

中国经济如何应对地产衰落？

如果地产需求下行以突变的形式出现，对中国经济中短期和潜在增速都有深远影响。今天中国与 90 年代日本不少类似，能汲取什么经验？



不久前，美国前财长萨默斯接受媒体采访时表示，“中国经济总量将在某个时间点超过美国，当时这被认为是不言自明的，但是现在这一点不再这么明确”，他用 2020 年的中国经济类比 1960 年的苏联经济和 1990 年的日本经济——两者都被预测会超过美国但实际却没能实现超越。乍一看，受到防疫政策约束，当前中国经济增长虽然因为需求不足明显下滑，但是由人口结构、资本积累和产出效率决定的总供给却难说受到决定性影响。考虑到中长期的经济增长主要取决于总供给扩张的速度或者说潜在经济增速水平，萨默斯的评论似乎未能

区分需求冲击和供给冲击的不同，显得过于悲观了。

然而，如果考虑到中国地产投资可能正在走过长周期拐点，中国经济是否能够超过美国的不确定性可能确实明显上升了。从其他国家的经验观察，在地产需求出现明显转折的时刻，不仅仅意味着短期总需求的下滑，中期需求结构的调整，还可能伴随着长期潜在经济增速的超预期下行。在二十大正在召开之际，执政者尤其需要注意加速推进经济结构性改革、加强法治建设、改善民营企业家信心，才有助于中国经济避免重蹈苏联和日本经济的“前车之覆”。

地产需求可能走过长周期拐点

自 2021 年下半年以来，中国地产行业的形势急转直下。不仅仅销售面积、投资、新开工指标等出现了明显的负增长，地产债务危机也愈演愈烈。虽然地产需求端的政策持续调整，但是商品房销售却回升乏力。除了周期性的因素，一些趋势性的因素也不容忽视。

结合多方数据，估计 2020 年底中国城镇人均住宅面积达到 39.7 平方米。那么，未来中国还需要多少城镇住房？虽然住房需求与收入、房价、购房意愿都有密切关系，从不同因素出发估算的未来商品房的需求可能存在较大差异，但如果 2030 年中国人均住宅面积可以达到日本、法国和德国的平均水平，模型显示 2021-2030 年商品房平均销

售大概是每年 12-13 亿平左右，这较过去五年 17-18 亿平的水平下降约 30%。实际上 2021 年 8 月经年化调整之后的商品房销售面积已经跌到了 12 亿平米/年左右。

考虑到疫情调控的政策短期难以显著放松；且保交楼过程中，已经明显资不抵债的项目目前看来仍无太好救助方案，购房者信心难以全面修复；我们认为即使后续地产政策持续放松，地产销售可能也难以明显反弹。中国的地产长周期的拐点更可能以突变——短期内大幅回落——而非渐变——每年下降若干百分点——的形式出现。

地产需求衰落的短期、中期和长期影响

如果地产需求的下行以突变的形式出现，对中国经济的短期、中期和潜在经济增速都可能有深远影响。除了房价没有大幅下跌之外，今天的中国与上世界 90 年代地产泡沫破灭之后的日本在很多方面类似，可以作为镜鉴。

短期而言，我们认为**经济可能在一段时间内低于潜在经济增速**。事实上，日本在 1992 年到 1994 年间就处于衰退状态。对中国而言，笔者测算显示假定 GDP 其他分项正常增长，如果地产销售和投資下行 30%并在 12-13 亿平的水平上保持稳定，在贸易盈余从 2021 年占 GDP 约 2.6%上升到 3.9%且可持续的情况下，基建投資实际增长可

能要一次性的上升超过 20%并且在未来保持每年 7.0%以上的水平才能把总需求维持在 5%以上和潜在经济增速相当的水平。考虑到短期内基建支出很难实现 20%以上的增速，叠加疫情的扰动和出口的下行，经济在未来一到两年内都可能低于潜在经济增速，货币政策也会持续宽松。实际上，8 月份中国的地产投资仅仅下行了 13.8%，明显弱于地产销售的下滑；如果投资向销售下行的水平收敛，地产投资乃至中国经济都还远远未能见底。

