

潮起潮落：棚改政策得失考

概要。2015年国务院决定加快棚改项目建设，开始推进货币化安置，彻底激活了棚改居民的房地产和消费金融行为，推动房价上涨和房地产投资。今年4月财政部公布全国棚改规划套数“腰斩”，此轮大规模棚改政策开始“退潮”。是时候总结此轮棚改政策的得失，预判棚改“退潮”对宏观经济和区域发展的可能影响。

- **货币化安置的缘起：房地产去库存。**次贷危机之后政府快速推出“四万亿”刺激措施，房地产价格出现一轮上涨周期；在稳增长和土地财政的激励下，地方政府加快推出土地，大量企业涌入房地产开发领域，2010年政府开始收紧房地产调控政策致使库存不断积累。不断升高的房地产库存，拖累了我国的经济增长。在此背景下，棚改货币化安置政策应运而生：通过货币化安置激活商品房销售环节，进而带动库存去化和土地出让，提振房地产销售和 investment，托底经济增长，缓解地方政府财政收入压力。
- **钱从何处来：创新金融机制。**棚改的资金来源主要包含政策性银行贷款、财政支出资金和债券融资等。央行于2014年创设的抵押补充贷款PSL是棚改货币化推行最重要的金融工具，一是向地方政府提供了一项长期低成本的贷款，二是向特定区域进行了定向货币投放，具备结构性特征。
- **经济解释：棚改货币化的得失。**棚改货币化安置显著拉动了商品房销售，而得益于货币化棚改带来的销售景气，商品房去库存取得了显著效果。同时，棚改货币化安置政策延长了始于2015年的本轮房地产周期销售的景气时长，并造成了不同城市之间的分化。房地产销售上行、库存下降推动了房价上涨。最后，房价上涨预期又拉动了房地产投资，支持了宏观经济在2016-2017年企稳回升。然而，货币化棚改也对地方政府债务和居民杠杆产生了负面影响，PSL推升了地方政府显性债务、棚改货币化增加了地方政府隐性债务、货币化安置也推升了居民部门杠杆率。
- **棚改退潮，影响几何？**4月财政部公布全国棚改规划套数减半，1-6月新增PSL累计同比减少68%，指向棚改货币化安置的资金来源亦被“腰斩”。测算结果表明，棚改退潮将对商品房销售面积形成显著拖累。销售疲弱将产生两方面的负面影响：首先是房价，其次房地产销售下滑将造成房企资金链的紧张，进而传导至地方财政。棚改退潮对房地产投资的拖累体现在两方面：一是实物化安置缩减将对房地产投资形成直接拖累，二是货币化安置缩减将通过商品房销售对房地产投资形成间接拖累。
- **区域风险评估：潮水退去，谁在裸泳？**本文对棚改退潮在不同地区的影响进行了三方面的风险评估：（1）商品房销售下滑风险：销售下行压力较大的高风险地区包括新疆、西藏、贵州、黑龙江等；（2）房价下跌的风险：贵州、山东、黑龙江三地的低线城市面临的房价下行压力最大；（3）地方政府土地出让不畅造成的财政压力：山东、青海和黑龙江等地处于高风险位置。
- **结论：房地产市场压力加大，政策可能边际对冲。**受棚改退潮影响，商品房销售增速将继续长尾回落，且仍将呈现一二线走强、三四线走弱的分化格局。在贸易摩擦的大背景下，房地产调控或将边际放松，部分三四线城市房地产调控政策有望边际调整，但在“房住不炒”的大背景下，政策难以出现全面放松，“因城施策”仍会是今年房地产调控政策的主基调。预计下半年房地产政策大面积放松的可能性并不高。综合房地产销售、房价和土地财政三个维度，山东、黑龙江、贵州的压力最大。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

目录

引言：一项民生工程的政策演变	3
一. 货币化安置的缘起：房地产去库存	4
二. 钱从何处来：创新金融机制	5
三. 经济解释：棚改货币化的得失	6
四. 棚改退潮，影响几何？	10
五. 区域风险评估：潮水褪去，谁在裸泳？	13
结语：房地产市场压力加大，政策可能边际对冲	16

