

# 中国房地产周期的影响因素及当前形势判断

毛振华 孙文凯

## 摘要:

本文总结认为当前中国房地产市场投资比重偏低，当前房价水平也存在一定合理性。但是，由于我国房地产价格周期显著受到经济周期、政府政策、实际利率、政府规划以及一些中国特色因素影响，并且负实际利率不可持续，经济处于下行周期，政策调控力度逐步加大，这几个主要因素将导致房地产价格涨幅受限。政府政策应该尊重市场规律、熨平房价波动为目标，一些反周期操作应该进行，并且提高土地供应是最终的解决办法。

在世界绝大多数国家，房地产都是最重要的居民财富，其价格涨跌直接带来居民的财富变化，由此影响投资、消费及经济产出。房地产价格运行有一定规律，本文总结其波动的影响因素，并据此分析中国房地产周期，判断当前形势和今后可能走势。

## 一、中国的房地产市场基本特征

### (一) 基本情况

截止 2008 年底，我国房地产开发企业数量达到 87562 个，无论从资产规模、投资额还是企业数量上看，内资公司都是绝对主力。同期，房地产业从业人员数量在 210 万人以上，就业占城镇就业总数的 1% 左右。虽然房地产业直接吸收就业相对较少，但房地产投资占整个社会固定资产投资的比重却相当高。如图 1 所示，根据中国统计年鉴，2008 年底，房地产投资占社会总投资的比重达到 23% 以上，住宅投资占社会总投资比重接近 20%。从 1995 年房地产投资占总投资比重 18.6% 到 2008 年的 23.11%，房地产占国民经济的比重越来越大，对经济的影响越来越重要。同时，自有住房也已经成为居民最主要的财富，自有住房比例极高。

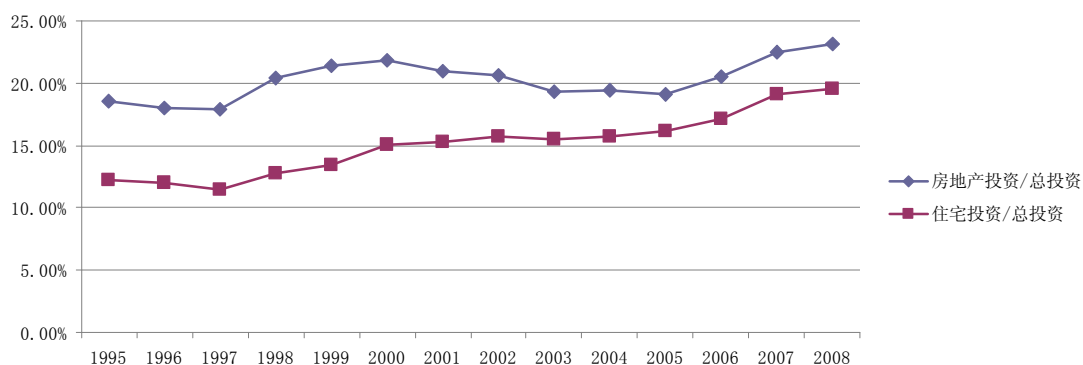


图 1 房地产投资占社会总投资比重

过去十几年，全国房价快速上涨。如图 2、3 所示，自 1998 年后，房价持续增长了近 10 年，只有 2008 年底至 2009 年上半年这段期间，受到国际金融危机影响，房价出现了一定程度的负增长。但之后，进入了一个更快的反弹阶段。从过去的经验可以看到，我国房地产价格长期是增长趋势，但随着时间推进波动在放大。

