



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

# NIFD季报

主编:李扬

## 中国宏观金融

殷剑峰  
张旸

2024 年 8 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

# 房市调整要多久？

## 摘 要

上半年国内经济持续恢复，制造业投资和出口成为经济增长的主要支撑，而内需不振的现象依然比较突出，物价下跌的压力十分严峻，各项金融指标正在“大失血”，核心症结在于房地产市场正经历深度调整，其对经济的拖累，就像是溺水者脚上的石块。现在的问题是，房地产市场还要调整多久？

借鉴美国、日本房地产市场危机的经验，虽然发生的背景、原因和过程存在相似之处，但是由于美联储实施货币政策和处置不良债务的速度、力度、决心比日本央行更强，所以美国经济快速复苏，而日本经济则陷入长期停滞。相较之下，我国央行实施的货币政策和对地方债务的处置还存在不足。

下阶段，中国发展将面临三大重要变局：一是二十届三中全会部署的新一轮制度变革；二是人工智能技术带来的新一轮技术变革；三是新一轮去全球化的政治极化运动。当前政策“窗口期”极为紧迫，如果明年房地产问题仍不能明显缓解，加之美国大选后可能带来的外部压力，恐怕国内经济增长将面临更为严峻的挑战。

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

- 殷剑峰  
国家金融与发展实验室  
副主任
- 张晔

### 【NIFD 季报】

全球金融市场  
人民币汇率  
国内宏观经济  
宏观杠杆率

### 中国宏观金融

中国金融监管  
中国财政运行  
地方区域财政  
房地产金融  
债券市场  
股票市场  
保险业运行  
机构投资者的资产管理

## 目 录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 一、上半年形势简评——内需萎缩与房市调整 .....             | 1  |
| 二、房地产危机——美日比较及启示 .....                 | 5  |
| 三、应对房地产危机的货币金融政策——美日比较及对中国的启示<br>..... | 12 |
| 四、迎接即将到来的重大变局 .....                    | 17 |

## 一、上半年形势简评——内需萎缩与房市调整

上半年，国内经济持续恢复，制造业投资和出口成为经济增长的主要支撑，而内需不振的现象依然比较突出。从总需求表现来看（图1），净出口对GDP的累计同比贡献率从上年末的-11%大幅反弹至14%，主要得益于全球制造业景气度回暖，海外补库存需求激增，显著带动我国制造业中间品出口；资本形成总额对GDP累计同比贡献率从上年末的29%小幅下降至26%，固定资产投资内部走势延续分化，其中，制造业投资在出口增长和“两新”政策的支撑下，同比增速从上年末的7%提高至10%，而房地产市场延续调整，房地产投资累计同比降幅从上年末的8%扩大至10%；最终消费支出对GDP累计同比贡献率从上年末的83%大幅下滑至61%，再创去年一季度以来新低，社会消费品零售总额增速也从上年末的7%大幅放缓至2%，均反映消费的低迷态势。

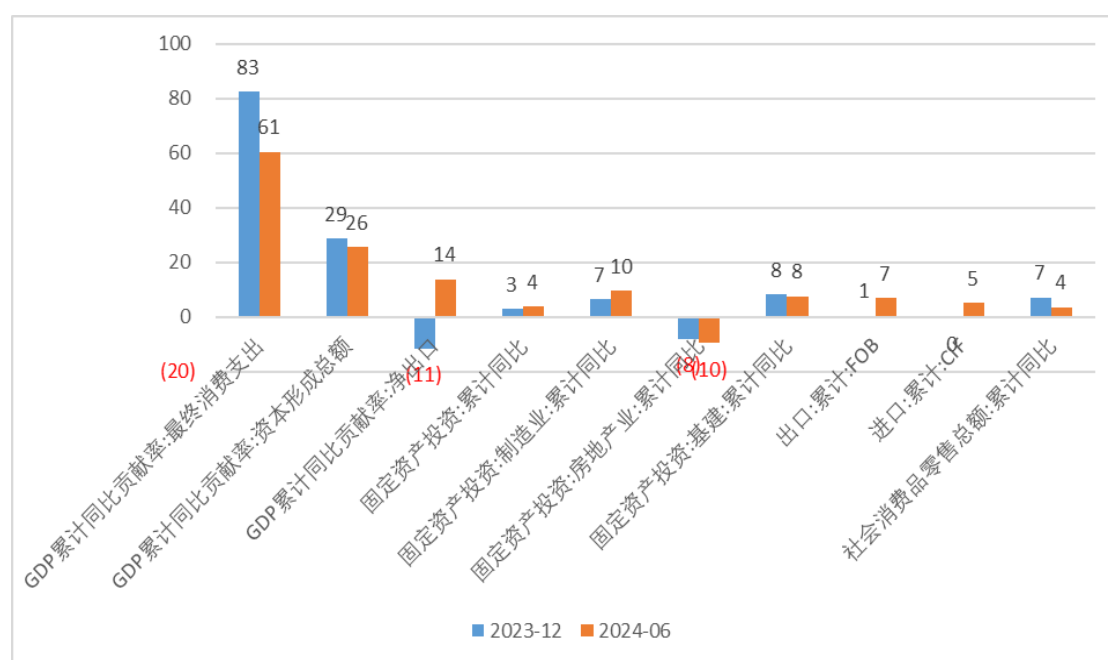


图1 总需求表现 (%)

从去年第二季度开始，国内的名义GDP增速持续慢于实际GDP增速，GDP平减指数连续五个季度呈现负值（图2）。作为衡量物价水平的重要指标，不同于CPI、PPI等通过抽样调查编制出来的价格指数，GDP平减指数以经济体中全部的商品作为计算基础，对物价反映得最为全面、广泛。因此，GDP平减指数长期为负，说明内需不足、物价下跌的压力十分严峻。分产业来看，第一、第二产业

的 GDP 平减指数分别连续五个、七个季度为负，不过环比有所改善。而第三产业的 GDP 平减指数在上个季度首次转负后，本季度降幅进一步加深，这一异常现象与当前海外第三产业普遍繁荣的景象形成了鲜明反差。究其根源，是我国房地产市场的持续调整，对第三产业乃至整体经济增长造成长期且深远的影响。

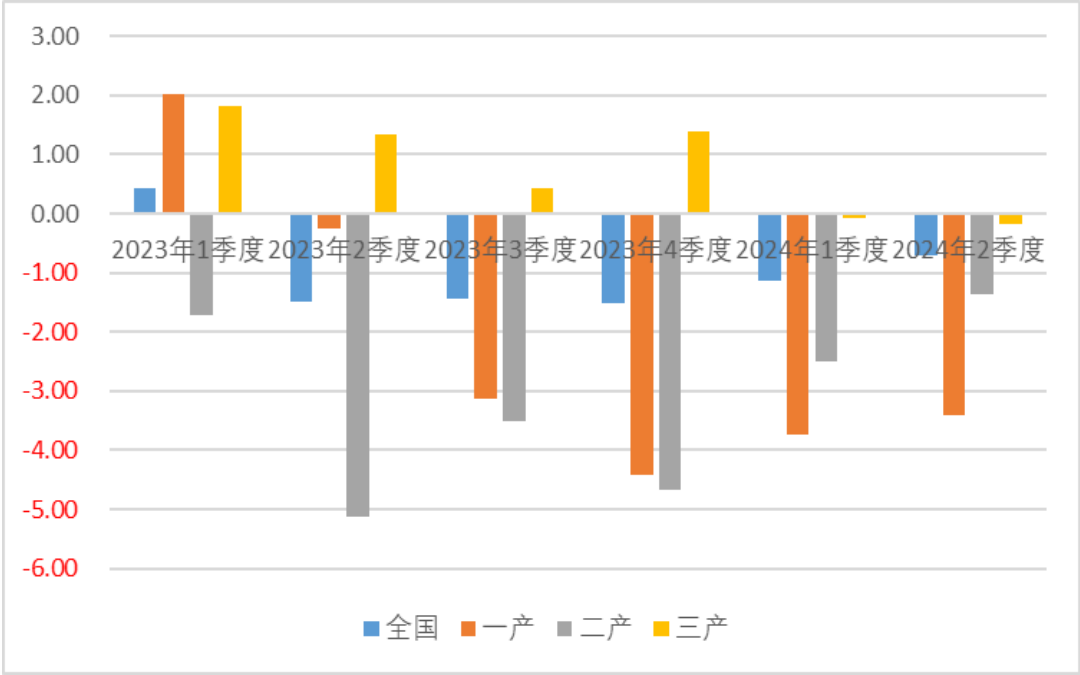


图 2 当季 GDP 平减指数（个百分点）

从狭义货币供应量 M1 来看，其主要成分是企业活期存款，是企业经营状况的晴雨表。然而，今年以来，M1 却经历断崖式下跌，第二季度同比下降 5%，创下自 1997 年该指标设立以来的最大跌幅（图 3）。面对该现象，有观点认为 M1 在挤水分，还有观点认为 M1 不再重要，这显然是掩耳盗铃。真实情况是，M1 断崖式下跌乃至负增长的背后，是全国房地产销售额以每月近-30%的速度急剧萎缩，各项金融指标正在“大失血”（图 4）——第二季度信用总量约 380 万亿元，同比增速较上季度下滑 0.36 个百分点至 8.57%，创下 2015 年该指标设立以来最低增速；从 5、6 月份单月数据来看，新增社融及其主要成分全部同比下降，其中居民新增消费贷款的降幅超过 100%，企业中长期贷款降幅超过 10%。这说明，M1 的变动并非孤立现象，而是经济在多重压力下的真实写照。



