

汇率改革与银行改革刺激房价上涨

□尹中立

从日本的经验看,在本币升值和银行监管制度变革的同时很容易出现严重的房地产泡沫。目前,我国人民币汇率的改革与银行监管制度改革正在同步进行,比较研究发现,这两项改革也刺激了中国房地产市场,并已引起了局部房地产过热。对此,货币和监管机构应该引起高度重视。



■人物志·尹中立

毕业于中国社会科学院研究生院,获博士学位。现任中国社会科学院金融研究所金融市场研究室副主任、副研究员,民盟北京市委经济委员会副主任。2004年度被《北京晨报》评为“2004年度中国十大财经人物”。

人民币汇率改革对房地产市场有刺激作用

2005年7月21日,中国人民银行宣布人民币从即日起与美元的兑换价格升值2%,人民币不再盯住单一美元,人民币开始和一篮子货币挂钩。这标志着人民币汇率改革的序幕已经开启。

汇率改革究竟对中国的房地产市场会产生怎样的影响?从上个世纪八十年代日本的汇率改革的历史轨迹看,汇率的升值导致了房地产价格的上涨,甚至产生了严重的房地产泡沫。笔者希望通过对日本汇率改革过程中房地产价格走势的分析中找到有些有用的东西,并为中国汇率改革及对房地产调控提供一点帮助。

日元升值与日本的地价上涨。二战以后,日本经历了两次大的汇率变动,第一次是1971年12月的“尼克森协议”,日元对美元的汇率从360上涨到306,涨幅为18%。第二次是1985年12月的“广场协议”之后,日元迅速升值,到1987年底,日元汇率升值66%。

日本的两次汇率改革都导致了日本地价的上涨。1971年底的汇率改革导致了1973年的地价上涨,但因为在石油危机的影响,时间只持续了1年,在此,我们不作重点分析。1985年后的日元升值导致了地价的连续5年的上涨。我们以1983年为基期计算,到1988年东京的地价上涨了二倍多。当时日本的房地产价格上涨速度之快是举世公认的,它也成为现代经济学研究中典型的泡沫经济案例。

日元汇率升值为什么会致日本房地产价格的迅速上涨?主要有两个原因。原因之一,是汇率改革迫使日本政府采取宽松的货币政策。由于日元升值的影响,日本的工业受到了相当大的冲击,1986年日本工业出现了负增长。为了缓冲未来升值对产业经济的影响,日本中央银行放松了银根。当时的日本经济

仍然处于经济景气上升的过程中,不当的经济政策刺激了包括房地产在内的投资品种价格的不断上涨。

原因之二是为了减少金融自由化与国际化过程中银行的经营风险,日本政府在汇率改革的过程中,推行银行资本金管理改革,部分银行执行国际清算银行制订的银行资本金管理规定,促使银行贷款向住房抵押贷款倾斜,使银行之间在不动产贷款上产生恶性竞争,刺激了房地产泡沫的不断膨胀。

人民币的升值预期使国外资本投机的房地产市场。日本汇率改革的经验和教训,对于中国的汇率改革有直接的参考价值。自2002年之后,人民币升值预期已经吸引了大量国际资本流入中国,房地产行业成为国际资本的重要投机领域。根据官方的统计数据,2002年、2003年和2004年1-11月境外资金进入上海房地产开发领域的金额分别为109.5亿元、150.0亿元和153.5亿元,境外资金购买商品房的金额分别为32.2亿元、39.3亿元和68.6亿元。此外,2004年境外机构、个人通过借用外汇贷款结汇后进入房地产开发和购买商品房的金额分别为58.6亿元和52.4亿元。可见,上海市2002年之后的房价的大幅度飙升,外资“功不可没”。

外资除了通过直接购买国内的房产或从事房地产开发之外,还可以通过向国内房地产开发企业融资的方式影响国内的房地产市场,尤其是2003年6月份之后,在国家采取紧缩的房地产信贷政策的影响下,国内房地产公司纷纷转向利用境外融资的方式来解决资金短缺的问题。因为,根据我国现行政策,外资企业举借外债的管理政策较内资企业宽松,外资企业可以在批准的投资总额和注册资本差额内允许自由举借外债。为了从境外融资的方便,很多内资企业通过各种方式实现外融资。如2004年,天津顺驰房地产公司、河北天山房地产公司通过“自我收购”方式改制为外资企业,迅速建立起方便的国际融资渠道。由于外资的作用,国家对房地产行业采取的一系列金融政策的有效性受到了相当程度的制约。

