



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：中国房地产如何消解泡沫(12月1日)

文章作者：

最近一年来，随着国内房价不断攀升，国内房地产是否存在泡沫之争又激烈起来。

2003年央行推出的121文件就是当时准备整顿国内房地产市场调查后的结果，但SARS之后，国内房地产整顿不仅完全停止，而且为了挽回所谓SARS造成的损失，政府推出了一系列刺激国内经济增长的政策。可以说，在SARS之后，国内房地产泡沫不仅没有得到整顿，反之随着各地方政府加大对经济的投资而越吹越大。

今年房价猛涨，不仅引起国内货币当局的密切关注，表示“必须高度关注房地产价格”，并就房地产金融问题发表了专门报告，而且也引起国内外理论与业界广泛的关注。

如果让泡沫任意吹大... ..

如何界定房地产泡沫早已是众说纷纭。但有几点衡量标准应该是基本的。一是房价收入比，二是房地产投资与房价增长速度的关系，三是商品房的空置率，四是以房地产为投资的比例。对于房价收入比，国际惯例是在3~6倍，北京、上海等大城市早已超过12倍以上。有人说，这个指标意义不大，因为中国个人收入灰色地带不少。但是，问卷调查表明，在北京、上海一些大城市有90%以上民众都认为房价太高、房地产有泡沫。

对于房地产投资与房价，尽管宏观调控后增幅有所回落，但1~9月份仍然上升28%以上，特别是大中城市更为明显。而房地产价格持续上涨，其中房价上涨10%以上的城市有9个。房地产商手中的商品房空置率下降了，但却已经转移到购房者手中了，即不少购房者购房后的空置率甚高。上海曾有一人贷款7000多万元，购房128套，从中就可见房地产的投资比重。

房子与其他的商品不同，它只能是区域性。离开了地点就没有房价，也就根本没有房地产泡沫。也就是说，房地产泡沫只是集中到一个或几个城市，而不是说在全国都出现。如果说在中国大城市出现房地产泡沫，却还用小城镇的房地产价格来平均与比较是不合适的。

近几年，房地产业不仅是国内经济增长的动力，也是此次国内经济过热的根源。但是，在本轮宏观调控中，尽管出台了土地整顿、对房地产企业的信贷收紧等措施，但房地产所受到的影响则是微乎其微。因为，人们只要看一看就会明白，在这次调控中没有哪一个地方的房地产项目停下来，其他行业的增长在调控后放缓，产品价格下降，但房地产无论是投资还是商品房价格都照升不误。全国的商品房价格平均上升了一成以上。可以说，作为这次经济过热的动力源的房地产都不能够调整，那么这次宏观调控的效果多少要打折扣了。

国内的房地产业调控之所以困难，就在于国内房地产业要挟着整个中国经济。一方面，如果国内房地产崩盘，整个国家经济就可能发生危机。如20世纪90年代的日本与台湾，1997年后的香港，房地产出现问题，使整个经济很快进入衰退期，日本10多年来都无法恢复元气。

如果国内房地产业不调整，同样面临着巨大的金融风险。因为就目前来看，基本上整个风险都归结在国内银行体系上，无论是房地产企业还是个人住房消费信贷都是如此。如果让房地产泡沫任意吹大，破灭不可避免，而最后承担泡沫破灭的只能是国内各银行及整个社会。

寡头为垄断市场定价

上个月，建设部针对国内争论发表了一篇关于“中国不存在房地产泡沫”的报告。该报告一出，泡沫争论更是狼烟四起。

对于国内的房价猛涨，建设部的报告认为是由于社会普遍的经济预期对房价的影响。只是人们是否想过，国内房地产的价格到底是由什么决定的？是市场的供求关系，是房地产商的炒作，但上述原因并不是最重要。因为目前国内的房地产市场并不是一个完善、充分竞争的市场，而是一个垄断性的市场。

在这个市场中，不仅房地产产品本身具有种种特殊性，加上某些现行制度安排的不完善，使得该市场完全处于垄断或寡头垄断的结构状态。

获得土地是企业进入房地产市场最基本的条件，但土地是由政府垄断供给的，只有通过政府才能获得开发用地。如果土地是在规范、公开、透明的市场化方式下出让，那么，一方面政府可以通过对土地持续适度的供应来有效调节房地产的市场供给，另一方面土地出让的实际收益可以充分地纳入有效管理渠道，防止土地收益被倒卖地皮者从中渔利。

但是，除广州等少数地方之外，国内的土地供应基本上都是通过协议的方式出让，多年来以招标和拍卖等方式出让土地的比重一直非常之低，仅在近年才稍有提高。协议出让土地的制度安排，即使土地市场价格机制扭曲，没有开发资质者可以获得土地，进而转手获利，同时又通过制度性壁垒，使垄断力量从土地市场向房产市场延伸。

更可怕的是，一些地方在土地收购储备制度建立后，出于地方财政收入最大化的考虑，不但没有适量及时地供应土地，反而采取了维持土地市场“适度饥渴”的做法，使市场供求紧张状态更趋恶化。