## 房屋销售价格指数:商品房

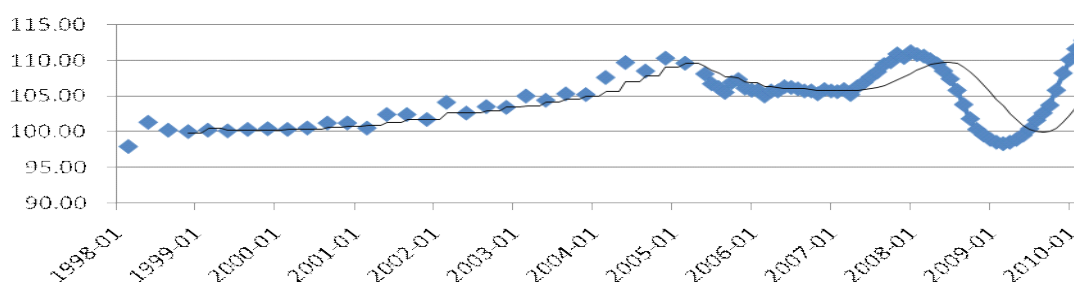


图2 商品房价格走势, 实线为趋势拟合曲线, 下图同  
资料来源: Wind 咨询, 下图同。

## 房屋销售价格指数:住宅

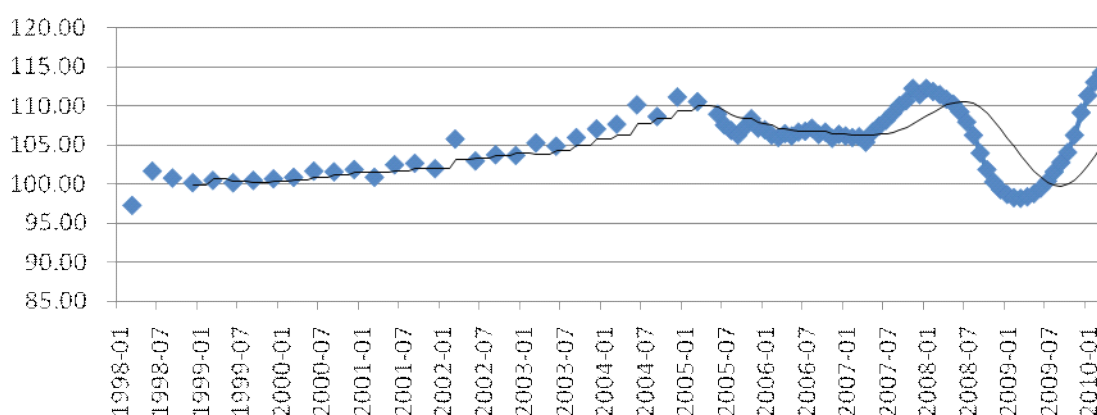


图3 住宅价格走势

### (二) 几个基本判断

如今房地产业占国民经济的重要地位,一方面来自于经济规律,另一方面也决定于我国的特有国情。从计划经济到市场经济转变过程中,中国经济经历了短缺经济向供需平衡的经济飞速发展过程。在供求平衡之后,刺激房地产需求成为刺激中国经济的一个重要手段。1994年以后的住房分配体系改革,以及信用产业、按揭贷款的发展,促进了房地产业发展,也由此拉动了中国经济发展。除此之外,快速的城市化进程、不断深入的国际化、不断增加的居民购买力、不断放宽的流动性、地方政府的投资促进政策以及房地产本身具有较高流动性和保值性这些特征,都是房地产业快速发展的因素。这些都是耳熟能详的解释,不必一一细说。

针对中国房地产特征的几个判断如下:

#### (1) 中国房地产投资占社会总投资的比重并不高

中国和美国国土面积相似,二者虽然经济发展水平不同,但房地产市场仍然具有一定可比性,并且可以说美国房地产历史是中国的“先行指标”。美国1980年城市化水平已经达到相当高的73.7%,但是,此后其房地产业发展仍然非常兴盛地发展了二十多年。根据美国经济分析局(BEA)的统计数据,上世纪八十年代,美国房地产投资占到整个经济总投资的40%以上,此后虽然一直减少,但直到2008年,即使有次贷危机的影响,此比例仍然在20%以上。随着居民对房地产需求不断增加,美国的特征是不断增加投资供应。而我国过去十几年

虽然房地产投资占总投资比例不断增加，但至今也只是达到美国发展后期的水平，离可能的房地产投资/社会总投资的最大比重相差甚远，也和中国快速的城市化过程不符。从绝对投资额来看，中国住宅投资也低于美国的绝对水平。在 2008 年，美国住宅投资额约为 14385 亿美元，中国住宅投资约为 30881 亿元，按汇率换算后约为美国的 1/3。基于以上事实，尤其是从房地产投资/社会总投资比重这一指标看，我们的第一个判断是我国当前房地产投资量并不过高。

#### (2) 中国房地产价格涨幅并不过高

根据图 2 和图 3 可以看到，从绝对涨幅上看，过去我国房地产价格上涨速度超过 10% 的只有有限的几年：2005 年初、2008 年初和 2010 年初。而在整个过去十年，我国 GDP 增长率平均接近 10%，人均可支配收入增长也接近 8%。如果我们认为这些统计数据都是正确的话，那么房地产价格涨幅在过去多年也并不过高。想当然地将以往价格作为合理价格，而将较高的房价增速认为是不合理的泡沫积累，并不见得能站住脚。

#### (3) 中国房地产价格上涨的持续时间并不长

回顾美国和日本经济发展过程中的房地产价格走势，可以看出，随着经济发展，房地产价格往往有持续 30 年以上的增长。观察美国 OFHEO 房地产价格指数，可以看到从 1975 年开始，美国房地产价格几乎延续了 30 多年的持续增长，直到 2003 年开始加息至 2007 年底房地产价格下挫。其中部分年份房价涨幅非常明显，比如从 1970 到 1980，标准普尔指数只增加了 48%，而同时期自有住宅的价格指数上涨了 140% 以上。日本的历史和美国相似，从 1954 年经济起飞开始，直到 1992 年房价地价暴跌，中间虽然有一点波折，但整个近 40 年可以看作持续增长。反观中国，真正的房地产市场发展起于 1998 年以后，即使从 1994 年开始计算，我国房价上涨不过 15 年左右。我国城市化还没有完成，离理想的 80% 城市化水平相去甚远，可以想象房地产价格涨幅还将持续很长时间。

#### (4) 中国的房价收入比和房价租金比偏高，当前存在若干合理因素

近日，上海易居房地产综合研究部发布最新研究报告表明，2009 年商品房价格上涨 25%，房价收入比全国达到 8.03，2008 年为 6.78，2007 年 7.44，北京、上海、深圳、杭州房价收入比均超过 10。我们具体以北京为例简单计算，北京平均职工工资在 2008 年为 56328 元，而房价约 2 万/平方米计算，一个双职工家庭购买 70 平方米住房大概要 12 年多，即房价收入比约为 12。这个数字高于美日等发达国家。另外，以北京为例的房价租金比也较高。根据 2009 年底对北京市几个地区的调查发现，房价租金比接近 50。即不考虑资金折现，房屋总价要靠 50 年租金收入才能收回，这也比发达国家房价租金比高。总之，从这些指标出发计算的房价都明显偏高。但是，要进一步确认“合理房价”到底是多少是困难的。因为中国有很多特殊的因素支撑高房价。第一，中国的特点是至少 80% 以上的家庭都已经有自己的住房，只是一些刚刚步入工作的年轻人在城市没有住房。当这些群体要购买住房时，典型的特征是并非只是他们自己组成的家庭支付购房成本，而是自己的父母甚至更上一代都会对其支持，此时，计算房价收入比时的分母需要扩大；第二，统计的中国居民收入可能较实际偏低；第三，中国过去多年人均收入快速增长，未来十年仍然有相似的预期，这导致当前计算的房价收入比可能过几年就会显著下降；第四，对于租金市场，中国典型的特征是目前很多年轻人有合租现象，包括已经结婚的家庭，为了降低成本也会选择合租，随着生活观念及水平变化，家庭单租会逐渐普遍，这会对租房市场造成冲击，降低房价租金比；第五，城市化的进程强化了房价未来预期，过去 25 年，中国城市化率大概以每年稍高于 1% 的速度增加，据我们的测算，这一趋势至少还会持续 10-15 年；第六，我国土地垄断供应造成的相对