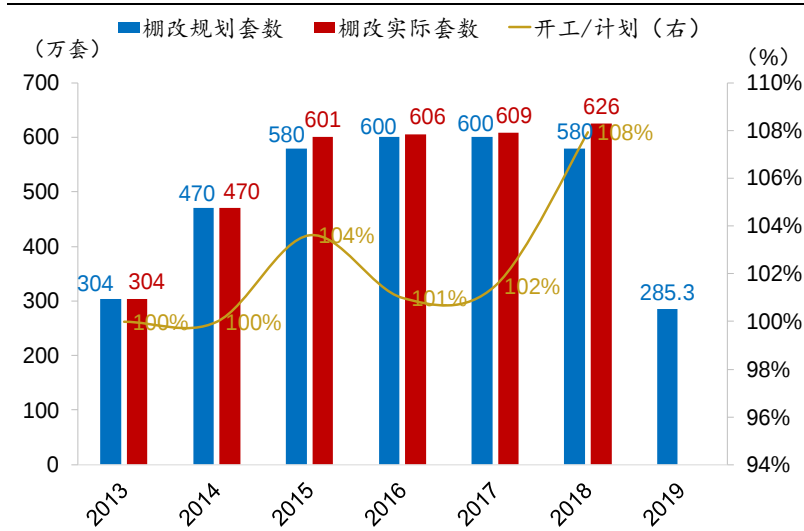
引言：一项民生工程的政策演变

棚改本质上是一项民生工程，目的在于改善居民生活和居住条件。2005年辽宁便已开展棚改试点，2008年国务院决定全面启动棚户区改造工程¹。其时，棚改主要以实物化安置进行，通过新建安置房置换棚户区住房，即“以房换房”。因实物化安置不涉及市场交易，对房价影响较小，但安置房建设对房地产投资具有拉动作用。

2015年，国务院决定加快棚改项目建设，开始推进货币化安置。政府以现金交易方式将拆迁款直接支付给棚改区居民。货币化方式彻底激活了棚改居民的房地产和消费金融行为。据调研，棚改补偿款中的七成被用于购房，部分居民会选择按揭贷款加杠杆以进一步改善住房条件；另外三成则用于增加储蓄和提升消费。大规模的棚户区改造，加之货币化安置的杠杆效用，导致商品房销售上升，房地产库存快速消化，推动房价上涨和房地产投资，在拉动钢铁、水泥等上游部门的同时，也带动了家电、家具、装潢、汽车等“后地产链”的繁荣，从而对宏观经济产生广泛的影响。

今年4月，财政部公布2019年全国棚户区改造规划285万套，相较2018年规划套数（580万）“腰斩”54.2%（图1）。至此，国务院2015年出台的“棚改三年计划”到期²，此轮大规模的棚改政策开始“退潮”。

图1：潮起潮落：2019年棚改规划套数“腰斩”



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

潮起潮落，云长云消。是时候总结此轮棚改政策的得失，以及预判一下棚改“退潮”对宏观经济和区域发展的可能影响。

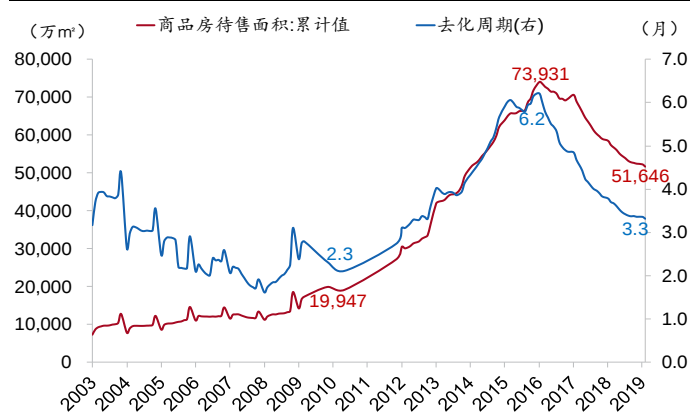
¹ 2008年11月9日，国务院会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。指出“一是加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。”

² 2015年6月30日，国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，要求2015-2017年完成改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房1,800万套，加快棚改项目建设，并积极推进棚改货币化安置。

