

所属行业

房地产

发布时间

2019 年 9 月 20 日

深度

蓄水池变“漏水池”，多印钱还能抬房价吗？

核心观点：

我们从货币的角度切入，剖析其助推房地产市场非理性繁荣的作用原理，并对其未来的影响做出预判。

（一）货币因素助推房价上涨

第一轮：货币被动投放

第二轮：信贷扩张和影子银行

（二）房地产是如何成为蓄水池的

房地产一边从其他资产领域虹吸水分，而另一边自身又能派生资金，导致整个池子里的资金也越来越多。

（三）房地产蓄水的循环机制能否打破

蓄水池这种循环机制还是很有可能打破的。只要政策保持定力，行业横盘时间稍久一些，增量资金进入就少，资本回报率随之走低，资本的逐利性会驱使资金流入其他领域。

（四）居住属性下回归真实价格

短期看政策，中期看金融，长期看人口。

（五）总结

房地产曾经能够成为货币的蓄水池，是有不断增长的需求在支撑的，而需求总量往下的情况下，资金不具备很大的炒作空间。房价已经不具备之前全国普涨的条件，但未来由于产业、人口、政策等条件的不同，会呈现出不一样的市场格局。

相关研究：

月度数据点评：7月销售保持韧性，投资增速或将继续下行	20190814
2019年7月地产月报：融资约束强化土地市场偏弱，预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019战略年再延续	20190822
2019年报综述——回归核心，内圣外王	20190508
2019房企半年报综述——谁无暴风劲雨时，守得云开见月明	20190917

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

wl8705580201 (微信号)

wanglin@ehconsulting.com.cn

徐鹏

17601350466 (微信号)

xupeng@ehconsulting.com.cn

前言

1990-2000 年, 广义货币 M2 增加了 8 倍, 用 CPI 衡量的物价上涨了 101%; 而 2001 年至 2018 年末, M2 发行增加了 11.5 倍, 但 CPI 上涨不足 50%。也就是说最近 20 年的时间里, 虽然货币发行很宽松, 但是我们并没有经历到高通胀。

过去 20 年中, 能够与 M2 增速分庭抗礼的就是房价了 (部分城市的房价), 虽然房地产泡沫巨大, 唱空地产的论调从 2004 年开始就甚嚣尘上, 但是不得不承认房地产依然是投资回报率碾压多数投资品的资产之一。

有一种说法把房地产比作资金的蓄水池, 市场中过剩的流动性淤积于此, 因此阻断了资金对其他商品的追逐, 也使得房价的收益率远超许多投资品。

下文我们从货币的角度切入, 剖析其助推房地产市场非理性繁荣的作用原理, 并对其未来的影响做出预判。

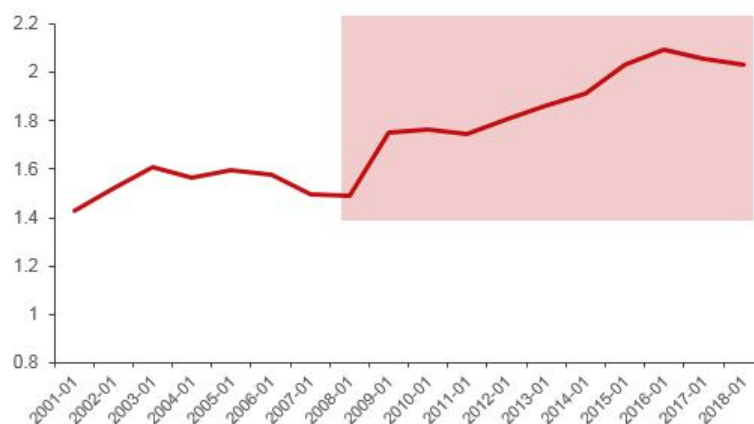
(一) 货币因素助推房价上涨

我们分析房地产的价格, 首先要理解其资本属性, 而为资本定价要同时考虑需求和货币的影响。

分析货币的影响因素, 首先要考虑曾经货币是怎样影响地产的, 也就是过去蓄水池中的“水”有多少, “水”从何而来?