图3 1997年3月迄今的M1同比(%)

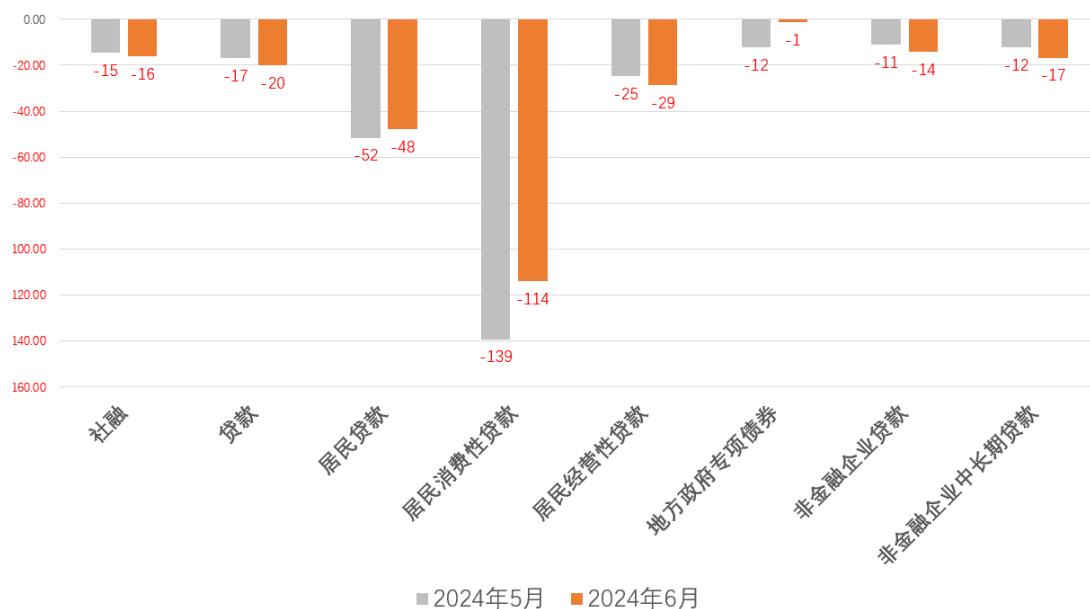


图4 5、6月份新增的社融及主要成分同比增速(%)

当前国内经济增长面临的核心问题在于房地产市场，房价与M1增速、CPI增速和居民消费意愿都是高度共周期的。首先，从房价与M1增速来看(图5)，2015年3月至2016年8月，房价上涨推动M1增速从3%飙升至25%。2021年，M1增速达到15%的高点，随后房地产“三道红线政策”施行，两指标几乎同时开始下行。其次，从房价与CPI增速来看(图6)，房价波动往往会对CPI、尤其是核心CPI产生同向的牵引效应，这是因为居住价格在CPI中的权重为20%，仅次于食品的权重29%，扣除食品和能源之后，居住价格在核心CPI中的权重跃

居首位。最后，从房价与居民消费意愿指数来看（图 7），受“三道红线政策”影响，居民消费意愿指数在 2021 年初达到高点后掉头下行，尽管期间有过短暂回升，但在今年再次呈现下行趋势。因此，当前的房地产市场之于经济，就像是溺水者脚上的石块。现在的问题是，房地产市场还要调整多久？截至目前，各线城市二手房价步入负增长的状态已持续了一至三年不等（图 8）。

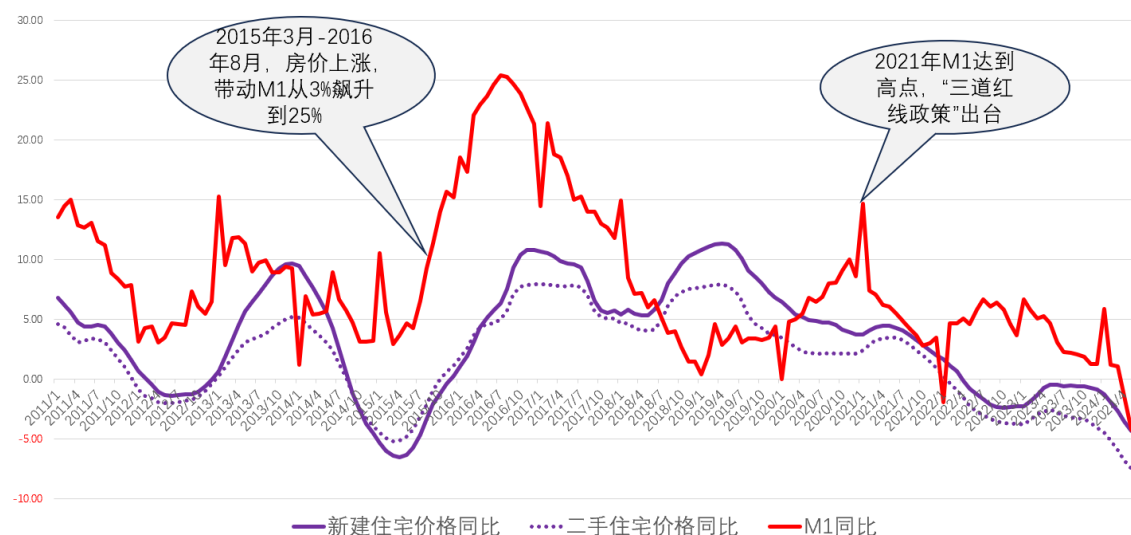


图 5 房价增速与 M1 增速 (%)

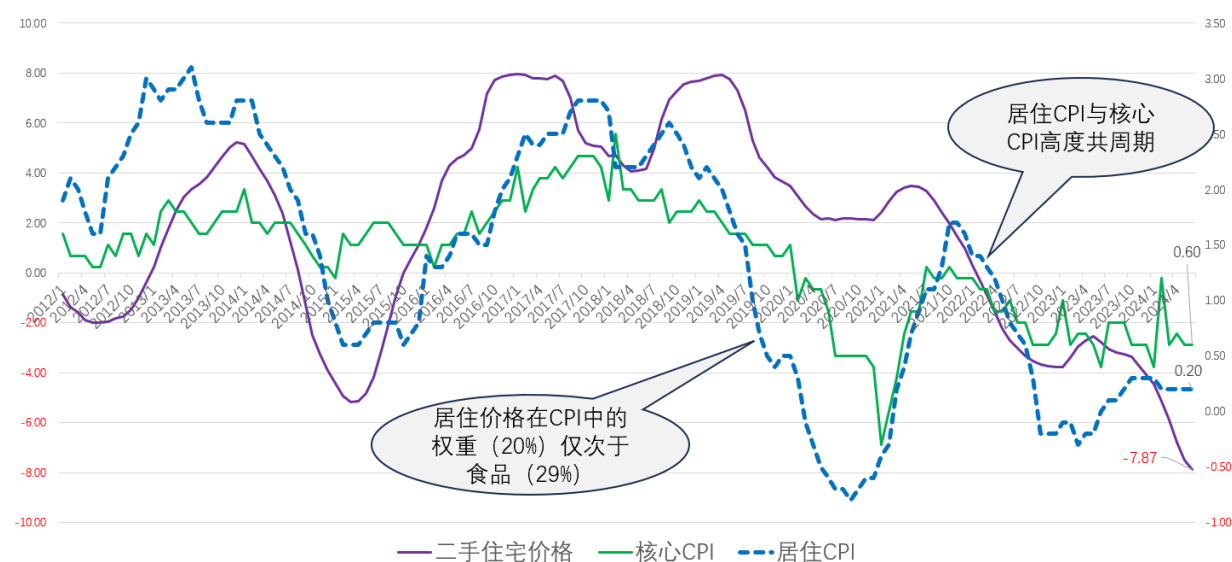


图 6 二手住宅价格同比 (%，左轴) 与 CPI 同比 (%，右轴)