一. 货币化安置的缘起：房地产去库存

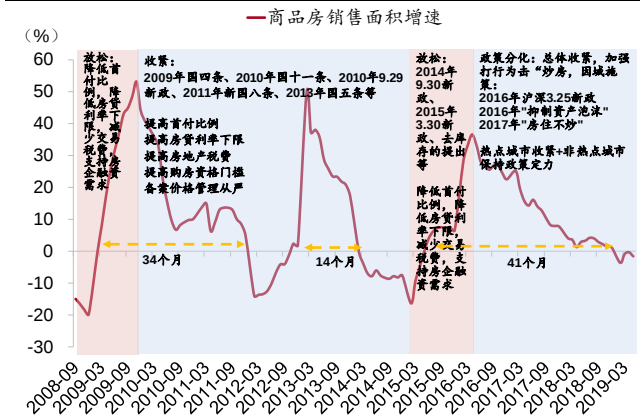
2009年底至2016年初，我国商品房待售面积由2亿平方米快速升高至7.4亿平方米，去化周期由2.3个月提升至6.2个月（图2）。导致房地产库存上涨的原因，从大叙事的角度而言，就是次贷危机引发的全球金融风暴之后，政府快速推出“四万亿”刺激措施，房地产价格出现一轮上涨周期；与此同时，我国地方政府的各类平台公司如雨后春笋，迅速成为城市土地开发和新区建设的主体。在保增长和土地财政的激励下，地方政府加快推出土地，大量企业涌入房地产开发领域，特别是在准入门槛较低的低线城市。2010年政府开始收紧房地产调控政策，拖累了前期拿地开工竣工的商品房销售行情，致使库存不断积累（图3）。

图2：2009年12月至2016年2月商品房库存快速上升



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

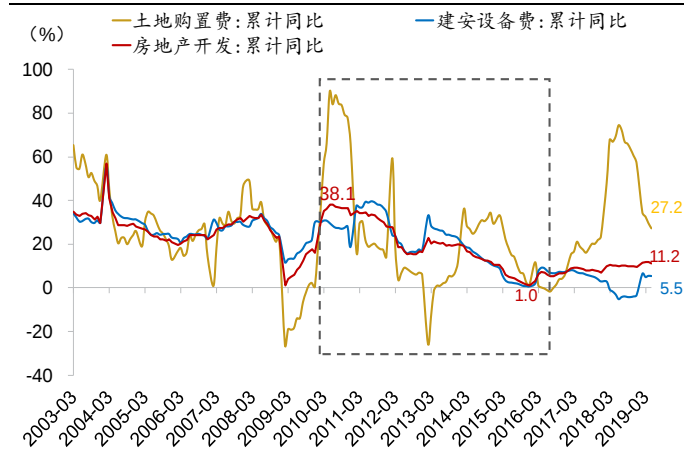
图3：2012至2014年小周期中景气区间历时较短



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

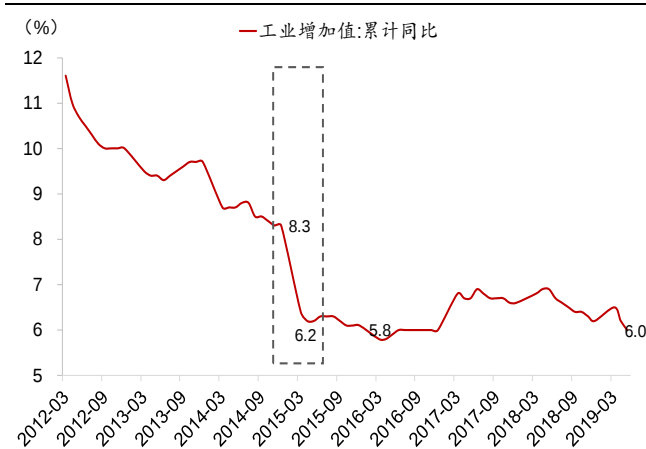
不断升高的房地产库存，拖累了我国的经济增长。首先受到影响的是房地产投资。高库存制约了开发商的投资意愿，房地产投资增速从2010年开始显著下行，并于2015年末滑落至1.0%的历史低位（图4）。投资需求不足导致生产放缓，工业增加值增速大幅回落，对经济增长形成显著拖累。2015年4月，规模以上工业增加值同比增长6.2%，较2014年大跌2.1个百分点，增速明显下了一个台阶，此后持续运行在6%的中枢附近（图5）。

