
江西省房地产市场发展与房地产金融风险关系实证研究^{*1}

张婷婷

(中国人民银行南昌中心支行, 江西南昌 330008)

【摘要】: 金融危机爆发后, 世界主要经济体普遍实行了宽松货币政策。在这一背景下, 我国房地产市场强势反弹, 销量涨幅创历史新高, 成交均价一路走高。2009年, 江西省房地产市场实现逆势上扬行情, 呈现出投资增速逐月回升, 供给面积低位增长, 销售规模大幅上升, 成交均价一路走高的运行特点。在分析江西省房地产市场运行特点的基础上, 本文从实证角度考察了房地产市场发展与金融支持之间的关系。实证结果表明, 房地产市场的发展、房价的上涨与金融支持之间具有相互促进、互为因果的密切关系。在此基础上进一步分析了房地产市场发展中隐含的金融风险, 并提出相应的对策建议。

【关键词】: 房地产市场, 房地产信贷, 金融风险

【中图分类号】: F832.35 **【文献标识码】**: A **【文章编号】**: 1003-9031(2010)08-0031-04

DOI:10.3969/j.issn.1003-9031.2010.08.06

一、2009年以来江西省房地产市场运行情况

2009年以来, 江西省房地产市场主要运行特点表现在投资增速逐月回升, 供给面积低位增长, 销售规模大幅上升, 成交均价一路走高。2009年江西省房地产开发投资增速逐月回升, 并呈快速增长态势。2009年全年房地产开发投资634.52亿元, 比上年增长15.9%, 全年呈现逐月回升走势; 2010年一季度, 房地产开发投资延续回升势头, 比上年同期增长22.4%, 增幅上升21.6个百分点。

2009年, 江西省商品房施工面积6755.60万平方米, 比上年增长6.5%; 商品房新开工面积完成2300.96万平方米, 比上年下降9.0%。进入2010年, 江西省商品房供应量大幅提高, 一季度施工面积完成5072.58万平方米, 比上年同期增长37.1%。新开工面积增速由负转正, 一季度新开工面积完成604.37万平方米, 比上年同期增长7.4%。

2009年, 尤其是二季度开始, 江西省房地产市场需求呈现出明显的反弹迹象, 销售面积和销售额规模与增速均创历史新高。2009年全省商品房销售面积达到2280.91万平方米, 比上年增长32.0%; 商品房销售额602.80亿元, 比上年增长63.4%。2010年一季度, 商品房销售继续保持大幅增长趋势。商品房销售面积396.5万平方米, 增长56.2%, 同比提高59.7个百分点; 销售额104.9亿元, 增长79.9%, 同比提高66.7个百分点。

¹ 本文数据如无特殊说明, 均由笔者根据江西省统计局相关统计数据整理得出。

收稿日期: 2010-05-19

作者简介: 张婷婷(1981-), 女, 江西余干人, 经济师, 现供职于中国人民银行南昌中心支行。

在成交量不断放大的同时，房价也持续上涨，同比涨幅由负转正，环比连续增长。以江西省南昌市商品房成交均价为例，2009年一到四季度，南昌市区商品房均价一至四季度分别为4227元/平方米、4539元/平方米、5101元/平方米、5343元/平方米，同比于第三季度由负转正，为0.32%，四季度同比上涨6.40%；季度环比于第二季度由负转正，为7.38%；第三季度环比涨幅达到年内最高，达12.38%^②。

二、影响房地产市场价格长短期因素分析

影响房价的因素有很多，住房和城乡建设部政策研究中心副研究员周江(2010)认为按作用时间的长短可以归纳为长期因素和短期因素两大类。

所谓长期因素是指在较长时间段作用于房价的因素；短期因素是指在短期(通常1—2年)内作用于房价的因素。周江认为长期因素包括城镇化、土地资源稀缺、国民经济增长和财富积累、居民消费和投资结构转变等。除此之外，笔者认为，1994年分税制改革后，地方政府出让土地以追求地方财政收入与地区经济增长的压力和激励也是导致我国房价上涨的重要长期因素之一。由于地方政府事权与财权不对等，而在现行税收体制下，由城市扩张、土地出让以及房地产开发带来的税收全部归地方所有，因此，城市扩张带来的房地产业发展成为地方财政预算内重要收入来源，也为地方投资和建设提供了资金来源，成为地区经济增长的重要动因。

除了以上影响房价的长期因素外，笔者认为，市场需求集中释放导致的房屋供给关系失调、适度宽松货币政策导致的市场需求流动性充裕等因素是影响2009年以来房价快速上涨的主要短期因素，具体分析如下。

