

房产刺激政策陷入两难，成交量越大，对未来经济损害可能越严重

原创 寇文红 丹江湖上钓鱼翁 2024年05月31日 06:44 上海

说明：“腹背受敌的中国经济”是我分析中国经济的框架，包括[论证](#)，[框架](#)，以及对政策、产能、通缩等各方面的讨论，[1](#)，[2](#)，[3](#)，[4](#)，[5](#)，[6](#)，[7](#)，[8](#)，[9](#)，[10](#)，[11](#)，[12](#)，[13](#)，[14](#)等。具体见本文后的列表。

核心观点：2022年以来的房价下跌加速了实体经济衰退，加大了金融风险，使货币创造机制受损，还助推了资产负债表衰退和工资-价格螺旋下降的通货紧缩。决策者希望通过刺激地产销售，来消化房地产库存，改善实体经济，化解金融风险，修复货币创造机制。但此举会导致未来居民消费能力进一步萎缩，加重资产负债表衰退和通货紧缩。

一、2022年以来房屋销量下降、价格下跌对经济的影响

2022年的疫情封控严重打击了中国经济（点击[1](#)、[2](#)、[3](#)、[4](#)、[5](#)）。在这个大背景下，严苛的限购限贷政策，叠加居民对未来收入预期下降，导致企业和居民全面缩表（削减投资和消费，归还债务），购房意愿下降，商品房成交量萎缩，价格下跌。这导致了一系列问题：

第一个问题，加速实体经济衰退。房地产销量下降，导致房地产产业链上的钢铁、水泥、有色、化工、建筑、建材、家电等行业全面经营状况全面下行，PPI同比持续为负；员工收入预期下降，CPI低迷。

第二个问题，加大了金融风险。房地产销量下降，导致开发商无法回笼资金，面临倒闭风险；银行坏账增加，金融风险加大。

第三个问题，货币创造机制受损。居民消费贷款和购房贷款是货币创造体系的重要一环。购房贷款下降，意味着货币创造体系少了一块，导致M2、社会融资规模、信贷余额同比下降，2024年4月都创出有史以来的最低值（点击[1](#)）。这意味着货币扩张政策的效果大打折扣。

第四个问题，助推了资产负债表衰退。房价下跌，导致房主的资产缩水，但负债没变，资产负债表恶化。如果他们打折卖房，则房价下跌更多，资产负债表更加恶化。这就是Fisher（1993）说的debt-deflation。于是他们进一步削减消费。尚未买房者见此情景，更加观望，对未来更没有信心。

第五个问题，助推了工资-价格螺旋下降的通货紧缩（deflationary spiral）。企业经营不景气，以及对教育、房地产、金融等行业的整顿政策，导致居民的收入预期下降，甚至失业；居民削减消费，导致PPI和CPI进一步下降，发生螺旋下降的通货紧缩。当然，发生这种通货紧缩，并不全是房价下跌导致的。

因此，[昨天](#)我曾说，2022年以来中国的情况，与2000-2006年的日本相似，实际上同时发生了资产（房价、股价）价格下跌，债务紧缩，信用紧缩，企业和居民信心缺失、主动缩表，以及工资-价格螺旋下降的通货紧缩。

二、解决经济问题的政策建议

要想解决上述这些问题，需要一揽子政策。下面的建议很多是2023年以来一直在说的：

第一，扩张货币，降低利率，从而降低实际利率，使其低于自然利率，从而：

【1】降低居民和企业融资成本，使投资变得有利可图；

【2】企业、地方政府、居民可以轻易地以很低的利率获得资金，将之前的高利率负债置换出来，改善它们的资产负债表。

这种政策应该在2022年就开始采用（[点击](#)），但是央行似乎在2023年底才意识到这个问题，2024年2月20日才降低LPR，并且幅度不够（[点击](#)）。

第二，中央加杠杆，扩张财政政策。

这是因为在经济进入“腹背受敌阶段”后，财政政策的效果比货币政策更好。在地方政府已经负债累累、无力加杠杆的情况下，应该由中央加杠杆，并且动作要快，力度要大。

这一政策也应该在2022年就开始采取，但2023年财政扩张力度不大，2024年3月《政府工作报告》中对财政政策力度的定调低于市场预期。虽然《报告》确定以后每年发1万亿超长期国债，但如果没有金融安排配合的话，会挤出民间投资和消费。

