

我国房地产金融风险发展现状分析

胡俊

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 房地产业是国民经济的重要产业。2003 年以来, 我国房地产业进入高速发展轨道, 住房价格的一路攀升引发了社会各界对于房地产金融风险的担忧。本文在对我国房地产金融风险进行细分的基础上, 重点对我国房地产金融风险的主要领域-开发贷款, 对风险的主要表现-信用风险进行了量化评估, 力图回答房地产金融风险到底有多大这一问题。

关键词: 房地产; 金融风险; 开发贷款

引言

房地产业是资金密集型行业, 它的发展离不开金融机构的资金支持。从房地产开发程序来看, 商业银行信贷资金是从土地开发到商品房销售整个业务流程中最主要的资金来源。对于商业银行来说, 房地产开发贷款是商业银行重要的资产业务, 个人住房抵押贷款更是被各商业银行视为优质资产而成为竞争的焦点。到 2009 年底, 我国商业性房地产贷款余额达 7.33 万亿, 占银行贷款余额的 18.33%, 占银行中长期贷款余额的 32.96%。以资金为纽带, 银行业和房地产业实现了收益同享、风险共担的紧密联系, 维护房地产金融安全对于保证金融业、房地产业和宏观经济的平稳运行具有不可替代的作用。

2003 年以来, 我国房地产业进入高速发展轨道, 土地市场和商品房市场需求旺盛, 住房价格更是一路飙升。2003—2009 年间, 土地购置价格保持 1.5%—16% 的季度增长率; 2008 年以前, 商品房销售价格一路上涨, 季度同比增长率一度高达 10%。“地王频出”、“面粉贵过面包”等形象的称谓反映了各界对于房地产价格飙升的担忧。政府严厉的调控政策陆续出台后, 利益受损的房地产商抛出了“银行先死论”, 令人胆战心惊。可以说, 客观的研究和理性的评估是否存在房地产泡沫、房地产金融风险到底有多大的问题是制定适度政策平衡各方利益的基本前提。很多国家在城市化的进程中, 都经历过房地产泡沫和房地产金融风险的冲击。到 2009 年底, 我国城镇化水平仅为 46.6%, 城市化还远未结束。借鉴国际经验, 研究房地产金融风险的形成机制和防范措施, 防患于未然, 也是理论研究的职责所在。

基于这些现实的需要, 本文以房地产金融风险为中心, 分析了我国房地产金融风险的现状, 量化评估了房地产金融风险大小。

一、土地储备贷款和个人住房抵押贷款的信用风险现状

从总体上来看, 我国商业性房地产信贷质量较好, 信用风险逐年降低, 房地产不良贷款呈现出规模大、比率低的特点。2008 年房地产不良贷款额为 680 亿, 在主要行业中低于制造业 1860 亿和批发零售业 700 亿的规模(图 1)。2005 年以来房地产业不良贷款率不断下降, 2008 年降至 3.35%, 在主要行业中低于农林渔牧业、制造业、批发零售业、住宿餐饮业的不不良贷款率(图 2)。

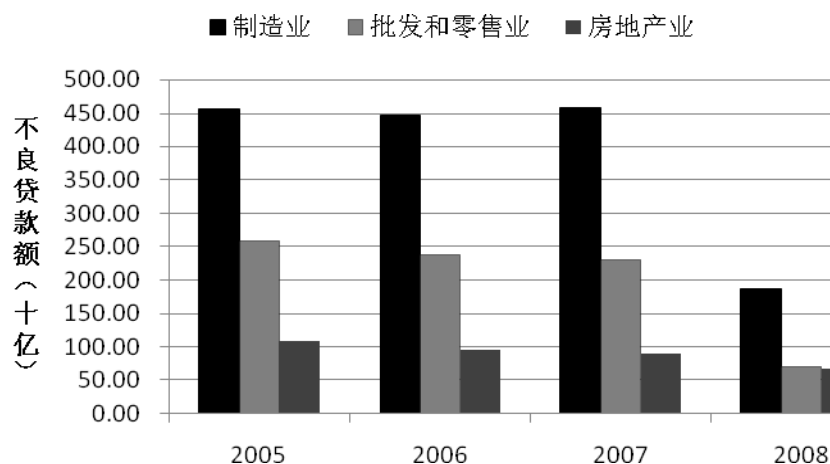


图1 不良贷款额高于房地产业的主要行业

数据来源：CEIC

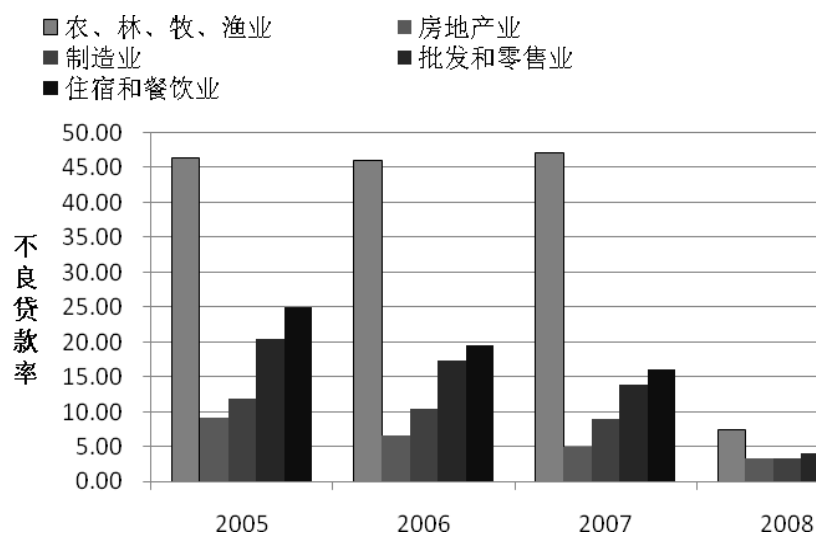


图2 不良贷款率高于房地产业的主要行业

数据来源：CEIC

根据贷款对象划分，我国商业银行房地产贷款信用风险面临土地储备贷款、房地产开发贷款和个人住房按揭贷款三大风险点。本节对土地储备贷款和个人住房按揭贷款信用风险现状进行分析，下一节则实证分析了房地产开发贷款的信用风险。

