



中国人民大学经济学研究所
工作论文

中国房地产泡沫问题研究

——产生原因及对策

中国房地产泡沫问题研究

——产生原因及对策

杨天宇

内容摘要:

我国房地产泡沫的产生，有需求和供给两方面的原因。在需求方面，如果以包含灰色收入的数据来计算房价收入比例，则最高收入阶层的总收入比其他阶层高得多，房价收入比很低，完全有能力承受高房价。该阶层的房地产投机是引发房地产泡沫的重要原因。在供给方面，建材价格的上涨、土地短缺导致的地价上涨、开发商的囤积土地行为，都对房价上涨起了推波助澜的作用。抑制房地产泡沫，需要从需求面和供给面综合考虑以制定有针对性的对策。

关键词：灰色收入 收入差距 房地产泡沫

一、引言

中国目前的房地产市场究竟是否存在泡沫？这是一个很有争议的问题。我们对有关此话题的争论进行了归纳，大体可以分为以下四个方面：

第一，什么是房地产泡沫。由于这个名词并不是一个规范的学术术语，因此人们在谈到这个词时经常出现歧义。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对泡沫所作的定义是：“一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价，开始价格上升会使人们产生还要涨价的预期，于是又吸引新买主——只想通过买卖牟取利润，对资产本身使用和产生盈利能力不感兴趣。随着涨价常常是预期逆转，接着是价格暴跌，最后以金融危机告终”。这个定义实际上只是描述了泡沫的产生过程，并不是一个严格的定义，尤其是它没有说明如何衡量泡沫。布兰查德和费希尔（1998）在理性预期理论的基础上，给出了理性泡沫的数学表达式 $b_t = P_t - P^e$ ，其经济含义是商品的市场价格超过基本价值的部分。问题是商品的基本价值难以计量，所以如何衡量市场价格对基本价值的偏离仍然是个难题。衡量泡沫的方法有多种，但大体上可分为两类：一是将房地产预期未来收益的贴现和作为基本价值，高于此基本价值即为泡沫（如 Levin and Wright, 1997），但房地产的预期收益是收入和利率的函数，要计算基本价值就得估算收入和利率的预期波动，有的学者（如杨帆等，2005；姜春明，2005）在估算房地产基本价值时，假定收入和利率不变，以此为基础得出了泡沫度数据，这种估算具有一定参考价值，但似乎缺乏说服力。二是通过某种计量方法估算泡沫，如 Hamilton 和 Whiteman（1986）、Diba 和 Grossman（1988）用单位根方法估算泡沫，他们认为，如果房地产价格时间序列是一个非平稳的随机过程，说明需求中包含了大量投机需求，即存在泡沫；此外还应进行协整检验，假设房地产理论价格为各期租金收入的贴现和，如果房地产价格与租金收入不存在协整关系，则说明市场价格偏离了理论价格，可能存在泡沫。这种方法也值得商榷。因为房地产价格是收入

和利率的函数，收入和利率会受到经济周期的影响。而单位根与协整检验无法剔除周期性影响，这可能会导致检验效果不佳。

第二，房地产泡沫目前是否存在。正是由于衡量房地产泡沫的困难，人们对房地产泡沫存在与否也有争议。首先，上述学者都运用自己的方法对中国房地产泡沫进行了估算，结果都得出了存在泡沫的结论。此外，有些学者通过对比中国和发达国家的房价收入比，也发现有泡沫存在，如王小广（2004）认为，2004年北京、上海和许多沿海大城市的房价收入比都超过了8倍，离普通老百姓的消费承受力差距越来越大。房地产的过热是房地产利益集团操纵的结果，是典型的“非理性繁荣”。总的来说，学术界和金融界人士大多赞同“泡沫论”。但问题是房地产市场表面上仍然需求旺盛，因此房地产开发商和部分学者提出，房地产价格虽然高企，但这是有实际需求支撑的。如华远集团董事长任志强（2004）就声称，中国的住房空置率一直不断下降，因此房价上涨并不意味着“泡沫”，而是需求旺盛的结果。北京大学的胡健颖等（2006）也持有这种观点，他们通过计量研究发现，我国房地产价格基本上是由经济基本面决定的，价格中的泡沫成分在大多数时间里不超过10%，影响不大。

第三，房地产价格上涨或泡沫膨胀的原因是什么。虽然人们对泡沫存在与否有争议，但房价不断上涨毕竟是不争的事实。关于这个问题，有需求和供给两种解释。杨帆（2005）、卢萍、李红梅（2004）等认为，大量投机资本炒做房地产带来的投机需求，是房价上涨的原因。而姜春明（2005）则认为，1997—2004年中国房地产的需求价格弹性高于供给价格弹性，房价上涨主要是因为供给投机者的推动造成的。这里面隐含的含义是，房地产开发商通过囤积土地、捂盘惜售，人为造成供给有限，在供给价格弹性低的前提下必然导致涨价，而地方政府和商业银行出于自身利益纵容了开发商的行为。这一点国外学者也观察到了，卡伦·米勒（2004）就指出，中国沿海城市开发商建造住房的速度不够迅速，赶不上需求，因此才导致房价上涨。

