

救楼市可以借鉴救硅谷银行的模式

文/李伟

2023年7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议讨论了当前经济中的诸多热点问题，房地产自然是不可略过的一环。会议提出要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”。这一表述迅速被解读为政府准备颁布政策刺激房地产的发展，境内外股市中的中资地产股随即出现明显上涨。

2023年7月28日，住建部在官网发布文章显示，部长倪虹称要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好各项利好措施，例如降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不认贷”等。这又被看作是中央提振房地产市场政策的细化。

自从2021年年中以来，中国房地产业的发展出现了重大转变。房地产开发商的资金链开始变得日益紧张，一批开发商甚至出现了资金链断裂的情况，许多开发商的美元债违约，给海外投资人造成了巨额损失。由于缺乏资金，大量在建楼盘不得不停工，这迅速成为了一个引起广泛关注的社会问题。多年来市场认为房价只会涨不会跌的预期出现了动摇，甚至逆转，房地产似乎进入了寒冬时节。

房地产是中国经济中的支柱产业，有研究认为包括钢铁、水泥和家装等在内的上下游产业合起来可以占到中国国内生产总值（Gross Domestic Product，简称GDP）的25%，因此要重振中国经济，就必须救援房地产。从房地产在中国经济中的占比来看，这种观点有一定的道理，但这种看法会延伸出一个重要的问题，就是要不要救援房地产开发商？

遏制楼市风险的传染

开发商是建设房屋的操盘者，是连接银行、购房者、建筑公司和政府等利益相关方的关键角色，在这次房地产的整体下滑中，开发商的危机有很多特征，但直接的表现就是资金链紧张。现在出险的开发商很多，其中最著名的就是恒大地产（简称恒大）。开发商出事了，没钱了，一个直接的后果就是在建楼盘停工，有成为“烂尾楼”的风险，这种局面至少会有四种传染风险的渠道。

第一，大量在建楼盘停工会损害买房人的合法利益，一部分楼盘停工了，民众自然会怀疑其它楼盘是不是也存在类似的问题，于是大家不再像过去那样积极买房，而是趋于谨慎。人们买房的意愿下滑了，开发商手上的房子就更难出售了，这会进一步恶化开发商的资金链，进而威胁更多的在建楼盘和买房人的合法利益。

第二，一些买房人付了首付，每月偿还按揭贷款，却面临可能拿不到房子的局面。既然拿不到房子，那这些买房人为什么还要偿还按揭贷款呢？一旦这些买房人断贷停供，那么相关的按揭贷款就会成为银行的不良贷款。也许你会说，假如买房人断贷停供，那么银行将获得房

屋的所有权，而且首付款可以作为银行相关损失的风险准备金，因此银行到最后不一定会吃亏。这种想法有一定的道理，但买房人断贷停供的理由是楼盘停工，房屋的所有权从买房人转移到银行也不会改变这种局面，银行如何才能从一个没有完工的楼盘收回剩余的按揭贷款呢？

第三，开发商资金链紧张，甚至断裂，会直接影响到相关融资方的资金安全，无论是银行，还是其他机构投资者，甚至是个人投资者。更重要的问题在于我们的金融机构，主要是银行，手中握有大量的以土地和房屋做抵押的贷款。当开发商出险的时候，银行自然会怀疑，城投公司会不会有问题？土地储备中心会不会有问题？这时候这些机构将会面临更为严苛的贷款条件，而相关贷款也会面临更大的风险。

第四，开发商出险，为了自救，开发商倾向于降价出售手中的房屋以回笼资金。房价下滑和开发商资金链紧张会引发地价下滑，地价下滑不但会降低银行手中相关抵押品的价值，也会削弱地方政府的偿债能力。当银行受到房地产市场下滑的冲击后，不良贷款会增多，于是银行会倾向于收缩贷款以降低经营风险。银行贷款的减少会恶化宏观经济所面临的整体金融环境，从而导致经济增速下滑和居民收入的减少。

表面上房地产相关产出占中国 GDP 的比例大约为 25%，但这个市场一旦开始下滑，那其影响很可能就不是 25%。现在房地产领域面临的一个突出问题就是楼盘停工，很多问题都是因它而起，因此“保交楼”成为了重中之重。“保交楼”不但对经济金融的健康运行意义很大，对整个社会氛围也有很大的影响，将其放在优先位置上是非常正确的。

在中国，楼市无小事，现在楼市出了问题，风险存在四处传染的可能性，甚至是已经在传染了，因此我们有必要采取一些措施来遏制这些风险的传播，以防这些风险威胁整个宏观经济的运行。

激进扩张会酝酿巨大风险

为了宏观经济和金融体系的健康，楼市应该救，但出现资金链断裂的开发商是否应该救？

在回答这个问题之前，我们需要看到，部分开发商如今的困境是很多因素综合造成的。第一，经济从高速增长阶段进入高质量发展阶段，人们的可支配收入增长放慢，甚至有所下降。更重要的是，人们对未来收入的预期没有之前那么乐观。在这种情况下，人们买房的需求自然也会下降；第二，前期房地产调控政策的影响。2017 年的十九大报告中提出了“房住不炒”的指导方针，此后政府陆续颁布了许多调控房地产的政策，这给部分开发商的经营造成了一系列挑战。但目前相关政策已经放松了很多，因此这方面的因素将来对开发商的影响会逐渐减小；第三，最重要的是，我们要看到有部分开发商如今的困难主要是自己造成的。刨去最近的这次危机，在过去 20 年中，凡是积极扩张的开发商都得到了丰厚的回报，而那些重视风险控制的开发商则每每落后于人。时间久了，大家形成了一致的预期，那就是房价永远会上涨，至少在可见的未来是这样。在这样的情形中，部分激进的开发商在经营中酝酿了巨大的风险，这种风险以前被高房价所掩盖，但现在房价不再高涨，于是风险就变成了危机。既然这部分开发商享受到了发展的红利，那么它们也应该学着去熬过行业的寒冬，政府没有义务为它们的经营买单。