首先是“水”有多少? 我们国家的 M2 从 2001 年至今翻了快 12 倍, 使用 M2/GDP 这个数值, 可以更好的表现经济实体发展所对应的货币水平, 从 2008 年开始, M2/GDP 的数值明显加速上升, 这也是众所周知的四万亿留下的后遗症。M2 的增速远远超过 GDP 的名义增幅, 一方面说明货币宽松刺激经济的效率低下, 另一方面也说明 M2 有很大一部分并未能流入实体经济中去支持经济发展。

图表：M2/GDP情况



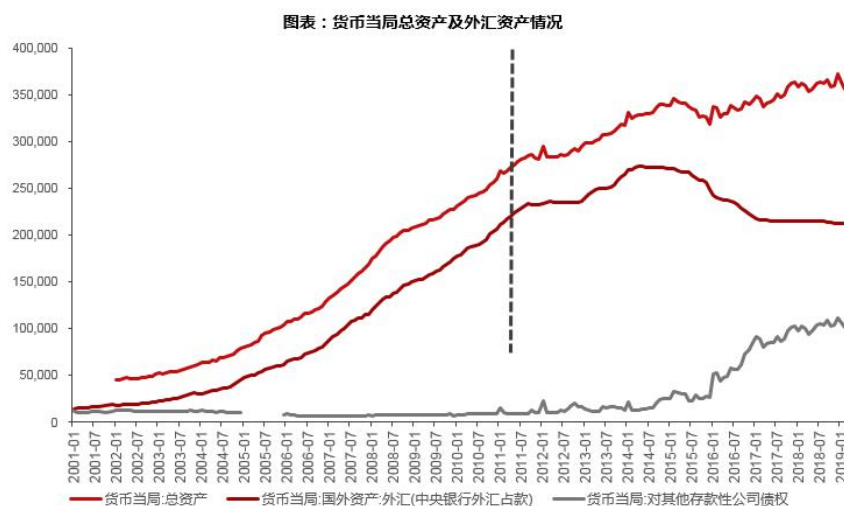
其次是“水”从何而来?

第一轮：货币被动投放

2011 年之前，我国实行强制结售汇制度，企业和个人必须将多余的外汇卖给外汇指定银行，外汇指定银行必须把高于国家外汇管理局头寸的外汇在银行间市场卖出。也就是说央行最后买入多少美元外汇，就要对应发行多少的货币。

首先，1997-2007 年，世界经济繁荣，两次金融危机之间美国大印美金；其次我国 2001 年加入 WTO，此后十多年贸易额飞涨，成为一个贸易顺差巨大的国家。这两个因素的影响，就导致大量的美元外汇进入中国市场，而根据强制结售汇制度，央行不得不发行对应的人民币资产，此为央行的货币投放机制。

在被动投放时代，外汇的增加与多年持续出口顺差以及外商投资持续增加直接相关，也就是说发行的货币与经济增长直接相关，所以在 2001-2008 年，即使我国的外汇占款明显增多，但是 M2/GDP 的数值大体保持稳定。



第二轮：信贷扩张和影子银行

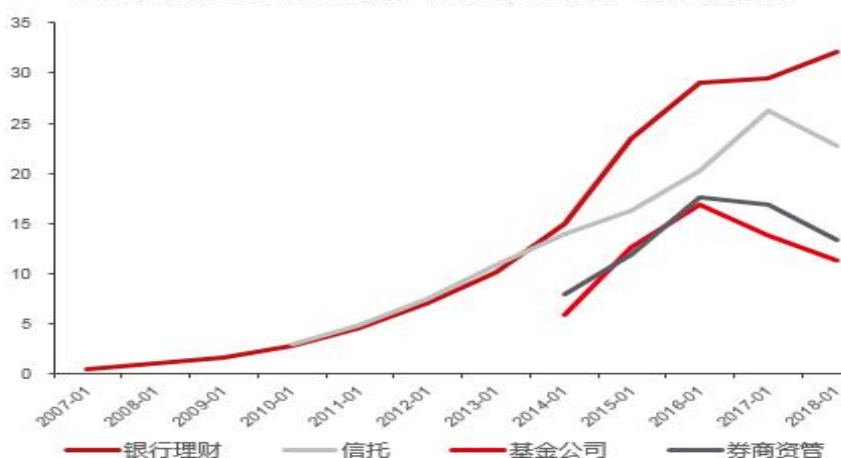
在强制结售汇制度终结以后，央行总资产规模的增速是一路往下的，2015 年之后甚至出现了负增长，在 2015 年以后，央行发行基础货币可以说是非常克制甚至已经几乎不发了。但是这个时期 M2/GDP 比值反而扶摇直上，这个阶段导致流动性过剩的主要原因是银行信用的过度扩张。

