



No. 2113

Working Paper

房地产泡沫与系统性金融风险防范： 一个国际比较的视角

王 文 芦 哲

【摘 要】

房地产市场与系统性金融风险紧密相关，本文首先论述防范房地产金融风险的必要性以及房地产在中国金融体系中的重要位置，并通过分析日本和美国两次房地产泡沫的历史，发现其引发系统性风险的主要原因在于货币政策的调控力度、时机的不妥；而德国房地产市场平稳发展主要归功于制度建设。基于我国现状和国际经验，为达到防范房地产市场引发系统性金融风险的目标，本文提出了发展住房储蓄银行并严加管理、设置房地产税和资本利得税、实施稳健的货币政策、发展住宅租赁市场、设立房地产基金等政策建议。

【关 键 词】

房地产 系统性金融风险 国际比较

【文章编号】

IMI Working Paper No.2113



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

房地产泡沫与系统性金融风险防范：一个国际比较的视角

王文¹ 芦哲²

【摘要】房地产市场与系统性金融风险紧密相关，本文首先论述防范房地产金融风险的必要性以及房地产在中国金融体系中的重要位置，并通过分析日本和美国两次房地产泡沫的历史，发现其引发系统性风险的主要原因在于货币政策的调控力度、时机的不妥；而德国房地产市场平稳发展主要归功于制度建设。基于我国现状和国际经验，为达到防范房地产市场引发系统性金融风险的目标，本文提出了发展住房储蓄银行并严加管理、设置房地产税和资本利得税、实施稳健的货币政策、发展住宅租赁市场、设立房地产基金等政策建议。

【关键词】 房地产 系统性金融风险 国际比较

一、引言

我国房价经历超过20年的快速增长，目前处于较高水平，房地产泡沫逐渐显现。泡沫破裂可能会引发极大的系统性金融风险。中共中央政治局于2019年2月22日下午就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习。学习会议中总书记再次强调，“金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度”，延续了2017年7月全国金融工作会议上对金融的定义。此外，总书记提到“防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务”，“要注重在稳增长的基础上防风险”，可见防范金融风险的重要性。此外，习总书记于2019年1月21日发表了“防范化解重大风险”的重要讲话，在经济安全部分的第一点就提到了房地产市场安全问题，将稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制作为未来的发展重点。而4月19日的中共中央政治局会议再提“房住不炒”，明确了稳定房地产市场的决心。对此，结合房地产市场与系统性金融风险的紧密关系，本文先论述防范房地产金融风险的必要性以及房地产在中国经济与金融体系中的重要位置，再通过分析日本和美国两次的房地产泡沫的历史，试图总结经验教训，并借鉴德国房地产市场的相关制度，通过国际比较，为达到防范房地产市场引发系统性金融风险的目标提出政策建议。

¹ 王文，中国人民大学重阳金融研究院执行院长、丝路学院副院长、特聘教授

² 芦哲，中国人民大学国际货币研究所研究员，华泰证券研究所宏观研究负责人

二、文献综述

关于系统性金融风险，国内外至今没有明确的定义，但不可否认的是金融体系具有内在的脆弱性。马克思、费雪、凯恩斯等人分别从货币特征和职能、货币供求平衡、宏观经济周期对金融周期的影响等方面对金融体系脆弱性进行过早期研究。在此之后，Minsky（1978）提出了“金融不稳定假说”，影响较为深远，他认为系统性风险是金融市场信息中断，融资、清算、支付结算以及金融资源配置等金融功能的丧失。此外，Diamond 和 Dybvig（1983）提出的 D-D 模型、Kregel（1997）的“安全边界假说”以及 Stiglitz and Weiss（1981）对信贷市场信息不对称的研究等等，奠定了金融脆弱性理论的基础。具体而言，资产价格波动、信息不对称、金融自由化都是金融脆弱性的根源。中国人民银行原行长周小川和美联储前主席伯南克，对系统性金融风险有相同的认识，他们认为系统性金融风险会威胁整个金融体系，可能导致金融危机，使经济和就业遭受重大冲击。可见，系统性金融风险具有波及面广和危害性大的特点，防范金融风险十分重要。

次贷危机后，大量国外文献针对房价冲击生成系统性金融风险的问题展开研究。Taylor（2009）认为金融风险有两个主要传导渠道：一是直接业务关联，例如同业往来和衍生产品合约；二是金融机构之间没有直接业务关联，但拥有同样性质的业务或资产组合，即具有共同的风险暴露。金融机构大量发放房贷，并持有房地产市场相关衍生品，正是引发金融危机的原因之一。Goodhart 等(2009) 研究了由抵押贷款违约引发的房地产危机，进而引起的金融不稳定性，紧缩货币政策导致的房价下跌，往往是刺破泡沫、导致危机发生的源头。Pan 和 Wang (2013) 利用美国 286 个城市数据，分析了在不同收入增速的水平下，房价上涨、下跌对银行不稳定性的不同影响。Mian 和 Sufi（2012）利用个人房屋抵押贷款违约数据进行实证研究，发现基于房价上涨而进行的抵押贷款再融资是美国居民部门杠杆率急剧上升的主要原因。Khandani et al.（2013）基于房价引起金融风险的理论，构建预警指标。Funke et al（2018）使用动态随机一般均衡（DSGE）模型来分析新西兰房地产市场，研究宏观审慎和货币政策及其相互作用，发现货币政策对房价具有巨大的溢出效应，但并不是房价的主要驱动力。Suh（2019）从资产相关性的角度建立模型，论证资产相关性的增强与系统性风险和银行资本监管的关系。

国内研究方面，温博慧、柳欣(2009)认为资产价格波动以抵押品价值、资本金和流动性三种途径影响到了银行信贷，进而引发了金融系统性风险。马勇等(2009)利用 66 个国家的跨国数据进行实证，发现资产价格、信贷和金融监管的同周期性是导致系统性金融风险的根本原因。谭政勋、陈铭(2012)发现房价对均衡价值的偏离导致了金融危机，其作用大于房价直接冲击。沈悦等（2015）通过构建因子增广的系统性金融风险信息集，利用因素增强型向量自回归方法，发现房价下跌导致不良贷款率上升，是导致系统性金融风险生成的原因之一，且新房价格下降的冲击更大。张辉（2019）通过构建 SVAR 模型，发现影子银行和房地产价格都会造成我国金融体系的不稳定。蔡真（2018）则总结了房地产市场引发我国系统性金融风险的三个途径：银行体系、地方政府债务以及资本外逃压力。杨子晖等（2018）采用 VaR、

MES、CoVaR 以及 Δ CoVaR 四类风险测度方法，研究我国上市金融机构和房地产公司的系统性金融风险，发现跨部门风险传染效应明显，且系统性风险溢出水平逐渐提高。曹晓飞等（2020）使用 Copula-CoVaR 模型度量了房地产价格波动的系统性金融风险，发现房地产市场和金融市场存在较强的相依性，且存在非对称效应。

通过梳理发现，国内外针对房价冲击生成系统性金融风险的研究已较为丰富，但针对中国市场，较少文献基于国外经验对比，对我国如何防范由房地产市场引发的系统性金融风险，提出意见与建议。本文首先通过分析日本和美国两次的房地产泡沫形成过程及泡沫破裂后的影响，试图总结经验教训，并借鉴德国房地产市场的相关制度，并论述房地产在中国经济金融体系中的重要位置，揭示其对于金融稳定的重大意义；再为达到防范房地产市场引发系统性金融风险的目标，提出政策建议。

三、理论基础

自 1998 年深化住房制度改革以来，房地产成为近 20 多年中国经济高速增长的强力发动机之一，同时也曾经是稳增长的重要政策抓手。房地产在产业链的中枢地位决定了其对国民经济总需求拉动、信用扩张以及金融稳定的重要意义。

（一）房地产在中国金融体系中的重要位置

1.实体经济体系，房地产牵一发可动全身

从实体产业链角度看，从房企拿地开工到居民交房装修，涉及从上游能源资源品到下游终端消费的全产业链条，覆盖国民经济二、三产业多行业领域，因此对经济的带动、辐射作用最广，存在较高的需求外溢效应。

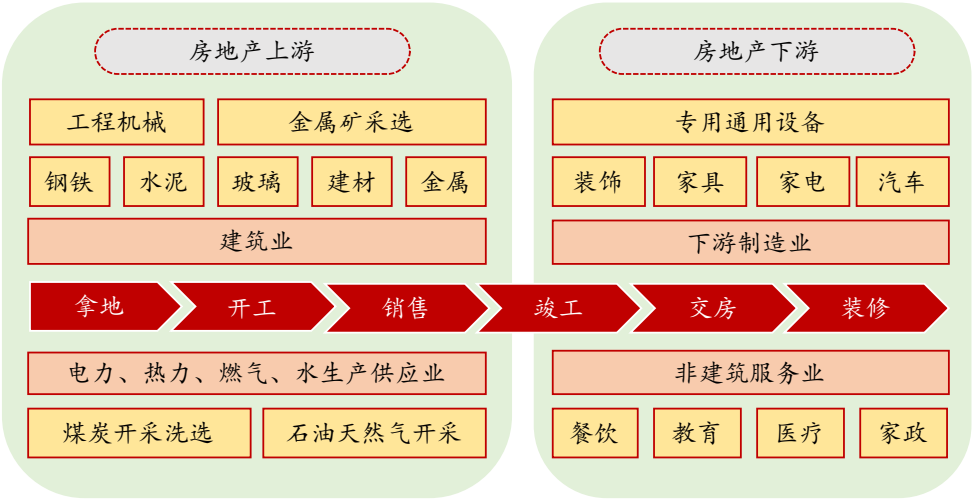


图 1 房地产在实体产业链中的中枢地位

具体而言，房地产施工建设对上游需求拉动明显，一方面带动电力热力等配套基础设施建设，进而带动上游煤炭、石油开采等行业，另一方面建筑业对钢铁、水泥、玻璃、建材、金属制品、包括挖机等工程机械均有需求拉动。而商品房交付直接刺激下游消费，家具、家电、汽车等耐用品需求有效提振。房价上涨还能通过财富效应刺激居民的消费信心。房地产

对服务业的带动作用同样不可忽视，从施工过程的建筑业活动到建设完成后对周边医疗、教育、餐饮、家政等需求带动，刺激消费的同时促进了居民就业与收入增长。

2. 金融信贷体系中，房地产是信用扩张的最重要推手

资产角度看，房地产在居民与企业资产负债表里举足轻重，房价上涨既存在财富效应下需求拉动效应，也有作为优质抵押品的信用扩张效应。

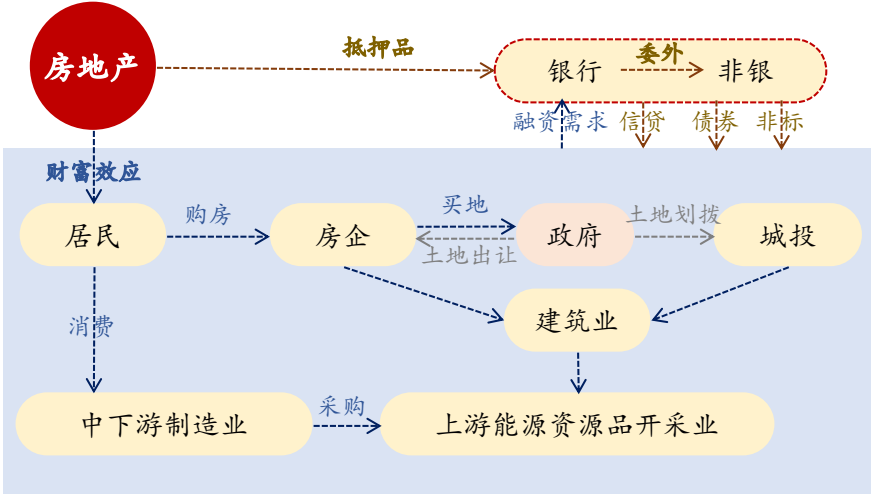


图 2 房地产是需求拉动与信用扩张的核心资产

需求拉动效应方面。由于住房在居民总资产中占有较高比重，房价上涨带来的财富效应拉动居民消费，房价上涨预期进一步刺激居民购房意愿。一方面，终端需求的扩大，将沿产业链向中上游传导，带来企业盈利改善与扩大产能意愿，另一方面，商品房销售量价走高将增加房企拿地积极性，加快新开工。整体而言，企业与居民的需求意愿与乐观预期对信用总量增速有很大意义。

