有不少是农村居民和工矿企业的职工，他们的收入水平较低且不稳定，贷款的偿还能力存在一定不确定性。

随着房价的上涨，开发商购置土地的积极性增加，新增土地储备

面积大于商品房销售面积，库存不仅没有减少，反而增加。统计数据显示，2017 年商品房销售总量是 16.9 亿平方米，而全国土地共成交 17.3 亿平方米，可见，新增加的土地面积大于销售的面积，库存是增加。

从地方财政的角度看，当前的由棚改货币化安置带来的压力必然转嫁给未来的土地市场，在财政的压力下土地出让必然会增加，因此，房地产去库存在短期内可能是有效的，但中长期的结果可能与政策初衷是背道而驰的。

不仅库存增加，更要关注高价土地存在的风险。2017 年高总价、高溢价土地成交 429 宗，成交金额为 12331 亿元。从高价土地各线城市分布来看，一线城市成交高价地 74 宗，总成交金额 3159 亿元，较 2016 年增长 48.7%；二线城市成交 234 宗，较 2016 年大幅减少 61 宗；三四线城市成交高价地 121 宗，较 2016 年增加 79 宗，成交面积 2971 万平方米，较 2016 年增长 219.1%。

尤其是三四线城市的高价土地最值得关注。在因城施策的政策下，2017 年房地产去库存的政策重点是三四线城市，不少三四线城市的房价出现大幅度上涨，受此影响，刺激了这些城市的土地市场繁荣，2017 年三四线城市的土地出让面积增加了两倍多。这有可能导致土地资源的错配，因为人口是向中型和大城市流动的，三四线城市的人口是流出的，土地的大量增加不利于房地产市场的健康发展。

因此，笔者认为，对于房价涨幅居前的三四线城市，应该停止土

地拆迁的货币化补偿政策，减少或停止棚户区改造的货币化安置。对于住房市场平稳的城市，可以采取逐步退出房地产去库存政策的方式。