除了信贷扩张带动 M2 增速大幅上行，更为可怕的是银行的很多表外资产创造了大量的信用和流动性。

2013 年起，金融创新的不断涌现以及监管部门对部分金融子行业的放开，影子银行快速崛起和扩张，实体部门杠杆扩张，市场内资金也快速扩张。也就是说我们常见的，银行发的理财产品、信托产品、代客贷款等等，这些方式创造出来的货币还没有被计入 M2 当中。

商业银行将资产由表内转移到表外，这部分资金不受到存款准备金率的约束，并通过借用各种“通道”，将资金贷款给房地产企业和地方政府融资平台等受到信贷政策限制的部门。

图表：影子银行下各项资产管理业务规模（单位：万亿）



至此，我们可以看到，脱离了货币被动投放之后，市场上的“水”主要来自于杠杆的扩张，同时也通过过往的一轮轮经济刺激，一次次激发了贷款需求，当然在这个过程中，基建和地产对货币扩张起到的推波助澜的作用毋庸置疑是难辞其咎的。

（二）房地产是如何成为蓄水池的

之所以将房地产比喻为蓄水池，并不是说房地产可以锁住大量的 M2，交易是一个买卖换手的过程，从单个资产上来看，有资金的进入也有资金的出逃。例如，买家买的是二手房，那么钱从买家手里到了前房东手里，如果是一手房，钱会从买家到开发商的手里。到了下家手中的货币是完全可以继续自由流动的，并没有任何被锁住的概念。

之所以理解为蓄水池，是因为在房价持续上涨的背景之下，至少过去十年中房价是在一个大的周期内趋势向上，资本逐利性将资金引入地产行业。

比如，卖掉房子的前房东，拿着这笔钱，大概率还是会重新投入房地产中，小套换大套、一套变两套。如果买家买的是新房，这笔钱会进入开发商，大部分又会通过土地交易流进政府，而政府的钱的大部分又流向基础设施建设等生产领域，最后增加居民的收入，反过来居民存款的绝大部分又会去买房或者还贷，居民收入再度被房地产吸收。

简单来说，就是货币超发-通过放贷、政府投资等渠道进入生产领域-提升居民收入-买房（房地产吸收居民收入）-开发商或卖家收钱-开发商继续买地或者卖家继续买房。

现在市场也不乏驳斥地产作为蓄水池的论调，认为地产催生的大量住房信贷带动了 M2 的快速上行，从而将房地产称为喷水池。确实信贷的原理就是通过货币乘数进行信用扩张，任何加金融杠杆的，都是在创造货币与信用，房地产贷款当然具备这种能力，但是这种信贷扩张通过任何行业都能够实现。

所以，这两个概念并不是互相矛盾的，房地产一边从其他资产领域虹吸水分，而另一边自身又能派生资金，导致整个池子里的资金也越来越多。

但其中有一个假设，当然也是最近多年的现实，就是卖家到手的钱绝大部分重新回到了房地产中。如果这种假设不再成立，或者房地产的容量不够大了，那么我们上面所说的循环肯定也不复存在，此时房地产就不再是蓄水池，而将成为一个漏水池。

（三）房地产蓄水的循环机制能否打破

我们在上文中提到了房地产作为蓄水池依赖一个重要的循环，如果地产行业的资本回报率高于其他行业，资金仍会持续流入并且稳定在地产行业内；如若不然，这种循环就会被自然而然打破，资金也会流出去寻找新的投资机会。

那么这种循环机制的一个重要变量就是房地产行业的资本回报率。

未来这个变量会怎样变化呢？

我们在假设需求稳定的基础上，单一考虑货币对资产价格的影响。推升房价需要增量资金的持续涌入，以及宽松的地产信贷政策自身造水。资金是否愿意持续进入地产行业，交易是否活跃（交易活跃才能创造大量信贷），很大程度上又取决于对房价涨幅的预期。所以这两者就形成了互相强化的机制，只要有上涨预期，资金就愿意流入，增加了房屋的换手（引入了信用创造），而资金的流入又证实了房价上涨的预期，循环往复。

所以打破这种循环，有一个很重要的因素是打破房价持续上涨（回报率仍然领先）的预期。

首先，我们国家的 GDP 目标一直在提提质降速，货币政策报告中也多次提到了 M2 要宽松适度，并且给出了“M2 应与名义 GDP 增速大体匹配”这样的预期。那么只要对 GDP 增速下行的容忍度变高，M2 的增速下降也就成为必然，以时间换空间，房地产的泡沫可以被时间所逐步化解。

我们前面已经解释了对央行货币超发的误解，而货币太宽松的很大原因来自于 13 年开始金融创新带来的杠杆过度扩张。2018 年，资管新规的实施给金融行业带来了巨大的影响，商业银行自主信用创造的途径被各种量化指标和监管指标所限制，货币宽松所依赖的又一途径受到制约。

