

论文 NO. 2017 年 12

发表时间：2017 年 12 月 01 日

中国金融运行三季度报告(2017)

——基于“NIFD 金融指数”的分析

李扬

摘要： 当前，中国的金融运行进入重大转折时期。转折时期最突出的现象就是：我国经济金融经过上一轮扩张期后，正进入下行清算期，金融风险点多面广、结构失衡问题突出、各类风险隐患较多、脆弱性明显增大等，成为当前及今后一段时期我国金融业运行的新常态。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

当前，中国的金融运行进入重大转折时期。转折时期最突出的现象就是：我国经济金融经过上一轮扩张期后，正进入下行清算期，金融风险点多面广、结构失衡问题突出、各类风险隐患较多、脆弱性明显增大等，成为当前及今后一段时期我国金融业运行的新常态。因此，定期对经济金融形势进行全方位检讨，加强对金融机构、金融市场和金融活动的全流程、全链条、动态监测预警，及时有效识别重大风险隐患，健全风险监测预警和早期干预机制，就十分必要。

鉴于此，国家金融与发展实验室（NIFD）组织所属各研究中心，编制了“NIFD 金融指数”系列，旨在刻画我国经济金融运行动态，测度金融安全的基本状况，以便识别风险，促进经济平稳运行。目前，“NIFD 金融指数”项目的第一期已经顺利完成，整个指数体系含有：全球经济金融运行指数、中国金融外部压力指数、中国经济运行指数、中国经济金融杠杆率、中国信用总量、房地产市场指数，以及债券市场和银行运行分析等。本项目的第二期计划，将逐步完善上述指数和分析框架，同时，将逐步把对支付清算、消费升级、社会投资等领域的分析纳入“NIFD 金融指数”体系。

1. 全球金融风险及中国金融外部压力

我们用全球宏观风险、市场及流动性风险、信用风险和新兴经济体风险四个指数来刻画全球金融风险。同时，我们编制了“中国金融条件指数”，综合反映中国的总体金融状况。我们通过进一步分析中国与主要发达经济体金融状况的相对变化、外汇市场和资本流动等情

况，合成了“中国金融体系的外部压力指数”。以上指标取值越大表明风险压力越大，反之则反是。

集合主要发达经济体宏观经济特征的 15 类指标，我们合成发达经济体“宏观经济风险指数”。数据表明，随着美国、欧元区和日本等发达国家宏观经济持续走稳，全球宏观经济风险已显著降低。2017 年第三季度的宏观风险指标值为-0.7，相比于前季度的-0.56 进一步下降，主要发达经济体的宏观经济持续走强。目前，宏观经济风险指标大约为危机前最好状态时（2006 年二季度）的 49.3%。

集合发达经济体金融市场流动性特征的 17 类指标，我们合成市场风险与流动性风险指标。自 2016 年初以来，全球主要金融市场的市场及流动性风险持续降低，到 2017 年三季度，市场及流动性指标取值为-1，相比二季度的-0.85 进一步宽松。目前市场的流动性状况已接近 15 年来最宽松水平（2014 年二季度），宽松状况大约为当时的 90%。

集合主要发达经济体信用风险特征的 13 类指标，我们合成信用风险指数。2016 年开始，宏观经济重新趋稳和市场流动性充裕的状况使得主要发达经济体信用风险再次得以持续缓释。2017 年三季度信用风险指数为-0.66，相比二季度的-0.57 略有下降，且这一水平已超过 2014 年二季度的-0.4，为危机以来的最好状况，相当于危机前最宽松时的 41%。

集合新兴经济体总体风险特征的 9 类指标，我们合成“新兴经济体风险指数”。从 2011 年下半年开始，在经济增速下滑、政府赤字

占比增加、短期国际外债占比加大、外汇储备下降等因素的共同作用下，新兴经济体的综合风险再次加大，并且这一趋势到目前尚未出现扭转的迹象。2017 年三季度，新兴经济体风险指数为 1.85，相当于近 15 年来压力最大时 2009 年一季度的 81.57%。