信用扩张效应方面。房地产作为重要抵押品，房价上涨预期稳定有助于增加银行与非银对实体的信用投放意愿。土地市场升温也增加了地方政府显性（专项债-土地出让收入）、隐性（城投-划拨土地抵押）加杠杆的能力。

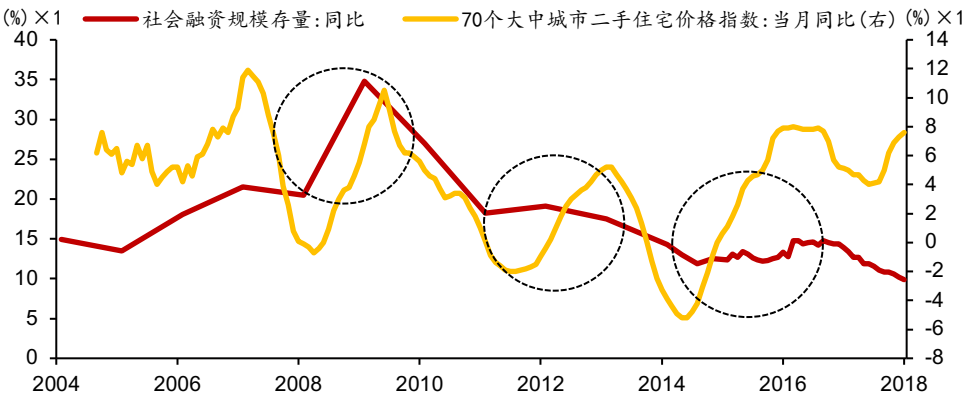


图 3 房价上涨带动信用扩张

资料来源：Wind

影子银行体系中房地产业也扮演着重要角色，房企拿地是房地产融资链条的开端，信用派生在“拿地-开发-销售”链条中逐步传导放大。由于土地成本高、银行贷款条件约束，房企

往往需要通过影子银行将债权包装为股权，撬动更高杠杆融资拿地；土地抵押与销售回款保证融资链条不被打破；开发商建设贷款再到居民购房按揭贷款，最终又回到房企拿地融资，实现了房地产行业信用派生正反馈的闭环。

可见，“松地产”也许不是“宽信用”的必要条件，但在曾经“总量型、粗放式”经济增长模式下，房地产在实体与金融之间起着“枢纽”和“放大器”的效果，也因此对“宽信用”的程度和时效有着举足轻重的影响。

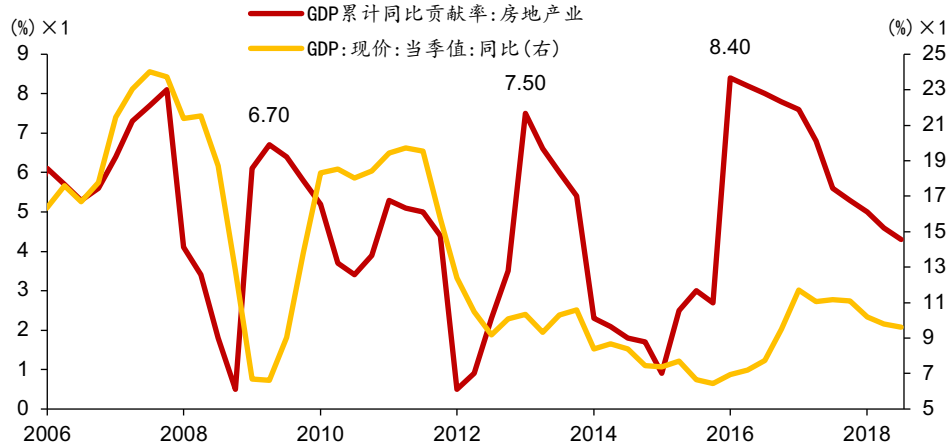


图 4 经济下行时房地产发力

资料来源: Wind

经过 09、12、15 年三轮通过加杠杆而达到稳增长目的后，目前中国非金融企业部门杠杆率已处于绝对高位，而中国居民部门杠杆率与世界各国相同发展阶段的居民杠杆率相比，仅次于马来西亚。如若房价在短期内大幅下跌，企业与居民持有的地产资产将大幅缩水，企业违约、居民断贷引起恐慌，将对金融体系稳定造成极大威胁。

（二）房地产与系统性金融风险的传导途径

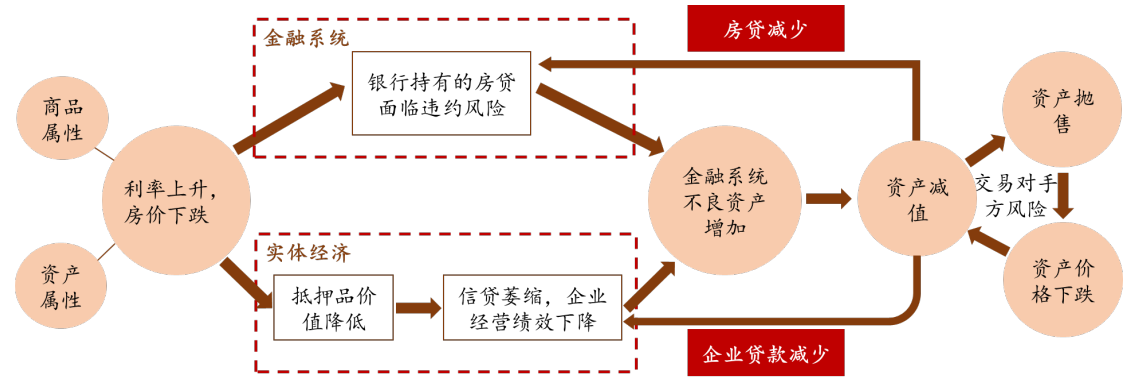


图 5 房地产与系统性风险的传导途径

1. 房地产价格波动影响系统性风险的金融系统渠道和实体经济渠道

一方面，房贷以及房贷相关的金融产品是金融机构重要的资产构成，当房地产价格大幅下跌时，债务人在资产价值下跌的情况下违约概率增加，使得银行不良资产增加。另一方面，房地产作为众多企业的抵押品，房地产价格降低使得企业净值降低，从而影响企业获得信贷

的能力，根据金融加速器理论，将使得信贷萎缩，企业经营出现困难，由此导致企业不良贷款增加。不良资产增加危及金融体系资产负债表，如果出现大面积的违约，或者因为金融产品的嵌套使得有毒资产大面积蔓延，均会使得银行开始抛售资产。

2. 抛售导致的流动性枯竭是系统性风险产生的重要原因

银行不良资产导致的抛售将使得金融市场的流动性瞬间陷入枯竭，一方面，资产抛售使得资产价格下跌，悲观预期使得交易对手方丧失购入意愿，市场流动性出现枯竭；另一方面，因为资产价格的下跌，融资方的抵押品净值降低，在杠杆交易等领域进行运作的资金将面临较大的融资压力，使得融资流动性也出现枯竭。市场流动性枯竭造成恐慌性踩踏，将对整个金融市场的交易对手方造成损失，形成系统性的风险。

四、日、美、德历史经验回顾

（一）日本 80 年代的房地产泡沫

在广场协议导致的日元大幅升值的背景下，日本经济空前繁荣，大量海外资金涌入日本，叠加金融自由化的推动，房地产市场价格不断走高，形成史无前例的大泡沫。1990 年，房地产价格达到顶峰，但随着货币政策收紧，严厉管制土地交易，海外资本不断流出，资产泡沫刺破，房地产价格不断下跌，日本经济陷入失去的二十年。

1. 形成：广场协议后时代，日元升值与低利率并存

二战后日本衰败，但随着美苏冷战的爆发，日本成为其后勤基地，促使日本迅速从战后的阴影中复兴，1953 年，日本经济开始进入高速增长时期。上世纪 80 年代初期，日本超越前苏联，成为亚洲第一强国和世界第二大强国。日本的贸易高速发展，制造业产品的高性价比更是具有吸引力，在电子、汽车、钢铁和造船等领域甚至超过美国。1984 年，得益于制造业的高速发展，日本对美国的贸易顺差由 1980 年的 76.6 亿扩大到 461.5 亿美元。经济增速和生产效率等各方面全面超越美国。

美国受到第二次石油危机影响，出现严重通胀。80 年代初，沃尔克强势加息，治理通胀，修复美元本位。1980 年 12 月，联邦基金利率达到 22% 的高点，强势吸引资本回流，美元指数在 1980 年第四季度开启强势反弹周期，而强势的美元在吸引资本回流之后也产生了副作用，即贸易赤字的持续扩张。为了有所改善，美国希望通过美元贬值来增加产品的出口竞争力。1985 年 9 月广场协议落地，主要是日本履行一连串的承诺。广场协议的精神是 G5（美、日、西德、英、法）国家之间解决美国国际收支赤字以及美元高估问题，其中日本的承诺和责任主要在于调节日元升值、推进日元国际化和金融自由化、扩大内需。日本 1985-1986 期间的货币政策，是相对理性地与 G5 其它国家进行政策协同。1985 年美国整体处于政策利率下调的过程中，日本整体上维持了利率的按兵不动，从而维持了与美国的利差，也就履行了日元的升值义务。日元的大幅升值吸引了海外资金的流入，提高了日元在国际货币体系中的地位，但与此同时，也为日后的日本经济泡沫埋下了伏笔。

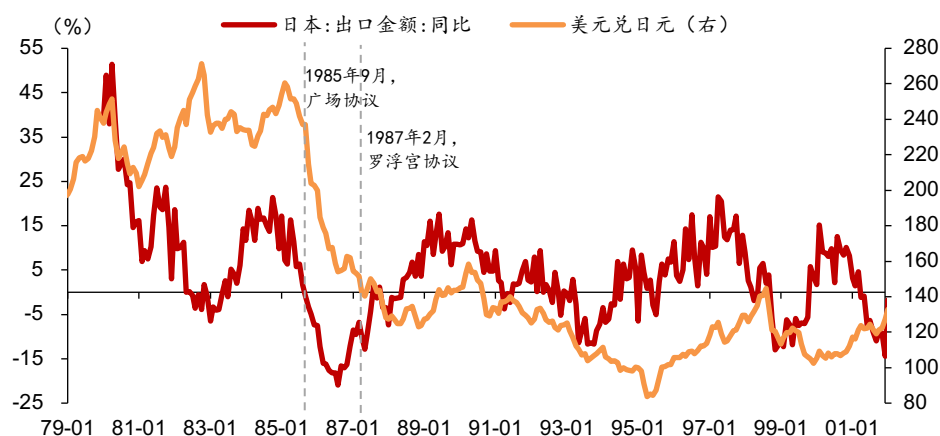


图 6 日元升值阻碍日本出口

资料来源：Wind

在履行广场协议的升值义务时，日本出现了“升值萧条”，即持续的升值使得自身的制造业部门出现了显著的衰退，从而让日本的实际 GDP 回落。但是日本内需的回落显然不利于美国的贸易顺差的调节，因此美国再次向日本施加压力，希望其履行以灵活的金融政策扩大内需的义务。因此，日本政府制定了提升内需的经济扩张政策，从 1986 年 1 月至 1987 年 2 月，日本银行连续 5 次降息，基准利率由 5% 降低到 2.5%。受货币宽松刺激，1986-1990 年 M2 同比由 8% 上升至 12% 以上，CPI 同比则由 0.6% 上升至 3.03%。

