

# 降准的最大受益者还会是房地产吗？

程旭辉



1月4日晚，央行宣布全面降准1个百分点，释放资金1.5万亿元。在对冲一季度到期的MLF（中期借贷便利）之后，净释放资金约8000亿元。

朋友圈中的房地产从业人员旋即一片久旱逢甘霖般的欢呼。一则刷爆朋友圈的段子说：“每次降准，都说和房地产无关，但最大的受益者基本是房地产。”

确实，按照房改20年来的经验，每一次货币政策的宽松，似乎都正向支撑了房地产市场的走强、房价的进一步走高。统计数据显示，从2007年到2017年，中国的广义货币M2从40万亿元翻了4倍多到170万亿元，年均增速约15%；而同期一二线城市的房价年均涨幅，恰恰也是15%左右，两者走势高度吻合。

但经历了特殊的2018年，这一老经验，今天恐怕没那么容易再度应验了。

## “水”还流得进房企腰包吗？

2018年最引人瞩目的政策动向之一，是金融监管政策的不断趋严。海通证券知名分析师姜超指出，其中的核心内容在于打破刚性兑付、穿透式监管——而这，相当于把中国式影子银行彻底关掉了。

正是影子银行的不复存在，或将对房地产资金流向带来根本性的变化。

以银行理财为代表的影子银行，在过去每一次强调“支持实体经济融资需求”的货币宽松中，扮演了曲线“浇灌”房地产的角色。银行先把钱借给其他金融机构，再通过其他金融机构把钱借给房企，以此绕过资本监管，这就是著名的通道业务的原理，也是中国式影子银行的核心内容。

数据显示，2007年银行理财的规模不过5300亿元，而到2017年已经达到30万亿元，整整翻了60倍。在姜超看来，这才是过去10年房价飞涨的根本原因。

而在管住影子银行、打破刚性兑付后，又有鉴于2018年不断有房企如中弘股份债务“爆雷”，即便降准后信贷资金增加，银行也不太可能、不太敢像以往那样给房地产业“大放水”了。

在姜超看来，当前中国正处于历史性拐点，很多过去的规律其实在未来并不一定适用。过去大家看到货币放松，想到的就是放水、房价上涨；但是在管住影子银行、打破刚兑之后，货币政策放松并不会导致大水漫灌，只会推动利率下降，支撑债市上涨、提升股市估值，而对房地产市场意义不大。

## 债“山”真的已压顶

时移世易，老的经验不一定管用了，新的问题则在不断冒出。对于房企而言，最头疼的问题，应该是债。

从2014年开始，房企疯狂发债，并在2016年达到顶峰。据海通证券统计，2016年房企发债总量为1.14万亿元，偿还量只有0.07万亿，净融资超过1万亿。

借的钱，终究是要还的。

公司债多为三年期、五年期。从2018年开始，房企迎来还债高峰期。Wind数据显示，2018年房地产债券到期规模达2069.71亿元，较2017年的1007.30亿元，增幅高达105.5%。而2019年，房企债券到期规模将进一步攀升至4026.52亿元，比2018年又几乎翻了一番。

根据测算，在2021年之前，房企都将过着巨额债务压顶的日子。

而从2018年全年房企发债情况看，借新债还旧债的路子已经很难走通。碧桂园、富力、合生创展等房企的发债申请均被否，房企发债中止或终止的情况层出不穷。所以很多房企便跑到海外去借债，跑到香港去上市融资。还有，就是像万达那般的卖卖卖……

都说房企土豪，却是花不完的钱，还不完的债。所谓高周转，无非是不停借债买地建房，又快速卖房回笼资金还债。雪球越滚越大，雪崩的风险同样也是越滚越大。

在债务压顶，而融资状况不见得会因货币政策的积极变动得到快速、有效改善的情况下，房产大鳄们高周转的脚步，恐怕一时半会儿是停不下来的。

能否快速盖房、快速卖房、快速回款，关乎生死。

## “六个口袋”被掏空

盖房子可以快，卖房子却得看购房者的脸色。

在“房住不炒”的大前提下，新的一年，房地产调控政策彻底放松进而释放购房需求的可能性，恐怕不大。而以往反复在讲的人口红利故事，今天则已经变成了对大家不愿生、不敢生、总人口数是不是开始下降了之忧虑，购房需求大幅新增的可能性，同样不大。

另一方面，经过前两年楼市的狂飙突进，购房者们的购买力也已经被透支得厉害。

根据国家金融与发展实验室、中国社科院经济研究所、中国社会科学出版社近日联合发布的《中国国家资产负债表2018》的数据，截至2018年三季度，居民债务杠杆率已经上升到52.2%，过去十年间暴涨了34个百分点。而根据国家金融与发展实验室理事长李扬的分析，如果用居民可支配收入代替GDP来计算居民杠杆率，则该数字为85%，正逐步接近美国次贷危机前居民杠杆率103%的水平。

与此同时，居民储蓄增速近年来不断下滑，2017年仅7.7%，已经创历史最低。而居民储蓄存款与可支配收入之比也遭到腰斩，从2010年的25.4%下降至2017年的12.7%。

“六个口袋”都被掏空了，韭菜长新芽，总也需要时间。

宁波楼市在经历了两年多来房价翻番式飙涨和成交量持续高位后，购房需求的透支度尽管没有确切数据作注脚，但应该也不会太乐观。

在房企这一端，当前宁波楼市上，绝大部分已经是外来的大鳄小鳄。据宁波乐居统计，中国前100强房企中，56%已经进入宁波；而前十强房企，仅华夏幸福一家没有入甬。所以国内房企普遍面临的债务压力和融资困难，一样会自上而下地传导到宁波楼市内的开发商身上。

在房企和购房者各自这般的境遇中，降准，还会是救房地产于水火的灵丹妙药吗？还能一如既往地促进楼市成交、推动房价走高吗？

海通证券姜超的结论是：“未来房价可能在很长时间都不会涨了。”