(一) 市场需求的集中释放导致成交均价一路走高

2009年，在宽松的货币政策、房贷利率7折优惠、大规模旧城拆迁等多重因素的刺激下，楼市快速回暖，前期被抑制的刚性需求开始集中释放，投资性需求同时也大幅增长。江西省商品房销售面积和销售额大幅上涨，规模与增速均创下历史新高。2009年，全省商品房销售面积达2280.91万平方米，比上年增长32.0%，全省商品房销售额602.80亿元，比上年增长63.4%。与此同时，同期市场新增供给与2008年相比还有所下降。2009年，全省商品房新开工面积完成2300.96万平方米，比上年下降9.0%，可售房源持续减少，导致房市成交均价一路走高。

(二) 政策拉动效果显现导致楼市回升势头强劲

房地产业作为促进市场稳定并带动经济增长的重要杠杆，至2008年11月政府就采取了积极政策来促进市场需求，包括房贷利率下调、房贷利率折扣上浮、降低印花税以及其它房产交易税等等。从市场交易角度看，营业税和契税等税收减免造成交易成本大幅下降，刺激了市场需求，当然也为投机行为创造了条件。从开发商角度看，金融机构大量放贷使得开发商原本紧绷的资金链大大缓解，而降低资本金更是对开发商的大力支持，加上市场销售显著回升，开发商把握了市场主动权，毫无疑问会提高商品房销售价格。

(三) 市场流动性充裕导致的投机性需求回升

金融危机爆发后，为应对金融危机，世界主要经济体普遍实行了宽松的货币政策。至2009年下半年开始，基于对世界各国向市场注入大量流动性引起严重的通货膨胀的担忧，加上国内外经济触底回升势头好于预期，市场主体对未来通货膨胀的预期不断增强，尤其是高收入阶层对其资产保值增值的需求不断增大。在世界宏观经济不景气、国内金融投资渠道有限的情况下，

² ①资料来源：笔者根据江西省南昌市房管局房地产统计数据整理得出。

投资购房成为我国高收入者实现资产保值增值的首选方式，而这种投资性购房行为反过来又进一步加剧了住房供求矛盾，导致住房等资产价格的进一步上涨。

三、房地产市场发展与金融支持关系的实证分析

以往的研究发现，大多数资产价格波动都是和银行信贷紧密联系的，两者相互支撑，相互推动，呈螺旋式上升或下降，这是资产价格波动最重要的特征事实。本文以 2006 年以来的季度和月度数据为例，考察房地产开发贷款和房地产开发投资、购房贷款和商品房销售额之间的关系，以期对房地产市场发展与金融支持之间的关系做进一步的验证。在以下分析中，FDCK 表示房地产开发贷款，FDCTZ 表示房地产开发投资，GFDK 表示购房贷款，XSE 表示商品房销售额。

(一) 指标相关性分析

首先，笔者对房地产开发贷款与房地产开发投资、购房贷款与商品房销售额季度数据之间的相关性进行分析，如表 1、2 所示。房地产开发贷款与当期房地产开发投资的相关性不强，甚至为负相关，但房地产开发贷款与滞后一期的房地产开发投资的相关系数则大幅上升至 0.52，这说明房地产开发贷款增长对下一季的房地产开发投资有一定的促进作用，而购房贷款与当季商品房销售额的相关系数为 0.61。由此可见，房地产开发与销售的上升基本上是与金融支持是相关的，其中用于房地产开发的信贷供给对下一季度的房地产开发投资有一定的促进作用。在同一时期，用于购房贷款的信贷供给与商品房销售之间存在正相关的即时影响。

表 1 房地产开发贷款与房地产开发投资相关性

	FDCTZ	FDCTZ(-1)
FDCK	-0.39	0.52

表 2 购房贷款与商品房销售额相关性

	XSE	XSE(-1)
GFDK	0.61	0.38

(二) 格兰杰(Granger)因果检验

为验证房地产开发贷款和房地产开发投资、购房贷款和商品房销售额之间是否存在因果检验，本文对 2006 年以来的 FDCK、FDCTZ、GFDK、XSE 月度数据进行格兰杰因果检验。

1. 数据平稳性检验。对四组时序数据使用单位根检验方法进行平稳性检验，结果如表 3 所示：

表 3 数据平稳性检验结果

指标	F 统计量	P 值	结论
FDCK	-5.16411	0.0001*	平稳
FDCTZ	-4.35642	0.0011*	平稳
GFDK	-2.45724	0.1324**	平稳
XSE	-4.64159	0.0005*	平稳

注：* 表示置信水平为 99%，** 表示置信水平为 90%。

平稳性检验结果表明：FDCK 和 FDCTZ 数据序列在 99%的置信水平平稳；GFDK 数据序列在 90%的置信水平平稳，XSE 数据序列在 99%的置信水平平稳。