利用利率、汇率、股票和社会融资等四大类 13 类指标，我们合成“中国金融条件指数”。该指数于 2016 年 11 月再次持续趋紧。2017 年三季度，紧张趋势稍有缓解，但中国金融条件指数目前仍处于相对紧张的区域。从月度数据分析，2016 年四季度以来的持续紧张，主要来自于 3 个月拆借减隔夜利差的提升、收益率水平提高、M2 同比增速与信用总量同比增速放缓的影响。通过提升金融套利成本抑制金融空转，同时控制信贷增速降低整体经济杠杆水平，这些变化会对原有的金融结构形成短暂的冲击，从而提高整体金融体系的压力。

中国金融外部压力于 2017 年初开始有所缓解，但目前仍处于压力区间。从 2017 年 2 月份开始，人民币贬值压力迅速减轻，这对今年以来的中国外部金融压力的缓解有很大贡献。汇率预期、资本流动和外汇储备状况的反转，使得 2017 年三季度的外部金融压力指数达到 1.05，低于二季度的 1.14。2002 年以来，中国外部金融压力最大的时期是 2016 年的一季度，2017 年三季度的压力指数为当时的 52.9%。

关于全球经济金融形势，我们必须认真对待经济增长再次下滑问题。正如 IMF《世界经济展望》（2017 年 10 月）所指出的，“尽管短期风险大体平衡，但中期下行风险仍然明显……提高潜在产出，同

时确保其好处得到广泛分享，并增强抵御下行风险的能力，是全球一体化经济面临的共同挑战。”

我们有关发达经济体风险指数显示，近两年，必须高度关注美国企业盈利可持续性和金融市场流动性的变化，因为，这种变化很可能发生，且一旦发生，势将终止美国股市长达 8 年多的牛市，因为持续的股市上涨或多或少包含了美国货币金融环境长期宽松带来的流动性溢价。若美国股市出现动荡，将进一步引发金融市场和实体经济的再次动荡。11 月 22 日公布的美联储 FOMC 会议纪要也显示，一些联储委员表达了对潜在“金融失衡”威胁上升的担忧，认为，一次资产价格的“剧烈回撤”，可能对经济产生负面影响。

（作者：胡志浩，国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心主任；李晓花，国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心研究员）

2. 中国经济运行：短期稳中向好，下行压力犹存

2017 年第三季度，我国经济继续保持稳中向好态势。工业生产基本平稳，新动能继续积聚；固定资产投资、基建投资、房地产投资、民间投资增速比二季度略有回落。

“NIFD 经济运行一致指数”显示，2017 年 9 月的数值有所回落，其中，钢材、汽车产量底部略有回升，固定资产投资、房地产销售面积、房地产在建面积、水泥持续回落；玻璃、电力、工业产成品存货、铁路货运量、原油加工量见顶回落，政府支出、铁路旅客流通量等均

有所回落。“NIFD 经济运行先行指数”也出现回落。虽然土地购置面积同比增速仍处于高位，但消费信心指数、产品销售比率、新项目计划投资额、计划投资项目数量出现冲高回落；房地产在建面积持续回落；贷款增速平稳下行。这些变化意味着，中国未来经济增长的下行压力依然较大。

但是，随着中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，我国经济的韧性已经趋稳，供给侧改革的不断深入，势必将进一步强化中国经济的韧性。