（一）土地储备贷款的信用风险

土地储备贷款是指向县级以上政府(含县级)授权从事土地一级开发的土地储备机构发放的，用于城市规划区内土地收购征用、储备、开发的贷款。用途包括国有存量土地开发和新增城市建设用地开发。土地储备机构从组建到运作都受到了国家政策的扶持，具有资金流量大、效益明显和以土地作抵押、风险相对较低的特点，因此土地储备贷款自2002年问世以来就一直是各家商业银行竞争的目标。2007年底，政府土地储备机构贷款余额2309.45亿，占房地产开发贷款余额的13.1%。

由于土地储备制度及其资金收支方面的特殊性，土地储备贷款面临三方面的信用风险：第一，土地储备机构的运营风险。土地储备机构由地方政府全额拨款组建，目前仍然存在资产负债较高的问题。土地储备机构还款的主要资金来源于土地出售收益，多数土地储备机构

经营风险意识淡漠，一旦土地市场疲软，土地出让收入低于土地收购价格，银行的土地储备贷款将面临较大的违约风险。第二，银行无法对土地储备贷款的运用实施有效的监控。土地储备机构实行财务收支两条线管理，土地出让收益需要上缴财政，其还款资金也由地方财政从土地经营收入中拨付。土地储备贷款的名义借款人是土地储备机构，实际借款人则是地方政府。银行无法越过名义的借款主体对实际借款的地方政府进行有效的监督，一旦地方财政欠收，土地出让收入有可能被挪用，土地储备贷款有可能被悬空逃废。第三，土地储备贷款的抵押和担保存在一定的问题。土地储备贷款一般以土地储备机构的土地作为抵押，银行按照土地评估价值确定贷款额，问题在于土地评估机构的选择往往由土地储备机构主导，土地评估价值存在系统性高估的风险。同时，土地储备机构只是代理政府部分职权，它并不真正拥有储备土地的使用权，因此，土地抵押并未落到实处。土地储备贷款也有可能由地方财政作担保。但是按照《担保法》的规定，政府并不能作为保证人，地方财政担保在法律上站不住脚。

（二）个人住房抵押贷款的信用风险

从宏观的层面来看，我国个人住房抵押贷款不良率较低，但数额巨大。2007、2008 年，个人住房抵押贷款不良贷款额占个人消费贷款不良贷款额的比重分别为 27.7%和 49%，占比远超信用卡不良贷款、汽车消费贷款和其他个人消费贷款不良贷款额比重。在这两年，个人住房抵押贷款不良贷款率分别为 1.06%和 0.91%，低于其他各种类型个人消费贷款不良贷款率。从发展趋势来看，个人住房抵押贷款不良贷款率逐渐降低。以四大国有商业银行为例，2004—2008 年间，2005 年的个人住房抵押贷款不良率最高（达 1.98%），然后不良率开始迅速下降，2008 年降至 0.98%。在四大行中，工商银行和建设银行的个人住房抵押贷款质量较好，农业银行较差（如表 1 所示）。

表 1 四大国有商业银行房地产贷款不良率（单位：%）

时间	项目	四行合计	工商银行	农业银行	中国银行	建设银行
2004	开发贷款	10.5	7.4	16.6	12.8	10.5
	个人住房抵押贷款	1.5	1.2	2.1	1.8	1.5
2005	开发贷款	8.76	5.13	13.2	12.4	6.4
	个人住房抵押贷款	1.98	1.55	3.88	1.8	1.3
2006	开发贷款	6.49	4.34	9.14	9.92	3.85
	个人住房抵押贷款	1.79	1.09	3.74	1.65	1.39
2007	开发贷款	5.37	2.09	9.03	4.85	4.26
	个人住房抵押贷款	1.09	0.78	2.48	0.89	0.79
2008	开发贷款	3.56	1.58	5.27	3.64	3.7
	个人住房抵押贷款	0.98	0.79	1.65	0.99	0.81

资料来源：中国人民银行金融市场司

从违约驱动因素来看，贷款特征、房产特征、借款人特征对个人违约具有重要影响。根据人民银行的调查，我国个人住房贷款具有以下特征：（1）贷款方式以商业性住房贷款为主。2005—2008 年，商业性住房贷款占比依次为 75.34%、79.92%、79.35%和 81.43%。（2）贷款额度提高，期限延长。2006—2008 年单笔平均贷款额分别为 28.27 万、32.47 万、41.06 万，平均贷款期限为 15.85 年、15.6 年、17.04 年。这表明单笔贷款的风险暴露在增加，年期在提高，在违约概率和违约损失不变的条件下，单笔贷款的信用风险提高了。（3）首付款比例较高。2005—2008 年首付比例分别为 37%、38.45%、37.44%、41.16%。贷款价值比是影响个人住房抵押贷款的重要因素，较高的首付款比例有利于风险的控制。

借款人所购住房的特征有：（1）以普通商品房为主。2006—2008 年购买普通商品住房借款人占比分别为 86.17%、88.74%、87.6%。（2）以期房居多。2006—2008 年购买期房

的占比为 51.91%、59.7%、56.09%。(3) 购房面积多在 85—120 平米之间。(4) 购房面积随借款人年龄增长而增加,但在 41—50 岁年龄段达到最大值,51 岁以上的借款人购房面积略有下降。

借款人具有以下特征:(1) 本地借款者占绝大比例。2005—2008 年借款人当中本地人占比为 83.4%、80.54%、77.76%、92.88%。(2) 借款人年龄多在 40 岁以下。2005—2008 年 40 岁以下借款人占比为 80.76%、78.29%、75.44%、78.1%。(3) 月供收入比和借款人还款情况表明当前借款人具有较强的还款能力。根据银监会《关于印发〈商业银行房地产贷款风险管理指引〉的通知》(银监发[2004]57 号),商业银行应将借款人住房贷款的月房产支出与收入比控制在 50%以下(含 50%),月所有债务支出与收入比控制在 55%以下(含 55%)。2005—2008 年借款人月供收入比分别为 35%、27.84%、35.25%、40.72%,均在 50%以下。从还款情况来看,2006 年,按时还款的比例为 84.35%,11.65%的借款人因“遗忘或出差等原因无意间延期还款”,由此推测借款人因为资金不足而被迫违约的比率是 4%。2007 年,按时还款的比例为 80.66%,在未按时还款的借款人中,85.09%的借款人属于无意间延迟还款,只有 10.8%的借款人是由于资金不足引发的。总体来看,借款人主要由本地的年轻人构成,借款人有较强的还款能力。但值得警惕的是,借款人的还款压力在不断上升。