第三，直接改善居民和企业的资产负债表，鼓励他们投资和消费。比如给中低收入阶层减税，或者给符合条件的（多胎家庭、赡养老人负担较重的家庭、大病家庭等）直接发钱，刺激消费。

但是迄今为止，中央的政策思路还跟以前一样，希望通过给居民和企业发一点补贴，鼓励居民去买车、买耐用消费品，鼓励企业更新设备。这种政策，在居民和企业对未来收入/利润预期增速乐观的时候是有效的。在居民和企业对未来悲观的时候，效果堪忧。

第四，化解企业、房地产开发商、地方政府、银行的不良债权。切断缩表的传导机制。

第五，支持房企融资；废除房地产限购限贷，推进房地产去库存。2022年底以来，中央逐渐放弃了“三条红线”，开始全方位支持房地产企业融资。客观地说，这样做有助于化解房企倒闭风险，降低银行面临的金融风险。但是还有巨大的住宅库存需要化解。这是下面讨论的重点。

三、5月17日以来鼓励居民买房、刺激住房销售的本质

（一）房地产政策，从踩刹车到松刹车，再到轰油门

2021年下半年，住房销售面积同比增速转负（图1）。从2022年10月开始，各地逐步放弃了限购限贷政策。客观地说，限购限贷政策类似于踩刹车，确实限制了居民正常的购房需求。放松这些政策（松刹车）可以使刚性和改善型需求得到满足，是值得肯定的。

但是，在居民缩表的大背景下，仅仅废除限购限贷远不足以带来销售的增长，没能扭转住房销售面积同比下降的趋势。

图1 住宅销售面积增速

资料来源：国家统计局；自己做的季节调整

因此，2024年5月17日，央行全面放宽了购房信贷政策：取消房贷利率下限；下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点；首套房首付比例下限从20%下降至15%，二套房首付比例下限从30%下降至20%；设立3000亿保障性住房再贷款，支持地方国企收购存量房；等等。随后各地纷纷跟进，发布当地的政策。

至此，房地产政策已经不是“放松”了，而是“刺激”、“鼓励”居民购房。即已经不是松刹车了，而是直接轰油门。

（二）本次刺激购房的本质

总结下来，5月17日以来的政策，本质上是通过降低首付比例、降低按揭利率，刺激居民买房；并且鼓励地方政府购买房屋（收储）。决策层希望通过这种方式：

【1】居民买房后需要装修、购买家电家具，带动相关行业销售。改善实体经济，帮助解决本文开头说的第一个问题。

【2】化解房地产库存。使开发商卖掉房子，回笼资金，改善现金流，避免倒闭的风险；

【3】使开发商能够归还银行贷款，降低银行不良贷款发生率，降低银行倒闭风险。解决本文开头说的第二个问题，在下一篇文章，我将说明，这个目的不一定能达到。

【4】让信贷能够进入房地产行业，信用扩张机制、货币创造机制转动起来，M2、社融、信贷余额同比增速会上升。部分地解决本文开头说的第三个问题。

简单地说就是：通过降息降首付，鼓励居民和地方政府加杠杆，扩张资产负债表，把房地产商和银行的手里的烂资产（杠杆）接过来，降低金融风险，让货币流通起来。

问题在于，这些政策能如愿以偿吗？

四、刺激购房政策陷入两难

（一）政府部门

地方政府官员可能愿意，因为这是体现执行力的好机会，做得好可以晋升。但是：

【1】地方政府负债累累，财力有限，无力收储。对此已有很多人做过分析，不再赘述。

【2】收储无利可图。一二线城市的租售比大约是1.5%，低于央行发放的保障性住房再贷款利率（1.75%），并且收储之后还要花钱装修才能租出去。除非房价再跌一波，让租售比上升，不然收储无利可图。三四五线城市住房过剩，长期看，随着人口老龄化和人口流出，没有收储的价值。