预计，全年经济增长完成年初预定目标料无问题，全年经济增速可达 6.8%。预计，2018 年我国经济增长率略降至 6.6%左右。

（作者：汪红驹，国家金融与发展实验室高级研究员、中国社科院财经战略研究院研究员）

3. 中国杠杆率：前三季度趋稳，结构有所改善

2017 年初，国家金融与发展实验室（以下称“实验室”）在连续公布我国国家资产负债表年报的基础上，开始公布我国杠杆率的季度数据并深入展开分析。

今年 7 月 15 日，我国召开了五年一度的全国金融工作会议，标志着中国经济金融运行进入新阶段。

前三季度，我国杠杆率出现两大变化：宏观上，实体经济总杠杆率趋稳，杠杆率由一季度的 237.5%提升到第二季度的 238.2%和三季度

的 239.0%，3 个季度累计微升 1.5 个百分点；结构上，由于杠杆发生了由企业向政府和居民的转移，我国杠杆率的总体风险有所降低。

三大实体部门的杠杆率均有所变化。居民杠杆率由 46.1% 上升到二季度的 47.4% 和第三季度的 48.6%，累计上升了 2.5 个百分点，消费信贷快速增长是驱动居民杠杆率上升的主要因素。这里需要警惕短期消费信贷蜕变为变相房贷所产生的风险。当前不少消费信贷是通过授信、向用户提供现金贷款的形式投放的，特别是互联网金融平台提供的无担保、无抵押的信用贷款，更放大了未来可能的违约概率。企业杠杆率从 157.7% 下降到二季度的 156.3% 和第三季度的 154.8%，累计下降了 2.9 个百分点，但其中国企去杠杆收效甚微。政府总杠杆率从一季度的 37.7% 上升到二季度的 37.8% 和第三季度的 38.1%，累计微升 0.4 个百分点，总体风险依然较低。其中，地方政府杠杆率持平，止住了飙升势头。需要指出的是，政府投资引导基金、专项建设基金、政府委托代建购买服务协议、PPP 项目等，取代传统的融资平台模式，成为地方融资的“新宠”，其蕴含的风险值得关注。

如果把去杠杆过程分为“增速趋缓”、“水平稳定”和“水平下降”三个阶段，我国的去杠杆正处于由第一阶段向第二阶段转换过程中。在这个阶段，尽管杠杆率水平相对稳定，但杠杆率结构改善，进而带来风险减缓。其原因在于：不同部门、不同主体的负债能力与运营效率不同，从而其承担风险的能力也大相径庭。比如，政府部门信用高、掌控的资源多、负债能力强，如果杠杆率由居民或企业向政府转移，国民经济总体风险便趋减弱。做国际比较，我国居民杠杆率较

低，从而，居民适度加杠杆也能降低总体杠杆率风险。同样，在企业部门，若能做到低效率企业去杠杆、高效率企业加杠杆，则亦能保证在总杠杆率相对稳定的情况下，杠杆风险降低。所以，我们强调，讨论中国债务/杠杆风险，不仅应关注债务/杠杆的总水平，更应当分析其部门结构及变化，否则可能失之偏颇。

我国客观存在杠杆率上升的潜在动力，要根除之，必须彻底改变传统的信贷驱动增长模式。这需从两方面入手：实体经济层面要彻底转变发展方式，实现由投资主导转向消费主导；金融层面须彻底转变间接融资为主的格局。只要增长以投资为主，在金融结构不发生变化的条件下，信贷驱动就属必然，从而带来杠杆率的不断攀升；倘若转变到消费主导的增长模式，则增长的关键将转变为收入分配而不是信贷增长。本世纪初，美国收入差距扩大、收入支撑消费乏力，手足无措之下，只好通过“次贷”来刺激房地产市场。尽管这样一来，穷人靠贷款也能买得起住房，收入分配恶化的局面，因“资产型储蓄机制”的启动，也得到缓解，房地产市场繁荣，并带动了整体经济增长。但由于资产泡沫迅速膨胀、杠杆率急剧攀升，终于引发百年不遇的危机。美国的教训告诉我们，只有切实改善收入分配并辅以金融结构改革，才能真正实现经济增长由投资驱动逐步转换为消费驱动，也才能从根本上改变信贷驱动的增长模式，抑制杠杆率上升，真正降低金融风险。