在操作主体上,外资进入国内房地产市场以房地产基金为主。最有代表性的是新加坡凯德置地和摩根士丹利等机构。值得注意的是,为了使房地产基金更便捷地投资中国的房地产市场,中国香港金融当局还专门修改了有关规则,撤销了香港房地产投资信托基金(REITs)投资海外房地产的限制,房地产基金可以投资于全球各地的房地产。不仅有很多境外资金通过正当的渠道进入中国,而且有着相当数量的资本是通过非正常的渠道进入中国的。

从全国的情况看,2001年之后,中国政府从外汇市场购买的外汇数量迅速增加,2004年上升为

2067亿美元。需要强调的是,这些新增加的外汇,有些是通过正常的渠道进入中国的,但也有相当的部分是通过非正常的途径进入的,这从国家外汇平衡表中就可以看出来,2001年以后,该项目突然从负数变为正数,而且数量逐渐增加。这意味着2001年以后,越来越多的国际资本正在通过非正常的途径进入中国。

如今,人民币的汇率改革已经启动,如果房地产价格还会不断上涨,则国际资本可以通过投机国内房地产和汇率来赚取双重利润,它不仅对实体经济带来可怕的后果,而且会进一步导致人民币的升值预期,这是中国政府必须警惕的。

银行改革对房地产市场扩张有助作用

统计资料显示,1998年之后,中国的房地产开发贷款和住房抵押贷款都以超常规的速度增长,房地产开发贷款的年平均增长速度超过25%,而住房抵押贷款的增长速度则超过50%。从需求的角度看,中国房地产金融的超常规增长是因为住房制度改革导致的。但从资金供给的角度看,银行改革使银行更加注重住房抵押贷款业务,这也是房地产市场出现超常规增长的很重要的原因。

银行重视住房按揭贷款的原因在于银行监管制度的变化。2001年之后,中国政府对商业银行改革的思路逐渐明确,在监管的理念上开始按照国际标准办事。2004年之后,中国的银行业开始实施资本充足率管理,而此时的中国银行业的资本充足率普遍不足8%的要求,对于银行而言,低风险的业务主要有两类,一类是政府债券,另外一类就是住房抵押贷款。我国目前的债券市场容量还十分有限,银行还不可能通过大规模地增加持有债券数量的方式完成自己的业务结构调整。在此背景下,几乎所有的银行都将房地产抵押贷款作为业务调整的战略重点来发展。

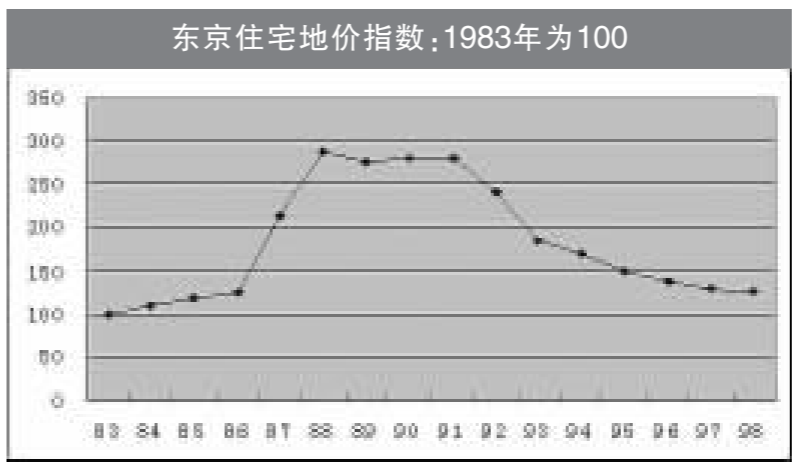
商业银行垂涎于住房抵押贷款的另外一个重要原因是我国利率市场化的不成熟。一般而言,低风险的贷款,利率也应该较低,这样才符合风险与收益对等的原则。因此,在利率市场化的情况下,住房按揭贷款的风险比其他贷款的风险小,它的贷款利率应该比其他贷款低。我国的住房按揭贷款与公司贷款的利率基本相同,收益与风险脱节,使住房抵押贷款市场出现了恶性竞争局面。这是房地产金融快速扩张的制度性原因。

上述现象不仅存在于我国的银行改革过程中,国外早有前车之鉴。上个世纪八十年代后期,日本出现了连续5年的房地产价格的高速上涨,产生了严重的房地产泡沫,导致房地产泡沫产生的原因有很多,但日本银行监管制度的变化导致商