1986 年，日本在美国的压力下，进一步推动金融自由化。以国内债券市场为例，可发行可转债的公司在放松管制之前只有 2 家，1983 年增加至 25 家，到 1987 年更是增加至 175 家。另外，公司债券一级市场大幅扩张。公司债券的平均年发行量从 1975-1980 年的 2 万亿日元增长至 1985 年的 6 万亿日元，1989 年更是创下 19.6 万亿日元的历史新高，且至今尚未打破。

金融自由化叠加货币宽松，造成日本的经济过热以及资产价格泡沫，大量资金流向了股市和房地产市场。1987 年后，随着美元贬值和原油反弹带来的输入性通胀，美国开启了加息之旅。但 1987-1989 年，日本迫于各种压力，将利率维持在 2.5% 的水平长达 2 年 3 个月的时间之久，日本经济实现了从“升值萧条”向“升值繁荣”的转换，但是也走向了过热，并伴随着资产价格的飙升。日元的升值不再靠利差维持，而是靠资产价格的飙升吸引资本的流入，一个巨大的泡沫正在诞生。

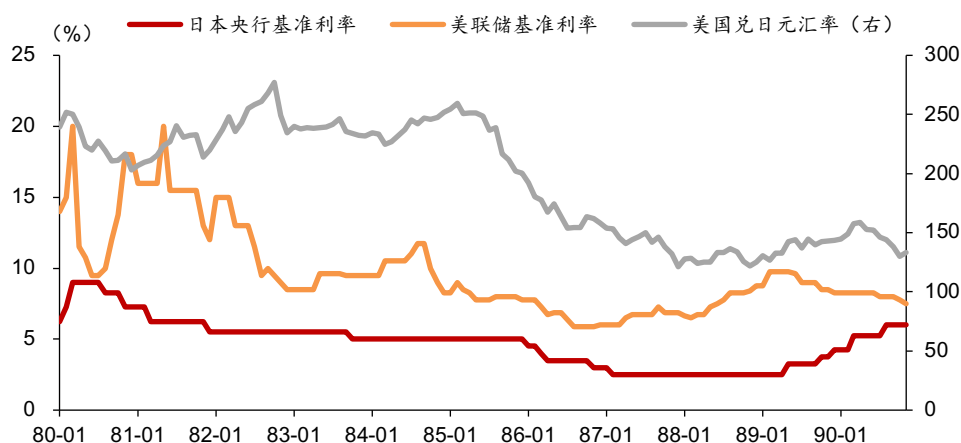


图7 美日基准利率与美日汇率

资料来源：Wind, Bloomberg

2. 狂热：银行降低放贷标准、海外资本不断流入

由于金融自由化的发展，公司借助债券市场直接融资的成本大大降低，甚至低于从金融机构借款的成本，于是公司利用债券融资的方式来偿还银行贷款，这对金融机构造成了巨大的压力。面对大公司提前还款、贷款到期且不愿以之前的较高利率续做贷款的情况，银行为了寻找新客户而进行激烈竞争，新客户的争夺愈发激烈，贷款标准经常被降低。对于争取到的新客户，只要客户进行地产抵押，无论其信用情况如何，银行均会进行放贷。且相对于一般公司贷款，地产抵押贷款的风险权重较低，意味着房地产抵押贷款需要的资本金更少，于是金融机构发放了大量的抵押贷款。部分银行高层以放贷规模作为员工考核指标，促使房地产抵押贷款占日本银行总贷款的比例逐年上升。随地价和股价的上涨，借款人的抵押能力随之上升，筹集到的新资金又投资到可能升值的土地和股票中，不断推升房价。

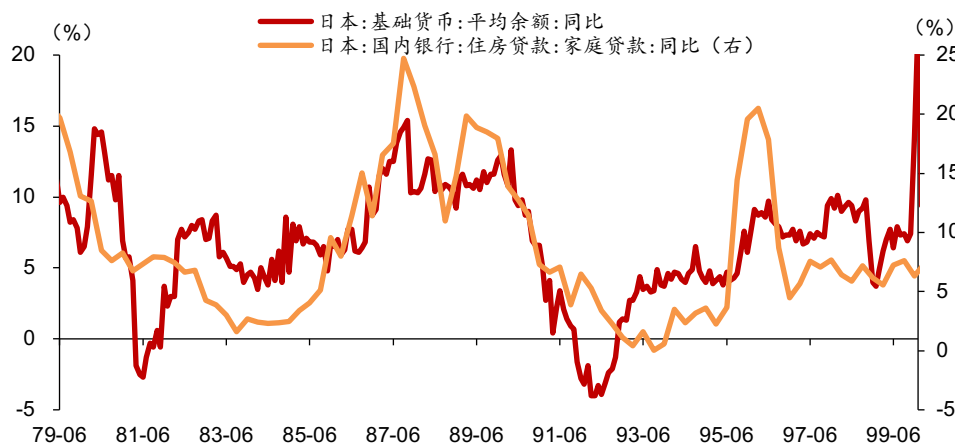


图8 日本基础货币平均余额与住房贷款增速

资料来源：Wind

海外资金的流入加速了日本房地产泡沫的膨胀。《广场协议》签订后，美元兑日元汇率由1985年2月的260下降至1987年12月的121.25。日元的大幅升值，叠加87年美国股灾，导致海外资金持续涌入。强劲的日本股市受87年美国股灾影响不大，且率先突破股灾前的高点。股价和房价的持续上涨，进一步吸引了更多的国际资本进入日本进行投机，泡沫

越来越大。

宽松的货币政策促使大量资金涌入房地产市场，日本地价开始飙升。1984-1991 年日本城市地价指数上涨了 66.1%，而消费者物价指数仅上涨 12.6%。同一时期日本名义 GDP 增速年均均为 5% 左右，远低于地价上涨幅度。地价快速上涨对实体经济发展已造成了严重影响。地价过高限制工厂扩大规模，也给城市基础设施建设带来阻碍；同时，房价高企使得普通日本人无法满足基本的住房需求。恶性循环使得日本泡沫经济愈发脱离实体经济。

3. 崩溃：房地产泡沫破裂，金融体系持续受挫

在资产泡沫的压力下，日本政府收紧财政和货币政策，采取严厉管制，主动去泡沫。最终股市房市泡沫先后破裂。

1987 年 7 月，日本财务省举行听证会，要求金融机构严格控制土地贷款项目，具体要求为“房地产贷款增长速度不能超过总体贷款速度”，受此影响，日本各金融机构的房地产贷款存量增速迅速下降，从 1987 年 9 月 24.7% 下降至 1988 年 9 月的 11%。1992 年，日本银行基本已停止发放房地产贷款。1987 年 10 月，日本政府为了降低房地产投机交易，调整了土地收益税。针对两年以内的土地转让交易，提高了税收（李众敏，2008）。受此影响，东京圈土地价格指数上涨幅度放缓，地价稳定，由 1987 年 9 月 205.10 上涨至 1989 年 3 月的 215.60。

对房地产贷款和土地交易的严厉管制使地价暂时维稳，但由于土地供给减少，使得 1989 年起，地价再次上涨。1989 年，日本通胀快速上行，CPI 由 1989 年 3 月的 1.1% 上升至 1990 年 11 月的 4.2%。通胀压力叠加资产价格的持续飙升，使日本央行自 1989 年起连续加息 5 次，日本央行基准利率由 1987 年 4 月的 2.5% 上升至 1990 年 8 月的 6%。受此影响，货币供应增速和房价大幅下滑，M2 增速由 1990 年 5 月的 13.2% 下降到 1992 年 11 月的 -0.6%，东京圈地价由 1991 年 3 月的 243.5 降低到 1999 年 9 月的 104.9。

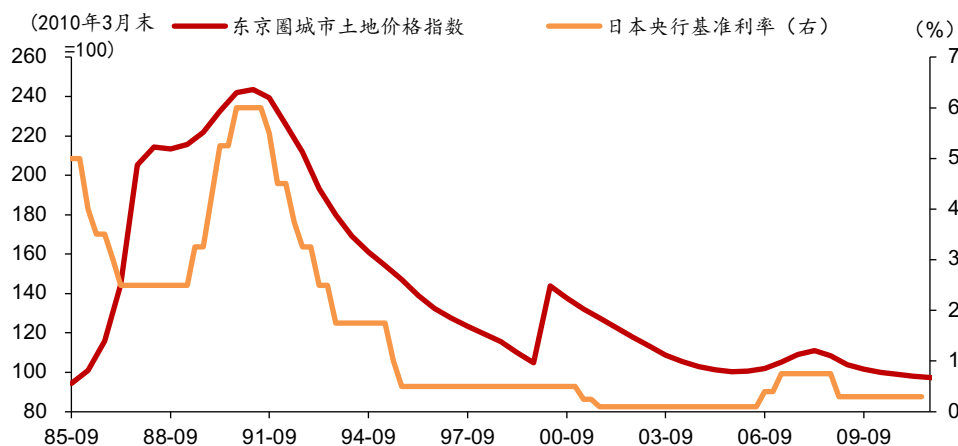


图 9 日本房价波动与日本央行利率

资料来源：Wind

紧缩的货币政策首先刺破了股市泡沫。1990 年 1 月起，日经指数开启下行通道，由 38000 点以上一路下行到 1992 年 8 月的 14000 多点。随着股市的大幅下跌，破产公司逐渐增多，其持有的大量不动产被拍卖，房地产市场出现供大于求的状态，房价出现下跌趋势。与此同

时，日元不再升值，套利空间日益缩小，美欧股市表现日益强劲，国际资本逐渐撤离。最后，日本政府出台的“地价税”政策，让土地所有者抛售土地。上述三个因素叠加紧缩货币的滞后效应，让房地产价格大幅下跌，土地和房屋成交萎靡。

房地产价格的崩溃导致大量不动产企业及关联企业破产，金融机构也无法幸免于难。1993年，日本不动产破产企业的负债总额高达3万亿日元。金融机构由于直接或间接为房地产市场提供了资金，也拥有了巨额不良贷款。1990年，80%的银行贷款直接或间接与房地产有关。1990-1991年，大量银行丑闻不断曝光。严重的信用危机，让银行几乎全部濒临破产，在之后亚洲金融危机的冲击下，即使政府大量向大银行注资，也无法使其避免破产重组的结局。

随着资本市场泡沫的破裂，中小银行的破产，各类丑闻曝光，让日本投资者丧失了信心，日本房地产市场也从此陷入衰退。在之后的亚洲金融危机和次贷危机的打压下，日本房地产市场再也没能重现辉煌。日本经济也自此进入“失去的二十年”。