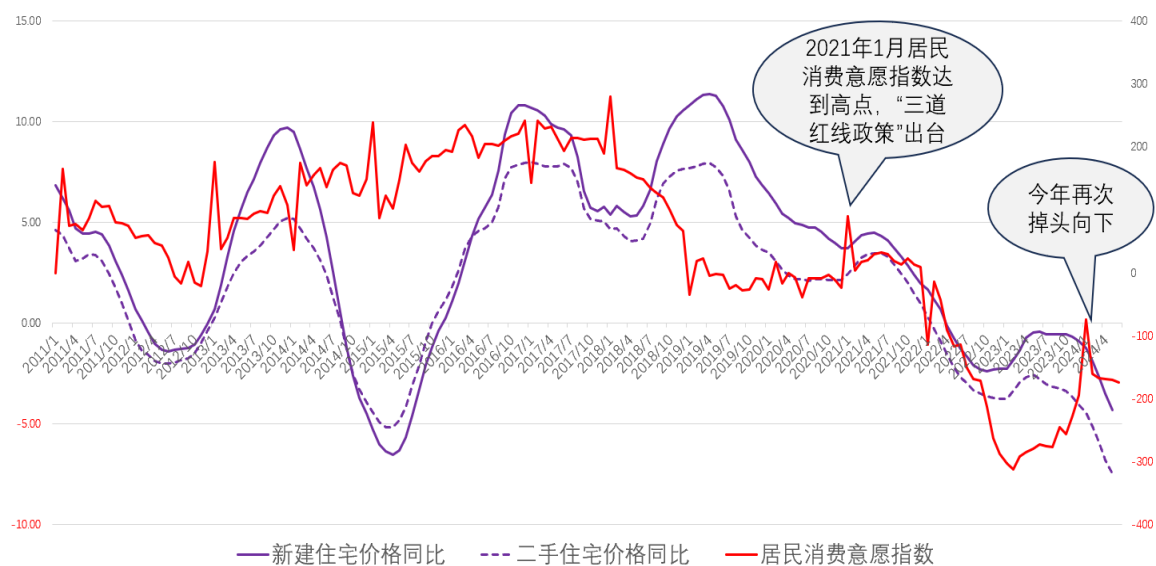


图7 房价同比（%，左轴）与居民消费意愿指数（右轴）

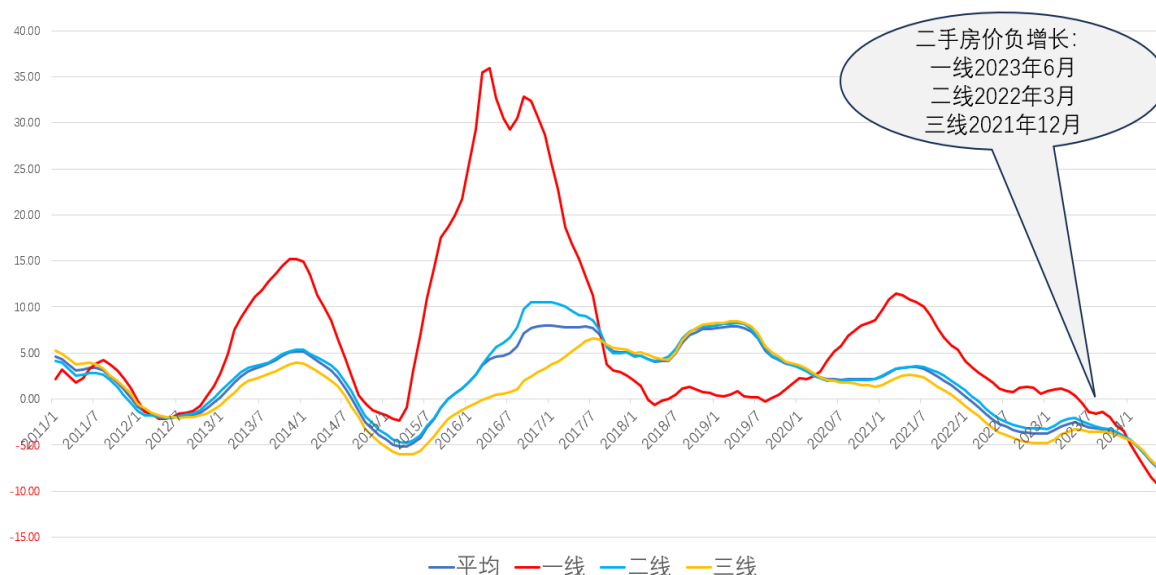


图8 各线城市二手住宅价格同比（%）

## 二、房地产危机——美日比较及启示

值得强调的是，当前国内房地产市场正处于“调整”阶段，而并非“危机”，两者的关键差异在于“危机”往往伴随着所有房价的同步下跌，而当前国内各线城市房价的下跌节奏并不一致。尽管如此，我们仍可以从二战后两大标志性房地产市场危机——1990~1991年日本房地产泡沫破裂以及2008年美国次贷危机中汲取经验与警示。

首先，美日两国房地产泡沫催生的背景，均是在经济增长乏力时期，受到货币金融的强烈刺激。日本 1990~1991 年的房地产危机，源自 1985 年“广场协议”的签订，导致日元急剧升值，对日本的制造业企业造成显著冲击。随后国际资本大量涌入日本股市与房市，催生了庞大的房地产市场泡沫(图 9)。美国 2007~2008 年的房地产危机，源于 2000 年信息技术泡沫破裂之后，中国加入 WTO 对美国制造业形成“中国冲击”，随后次贷证券化的快速发展与相对宽松的金融监管环境共同加剧了房地产泡沫膨胀。

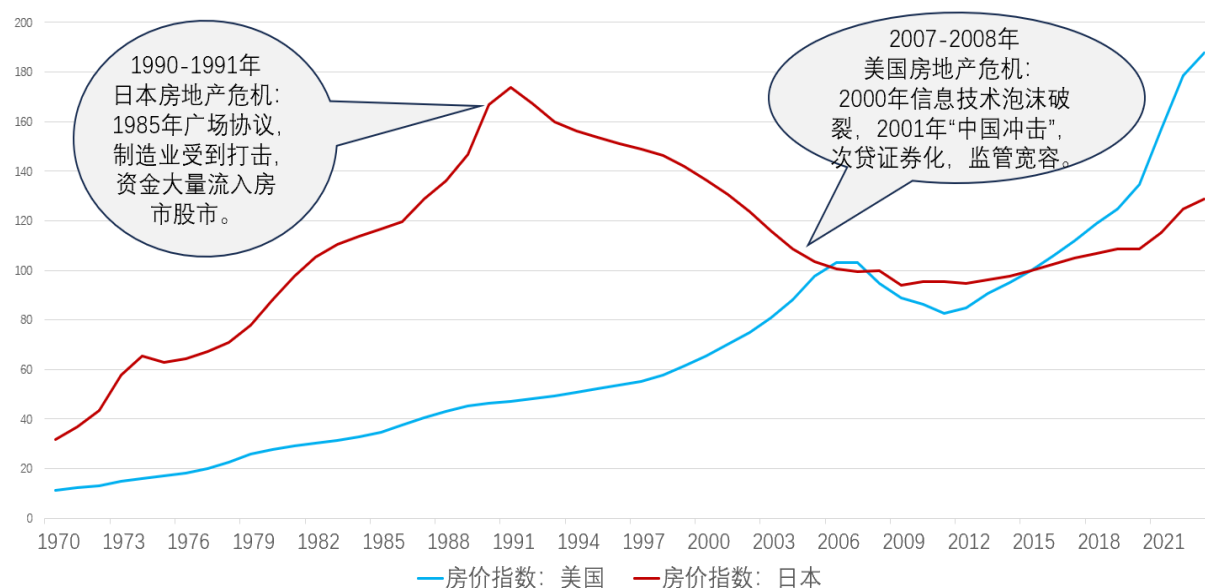


图 9 美国与日本的房价指数（2015 年=100）

国内此轮房价上涨始于 2015 年，当时国内 PPI 正在经历长达四年的通货紧缩（2012 年至 2016 年），经济面临显著下行压力（图 10）。为了提振经济，央行于 2014 年 7 月给了国开行 1 万亿的抵押补充贷款（PSL）用于实施棚改货币化安置，此后两年时间里，央行对商业银行的再贷款规模迅速扩张了 4 万亿。除了货币刺激以外，还有一次规模更大的财政刺激。2015 年财政部启动“开前门，堵后门”地方债务置换计划，致使当年广义地方政府债务增加了 5 万亿元(图 11)，一年后再增加近 10 万亿元。在经济增长乏力时期，国内货币与财政政策的刺激导致房价迅速攀升，这与美日两国是相似的。