违约驱动因素的分析表明,个人住房抵押贷款违约率较低主要得益于两个方面:首先,较高的首付比率有力的控制了贷款风险。其次,我国居民房地产消费结构较为合理。一方面,消费者以 40 岁的本地年轻人居多,这一年龄段的消费者购买力较强,他们的购房面积也最大。另一方面,购买的住房以 85—120 平米中等面积为主。尽管月供收入比和借款人还款情况较为乐观,但是也有两个信号值得警惕:一是贷款额度和期限的提高表明单笔贷款的信用风险提高了,二是借款人的还款压力在不断上升。

二、开发贷款信用风险的实证分析

如表 1 所示,相对于个人住房抵押贷款,开发贷款不良率比较高。2004 年以来,开发贷款不良率稳步降低,从 2004 年的 10.5%下降到 2008 年的 3.56%。四大行中工商银行和建设银行的开发贷款质量较好,农业银行最差。

从违约驱动因素来看,对企业违约与否影响较大的财务因素主要包括盈利能力、营运能力、偿债能力和现金流状况。为了从全局的层面度量开发贷款的信用风险,同时考虑到缺乏商业银行的信贷数据,本文以房地产上市公司为样本,通过比较相关财务指标特征,研究房地产行业违约风险的演进并从宏观层面上进行了度量。房地产上市公司数据来源于 CSMAR 数据库,入选样本的标准是公司主营业务为房地产开发与经营业,行业代码为 J01。财务指标根据前面的研究成果并参考房地产业特征和数据的可得性共同确定。为了剔除极端值的影响,本文考察的统计指标是中位数,用中位数代表行业的平均水平。

(一) 风险的演进

1. 盈利能力。盈利能力方面本文主要选取销售净利率、净资产收益率、息税前利润与资产总额比三个指标。销售净利率反映了营业收入的收益水平。净资产收益率也称为净值报酬率或权益报酬率,反映公司所有者权益的投资报酬率。

如图 3 所示,2000—2002 年间,房地产企业盈利能力有所下降,2003—2006 年处于平稳阶段,2007 年企业盈利能力实现近年来的最高水平,2008、2009 年有所回落。

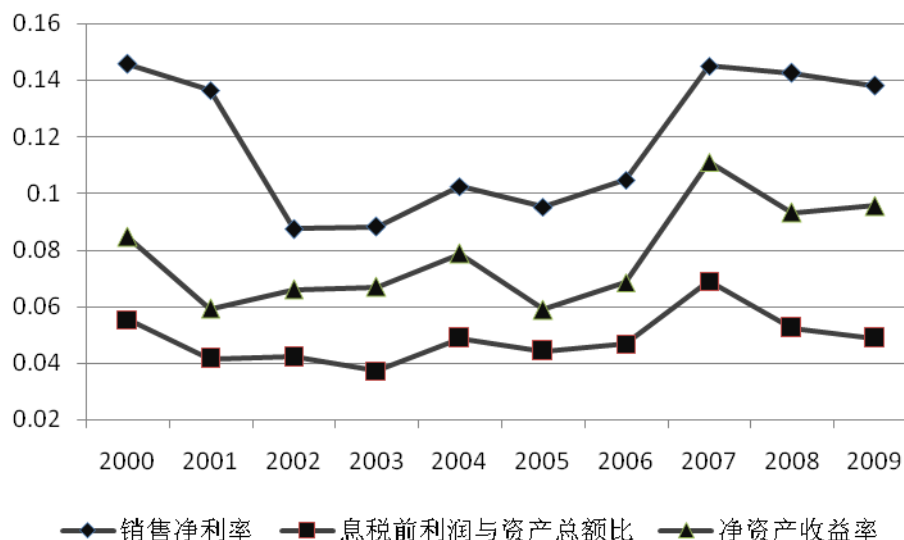


图3 房地产企业盈利能力

2. 营运能力。营运能力是公司管理资产、利用资产的效率，衡量指标主要有存货周转率和总资产周转率。如图4所示，2000—2004年间，房地产企业存货和总资产周转率不断提高，2005—2007年保持稳定，2008年存货和总资产周转率最低，存货周转率的下降尤其明显，2009年有所反弹。

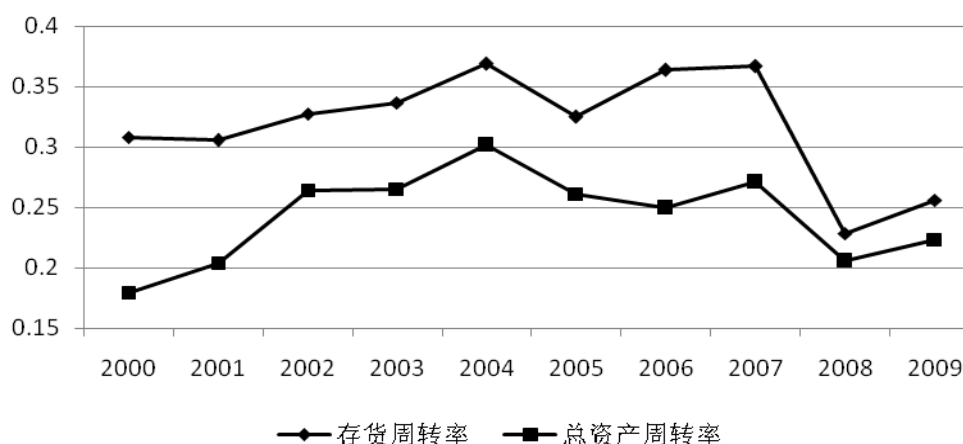


图4 房地产企业运营能力

3. 短期偿债能力。短期偿债能力是企业以流动资产偿还流动负债的能力，它表明企业偿付日常到期债务的实力。本文选择用流动比率和速动比率来衡量企业的短期偿债能力。流动比率是衡量企业短期偿债能力最通用的指标，表明企业的短期债务可由预期在该项债务到期前变为现金的资产来偿付的能力。一般情况下，流动比率越高，反映企业短期偿还债务的能力越强。需要注意的是，营业周期短的行业，流动比率较低，而营业周期越长的行业，流动比率就越高。在美国，一般认为流动比率应维持在2:1才足以表明企业财务状况稳妥可靠。香港的银行界和日本的制造公司希望这一比率维持在1:1左右。