短缺，而且严守耕地面积带来的土地紧缺的预期；最后，也是中国最明显的特征，就是我国房产持有者没有保有税，而包括美日欧等发达国家地区几乎无一例外的对住房征收 1%左右的物业税，这个因素可以解释我国高房价的很大成分。

以上涉及到一个问题，就是合理房价的讨论，但想定义一个合理的房价标准是非常困难的。一些研究考虑房地产的“均衡”价格，即用计量经济学中的“协整”关系发现在几个解释变量确定的情况下房价的预期价格应该是多少，事实证明这些尝试基本是无效的。比如中信银行规划发展部和西班牙对外银行经济研究部 2009 年初联合发布的《中国房地产观察》报告指出：“国内一线城市的楼价相对于均衡价格有 20%的溢价，结构性下调不可避免。”更具体地计算得到“2008 年北京平均房价存在 16%溢价，上海达到 18%，深圳为 20%，重庆也至少达到 20%的溢价，天津的溢价为最高，达到 25%，而广州的平均价格却表现为-0.8%。”在这之后，全国各地的房价再次经历了爆炸性的增长。类似的有一些较早的研究报告称 2006 年中国房价应该下跌，但并未出现这种情况。可见，包含预期因素在内的房地产价格很难准确判断，本文更多地是根据经验和规律进行方向性的判断。

## 二、对房地产周期的已有解释

根据过去美日等发达国家的经验，房地产价格虽然不断上涨，但涨幅存在一定的周期现象，有时甚至出现轻微的价格下降。这些现象已经引起了很多学者的关注，并对可能的影响因素一一进行了验证。对于房地产为何会经常发生波动，即周期性现象，不同学者进行的解释可以归纳为以下几类：

### （一）经济周期影响

房地产作为经济的一个部门，与宏观经济的整体运行状况必然息息相关。在房地产行业规模较小时，毫无疑问，经济增长对房地产发展的推动作用为主导的，然而，随着房地产作为国民财富的越来越重要的部分，房地产对经济发展的促进也不言而喻。在不同的国家、时期，二者的互相推动作用很不相同。国内外学者研究结果表明，各国经济发展的进程与政策不同，房地产经济周期波动的频率也各不相同。例如，美国的房地产经济周期大约按 18~20 年的频率完成一次周期循环，日本房地产经济周期大约是 10 年一次循环，房地产周期和经济周期在时间上不太一致，在统计上很难看到二者孰先孰后的影响关系。

很难确定地说房地产周期到底是经济周期的先行或滞后指标，原因在于房地产发展和经济发展本身都是内生决定的，他们之间又互相影响。宏观经济总体发展必然会促进房地产业发展，如吴继侠（2004）总结日本的经验发现：宏观经济景气波动是引起房地产周期的根本原因。比如日本经济发展早期的 1954 年至 1961 年的连续经济增长导致了房地产价格快速增长。其后，从 1962 年后一段时间起日本经济增长率趋于缓慢，没能拉动房地产出现大幅度的上涨局面。而到了 1965-1970 年这段经济重新恢复快速增长阶段，日本房地产市场重新趋于火热甚至进入疯狂投机状态。1971 年—1973 年的“日本列岛改造繁荣”计划以及日本特殊的社会背景，促进了土地市场的繁荣。但是，当房地产业率先进入下行周期时，经济发展也将受到影响，如美国的次贷危机。当然，房地产价格对经济影响还取决于金融市场的发达程度，如果金融市场发达，那么房价高会导致居民贷款高，从而有更高的家庭消费支出。如 Muellbauer(2007)指出当信贷市场发展不充分时，房价上升会降低消费，随着房产抵押市场的发展和首付比例下降，房价上升会促使消费增加。对应的经济产出效果也不同。

### （二）政府规划影响

Glaeser and Gyourko(2002)通过土地分区规划与房价的相关分析表明，政府土地分区规划是高房价的主要原因。他们研究发现，高房价地区，土地资源实际上非常丰富，竞争本可

使房价接近于房屋建造成本，不会出现高房价现象，但由于政府的土地规划，造成了房价与建造成本之间的巨大差异。根据况伟大（2005）的分析，政府土地分区规划控制相当于给定每个局部土地供给不变，改变了土地供给结构，从而需求成为决定地租和地价的唯一因素。由此可能引导预期，催生投机。我国也是一个政府土地规划控制普遍存在的国家，不同用途土地规划的不合理以及高房价在我国许多城市都存在。日本过去也有类似的情况，由于人多地少，很多土地使用需要规划，1971年—1973年的“日本列岛改造繁荣”计划，使土地成了投机的主要对象。1973年，日本的GDP实际增长率8.4%，而全国土价格增速高达25.1%。可见，政府规划是造成房地产价格波动的重要因素之一。在市场经济条件下，如何正确界定政府与市场角色，平衡规划有序发展和竞争无序发展的关系，是很大的挑战。

### （三）个人预期等投机动机影响

对房地产“泡沫”的产生和破灭的研究是解释房地产周期的重要手段。很多研究房地产泡沫的文献认为泡沫来自于投资者不理性的投机行为，此时影响预期的因素都会影响房地产周期。Clayton(1996)认为理性预期不能解释房价的波动，房价偏离了其基本价值。Muellbauer and Murphy(1997)的研究表明，收入预期和抵押贷款的自由化、利率一样，是影响房价的最重要因素。在存在金融市场的条件下，不理性的预期会放大房地产市场波动程度。Case and Shiller(2003)发现住房的投资品属性、房价过去只升不降的趋势、住房投资的高风险性和住房升值的预期是造成住房泡沫的主要原因。当然，评价理性与非理性，本身值得商榷，因为所有行为基于投资者自身对形势理性的判断，如 Hendershott 等(2003)认为资产价格周期性的上升和回落是理性价格泡沫，而不是非理性价格泡沫。最近的研究(Zheng, 2010)也显示，所有个体都是理性但存在共同的对泡沫的期望时，泡沫同样会存在。