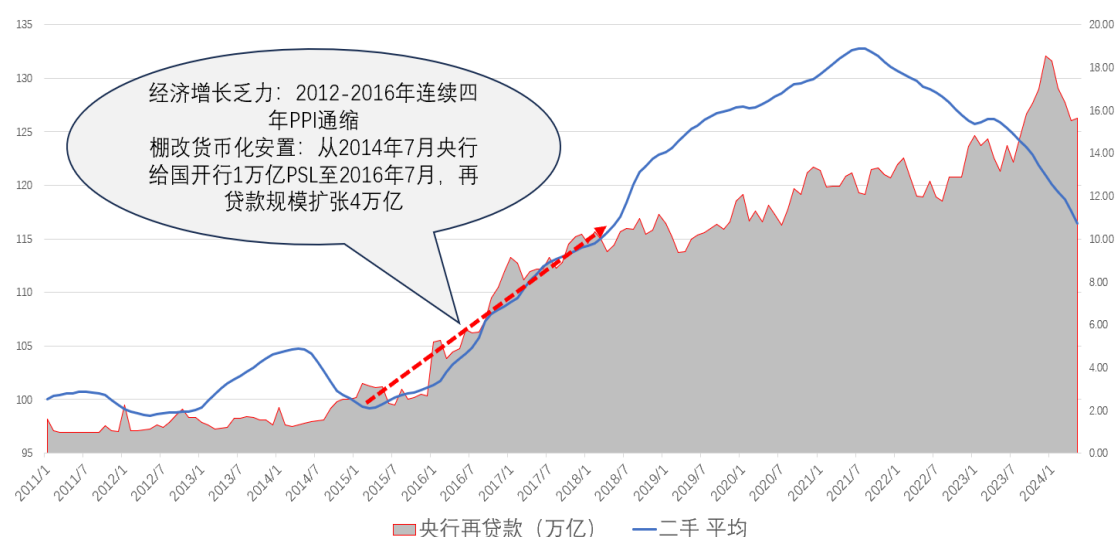


图 10 二手住宅价格指数（2011 年 1 月=100，左轴）与央行再贷款（万亿，右轴）

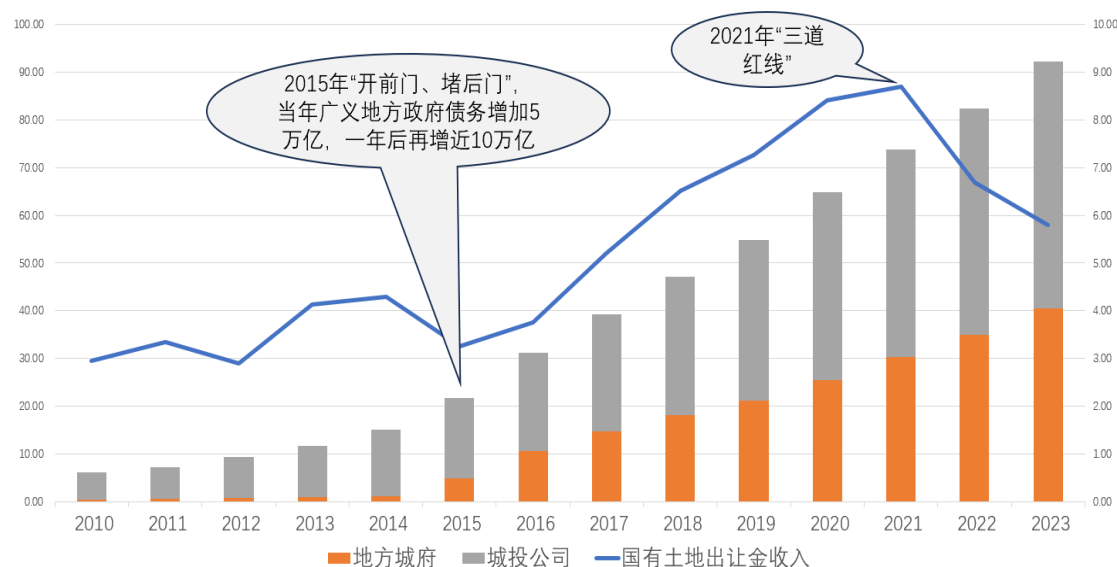


图 11 地方政府、城投公司负债（万亿，左轴）与土地出让金收入（万亿，右轴）

其次，在美日两国的房地产危机中，刺破泡沫的都是中央银行。以日本为例，自广场协议后，日本央行实施降息政策（图 12），期间东京地价飙升近 3 倍。为遏制不断上涨的房价及通胀，日本央行于 1989 年下半年启动加息，两年后房价暴跌。其中也有个非常重要的启示，就是货币政策具有滞后性，不仅执行过程存在滞后，效果显现同样需要时间。美国在信息技术泡沫破裂后，美联储采取降息措施，期间以佛罗里达为代表的房价指数飙升了 2 倍（图 13）。不过，当美联储于 2004 年 5 月开始加息时，房价并未立刻调整，而是在 3 年后开始暴跌，再次印证了货币政策的滞后性。

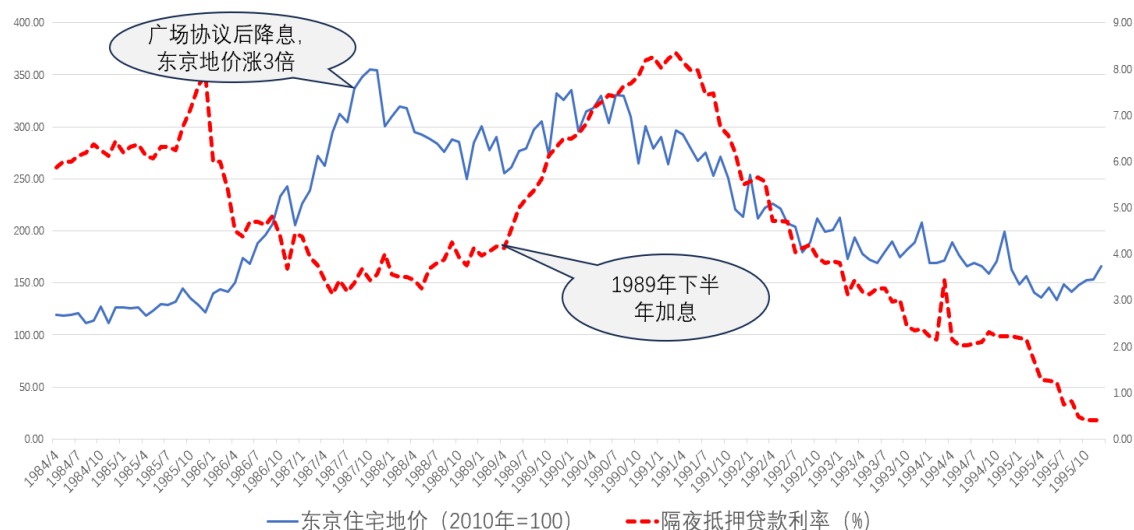


图 12 东京住宅地价（左轴）和政策利率（右轴）

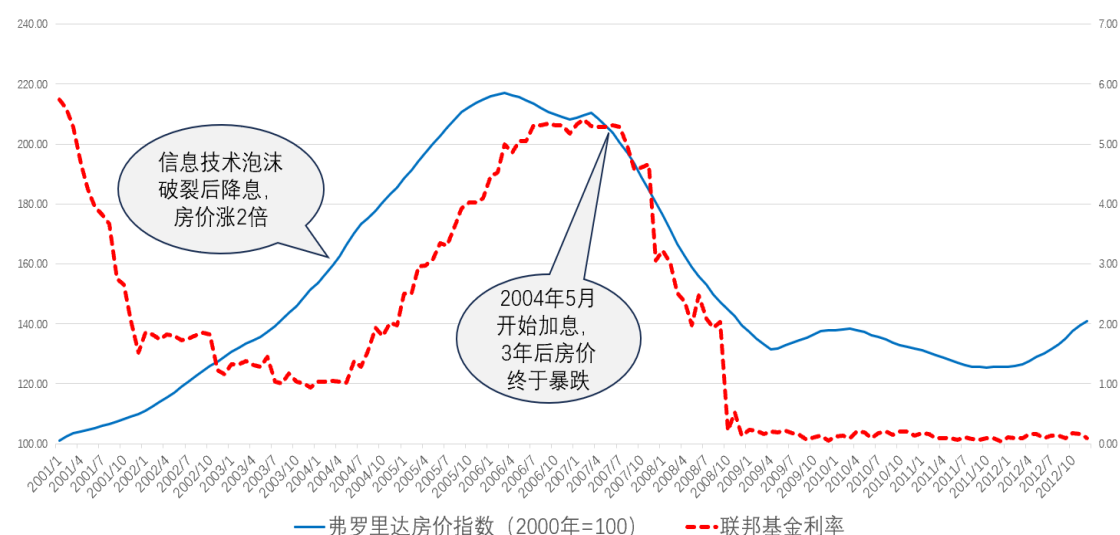


图 13 佛罗里达房价指数（左轴）和政策利率（右轴）

此轮中国房地产市场的调整，源自 2021 年施行的“三道红线”政策，该政策严格限制了房企的融资行为，要求剔除预收款后的资产负债率不超过 70%，净负债率不超过 100%，现金短债比不低于 1。该政策实施之后，房价开始暴跌。为什么这项政策的影响这么大？这与近年来房企运营模式的变化有关。在此轮房价上涨周期中，卖出的大量是期房（图 14）。2015 年期房销售量是现房销售量的 4 倍，到 2021 年已经上升到 10 倍，这意味着房地产业已经高度依赖预售制度进行资金回笼和规模扩张。因此，“三道红线”政策的出台，犹如一剂猛药，直接作用于房企的资金链中枢，引发整个行业发展的深刻转折与重大调整。

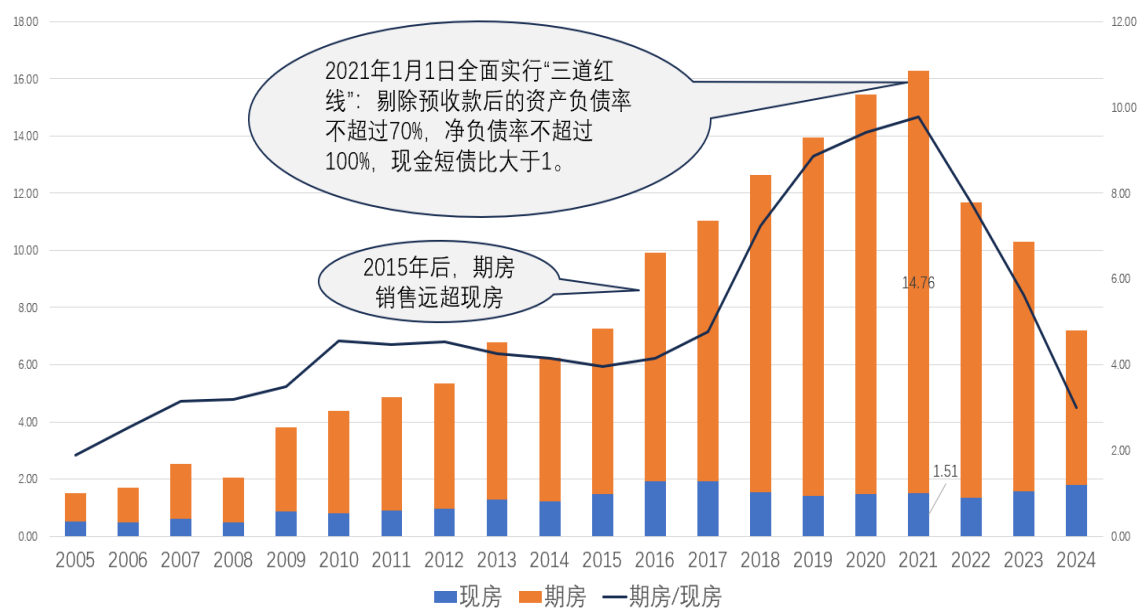


图 14 商品房销售额（万亿，左轴）及期房/现房（倍数，右轴）

再次，美日两国房地产泡沫破裂后，各线城市房价普遍呈现均值回归特征，即前期房价涨幅越大的地区，在危机中房价跌幅也更深。典型例子是日本的东京、大阪、名古屋（图 15），还有美国的纽约、俄亥俄、加利福尼亚（图 16）等。

