



您的位置：首页 - 2004科研成果

文章：房地产市场到底有没有泡沫(尹中立；10月28日)

文章作者：

一段时间以来，中国房地产市场是否存在泡沫，泡沫有多严重，引起了海内外的广泛关注。国内有一种十分流行的观点认为：2003年以来房地产价格的上涨主要是由真实的市场需求导致的，目前的房地产市场良性健康，无需政府操心。市场真实需求快速扩大的依据是：住房的销售面积大于竣工面积，住房的空置率下降。

以上海为例，上海已连续4年销售面积大于竣工面积。2003年商品住房竣工面积为2139.99万平方米，销售面积为2224.47万平方米；2004年前4个月，销售面积为588万平方米，而竣工面积仅为481万平方米，商品住房空置一年以上的面积已降至56万平方米，比2003年底减少42.5%。

但是，这种表面上的供需两旺背后，隐含着相当大的“危机”。我们到上海、深圳和北京实地调研后发现，用空置率下降来说明房地产市场无泡沫是一种错误的方法论，其结论也完全错误。

萧条隐藏在繁荣的背后

住房是一种特殊商品，它除了可以满足人们居住的需要之外，还可以成为投资品，可以收取租金或再出售赚取买卖的差价。这样，住房的“需求”就包含了两个不同的内容，一个是消费，一个是投资。

正因为住房以及其他房地产品种具有投资品的特性，因此它们的价格形成机制和一般商品有较大的不同，不能用一般均衡的分析方法来分析房地产市场。

一般价格均衡理论认为，在自由竞争的市场，一种商品的供给和需求会自动达到均衡点，均衡点的价格就是均衡价格。如果市场的价格高于均衡价格，就会刺激投资，增加供给，于是价格下跌，回到均衡价格；反之，如果市场价格低于均衡价格，供给会减少，市场价格再次回到均衡价格。

但是投资品的价格形成并不遵循上述规律，而是取决于未来的收益预期。投资品的市场没有均衡点，更不存在均衡价格。对于投资品而言，预期价格上涨则需求增加，预期价格下跌则需求减少。

具有投资经验的人都知道，所谓的“预期价格”主要是根据历史的价格走势来判断的。简单来说就是，如果最近一段时间市场是上涨的，那么，“预期价格”就是上涨的；反之，如果最近市场价格下跌，则“预期价格”就是下跌的。因此，在投资品市场，市场的需求和价格走势是正相关关系：价格上涨则需求上升，价格下跌则需求减少。而房地产市场的供给则比较复杂，当市场价格上涨时，投资利润率增加，刺激开发商增加房地产开发投资，房地产供给增加；而市场价格下跌，以前的投资“需求”会成为“供给”，从而加剧价格的下跌。

概括起来，投资品市场的价格波动规律就是“追涨杀跌”。按照股票市场的经典投资理论可以概括为“牛市中，股价具有自我强化和复制功能”。

从国外房地产市场的价格波动规律来看，房地产市场呈现周期性波动的特征，一个周期分为萧条、复苏、繁荣和衰退四个阶段。在萧条阶段，需求和供给都很小，市场交易低迷；随着条件的不断变化（如居民收入增加），市场需求逐渐增加，但此时市场供给没有变化，出现需求大于供给的局面，价格开始回升，空置率下降，市场进入复苏阶段；随着价格的不断上涨，需求和供给都快速增加，空置率进一步下降，此时是市场的繁荣阶段；但房地产价格的持续上涨，超出了一般居民的可承受能力，市场的需求增长小于供给的增长，市场价格开始下降，空置率开始上升，交易量也开始萎缩，进入第四个阶段。

上述四个阶段中，第二和第三阶段的空置率都是下降的，只有第一和第四个阶段的房地产空置率是上升的。对于政府以及市场各参与者来说，最值得警惕的是第三个阶段，这是房地产泡沫形成的阶段，市场景气度很高，人们对前景充满着盲目的乐观。但此时的市场形势随时会出现逆转，非常容易遭受损失。

可见，如果只用一般的价格均衡理论简单比较一下房地产市场的供给和需求，认为只要需求大于供给，市场就是健康的，这种结论是非常错误的，这种错误不仅会误导投资者、消费者，而且还会误导决策者。

两个关键性的指标

房地产泡沫是指房地产的价格对经济基础条件的严重背离。判断市场是否有泡沫，有以下两种方法：

一是分析市场中投资性购房的比例，因为，在一个时点上，住房的投资性“需求”会成为未来某个时点住房的“供给”。因此，一个城市的房地产市场中，投资性需求的比例不能超过一定的界限，否则会危及房地产市场的健康和稳定。国际公认的警戒线是20%。但需要注意的是，国际上的所谓投资性购房包含房地产基金投资购买的房地产，这些投资者购买的房地产并不出卖，主要是收取租金。如果剔除这部分，剩下的就是真正“炒房”的投资者，我们认为这部分的比例不能高于10%，否则市场会出现较大的泡沫。