第四，如何抑制房地产泡沫。关于这个问题，学术界提出了多种看法，其中有一些已经付诸实施。一是在供给方面，打击开发商圈地炒地，制止地方政府的“托市”行为，加大经济适用房、廉租房、限价房的供应，允许低收入者集资建房，等等。从这些措施可以看出，主要目的是增加房地产供给，尤其是增加针对低收入阶层的房地产供给。二是在需求方面，可以采取诸如加息、征收房地产转让税和不动产税、提高按揭贷款首付比例等措施，增加投机者的炒房成本。上述措施有些已经实行，但迄今并未遏制住房价上涨的趋势。

从文献综述可以看出，房地产泡沫问题十分复杂。本文将分别从需求和供给的角度，全面分析房地产泡沫是否存在，以及房地产泡沫产生的原因，并提出相应的对策。

二、需求面因素的影响：灰色收入、收入差距与房地产泡沫

如果以发达国家的情况来对照，我国的房价收入比确实太高了。一个广为流传的说法是，从国际经验来看，正常的房价与居民年收入比例应在 3:1 左右，最高不能超过 5:1，否则居民将难以承受高房价。而若以《中国统计年鉴》中的居民各阶层收入来计算，则所有阶层的家庭都难以负担目前的房价。根据建设部在《中国房地信息》2007 年第 8 期上提供的数据，2007 年 1—6 月份，我国商品房累计销售面积为 27904.15 平方米，商品房销售额为 10642.83 亿元，则房屋均价是 3814 元。不过该杂志没有提供平均每套房屋面积数据。因此我们这里引用建设部提供的另一项数据作为参考，根据该数据，2006 年 1—6 月份 40 个重点城市上市预售住房的套均建筑面积为 115 平方米^①。据此我们计算了 2007 年上半年的房价收入比，结果发现高得惊人，参见表 1。

^① 建设部：《加强房地产市场调控，促进房地产业健康发展》，人民日报 2006 年 8 月 6 日。

表 1 2007 年上半年城镇居民房价收入比

单位：元、%

| | 高收入组 | 中上收入组 | 中等收入组 | 中下收入组 | 低收入组 | 合计 (平均) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 样本分布 | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 100% |
| 2006 年人均居民收入 | 25410 | 14049 | 10270 | 7554 | 4657 | 11760 |
| 每套房屋总价(元) | 438600 | 438600 | 438600 | 438600 | 438600 | 438600 |
| 家庭人口数 | 3.00 | 2.98 | 3.04 | 3.06 | 3.25 | 3.08 |
| 家庭年收入 | 76230 | 41866 | 31221 | 23115 | 15135 | 38220 |
| 房价收入比 | 5.75 | 10.48 | 14.05 | 19.0 | 29.0 | 11.48 |

从表 1 可以看出，所有阶层的房价收入比都超过了 5:1，低收入组甚至接近 30:1，全社会平均为 11.48:1。根据这个结果，所有阶层都难以承受高房价，房价应该下跌。但现实却是房地产市场火爆，房价不断上涨。这说明，我们依照此数据计算的房价收入比可能有误，居民收入可能被严重低估了。

也许有人会认为，5:1 的房价收入比上限只是一个经验数字，不能用于说明中国购房者的承受能力。所以我们需要计算一下中国居民客观的房价收入比上限。购房者的房价收入比不能无限提高，房价收入比过高时银行是不会给予按揭贷款的。换句话说，即使是想当“房奴”也是有门槛的。目前商业银行规定的个人住房贷款条件包括：第一套住房首付比例不低于 20%；月供不超过家庭月收入的 50%，贷款时间不超过 30 年。现行 5 年以上个人住房性贷款利率的下限（2007 年 9 月 15 日起实行）为 6.65%。我们假定购房者已经准备好了首付款和装修款，只需要偿还月供，则按照上述个人住房贷款的最低条件，根据住房贷款速算系统的公式可以计算出^②，市场价为 43.86 万元的房屋，需要月供 2254 元，相当于房价收入比为 8.1:1。超过这个数字，银行是不会给予贷款的。这就是中国购房者理论上的房价收入比极限，但这个数字有些高估，因为现实中的购房者并不都是月供占了家庭月收入的 50%。根据建设部对十大城市房地产市场的抽样调查，平均月供占家庭月收

^② 该公式的表达式为 $V = \frac{x}{r} \left[1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right]$ ，其中 V 表示住房按揭贷款总额，x 是年还款额，r 是银行按揭贷款利率，n 是按揭贷款的年数。

入比例为 35%^③。按照这个数字，相应的房价收入比为 5.68:1。按此标准对照表 1 中所列的 2007 年上半年各阶层房价收入比，我们仍然发现所有阶层都难以承受目前的房价，即使是他们想当月供占收入 35%、贷款 30 年的“房奴”，也仍然没有机会。显然，这难以解释目前的房价上涨，居民收入还是被低估了。

有人可能会认为，父母或亲友的资助可以提高购房者所能够承受的房价收入比例。这个问题可以从两个方面来看。第一，如果父母亲友的资助是赠送或者名为借款实为赠送（相当多的此类借款没有借据，而且实际上不需要偿还），则意味着购房者的转移性收入提高，房价收入比下降，此时购房者有能力买房并不表明他所能承受的房价收入比例提高。第二，如果父母亲友的资助确实是需要偿还的借款，那就相当于购房者获得了无息贷款，根据上述住房速算系统，的确可以提高购房者能够承受的房价收入比例。但第二种情况相对较少，根据北京焦点房地产网站（<http://house.focus.cn>）对北京、天津、成都、南京的年轻购房者的调查，70%以上的人选择“只用家里钱交首付，用自己的收入还贷款”^④。在此情况下购房者所能承受的房价收入比仍然不会提高。