（二）美国 00 年代的房地产泡沫

2000年互联网泡沫破裂后，宽松货币政策和房贷政策，发放大量次级贷款，催生了2001-2006年的美国房地产泡沫。由于次贷衍生众多金融创新产品，将美国房地产泡沫与国际金融市场紧密结合，次贷危机迅速蔓延成全球金融危机，至今影响仍未全部消除。

1. 形成：放贷标准降低，房地产投机需求产生

2000年互联网泡沫破灭，经济增速放缓，2001年的“9.11”事件以及由此导致的股市动荡进一步加剧了人们对经济发展前景的担忧。小布什为刺激经济增长，大力宣扬“有房社会”以刺激房地产市场。其后果是银行降低放贷标准，美国居民以贷还贷，房价涨幅与收入增幅脱钩，促成了次级贷款的大量发放。

从货币政策来看，美国于2001年初进入格林斯潘低利率时代，2001年1月至2003年6月，美联储连续13次降息，联邦基金利率由6.5%降到1%。实际利率在2002年末由正转负。30年固定利率抵押贷款合约利率从2000年5月的8.52%下降到2004年3月的5.45%。从贷款政策来看，各大公司为争夺客户而展开了激烈竞争，导致借款者的信用门槛不断降低。2005年，零首付贷款占比为35%左右，缺证/无证贷款占比为50%左右。2001年，二者占比分别仅为0%和30%。长期的宽货币政策，叠加低门槛贷款政策不仅刺激了低收入群体的购房需求，也使得大规模房地产投机需求产生。2004年三季度起，美国房屋空置率开始迅速上升，由1.7%上升至2018年四季度的2.9%。

最终，美国次级贷款泛滥，而优质贷款急剧下降，金融创新使得美国房地产泡沫越来越大。由于抵押贷款公司不能直接吸收公众存款，只能依靠贷款的二级市场和信贷资产证券化解决资金来源，由此产生了大量金融创新产品，如MBS、RMBS、CDO等。贷款公司通过金融创新产品获取流动性的同时，也把相关风险转移给资本市场，投资者又利用它们打包形成新的产品，不断循环往复，使得产品风险无法衡量。截止2007年，次级贷款总额为8000亿美元，与次级贷款有关的金融产品总额高达8万亿美元，金融创新产品杠杆高达10倍。

同期优质贷款仅为 1.5 万亿美元。金融创新产品的高回报也吸引了国际资本的流入。2001 年以后，随着中国等新兴国家贸易顺差增大，积累大量美元，购买大量美元资产。与此同时，欧洲、日本等地区也大量投资了次贷产品，泡沫越来越大。

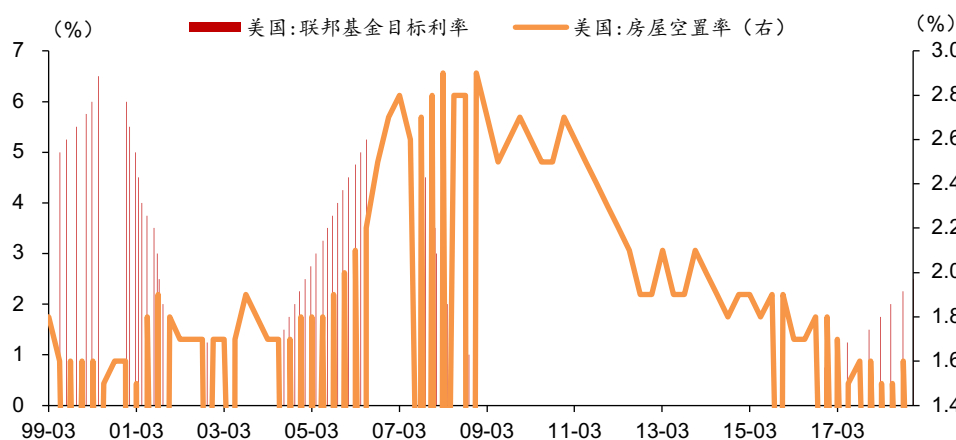


图 10 美国基准利率与房屋空置率

资料来源：Wind

2. 狂热：宽货币政策刺激，银行助推信贷扩张

小布什为了刺激房地产市场，在 2003 年 12 月签署了《美国梦首付款法案》。法案规定政府每年为低收入家庭资助两亿美元，以满足其住房需求。这促使金融机构不得不向无工作、无固定收入和无资产的“三无”人员提供贷款。大量资金以保障低收入家庭住房的名义流入房地产市场，叠加美联储低利率政策，使得房价攀升。

由于作为抵押品的住宅价格一直上升，即使金融机构降低贷款门槛导致出现违约，银行也可拍卖住宅以收回资金。于是银行不再担心违约问题，主动向“三无”人员提供贷款，且发放了大量等房地产投机的加杠杆工具（可调利率抵押贷款和按揭再融资贷款）。可调利率抵押贷款在借款初期偿还压力小，可按低于市场的固定利率付息或者不付息，但后期还款压力大。2001 年，可调利率抵押贷款发放量占总按揭贷款比重低于 20%，2004 年迅速提高到 40%，随后的两年中也保持在 30% 以上。而按揭贷款再融资的抵押品实质上是房价上涨带来的房产权益价值的提升，是一种基于资产价格上涨预期的加杠杆行为。2004-2007 年，伴随房价大幅上涨，按揭贷款再融资占比迅速提升，期间平均比重超过 39%，较此前上升 7 个百分点。

此外，宽松的货币政策使得货币市场拥有较低的借贷成本，促使金融机构利用短期资金为长期资产融资。抵押贷款机构由于没有任何存款，依靠货币市场隔夜或一周左右期限的资金，发放大量 30 年以上的房屋贷款，这造成了银行资产和负债的期限严重错配，从而积累了巨大风险。

在宽货币政策的刺激下，房价一路攀升。据美国 10 个主要城市房价指数显示，2006 年 6 月，美国房价指数达到 226.29 的历史新高，为 1997 年 1 月的 2.9 倍。房地产业对美国实际 GDP 增长的拉动率由 2002 年的 0.27 个百分点上升至 2005 年 0.66 个百分点。住房抵押贷款发放规模在 2002-2003 年间季度复合增长率达到 10%，期间单季度达到 1.1 万亿美元左

右的高点，2004 年-2006 年在 8000 亿美元左右浮动。次级贷款发放规模自 2002 年一季度起迅速上升，由 500 亿美元上升至 2005 年三季度 1750 亿美元的高点。次级贷款余额占房贷总余额的比重由 2002 年低于 10% 的水平，一路飙升至 2008 年一季度的 26%。

房价大幅上涨，但借款人大多无稳定的收入来源，造成了收入与房价增速的背离，不断上升的房价是金融机构收回次级贷款的唯一保证，这也为之后的房地产泡沫破裂埋下了伏笔。

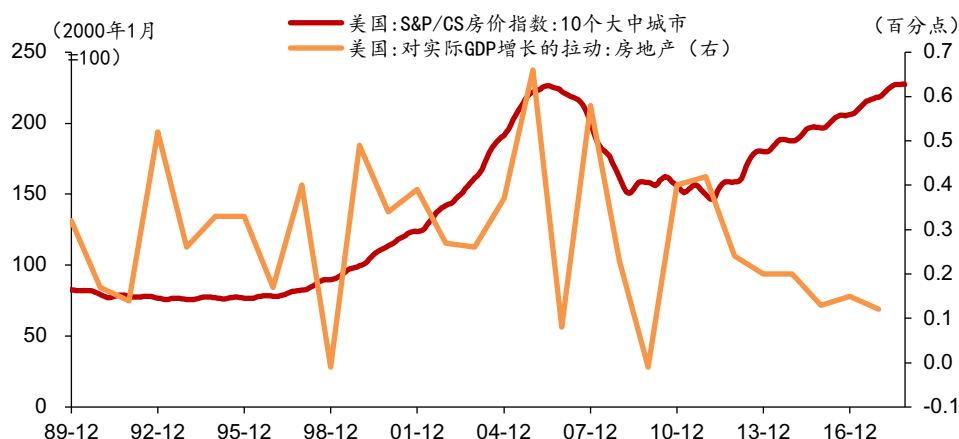


图 11 美国房价指数与房地产对 GDP 增长的拉动

资料来源：Wind

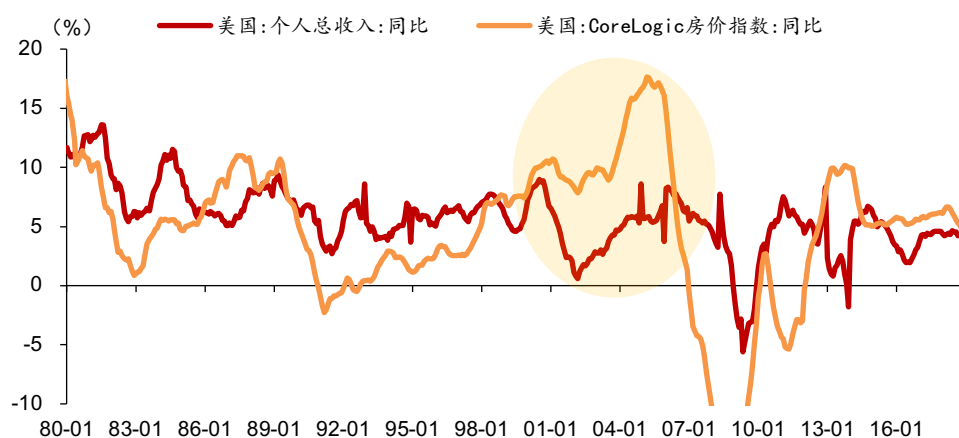


图 12 美国个人收入与房价增速背离

资料来源：Wind

3. 崩溃及影响：快速加息刺破泡沫，沃尔克法则颁布

2003 年美国逐渐复苏，为避免经济过热，维持物价稳定，美联储从 2004 年 6 月起连续 17 次调高联邦基金利率，由 1% 增加至 2006 年的 5.25%。由于次级贷款中，可调节利率贷款占比大，后期还贷利率随着基准利率的抬升而上升，造成次贷借款人还款压力的增加。与此同时，加息逐渐刺破了房地产市场泡沫。2006 年，美国主要城市房价指数筑顶，2007 年快速下跌。由于房价的升值是次级借款人还款的唯一保证，房价的下跌让他们不得不违约，次级贷款违约率自 2007 年起快速攀升，由 4% 上升至 2009 年的 15%。与此同时，抵押贷款机构也无法通过出售抵押品收回本金和利息，所有房地产投机工具失效。

2007 年起，受次贷违约影响，提供次贷住房抵押贷款金融机构发出业绩预警，甚至申请破产保护。2007 年初，汇丰控股为其所持美国次级房屋贷款增加准备金至 105 亿美元。同年 4 月 2 日，美国第二大次贷抵押贷款金融机构新世纪金融申请破产保护。随后，危机逐渐蔓延到购买了次贷金融创新产品的银行、保险和基金等金融机构，并迅速蔓延全球。美国贝尔斯投行、花旗银行、德国工业银行、法国巴黎银行以及日本韩国多家银行均因持有大量美国次级贷款而遭受损失。2008 年雷曼兄弟破产，美林被收购，商业银行巨头 RBS 等欧洲大型银行纷纷国有化。由于美国住房贷款资产被包装成 RMBS、CDO 等大量金融衍生品，并转卖给全球投资者，使得美国房地产泡沫破裂迅速升级为国际金融危机。