流动比率只能表明企业流动资产和流动负债之间的关系，没有揭示流动资产的构成与素质。如果流动比率较高，而流动资产的流动性却很低，企业的短期偿债能力依然较差。速动比率就是要弥补流动比率的这些缺陷，它是速动资产与流动负债的比率，速动资产是指几乎立即可以用来偿还流动负债的那些流动资产，一般包括库存现金、短期投资、应收账款和应收票据等项目，存货一般不包括在内。传统经验认为，速动比率以1:1为最佳。

房地产开发企业的存货可分为三大类：一是为房地产品的开发建设耗用而储存的资产，包括库存设备、库存材料、低值易耗品等；二是处在开发建设过程中、尚未竣工验收的存货，主要是在建开发产品；三是处于出租经营过程中的或置存以便出售的存货，包括土地使用权、开发产品、出租开发产品、周转房等等。由于房地产开发阶段性强，工程材料和设备根据施工方的工程进度采购、供货，较容易控制，许多材料甚至采用包工包料的方式由施工方负责，因而库存材料和库存设备较少，存货主要表现为在建开发产品和开发产品。在建开发产品和开发产品的价值面临较大的不确定性，因此速动比率是更加稳健的度量房地产企业短期偿债能力的指标。

如图 5 所示，2003 年以来房地产行业流动比率稳步上升，近两年接近 2:1 的水平，这表明企业短期偿债能力在不断增强。但是，剔除掉存货的影响后，房地产行业速动比率一直低于 1:1 的比率，而且从 2001 年以后不断下降，2008 年更是低至 2000 年以来的最低点 0.44，企业短期偿债风险在不断提高（图 6）。比较图 3—7、图 8，2003 年以后流动比率和速动比率变化趋势出现背离，这主要是由于房地产企业加大了库存力度。2009 年房地产企业的流动比率提高幅度远低于速动比率，原因就在于整个行业在悲观预期下的去库存化。如图 7 所示，2009 年房地产行业施工面积增长率 12.84%，略低于 2008 年 19.87% 的增长率。但是，土地购置面积却同比下滑了 18.92%，远大于 2008 年 2.22% 的下滑幅度。

综合流动比率和速动比率的走势判断，表面上看房地产企业短期偿债风险在下降，但是剔除掉价值波动较大的存货影响后，速动比率显示行业的短期偿债风险在积累，2008 年房地产价格增速见顶回落，企业速动比率急剧恶化，创 2000 年以来的最低，行业短期偿债风险较为突出。

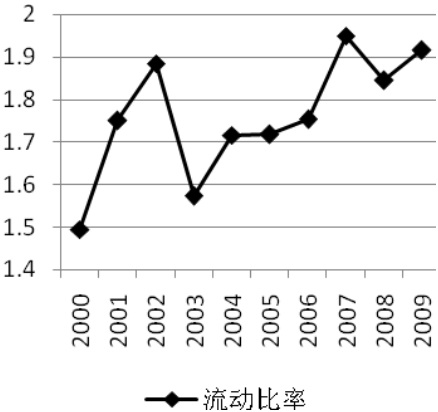


图 5 房地产企业流动比率

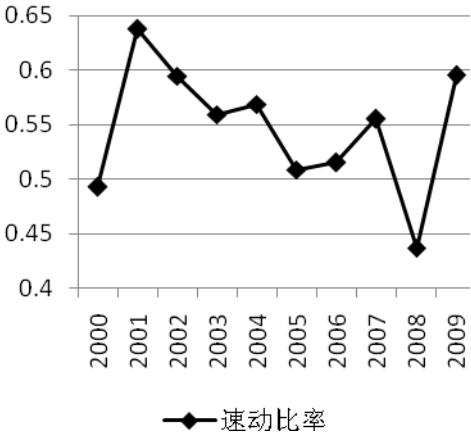


图 6 房地产企业速动比率

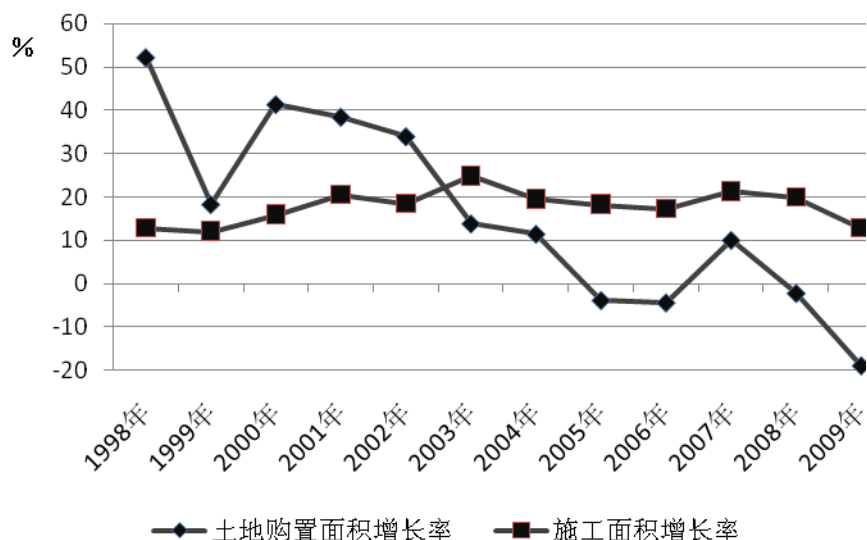


图7 2009年房地产企业的去库存化

4. 长期偿债能力。长期偿债能力是指公司偿付到期长期债务的能力，主要衡量指标有资产负债率、产权比率、有形净值债务率、利息保障倍数、长期负债与营运资金比率。资产负债率是负债总额除以资产总额的百分比，反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的。产权比率也被称为债务股权比率，反映由债权人提供的资本与股东提供的资本的相对关系。有形净值债务率实际上是产权比率指标的延伸，因为该指标不考虑无形资产的价值，所以它更为谨慎的反映了公司清算时债权人投入的资本受到股东权益的保障程度。利息保障倍数用以衡量偿付借款利息的能力，只要利息保障倍数足够大，公司就有充足的能力偿付利息。结合这一指标，公司还可以测算长期负债与营运资金的比率。长期债务会随着时间延续不断转化为流动负债，并需要运用流动资产来偿还。因此，一般情况下长期债务不应超过营运资金。