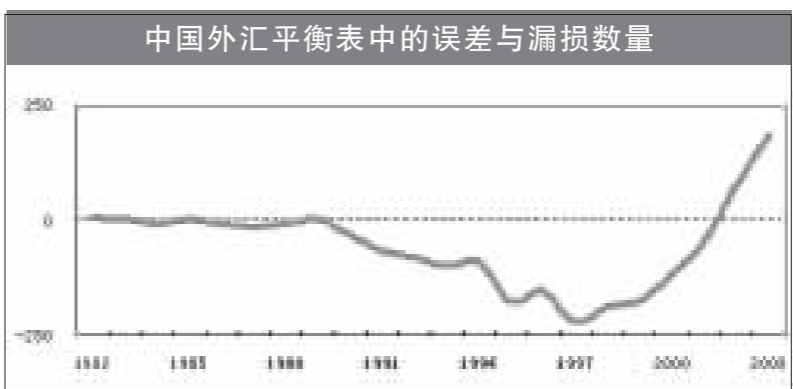
业银行对房地产贷款的偏好是重要的原因之一。

1985年前后,为了减少金融自由化与国际化过程中银行的经营风险,日本政府在汇率改革的过程中,推行银行资本金管理改革,部分银行执行国际清算银行制订的银行资本金管理规定,促使银行贷款向住房抵押贷款倾斜,使银行之间在不动产贷款上产生恶性竞争,刺激了房地产泡沫的不断膨胀。日本的银行除了必须不断补充资本金之外,调整银行资产结构也成为当然的选择,房地产抵押贷款的风险权重只有一般公司贷款业务风险的一半,意味着银行发放相同数量的贷款,如果是房地产抵押贷款,只需要一半的资本金即可。受此影响,日本的银行将资金大量投放到不动产领域,助长了房地产泡沫。

另外,我国的银行资本金改革与汇率改革也正好同步,要防止日本的故事在中国重演。在资本充足率的约束下,商业银行都在积极调整自己的业务结构,几乎所有的银行都将房地产抵押贷款作为未来的战略重点来发展,我国的住房抵押贷款市场已经出现了恶性竞争局面。正因为如此,银行忽视了房地产抵押贷款的风险,过多的资金流向了房地产领域,以上海为例,2004年,在投资和各项贷款增速明显回落的背景下,上海市房地产市场继续呈高位运行态势,推动上海房地产市场继续呈高位运行态势,推动上海房地产市场继续呈高位运行态势。上海中资金融机构人民币自营性房地产贷款累计增加1023亿元,占各项贷款新增额的比例高达76%,其中个人住房贷款累计增加728亿元,新增个人住房贷款占中长期贷款增量的比例高达48%。



资料来源:日本国土厅《地价公告》、土地研究所《各季度地价动向指数通报》



资料来源:中国人民银行《金融统计年度报告》

年份	房地产开发贷款余额(亿元)	同比增长(%)	住房抵押贷款余额(亿元)	同比增长(%)
1998	2028.92		426.16	
1999	2350.37	15.84	1357.71	218.60
2000	2628.17	11.81	3376.92	148.72
2001	3494.32	32.96	5597.95	65.77
2002	4465.08	27.78	8268.95	47.71
2003	6657.35	49.10	11779.74	42.46
2004	8121.98	22.2	15922.30	35.15

资料来源:中国人民银行(2004年中国房地产金融报告)

看点

●日元汇率升值为什么会致日本房地产价格的迅速上涨?主要有两个原因。原因之一是汇率改革迫使日本政府采取宽松的货币政策。原因之二是为了减少金融自由化与国际化过程中银行的经营风险,日本政府在汇率改革的过程中,推行银行资本金管理改革,部分银行执行国际清算银行制订的银行资本金管理规定,促使银行贷款向住房抵押贷款倾斜,使银行之间在不动产贷款上产生恶性竞争,刺激了房地产泡沫的不断膨胀。

●自2002年之后,人民币升值预期已经吸引了大量国际资本流入中国,房地产行业成为国际资本的重要投机领域。外资除了通过直接购买国内的房产或从事房地产开发之外,还可以通过向国内房地产开发企业融资的方式影响国内的房地产市场。

●人民币的汇率改革已经启动,如果房地产价格还会不断上涨,则国际资本可以通过投机国内房地产和汇率来赚取双重利润,它不仅对实体经济带来可怕的后果,而且会进一步导致人民币的升值预期,这是中国政府必须警惕的。

