

改革房貸追索制 提高風險管理



經濟把脈 林采宜
中國首席經濟學家論壇
研究院副院長

2022年中國房地產開發資金來源中，自籌資金佔比僅35%、定金及預付款佔33%、個人按揭貸款佔16%、國內貸款佔12%、其他到位資金佔4%，從這個資金來源結構中可以看出，房地產企業在開發過程中65%以上的資金來自於買家和商業銀行，一旦房地產企業「自籌資金」不到位，無法按照合同期限和質量交付房屋，那麼買家和銀行將面臨巨大的爛尾樓風險。

在樓價上升期，購買期房（即樓花）具有價格優勢，樓盤竣工交付時不愁滯銷，沒有特殊情況，開發商都能籌措到足夠的建築和安裝資金，因此，這種由買家和銀行融資給房地產商蓋樓的模式風險尚還可控。一旦樓市價格面臨下行趨勢，未售樓盤出現滯銷風險，開發商「自籌資金」不到位的風險也相應增大，這種商品房預售模式的弊端就非常明顯。

近5年來，隨着一些城市房地產價格的下行，居民對於未來樓價的預期也發生相應的改變，預期「樓價將會上漲」的比例由2018年6月的36.5%，下降至2022年12月的14%，打算增加買樓支出的佔比也由23%下降至16%，對未來樓價走向的悲觀預期疊加房地產行業信貸政策的收緊，大量房地產商資金鏈斷裂，爛尾樓不斷出現。

2022年期房在中國商品房銷售面積中佔82.7%，短期內若完全摒棄預售制度很可能誘發產業資金鏈危機，並導致房地產投資的斷崖式下滑，影響宏觀經濟的增長速度。因此，逐步降低期房銷售比例，提高現樓銷售佔比，更能成為控制房地產違約的可行路徑。

香港預售比例在五成左右，美國的新樓銷售中預售比例在70%至80%，新加坡商品公寓和組屋預售比例約在90%，但相較之下鮮有爛尾風波，歸因於上述地區完善的預付款監管與質量監管制度。

香港的預售條件要求開發商全數支付地價且有能支付所有建築費（開發商自籌），預售資金（等同樓價5%的定金）通過信託專戶管理直至確交付後才交於開發商，且買家在房屋完成建設並正式交付前才申請按揭貸款。

美國期房銷售制度主要嚴格遵循雙方合同執行，且在交付之前房屋預售款由第三方（多為住宅交易中的產權公司）監管。

目前，中國的預售制度對消費者不利的方面，還體現在銀行對按揭貸款的追償權。開發商在交付土地使用權出讓後，投入開發建設的資金達到工程建設總投資的25%以上（其中自籌資金佔35%），就可以開始預售商品房了，之後開發商蓋樓所用的資金大部分來自於預付款和買家申請的銀行按揭貸款。

買家在正式簽訂購房合同後就申請按揭貸款，貸款直接由銀行付給開發商和銀行、監理單位共同監管的賬戶，供開發商分期取用，這筆貸款產生的本金利息由買家支付、貸款的抵押物為預售的房屋。按照現有的按揭制度，提供貸款的銀行對買家的房貸擁有追索權，即買家對房貸承擔無限連帶責任，當抵押的房屋價值不足以清償貸款時，不足部分由債務人（買家）承擔。在這種法律框架下，買家一旦斷供，銀行除了沒收並按照司法流程拍賣其房產之外，還有權追索業主名下的其他資產來清償所欠房貸。「房沒了，債還要還」，就是這種無限追償權的可能結果。

銀行批覆貸款將更審慎

因為這種無限連帶責任，使銀行往往忽視對抵押物的貶值風險評估，只是一味考察貸款人的收入潛力和綜合償債能力。導致一些樓盤爛尾，無法按期交樓，買家仍然不得不繼續支付房貸本金和利息，或者房屋在拍賣之後不足以清償貸款，買家在失去房子之後，還得以個人的收入或者變賣其他資產來償債。

銀行早滯保收，全部風險都由買家承擔，容易導致一些收入不穩定的家庭過度負債，一旦發生失業、破產或者其他變故，不僅僅失去抵押的房子，個人與家庭的正常生活都無法維持，嚴重影響社會的和諧和穩定。