图4：2010年后房地产投资增速开始显著下行



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

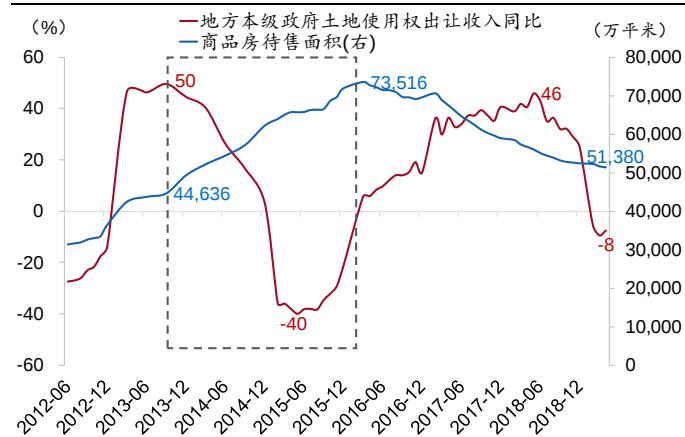
图5：2015年初工业增加值增速下台阶



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

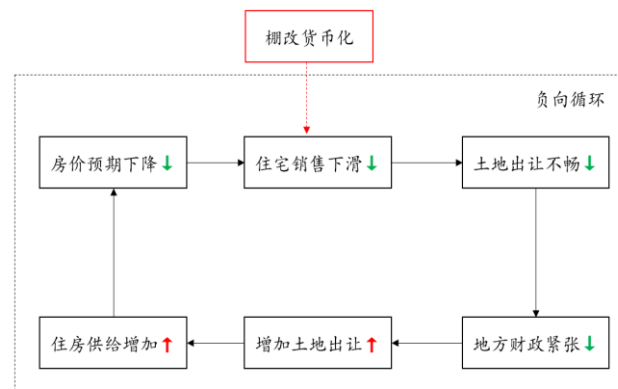
其次，高库存压制了房企拿地意愿，使得土地出让不畅，加剧了地方政府财政收支的压力。2015 年 6 月全国土地成交面积同比减少 34%，国有土地出让收入同比下降 38%，地方政府土地出让陷入量价齐跌的窘境（图 6）。财政压力下，地方政府有加大土地供应的动机，但这又进一步强化了房价下行预期，拖累商品房销售，继续积累库存，形成恶性循环。传统的房地产调控政策似乎无力纾解这一困局。

图 6：高库存下地方政府土地出让不畅



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 7：货币化安置激活商品房销售



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

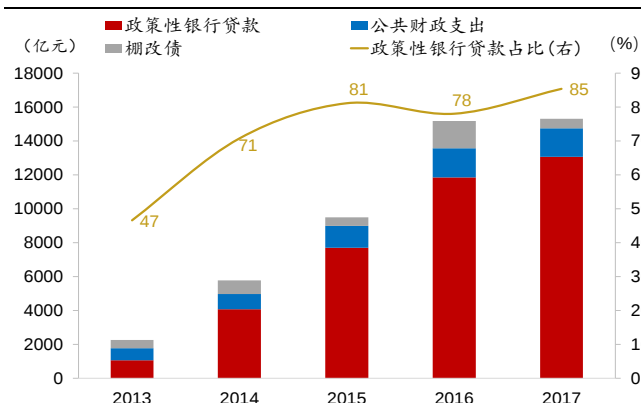
在此背景下，棚改货币化安置政策应运而生：通过货币化安置激活商品房销售环节，进而带动库存去化和土地出让，提振房地产销售和投资，托底经济增长，缓解地方政府财政收入压力（图 7），效果几乎立竿见影。由此，棚改货币化安置政策创新了我国房地产调控机制，从而具备宏观逆周期调节功能。

二. 钱从何处来：创新金融机制

棚改的资金来源主要包含政策性银行贷款、财政支出资金和债券融资等。自货币化安置全面推行以来，政策性银行贷款资金占比从 2013 年的 47% 左右跳升至 2017 年的 85%，在棚改资金来源中占据绝对主导地位（图 8）。其中，央行创设的抵押补充贷款（PSL, Pledged Supplementary Lending）是棚改货币化推行最重要的金融工具：央行通过国开行向地方政府发放专项贷款，而地方政府通过回收土地获得卖地收入偿还贷款（图 9）。