次贷危机发生后，数百家银行倒闭，多家大型金融公司申请破产，美联储紧急救市。2007 年以前，美联储总资产规模一直处于稳步上升的状态，持有国债占比超过 80%。次贷危机发生之后，为了拯救金融业，布什政府和奥巴马政府分别实行了“问题资产救助计划”以及“金融资产援助计划”，美联储大幅增持抵押担保证券等“有毒”资产。自 2017 年年底，美联储总资产随着“有毒”资产规模的下降而缓慢下降，但其占比仍相对较高。未来如何处理其表内复杂的“有毒”资产是美联储仍需解决的难题。

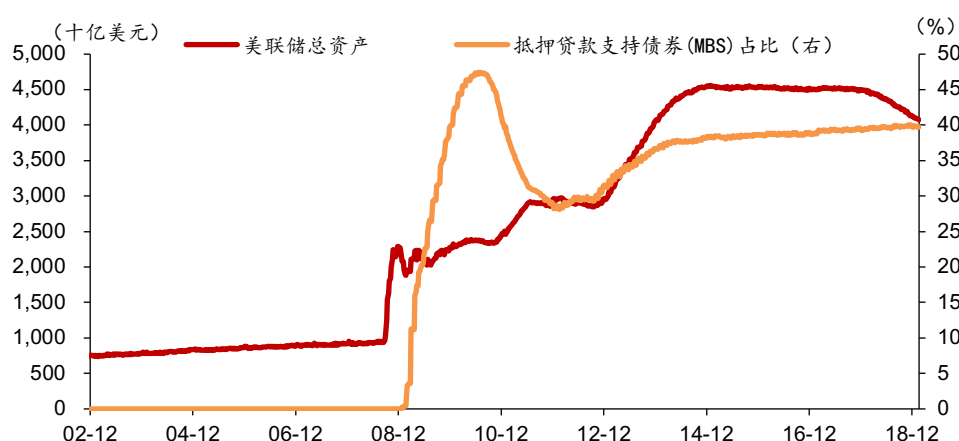


图 13 美联储总资产规模受“有毒资产”影响而大幅上升

资料来源：Wind

次贷危机后，为改善美国金融监管状况，奥巴马于 2010 年 1 月 21 日颁布“沃尔克法则”，沃尔克法则的实质是禁止银行进行投机交易，表现为限制银行进行自营交易，其主要目的是对金融市场去杠杆。金融危机发生时，银行的风险集中在自营交易的金融衍生品上，这些衍生品都具有数十倍杠杆。“沃尔克法则”同时限制了商业银行的规模，旨在让银行更好地发挥传统业务职能，分业经营，避免风险。

次贷危机至今已有 10 年，美国经过三轮 QE 和零利率才逐渐复苏，欧洲日本央行在宽货币政策的刺激下，至今仍处于低谷，中国经济告别高增长时代。至今，次贷危机对全球经济的增长仍未全部消除。

（三）美国和日本房地产泡沫形成的原因

我们剔除美国和日本在金融制度、金融市场结构、实体经济特点、国际市场地位等方面的差异，就美国和日本房地产泡沫形成的共同原因进行一定的分析：

1. 房地产市场需求方：货币宽松环境是房地产泡沫的主要推手，住房贷款是房地产市场的重要支撑，宽松的货币环境使得居民可以以较低的成本获得住房贷款，会大幅增加房地产市场的需求。同时，政府的鼓励性消费政策和房地产税的缺失使得房地产市场需求持续繁荣。

2. 房地产市场供给方：金融自由化过程中，各类金融产品或者融资方式发生变革，金融机构可以更加自由地参与套利活动，自发或者被动地增加提供住房贷款的意愿。如日本由于金融自由化，直接融资成本降低，银行被迫降低信贷标准。而 00 年代美国房地产市场繁荣则是因为 CDO 等结构化产品使得次贷资产的风险被“自认为”地分散，促进了次贷的发放。同时，住房价格的上涨也能反作用于金融机构的放贷意愿，由此形成正反馈循环，推动房地产泡沫不断膨胀。

3. 缺乏对银行等金融机构顺周期行为的监管。房地产繁荣阶段，大量资金流向房地产，贷款激增且不良贷款率降低，银行资产负债表扩张。经济上行时，银行利润增加，导致资本增加，银行受到资本充足率的约束降低，信贷扩张。2004 年巴塞尔委员会发布的新资本协议允许银行选用内部评级法确定风险权重和监管资本要求，进一步加大了顺周期效应，因为经济上行期间风险权重降低，反之亦然。此外，经济扩张时，违约率和损失率下降，拨备减少，利润增加，资本增加，使银行可提供更多贷款。金融机构的顺周期性进一步加剧了房地产市场价格、需求和供给正反馈循环，推升房地产泡沫。

因此，房地产泡沫的形成取决于需求、供给以及监管等多方面的因素，抑制房地产泡沫需要做到“对症下药”，切实性地降低炒房需求，解决信贷标准过低的问题，同时加强对银行的宏观审慎监管。

（四）“独善其身”的德国房地产市场

40 多年来，德国的房价一直十分平稳，没有周期性变化，甚至在 2008 年全球金融危机时都独善其身。德国房价的平稳性得益于其稳健的金融制度、均衡的税收制度以及完备的租赁制度，值得深入研究。

1. 稳健的金融制度

1) 货币政策

德国央行一直以稳定物价作为首要目标，经济增长作为次要目标，一直以来实行着稳健的货币政策。1998 年，欧央行成立，稳定物价仍作为首要的长期目标，使德国稳健的货币政策得以延续。1976 年-2018 年，德国通胀均值为 2.25%，近 20 年来，更是低至 1.42%。

稳健的货币政策为平稳的德国房价提供了基础。1976 年以来，德国名义房价增速长期低于通胀增速，实际房价更是多年负增长。直到 2008 年金融危机时，由于德国房价在之前并未大涨，名义房价增速仍低于 CPI 增速，德国房地产市场反而逐渐吸引了全球投资人的注意力。从 2010 年开始，大城市和大学城对于德国人的吸引力上升，人口从小城市流入大城市，得加外国人的迁入，德国大城市和大学城的房屋供应再次变得紧张，德国房价因此出现加速上涨的势头。2010 年一季度至 2018 年三季度，德国名义房价指数上涨了 39.9%，年

均增长 3.56%。

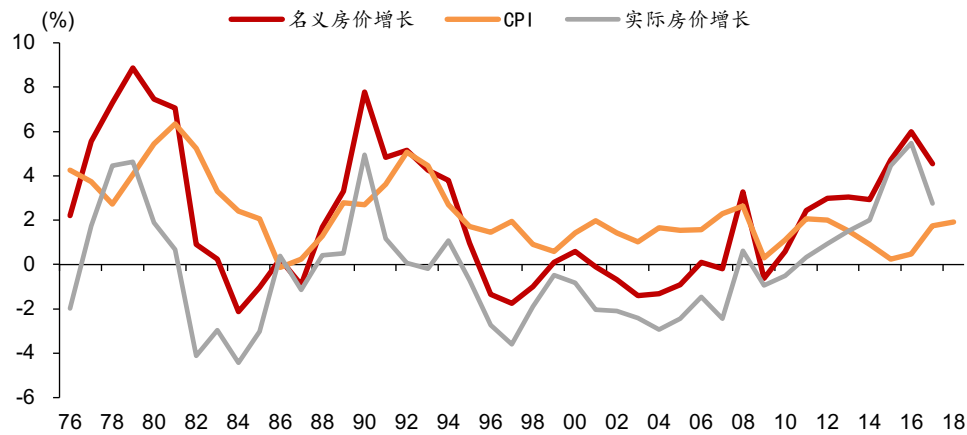


图 14 德国名义房价增长长期低于 CPI 增长

资料来源：Wind

2) 房贷政策

德国审慎的房贷政策，使得德国房地产市场受货币政策的影响较少，德国房地产市场的短期繁荣主要由房贷上涨驱动。总体来说，德国银行设置的按揭贷款发放门槛很高，维持了德国房地产市场的稳定。

从房贷额度决定因素来看，德国银行是根据按揭贷款价值确定的，而不是房产的价格。这与其他国家有很大不同，也是德国防范房地产金融市场出现顺周期因子的第一个重要因素。德国银行在对按揭贷款进行估值时，参考的主要是经济低估时的房价，这就避免了房地产市场出现房贷发放周期。

从德国购房首付来看，首付比例较高。德国购房首付比例在 20%-40%左右，即按揭贷款价值比率（loan-to-value ratio, LTV ratio）在 60%-80%。德国抵押债券法规定，利用按揭债券融资的 LTV 率最高为 60%，这种融资方式的按揭贷款占房贷总量的 1/10 左右，而德国建筑和贷款协会规定的 LTV 率最高为 80%。为了防止信贷的过度发放和随之引起的房地产市场过热，2017 年 3 月 30 日，联邦议会颁布了防范金融稳定风险的金融服务监管补充法规，并且对住房信贷准则进行了修改，规定了 LTV 目标和最低偿还金额等。

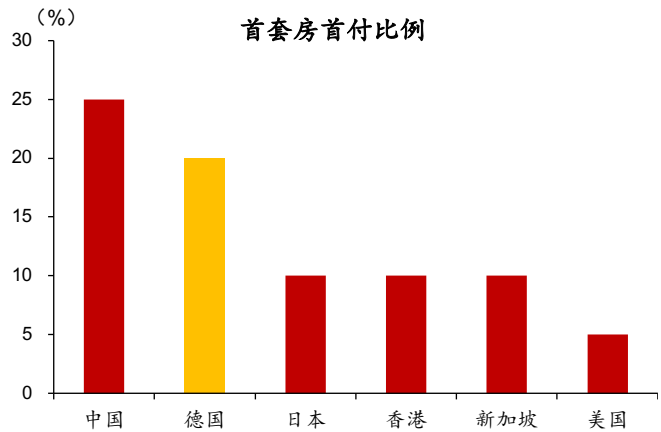


图 15 德国购房首付较高

资料来源：公开资料整理

从按揭贷款类型来看，德国发放的按揭贷款以固定利率为主，所以按揭成本受到货币政策的影响较小，有利于房价的稳定。主要是由于与浮动利率按揭贷款相比，固定利率贷款违约风险较小，可起到稳定住房金融市场的作用。美国次贷危机的爆发的原因之一，就是由于发放了大量的浮动利率贷款，可见固定利率贷款对于稳定房地产市场的重要性。2003 年以来，德国新增房贷只有不到 15% 的贷款为浮动利率贷款，其余绝大部分均为固定利率贷款，且 2013 年以来，10 年期以上固定利率按揭贷款进一步增加，有助于维持房地产市场的稳定。此外，固定利率贷款借款人如果要提前还贷，需要支付一定的违约金，以补偿银行因为借款人提前还贷给银行带来的利息损失。这就使得固定利率按揭可保护借款人和贷款人，避免受到实际利率波动的冲击。