### （四）金融政策

金融政策对房地产周期具有直接影响作用：长期的超低利率将导致房地产泡沫，这几乎是所有学者的共识（如 Bernanke, 2010）。1985年“广场协议”签订之后，日本银行下调了贴现率，以扩大和提高本国的经济竞争力。结果低利率造成了房地产和股市泡沫。回顾美国的房地产价格和利率关系，同样可以看到：从1975年开始的抵押贷款利率不断下调，是导致房价不断上升的根本原因。而2003年以后至2007年利率的不断提升，也是导致投资者断供及后来次贷危机发生的重要因素。几乎所有研究美国次贷危机的人都认同，降低的首付、低利率和放松的贷款对象范围导致房价泡沫。如图4所示，在2007年以前，房价涨幅和名义、实际利率间存在明显负相关关系。简单回归分析发现实际利率与房价涨幅显著负相关，边际影响为-0.64。

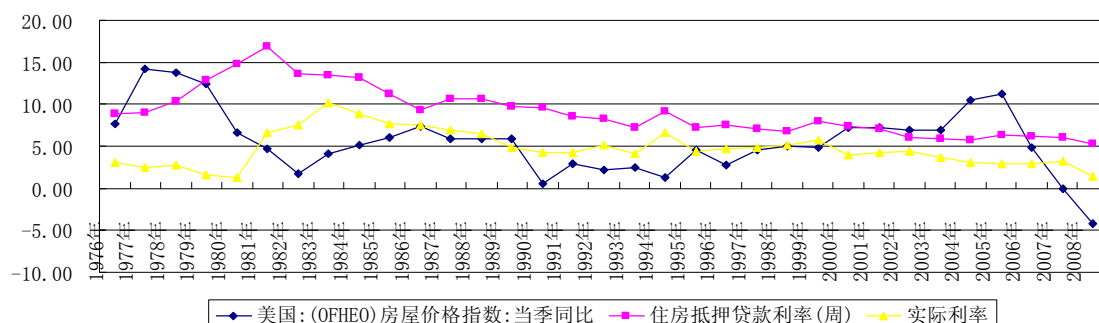


图4 1975年后美国房地产价格与名义、实际抵押贷款利率关系， 数据来自：Wind 咨询

但是，对金融政策对房价影响有一些其他的意见。今年5月，哈佛大学肯尼迪学院一批

学者研究高房价和低利率关系，报告了一些醒目的结论。Glaeser, Gottlieb and Gyourko 认为虽然低利率是影响房价的原因，但实际影响非常小。从2000年到2006年，实际利率只有1.3%的下降，对应的只解释了房价上涨的10%，而此段时期全国房价实际平均涨幅为30%，局部地区甚至涨幅达到54%。Glaeser 等人发现利率对房价影响最大的地区在大都市区，如波士顿、旧金山、纽约和西雅图等地，因为这些地区有较少的土地，较多的管制，不利于新屋建设平抑房价。即便如此，降低利率对这些地区房屋上涨的解释力度仍然有限，如波士顿地区只能解释14%（实际房价涨幅54%）。同样，Glaeser 等人也认为降低首付对房价也没有很大的作用，因为1998年购房者有84%购房款依靠贷款，到2006年只增加到88%，2008年减少为80%，这个比例变化很小。他们提出的平抑房价的替代政策是：不要过度关注金融政策，而应该增加土地供应，减少法律对开发新屋的约束。

另外一些支持金融政策有效性的研究如 Millard and Well(2003)对于英国数据发现，当面临紧缩性货币政策冲击时，股价和房价都会下跌，其中，房价下跌幅度比通常物价下降要大。

### （五）其他因素

政府税收是造成房价波动的因素，尤其是有财产税性质的税收可能会对房价造成长期影响。一些研究论证物业税对房地产价格的影响取决于税收用途，如 Oates (1969)研究了新泽西西北部城市1960年的数据，得到的结论是：如果一个城市提高税率，并用增加的那部分税收来改善学校系统，那么对于房地产价格来讲，财政预算开支增加所带来的益处能够大致抵消（或甚至超过）高税率对地方财产价值所带来的负面效应。公共服务带来的房屋价值增加会被因物业税增加而带来的房屋价值下降基本抵消，类似结论的相关研究较多，如 Yinger 等 (1988)，Dowding, John and Biggs (1994)。但是，也有一些研究表明物业税对房地产价格有负面影响，如 Wassmer(1993)考察了62个城市，检验物业税的差别对房地产价值的影响，显示物业税对方家有轻微的负面影响。

此外，行为经济学的一些分析结论，可以很大程度上解释造成房价过度需求的原因。一些研究行为经济学的学者认为，之所以房价经常能保持高水平，原因在于人们愿意为他付出更多价格。由于住房更多地能够体现自己的财富水平和身份地位，提高自身与他人相比时的优越性和心理满足感，人们愿意持有它就类似与炫耀性消费。这种现象在世界各国包括在中国被广泛发现，很多学者都详细进行了分析。比如 Frank (1997)指出，美国的炫耀性消费导致了较高的房屋价格、较高的个人破产率和较高的离婚率。

还有一些研究国际资本的冲击经常被认为是金融市场波动的重要原因之一，对这一问题的讨论随处可见。Guo and Huang (2010)用方差分解方法研究显示热钱是推动中国房市和股市波动的重要原因。

这些解释可能导致房地产价格波动的因素，都能部分地解释现象。在不同时期，他们的作用不同。比如，虽然日本当初低利率可能是导致房地产泡沫的重要原因，但是，即使到目前，日本的利率也是非常低的，但其房价已经持续下降了10几年，为什么没有再次出现泡沫和周期？显然，利率政策只是解释了当时的一个时期的情况。房地产周期是各因素综合作用的结果。

## 三、我国的房地产周期的影响因素

20世纪90年代初以来，我国房地产价格经历了1994年以前的上涨，然后较长时间衰退，1999年以后又再次回复上涨，并且于2003年后快速上涨的局面。2008年，受到国际金融危机的影响，整个房地产市场陷入衰退，但之后2009年中期开始很快反弹。图5反映了我国房地产景气周期特点。