居民收入的低估，很可能是由于相当一部分居民收入脱离了政府监控造成的。我们将这部分收入称为灰色收入。国民收入分配的相当一部分一直处于政府监控之外，成为不知去向的灰色收入。我们可以用一个简单的估算来说明这一点。2005 年我国 GDP 达到 18.4 万亿元。根据《中国统计年鉴》提供的有关数据，我们可以看看这 18.4 万亿是如何分配的。它大体可以分成四个部分：第一块是企业的利润，大约 1.5 万亿；第二块是政府的财政收入，大约 3.2 万亿；第三块是城镇居民的收入，2005 年全国城镇居民人均可支配收入为 10493 元，当年城镇人口为 5.6 亿人，则 2005 年城市居民的全部可支配收入约 5.9 万亿；第四块是农村居民获得的收入，2005 年全国农民人均纯收

^③ 转引自徐滇庆：《防范信贷风险需关口前移》，《中国房地产报》9 月 17 日。

^④ 转引自《中国青年报》2006 年 9 月 4 日。

入为 3255 元，当年农村人口为 7.5 亿人，则 2005 年农村全部居民的纯收入近 2.5 万亿。这四块加起来共 13.1 万亿。也就是说，还有 5.3 万亿不知分配给了谁。应当承认，上述的计算是非常粗略的，当中有重复计算、误差等，但国民收入中的相当大部分处于政府的监控之外，这是毋庸置疑的。

王小鲁（2006）对灰色收入的定义是：灰色收入是指从非正常渠道获得的收入，包括非法收入、违规违纪收入、按照社会公认的道德观念其合理性值得质疑的收入，以及其他来源不明的收入。我们认为这个定义的内涵稍窄。因为现行统计年鉴中的城镇居民可支配收入，被定义为“城镇居民家庭全部的实际（现金）收入减去个人所得税、财产税和其他经常性转移支出所剩的余额”，并不包括非货币收入。而城镇居民收入中的很多非货币的转移性收入，如住房补贴、公费医疗补贴、价格暗补、国家和单位无偿发放的各种消费品和购物卡等实物收入，虽然不是来自于王小鲁所说的各种“非正常渠道”，但同样没有计入城镇居民的可支配收入之中，也应属于灰色收入的一部分。国家统计局农调队（1994）曾对这些非货币的转移性收入进行过估算。笔者运用同样的方法和口径，估算了 1985—2005 年未被包括在城镇居民可支配收入中的非货币转移性收入，结果发现，如果考虑这些非货币收入的话，21 年中城镇居民的可支配收入平均需要调高 26%；在最高的年份（1991 年）需要调高 1/3。可见，脱离政府监控的灰色收入数量是相当大的。

中国改革研究基金会国民经济研究所 2006 年作了一个比较详细的调查，他们的调查问卷覆盖了 27 个省市自治区，结果发现，2005 年全国城镇居民收入水平被大大低估，尤其是 10% 城镇最高收入阶层的收入被低估得更加明显，该阶层的实际收入是国家统计局公布数字的 3.38 倍，参见表 2：

表 2 2005 年包含灰色收入的城镇人均居民收入与国家统计局数据的比较

(单位: 元、%)

| | 最高收入组 | 高收入组 | 中上收入组 | 中等收入组 | 中下收入组 | 低收入组 | 最低收入组 | 合计(平均) |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|
| 样本分布 | 10% | 10% | 20% | 20% | 20% | 10% | 10% | 100% |
| 包含灰色收入的居民收入水平(1) | 97127 | 23853 | 16466 | 10477 | 7176 | 4974 | 3107 | 19730 |
| 统计局公布的居民收入水平(2) | 28773 | 17203 | 12603 | 9190 | 6711 | 4885 | 3135 | 10493 |
| (1)/(2) | 3.38 | 1.39 | 1.31 | 1.14 | 1.07 | 1.02 | 0.99 | 1.88 |
| 各阶层灰色收入比重 [(1)-(2)]/(1) | 0.70 | 0.28 | 0.23 | 0.12 | 0.06 | 0.02 | -0.01 | 0.47 |

资料来源:《中国统计年鉴(2006)》;王小鲁:《灰色收入与居民收入差距》,中国经济改革研究基金会国民经济研究所工作论文,2006。

根据表 2 可以计算得出,全国城镇居民平均有 47%的可支配收入,约 4.8 万亿元是不愿向统计部门报告的灰色收入,其中尤以 10%最高收入阶层更加明显,他们的可支配收入中有 70%是灰色收入,其余各阶层的比重均低于 30%,占城镇人口 20%的低收入阶层甚至低于 5%。正是由于最高收入阶层的灰色收入很高,才把全体城镇居民的灰色收入比重平均数拉到了近 50%的水平。而且,最高收入阶层所获得的灰色收入,居然占了全国城镇居民所获灰色收入总额的 74%,达到了 3.55 万亿元。这说明,灰色收入主要流进了最高收入者的腰包^⑤。

如果我们根据上述数字,按照包含灰色收入的城镇居民收入计算房价收入比,那结果就完全不同了。正如我们在表 2 中看到的那样,考虑到灰色收入之后,大多数阶层的收入都有提高,其中又以 10%的最高收入阶层提高的幅度最大。这将使各个阶层的房价收入比出现巨大变化,参加表 3:

^⑤ 王小鲁(2006)根据家用汽车、居民出境旅游状况、银行存款分布状况对此数据进行了验证。以家用汽车为例,根据《中国统计年鉴》,2005年城镇居民每百户拥有家用汽车3.37辆,按此推算城镇居民共拥有私人汽车640万辆。但根据交通方面的统计,2005年全国私人汽车拥有量为1325万辆。扣除农村居民拥有量(约占5-6%),城镇居民拥有约1250万辆车,仅此一项统计局数字就低估了49%。交通部门的车辆数据有车辆注册数作为依据,应该是准确的。这说明统计局的住户调查数据存在遗漏,特别是高收入居民样本的代表性不足。当然,低收入居民所拥有的家用汽车,可能包含某些家用车名义下的业务用车(如非注册的私人出租车),但这种情况相对较少。无论根据统计局的样本还是王小鲁(2006)的样本,低收入阶层家用汽车拥有量都低于城镇居民家用汽车总量的3%。

表 3 包含灰色收入的城镇房价收入比

单位：元、万元、%

| | 最高收入组 | 高收入组 | 中上收入组 | 中等收入组 | 中下收入组 | 低收入组 | 最低收入组 | 合计(平均) |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 样本分布 | 10% | 10% | 20% | 20% | 20% | 10% | 10% | 100% |
| 包含灰色收入的居民收入(2006) | 107228 | 26334 | 18178 | 11567 | 7922 | 5461 | 3430 | 21782 |
| 每套房屋总价(万元) | 43.86 | 43.86 | 43.86 | 43.86 | 43.86 | 43.86 | 43.86 | 43.86 |
| 自有房数 / 样本户数 | 0.99 | 0.78 | 0.77 | 0.66 | 0.49 | 0.54 | 0.44 | 0.65 |
| 家庭人口数 | 3.07 | 2.92 | 2.98 | 3.04 | 3.06 | 3.13 | 3.37 | 3.08 |
| 家庭年收入 | 329190 | 76894 | 54170 | 35162 | 24242 | 17094 | 11560 | 67088 |
| 房价收入比 | 1.33 | 5.70 | 8.11 | 12.47 | 18.09 | 25.66 | 37.94 | 6.54 |

表 2 的调查结果 是 2005 年数字，为了估算 2006 年数字，依据统计年鉴中 2006 年城镇居民收入比 05 年增长 10.4% 的数据，我们将每个阶层包含灰色收入的居民收入数据都上调了 10.4%。应该说这样做是比较保守的，事实上收入较高阶层的收入可能增加得更快，收入差距可能会拉得更大。

根据表 3 的计算结果，可以发现与没有包含灰色收入的表 1 完全不同。首先是全社会平均的房价收入比大幅度下降，由 11.48:1 下降到 6.54:1。其中尤其是以 10% 最高收入阶层的房价收入比引人注目，如果考虑灰色收入的话，这个阶层的房价收入比只有 1.33:1。无论以哪个标准来衡量，这个比例都是非常低的，完全能够承受目前的高房价。而 10% 次高收入阶层的房价收入比为 5.70，虽然稍高于现实中 5.68:1 的比例，但低于客观房价收入比的极限 8.1:1。所以，这个阶层也应有一定的购房能力，只不过这需要以生活质量的大幅度下降为代价。相当一部分“房奴”可能来自这一群体。而除此之外的占城镇居民人口 80% 的各阶层，其房价收入比都高于客观房价收入比的极限 8.1:1，应该没有购房能力，难以承受目前的高房价，即使是想当“房奴”也不够资格。这说明，目前的高房价主要是由城镇 20% 高收入阶层，尤其是 10% 的最高收入阶层来支撑的。

那么，高收入阶层能否“消化”掉每年上市新房的数量呢？应该是可以的。根据 2005 年人口数字可以推算出，20% 的高收入阶层有 3912 万个家庭，其中 10% 最高收入阶层有 1956 万个家庭。而若按照建设部数据套均建

筑面积为 115 平方米来计算，2005、2006 年上市新房数量分别为 482 万套、527 万套，只相当于 10% 最高收入阶层家庭总数的 24.6%、27%，或相当于 20% 高收入阶层家庭总数的 12.3%、13.5%。所以，高收入阶层要“消化”掉每年上市新房的数量是绰绰有余的。

在第一部分的综述中曾经指出，为房地产泡沫给出一个可操作的定义是比较困难的。但在计算出包含灰色收入的房价收入比之后，我们可以从一个新的角度来理解我国的房地产泡沫。我们注意到，真正有能力承受高房价的，是房价收入比仅为 1.33:1 的最高收入阶层。而这个阶层的收入与其他阶层相比，是遥遥领先的。以表 3 的数字为例，10% 最高收入阶层的家庭年收入，是 10% 次高收入阶层的 4.28 倍。而除此之外的所有相邻两个阶层的家庭年收入差距，却基本上都在 50% 以下。这说明，10% 最高收入阶层的收入处于“鹤立鸡群”、“一枝独秀”的地位。这很可能是我国房地产出现泡沫的重要原因。