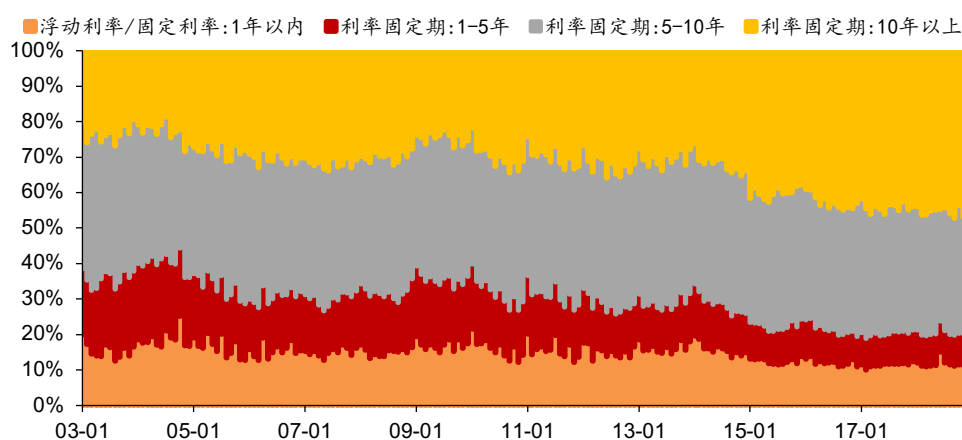


图 16 德国新增房贷以固定利率按揭贷款为主

资料来源：Wind

此外，德国住房金融体系除了按揭贷款，还运行着独特的住房储蓄模式。住房储蓄贷款起源于英国，在欧洲发展良好。客户通过储蓄阶段证明自身经济实力，储蓄阶段大约 8 年，储蓄金额在合同额的 40-50%，在存款期满且满足配贷条件时，进入配贷程序。住房储蓄机构对申请者的配贷条件进行评价，在储蓄阶段表现良好、信用等级高的优先配贷，以此来获得后续贷款。贷款发放后，按月低息还款。这种“先存后贷”的模式，让资金专款专用，只在住房储蓄机构和参与的购房者之间循环，进而使得利率不受金融市场的干扰，长期稳定并维持在较低水平，有效抑制了居民杠杆。

2. 均衡的税收制度

从税收制度来看，与德国房地产市场相关的税种包括土地税、租金收入所得税、二套住房税、土地购置税、资本利得税和商业税等。总体来看，在保有和使用环节税负较轻，但在交易环节税负较重，严厉打击炒房行为。

土地税属于保有环节的税收，实际税率低，但由于其对所有存量土地均进行征税，所以总税收很高，2017 年税收 140 亿欧元，占财政收入的 0.98%。

租金收入所得税和二套住房税属于使用环节的税收，总体来看，税负不重。对于租金收

入来说，房屋租金计入个人年收入，按照个人所得税收取，起征点为 9000 欧元，税率在 14-45%之间。二套住房税是对居民使用的第二套及以上住房（包括租住）进行征税，有别于与其他国家基于产权划分的房产税。对于二套房是否征税，取决于房屋使用目的以及使用者的收入情况，在多种情况下可以免税，税率在 5-20%之间，各城镇之间有所不同。二套住房税提高了住房的流动性，降低了住房空置率，2017 年，德国空置率仅有 3.2%。

从交易环节来看，德国房地产的交易成本较高。算上公证费用、法院土地登记费用、中介费用和房产税等税费，德国购房交易成本占房产最后成交价的 9%-15%。其中公证费用占大约 1%，法庭用于土地登记的费用占 0.5%左右。1983 年以前，德国的平均土地购置税（房产税）为 7%，但是 80%的地产交易都不用交纳土地税，1983-1996 年德国土地税平均税率大约为 2%，但是交易免税范围大大减少，1997-2006 年 8 月 31 日，土地税均值为 3.5%，2006 年 9 月 1 日之后，各个联邦州可以自己决定土地购置税，2016 年德国土地购置税均值为 5.3%。

此外，德国政府严厉打击炒房行为，除了土地购置税外，还有资本利得税和商业税。德国法律规定了长达 10 年的“投机期”以及“三套房屋上限”。首先，如果从购置房屋到再次出售房屋不满 10 年，出售非自用房屋所获得的收益（转让价格与当初购房价格之差）将被征收 25%的资本利得税。实际需要缴纳的税额还与累进制的个人所得税率以及房屋的折旧有关。但是如果房主、其配偶或者生活伴侣、或其子女在房屋出售当年以及之前两年都居住在此，就可以免交这笔“投机税”。其次，如果在五年之内购买了 3 套以上房产，就被认为是专门的商业行为，即使 10 年期满，出售房屋仍然需缴纳商业税，2009 年后商业税率统一为 3.5%。各个城镇还将对出售房屋获得利润征收额外商业税额。自然人和合伙公司的商业税免征额为 24500 欧元，而协会和特定企业的商业税免征额为 5000 欧元。除了商业税，出售房屋的商业行为还需要缴纳 19%的销售税。

3. 完备的租赁制度

德国发达完善的住房租赁市场保证了高质量、价格适宜的住房供应，使得德国住房自有率水平较低，在 45%左右，对购房形成了很好的替代，这也使得德国的房价处于较低水平，且波动较小。而法律和政策上对于住房租赁市场的保护，市场上供需平衡的局面，也使得德国住房租赁市场健康发展。

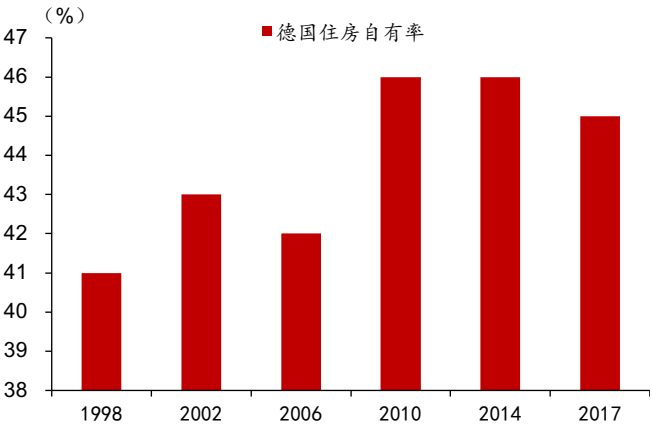


图 17 德国住房自有率水平较低

资料来源：德国联邦统计局

德国的《住房租赁法》中，对租客权益进行了保护，并限制了租金上涨幅度。租约合同一般默认为无固定期限合同，房东若签订固定期限合同，需提前说明租约到期后房屋的具体合理用途。此外，房东不得随意解除租约，且租客对房屋有优先购买权。对于租金限制，1982 年德国开始实施租金上限的政策，如果租金一年之内不变，房东可以提高租金，但是三年之内租金最多能上涨 30%（年均涨幅 9.1%），1993 年租金涨幅上限被调低至 20%（年均涨幅 6.3%）。目前违反该条例将最高被处以 5 万欧元的罚款。2001 年房东必须维持租金不变 15 个月以上，才能涨租金。2013 年租金法改革，规定在某些住房供给特别紧张的地区，三年之内租金涨幅不得超过 15%（年均涨幅 4.8%）。2015 年德国针对新缔结的租房合同引入“租金刹车”（rental brake）的措施：在租房供给特别紧张的地区，新缔结的合同租金不得高于正常租金的 10%，价格限制时限最长为五年。

对于租赁群体，政府对其进行了租金补贴。租金补贴金额的发放主要考虑申请人的收入、家庭成员数目以及当地租金水平。这个政策的优点还在于，每年对申请人进行动态考核，并不是申请到补助后就可以一直获得。租金补助期原则上定为 12 个月，如果预测到补助期内会有重大变化，比如家庭总收入提高超过 15%，或者大学毕业生开始找工作，审批的补助期会减少，甚至终止。

另外，在供给端，政府也进行了支持。德国是一个高社会福利国家，为满足社会弱势群体的住房需求，提供了社会福利房。对于社会福利房的建设，提供信贷担保以及低息贷款甚至无息贷款。对于房东，政府为鼓励租赁，提供了税收优惠或直接进行补贴。出租住房折旧率较高，以此来减轻税负。由此形成了租赁市场供需平衡的局面。

五、中国房地产泡沫现状与国际对比

20 多年来，中国房地产市场蓬勃发展，房价一路走高。借鉴日本和美国的房地产崩盘经验，房价不宜过快上涨，易引发系统性金融风险。目前，我国房价水平高，家庭资产配置房产比重过大，马歇尔 K 值以及非金融企业杠杆率过高，面临着极大的房地产泡沫破裂的风险。

（一）资产价格现状及对比

从各国名义房地产价格对比来看，80 年代的日本以及 00 年代的美国都经历了房地产价格的暴涨。日本 1991 年的总体用地价格是 1980 年的两倍多，而 6 大城市商业用地平均地价则上涨了 6.2 倍；美国 2006 年的房价是 1997 年的近 3 倍。中国房价近年来一直处于上升通道，住宅每平方米平均价格由 2010 年 8 月的 8940 元上涨至 2019 年 1 月的 14710 元，共上涨 1.64 倍。

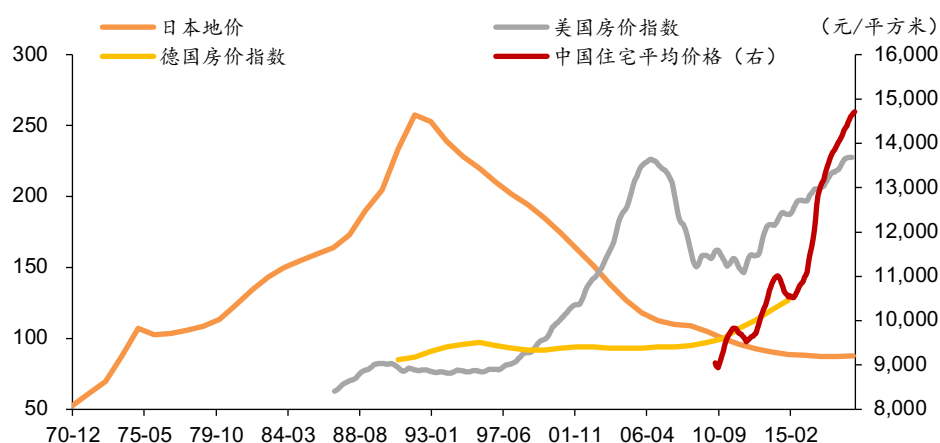


图 18 中日美德四国名义房价

资料来源：Wind

从各国实际房价来看，日本 1990 年实际房价指数为 258，达到历史最高，较 1980 年的 90 上涨近 2 倍。美国实际房价指数 2006 年达到最高为 195，较 1997 年的 113 上涨 70%。中国实际房价指数自 2001 年起，进入上升通道，2017 年达到历史最高值 179，较 2000 年的 79 上涨 116%，较 2007 年的 150 上涨 19%。

中国近十年房价上涨幅度，无论是名义还是实际，均不及美日形成地产泡沫时期的幅度，但拉长时间来看，近二十年中国实际房价涨幅已超过美国最大涨幅，应引起重视。反观德国，1971 年至今，房价十分平稳，2008 年金融危机时，房价反而逆势走强，但至今相较 1971 年，实际房价指数仅上涨 20%，其维持房价稳定的政策经验值得借鉴。