第二种方法是分析房价和收入的比。从世界发达国家走过的历史看，平均房价与平均家庭收入的比在5左右比较合理，超过该比例有效需求就会下降。其推算过程如下：假设首付款为15%—30%，年利率为5%—10%，贷款期限为5—30年，每年还贷的金额占收入的比例在10%—20%之间，那么当房价收入比超过6，意味着购房者每年还贷的金额超过收入的20%，生活质量将受到严重影响，以致失去买房能力。

上海房地产市场分析

我们用上述两种方法来分析上海的房地产市场是否正常。

1. 上海市的投资性购房比例相当大。据上海房管部门调查统计，剔除出租用房之后，2003年底上海投资购房占总购房的16.6%，已经大大超过了警戒线。

为了验证上述数据，我们找到上海的供水、供电部门，根据长期欠付水电费的数据，他们作出的最保守估计是中心城区有大约4.5万套

“无人房”，合计面积为500多万平方米。浦东新区的有些住宅小区的水电费收缴率只有60%左右，无人居住的房子占40%左右，而这些不缴水电费的住房都是已售房屋，这些房子可以认定为“炒房”者购买的住房。

2. 房价收入比在14倍以上，超过了1997年房地产泡沫破灭前的香港。上海居民的平均人均可支配收入2003年为14810元，假设2004年的收入增加12%，达到15000元，三口之家家庭年收入就是45000元，而目前的上海平均房价已经超过8000元/平方米，即使按每户80平方米计算，房价收入比也已经超过14倍。

有人认为，上海市民的实际收入比统计数据要大得多。因为实际收入一般有下列几块：(1)工薪收入；(2)经营收入，包括实业经营、贸易经营、租赁收入等等，不少工薪者也有这类收入；(3)灰色收入，如演员走穴、医师业余坐堂、教师业余兼课或辅导学生、科技人员兼职、技术工人的第二职业，不少人的灰色收入比其工薪收入还高；(4)争议收入，如上市公司中的职工持股会、干部职工依级别按原始股价购买不同数量的本公司股份，调离或退休时以市场中间价兑现。因此，可以肯定地说，从上海人的实际收入看，房价收入比应大大小于10:1。

的确，由于数据准确度存在问题，在分析的时候，应该作些调整。但结合上海市的实际情况看，我们发现人均收入15000元以下的上海居民占上海总人口比例超过60%，而这些人收入渠道比较单一，一般不会有灰色收入。如果只针对这部分人计算房价收入比，就会远远高于14倍。

因此，上海市的房地产市场已经形成了一个二元结构：一边是没有购房能力的普通市民，一边是少部分高收入群体。但房市启动已经四五年，高收入群体中没有买房的人已经很少，再买房就是投资性需求。

要采取有效手段调控房地产市场

除投资性购房比例和房价收入比这两个指标外，考察房地产行业的发展还应该和居民的可支配收入联系起来，比较两者之间的增长速度是否匹配，如果增长速度不匹配，就意味着居民用于房地产的支出挤占了其他消费支出，这种情况下房地产市场很难持续繁荣。

数据显示，2000~2003年，城镇居民人均可支配收入的增长速度平均不到10%，增长速度最高为2002年，只有13.4%。而住宅销售的增长却超过30%，增速最低的2002年也达到23.1%。2003年，城镇居民可支配收入总数为42360亿元，住宅销售额占总收入的比重为16.7%，已经超过1999年美国的水平。假设城市居民的可支配收入以10%的速度增长，住宅销售以30%的速度增长，则到2006年，住宅销售总额占城市居民可支配收入的比重达到27.6%，该比重比目前高近一倍。

住房开支的比重越来越高，必然挤占其他消费的支出增长。考察1997年之后的中国经济，我们发现：与房地产投资迅速增长形成鲜明对比的是全社会消费增长偏冷，对经济增长的贡献下降。

从1997年开始，全社会消费品零售总额增长从前4年年均20%以上的增幅突然跌到10.2%，此后一直在10%以下徘徊，2003年即使消费品市场有所回暖，社会消费品零售总额增长也只有9.1%。

由此我们可以解释为什么本轮经济过热主要表现在上游领域，因为上游经济领域主要包括钢铁、建材、冶金、化工、电力等，这些都是和房地产行业紧密相连的产业。这些产业由于房地产投资的带动而出现高速增长。而一般消费品则受到住房消费的挤出效应的作用。从2001年至2003年，大宗生产资料的价格上涨幅度已经达到上一轮经济周期的最高点，但一般消费品的价格却依然在低位徘徊。

综上所述，我们可以看出，房地产市场是一个特殊的市场，我们不能用一般的市场均衡理论去解释该市场的问题。我们认为，现阶段的房地产市场存在泡沫，个别城市泡沫仍然很严重。房地产市场的过度繁荣不仅使一般老百姓“望房兴叹”，同时也扭曲了国民经济的结构。因此，我们建议政府及时采取更有效的手段来调控房地产市场。

文章出处：《南方周末》

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

转载务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