2001年以来，房地产企业的资产负债率、产权比率、有形净值债务率处于上升通道之中，2006、2009年三个指标位于近年来的相对高点（图8），行业的长期偿债风险较为突出。2000—2007年间，利息保障倍数在波动中提高，2006、2008、2009年的利息保障倍数略高于10年来的均值（图9）。2000年以来，长期负债与营运资金的比率上升十分明显（图10）。2006、2009年该比率相对较高，尤其是2009年创10年来的新高。总体来看，2006、2009年企业的长期偿债风险较大。考虑到2008年行业短期偿债风险引人注目，2009年的长期偿债风险或许意味着2011年银行将面临企业较高的短期偿债风险。

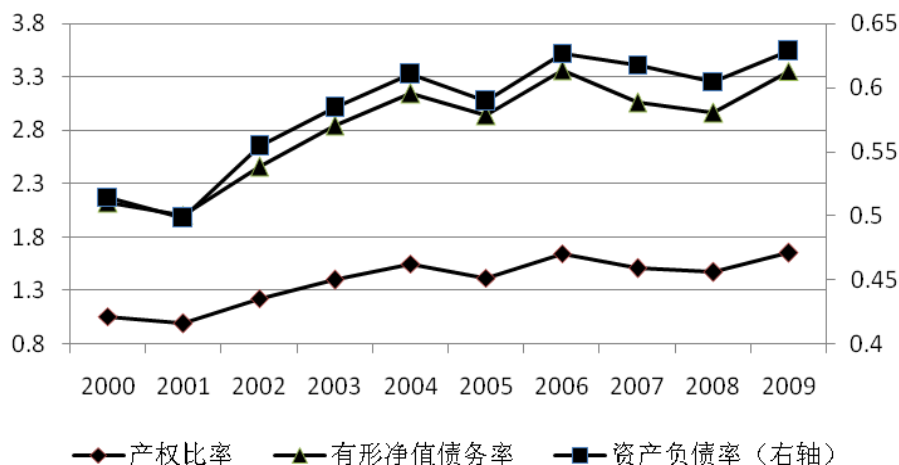


图 8 房地产企业产权比率、有形净值债务率和资产负债率

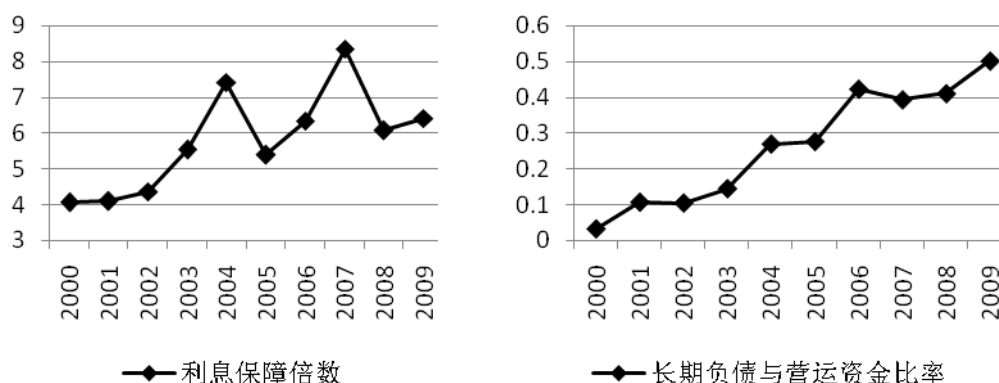


图 9 房地产企业利息保障倍数

图 10 房地产企业长期负债与营运资金比率

5. 现金流状况。现金流量是企业的血液，房地产企业的特殊性决定了现金流在房地产企业的经营过程中起到了更重大的作用。分析房地产企业的现金流量的会计指标主要有每股营业现金净流量和现金满足投资比率。每股营业现金净流量衡量企业获取现金的能力。现金满足投资比率主要衡量公司的财务弹性即公司适应经济环境变化和利用投资机会的能力，该比率越大，说明资金自给率较高。达到 1 时，说明公司可以利用经营活动获取的现金满足扩充所需资金；小于 1 时，说明公司是靠外部融资来补充。

2004 年以来，房地产企业进行了激进的规模扩张，每股经营活动现金净流量开始减少，2006—2008 年每股经营活动现金净流量甚至为负，企业经营活动产生的现金流出持续大于经营活动现金流入，企业现金流风险较大（图 11）。从 2005 年开始，现金满足投资比率开始下降，企业资金自给率降低，对外部融资的依赖性增强。2009 年房地产行业积极消化库存，现金流状况大为改观（图 12）。