美国次贷危机殷鉴不远，我们切不可重蹈覆辙。

（作者：李扬，国家金融与发展实验室理事长；张晓晶，国家金融与发展实验室副主任、国家资产负债表研究中心主任；常欣，国家资产负债表研究中心副主任；刘磊，国家资产负债表研究中心研究员）

4. 中国信用总量：增长率略降

一段时间以来，非银行金融部门在全社会信用创造和金融资源配置活动中的地位迅速上升，银行业的传统存贷业务则相对萎缩，这导致广义货币量与社会融资总额均已不能完全反映我国宏观金融状况。为弥补这一缺陷，国家金融与发展实验室财富管理研究中心于 2013 年构造了一个新的宏观金融指标——“信用总量”，对金融部门为包括政府、企业、居民在内的非金融部门提供的债务融资进行了统计。

与 M2 立足于“负债侧”不同，信用总量立足于“资产侧”来反映宏观金融运行的规模及结构。相比于社会融资总量，信用总量则包含了被概括在“影子银行”范畴内的信用创造。因此，信用总量能更切近地反映非金融实体经济部门实际获得的信用供给。

截至 2017 年三季度末，我国非金融部门信用总量达 203.00 万亿元，同比增长 13.6%。同期，M2 和经调整的社会融资规模存量（在社会融资规模存量的基础上加上政府债券存量规模再扣除股权融资规模）分别为 165.57 万亿元和 191.63 万亿元，同比增速分别为 9.2% 和 14.4%。2017 年前三季度，企业融资最主要的增长点在于信托计划和委托贷款，这两部分不派生 M2，但是会统计在信用总量中，因此，2017 年第三季度的信用总量同比增速虽受监管趋严、债券市场持续低迷的影响有所放缓，但仍高于 M2 的增速。信用总量同比增速低于调

整后的社会融资规模增速，主要原因是在金融去杠杆的情况下，券商资管计划和基金子公司专户的非标债权投资同比增速大幅下降，甚至出现同比负增长，这两部分的存量规模统计在信用总量中，但并未统计在社会融资存量规模中。

第三季度，信用总量的结构变化主要表现为：

第一，银行贷款同比增速在经历 4 个季度的持续下降后于二季度首次出现上升，三季度银行贷款同比增速与二季度持平，为 12.9%，其中，企业部门中长期贷款与居民部门短期贷款同比增速显著上升。根据人民银行的统计，2017 年前 3 个季度，新增人民币贷款为 11.2 万亿元，同比多增 9980 亿元，投放量已达去年全年投放量的 89%。进入四季度，信贷额度偏紧，贷款继续大幅度增加的可能性不大。

第二，企业债券融资回暖，城投债规模上升最为显著。截至 2017 年三季度末，非金融债存量为 46.60 万亿元，虽然同比增速依然下降，但环比增加 2.61 万亿元，环比多增 8647 亿元。其中，政府债券余额环比多增 1350 亿元，非金融企业债余额出现今年以来首个季度环比正增长，环比多增 7297 亿元，其中 4751 亿元为城投债。但是，国庆节后债券市场一路走低，市场情绪仍然脆弱，四季度信用债发行很难保持回升态势。

第三，非银行金融机构非标投资增速总体趋缓，信托成企业最主要表外融资渠道。由于 MPA 考核的内容并不涉及信托融资，且受到证监会对基金子公司通道业务严格监管、银监会规定银行理财投资于非标资产出口只能走信托通道等的影响，通道业务纷纷回流至信托行业。

前三季度投向实体部门的信托资金新增规模占新增信用总量的 11%，而去年同期这一比值仅为 3%。四季度，银行贷款额度偏紧，债券市场仍不稳定，企业通过信托融资的意愿预计会进一步加强。信托资金来源方面，应防止银行理财资金通过事务管理类信托作为通道违规放贷。信托资金流向方面，应关注投向房地产行业信托资金的快速增长。