因此，筆者建議改革住房抵押貸款的追索權制度，借鑒海外的住房抵押貸款模式，銀行和買家共擔住房按揭貸款的風險，一旦發生被抵押的房屋發生爛尾、質量不合規、逾期交房或者買家無力償還貸款時，銀行只能拍賣購房合同中的抵押房產，若拍賣收入不足清償貸款，則銀行承擔壞賬風險。

針對無限追索權的房貸制度改革將會促使銀行更加謹慎地審核被抵押物（預售房產）的爛尾及貶值風險，以及買家的償債能力，一方面降低房屋資產的抵押值，避免拍賣金額不足以償債的壞賬風險，另一方面避免買家過度舉債，控制其家庭負債風險，把斷供的損失限制於失去所抵押的房子和已經支付的房貸本息，斷供之後的個人家庭正常收支不受影響。



去年期房（即樓花）在中國商品房銷售面積的佔比高逾八成。

加息近尾聲 全球股樓觸底在望



樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

美國、歐洲及英國央行官員近期在歐洲央行論壇上均表示，鑒於通脹強勁，未來仍然繼續加息。筆者預計，本月上次央行將會加息行動，甚至可能加息不止一次，相距加息尾聲不會太遠。各國樓市及股市呈跌後反彈跡象。

美國聯儲局主席鮑威爾在歐洲央行論壇重申，大部分聯儲局成員仍然認為今年會再加息兩次，不排除在下次議事時採取進一步加息可能。他指出，聯儲局在加息方面已走了很長一段路，6月初未有加息，是為了評估加息行動對經濟的影響。聯儲局尚未決定未來加息策略，不會完全排除連續加息可能。

歐美經濟難承受高息環境

歐洲央行行長拉加德亦預料，歐央行將於7月再度加息的可能性甚高，目前仍未見到足夠證據反映核心通脹經已回落。疲弱歐元區經濟今年或有可能陷入徹底衰退，但強調這不是歐央行的基本預期。

歐央行管理委員會委員兼斯洛文尼

亞央行行長Bostjan Vasle指出，歐洲通脹仍然頑強，7月後仍要加息，其後利率路徑未有明確立場。Vasle表示，歐洲製造業出現轉弱跡象，但未必可以達至去通脹化效果，原因在於服務需求強勁。

英倫銀行行長貝利在同一場合表示，英國日前的加息行動，反映經濟韌性而且通脹意外持續。他透露，英倫銀行上次意外加息0.5厘，比連續加息兩次，每次加0.25厘更為適合。

自從去年歐美央行相繼加息以來，全球樓市及股市等投資市場均滑落不少，跌幅頗為顯著。現在全球加息未見停止，但世界各地樓市及股市都跌後回穩，有比較好表現，部分城市已出現跌後反彈，因為投資者預計加息時間經已持續多時，未來再加息空間有限，投資者紛紛提早偷步入市，各地股樓均呈觸底回升之勢。

據美國聯邦住房金融局公布，美國4月份樓價指數按月升幅加快至0.7%，3月升幅則向下輕微修訂為0.5%，4月樓價指數按年上升3.1%。而今年首季新加坡樓價上升3.3%，高於預期的3.2%。香港今年首5個月計算，樓價仍上升約5%。投資者對投資市場信心似乎比去年為佳。



中國把握了新能源、互聯網發展的機遇，在5G、數字經濟、新能汽車、電動車產業領先全球。

近期外界較為關心的話題是，中國會否像1990年的日本一樣出現資產負債表衰退。筆者認為，眼下的中國和當年的日本有所差別。其中最大的不同在於，中國是一個大政府、大市場的經濟體，既有國家全球戰略和製造業發展的長期規劃，同時也有一個巨大的國內市場作為依託。

中國經濟轉型進入關鍵節點



察股觀經 李迅雷
中泰證券
首席經濟學家

日本當年對房地產依賴過高，企業部門、金融機構都持有大比例的房地產。因此在日圓大幅升值的背景下，經濟增長乏力。過去30年以來，日本在工業、高端產業上並沒有顯著的增長，而中國抓住了新能源、互聯網發展的機會，目前在5G、數字經濟、新能汽車、電動車領域做得都非常出色。時至今日，在日本銀行信貸結算中，房地產貸款佔比仍在上升，而製造業貸款佔比卻在下降。