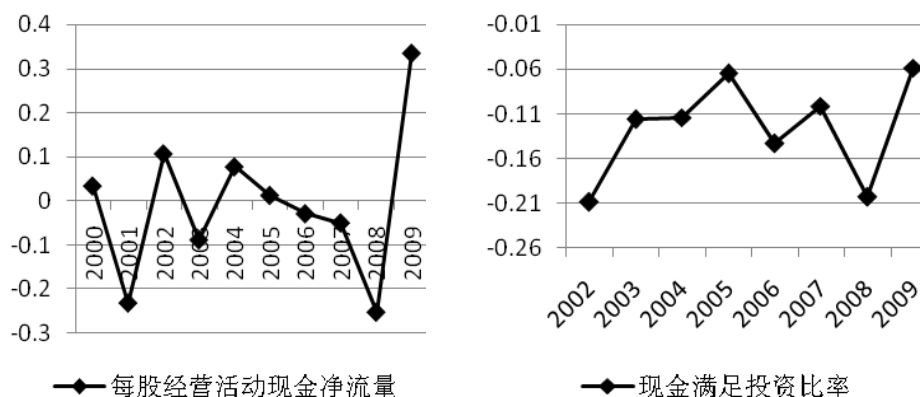


图 131 每股经营活动现金净流量

图 12 现金满足投资比率

上述五个方面的指标从不同的侧面记录了信用风险的变化趋势。综合来看，2003 年以来房地产开发贷款的信用风险状况可以以 2007 年为临界点划分为两个阶段。2003—2007 年间，企业的各项财务指标总体上趋于好转，2007 年企业的盈利能力、存货周转率、流动比率、利息保障倍数均处于 10 年来的最佳水平，表明在这一阶段企业的偿债能力较强，风险相对较小。但是，在这一阶段，也有一些指标不断恶化，表明风险也在不断积累。这些指标包括速动比率、资产负债率、产权比率、有形净值债务率、长期负债与营运资金的比率、每股经营活动现金净流量，它们涵盖了企业的短期偿债能力、长期偿债能力和现金流状况三个方面。2008 年企业的盈利能力开始下降，存货周转率、速动比率、每股经营活动现金净流量、现金满足投资比率为 10 年来的最差，这说明 2008 年是过去 10 年来风险最大的一年。

2009 年企业营运能力、短期偿债能力、现金流状况有所好转，但盈利能力和长期偿债能力并没有明显提高。可以说，2008 年以来，房地产开发贷款的信用风险整体提高了。

结合房地产价格 2003 年以来的走势来看，房地产价格对开发贷款的信用风险有着显著的影响。在房屋销售价格和土地交易价格增幅保持相对稳定增长（在 10% 左右徘徊）的 2003—2007 年间，企业的盈利能力、营运能力、短期偿债能力相对较好。但是在市场高速发展的同时，长期偿债能力、现金流状况却在不断恶化，原因就在于这一阶段房地产企业的过度投资和发展过快。2008 年房地产价格增幅见顶回落后，企业的盈利能力、营运能力、短期偿债能力、长期偿债能力、现金流状况全面恶化。房地产价格对企业财务指标不同的影响就说明在价格上涨的阶段，开发贷款的当期信用风险较小，但是市场的过快发展又孕育了未来的风险。

(二) 风险的度量

到目前为止的分析从宏观上揭示了开发贷款信用风险的演进，但是并没有回答风险到底有多大的问题。回答这一问题需要确立一个大小比较的标准。在房地产上市公司中，ST 企业属于高风险企业。本文认为，ST 企业的财务指标可以作为比较的标准。1999 年以来被 ST 的房地产上市公司包括：1999 年的 000546，2000 年的 000047，2001 年的 000514，2002 年的 000505，2004 年的 600767，2006 年的 000007，2007 年的 000628。本文首先通过比较 ST 房地产上市公司财务困境前后指标的差异验证指标的识别能力。由于现金满足投资比率数据缺失情况较为严重，本文没有对该指标进行对比分析，其余指标的比较如表 2 所示。

表 2 房地产企业财务困境前后指标对比

财务指标	财务困境前一年	财务困境当年
销售净利率	-0.338	-1.795
净资产收益率	-0.133	-2.884
息税前利润与资产总额比	-0.050	-0.123
存货周转率	0.254	0.325
总资产周转率	0.150	0.137
流动比率	1.128	0.819
速动比率	0.464	0.404
资产负债率	0.634	0.916
产权比率	1.733	10.875
有形净值债务率	1.984	18.275
利息保障倍数	-1.320	-5.587
长期负债与营运资金比率	0.454	-0.164
每股营业现金净流量	-0.021	0.243

数据来源：根据 CSMAR 数据库整理计算

在表 2 中，财务困境前后盈利能力的三个指标、短期偿债能力中的流动比率、长期偿债能力的三个指标和现金流状况的每股营业现金净流量差别较为显著，说明这些指标对企业财务困境有一定的预示作用。代表运营能力的两个指标差别并不显著，表示难以通过运营能力来预测企业是否会陷入财务困境。表 2 隐含了两个有趣的信息：首先，短期偿债能力的三个指标表明企业在陷入财务困境的前一年就已经开始亏损，净利润为负。其次，财务困境前一年的每股营业现金净流量为负，财务困境后该指标竟然为正，也就是说财务困境后企业的现金流状况反而好转。这种与直觉相悖的现象背后可能反映了这样一种逻辑：在企业陷入财务困境前，企业过度扩张，导致营业支出大于营业收入，每股现金净流量为负；在企业陷入财务困境后，企业不得不紧缩支出，营业收入就大于了营业支出，每股现金净流量转正。

剔除掉表 2 中企业财务困境前后表现差别不大的存货周转率、资产周转率和速动比率，

以其余财务指标的财务困境前后的数据为临界点，可以将企业的财务表现划分为三类：当企业的某一财务指标比财务困境前、后的数据更好，表明这一指标属于低风险的“正常”区间；当企业的某一财务指标比财务困境前、后的数据更差，表明这一指标属于高风险的“风险”区间；当企业的某一财务指标介于财务困境前、后的数据之中，表明这一指标属于风险中等的“警惕”区间。以流动比率为例，如果某公司的流动比率大于 1.128，那么认为该公司的流动比率较好，处于“正常区间”；如果该公司的流动比率小于 0.819，那么认为该公司的流动比率较差，处于“风险区间”；如果该公司的流动比率介于两者之间，那么认为该公司的流动比率存在一定风险，处于“警惕区间”。按照这种划分标准，我们可以将每一年每一家公司的每一个财务指标分入相应的区间之内。以时间为横轴，以财务指标为纵轴，我们统计了每一类公司占市场的比重，结果如表 3 所示。