（作者：殷剑峰，国家金融与发展实验室副主任；范丽君，国家金融与发展实验室副秘书长）

5. 银行业：信用风险企稳，去杠杆稳步推进

2017 年以来，银行业运行情况稳中向好，多数指标好于 2016 年。

一是信用风险继续企稳。截至 9 月末，商业银行不良贷款率为 1.74%，连续 3 个季度保持稳定。与此同时，关注类贷款率有所下降，意味着潜在的不良资产生成有所减少。2012 年以来不良持续“双升”的势头，有望出现拐点。资产质量趋稳也带动了银行风险抵补能力的回升。2017 年 9 月末，商业银行整体拨备覆盖率为 177.2%，高于上年同期水平。

二是规模增长继续放缓，结构优化明显。从资产端看，截至 2017 年 9 月末，银行业机构总资产达到 240.2 万亿元，同比增长 10.6%，较 2016 年末大幅下降 5.8 个百分点。部分股份制银行和城商行出现资产负债的“双缩”。分资产类型看，贷款占资产比重上升，2017 年前 9 个月新增贷款 11.5 万亿元，占新增资产的比例较去年同期大幅提高 37.8 个百分点。

三是净息差逐步企稳。2017 年一季度，受营改增和同业负债成本上升冲击影响，银行净息差进一步收窄到了 2.03%。进入二季度后，净息差持续小幅上升，6 月末和 9 月末分别为 2.05%和 2.07%。比较而言，国有大行由于具有资金来源上的优势，净息差表现领先于股份制银行和城商行。

四是净利润增速有所回升。截至 2017 年 9 月末，商业银行当年累计实现净利润 1.42 万亿元，同比增长 7.92%。在主营业务收入负增长和拨备前利润增速下降的情况下，实现净利润增速的上升，主要得益于资产质量企稳导致的拨备成本下降。

2017 年中国实体经济企稳，银行业的经营环境较 2016 年有明显改善，有效信贷需求稳步回升，信用风险也有显著改善。不过，“防风险、去杠杆”背景之下的强监管政策，在短期内也给银行业带来了一些挑战。

根据监管部门公布的数据，今年以来，同业资产和同业负债规模大幅缩减。截至 9 月末，同业资产、同业负债分别较年初减少 2.6 万亿元和 2 万亿元。其中，股份制银行同业资产与年初相比降幅达 45%。理财产品余额同比增速降至 4%，较去年同期下降 30 个百分点，已连续 8 个月下降，其中同业理财今年以来累计减少 2.6 万亿元。中小银行下降尤为明显，城商行和农商行理财余额的同比增速，同比分别下降了 40 和 90 个百分点。

总体上看，金融去杠杆政策已经取得明显进展，5月、6月份之后广义货币（M2）增速明显回落，10月份更是创下了8.8%的新低，表明金融空转引发的货币创造受到了明显抑制。

对银行业而言，金融去杠杆的负面影响集中在短期，主要体现在流动性风险和市场风险上升。在央行强化流动性管理的背景下，以及市场预期的逐步好转，相关风险均在可控范围之内。随着资产、负债结构的逐步调整到位，无风险利率上升的环境下，银行业的净息差还有上升的可能，这会有助于盈利能力的提升。当然，不同银行的分化可能会比较明显。原则上，资金来源稳定的银行，业绩表现相对更好，理财、同业业务占比较高的银行会面临一定挑战。分机构类型看，国有大型商业银行和农村金融机构受影响相对较小，股份制银行和城商行调整压力相对较大。在广义货币增速放缓、主动负债成本上升的背景下，银行间的存款竞争可能会有所升温，零售业务和渠道的价值开始凸显。

（作者：曾刚，国家金融与发展实验室银行研究中心主任）

6. 债券市场：风险仍存

2017年前三季度共发行债券304708亿元，较2016年同期281803亿元的发行量略有增加，但债券发行结构出现了明显新的变化。首先，同业存单发行量达到了空前的149114亿元，大幅增长54%有余，占债券发行额的比重近50%。同业存单作为一种新的货币市场工具，一度承担着推进中国利率市场化的重任。然而，它不需要缴纳法定存款准备金，这为金融机构通过同业存单进行监管套利创造了空间。过去