至於未來中國出口的前景，也不會像當年日本那樣一落千丈。目前中國出口在全球的份額仍在14%以上，遙遙領先於其他所有經濟體。在人民幣匯率持續走低，居民可支配收入增長率有所放緩的背景下，中國出口也不至於悲觀。因為影響出口的兩大因素：匯率和人力成本目前的走勢都有利於中國保持出口優勢。

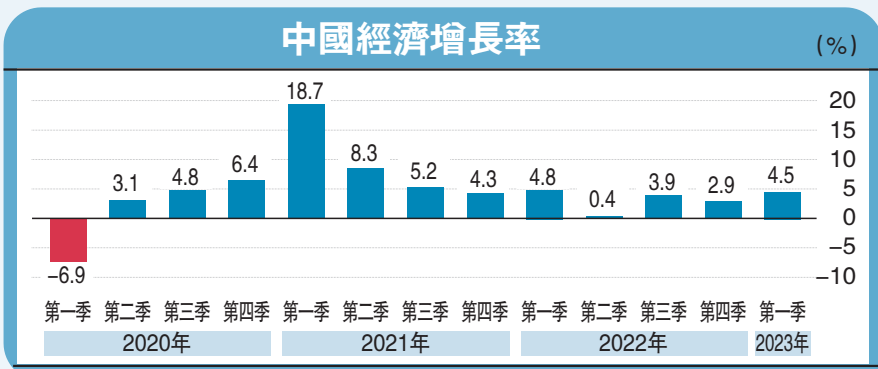
1990年代，日本出口增速的大幅下降，一個很大的原因是中國出口的大幅增加，而不僅僅是日圓升值的原因。目前中國外貿沒有遇到強大的挑戰者：雖然印度具有人力成本低的優勢，但出口增長並不快；越南出口增長雖然快，則經濟體量偏小。故中國比起當年的日本具有明顯優勢。

出口與地產動能減弱

不過，中國經濟增長依靠投資主導的模式將難以持續，轉型已是不可避免。當前推進二次轉型的難點，主要集中於債務負擔與居民收入結構問題等兩個方面。

過去房地產對中國經濟拉動作用非常大，出口導向的東亞模式也為中國帶來了持續的增長動力。但現在這兩種模式都遇到了挑戰，倒逼經濟轉型。如果用中國20至49歲年輕人口數乘以城鎮化率，這一指標在2017年就已經到頂，這意味著中國長達20餘年的房地產大拐點可能已經出現在2021年。從長周期視角來看，去年底以來推出的各項房地產政策僅能在一定程度上熨平地產下行的斜率，但難以改變地產下行的趨勢。

同時，從人口角度看，中國經濟也必須要轉型。中國經濟過去的高增長有很大一部分來自於人口紅利，但隨着中國人口步入老齡化，尤其是步入深度老齡化以後，人口紅利逐步消滅，老齡化進程加快。不過，目前市場對於出生人口的預期又偏悲觀了。實際上，2010至2017年這段時間的出生人口數據存在一定低估，《第七次全國人口普查公報》數據更加可信。而該年齡段的人口將在2030至2040年進入生育階段，屆時出生人口數量可能比預估的要多。若按照1.25的生育率來估計的話，新生兒在2040年甚至可以達到1000萬，故不用過於悲觀。未來10年中國人口將降至13.6億，到2050年人口將減少2.5億至



11.8億，65歲以上人口的老齡化率為27%，而屆時美國只有18%左右。

從潛在經濟增長率來看，筆者認為，由於城鎮化進程放緩，老齡化程度加劇，未來經濟增速下行恐難以避免，所以要提高經濟增長的質量。過去中國經濟增長對投資有高度的依賴，尤其是把穩增長放在比較重要的位置，一切的經濟政策都圍繞着穩增長的目標來做，就導致基建投資過剩和超前，也導致了債務的擴張過快。而這種增長模式，已經造成地方債務壓力較大的問題。