## 国房景气指数

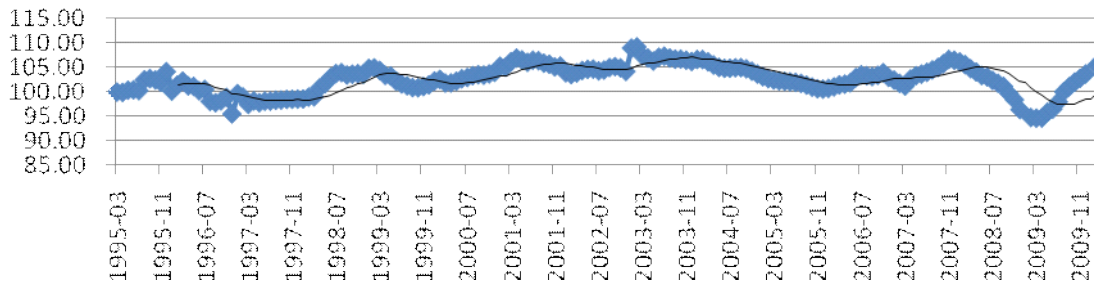


图5 房地产发展景气周期

我们认为，宏观经济周期、政府规划、政府的金融政策及其他引导性政策、以及中国尚处于快速发展过程中这些特征，决定了中国房地产价格的过去走势。并且可以据此对当前房地产形势进行判断。

### (一) 经济周期

宏观经济本身有一定周期性。在我国，虽然经济增长率长期保持较高水平，但存在一定波动。将这些波动按照“峰-峰”或者“谷-谷”规则，可以将1978年以后的经济增长过程平滑化后划分为图6所示的3个大周期，每个大周期恰好10年左右。按照“谷-谷”原则，2008年处于第三个周期的底部之前的阶段。简单按照这种规律，2010年应为周期底部。当然，从图6也可以看到，2000年以后各种刺激经济的事件，可能使得此段周期延长。即便如此，2009-2010年本应该是这个周期向底部走的阶段。图6也可以看到，我国经济增长的波动性在逐步减小，经济周期的振幅在下降。

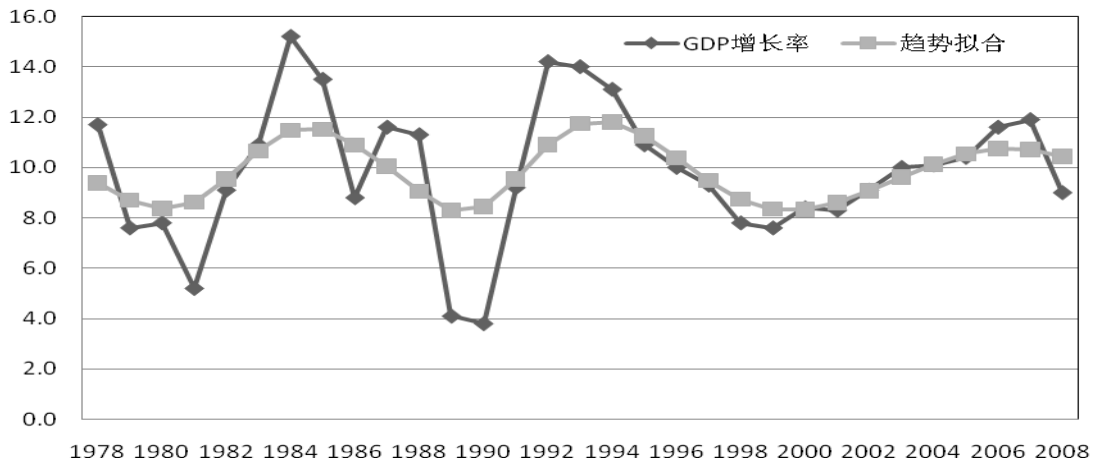


图6 我国宏观经济周期

图7考察了我国经济周期和房地产周期的关系。1998年以后至2008年以前，房价基本处于单边上扬阶段，经济增长率也不断提高。而到了2008年，经济增长率和房价都同时下挫。可以发现，我国的经济周期和房地产周期有较强的关联。同时，房价波动幅度相应更大。简单回归估计发现房价指数变动幅度大约为GDP增速变动的2倍。

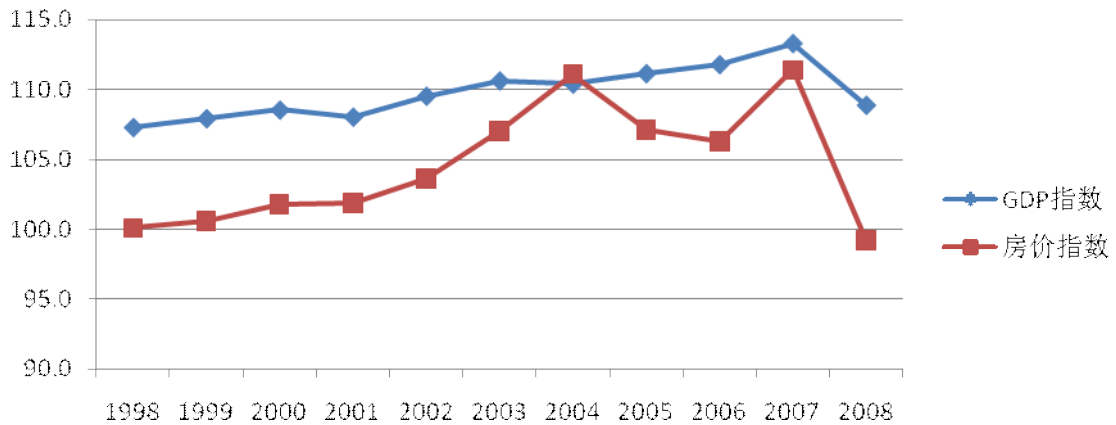


图7 房地产周期与经济周期

已有的经济周期理论研究都表明，房地产行业周期与宏观经济周期呈正相关关系。在1998-2008年这个周期里，房地产投资对经济发展起到了显著促进作用，其占总体投资比重从刚过10%增加到2008年的接近20%。这段时期的经济增长率也不断调高，二者高度相关。

