

住房抵押贷款 将成为货币政策的桎梏

□ 特约研究员 尹中立

美国的房地产金融危机给世人的警示是多方面的，笔者试图从货币政策操作的层面反思住房金融的问题。

我国的货币政策工具主要有利率、公开市场操作、信贷政策和存款准备金率等，在这些工具中，后三个都是数量工具，主要用于调节货币供应量，惟有利率是价格工具，也是威力最大的货币政策工具，在控制物价方面作用显著。在我国的货币政策操作实践中，利率是最常用的工具。

在2008年之前，尽管利率工具在我国被频繁使用，但并没有带来什么严重的后果，而反观美国，2005年之后的利率上升很快带来了房地产价格的下跌与“次贷”危机的爆发，众多的金融机构倒闭、破产。为什么利率的上升会导致美国金融业的海啸，而我国则无后顾之忧之忧呢？中国的银行业永远会有如此好的运气吗？

理解利率工具导致中美之间不同后果的关键之一是住房抵押贷款。

美国金融脱媒与银行业危机

对于美国的银行业而言，住房抵押贷款举足轻重，在20世纪80年代之前，银行业的50%的资产是住房抵押贷款，该资产的收益率高低直接影响到银行的经营状况。在影响住房抵押贷款收益率的因素中，利率的变动最重要。在20世纪30年代大萧条后，美国的银行业受到“Q条款”的约束，存款利率是受到限制的。美国政府对银行存款利率进行限制的目的是为了保护银行的盈利水平，因为住房抵押贷款期限长，且

以固定利率为主，如果让存款利率任意浮动，数以千计的商业银行和储蓄贷款机构将面临巨大的利率风险。例如，20世纪50年代的住房抵押贷款利率只有5%左右，而到70年代高通货膨胀时期存款利率曾经超过了15%，银行在50年代发放的住房抵押贷款到70年代将面临负收益。

但控制存款利率并没有使银行摆脱危机，只是危机的表现形式出现了变化而已。在20世纪70年代高通货膨胀时代，美国市场利率大幅度上升，国债收益甚至超过了10%，远远高于“Q准则”规定的最高限，国债收益率高于存款利率的结果是银行存款转变为国债，资金由银行流向债券市场，这就是所谓的“脱媒”现象。例如，1966年第三季度，短期国债利率为5.38%，而储蓄机构向定期存款支付的利率只有4%，在该季度从储蓄机构流出的资金达7.26亿美元，而在之前的4年中，平均每个季度的流入资金有22亿美元。资金的大量流失使银行和储蓄机构无钱可贷并出现流动性危机。

20世纪90年代后，“Q条款”早已被废除，储蓄机构的存款利率不再受到严格的管制，按揭贷款也不再局限于固定利率，但利率的变动同样对银行业产生了巨大的冲击。其作用的机理是：利率提高→房价下跌→按揭贷款违约率上升→按揭贷款的证券化产品及其衍生产品价格下跌→金融机构出现财务危机。这就是“次贷危机”的全过程。

利率的提高对美国金融市场之所以会产生如此大的冲击，关键的原因之一

在于金融业与房地产市场之间日益紧密的联系。一是美国的银行业高度依赖于住房按揭贷款，二是房地产业在GDP中的地位非常重要，在美国的GDP构成中房地产业超过制造业，占14%左右，房地产领域的风吹草动自然会引致经济的巨大波动，进而导致金融市场的不安。另外需要强调的是，自2001年以来，美国房地产市场的投机之风太盛，在金融产品创新的美丽光环之下美国的金融市场中出现了很多专门为房地产投机者设计的产品，“次贷”就是最典型的代表。既然是投机者，他们对价格的变动当然十分敏感，当房地产价格出现下跌，越来越多的借款者选择了违约。于是整个信用体系出现了崩溃，使得次贷危机的影响超过了20世纪30年代大萧条以来历次房地产危机。

从美国的情况看，不论是在利率受到管制的时代还是在金融创新迭出的金融自由化时代，利率的大幅度上升必然对房地产市场产生巨大的冲击，而房地产市场的大幅度波动又对银行、储蓄结构及其他金融机构产生冲击。因此，利率工具的使用在美联储的货币政策决策中是十分谨慎的。