获得土地的房地产公司或者是与政府利益相关的企业，或者是具有特殊背景的人。而这些人或企业一旦获得土地，就成了房地产市场的主宰，土地的行政性垄断由此转化为市场性垄断。

在这种情况下，再考虑到房地产产品空间的不动性、高度异质性、极低的相互替代性等特点，进入房地产市场而又存在相互竞争关系的企业数目就不会太多。在需求一定的前提下，假如开发公司之间竞争激烈，房价下降就会压缩开发商的利润空间。这是开发商不愿看到的，因此开发商之间存在价格合谋动机。

在需求旺盛的条件下，开发商之间缺乏价格竞争的外部压力。更严重的是，在或真或假的行情看涨的大背景下（开发商时常制造涨价升值的假象，其实往往有价无市），消费者反而会对降价出售的房子的质量产生怀疑，从而陷入买涨不买跌、“价格越低房子越卖不出去”的恶性循环。

对于资本密集性的房地产开发商来说，保持房价刚性、降低巨额沉淀成本的风险、获得超额利润等因素，成为开发商价格合谋的动力。国内开发商的默契合谋就采取了价格领袖制的形式，即由首先进入市场的开发商制定价格，后来者跟随这一价格。如果有人破坏规矩，敢于降价竞销，则必群起而攻之。

这种价格合谋的行为加剧了国内住宅市场的垄断。对住宅市场的价格垄断使开发商能够攫取超额利润，同时必然会降低企业的效率水平，妨碍优胜劣汰机制发挥作用，并降低消费者的福利水平。就目前来看，商品房的价格基本上是由房地产开发商主导，购买者对房价的影响根本不存在。在这样的市场条件下，购房者市场中完全处于被动接受地位。

如果房价仅是社会经济预期的结果，那么就如美国纳斯达克的股市那样，上市公司的价格主要看该公司的预期投资价值，结果是纳斯达克股市的泡沫很快就吹大并破灭。国内股市在1999年也炒得十分火热，现在受伤的是广大股民。听任房地产泡沫吹得越来越大，最终要民众来接高房价的最后一棒，垄断者们则大获其利落袋平安。

利率调整的信号

房地产与一般商品不同，它既是耐用消费品，也是投资品。因此，衡量房地产需求不能简单把消费需求或投资需求分开来衡量，而是要把两者结合起来，其依据是居民的可支配收入。

目前国内商品房的热销，实际上是1998年以来住房商品化所积累的潜在需求、多年来因为缺乏消费信贷而累积的“存量需求”的释放。2000年以来，住房销售额增长普遍显著高于城镇居民人均可支配收入增长和城乡居民储蓄余额增长。2000年相差45个百分点，2004年2月相差近50个百分点。这既说明了改革开放20多年来持续被压抑的住房需求迅速释放，也表明这种释放不是建立在居民收入与储蓄同时增长的基础上，存在着巨大的有效需求缺口。

用更通俗的话说，每个人都对住房有需求，但是这种需求要建立在个人可支配收入基础上，如果离开个人可支配收入，只能是潜在需求而不是现实需求。即使是发达的市场经济国家，也有30%多的人不能把潜在住房需求转化为现实需求。

从住房租赁市场来看，2003年35个大中城市的数据显示，除北京、杭州外，绝大多数城市房屋销售价格增幅高于租赁价格。房屋租赁价格与销售价格的背离，意味着资产价格与资产赢利率的背离，也意味着投机泡沫的酝酿，如2003年住房涨价最多的上海，不少地方就是有价无市。

国内住房市场的热销仅是以往“存量需求”的释放，而不是潜在需求真正地转化为有效需求。这种存量需求的释放基本上依赖于银行信贷及代际的收益转移来完成。

尽管住房消费信贷创造性地扩展了年青人住房“存量需求”的释放，但如果银行利息调整，经济形势变化使得个人预期收入下降，矛盾就会十分尖锐。特别是如果利息骤然上升、部分购买房子的年青人出现失业等，这种依赖银行信贷所释放的“存量需求”不仅可能给银行带来巨大的系统性风险，而且这种需求的脆弱性也暴露无遗。而代际收益的转移必然会恶化未来老年人的养老问题。

最近央行加息，对房地产调整发出了一个相当强烈的信号。因为，这次央行加息不仅表明宏观调控的市场化，也表明国内利率将进入一个上升周期。而利率水平的变化必然会对购房者带来巨大的影响。

央行加息影响最大的可能是潜在的购房者。因为利率进入上升周期，那么潜在购房者一方面有可能尽量延迟进入购房的时间，而且当他们购房时，也会考虑利率风险，购房需求在短期内一定会下降。购房需求减少，房地产泡沫也就会渐渐消解。

可以说，如果央行能够逐渐让国内利率市场化，让市场的利率逐渐进入一个上升周期，那么已经形成的国内房地产泡沫可能会在这个过程中逐渐消解，国内经济也能够真正走上健康发展之轨道。

文章出处：《南风窗》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所