言及此处，笔者想起来 2008 年美国政府对雷曼兄弟公司（简称雷曼）的处理。当时雷曼是华尔街的第四大投行，对整个金融体系拥有举足轻重的影响力。然而，由于雷曼在此前的经营中激进扩张，持有了大量的“有毒”资产。当市况改变时，这些资产变成了巨额的亏损，雷曼很快就成为了一家资不抵债的投行。这时市场上已经没人再敢和雷曼做生意了，这相当于雷曼发生了挤兑。挤兑是任何金融机构都难以面临的挑战，雷曼也不例外。当时美国的金融监管当局也曾经考虑过救援雷曼，但这种救援相当于给雷曼过去的冒险行为上了一个免费的保险，这对其它经营稳健的公司公平吗？拿纳税人的钱去救援这样的一家公司，纳税人心里怎么想？最终，美国监管当局放弃了对雷曼的救援，雷曼迅速倒闭破产，金融危机开始进入高潮。虽然不救援雷曼的代价很大，但这警告了那些过于冒险的公司，犯错是有代价的，而且不菲。

回到中国的现实，在前些年房地产火热的时候，许多开发商积累了大量财富，于是随意扩大经营，造成了后期的经营困难，譬如恒大。假如我们现在去救援这部分开发商，面临的问题和当年美国监管当局面对雷曼的问题是一样的，这不管是对于经营稳健的开发商还是对于纳税人，都难说公平。

硅谷银行模式

行文至此，有些读者可能会觉得有点奇怪，笔者一方面说楼市的风险需要控制，而开发商在楼市中扮演着核心的角色，另一方面又说应该救开发商，这似乎自相矛盾，那笔者有什么好办法来给房地产解困呢？

好问题。

笔者的答案是我们借鉴美国监管当局处理硅谷银行的模式来操作。2023 年 3 月，由于此前在风险控制方面出现巨大纰漏等方面的原因，硅谷银行遭遇了挤兑。美国存款保险制度的保险上限是 25 万美元，但硅谷银行大部分的存款都超过了这个上限。假如真的按规定来操作，那么必然会有一大批人承受损失。为了避免损失，储户去银行挤兑是必然的。

硅谷银行遭遇了挤兑，那么其他类似的银行会不会也存在问题呢？假如这种苗头不能遏制，那么星星之火可以燎原，危机可能从硅谷银行一家演变为席卷整个银行业。不过要是救援的话，又会产生我们之前分析过的那些问题，监管当局左右为难。最后，监管当局提出了一揽子解决方案，一方面对所有储户的存款兜底，存款保险不再受 25 万美元的限制，这突破了原有的规定；另一方面，硅谷银行的股权价值全部归零，高管全部下课。给所有存款兜底遏制了挤兑风险的传染，惩罚硅谷银行的股东和高管则是为了让他们为自己的冒险行为承担相应的责任，不能出了事最后却没人承担责任。

实际上，硅谷银行的处理模式也远非尽善尽美。对存款的兜底意味着储户不需要对银行经营的好坏问责，已有的研究证明这会恶化银行的治理模式，扩大其风险。但现实操作毕竟不是写学术论文，我们只能改变我们可以改变的，接受我们不能改变的，一切都在妥协中达成一致。不过无论怎么妥协，我们都不能让主要责任人全身而退。

2008年恒大冲击上市失败，资金链极度紧张，公司命悬一线，但后来“四万亿”经济刺激计划带来了经济的迅速触底反弹，连带着房地产也重新进入了高增长的岁月。前期恒大的扩张非常激进，但最后这种激进却给恒大带来了跨越式的发展。冒险玩火的人不但没有被火吞噬，反而享受到了温暖。假如当时恒大就倒下，那么后面还会有那么多的开发商不顾一切的激进扩张吗？

市场经济尊重每个市场主体自主的经营决策，但硬币的另一面则是这些经营主体需要为自己的行为负责。假如没有纪律，市况好的时候独享发展的红利，陷入危机时则希望寻求公共资源的救助，这并不符合市场经济的规律。为了将房地产对整个经济和金融的威胁降至最低，我们应该积极采取措施“保交楼”，采取措施重组开发商的债务，但我们也需要考虑一下，能不能像美国处理硅谷银行那样，让那些拿着别人的钱去冒险的开发商的股权价值归零，让它们的高管下课？

最后笔者要强调一句，我们应该采取措施救援房地产，但我们的救助对象应该主要是购房者。开发商则应为自己的行为承担应有的责任，否则我们的市场秩序将受到严重损害，未来可能滋生出更大的风险，这是我们一定要避免的局面。

（作者系长江商学院副院长、经济学教授）