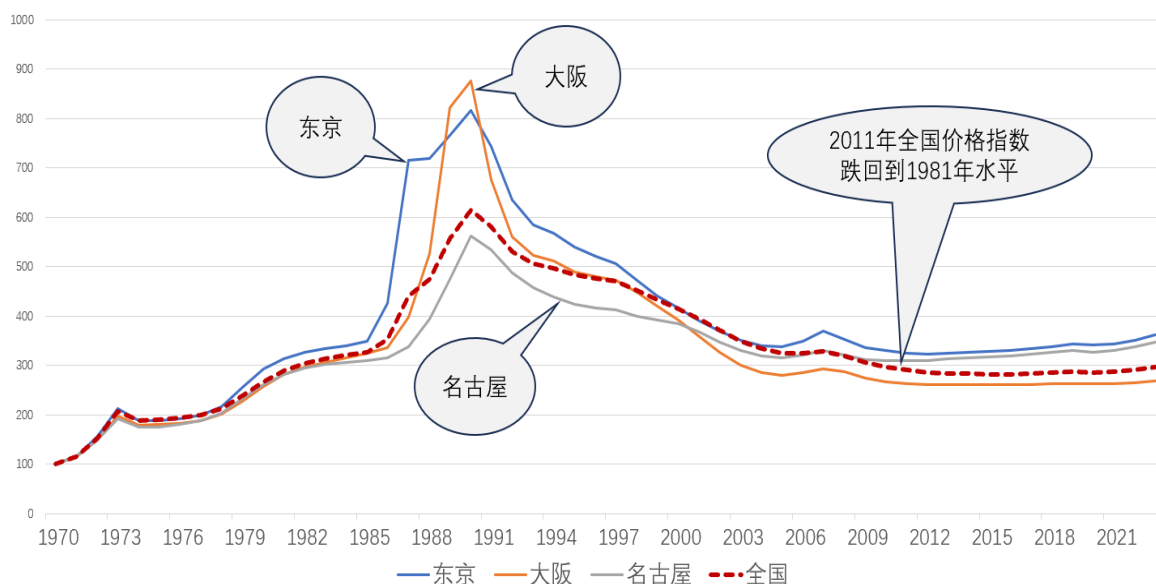


图 15 日本城市地价指数（1970 年=100）

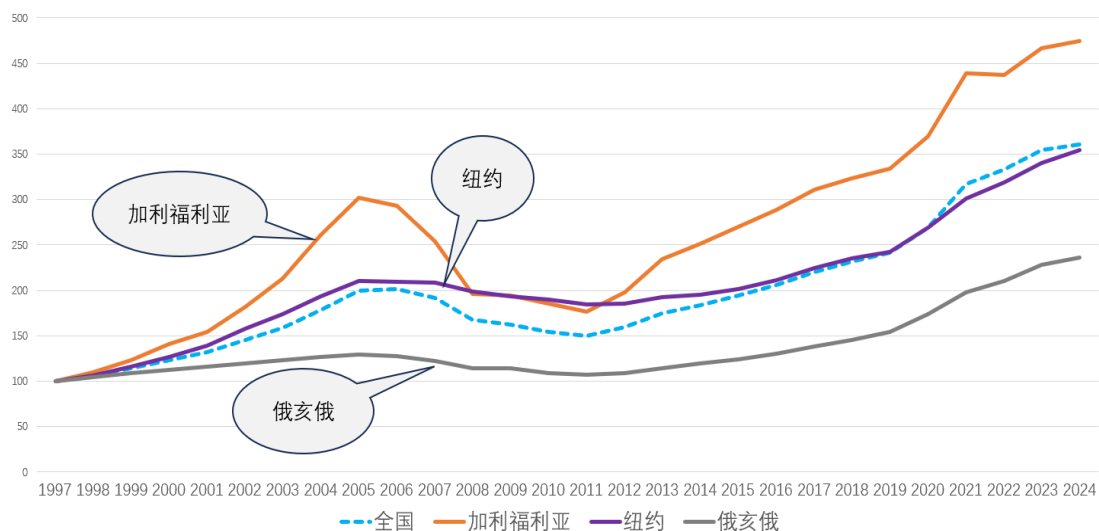


图 16 美国房价指数 (1997 年=100)

然而，中国的情况恰恰相反，前期房价涨幅越大的地区，危机后跌得越少。以二手住宅价格指数为例（图 17），一线城市房价在 2011 年至 2021 年期间上涨了一倍多，与美日两国危机前的房价涨幅相近，但是 2021 年后的跌幅相对较小；三线城市虽然前期涨幅不高，但是今年上半年已经跌回到 2011 年水平。这是中国与美日两国的显著不同之处。

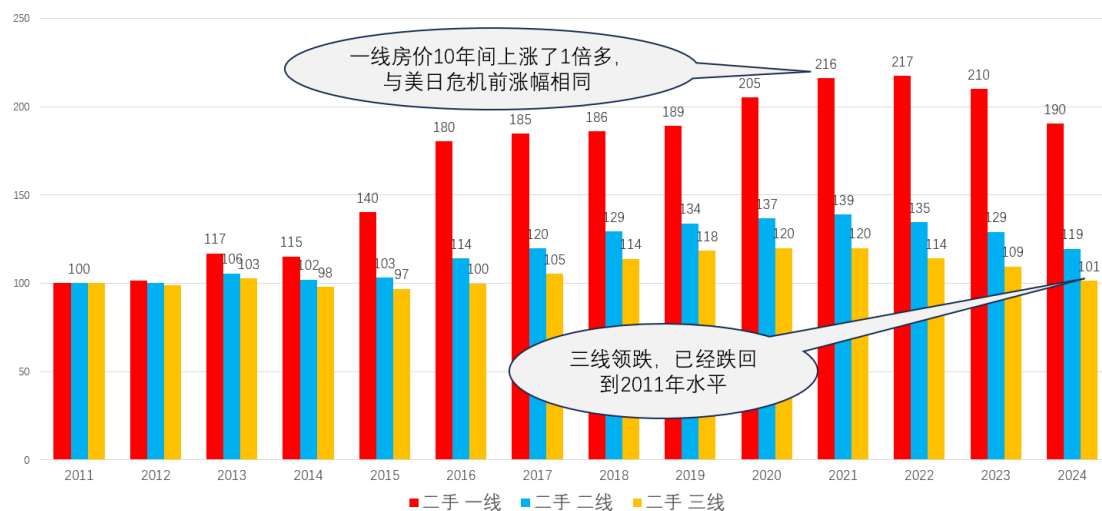


图 17 中国各线城市二手住宅价格指数 (2011 年=100)

最后，美日两国房地产危机的终结方式，存在显著差异。有观点认为，美国次贷危机中房价的波动程度不及日本剧烈，但事实并非如此。以美日两国房地产危机爆发年份的房价为基准（设为 100），观察前后十年的房价变化（图 18），可以看到，与日本相比，美国房价在危机前上涨更快、在危机后下跌更猛，危机后

第 5 年止跌回升，第 9 年便恢复到危机前的水平。而日本的房价自 1991 年起开始下跌，持续了二十年之久。

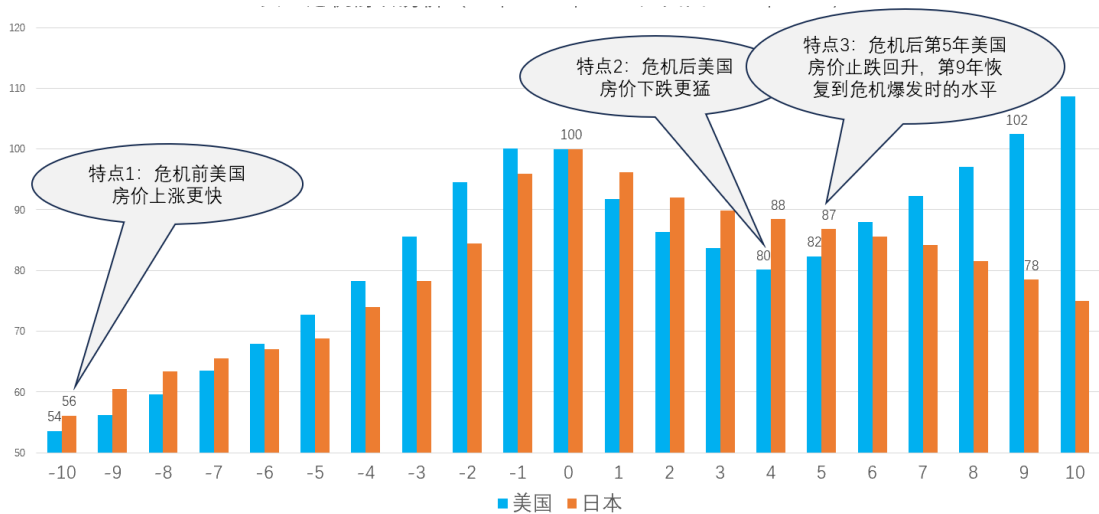


图 18 美日危机前后房价（日本 1991 年=100，美国 2007 年=100）

日本的持久型房地产危机与美国的短促型房地产危机，在宏观经济层面上产生了截然不同的后果。从需求侧来看（图 19），日本房价指数在 1991 年触顶之后急剧下跌，拖累经济陷入长期通缩。而美国房价指数在 2008 年至 2011 年间短促下降，随后需求快速恢复引发通胀。对需求侧的影响传导至供给侧（图 20），日本表现为长期的经济停滞，经济潜在增长率自房地产危机后持久下滑。而美国的经济快速复苏，经济潜在增长率也快速回升。