两年里，同业存单大幅扩张，也被认为是一些金融机构加杠杆的重要手段，加剧了“空转套利”。其次，非金融企业债券发行规模大幅减少。2017年前三季度非金融企业债券51157亿元，较2016年同期大幅减少超25%。过去几年里，政府一直鼓励发展非金融企业债券市场，扩大直接融资比重、扩大债券发行规模。在这一政策导向下，非金融企业债券发行量不断上升，债券发行品种不断多样化，不仅拓宽了企业的融资渠道，也改变了中国债券市场结构，使中国成为了全球第二大非金融企业债券市场。在供给侧改革和监管强化的背景下，大宗商品价格上涨，债券利率随之攀升，债券融资成本随之而上升。在实体经济资本回报率没有明显回升的情况下，市场利率上升使得非金融企业的债券融资成本大幅上升，是非金融企业债券发行额大幅下降的重要原因之一。最后，地方政府债券发行量有所下降，但余额却增长很快。到2017年9月末，地方政府债券余额达到了139197亿元，成为存量最高的债券品种，超过政策性银行债券和国债1万亿余元。这背后的金融风险是值得高度关注的。

2017年债券市场二级市场波动比较大。众所周知，在2016年由于大宗商品价格上涨带动PPI上行，加之人民币持续贬值，2016年11月前后两个月的时间里，债券价格大幅下跌，乃至出现了债券二级市场的交易对手违约。受惠于政府多方协调，债券市场情绪有所缓和，收益率逐渐下行。但进入2017年之后，央行一度阶段性缩表，债券市场的宏观流动性有所紧缩。与此同时，银监会出台了一系列政策举措。所有这些，都是为了让金融回归实体经济，降低金融部门的杠杆水平，达到长期金融稳定的目标。然而，这一度让债券价格大幅下跌，

收益率大幅攀升，债券市场被广泛关注的 1 年期和 10 年期国债收益率曾上升至 4%左右的水平。

2017 年债券收益率明显上升的同时，债券市场利率结构也出现了较大的变化。在利率期限结构上，长短期之间的利差大幅缩小，1 年期国债收益率一度超过了 10 年期国债收益率，导致收益率出现了短暂倒挂。

央行缩表与强监管的目的在于降杠杆和防控金融风险，本来是对稳健中性货币政策严肃态度的表达。但这对过去数年间激进的资产管理带来了相应的冲击，也会改变中国债券市场的流动性状况。我们强调，货币政策需要关注金融市场，维护金融稳定，但货币政策也不应被金融市场的波动所裹挟。这其中，需要改善的是货币政策的操作策略。鉴于中国依然奇高的法定存款准备金比率所造成的严重扭曲，因此，缩表仍是中国央行未来的重要方向。要避免因央行缩表而造成市场流动性紧张甚至恶化，乃至引起金融市场新一轮的流动性螺旋甚至再现“钱荒”，避免缩表加剧经济短期企稳回升的脆弱性。因此，接下来央行应该采取的缩表策略，应当是在控制对金融机构债权规模的前提下，视外汇占款的变化而谨慎有序地调整法定存款准备金比率。这既可以达到缩表和控制金融机构在债券市场中加杠杆的目的，也可以减少货币政策操作中对商业银行资产和负债两端的扭曲效应。同时，货币管理部门应当与监管部门加强沟通、协调和配合。一些监管措施的出台可能会在短期内造成市场的剧烈波动，一旦此时采取收缩流动性的货币政策，则会恶化市场环境，加剧市场下跌，造成不必要的恐

慌情绪。因此，我们认为，在监管层强力去杠杆之时，货币管理部门应当加强与市场的有效沟通，若监管措施可能造成市场负反馈的流动性螺旋时，货币政策则应当适度提供市场流动性，以便在市场稳定、而不是在市场剧烈波动中去杠杆。