## （二）政府规划

中国城市土地法定为国有，农村土地不得批准不准转为土地出让，这样，政府决定了所有建设土地供给及在建设房地产上的用途。这是典型的 Glaeser and Gyourko(2002)提到的规划(Zoning)导致土地垄断供应的例子。规划导致了土地稀缺和房产类型的局部稀缺，是房地产价格走高的重要因素。近年，地方政府对土地开发用途的规划日渐增多，大到开发区，小到城区某个小块土地，都在政府规划之下，这导致土地局部都是垄断供给状态，并对推动房价有显著影响。这方面的事例很多，但要做数据统计论证相对较难。

## （三）政府调控政策

我国房地产经济政策存在着明显的周期性特点，即“鼓励——抑制”这样的政策不断循环。经济扩张政策和经济紧缩政策交替变动，尤其是直接针对房地产的政策变动，也是中国房地产周期的重要成因。根据丁烈云(2003)的总结以及我们对近期政策的搜集整理，从1988年开始至今，政府不断使用各种调控手段调控房地产市场，并且效果明显。比如，1988年，为了扩大房地产业发展，修改宪法，允许土地批租，推行住房制度改革，开放房地产市场。结果导致当年房地产投资和商品房销售增长幅度为72%和34%。而1989年，国家紧接着加强房地产市场管理，发布《关于加强房地产市场管理的通知》，压缩固定资产投资规模，紧缩银根，使得房地产投资和商品房销售增长幅度降低为6%和11%，比上年明显减少。1990年，出台《土地管理法实施条例》，并进一步紧缩银根，使得房地产开发投资负增长(-7%)。1991年，深化住房制度改革，房地产开发投资和销售量分别比上年增长33%和18%。1992年，为加快房地产业发展，引进外资，“治理整顿”结束，开放房地产价格，开发消费贷款，使得房地产成为新的投资热点，全年房地产投资额比上年增长117%，房地产开发企业净增长2倍，商品房价格增长29%。1993年，为促进房地产健康发展，开始治理整顿，宏观调控，控制投资规模，发布《关于加强房地产市场宏观管理，促进房地产业健康持续发展的意见》和《关于开展房地产开发经营机构全面检查的通知》，由于惯性作用，加上并未特别严格执行，当年房地产开发投资仍然大幅增长165%，商品房销售增长102%，是房地产发展最快的一年。1994年，发布《国务院关于继续加强固定资产投资宏观调控的通知》和《国



务院关于深化城镇住房制度改革的决定》，进一步整顿金融秩序，全面严格检查房地产开发经营机构。使得土地开发面积和房屋新开工面积均呈负增长，并导致今后几年房地产市场的萧条。1997年，进一步适度从紧财政和货币政策，使房地产开发投资负增长1.93%。1998年，为了促进房地产业发展，发布《城市房地产开发经营管理条例》和《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》，要求从1998年下半年起停止住房实物分配，使得房地产投资稳步增长，当年增长14%，扭转了之前持续下降局面。1999年，实行积极财政政策，促进住房消费，住房货币化改革，之后几年连续出台促进措施。2002年，国土资源部发布《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》，规定包括商业、旅游、娱乐、商品住宅用地的经营性用地必须通过招拍挂方式出让。2004年，国土资源部发布《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》严格实行招拍挂检查。2006年，发布《国务院关于加强土地调控有关问题的通知》，严禁农用地转其他用途，规定工业用地补偿统一标准。国有土地使用权出让总价款全额纳入地方预算，缴入地方国库，实行“收支两条线”管理。土地出让总价款必须首先按规定足额安排支付土地补偿费、安置补助费、地上附着物和青苗补偿费、拆迁补偿费以及补助被征地农民社会保障所需资金的不足，其余资金应逐步提高用于农业土地开发和农村基础设施建设的比重，以及用于廉租住房建设和完善国有土地使用功能的配套设施建设。保护耕地，视之为地方政府问责的重要指标。2008年底，降低房贷利率，2010年初，提高银行准备金，降低房贷优惠利率，限制购买多套房，对投资性购房进行针对性打击，并计划征收房产税。

总结上文的政策，基本上可以看到：有意促进地产发展的政策年有：1988,1992, 1998,1999和2008年。与之对应的是，每当促进政策产生较显著效果，抑制政策都会相应跟随，比如：1989,1993-1994,2002,2010这些年份，其中2002-2006年的土地政策导致土地供给受限，反倒促进了房价。

回顾这些改革，可以看到，我国政府针对房地产的政策在短期很少没有达到调控目标的，并且由于政策的周期性，房地产伴随着相应的周期。这些政策中，影响较大的政策有1993-1994年的紧缩政策，使得中国之后六年房地产和经济出现疲软；之后的1998年住房商品化改革，极大促进了商品房市场发展；2002-2006年的土地政策使得土地价值不断提升，成为地方政府重要财源，对房价也有推动作用；2007年开始的新一轮紧缩政策及国际金融危机导致房地产市场的大萧条，2008年底开始出台新政策救市，从而2009年中期开始房价开始大幅攀升；而2009年底开始，针对房地产的宏观调控再次出台，导致了当前的市场相对冷清状态。

#### （四）实际利率

很多学者谈到了实际利率的影响，最近美国哈佛肯尼迪学院的 Glaeser 等人认为利率虽然影响房价，但影响力并不像大多数学者想象的那么大。他们提到几个原因：一个原因是房地产的再融资（Refinance）功能，即，即使在高利率的时候购买房子，由于房子可以在利率下降的时候再融资更多，因此房价并不会因为当前高利率而明显下降。第二个原因是，人口的流动使得人们即使在低利率的时候，也不会付太多价格给房子，因为到他们搬家的时候，可能需要在高利率时卖房子。第三个原因是，如果房屋供给是有弹性的，那么即使利率低时高房价也不可持续，美国很多低价且少管制的土地使得长期看住房供给富有弹性。第四，即使给定低利率，人们往往不能借到想借的所有钱，以支撑高房价。