2. 格兰杰因果检验。为验证房地产开发贷款和房地产开发投资、购房贷款和商品房销售额之间的因果关系，我们对其进行格兰杰因果检验，结果如表 4 所示。

表 4 格兰杰因果检验结果

原假设	F 统计量	P 值	结论
FDCK 不是 FDCTZ 的格兰杰原因	2.62017	0.05196	拒绝原假设
FDCTZ 不是 FDCK 的格兰杰原因	2.12929	0.09852	拒绝原假设
GFDK 不是 XSE 的格兰杰原因	7.35925	0.00190	拒绝原假设
XSE 不是 GFDK 的格兰杰原因	14.8999	1.5E-05	拒绝原假设

检验结果表明，房地产开发贷款和房地产开发投资、购房贷款和商品房销售额之间存在双向格兰杰因果关系。通过以上对房地产开发投资、商品房销售与金融支持的实证研究可看出，房地产开发投资、商品房销售额与房地产信贷供给具有相互促进、互为因果的密切关系，信贷供应的增加会推进房地产市场发展，从而成为促使房地产价格上涨的金融条件；反过来，房地产市场快速发展，房地产价格的上涨，使房地产市场投机因素增强，又推进金融资产的继续膨胀。

四、房地产金融风险分析

如前文分析，房地产市场的发展、房价的上涨与金融支持之间具有相互促进的关系，而这其中隐含的金融风险已经引起人们越来越多的重视。房地产业自身的特性及其与金融业的密切关系，使得房地产金融风险能够通过市场各方相互博弈而不断膨胀，进一步加深金融系统的脆弱性，可能导致房地产企业资金链条的断裂，危害银行资金安全，从而可能引发系统性金融风险。

(一) 资金来源渠道单一导致房地产信贷风险过度集中

目前我国房地产开发融资渠道单一，股权融资有限，基本只有银行信贷一条路，开发信贷资金依赖银行，购房的消费信贷依赖银行，建筑企业垫付的工程资金还是依赖银行。在房地产市场资金链中，商业银行实际上直接或间接地参与了运行的全过程，是房地产市场各参与主体的主要资金提供者，承受伴随着各个环节的市场风险。据统计数据显示，2009 年江西省房地产投资资金来源中，国内贷款和个人按揭贷款增速明显加快。全省房地产开发国内贷款增速 29.2%，与去年同期增速相比提高了 34.9 个百分点；个人按揭贷款增速达 75.6%，与去年同期增速相比提高了 86.2 个百分点。在现有的房地产金融体系中，商业银行与信用担保、信用保险、评估机构和房屋中介等的合作缺乏有效的社会监督和法律约束，使得房地产信贷的系统风险不能得到有效的分散，房地产融资风险过度集中于商业银行。

(二) 房地产信贷和房地产价格的自我循环模式推动房地产金融风险的加速集聚

目前，房地产市场成为提升银行贷款质量、保证收益率、优化贷款结构的重要领域。比如，金融机构普遍认为面向个人的长期住房按揭贷款的违约风险较小，是银行乐意持有的一种优质资产形式。银行持有大量以房地产为抵押品的资产，房地产价格的上涨将扩大银行资本的规模，提高银行的资本充足率，改善资产质量和盈利状况。在这种情况下，银行愿意扩大对房地产业的信贷供给，这又进一步提高了房地产价格。这一过程循环往复，形成“房地产价格上涨—信贷投放—房地价格加速上涨”的自我循环，使房地产价格日益偏离实际均衡水平，从而进一步导致房地产泡沫的膨胀，同时也导致房地产金融风险不断积累。一旦房地产价格下跌，便将直接降低银行拥有的房地产资产价值，使银行资产缩水，盈利下降，而泡沫如果破裂可能影响金融稳定。