根据我们对居民客观房价收入比极限的计算，在现行制度下房价收入比高于 8.1:1 的各阶层居民，不可能具备购买住房的能力；而且，现实中真正购买了住房的居民，应为房价收入比在 5.68:1 以下的居民。根据这两个界限，高房价是由占城镇人口 20% 的高收入阶层支撑的。而表 3 的数据告诉我们，10% 的最高收入阶层，平均每户拥有 0.99 套住房。换言之，这个阶层中的大多数人并不缺少住房，他们买房的目的不是自住而是投资。而如果只是购房用于出租的话，现在许多城市的房价租售比已经超过 300:1，收益率甚至低于一年期银行存款利率，并无投资价值。因此，该阶层购买房屋的目的很可能是赚取房地产涨价前后的差价，这取决于房地产价格持续上涨的预期。从表 4 可以看出，与股票、国债、银行存款等几种适合大众的投资方式相比，房地产价格的上涨趋势在近几年不但从未改变过，而且累计上涨幅度也最大。

表 4 2000—2006 年房地产投资与其他投资方式收益率比较 单位：%

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 累计 |
|---------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|
| 房地产 | 2.7 | 3.7 | 4.8 | 15.0 | 16.7 | 6.8 | 60.2 |
| 股票 | -20.6 | -17.5 | 10.2 | -15.4 | -8.4 | 130.4 | 29.0 |
| 一年期定期存款 | 2.25 | 1.94 | 1.90 | 2.12 | 2.07 | 2.28 | 13.23 |
| 年期国债 | 3.14 | 2.66 | 2.48 | 3.51 | 3.39 | 3.28 | 19.94 |

注：房地产收益率以房屋销售均价涨跌计算，股票收益率以年底上证综合指数的涨跌计算，银行存款利率以各年年底数字计算，国债利率按五年期凭证式国债的当年最高利率计算。为了具有可比性，银行存款和国债的收益率被换算成了复利收益率。

表 4 说明，在可供居民选择的几种投资方式中，至 2006 年底为止房地产仍然是收益最稳定、收益率最高的品种^⑥。因此，最高收入阶层将大量资金用于购买房产是可以理解的。一旦房地产成为一种投资品种，则其价格就不能以成本来衡量了，而要取决于对房地产继续涨价的预期。从目前的情况看，正因为与其他投资品种相比，房地产收益最稳定、收益率最高，而且由于有最高收入阶层的购买力支撑，房地产市场一直需求旺盛，因此上涨预期还难以改变。不过，有最高收入阶层的“真实需求”支撑，并不等于说房地产没有泡沫。前面已经指出，最高收入阶层大多数已经有了自住房屋，他们买房就是为了投资。一旦房地产价格的上涨预期发生改变，他们就会抛售房屋。这就意味着，虽然在最高收入阶层的购买力支持下，房地产还可能上涨到更高的价位，但这个高价是不能持久的，一旦最高收入阶层对房价的上涨预期发生改变，则房价就会因为他们的抛售而出现大幅度下跌。按照《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对泡沫所作的定义，这是典型的泡沫现象，最高收入者的行为已经异化为房地产投机了。

衡量房地产泡沫是一个难题，因为我们无法计量基本价值，也无法预料收入和利率的未来波动。而我们这里所描述的房地产泡沫产生过程，可以让我们从一个新的角度来衡量房地产泡沫。如果最高收入阶层继续推动房地产价格上升，则到最高点以后房价下跌时，就必须跌到其他阶层的自住需求有能力接盘时为止。其他阶层由于自有房率和收入较低，所以他们的需求主要应为自住需求。表 2 和表 3 的数据都表明，最高收入阶层的收入大大高于

^⑥ 2007 年的股市火爆可能导致股票收益率超过房地产，但从表 4 可以看出，股票收益率的波动幅度比房地产大得多，收益的稳定性不如房地产。

其他阶层，所以最高收入阶层所能够接受的最高房价，与其他阶层自住需求所能接受的房价相差特别多，结果泡沫破裂时下跌幅度可能会很大。如果最高收入阶层与其他阶层的收入差距很小，则二者所能接受的房价相差也少，当最高收入阶层抛售房产时，其他阶层会在稍有下跌时就接盘，使得价格波动幅度很有限，这时泡沫也就有限。这样，我们可以将中国的房地产泡沫定义为：最高收入阶层所能接受的房价与其他阶层自住需求所能接受的房价之差额。运用房价收入比，这个差额是可以衡量的。

下面我们来衡量一下中国的房地产泡沫。目前 10% 最高收入阶层的房价收入比只有 1.33:1，这说明房价对他们来说仍然偏低，还有很大的上涨空间。这种上涨很可能将持续到连最高收入阶层也难以承受时，上涨预期才会改变。在不考虑各个阶层收入增加的情况下（这个假定偏于保守），如果以正常房价收入比的上限 3:1 为界，则从 1.33:1 到 3:1，房价还有 126% 的上涨空间；如果以现行客观房价收入比 5.68:1 为界，则房价还有 327% 的上涨空间；如果以客观房价收入比的极限 8.1:1 为界，则房价还有 509% 的上涨空间。后两种情况发生的可能性较小，因为最高收入阶层不会以当房奴为代价去投资房地产，第一种情况则很有可能。如果房价上涨 126% 再下跌，则必须至少跌到 10% 次高收入阶层能够接盘时为止。这里我们不考虑次高收入阶层当时可能出现的房价下跌预期^⑦，则我们可以根据以上数据计算房地产泡沫的程度，见表 5：