对应于中国，这几个可以弱化利率对房地产影响的原因有些并不重要。中国居民购买房地产的典型目的是长久居住、少用于再融资，并且土地供给有限。只有第四个才可能是弱化利率影响的因素。我们将一年期存款和贷款利率减去消费价格指数，观察两种实际利率对房价走势的影响，如图8所示。可以看到，除了2008年这一受到金融危机影响的异常点外，

在其余年份，实际利率与房地产价格涨幅呈现显著的负相关关系。即，当实际利率降低时，房价涨幅会增大。观察他们之间具体的数量关系，简单相关系数显示房价指数与实际存款利率和实际贷款利率相关系数分别为-0.922 和-0.945，控制常数项的回归分析显示实际存款和贷款利率对房价指数的边际影响分别达到-2.01 和-2.1。

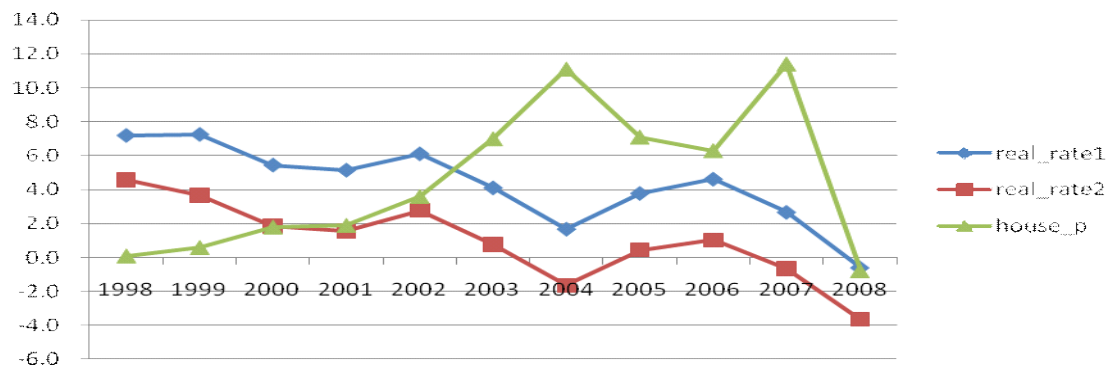


图 8 中国的实际利率与房地产价格

注: real\_rate1: 贷款利率 - CPI; real\_rate2:存款利率 - CPI

#### (五) 中国特有的影响因素

自从 1998 年以后，我国房地产价格基本没有出现长期下跌，同时，人们收入水平提高很快，不断扩大的城市人口比重对房地产的需求，支撑了如此之高的房地产价格。这十几年的经历，使得居民对房价有了一个只涨不跌的预期，随着 2008 年房价快速下跌之后的更大幅度反弹，这个预期得到了强化。加之房产在中国本身可以作为炫耀性的财富，投资者购买时有很强的从众心理，也是促使居民热心购买房产的原因。另外，在我国投资渠道比较单一，地方政府对土地的控制，国有企业预算软约束形成的高价购地，以及长期快速增长的货币供应量，不断增加的成本，都是房地产价格不断高企的原因，不再一一赘述。

观察这些影响我国房地产价格周期的因素，可以看到：不断增长的收入和城市化过程决定了房价不断上涨的长期走势，但政府行为（包括规划行为和土地政策）导致了房地产价格可能在相对高的位置运行，同时，经济周期、政府周期性调控政策（包括金融政策）是导致周期波动的重要原因。

### 四、当前中国房地产市场位置判断

根据上文对房地产波动影响因素的总结，以及针对中国房地产市场的影响因素分析，我们可以大致判断当前房地产处于一个怎样的位置，及大致预测今后一段时间的走势。

首先，经过了奥运经济、汶川地震、次贷危机等各种事件汇集影响的 2008 年以后，经济应该步入原有的周期运行轨道中，通过对中国经济波动的平滑处理（图 6）可见，在此阶段，我国经济应该步入一个下行周期，接近底部阶段。单独从经济周期的角度看，房地产价格涨幅本身应该处于一个下调阶段。

第二，不能忽视的是当前处于负实际利率阶段，如图 4 和图 8 的分析。从这个维度看，这可能导致房价有持续走高的动力。但是，从经验上看，负利率从来是不可持续的状态，加息在所难免，这也必将导致房地产价格涨幅回调。

第三，当前正值政府调控周期的“抑制”阶段，即在 2008 年后的 4 万亿投资及宽松流动性导致房价保障后，政府正努力打压房价。历史经验表明，政府从来是“不达目的不罢休”，

即使只是短期地打压房价，房价涨幅下行也在所难免。

第四，其他税收手段如物业税正在尝试试点运行，同时地方政府融资平台也在受到监控，这些因素都会导致对房地产预期变差。

最后，当前面临着极为不确定的国际经济环境。欧元区债务危机，以及美国持续的高失业率，都可能导致中国出口市场受到影响。经济环境的恶化也会传导到房地产市场，这是一个不确定因素。一个好消息是，美国房地产市场价格近期虽然还在下降，但降幅缩窄到接近0的程度，可能是一个国际环境好转的指标。