表 3 房地产开发贷款信用风险的宏观度量

指标	2007			2008			2009		
	正常	警惕	风险	正常	警惕	风险	正常	警惕	风险
指标 1	95%	5%	0%	93.90%	4.60%	1.50%	98.40%	0%	1.60%
指标 2	96.67%	1.66%	1.67%	96.97%	3.03%	0%	98.36%	1.64%	0%
指标 3	98.30%	0%	1.66%	98.48%	1.52%	0%	98.36%	0%	1.64%
指标 4	86.67%	5.0%	8.33%	84.85%	7.57%	7.58%	85.24%	8.20%	6.56%
指标 5	53.33%	41.67%	5.0%	54.55%	40.9%	4.55%	52.46%	42.62%	4.92%
指标 6	56.67%	41.66%	1.67%	59.09%	39.39%	1.52%	55.74%	42.62%	1.64%
指标 7	68.33%	30%	1.67%	65.15%	33.33%	1.52%	62.3%	36.06%	1.64%
指标 8	98.33%	0%	1.67%	95.45%	4.55%	0%	98.36%	0%	1.64%
指标 9	46.67%	53.33%	0%	48.48%	51.52%	0%	32.79%	67.21%	0%
指标 10	36.67%	11.66%	51.67%	19.7%	13.63%	66.67%	52.46%	14.75%	32.79%
总评	73.66%	19%	7.33%	71.66%	20%	8.33%	73.45%	21.31%	5.24%

注：指标 1～指标 10 分别代表：销售净利率、净资产收益率、息税前利润与资产总额比、流动比率、资产负债率、产权比率、有形净值债务率、利息保障倍数、长期负债与营运资金比率、每股营业现金净流量。最后一行的总评是表中每一列的算术平均。

上文的风险演变趋势表明 2007、2008 年的风险差异明显。对比房地产行业 2007、2008 年的财务数据来看，2007 年销售净利率、流动比率、资产负债率、产权比率、利息保障倍数、每股营业现金净流量处于正常区间企业的比例高于 2008 年，净资产收益率、息税前利润与资产总额比持平，有形净值债务率、长期负债与营运资金比率则低于 2008 年。2007 年更多的指标处于正常区间说明了 2007 年的风险小于 2008 年，因此，微观的角度也证明我们的结论是可信的。

将各列数据加总平均，可以得出每年各类企业的分布情况。2007—2009 年处于正常区间的企业占比分别为 73.66%、71.66%、73.45%，处于警惕区间的企业占比分别为 19%、20%、21.31%，处于风险区间的企业占比分别为 7.33%、8.33%、5.24%。与 2007 年相比，2009 年的正常企业占比比较接近，警惕企业上升了 2 个百分点，风险企业下降了 2 个百分点。与 2008 年相比，2009 年的正常企业有所上升，警惕企业上升了 1 个百分点，风险企业下降了 1 个百分点。警惕类企业比例的上升可能意味着风险在行业内有所扩散。

四、房地产金融操作风险现状¹

我国房地产贷款操作风险主要表现为贷前审查宽松和贷款管理粗放。按照贷款管理要

¹ 本节数据主要根据 2004—2008 年的《房地产金融报告》整理得来。

求,银行发放贷款时应该会见借款人,审查相关凭证,以确保其身份的真实性。在实际操作中,商业银行并没有严格执行这一规定。据人民银行抽查,2006年22.31%的借款人办理贷款时并没有和银行直接见面。在被调查的16个城市中,郑州未见面比例高达46.31%,北京、上海、广州、杭州等几个经济金融较为发达的城市,该比例分别只有35.4%、30%、32.2%和32.83%。2007年,商业银行与35.19%的借款人进行过面谈,与46.09%的借款人进行过电话联系,17.43%的借款人从未被银行联系过。在被调查的20个城市中,面谈比例最高的郑州为72.96%,面谈比例较低的大连、成都、哈尔滨和北京分别只有12.2%、12.4%、13.39%和14.09%。2008年,28.7%的借款人办理贷款时未与银行见面,银行通过电话联系方式进行审核的贷款占18.67%。分城市看,杭州面谈审核贷款比例最高,为92.13%;广州最低,占44.2%。

贷前审查不严导致了房地产开发企业通过“假按揭”骗取银行贷款的严重后果。“假按揭”是房地产开发企业冒充购房人,通过虚假销售(购买)方式套取银行贷款。2006年,银监会曾对主要银行部分分支机构截至2006年6月末的房地产开发贷款和个人住房贷款业务进行了大规模的现场检查,发现涉及“假按揭”的贷款金额达数十亿元。其中,某银行被查处机构共发放个人住房涉嫌“假按揭”的贷款4700多笔,涉嫌金额占被查处个人住房贷款总额的6%。另一家国有银行被查处机构共发放个人住房涉嫌“假按揭”的贷款3716笔,金额7.34亿元,占被查处个人住房贷款总额的3.23%²。2003年以来,被曝光的“假按揭”典型案例主要有:2003年广州建行的10亿元虚假按揭案;2005年森豪公寓案波及200多名虚假购房人、涉案金额达7.5亿元;2006年盛鑫嘉园案骗取建设银行贷款3200万,骗取工商银行贷款2200万;2006年立恒名苑案涉嫌金额1.65亿。

根据规定,只有商品住房主体结构已封顶、企业获得预售许可证后,企业才能对商品房实行预售,银行才能发放个人住房按揭贷款。但是,2006年发放的个人住房按揭贷款中22.23%的商品房主体尚未封顶,3.61%的商品房尚未获得预售许可证。被调查城市中,杭州有41.2%的房屋主体未封顶。2007年,43.89%的主体尚未封顶的住房销售时获得了个人住房按揭贷款。分城市看,情况最差的哈尔滨和成都“主体封顶”的占比只有25.39%和29.73%,最好的武汉和长沙也只有83.8%和80.63%。

房地产贷款贷后管理也有待加强。2006年,42.48%的被调查人反映银行没有再与其联系过,上海的该比例最高,达到79.96%。沈阳贷后管理工作好于其他城市,但银行也只对69.61%的借款人询问过其近况。2007年贷后管理有所加强,49.15%的借款者在贷款后被询问过现状,但也有33.78%的被调查者表示在贷后商业银行从未与其联系过。