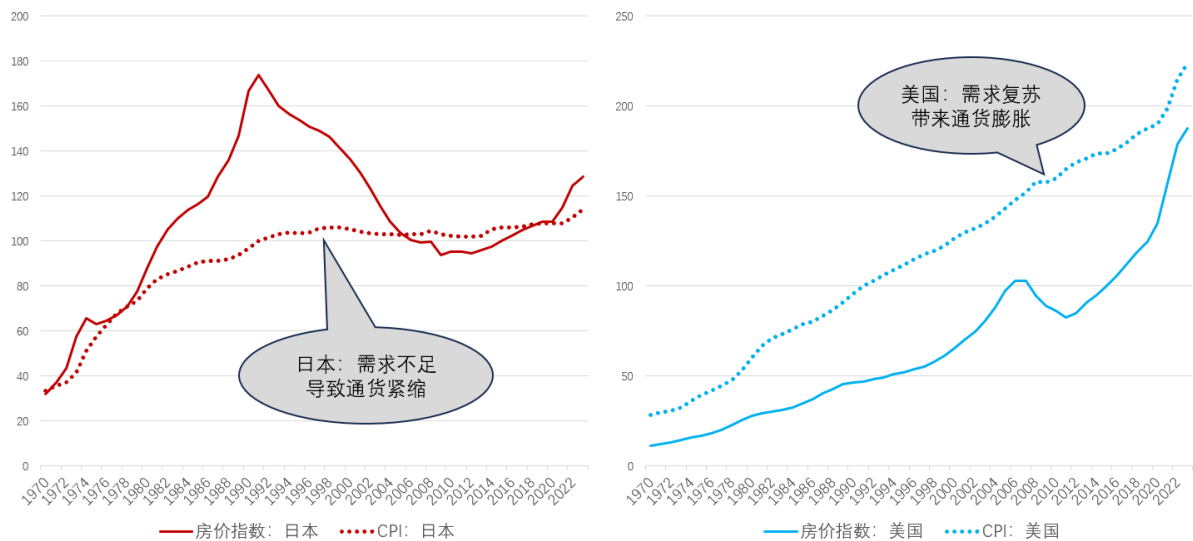


图 19 日本、美国的房价指数与 CPI 指数

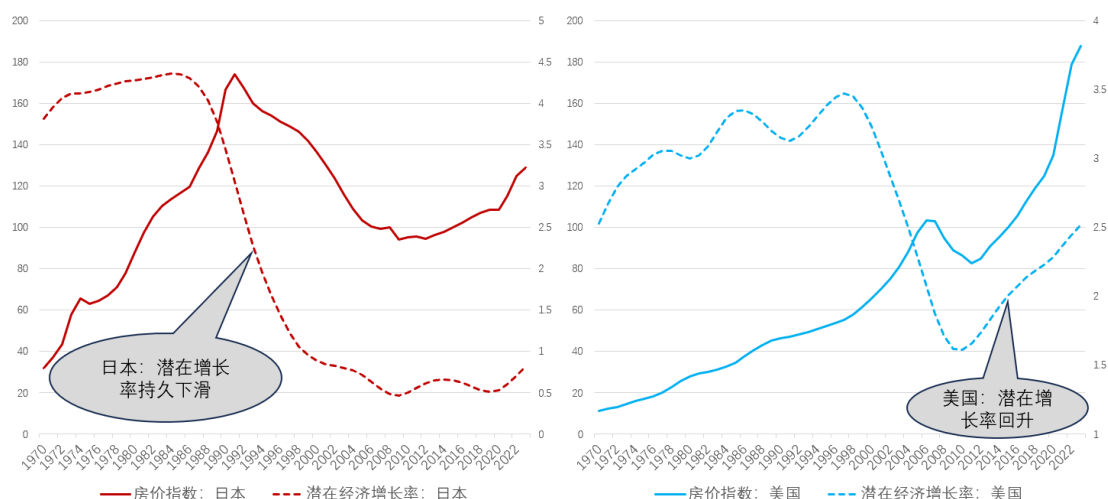


图 20 日本、美国房价指数（左轴）与潜在增长率（右轴）

### 三、应对房地产危机的货币金融政策——美日比较及对中国的启示

美日两国房地产危机发生的背景、原因和过程中存在相似之处，但结果却大相径庭。这主要归因于两国央行应对危机时所采取的货币政策及实施力度存在差异。以下从美日两国采取的常规货币政策、非常规货币政策和不良债务处置三个方向进行比较：

美日房地产危机的政策应对之一，是常规货币政策，即利率政策。以两国房地产危机爆发的时点为 0 时刻，比较 0 时刻前 36 个月和 0 时刻后 60 个月的央行政策利率走势（图 21），可以看到，起初日本央行和美联储利率调整步伐是完全一致的。在危机后第 21 个月，美国政策利率便已降低至零附近，日本甚至开始实行负利率政策。因此，两国房地产危机结果不同的原因，并非是利率政策调整的节奏和力度，而是在于日本央行在利率政策执行过程中的犹豫不决和反复调整——日本央行在危机后第 12 月、第 18 月、第 24 月、第 36 月均试图将利率拉回至正常水平，导致市场对央行决策的决心和连续性产生质疑，货币政策效果大打折扣。

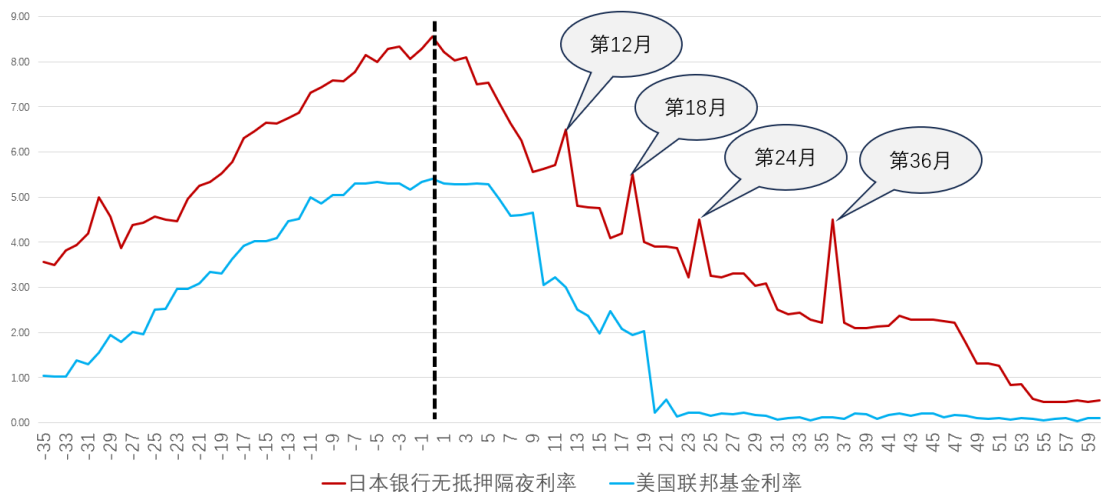


图 21 美日央行政策利率 (%) (美国 0 时刻=2007 年 2 月, 日本 0 时刻=1991 年 3 月)

再看我国房地产自去年 6 月份 (0 时刻) 以来的调整情况 (图 22), 我国个人住房公积金贷款利率保持不变, 再贴现利率在今年初下降 25bp, 1 年期 LPR 在一年内仅下调 20bp。而美日两国央行在 0 时刻后 1 年内, 均将政策利率大幅下调了约 240bp。汇率问题很可能是我国央行面临的较大掣肘。若稳定汇率被央行视为当前更关键的货币政策目标, 那么接下来货币政策的走向, 或将很大程度上取决于今年 9 月份美联储是否决定降息。