消費與投資有待提振

2019年以來，地方債（包括一般債與專項債）按年增速維持在15%以上，大約是實際GDP增速的3倍左右。同時，城投公司債務增長更快。2011年以來，全國城投有息債務快速擴張，每年增速均保持在10%以上。2022年末全國城投有息債務為51.96萬億元（人民幣，下同），較2011年的6.8萬億元增長了6.7倍。大致測算一下，社會融資成本中有40%左右是利息支出。

中國在2008年以後通過債務擴張所拉動的經濟增長模式，使得資本投入對GDP的貢獻是全球平均水平的兩倍以上。而中國經濟要從投資主導轉向消費主導，在短期內有一定難度。因為消費主要取決於居民收入，這就要增加居民收入在GDP中的佔比，改變以往經濟增長的模式。但目前，居民可支配收入佔GDP比例偏低，同時中國家庭的資產負債表受疫情衝擊較大，家庭部門的實際償債壓力也高於主要發達國家。2022年第一季度，中國家庭部門的債務餘額除以可支配收入為141.8%，可支配收入用於還本付息的比例為15.7%。

也因此，資本市場當前迫切希望能夠出台穩增長和促消費等立竿見影的政策。但從現代化產業體系的建設和高質量發展的要求看，決策層可能思考的是更加長遠的發展戰略，而不是短期的。

2002至2022年，這20年間中國的債務增長過快。雖然通過頻繁的逆周期政策調節，使得經濟增長的曲線非常完美，但是經濟增長的質量指標相對遜色，表現之一是資本市場的股價走勢遠不如GDP走勢。這是因為GDP是一個總量指標，股價指數是一個質量指標，所以我們未來的重點應該放在經濟增長的質量方面。

然而，提高經濟增長的質量也面臨着流動性壓力，主要是債務的壓

力，因為宏觀經濟是一個大系統。從今年首5個月的數據來看，民間投資按年下降0.1%，居民儲蓄意願明顯強於消費意願。在居民部門和企業部門不願意加槓桿的情況下，還是要靠政府部門加槓桿。但地方政府的槓桿率水平明顯偏高，所以未來主要靠中央政府來槓桿。

目前地方政府的槓桿率水平比較高，中央政府的槓桿率水平較低，而中央政府的信用要好於地方政府，這意味着這種融資模式、舉債結構存在明顯的缺陷，也就是政府部門的融資成本過高。合理的方案是通過中央政府舉債，來置換地方政府的債務，藉此降低融資成本，使得未來地方政府能有更多發展經濟的實力。

從統計數據中，大家會發現愈是經濟欠發達的省份，其融資成本愈高，這個問題如果得不到妥善解決的話，可能會引發局部性的風險，所以當務之急就要降低政府債務的成本。對此，筆者提出五方面建議，包括：1）通過中央財政發特別國債、地方政府再融資債的額度能夠進一步增加；2）拉長債務期限；3）盤活國有股權；4）擴大地方債務限額的空間；5）嚴格限制專項債用途。

與此同時，中央政府還要推進國企改革盤活國有資產，借助於資本市場來提高直接融資比重等，上述舉措都是改善地方債務結構、對政府的資產負債表進行修復的重要途徑。譬如，現在民間投資不太活躍，主要因為是投資回報率下降。可以通過混合所有制改革，讓民企來參與國企改革，讓民間資本有更多的投資渠道，同時通過部分國有資產的轉讓，來增加財政收入。在推進現代化產業體系建設中，國資委提出16條產業鏈的「鏈長」，無一例外都是央企，能不能讓更多的民企參與其中？

筆者認為，純粹靠內循環，難以確保中國經濟未來增長的可持續性，還需要推進高水平的開放，需要進一步完善市場化機制。不能夠認為我們今後要更多依賴於內循環。內循環不是中國的選擇，東亞模式沒有一個是選擇內循環的，因為中國人口多、基數大，製造業已經佔到全球30%，目前國內外貿企業約有641萬家，創造就業崗位超過2000萬個，帶動就業約1.8億人（以製造業為主）。長期來看，在房地產上行周期基本結束的大背景下，中國經濟還面臨下行壓力，如果製造業進一步收縮的話，中國經濟下行壓力可能會更大，所以雙循環的新發展格局一定要堅持下去。