表 5 中国房地产泡沫的程度

| | 房价现在就下跌的可能幅度 | 房价上涨 126% 以后再下跌的可能幅度 |
|-------------------------|--------------|----------------------|
| 次高收入阶层在房价收入比 3:1 时接盘 | 47.4% | 76.7% |
| 次高收入阶层在房价收入比 5.68:1 时接盘 | 0.4% | 55.9% |
| 次高收入阶层在房价收入比 8.1:1 时接盘 | -42.0% | 27.2% |

^⑦ 这个假定是非常保守的，实际上任何阶层在那个时候都可能形成房价下跌预期，这意味着房地产泡沫一旦破裂，房价下跌幅度将比表 4 的计算结果还要大。

表 5 指出了在各种情况下房地产泡沫破裂时，房价可能的下跌幅度，依照我们对房地产泡沫的定义，这就是对所谓泡沫的衡量。考虑到并不是该阶层中任何人都愿意在承受能力极限的程度上当“房奴”，第三种情况出现的可能性较小，第一种和第二种情况，即次高收入阶层会在房价收入比为 3:1 和 5.68:1 接盘的情况，都是有可能出现的。依此衡量，如果次高收入阶层在房价收入比 5.68:1 处接盘，则目前的房地产泡沫还比较有限，只需下跌 0.4% 就会有人接盘^⑧；但如果房价继续上涨 126% 再下跌，则泡沫程度就相当大了。从表 5 可以看出，此时房价需要至少下跌 55.9% 才会有人接盘。而若他们在房价收入比 3:1 处接盘，则目前房地产泡沫已经相当严重，房价至少要下跌 47.4% 才会有人接盘；如果房价先上涨 126% 再下跌，则房价至少要下跌 76.7% 才会有人接盘，这已经等于崩盘了。这还是不考虑次高收入阶层是否会形成房价下跌预期的情况，如果考虑这个因素的话，下跌幅度（或泡沫程度）将会更大。

通过对房地产泡沫的定义及其衡量，我们可以看出，虽然目前的所谓“真实需求”仍然支持房地产价格继续上涨，但由于这是由最高收入阶层的投机需求支撑的，所以我们不能纵容它继续上涨。继续上升将导致房地产泡沫急剧扩大，一旦破裂将引发大的经济、金融危机，重蹈日本、香港房地产泡沫破裂的覆辙。我们应趁目前房地产泡沫程度还比较有限的时机，采取坚决措施抑制房地产价格上涨。

三、供给面因素对房地产价格的影响

上述论证是从需求角度解释房地产泡沫的产生原因。除需求因素之外，我们还需要考虑供给方面的问题。这包括三个方面的影响：建材价格的上涨有可能推动房价上涨；地方政府为获得更多的土地出让金，可能会限制土地

^⑧ 注意，这是在不考虑是否形成房地产价格下跌预期的前提下得出的结论，如果下跌预期形成，则下跌幅度（或泡沫程度）绝不止 0.4%。

^⑨ 注意，这是在不考虑是否形成房地产价格下跌预期的前提下得出的结论，如果下跌预期形成，则下跌幅度（或泡沫程度）绝不止 0.4%。

供应，导致地价上涨，也有可能推动房价上涨；最后，开发商囤积土地而不开发，人为造成供给短缺，有可能导致房屋涨价。为了解答这三个问题，我们可以利用表 6 的数据加以分析：

表 6 1997—2006 年商品房造价、售价和土地购置及开发情况

单位：元/m²、%、万 m²、

| 年份 | 商品房竣工造价 | 商品房竣工造价增长率 | 商品房销售均价 | 商品房销售均价增长率 | 土地购置面积 | 完成土地开发面积 | 当年新增土地闲置面积 |
|------|---------|------------|---------|------------|---------|----------|------------|
| 1997 | 1175 | 5.8% | 1997 | 10.6% | 6641.7 | 7371.3 | -729.6 |
| 1998 | 1218 | 3.7% | 2063 | 3.3% | 10109.3 | 7730.1 | 2379.2 |
| 1999 | 1152 | -5.4% | 2053 | -0.5% | 11958.9 | 9319.6 | 2639.3 |
| 2000 | 1139 | -1.1% | 2112 | 2.9% | 16905.2 | 11666.1 | 5239.1 |
| 2001 | 1128 | -0.9% | 2169 | 2.8% | 23409.0 | 15315.8 | 8093.2 |
| 2002 | 1184 | 4.9% | 2250 | 3.7% | 31356.8 | 19416.0 | 11940.8 |
| 2003 | 1273 | 7.5% | 2360 | 4.9% | 35696.5 | 22166.3 | 13530.2 |
| 2004 | 1403 | 10.2% | 2714 | 15.0% | 39784.7 | 19740.2 | 20044.5 |
| 2005 | 1451 | 3.4% | 3168 | 16.7% | 38253.7 | 20676.2 | 17577.5 |
| 2006 | 1566 | 7.9% | 3383 | 6.8% | 36791.0 | 26605.6 | 10185.4 |

资料来源：《中国统计年鉴》（1998—2007）

从表 6 的数据可以看出，上述三个供给面因素都对房价上涨起到了一定的推动作用：

1、从商品房竣工造价来看，1997—2006 年，商品房的竣工造价增长了 33.3%，而商品房销售均价增长了 69.4%。也就是说，商品房销售价格的涨幅，有近一半是由于商品房竣工造价的上涨而引起的。由于商品房竣工造价包括了建筑材料造价、土地造价等，因此建材价格和土地价格的上涨，确实一定程度上引起了房价上涨。此外，