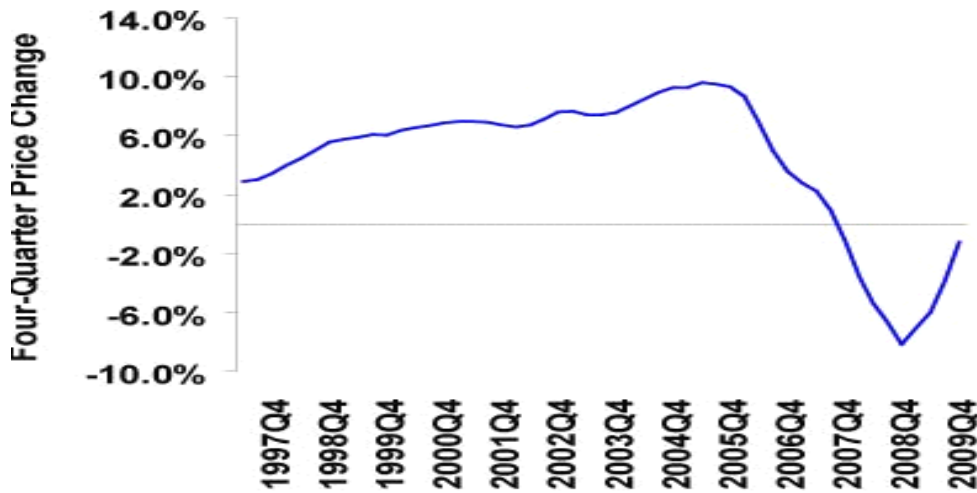


图9 美国房地产价格季度同比变动趋势

总之，我们认为，当前利率存在上调可能、政府的抑制性政策以及宏观经济周期下行的影响，很有可能导致房地产价格涨幅在短期进入一个下行阶段。

## 五、讨论与建议

外生的房价降经常伴随着地价降和交易量下降，也导致居民财富缩水、银行资产质量降低和总社会消费的萧条。房地产投资会随之下降，由此引发上下游产业链萎缩，失业率上升，财政收益和政府开支都会减少。

但房地产市场存在周期也是不可争议的事实，房价涨幅过快的时候，就有回调的压力，无论长期经济如何向好，这个短期波动总是难免的。即便如此，弄清房地产价格周期的影响因素，对于认清合理原因和不合理原因，并制定相应合理政策是必要的。

首先需要说明的是，中国目前房地产投资并不充分，比美国日本高峰时期的房地产投资占社会总投资比重有很大差距。而中国正处于城市化和居民追求更好生活品质的时期，放开土地供应，尤其是放开作为住宅的土地供应，减少土地用于其他方面的规划，是非常必要的。已有的研究表明，只有存在充分弹性的土地供应市场，并且减少建设房屋的约束，房地产价格才会比较平稳。产出的增加才能最终增进社会福利，对于房地产市场，也不能盲目通过限制手段控制价格。

第二，房地产的合理价格应该是市场决定的，根据影响因素的不同，市场均衡价格会不断变化。在此大前提下，提高保障性非产权住房对于稳定房价也非常有效，德国是一个很好的例子。如果居民都有一个稳定的住所（即使没有产权），那么投资投机性购房的冲动就会大打折扣，房价波动也不会那么大。

第三，虽然理论上税收可以作为一个自动稳定器减少波动，但已有经验表明房产持有税并不能很大程度减少房价波动的风险，交易税在中国已有例子，物业税在全世界都有例子，存在物业税的国家如美国照样发生次贷危机。虽然如此，我们必须认识到房地产消费的负外

部性，即一个人在某个位置占用大的面积，就会减少其他人使用的面积，给其他人造成拥堵。因此土地税是应该征收的，虽然这些税收可能带来一定程度的经济扭曲。

第四，我们认为不应过分强调房地产业在经济中的正面或负面作用，比如“房地产绑架经济”之类的说法并不贴切，整个经济是一个链条，任何一个环节都不可或缺，或者说任何一个较大的行业都可以绑架中国经济。正是由于经济系统的关联性，如果要打压房地产，不能简单以房地产产值占国民经济比重衡量其可能损失，因为对上下游的影响可能更大。这些都是观念上的问题。

基于此的一些政策建议是：首先，应该尊重市场规律，按照市场定价原则认识房地产合理价格所在。第二，追求长期经济平稳增长、适当降低波动的政策可以采取，可以适当进行反周期的经济操作，熨平经济周期；第三，至少要保持实际利率为正，否则资产价格过高很难避免；第四，土地供应限制的放松与规划管制的尽可能减少，是最终的熨平房地产价格周期的办法，这也是 Glaeser 等提出的最终办法。

#### 参考文献：

- 丁烈云，房地产周期波动成因分析，华中科技大学学报，社会科学版，2003年第2期。
- 况伟大，土地用途，外部性与土地税，中国土地，2005年第10期。
- 吴继侠，日本房地产周期的成因及其对我国的启示，青海社会科学，2004年第6期。
- Bernanke, Benjamin. Monetary Policy and the Housing Bubble. Available at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.pdf>, AER, 2010, 100(2).
- Clayton, Jim, Rational expectations, market fundamentals and housing price volatility. Real Estate Economics, 1996, 24(4), pp.441-470.
- Dowding, Keith, John, Peter and Biggs, Stephen, Tiebout: A Survey of the Empirical Literature. Urban Studies, 1994, Vol.31, pp.767-797.
- Frank, R., The Frame of Reference as a Public Good. The Economic Journal, 1997, 107: 1832-1847.
- Glaeser, Edward L., Joseph, Gyourko, The Impact of Zoning on Housing Affordability. Working Paper 8835, NBER, 2002.
- Glaeser, Edward L., Gottlieb, Joshua, Joseph, Gyourko, Did Credit Market Policies Cause the Housing Bubble? Harvard Kennedy School, Rappaport institute for greater Boston, Taubman Center for State and Local Government, 2010, May.
- Millard, Stephen P., and Simon Wells, The Role of Asset Prices in Transmitting Monetary and Other Shocks, The Bank of England's working paper series, 2004, No.188.
- Muellbauer, John, Housing, Credit and Consumer Expenditure, CEPR Discussion Papers, 2008, No. 6782.
- Oates, Wallace E., The Effects of Property Taxes and Local Public Spending on Property Values: An Empirical Study of Tax Capitalization and the Tiebout Hypothesis, The Journal of Political Economics, 1969, Vol.77, pp.957-971.
- Wassmer, Rober W., Property Taxation, Property Base, and Property Value: An Empirical Test of the New View, National Tax Journal, 1993, Vol.46, pp.135-160.
- Yinger, John, Bloom, Howard S., Axel, Boersch-Supan, and Ladd, Helen F., Property Taxes and House Values: The Theory and Estimation of Intrajurisdictional Property Tax Capitalization., San Diego, 1988, CA.: Academic Press.
- Zheng Jie, Strong Bubbles and Common Expected Bubbles in a Finite Horizon Model. 2010, working paper