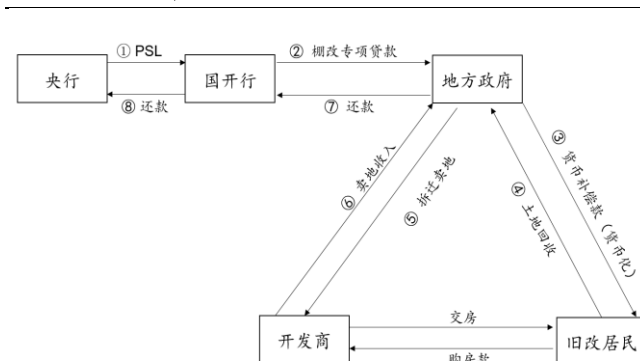
央行于 2014 年创设 PSL，目的在于通过政策性银行为棚改项目提供长期稳定、低成本的资金来源。2014 年 6 月，国开行专门成立住宅金融事业部办理棚改相关贷款并采取单独核算，加大了对棚改的支持力度。2015-2016 年 PSL 在政策性银行贷款金额中占比分别高达 91%、82%。截至 2018 年底，PSL 存量规模高达 3.5 万亿元（图 10）。

图 8：政策性银行贷款是棚改资金的最大来源



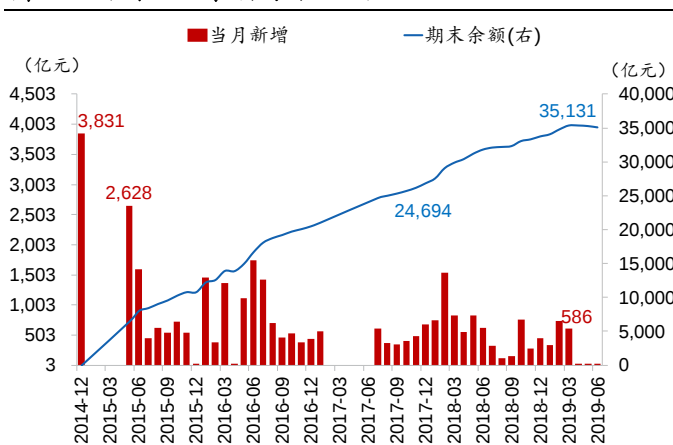
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 9：PSL 运作机理



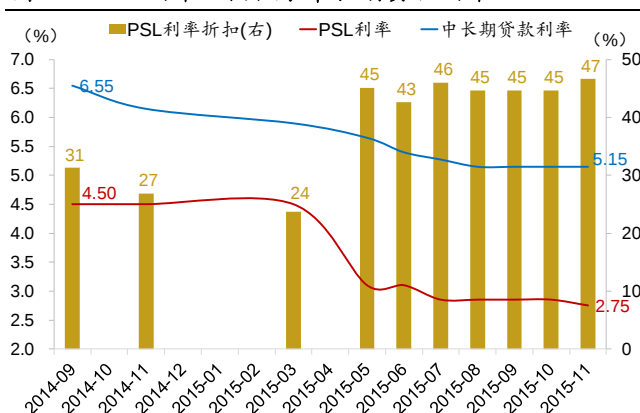
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 10：目前 PSL 余额约为 3.5 万亿元



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 11：PSL 利率大幅低于中长期贷款利率



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

本质上，PSL 具备两个特征。一是向地方政府提供了一项长期低成本的贷款。2014 年以来 PSL 利率较长期贷款利率平均下浮 40% 左右，部分 PSL 期限长达 25 年之久（图 11）。二是向特定区域进行了定向货币投放，具备结构性特征。不同于总量调控工具，PSL 可向特定区域投放，例如房地产库存较高的三四线城市，配合棚改货币化推动结构化去库存。

三. 经济解释：棚改货币化的得失

首先，棚改货币化安置显著拉动了商品房销售。2015 年之后，货币化安置比例快速提升，由 2014 年的 9% 升至 2017 年的 60%（图 12），棚改货币化安置对商品房住宅销售的贡献率不断上升，由 2014 年的 3% 升至 2017 年的 21%；2018 年棚改货币化安置力度略有下滑，货币化比例约 50%，对住宅销售面积的贡献率降至 18%（表 1）。