政策的思路如此，这也就意味着即使我们延续房价增速对标 M2 增速的观点，这个涨幅也不如之前那么乐观了。

此外，国家现在也有很多政策都是致力于打破房价持续上涨的这种预期，房住不炒首先就是打开的第一枪。增加供给、稳定需求（限购、限贷政策）双管齐下，在供需层面稳定房价，其次还针对资金监管下功夫。

针对个人层面，信贷政策要保持定力；针对房企层面，最近限制资金进入地产行业的政策还是比较多的，房地产信托、公司债、银行贷款等融资渠道均有收紧，资管新规之下并购、名股实债、通道业务等都作成了重点监管领域，严控流向地产领域。这一系列组合拳明显是对土地市场的开刀。房地产交易中有两个环节，第一是政府与开发商之间的土地交易，这一环节基本上决定了房价的下限，地价不控难破房价上涨的预期，所以最近政策的这种走向需要引起注意。

在以往的经验之中，货币精准滴灌很难真正实现，这个过程需要尝试与纠偏，这也是未来政策的一个走向趋势。贸易战越是扑朔迷离，内外部经济压力越甚，经济就越有宽松的预期，但是依赖于地产驱动模式发展经济的边际效用越来越低，“房住不炒”需要保持定力，也就有更大概率升级对房地产行业的金融监管。

另外一个变化就是一直引导的刚性兑付的打破，地产的融资无论是公司债还是信托，利率都要高于其他行业，宽松释放出来的资金一定寻找各种办法流入房地产业。而刚性兑付一旦打破，资本就需要重新审视收益与风险，那么地产带来的吸引力会被弱化很多。

基于以上的几个正在发生的变化，蓄水池这种循环机制还是很有可能打破的。只要政策保持定力，行业横盘时间稍久一些，增量资金进入就少，资本回报率随之走低，资本的逐利性会驱使资金流入其他领域。或许今年上半年一斤苹果卖到了 10 元、15 元，正意味着货币宽松下，房地产没有像以往一样很好地发挥蓄水池的功能，从而导致了商品领域出现价格波动。

（四）居住属性下回归真实价格

前文我们都是基于货币的角度去分析资产的价格，剥离此影响之后，房地产应该回归居住属性，这时候分析需求的变化能带给我们更加清晰的指引。

短期看政策，中期看金融，长期看人口的研究框架还是比较有共识的。从需求来看，25-34 岁的年轻人是第一大购房群体，约占到购房总人数的 50% 左右，1985 年前后对应了我国的第二轮生育大潮，而 1990 年之后生育人数逐年下降，其实可以说是经历了 10 年左右的断崖式下跌。

1990 年出生的人口即将步入 30 岁，按照上面的算法，再有四五年，结婚带来的住房刚需也将要迎来断崖式下跌。人口的影响非一朝一夕，即使在居住条件改善、家庭规模人口不断减小等因素的影响下，新房市场还能在一定时间内保持一定需求，但必须要正视人口的下跌，需求的持续增长是不能的，这两年或许就是销售面积的一个高位了。

另外一个过去影响很大的增量则来自于城镇化，但是中国的城镇化率已经接近 60%，按照国际经验，城镇化超过 75%，就会进入发展缓滞期。按照城镇化率每年提升 1% 的规律，数年之后城镇化的红利也将迈入缓滞期。

总结

在过去 20 年之中，人口、经济与货币相互配合，走出了一路向上的长期趋势，长期持有房地产能获得不错的收益，而在长周期之中抓取调控政策波段操作的，更是赚得盆满钵满。但是现在我们或许已经来到了长周期中的拐点。

房地产曾经能够成为货币的蓄水池，是有不断增长的需求在支撑的，而需求总量往下的情况下，资金不具备很大的炒作空间。

况且从资金面的情况来看，一是国家放水程度不如从前，二是通往房地产的水管已经越来越多被关紧，房价持续上涨的预期在逐渐弱化，资本逐利性下，房地产不再具备对过剩流动性的强大吸引能力，房价上涨预期再度弱化。曾经循环体系中房价上涨自我强化的过程正在发生反向变化。

由此来看，房价已经不具备之前全国普涨的条件，我们要打破只要货币宽松，楼市就会迎来大涨的预期。当然，未来城市之间也会出现明显分化，由于产业、人口、政策等条件的不同，会呈现出不一样的市场格局。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码