2、从土地购置情况来看，1997-2006 年，土地购置面积呈现出“先增后减”的趋势。在 2004 年以前，以土地购置面积表示的土地供应，一直在大幅度增长；但这个趋势在 2004 年出现了逆转，从那时起土地购置面积的总量一直在不断减少。这显示出土地供应在趋于紧张，而土地作为一种供给价格弹性很低的商品，这种紧张状况可能在未来会越来越严重。在这种预期之下，“地荒”引起的土地价格出现上涨是必然的。这将导致开发商的成本提高，从而推动房地产价格上涨。

土地的短缺在现实中已经有所表现。一些大城市在土地“招拍挂”的过程中，很多地块的成交价都是天价，成交后地块的楼面价格就已经大大高于周边的已开发楼盘，有的地块甚至被称为“地王”。根据国土资源部（2006）公布的数字，2005年全国有价出让国有土地面积16.3万公顷，出让价款5505亿元。其中“招拍挂”土地面积5.72万公顷，出让价款3920亿元。据此计算，土地“招拍挂”出让的平均价款为每公顷685.3万元，而通过其他方式出让土地的平均价款仅为149.5万元，差价为每公顷536万元。可见，开发商在拿地过程中，付出了比没有“招拍挂”时高出数倍的巨大代价。由于房地产市场需求旺盛，因此房地产的需求价格弹性比较低，根据税收转嫁和归宿理论，当需求价格弹性低时，开发商必然要谋求通过涨价而把拿地成本的提高转嫁到购房者身上，从而导致房地产价格上涨。

还需要指出的是，由土地短缺而引起的地价上涨，很可能受到了地方政府的推动。在土地征用和转让过程中，地方政府获得了丰厚的收益。根据《中华人民共和国土地管理法》，“征收耕地的土地补偿费，为该耕地被征收前三年平均年产值的六到十倍”。即使征地过程严格依法执行，农民得到补偿至多也不过每亩1-2万元。2005年，全国建设征用耕地13.9万公顷（208万亩）。同年国有土地的有偿出让均价为每公顷337万元（合每亩22.5万元）。扣除征地和开发成本按每亩12万元计，地方政府在土地征用开发过程中至少获得了平均每亩约10万元的巨大收益，合计中间获益至少2080亿元。这么大的利益诱惑必然促使地方政府限制土地供应以抬高地价。

3、从土地开发情况来看，表6的数据说明，开发商确有囤积土地的行为。近几年来，新增土地闲置面积占购置土地面积的比重一直在增长，2004年甚至超过了50%。这么多的土地囤积起来而不开发，大大减少了市场住房供应，这应是加剧房地产价格上涨的原因之一。如果05、06年的新增土地闲置面积全部开发为住宅商品房，而且容积率与已开发面积完全相同，则05、06年的新房上市数量将达到892万套、729万套，比05、06年实际的新房上

市数量增加 85%、38%。而这些土地并没有开发，这就意味着房屋的供应减少了相应的数额。显然，这么大一部分本应上市的新房没有上市，必将对目前房地产价格的上涨起到推波助澜的作用。总的来看，供给面因素对房地产价格上涨产生了不可忽视的影响，大大加剧了房地产价格上涨的程度。

四、抑制房地产泡沫的对策研究

房地产泡沫的不断膨胀，使我们必须思考抑制房地产泡沫的对策。政府也为此出台了一系列政策，但迄今效果并不显著。我们根据以上分析，从需求面因素和供给面因素综合考虑，提出以下对策：

（一）首先，按照本文的逻辑，房地产泡沫产生于最高收入阶层与其他阶层的收入差距过大，因此，缩小收入差距应该是一个釜底抽薪的办法。如果这个差距不大，房价稍有下跌就会有人接盘，则泡沫即使存在也不会很严重。从长期看，缩小收入差距应为抑制泡沫的良策。但在短期内，由于收入分配秩序的不规范，这还难以做到。从国外的情况看，财政的收入再分配确实可以缩小各阶层收入差距。以英国为例，根据英国国家统计局提供的数据，在 1994/95 年度，英国全部家庭按收入五等分的最高 20% 家庭与最低 20% 家庭，二者收入差距最初为 19.8 倍（以下层为 1），但在经过税收和福利政策调整之后，二者最终收入差距下降到 3.7 倍。但迄今为止，虽然我国政府用于收入再分配的财政支出一直在不断提高，效果却不佳。1995—2006 年，财政用于抚恤和社会福利的支出从 115 亿元增至 907.68 亿元，在财政支出中的比重由 1.7% 增加到 2.2% 以上；2000—2006 年全国社会保障补助支出由 526 亿元增至 2121.5 亿元，在财政支出中的比重由 3.31% 增加到 5.28%^⑨。但我国居民收入差距的扩大速度却连减缓的迹象都没有。1995—2006 年，我国城镇 20% 高收入居民与农村 20% 低收入居民的收入差距，由 13 倍上升到 21 倍，如果考虑到灰色收入的话可能达到 55 倍^⑩。之所以如此，很

^⑨ 《中国统计摘要 2007》第 66 页，中国统计出版社 2007 年版。

^⑩ 王小鲁：《灰色收入与居民收入差距》，中国经济改革研究基金会国民经济研究所工作论文，2006

可能是由于高收入阶层灰色收入比重大，财政无法监控，因此难以进行有效的收入再分配。所以，从长期看，根治房地产泡沫需要首先规范居民收入分配秩序，以进行有效的收入再分配。