表 1：棚改货币化安置对商品房销售贡献（万㎡）

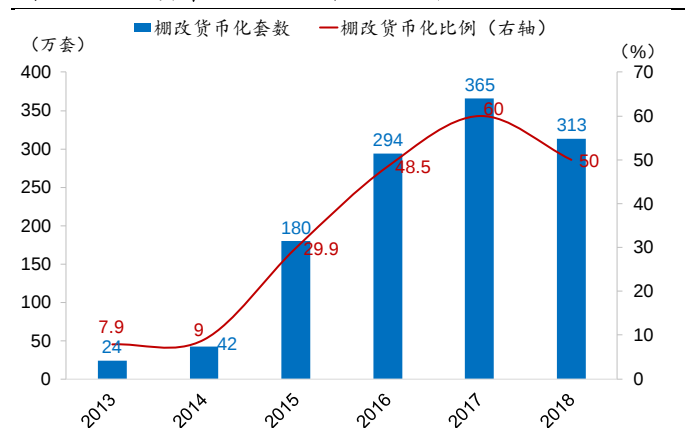
年份	商品房销售面积	商品房销售面积： 住宅	棚改货币化安置 比例	货币化安置销售 面积	货币化安置对住宅 销售贡献率
2013	130,551	115,723	7.9%	2,041	1.8%
2014	120,649	105,182	9.0%	3,596	3.4%
2015	128,495	112,406	29.9%	15,274	13.6%
2016	157,349	137,540	48.5%	24,982	18.2%
2017	169,408	144,789	60.0%	31,059	21.5%
2018	171,654	147,929	50.0%*	26,605	18.0%

注：标注*数字为估算值

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

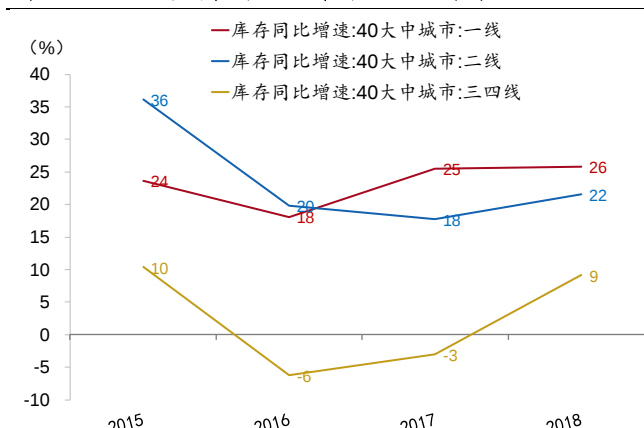
其次，得益于货币化棚改带来的销售景气，商品房去库存取得了显著效果。2019年3月，全国商品房库存5.2亿平，较2016年初高点下降30%。相应地，商品房去化周期由6.2个月下降至3.3个月。其中，三四线城市去库存效果尤其显著，2015-2018年库存同比增速显著低于一二线城市（其中2016-2017年同比增速为负，图13），由于三四线城市商品房销售面积占全国60%以上，这有力地带动了全国商品房库存去化。