中期而言，**基建和贸易盈余的扩张有望替代地产，推动经济企稳，但同时政府债务可能持续上行。**日本九十年代地产泡沫破灭之后的经验正是如此。当然，受到日本房价大幅下跌“资产负债表型衰退”的影响，除了地产投资明显下滑外，日本私人部门的其他需求也都表现萎靡，比如居民消费与企业投资均明显疲软。在面对地产、消费和企业资本支出同时不景气的情况下，最终日本依靠政府的投资和消费占 GDP 比重持续上升，才推动日本经济在 1995-1996 年重新出现正增长，失业率也才有所回落。虽然在全球真实利率偏低的大背景下，中国房地产价格大概率不至于出现类似日本式的大幅下滑，政府投资主要仅对冲地产投资的下行，但是中国地产资本形成占 GDP 比重明显高于当时的日本，下滑的烈度也更为剧烈，中国政府广义债务上升的压力仍然不轻。

与需求侧的冲击相比，参考日本的经验，更应担忧的是地产需求走过

长周期拐点之后，中国资本回报率与潜在经济增速可能出现台阶式的超预期的下行。日本在 1991 年前的六年经济 GDP 平均增速高达 5%，但在地产泡沫破灭之后的十年间 GDP 平均增速不到 1%，经历了失落的十年。

首先，大规模由政府投资取代更加市场化的投资会导致投资效率的下降和潜在经济增速的下滑。清华大学白重恩教授的研究表明在 2009 年“四万亿”政府刺激之后，中国的资本回报出现了台阶式的下行。而近期以来，基建投资再度成为总需求各个主要分项中几乎唯一的亮点。

其次，无论是日本上世纪 90 年代的经验还是美国在 2008 年前后的经验都表明，**地产需求的拐点常常与人口结构恶化的拐点同步出现，而人口结构恶化本身也会导致潜在经济增速下行。**从人口结构对中国地产需求的影响来看，如果不考虑人均占有面积上升的影响，中国城镇居民对地产的需求会从 2024 年以后出现内生性的下行。

最后，中日都面临要素出清不畅的问题，也会降低潜在经济增速。日本的出清问题与二战后形成的劳动力终身雇佣制有关，经过了十年的调整才在本世纪初逐步解决了“人财物”过剩的问题，也迎来了一轮新的经济复苏。中国则在地产的上下游存在大量的国有企业，包括建筑建材钢铁，甚至是从事土地一级开发的融资平台。从历史经验来看，

由于享有广泛的政府担保，这些企业在终端需求下滑或消失之后比较容易形成“僵尸企业”。此外，一些三四线城市肯定面临土地或房屋供给过剩的问题，价格充分的下跌是通过市场化方式消除过剩的必要手段。但是为了减小财政和金融风险，地方政府采取各种措施防止“恶意降价”，也会导致土地等要素出清的受阻。

如果中国的潜在经济增速在未来 1-3 年出现类似于日本式的台阶式下滑，不仅仅依靠经济增长本身追上美国的不确定性会明显上升，而且由于一国的中性利率常常与潜在经济增速高度相关，潜在经济增速的下行也常常意味着国内利率的下降和汇率的贬值。这更会增加中国经济超越美国的困难。

加速改革时不我待

在备受瞩目的中共二十大上，总书记的讲话重申了“构建高水平社会主义市场经济体制”、坚持“两个不动摇”、“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用”，“推进高水平对外开放”。这些措辞缓解了会议之前国内外各界对中国经济路线选择的一些担忧，毫无疑问有助于恢复社会各界对中国经济和资本市场的信心。

但是另外一方面，虽然中国领导人宣称已经找到了跳出“治乱兴衰”循环的第二个答案，并且会以中国的方式实现现代化，市场却并不清

楚这些宣誓的背后是否有具体的措施去解决中国经济面临的一些痼疾。例如，在政府权力缺乏制衡的情况下，如何切实保障产权——后者是发挥企业家才能和鼓励创新的基石；在全面加强党的领导的情况下，如何在国有企业建立起董事会、管理层和监事会以互相制衡为中心的现代企业制度？——这才是国企改革的关键；而在党政、政企关系难以分离的情况下，又如何避免对民营企业的歧视，让市场真正的按照优胜略汰的方式配置资源？

在中国房地产需求正在面对长周期拐点、地产行业危机仍在持续发酵之际，有关中国是否会陷入“失落三十年”的讨论已经升温。中国固然有自身特殊的国情，但是也需要尊重和学习其他国家在促进经济增长过程中的普遍经验。时不我待的推进经济结构改革、加强法治建设才足以支撑中国经济超越美国成为世界第一大经济体并在2035年迈入高收入国家的雄心壮志。