（二）各种提高房地产投机成本的措施，包括加息、征收房地产转让税和不动产税、提高按揭贷款首付比例等。目前，这些政策的效果比较有限。正如我们指出的那样，房价上涨预期短期难以改变，最高收入阶层的房价收入比又偏低，所以如不采取强有力措施，房价仍然还有上涨空间。这实际上说明，由于此类政策的力度不足，没有起到抑制房地产泡沫的作用。这就要求我们进一步通过加大此类政策的力度，提高房地产投机的成本，使投机者难以承受直至放弃投机。

（三）封堵境外投机资金，不让这些预期人民币升值的“热钱”参与炒房。这个政策确实可以起一定的缓解作用。虽然仅凭城镇的 10% 最高收入阶层的购买力，就足以支撑和消化目前的高房价。但境外资金的参与，也确实加大了房地产泡沫的程度。所以，该政策至少可以起到扬汤止沸的作用。

（四）供给面政策。包括加大经济适用房、廉租房、限价房、合作建房的供应，以及打击地方政府和开发商的囤积土地行为来抑制房价。经济适用房、廉租房、限价房、合作建房的供应增加，如果严格限制购买者的身份必须为低收入者，而且落实得力，的确可以解决低收入阶层的住房问题，发达国家的经验也证明了这一点。但我们不能指望它会抑制普通商品房房价。原因是根据表 2 和表 3 的房价收入比数据，低收入阶层本来就无力购买普通商品房，目前的商品房房价里根本就不包含他们的需求。所以，如果他们有幸获得了上述房产，并不会导致普通商品房的真实需求减少，不大可能影响商品房房价。另一项政策可能更加有效，即通过打击地方政府和开发商的囤积土地行为，增加房地产供给以平抑房价。这方面我们曾经有过打击投机的成功经验。解放初期，我国政府就是通过不断增加棉纱的供给，耗尽了炒作棉纱的投机资本，成功地抑制了棉纱价格，使不法资本家大蚀其本而破产。通

过增加房地产供给、打击囤积土地等行为，也可以起到这个效果。总的来看，供给面政策的确可以在一定程度上缓解房地产价格的上涨。

（五）由于中国最高收入阶层购买力的客观存在，必须找到某种方法，迫使最高收入者不把房地产作为投机对象。如果这样考虑问题，那么利用经济手段来限制购房者拥有的住房数量，可能是一个比较好的方法。这意味着，房地产无法被当作投资对象来使用，最高收入阶层再有钱，也不能购买过多的房产。只要这个阶层难以对房地产进行投机，则房地产泡沫的膨胀过程可能就会停止。最高收入阶层也因此会抛售房产以保存“胜利果实”。由表 4 可知，目前房地产泡沫还不算严重，房价下跌不久就会有人接盘。所以，目前采取此类政策，应该是一个既能抑制房地产泡沫，又不引起剧烈振荡的方法。通过经济手段来限制购房者的住房数量，可以对限额以外的房产征收高额的、惩罚性的不动产税。不动产税要起到惩罚性的作用，税率就不能太低。如果不动产税税率只有 3%，那就和营业税没什么区别，起不到什么作用；但如果不动产税税率很高，超过了房价上涨幅度，甚至使投机购房者的本金受到损失，那就可以起到限制住房数量的作用。当然，具体限制第几套住房和税率应为多高，还需要进一步研究。

参考文献

- (1) 布兰查德和费希尔：《宏观经济学》，经济科学出版社 1999 年版
- (2) 国家统计局农调总队课题组：《城乡居民收入差距研究》，《经济研究》1994 年第 12 期
- (3) 国土资源部：《2005 年中国国土资源公报》，新华网，2006 年 4 月
- (4) 姜春明：《中国房地产市场投机泡沫实证分析》，《管理世界》2005 年第 12 期
- (5) 卡伦·米勒：《破裂的泡沫——全球房地产繁荣的终结》，《国外社会科学文摘》2004 年第 8 期
- (6) 胡健颖、苏良军、金赛男、姜万军：《中国房地产价格有几成泡沫》，《统计研究》2006 年第 1 期

- (7) 卢萍、李红梅: 《投机资本、房地产泡沫和局部通货膨胀》, 《中国房地产》2004 年第 7 期
- (8) 任志强: 《中央想分流房地产潜存风险, 任志强驳“泡沫说”》, 《北京晨报》2004 年 10 月 20 日
- (9) 王小广: 《房地产业不能再非理性繁荣》, 《瞭望》2004 年第 5 期
- (10) 王小鲁: 《灰色收入与居民收入差距》, 中国经济改革研究基金会国民经济研究所工作论文, 2006
- (11) 杨帆、李宏瑾、李勇: 《泡沫经济理论与中国房地产市场》, 《管理世界》2005 年第 6 期
- (12) Diba, T, and F. Grossman, 1988. The theory of rational bubbles in stock prices. *Economic Journal*, 98:746-754.
- (13) Hamilton, D, and C. Whiteman, 1985. The observable implications of self-fulfilling prophecies. *Journal of Monetary Economics*, 16:353-373.
- (14) Levin, E. and R. Wright, 1997. The impact of speculation on house prices in the United Kingdom. *Economic Modeling*, 14, 567-585.