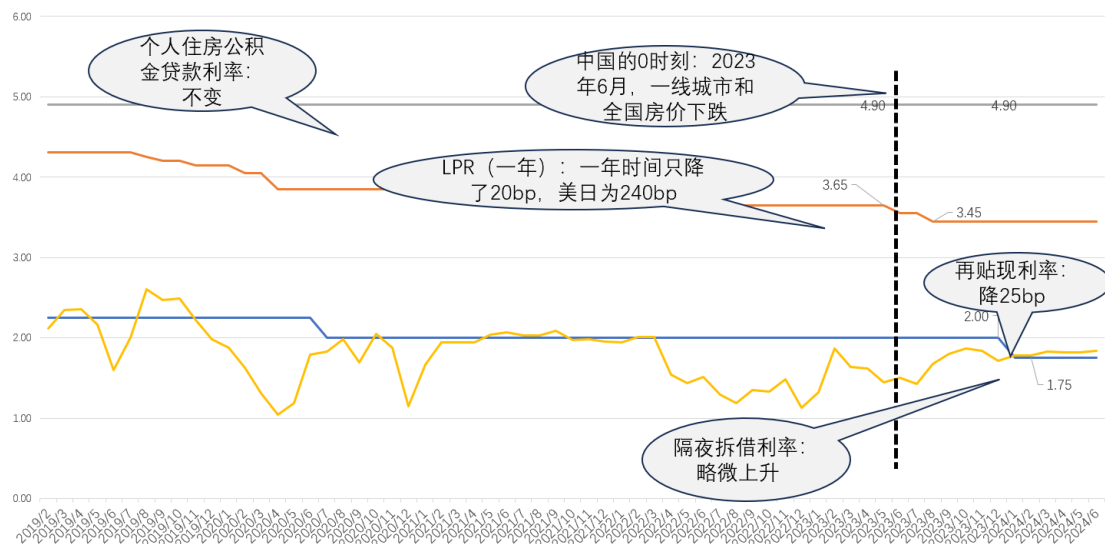


图 22 2019 年 1 月~2024 年 6 月我国部分利率 (%)

美日房地产危机的政策应对之二, 是非常规货币政策, 即量化宽松。危机后, 美国的货币扩张速度明显快于日本 (图 23), 第 5 年美国 M1 和 M3 指数分别为

169、138，而同期日本只有 129、111。该差异的核心原因在于美联储在危机爆发后迅速、大量收购有毒资产（资产证券化 MBS），2014 年第四轮量化宽松后，美联储资产中 MBS 占比已超过 60%，国债占比也超过 20%。相较之下，日本央行的行动较为迟缓，直到 2012 年安倍经济学实施后才开始大幅扩表，此后房价开始止跌回升。但是，由于行动较晚，尽管 2023 年日本央行持有的国债规模占比已经突破 60%，已难以扭转经济长期停滞的态势。不过，引起注意的是，当前美国房价收入比与房价租金比均已达到历史高位。考虑到货币政策的滞后性，若美国于今年 9 月才启动降息，美国房地产市场以及股市可能将面临重大的调整，进而对全球金融市场形成冲击。

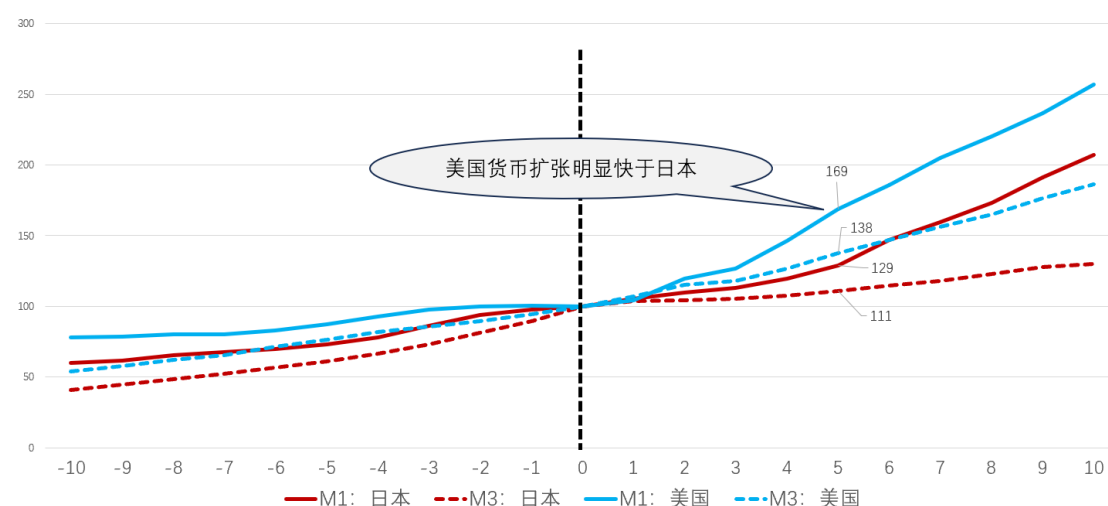


图 23 美日狭义与广义货币供应量（美国 2007 年=100，日本 1990 年=100）

就我国而言，首先要明确哪个是央行提供的真正“流动性”。我国储备货币由三个部分构成：现金、超额准备金和法定准备金。剔除商业银行无法动用的法定准备金后，余下的储备货币增速其实自 2022 年 8 月份以来就在持续放缓（图 24），说明央行实际上是在收缩流动性。其中，超额准备金同比增速与隔夜拆借利率的走势呈现高度的负相关（图 25），例如，2020 年 3 月份，超额准备金同比大幅增长，同时隔夜拆借利率显著下降；今年 3 至 6 月份，超额准备金持续萎缩，而隔夜拆借利率维持在较高位置。这一现象的背后，除了央行认知因素以外，也与央行资产结构有关。2015 年后，再贷款逐渐取代外汇资产，成为央行投放基础货币的主要渠道，然而现在已经成为制约央行货币政策效率的关键——今年 6 月份，再贷款同比增速高达 15.38%，而央行资产增速不到 5%。这是因为再贷款

模式存在两方面问题：一是期限较短，由借钱的商业银行承担流动性风险；二是央行把钱借给商业银行，信用风险还是商业银行承担。因此，相较于美国央行身先士卒购买有毒资产，我国再贷款模式在带动央行资产扩张方面的效果并不理想。

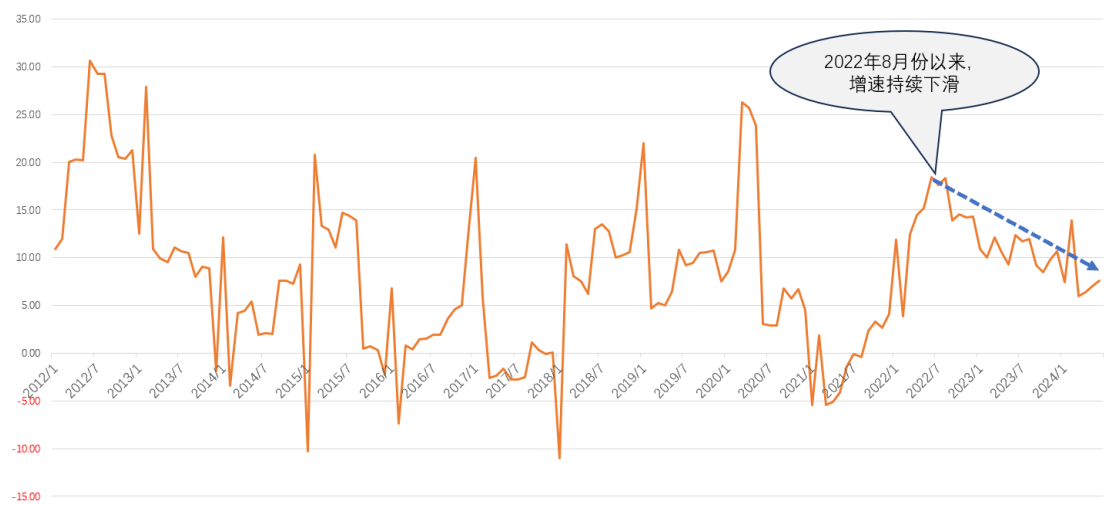


图 24 不含法定准备金的储备货币同比 (%)

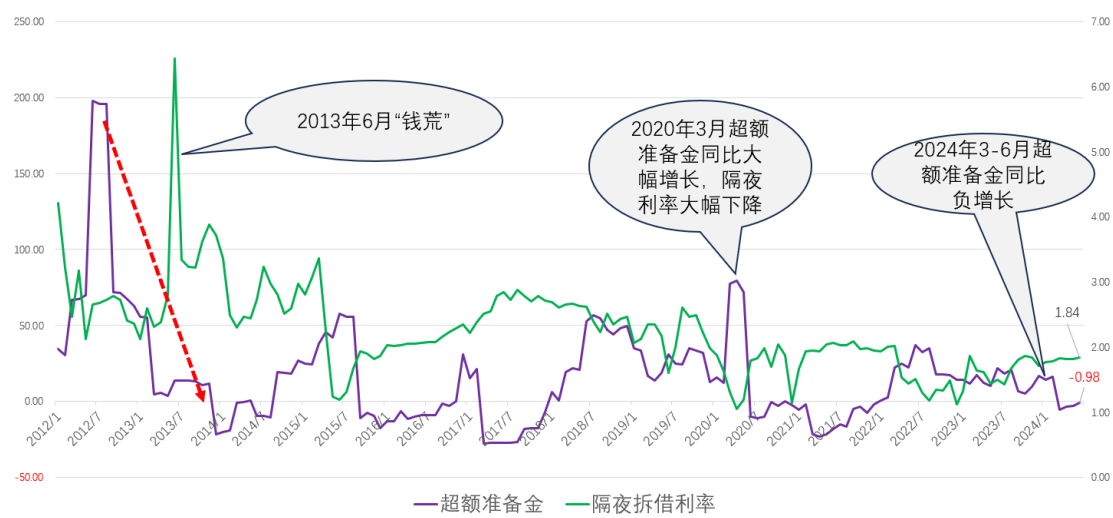


图 25 超额准备金同比 (%，左轴) 与隔夜拆借利率 (%，右轴)