（二）居民部门

居民部门本来就负债累累，对未来预期不乐观，正在缩表，不可能去投机炒房。只有刚需、改善型需求可以趁机买房。但问题是：

【1】刚性和改善型需求是有限的，今年这部分需求释放、使住房销售面积同比上升之后，将来这部分需求就消失了，同比增速将会再度下滑。

【2】这部分居民购房之后，杠杆率上升，未来将削减消费还贷。结果是造成了居民部门杠杆率进一步上升，消费能力进一步萎缩，给未来带来总需求不足的隐患。

（三）陷入两难

因此，本轮刺激政策陷入了两难困境：如果成交量不好，就说明政策没起到作用。如果成交量很好，就说明居民杠杆率加得太高，未来消费能力将更弱。本文开头讲的第四个问题（资产负债表衰退）、第五个问题（螺旋式通货紧缩）将更加严重。

决策层推出这些政策，肯定是希望成交量上升，消化库存，化解开发商和银行的风险，但埋下了未来消费萎缩、总需求不足、通缩加重的隐患。换言之，他们在出台政策时，只考虑了短期，没考虑未来；或者说形势所迫，不能做长远考虑，把难题推到了未来。

(四) 股市投资者用脚投票

在股市上，5月17日星期五政策出台之后，5月20日房地产行业股票就开始调整，5月22日一度冲高，然后大幅调整。这说明股市投资者不太看好刺激政策的效果，对刺激政策能否导致成交量上升存在很大分歧，因此先跑为敬，卖出股票，等待成交量数据验证（[点击](#)）。

图2 房地产指数的表现

最后说一句，如果把首付比例降得太低，让储蓄少、收入低、风险偏好低的居民加高杠杆买房，未来会给这些居民带来巨大的风险，银行也将面临坏账风险。下篇文章将讨论这个问题。

延伸阅读：腹背受敌的中国经济系列

[2024-05-24 中国的恩格尔系数可能已经降到底了，未来甚至会上升](#)

[2024-05-23 中国的基尼系数将逐渐进入上升趋势](#)

[2024-05-19 放松房地产政策不会带来A股牛市](#)

[2024-05-17 让俄国既不能胜、也不能败，才最符合中国的利益](#)

[2024-05-16 从彩票销售到世界大战，背后的经济行为分析](#)

[2024-05-15 水电煤气涨价抑制消费和物价的传导机制，进一步讨论](#)

[2024-05-14 水电燃气涨价不能提升通胀率，反而会使经济恶化，加重通缩](#)

[2024-05-12 腹背受敌的中国，M2、社融等同比创历史最低，未来还会更低](#)

[2024-05-11 腹背受敌的中国，不宜再通过行政手段去产能](#)

[2024-05-10 腹背受敌的中国，通缩压力恐将长期存在，并且很难解决](#)

- [2024-05-09 腹背受敌的中国经济：一个分析中国经济的新框架](#)
- [2023-11-23 A股为什么没有长期大牛市？根源在这里.....](#)
- [2024-05-06 腹背受敌，被迫出海：中国与1990s的日本恐怕不能同日而语](#)
- [2024-05-04 降息≠被收割，不是卖国，不能拿外部失衡反对降息](#)
- [2024-05-03 中央政治局决定降息在意料之中，是对行动滞后的矫正，希望降幅大些](#)
- [2024-05-02 “被追赶的中国”应该摆脱陈旧观念，大幅降息](#)
- [2024-03-19 中国或已跨越“辜朝明拐点”，进入“被追赶阶段”或“腹背受敌阶段”](#)
- [2024-01-23 中国研发投入增速的放缓：更多证据](#)
- [2024-01-16 需求疲软、产能过剩的年代，库存周期没那么容易重启](#)
- [2024-01-18 警惕中国陷入GDP增速下降→技术进步放缓的恶性循环](#)
- [2023-12-13 中央改进货币供给规则，实现政策目标与工具的匹配，规则性与灵活性的统一](#)
- [2023-07-28 建议央行的利率政策因时而变，放弃“黄金法则”，改为参考自然利率](#)
- [2023-07 疫情、封控政策和迟滞效应压低我国自然利率和自然产出的传导机制](#)
- [2023-06-24 疫情封控推高我国自然失业率的传导机制及治理](#)
- [2023-06 2023年年初以来经济复苏受阻的微观根源与政策建议](#)

个人观点，仅供参考

修改于2024年05月31日