(三) 宏观调控政策收紧可能引起的房地产行业资金链紧张的风险

房地产行业属于典型的资金密集型产业，充足的资金保障是房地产市场生存发展的基础，而房地产资金相当一部分来源于银行信贷，这使得房地产行业对国家宏观调控政策有很强的敏感性。正如 2008 年国家实施从紧的货币政策时，银行严格对房地产企业信贷投放，一些资金实力相对较弱、对银行贷款依赖性较强、自身抗风险能力较差的房地产开发企业，由于银行信贷资金不能及时足额到位，资金链随时出现断裂可能，进而会引发银行信贷风险已经得到大家的共识。2009 年，在全球经济形势不确定、我国经济好转基础不牢固的大背景下，房地产业作为支撑经济增长、带动市场活跃的重要产业对保增长、促民生具有重要意义。正是如此，在适度宽松货币政策影响下，2009 年房地产市场出现购销两旺的局面。进入 2010 年，“扩内需、调结构、控通胀”成为货币政策宏观调控的主题。房地产价格上涨会影响市场通胀预期，并通过需求、成本乃至资源配置等多种渠道向其他价格体系传导；房地产价格过快上涨吸纳了过多的银行信贷资金，对实体经济产生“挤出效应”。可见，房地产价格的过快上涨和货币政策的方向是相悖的。毫无疑问，2010 年货币政策的基调将延伸到房地产市场，目前，宏观调控政策已经对银行资金进入房地产市场给出了明确的抑制信号，房地产行业资金链紧张的风险值得引起关注。

五、政策建议

(一) 建立多元化房地产金融体系

房地产业是一个资金密集型行业，它的持续发展需成熟的房地产金融市场作为支撑。要建立多元化的房地产金融体系，通过多渠道融资方式来满足房地产开发对资金的需求。一是发展市场化的直接融资。鼓励符合条件的大型房地产企业通过股权投资、公开上市的方式获得资金支持；培育和完善房地产债券市场，鼓励房地产公司发行融资期限较长、低于银行贷款利率的公司债券，吸收社会分散的剩余资金进入房地产业。二是通过多元化融资分散风险。让投资者直接承担产业风险的市场化融资，将集中在银行系统的风险分散给投资者共同承担。三是要大力发展房地产金融市场中介。与建立完整的房地产金融市场体系相对应，鼓励房地产信托、房地产基金等其他房地产金融机构的发展和完善，建立以住房抵押贷款保险为主的房地产保险体系。

(二) 提高房地产信贷管理水平

商业银行应进一步加强房贷管理，促进合规经营。要强化风险意识和执行意识，严格按照国家宏观调控政策要求，不折不扣地抓好信贷管理制度的落实，进一步提高房地产信贷管理水平。一是要重视防范房地产信贷风险。对房地产开发贷款应择优支持信用评级高、资产负债合理的房地产开发企业，并确保开发贷款项目资本金及时足额到位；防范个人按揭贷款风险，严格执行二套房政策，对住房按揭贷款申请者的个人情况要严格审查。二是要加强内控机制建设。强化贷款管理制度，实行审贷分离，前中后台分离，建立健全具有独立性和权威性的内部稽核审计机构，充分发挥其再监督作用，有效地防范金融风险。三是要加强信贷风险量化模型研究。建立房地产市场风险预警机制，这对提前判断市场、分辨风险，从而减轻市场波动给自身带来的损失具有重要意义。目前，信贷风险量化研究逐渐受到关注，房地产信贷风险的度量由传统的定性估量转为定量计量，对房地产信贷管理由粗放管理真正转化为精细管理，实现信贷风险的控制。

(三) 调整房地产市场供需结构

从目前房地产市场发展趋势来看，供小于求的基本格局仍存在，要促进房地产市场健康持续发展，需要在土地供应制度、住房制度、房地产金融制度进行改革，需要财政、税收、货币政策多管齐下。对于货币政策而言，调控的重点是促进居民合理需求、调整住房供应结构、抑制价格过快上涨。一是要实行差别化的金融调控政策，鼓励合理住房消费。增强货币金融政策的针对性，科学区分自住型需求和投机性需求，并给予差别化的信贷支持，如对利率实行差异化定价，鼓励合理住房消费，满足居民自住和合理的改善型需求。二是要遏制投机性需求，抑制房地产等资产价格过快上涨。2009 年房地产价格上涨有一部分反映了市场的自住性需求，但也有一部分是由于市场流动性充裕带动的投资和投机性需求，推动商品房价格的过快上涨。目前，

货币政策要着重遏制投机性需求引发房价的过快上涨，对于投机性的购房需求，要减小信贷支持，提高首付款比例，提高贷款利率。三是要依靠信贷手段调整住房供应结构，加大保障性住房建设。供需不对等是当前房地产市场面临的主要矛盾，未来稳定房地产市场的首要是增加土地和房屋供给，尤其是普通商品房的供给，建设保障性住房成为平抑城市房价上涨的重要手段。金融支持也要起到调整住房供应结构的导向作用，加大对中小套型与保障性住房的支持力度，并利用金融杠杆调动各类资金积极参与保障性住房建设。

参考文献：

[1] 周江. 危机冲击下我国房地产市场发展[J]. 中国金融, 2010(1): 21-24.

[2] 周京奎. 1998—2005 年我国资产价格波动机制研究[J]. 上海经济研究, 2006(4): 21—29.