美日房地产危机的策略应对之三，是不良债务处置。美国采取市场化法治化手段，允许企业破产并规范失败企业有序退出，有效促进了市场的自我修复。相比之下，日本在僵尸企业的处置上则面临显著挑战。1995 年，僵尸企业占全部企业资产的比重超过 16% (图 26)，主要集中在建筑业和房地产业，不仅压低了市场价格，还抬高了生产要素成本，挤出了新投资和新企业。日本僵尸企业难以根除的原因可以归结为三个因素：一是出于政治考量，执政党要优先维护就业安定；

二是巴塞尔协议实施后，银行为达到监管资本要求，倾向于采取“借新还旧”的方式维持僵尸企业存续；三是社会舆论压力，公众往往指责银行的惜贷行为加重了经济衰退，促使银行加大放贷力度。

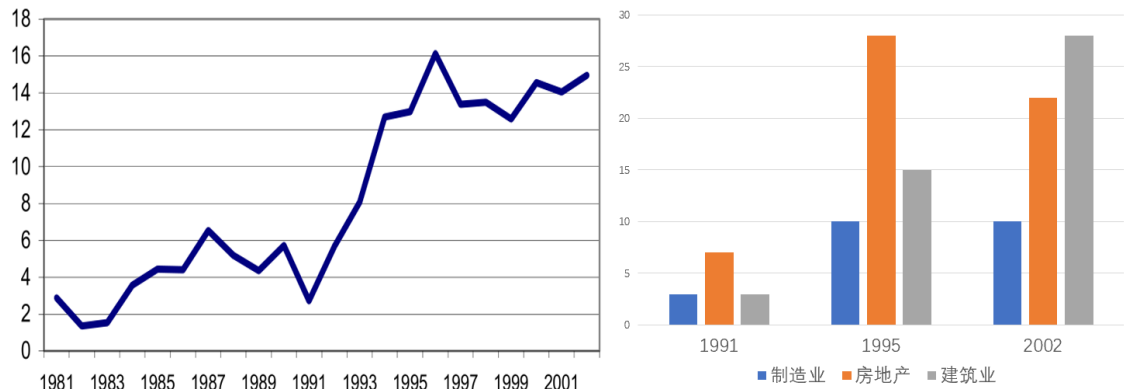


图 26 日本僵尸企业资产/全部企业资产（左，%）和三大行业僵尸企业资产占比（右，%）

国内与不良债务在性质上较为接近的是地方政府隐性背书的城投平台债务，进而导致大部分地区广义政府杠杆率攀升（图 27）。在新冠疫情期间，部分地区已经在积极去杠杆（图 28），但也有地区还在继续加杠杆。接下来可能需要重点关注房地产市场持续调整对地方政府广义债务的影响，特别是还没有去杠杆、且杠杆率水平较高的地区，其中不乏四川、浙江等发达省份。

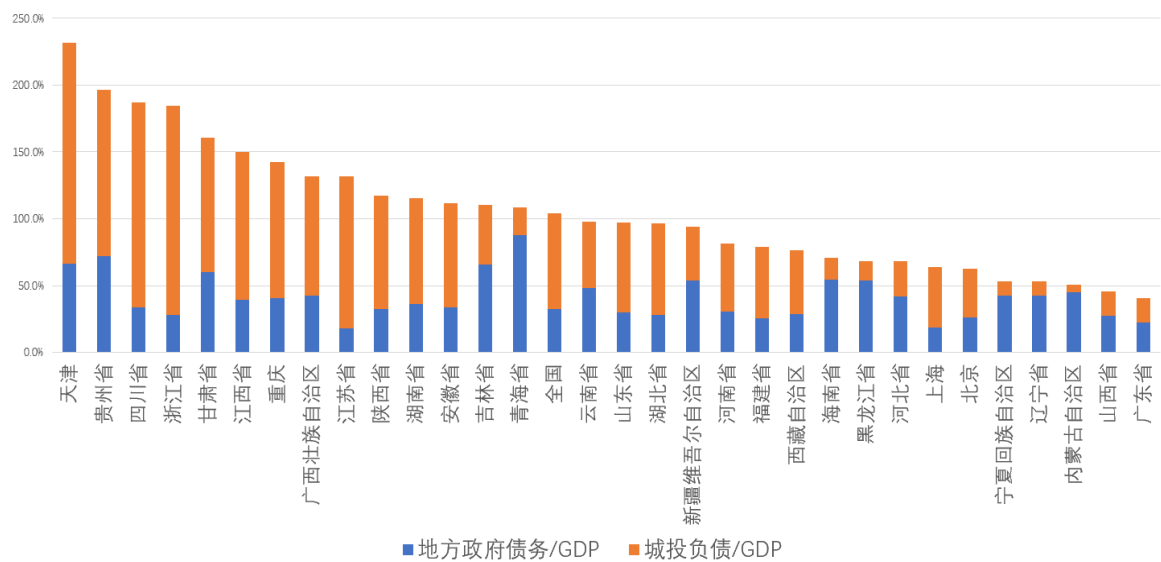


图 27 2023 年各地区广义政府杠杆率 (%)

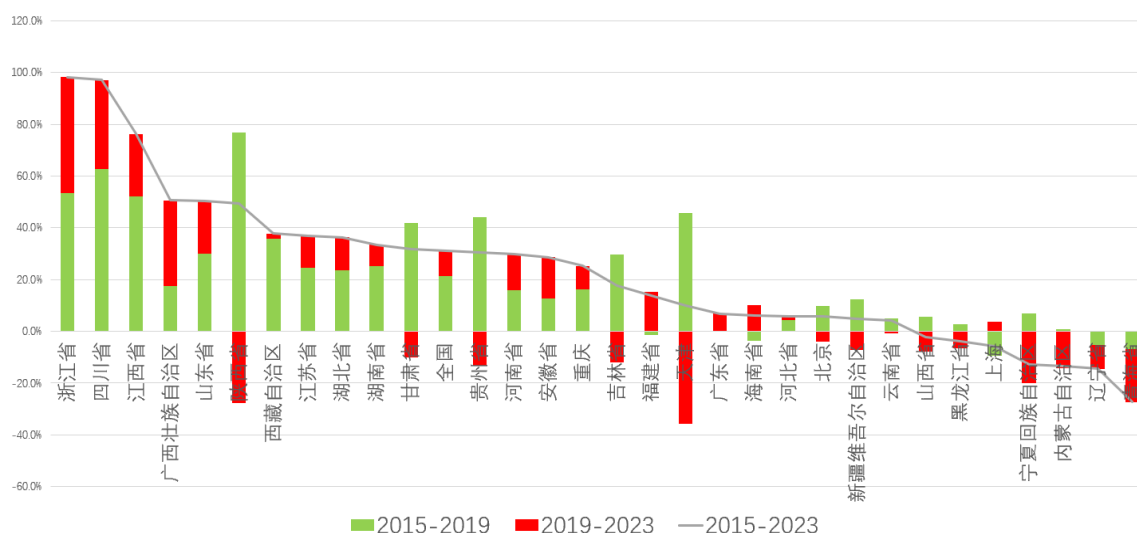


图 28 2015 年以来各省市广义地方政府杠杆率的变化

#### 四、迎接即将到来的重大变局

下阶段，中国发展将面临三大重要变局，一是二十届三中全会部署的新一轮制度变革，二是人工智能技术带来的新一轮技术变革，三是新一轮去全球化的政治极化运动。

**重大变局之一，是二十届三中全会部署的新一轮制度变革。**《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》提出两个重要的时间节点，一是 2029 年，完成《决定》提出的改革任务，二是 2035 年，全面建成高水平社会主义市场经济体制。值得注意的是，第一个时间点直指改革任务要在本届领导班子任期内见效，体现了中央推进改革的紧迫和决心。《决定》部署了对经济民生领域七个方面的改革，其中，“深化财税体制、金融体制改革”“加快农业转移人口市民化”“推动建设生育友好型社会”等都与房地产市场密切相关。不过政策效果的关键，更在于具体执行条款和落实情况。

**重大变局之二，是人工智能技术带来的新一轮技术变革。**今年是人工智能大范围应用的元年。人工智能作为通用技术，展现出三大特性：一是普遍适用性，可以被广泛地运用于经济社会的各个领域；二是动态演进性，在经济中的运用反过来促进了该项技术的进步，从而形成运用范围不断扩大与技术持续演进的动态；三是创新互补性，与下游行业的专用技术能够相互促进，从而形成垂直外部性（产业上下游间的创新互补）和水平外部性（产业之间的创新互补）。因此，相比互联网、电力等传统技术，人工智能技术的普及速度更快，预计将对各行各业产生

更加重大深远的影响。以劳动力市场为例，人工智能技术将取代旧岗位，造成劳动力需求和工资下降，与此同时，人工智能技术也将通过提高生产率、创造新岗位，推动劳动力需求和工资上升。其中蕴含着十分复杂的劳动力迁移过程，需要深入做好这方面的研究。

**重大变局之三，是新一轮去全球化的政治极化运动。**当前学界普遍预期，无论今年 11 月美国大选结果如何，新一届政府都将延续对华的强硬立场。预计下半年我国制造业在出口方面的优势可能会减弱。当前政策“窗口期”极为紧迫，如果明年房地产问题仍不能明显缓解，加之美国大选后可能带来的外部压力，恐怕国内经济增长将面临更为严峻的挑战。

**版权公告：【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

**制作单位：**国家金融与发展实验室。