图 12：棚改货币化安置比例快速上升



资料来源：住建部、招商银行研究院、招银国际研究

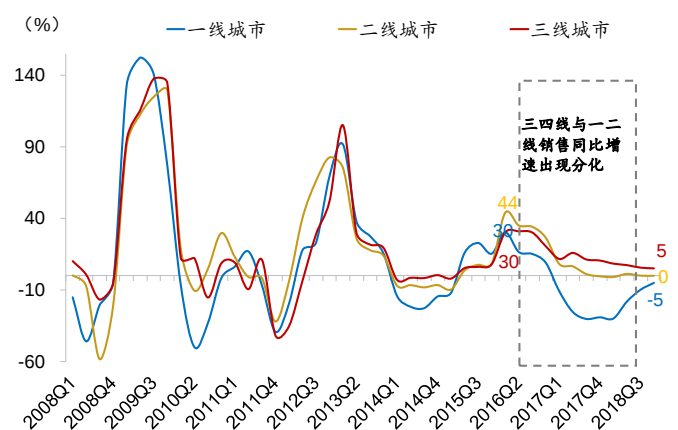
图 13：三四线城市商品房库存去化效果最好



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

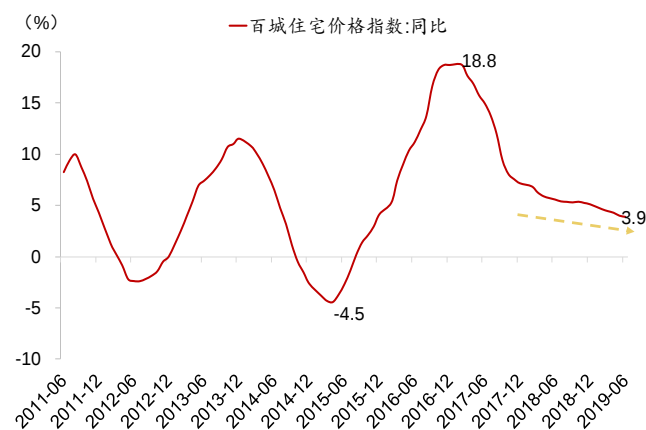
同时，棚改货币化安置政策延长了始于2015年的本轮房地产周期销售的景气时长，并造成了不同城市之间的分化。2017年四季度后一二线城市销售开始负增长，但受棚改货币化安置支撑，三四线城市销售持续位于景气区间（图14）。这使得本轮房地产小周期销售面积同比增速连续41个月正增长，长度显著超出前两轮房地产周期（平均24个月）。

图 14: 长尾: 本轮房地产周期下行期更长



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 棚改支撑下房价增速长尾回落

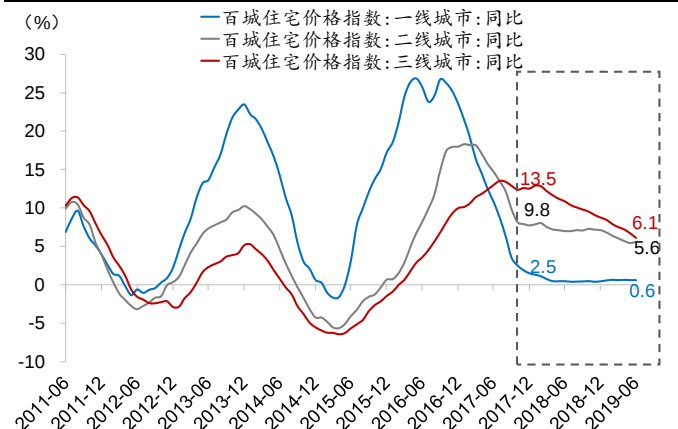


资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

再者，房地产销售上行、库存下降推动了房价上涨。2015 年 8 月至今，百城住宅价格指数同比增速连续 44 个月为正，景气区间时长显著超出前几轮房地产小周期（图 15）。2017 年中以来，房价走势出现分化，受货币化棚改支持更多的三四线城市房价同比增速显著超过一二线城市（图 16）。

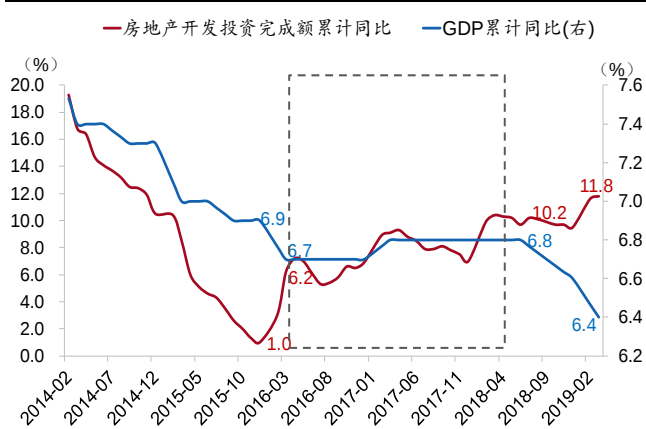
最后，房价上涨预期又拉动了房地产投资，支持了宏观经济在 2016-2017 年企稳回升（图 17）。

图 16: 三线城市房价涨幅高于一二线城市



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 房地产投资增速反弹支撑经济企稳



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11504

