

房地产行业对经济部门杠杆率的影响

规划研究部 李钧

建国后很长一段时间内，中国城镇居民住房由国家建造、分配和管理，实施“统一管理，统一分配，以租养房”的公有住房实物分配制度。1998年，国务院出台《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，从1998年下半年开始，停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化和住房供应体系商品化。自此我国住房供应和分配机制发生了根本变化，住房制度改革全面展开，房地产行业转向市场化，并逐渐发展壮大，成为国民经济的支柱产业之一，对经济影响日益深远。

一、房地产行业的经济地位

房地产开发投资是固定资产投资的重要组成部分。房地产开发投资分为建筑工程、安装工程、设备购置、其他投资四部分，前三者与施工相关，确认为施工投资，其他投资主要为土地投资，即土地购置。土地购置费是房地产开发企业

取得土地使用权而支付的费用，按当期实际发生额计入投资。土地购置费虽然是房地产开发投资的一部分，但不属于 GDP 核算中的资本形成，不计入 GDP，而施工投资是国民经济核算中资本形成部分，计入 GDP。历史数据显示，房地产开发投资完成额占固定资产完成额的比重约在 17%—30%，和制造业固定资产投资、基建固定资产投资共同组成投资主要部分。

房地产行业除了开发投资对 GDP 的直接贡献外，其上下游产业链长且覆盖范围广，对 GDP 间接贡献也很大，故能成为经济的支柱产业。房地产与其它行业关系大致有三种：一是上游行业，如土地的“七通一平”（通路、通给水、通电、通排水、通热力、通电信、通燃气和土地平整）涉及城市基础设施建设，房地产的建筑安装涉及钢铁、水泥、玻璃等建材行业。二是下游行业，如房屋内饰装修涉及化工、轻工行业，购房后的消费涉及家电和汽车等行业。三是相关的服务业，如提供开发贷款和购房贷款的银行金融业。

此外，房地产行业对居民消费也有直接影响。一般来说，房地产对消费存在挤出效应和财富效应。挤出效应指购房对储蓄的占用以及按揭还贷对月收入的占用使得居民消费意愿降低。另外，房价上涨带动租金上涨，会挤出租房者的消费，租房者为了购房会增加储蓄率，减少消费。财富效应指在房价上升时，有房居民可出售房产或将房屋抵押以获得财

富或贷款，同时房屋贴现价值更高，居民会感觉自己更加富有，从而增加当前消费。

二、中国房地产对经济部门杠杆率的影响

房地产开发投资资金主要来自定金及预收款和个人按揭贷款（52%）、自筹资金（34%）、国内贷款（14%）。可以看出，房地产行业资金主要来自外部贷款，具有高杠杆属性，2018年房地产上市公司（申万一级行业分类）整体资产负债率高达81%。此外，房地产在社会信贷总额中占比也很高，2018年全国主要金融机构房地产贷款余额为38.7万亿元，占各项贷款余额的28.4%。其中，个人住房贷款余额为25.8万亿元，住房开发贷款余额为7.33万亿元。房地产行业资产负债率较高且负债占整个金融体系比重较大，其健康发展与否对经济部门的资产负债会产生较大影响。

（一）对居民部门杠杆率影响

住房贷款是居民部门债务的重要组成部分，房地产行业发展和居民部门加杠杆之间有相互作用。一方面，房贷是居民购房的主要资金来源。据中信建投证券测算，居民部门杠杆率在2009年和2016年两次大幅上升中，房贷对居民加杠杆的贡献率都超过了70%，意味着房贷是居民部门加杠杆的主要部分。从历史数据看，中国居民部门的整体杠杆率不高，但增速很快。从可比口径看，国际清算银行（BIS）数据显示，2017年中国居民部门杠杆率低于主要发达经济体，但相

比主要新兴市场经济体高。2008 年金融危机后，中国居民部门杠杆率从 18% 上升到 2017 年的 49%，虽然低于同期的美国（78%）、日本（57%）、欧元区（58%），但期间升幅显著大于上述经济体。居民杠杆率快速上升会加重居民部门偿债压力，潜在债务风险上升。从房贷偿付率（房贷年等额本息/有房贷家庭可支配收入）看，广发证券根据《中国家庭住房信贷报告》和相关数据，测算出中国房贷家庭的偿付率从 2008 年 15% 左右上升到 2017 年的 33%，户均偿付压力明显加大。

另一方面，居民部门加杠杆也对房地产市场有撬动作用。在降息、降首付、房贷折扣等政策影响下，居民部门加杠杆意愿上升，会对房地产行业形成一定带动。目前“房住不炒”是房地产调控主基调，因城施策的具体措施会使得房地产市场在不同城市分化发展。

（二）对企业部门杠杆率影响

1、对非金融企业部门影响。受房地产市场影响最直接的是有房地产业务的企业，房地产市场上行时，房价上升促使房企增加投资，带动房企杠杆率上升，房地产市场下行时，房价下跌导致企业资产缩水，企业的资产负债表和流动性恶化，其中房企因杠杆属性会放大这种负面影响。对于一些以房产作为抵押物进行融资的企业，面临追加抵押物的压力，也可能在这一过程中资不抵债破产清算。另外，房地产对上

下游都有一定的拉动作用，房地产发展较好时，带动上下游行业发展，有利于相关行业增加投资，从而推动企业部门杠杆率提升，但总体影响较小。在去杠杆背景下，非金融企业杠杆率从 2017 年下半年开始微降，而这段时间内的房价增速呈上升态势，可见对企业部门加杠杆的影响较小。

2、对金融部门影响。居民部门和非金融企业部门都会向银行金融部门融资，房贷违约、企业违约，以及居民和企业的破产，都会恶化银行的资产负债表，使得银行积累大量的不良资产。银行在处置抵押的房产等不良资产时，会进一步加速房地产资产的贬值，进而使得银行的资产负债表进一步恶化。

（三）对政府部门杠杆率影响

地方公共财政收入与房地产直接相关的收入包括地产直接税收，如房产税、城镇土地使用税、土地增值税、契税、耕地占用税等；政府性基金收入与地产相关的主要包括国有土地使用权出让金、国有土地收益基金等土地出让收入。

房地产行业对政府部门杠杆的影响主要体现在：在房地产上行周期，一方面房价上涨会刺激地方政府增加土地使用权出让，为使土地达到可出让状态，政府需要对其进行开发建设，包括土地平整、通水、通电、通讯、通路等基础建设，政府可能在该环节举债进行建设，相应政府杠杆率有所提高。另一方面，土地出让收入增加，政府资金回流，有利于政府

返还债务，从而降低杠杆率。两种影响会部分相抵，历史数据显示，政府部门杠杆率与房价的走势相关性并不强。但在房地产下行周期，政府性基金收入下滑，且房地产下行带动产业链上行业走弱，政府各项收入下降，可能会使地方政府债务问题显性化。