五、结论

从微观的角度来看,我国银行承担的房地产金融风险的主要类型是信用风险和操作风险,其中信用风险的重点领域是开发贷款,操作风险的主要表现是贷前审查宽松和贷后管理粗放。本章重点对开发贷款的信用风险进行了实证分析。从风险的演进来看,2003—2007年间,企业的各项财务指标总体上趋于好转,2007年是我国房地产行业上市公司财务表现最好的一年。但是,这一阶段短期偿债能力、长期偿债能力和现金流状况中的一些财务指标也暗示着房地产金融风险在逐渐积累。2008年房地产企业的财务表现为10年来的最差,当年的房地产金融风险也最大。2009年房地产企业的财务表现较2008年有所好转。风险的度量印证了本文对风险演进的判断,2007—2009年,正常类企业占比分别为73.66%、71.66%、73.45%。2009年,正常类企业比例接近2007年的水平,高于2008年的水平;警惕类企业占比21.31%,较2007年上升了2个百分点,较2008年上升了1个百分点;风险类企业占比5.24%,较2007年下降了2个百分点,较2008年下降了1个百分点。与2007、2008年相比,2009年的警惕类的低风险企业有所增加,风险类的高风险企业有所减少,说明风险

² 《银监会彻查房地产贷款 数十亿“假按揭”袒现》,人民网2007年2月7日。

在行业内有所扩散。

风险的演进表明房地产价格对开发贷款的信用风险有着显著的影响。在房地产价格增幅保持相对稳定增长（在 10%左右徘徊）的时期，企业的盈利能力、营运能力、短期偿债能力相对较好，但此时企业过度投资和超常的扩张为未来偿债能力的恶化埋下了隐患，房地产金融风险渐渐潜伏。一旦房地产价格增幅见顶回落，企业的各项财务指标全面恶化，金融风险开始显现。市场的过度繁荣孕育了未来的风险。

参考文献

- [1] 安东尼, 桑德斯. 2001: 《信用风险度量: 风险估值的新方法与其他范式》, 北京: 机械工业出版社
- [2] 陈颖, 屠梅曾. 2006: 《商业银行提前还款风险管理策略》, 《上海金融》第 1 期.
- [3] 刘春红, 刘可新, 吴晨. 2000: 《上海市个人住房抵押贷款违约因素实证分析》, 《上海金融》, 第 1 期
- [4] 王福林, 贾生华. 2003: 《个人住房抵押贷款提前还款风险及管理探析》, 《价格理论与实践》, 第 4 期
- [5] 陈晓, 陈治鸿. 2001: 《企业财务困境研究的理论、方法与应用》, 《投资研究》, 第 6 期
- [6] 陈静. 1999: 《上市公司财务恶化预测的实证分析》, 《会计研究》, 第 4 期
- [7] 费伦苏. 2009: 《商业银行操作风险的行为金融理论解释》, 《当代经济管理》, 第 1 期
- [8] 高铁梅. 2006: 《计量经济分析方法与建模》, 北京: 清华大学出版社
- [9] 胡妍斌. 2006: 《香港银行业防范房地产信贷风险的措施》, 《新金融》, 第 8 期。
- [10] 卢安文, 任玉珑. 2009: 《商业银行操作风险形成机理研究—基于行为经济学视角》, 《重庆大学学报》, 第 6 期
- [11] 李健飞. 2006: 《经济转轨时期中国房地产融资风险防范—理论与实证》, 北京: 中国金融出版社
- [12] 罗猛, 罗平. 2008: 《论银行市场风险的资本计提—兼评内部模型法的适用性》, 《国际金融研究》第 10 期
- [13] 乔尔, 贝西斯. 2009: 《银行风险管理》(第二版), 北京: 中国人民大学出版社
- [14] 曲世军. 2008: 《中国房地产金融风险判断及防范体系架构研究》, 东北师范大学博士学位论文
- [15] 詹原瑞. 2004: 《银行信用风险的现代度量与管理》, 北京: 经济科学出版社
- [16] Beaver, W. 1966, Financial Ratios as Predictors of Failures, Empirical Research in Accounting
- [17] Altman, E. I., 1968, Financial Ratios, Discriminant Analysis and prediction of Corporate Bankruptcy, Journal of Finance, (23), 189-209
- [18] Altman, E. I., Haldeman, R. G, Narayanan, P. ZETA Analysis, 1977, A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations, Journal of Banking and Finance, (1), 29-54
- [19] Ohlson, J. 1980, Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy, Journal of Accounting Research, 18(1), 109-131
- [20] Zmijeski, M. E. 1984, Methodological Issues ated to the Estimation of Financial Distress Prediction Model, Journal of Accounting Research, 59-82
- [21] Gau, George W., 1978: A Taxonomic Model for The Risking-Rating of Residential Mortgages, Journal of Business, 51(4), 687-706
- [22] Jackson, Ferry R., David L. Kaserman, 1980: Default Risk on Home Mortgage Loans: A Test of Competing Hypotheses, Journal of Risk and Insurance, (47), 678-690
- [23] Jung, Allen F., 1962, Terms of Conventional Mortgage Loans on Existing Houses, Journal of Finance, (17), 432-443
- [24] Kau, J., D. Keenan, T. Kim, 1991: Default Probabilities for Mortgages, Department of Insurance, Legal Studies and Real Estate, The University of Georgia. Mimeo
- [25] Lawrence, Edward C., Nasser Arshadi, 1995: A Multinomial Logit Analysis of Problem Loan Resolution Choices in Banking, Journal of Money, Credit and Banking, 27(1), 202-216

- [26] Santos Silva, J., J. Murteira, 2000, Estimation of Default Probabilities using Incomplete Contracts Data, Draft paper, Universidade de Coimbra
- [27] Clauretie T. M., T. Herzog, 1990, The Effect of State Foreclosure Laws on Loan Losses: Evidence from the Mortgage Insurance Industries, Journal of Money, Credit and Banking, 221-233
- [28] Wilson, T. 1997, Portfolio Credit Risk, Risk Magazine.

The Financial Risk Development of Chinese Real Estate

Hu Jun

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Real estate industry is an important industry of the national economy. Since 2003, real estate industry of our country entering the high-speed development orbit, housing prices climbed all the way induced all walks of life worried about real estate bubble and the financial risks. Based on the classification of real estate financial risks, this paper quantitatively estimates credit risks of real estate development loans, trying hard to give an answer in the question that how big financial risks that real estate market are taking.

Keywords: the real estate; financial risk; development loan; status

收稿日期: 2010—12—18

作者简介: 胡俊, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践