（作者：彭兴韵，国家金融与发展实验室中国债券论坛秘书长）

7. 房地产市场及房地产金融：泡沫得到抑制

中央提出“房子是用来住的，不是用来炒的”这一定位后，各个城市遵循这一精神采取了多种措施，房地产泡沫得到一定程度的抑制。

根据国家统计局公布的数据，2017年前三季度70个大中城市新建商品住宅和二手房月度环比涨幅都没有超过1%。一线和二线城市调控效果明显，三线城市在因城施策和去库存的政策指导下则走出一波上涨行情。租赁市场亦呈现出分化趋势。根据中原地产的统计，北京和深圳这两座在2016年房价涨幅最大的城市，在2017年前三季度租金依然强劲增长。这说明，尽管这两座城市过去房价有透支成分，但依然有较强的基本面支撑。上海、天津的租赁价格呈下跌趋势，且天津跌幅较为明显。

“租金资本化率”可以衡量住房的相对价格水平，其含义是，一套住宅完全靠收取租金需要多少年能回收成本。这一概念与租售比类似，但更直观。一线城市中，北京的租金资本化率出现了回调的趋势；上海在上半年是下降的，但第三季度又有所回升，这主要是由于租金下降的更快造成的；深圳的租金资本化率在第三季度迅速回调，广州

这一指标则持续上升。二线城市的租金资本化率一直呈较快上升趋势。截至 2017 年 9 月，二线热点城市租金资本化率为 60.3 年，二线非热点城市为 45.3 年。三线城市的租金资本化率长期保持在 30 年左右的水平。实际上，这一数值可以看作衡量房价租金关系的中国标准，因为这一数据是经历了 6 年半时间的动态均衡的结果。然而，从 2017 年 5 月开始，三线城市的租金资本化率出现了跳涨的情况，这值得警惕。

从去库存的情况来看，我们统计的 20 个城市住宅平均去化月数为 10.1 个月，其中一线城市为 7.9 个月，二线城市为 8.0 个月，三线城市为 14.5 个月。总体而言，得益于中央去库存战略以及各地的棚改计划，三线城市的库存问题有了很大改善，但应警惕市场上将三线城市重新看作投资热点的情绪，毕竟发展大城市依然是绝大多数国家城市化的经验。

没有一次房地产泡沫的形成离得开银行信贷支撑。上世纪日本房地产泡沫破灭前 5 年，日本银行业投向房地产和个人抵押贷款占比达到 25%，而同期制造业占比仅为 18%。次贷危机爆发前，美国不动产抵押贷款在银行信贷总余额的比例高达 42%。

2015 年下半年开始，居民购房贷款余额迅速攀升，成为房价上涨的主要推动力。所幸，2017 年第一季度开始，个人购房余额出现了绝对数的下降，2017 年第二、三季度尽管绝对值又有所上升，但同比增速大幅下降。从更为细致的月度增量情况看，2017 年前三季度居民中长期贷款月度平均增量为 4677 亿元，明显低于 2016 年。

我们估算了部分城市的“新增贷款价值比”（Loan to Value, LTV），这一指标可以反映房价下跌对银行坏账的影响。一线城市中，北京和深圳的新增贷款价值比较高；上海在 2017 年前三季度维持在 40%左右；广州则经历了一轮加杠杆的过程。二线城市尽管房价出现小幅上涨，但信贷的推动作用并不明显，我们测度的 6 个二线城市中，这一指标均值都没有超过 50%。然而，由于非金融机构的创新活动（如中介垫资或借助互联网金融获得首付贷支持），我们并不清楚甚至不能估算购房自有资金中还有多少杠杆成分。下一阶段，清理消费贷及各类互联网资金进入房地产市场依然是监管的重点。

（作者：蔡真，国家金融与发展实验室高级研究员）