假如利率大幅度提高，对我国银行业意味着什么

我国对银行的存款利率没有类似20世纪80年代前美国的“Q条款”限制，住房按揭贷款一直以浮动利率为主，我国是否可以避免美国式的房地产金融危机呢？答案是否定的。

在2000年之前的20年中，我国

有明显的两次物价上涨和利率调整周期，第一次是 1988 年前后，第二次是 1994 年前后，在这两次利率调整周期中，尽管银行受到了冲击，但与住房市场（尤其是住房抵押贷款市场）关系不大，因为在 1998 年房改之前，我国的住房抵押贷款余额很少，到 1997 年只有 200 亿元。对一般老百姓而言，利率的提高还意味着利息收入的增加，对增加收入有好处。但个人住房抵押贷款在 1998 年后迅速增加，到 2007 年末余额增加到 3 万亿元以上，2007 年一年住房按揭贷款余额就增加了 7000 多亿元，如果加上房地产开发贷款，2007 年新增与房地产有关的贷款超过 1 万亿元，占当年新增加贷款的三分之一，没有任何一个行业的贷款规模可以和房地产相“媲美”。

当房地产与金融之间的有机联系越来越密切的时候，房地产对利率工具的敏感性将空前提高，利率提高对老百姓的生活影响也越来越大，利率提高不仅意味着存款者的收入的增加，而且意味着贷款者负担的加重。

需要指出的时，在这一轮经济上升周期中，物价一直保持较低的水平，利率从 1997 年后也基本上处在下调周期中，我们还没有体会过利率上升对房地产市场的冲击，包括银行在内的所有参与者都分享着住房抵押贷款迅速增加所带来的美好时光。假如通货膨胀光临中国，我们将贷款利率提高到 10% 以上（上一轮通货膨胀时期的贷款利率最高为 15.3%）将出现什么后果呢？

首先是出现大量的违约事件，因为在高通货膨胀时期往往伴随着经济衰退，人们实际收入减少，失业大量增加，而利率的提高又使每月还款数量迅速增加，很多人会还不起贷款。其次是住房市场陷入停滞，如此高的利率将阻止新增的住房抵押贷款。第三是房地产投资大幅度减少，使钢铁、建材、建筑、有色金属等与房地产密切的行业出现衰退。

其结果是显而易见的，银行盈利大幅度减少，银行股价下跌，社会财富大幅度缩水，整个金融市场将陷入混乱。

如果将住房抵押贷款的资产证券化产品及其衍生产品市场考虑进去，后果将更加严重，这与当前美国金融市场的情景没有什么不同。

事情还远不止这么简单，当很多人失去住房时，它将演变成一个巨大的政治危机和社会危机。我国自 1998 年住房制度改革以来，住房建设方面取得了巨大的成就，住房紧张的问题已经大体上得到解决。但随着住房价格的大幅度上涨，越来越多的人买不起住房，住房分配问题已经成为当前最严重的社会问题之一，在此背景下，如果利率大幅度提高，势必将激化业已存在的社会矛盾。

可见，当住房抵押贷款规模已经足够大的时候，它将成为利率政策的桎梏，当通货膨胀来临时，我们将不能像从前那样自如地使用利率工具了，或者说，我们使用利率工具时将付出更高昂的成本。

出路在建立政策性住房金融体系

那么，如何化解上述矛盾？建立政策性住房金融体系或许是比较好的出路。

在国际视野中，德国住房金融方面的经验值得我们学习。德国的“合同储蓄”住房金融模式，以及房贷的固定利率机制，不仅起到了稳定房价的作用，而且使货币政策对住房金融的影响较小。与住房抵押贷款模式或公积金模式不同，德国实行“先存后贷”的合同储蓄模式。这种房贷的实质是“合作”而非赢利，合同储蓄大约占到德国房贷总额一半左右，另外 20% 家庭储蓄，仅有三成住房贷款来自于商业贷款。德国所有房贷（包括合同储蓄和商业贷款）都实行固定利率制，储蓄房贷利率低于



市场利率且固定不变，商业贷款固定利率期限平均为 11 年半。这种长期的房贷利率周期，几乎可以抗衡任何金融市场的波动，对房贷市场起着稳定器作用。与德国形成鲜明对比的是，在采取浮动房贷利率制的国家，无论是欧盟内英国、西班牙和爱尔兰等，还是美国，近年来房价都随利率波动出现了大涨大跌的现象

我们自改革开放以来，金融改革一直处在探索阶段，但主导思想是市场化、商业化，用市场化的主导思想来指导我国的金融改革无疑是正确的方向，但如果因此而忽视或否定政策性金融的作用就可能会出现问題。在我国的住房金融领域，至今没有政策性金融机构产生，住房公积金类似于政策性金融机构，但却给它的定位是事业单位。住房担保和保险还没有起步，现有的住房担保机构还存在诸多问题，难以起到减少和分散住房金融风险的作用。建立全国性的、政策性住房担保机构已经刻不容缓。

（作者为中国社会科学院金融研究所金融研究室副主任）