●1998年之后,中国的房地产开发贷款和住房抵押贷款都以超常规的速度增长,房地产开发贷款的年平均增长速度超过25%,而住房抵押贷款的增长速度则超过50%。从需求的角度看,中国房地产金融的超常规增长是因为住房制度改革导致的。但从资金供给的角度看,银行改革使银行更加注重住房抵押贷款业务,这也是房地产市场出现超常规增长的很重要的原因。

编余

2003年以来,中国不断膨胀的房地产市场已越来越引起学者的关注,但大多数研究者在研究中国房地产泡沫时,主要都从市场需求与供给角度分析,忽视了金融改革对房地产市场的影响。据尹中立博士的比较研究,本币升值和银行改革对房地产市场的刺激作用同样不可忽视。特别是汇率变化影响可能更大,而利用金融杠杆消除房价虚火也许是最有效的办法。

——亚夫

利用金融杠杆消除房价虚火

在中国汇率改革和银行改革的大背景下,如何降低两者对房地产价格上涨的刺激影响?笔者认为,国家应采取针对性措施,以防止中国重蹈日本的覆辙。

首先,站在投资者的角度看,应该积极把握汇率升值背景下的地产升值机遇,分享汇率升值带来的好处。从国际经验看,在本币升值的背景下,房地产价格是很难控制的。在中国,我们也开始看到这种迹象,2001年以来,房价已经开始不断上涨,尽管有几次大的调控,但效果甚微。

从金融统计数据看,由于汇率升值的作用,大量国际资本通过各种途径进入中国,迫使央行投放大量的人民币从市场收购外汇,仅2005年就因此投放了超过15000亿人民币的货币,直接导致了货币供

应量M2的过快增长(达到18%左右)。资金的过度泛滥,势必会产生资产泡沫,最好的投资策略是持有房地产类公司的股票,尤其是持有拥有大量土地储备的公司股票。

日前央行公布了2006年第一季度金融统计数据,统计数据显示,金融总体运行平稳,但货币供应量明显偏快,尤其是贷款的增长明显出现异常:今年前3个月人民币贷款增加1.26万亿元,同比多增5193亿元。从年初央行公布的2006年的计划看,2006年的新增贷款总量在2.5万亿左右,也就是说,今年前3个月已经用掉了全年一半的计划指标。可见,过多的货币已经开始流动起来,包括房地产在内的资产(主要是股票和地产)价格上涨会加快。

其次,站在政府的角度看,笔

者认为,中国政府于2005年5月份出台的房地产调控是及时的、必要的,对房地产市场的调控要从严、从紧,要从长计议。考虑到中国特殊的金融改革背景(汇率改革和银行改革),建议采取更多的针对性的措施。

1)限制境外资本进入房地产市场,重点是抑制投机性需求。第一,应该将外资购买国内房地产列为资本项目范围。目前,我国对境外资金购买国内房地产视同一般贸易项目管理,这在全球近两百个国家中是不多见的,应该尽快将外资购买国内房地产列为资本项目管理。第二,加强对房地产投资基金的管理,限制国外投资基金大量购买国内房地产。第三,加强对外资房地产公司外债规模的管理,应该修改现行的有关政策,废除外资房地产公司境外融资的超国民待遇规定。

2)降低住房抵押贷款利率。在利率市场化还不成熟的情况下,政府应该将住房抵押贷款的利率降低,使扭曲的价格矫正过来,消除住房抵押贷款的暴利是防止房地产市场过度膨胀的有效手段。

当然,有人会说,降低住房抵押贷款的利率和目前的宏观调控政策是不吻合的。这样的担心是不无道理的。因此,我们在降低住房抵押贷款利率的同时应该推出其他措施,如调整房地产的税收政策,例如征收惩罚性的所得税,征收不动产税等。

3)严格执行国家对房地产市场的调控政策。笔者认为,不管是国内的银行,还是境外的投资基金,它们倾向于进入国内的房地产市场的一个关键的原因是房地产价格的持续上涨,要从根本上改变上

述现象,就必须遏止住不断上涨的房地产价格。2005年出台的《关于切实稳定住房价格的通知》(简称“国八条”)是一个十分系统关于房地产市场的调控政策,认真落实该文件的精神对我国房地产市场的健康发展是非常关键的。遗憾的是,“国八条”已经出台半年多了,很多政策并没有得到落实,如“国八条”的第二条规定:“加大对闲置土地的清理力度,切实制止囤积土地行为,严格执行法律规定,对超过出让合同约定的动工开发日期满1年未动工开发的,征收土地闲置费;满2年未动工开发的,无偿收回土地使用权”。此举对国际资本投机和囤积国内的土地行为有十分重要的作用,但可惜的是执行效果甚微。

(尹中立)