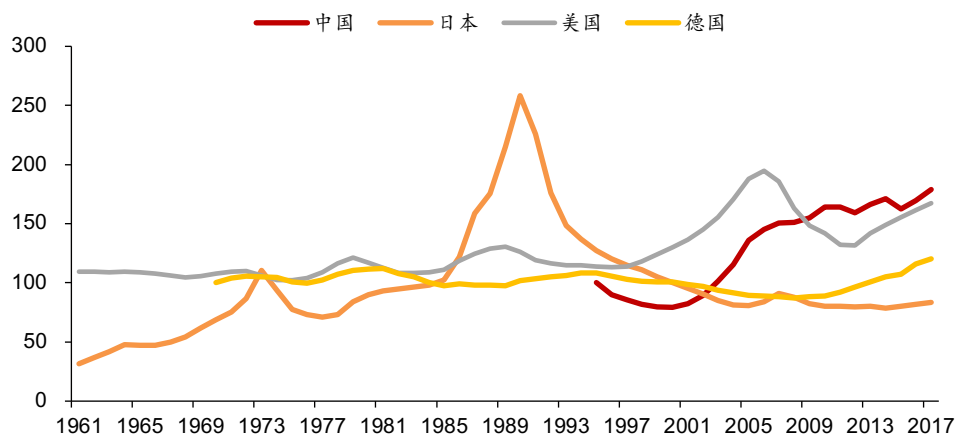


图 19 中日美德四国实际房价

资料来源：BIS

从各国股市来看，在房地产泡沫形成期间，往往伴随着股市的繁荣。日本和美国股市在资产泡沫形成期间分别快速上升，泡沫破裂后见顶回落。1984 年底至 1989 年底，日经 225 指数上升了约 3.4 倍。2002 年 9 月至 2007 年 10 月，标普 500 指数上升了约 1.9 倍。所以防止房地产泡沫的产生也有利于金融市场的稳定。

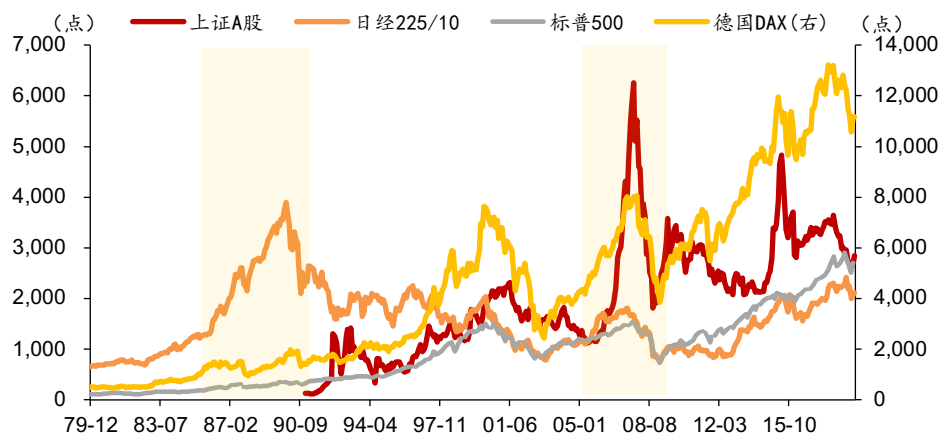


图 20 中日美德四国股市走势

资料来源：Wind

从家庭资产结构上来看，中国以房产为主，各类资产占比分配不均，结构远不及美国均衡。中国家庭的房产占比为 73.60%，远超过美国家庭房产占比的 36%，占比过高，而金融资产则仅占 11.30%，远低于美国的 41.80%。目前中国家庭资产结构与 1989 年的日本较为类似，均以房产为主，如果房价大幅下跌，对经济增长将会形成致命打击。

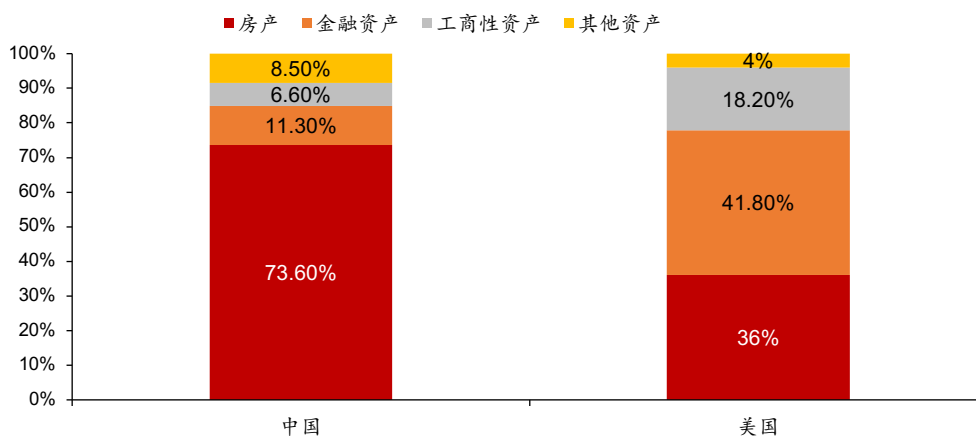


图 21 中国家庭资产结构以房产为主，不及美国结构均衡

资料来源：CHFS 2017,《家庭金融资产配置风险报告》

(二) 宏观经济现状及对比

1. 金融机构的贷款态度

在美日地产泡沫形成期间，金融机构均大肆放贷，最终形成了资产泡沫。在 80 年代后半期，受宽松的货币政策和金融市场结构性变化的支持，日本银行业的贷款活动变得非常激进。00 年代初期，在低利率以及宽松房贷政策的刺激下，美国发放大量次级贷款。而德国一直坚持着稳健的金融制度。2004 年至今，居民 5 年以上住房贷款月平均增速仅为 1.97%。

2018 年，由于资管新规的出台，打击非标，叠加金融机构顺周期行为强化了信用收缩，导致社融存量增速大幅降低。随着央行降准，推出 TMLF 等工具释放流动性，叠加民企纾困政策，融资问题已有所缓解。政策应注意相机抉择，以满足实体融资需求为目标，不可盲目放贷。

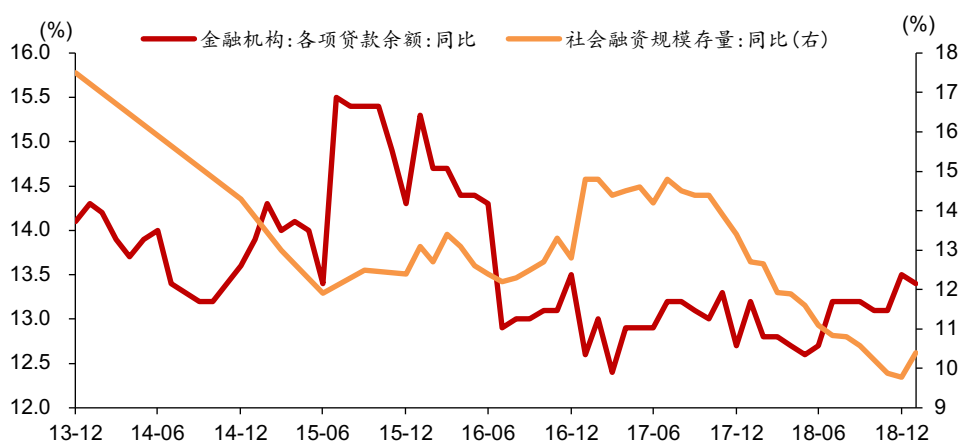


图 22 2018 年中国陷入融资困境

资料来源：Wind

2. 流动性状况

马歇尔 K 值 ($M2/GDP$) 可描述国家的流动性状况。美国和德国的马歇尔 K 值常年保持稳定，而日本和中国的马歇尔 K 值，近年来不断上升，处于较高水平。在日本，马歇尔 K 值在 80 年代后半期偏离了趋势线，这表明流动性状况充裕。2015-2016 年，共降准 5 次，

降息 5 次，在宽松货币政策的刺激下，2016 年，中国马歇尔 K 值偏离趋势线，流动性过剩。但随着金融去杠杆的推进，货币政策边际收紧，2017 和 2018 年马歇尔 K 值连续两年下降，但绝对水平仍超过 2。如何在保证经济稳定增长的前提下，控制中国的广义货币（M2）供应，是需要解决的问题。

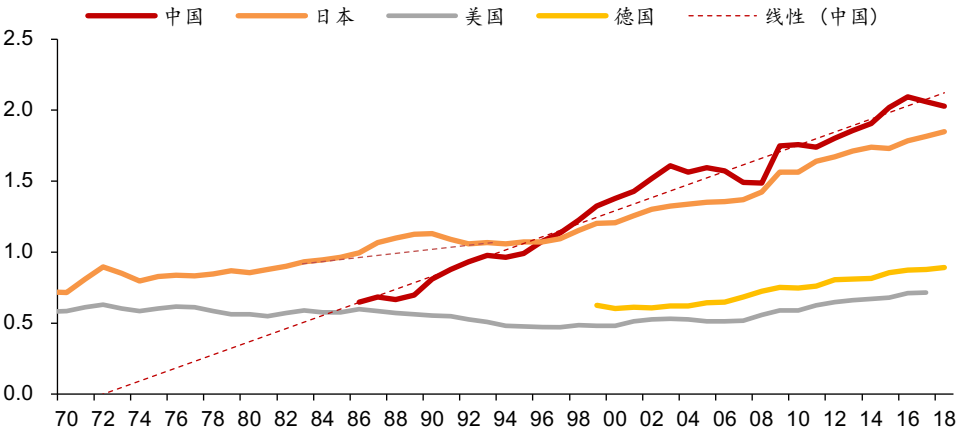


图 23 中日美德四国马歇尔 K 值

资料来源：Wind

3. 物价稳定性

房地产泡沫形成时期，会将通胀推向高于 3% 的水平。1990-1991 年，日本房地产泡沫破裂期间，日本通胀年增速均高于 3%。2005 年起，美国通胀年增速连续 4 年高于 3%。房地产泡沫破裂后，通胀增速也随之下跌。德国通胀较为稳定，1950-2017 年，德国 CPI 年均增速仅为 2.4%，远低于世界各国，通胀控制能力突出。从中国的物价稳定性上来看，1979 年至今，CPI 年增速波动较大。近 10 年来，由于 2008 年底的“四万亿计划”，造成 2011 年通胀高企，年增速为 5.4%。近五年来通胀年增速在 2% 左右，较为稳定。

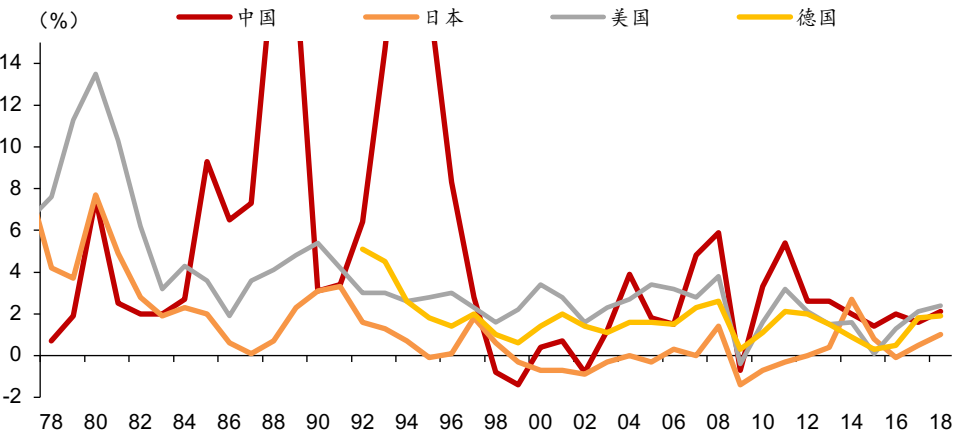


图 24CPI 年增速

资料来源：Wind

4. 居民和企业部门杠杆率

在房地产泡沫形成期间，由于地产链会带动建筑建材、钢材以及机械设备等上游企业，以及装修、家具家电等下游企业，同时居民贷款购房，使得非金融企业部门和居民部门杠杆

率大幅提升。1984 年 12 月至 1990 年 12 月，日本非金融企业部门杠杆率由 109.1% 提升至 141.60%，提升 32.5 个百分点；居民部门杠杆率由 53.50% 上升至 69.50%，提升 16 个百分点。2001 年 12 月至 2007 年 12 月，美国非金融部门杠杆率由 64.9% 上升至 69.9%，提升 5 个百分点；居民部门杠杆率由 74.3% 上升至 98.5%，提升 24.2 个百分点。

2006 年至今，中国非金融企业部门和居民部门杠杆均快速上涨，截止 2018 年 6 月，中国非金融企业部门杠杆率已达 155.1%，已超过日本资产泡沫时期的最高水平。中国居民部门杠杆率为 50.3%，虽然仍低于世界主要国家，但上升空间已不大。

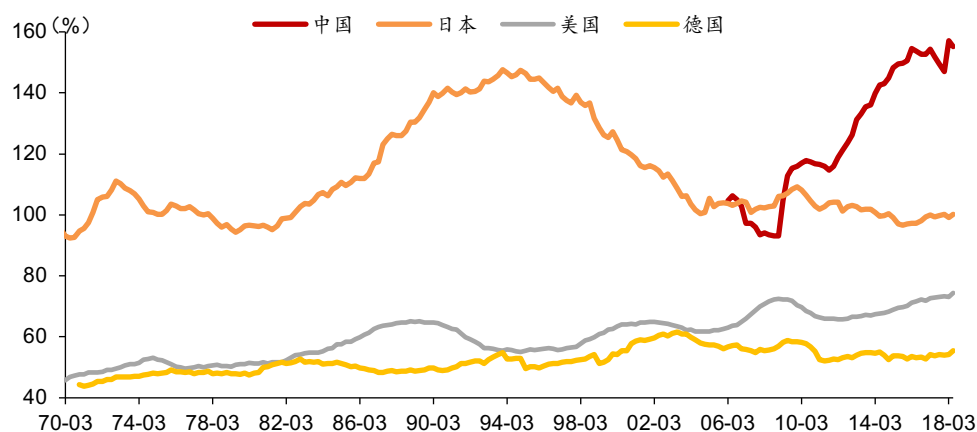


图 25 非金融企业部门杠杆率

资料来源：BIS

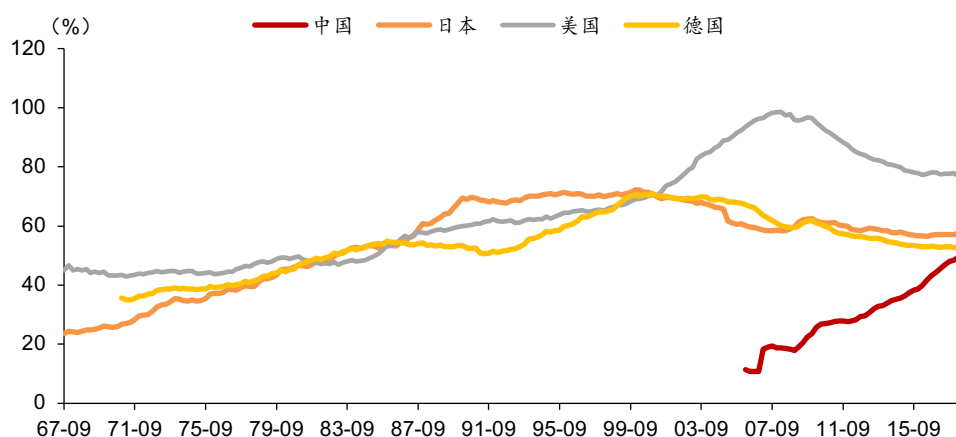


图 26 居民部门杠杆率

资料来源：BIS

（三）在稳增长的基础上去杠杆

总结发现，近十年来，在 09、12、15 年三轮稳增长压力下，宽信用政策使得我国宏观杠杆率不断攀升，尤其是与地产密切相关的居民和企业杠杆。地产行业由于具有重资产、高杠杆等特性，往往成为宽信用的发动引擎。地产政策的放松，拉动房贷进而提高居民杠杆，企业杠杆也受到地产链的信用扩张而大幅上涨。但在过去三轮逆周期政策托底经济的同时，牺牲了宏观杠杆率，这也让目前的政策更加注意相机抉择。那么问题的关键就是目前的政策主张，是否可以容忍杠杆率的再度回升呢？我国近年来的去杠杆进程可用“根据形势变化相

机预调微调、定向调控”的政策思想高度概括。自 2015 年底中央经济工作会议正式提出“去杠杆”的大方向。2016 年国发 54 号文件到位，再到 2017 年 3 月政府工作报告强调“要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重”，截至 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议首提出“结构性去杠杆”，我国去杠杆正式转向解决债务问题中的结构性矛盾。

2018 年下半年以来对于去杠杆的表述有所弱化，2018 年 7 月政治局会议提出“把握好去杠杆的力度和节奏”，10 月末和 12 月末会议均未提及去杠杆的进一步部署。但是，随着逆周期调节与宽信用见效，2019 年一季度经济企稳，政策重心从逆周期调节刺激总需求重回供给侧结构性改革的思路。2019 年 4 月中央政治局会议明确“以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆”，再提房地产长效机制，强调“宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升”。可见，宏观杠杆率上升与政策取向相悖，政策对杠杆率的容忍度有限。在高质量发展和政策定力背景下，经济的逆周期调节政策力度与杠杆率提升需要权衡考量。这对经济增长层面的启示是，政策根据形势相机抉择，经济托底但很可能缺少向上弹性。

六、主要结论及政策建议

房地产在金融体系中的重要地位不言而喻，通过对日本和美国房地产泡沫的分析、德国房地产制度的研究、以及我国房地产现状与其他三国的对比，我国应当更多借鉴德国房地产市场平稳发展的宝贵经验，注重相关制度的建设与完善；而日本、美国的房地产市场引发系统性风险的主要原因在于政策的调控力度、时机上，尤其是在利率持续下调后的快速加息，导致房地产市场的资金链断裂，进而发生连锁反应，因此要寻求行政调控与市场调控的平衡，注重调控政策的时机与力度。

针对目前中国经济和房地产市场的现状，应在保持经济平稳增长的基础上逐步去杠杆，稳住名义房价，坚持“房住不炒”的政策路线，使实际房价随着通胀而逐步降低，发展房地产长效机制，避免发生系统性金融风险。针对以上目标，我们提出以下具体建议：

（一）制度建设层面

发展住房储蓄银行并严加管理。借鉴德国住房储蓄银行经验，大力发展住房储蓄银行，以“先存后贷”模式为借款者提供长期低息固定利率贷款，并使其利率不受货币政策影响，长期保持稳定。我国 2004 年，就建立了中德住房储蓄银行，但目前只分布在天津和重庆，地方政府应大力支持住房储蓄银行，使其覆盖全国。

设置房地产税和资本利得税，抑制房地产投机需求。参考德国税收机制，对于二套房及以上房产所有者进行征税，减少房屋空置率。对房地产交易征收资本利得税，减少房产交易获利空间，抑制地产投机需求。同时，对居民首套房的购买、保有以及转让等环节应减轻税负，满足居民的基本购房需求。

（二）宏观调控方面

实施稳健的货币政策。日本和美国的房地产泡沫破裂，其中的主要原因都是由于央行大

幅加息，货币政策的大起大落不利于房地产市场的稳定。而德国房地产市场的稳定也得益于稳定的金融制度。我国目前实施稳健中性的货币政策，灵活松紧适度，应继续维持。

（三）行政调控与市场调节协同方面

发展住宅租赁市场。继续开展公租房的建设，满足居民基本的住房需求。同时可降低租赁税费，鼓励房东出租其空置房，增加房地产市场的有效供给。此外，可借鉴德国相关经验，出台相关政策，保护出租人和租赁人的合法权益。

通过设立房地产基金调整市场供需关系。美国、日本房地产泡沫破裂的原因之一是短期内政策调控力度过大，而房地产基金这类市场手段则相对温和。政府可通过设立的房地产基金购入部分房源，并根据政策调控需要、在适当时机进行租赁或出售，从而在调整供需关系的基础上维持市场的稳定性。

参考文献

- [1] Minsky H, 1978. "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement". Thames Papers on Political Economy.
- [2] Diamond, Douglas and Philip Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", Journal of Political Economy 91, 401-419.
- [3] Kregel, J. A. , 1997, "Margins of Safety and Weight of the Argument Ingenerating Financial Fragility", Journal of Economics Issues, June, Vol. 31: 543-548.
- [4] Stiglitz, J. and Weiss, A. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", The American Economic Review, Volume 71, Issue 3, 393-410.
- [5] Taylor, John, 2009. Defining Systemic Risk Operationally.
- [6] Goodhart C, Tsomocos D P, Vardoulakis A P. Modeling a housing and mortgage crisis[J]. Documentos de Trabajo (Banco Central de Chile), 2009 (547): 1.
- [7] Pan H, Wang C. House prices, bank instability, and economic growth: Evidence from the threshold model[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(5): 1720-1732.
- [8] Mian A, Sufi A. House prices, home equity-based borrowing, and the US household leverage crisis[J]. American Economic Review, 2011, 101(5): 2132-56.
- [9] Khandani A E, Lo A W, Merton R C. Systemic risk and the refinancing ratchet effect[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(1): 29-45.
- [10] Funke M, Kirkby R, Mihaylovski P. House prices and macroprudential policy in an estimated DSGE model of New Zealand [J]. Journal of Macroeconomics, 2018, 56:152-171.
- [11] Suh S. Asset correlation and bank capital regulation: A macroprudential perspective [J]. International Review of Economics & Finance, 2019(7):355-378.
- [12] 温博慧,柳欣.金融系统性风险产生的原因与传导机制——基于资产价格波动的研究评述[J].中南财经政法大学学报,2009(06):76-81+144.
- [13] 马勇,杨栋,陈雨露.信贷扩张、监管错配与金融危机:跨国实证[J].经济研究,2009,44(12):93-105.
- [14] 谭政勋,陈铭.房价波动与金融危机的国际经验证据:抵押效应还是偏离效应[J].世界经济,2012,35(03):146-159.
- [15] 沈悦,郭培利,李巍军.房价冲击如何生成系统性金融风险[J].财贸研究,2015,26(03):120-127.
- [16] 张辉.影子银行、房价波动与金融稳定性的动态研究——基于 SVAR 模型的实证分析[J].中国房地产,2019(09):10-18.
- [17] 蔡真.我国系统性金融风险与房地产市场的关联、传染途径及对策[J].中国社会科学院研究生院学报,2018(05):42-61.
- [18] 周仪.广场协议后日本中央银行金融政策[D].南开大学,2012.
- [19] 李众敏.日本泡沫经济崩溃及其启示[J].国际经济评论,2008(01):55-59.
- [20] 吉野直行,孔丹凤.日本泡沫经济及对中国的启示[J].国际经济评论,2009(02):28-30.
- [21] 曹晓飞,赵芬芬,万月亮.房地产价格波动与系统性金融风险[J].技术经济与管理研究,2020(2):71-76.
- [22] 杨子晖,陈雨恬,谢锐楷.我国金融机构系统性金融风险度量与跨部门风险溢出效应研究[J].金融研究,2018, 460(10):23-41.



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn