



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：防止房地产业威胁整个国民经济(10月28日)

文章作者：

主持人：各位网友大家好！欢迎大家来参加今天由搜狐理财频道组织的专家在线活动。今天我们有幸请到了社科院金融发展研究室主任易宪容先生和个人理财网CEO洪曦先生。今天我们讨论的是中国房地产的泡沫有多大，以及中国的房价往何去。在座的还有二十一世纪经济报道、中国经济时报、湖南电视台、北京娱乐信报、钱经杂志、大众理财顾问杂志等媒体的记者朋友。今年易先生连续发表文章抨击房产泡沫。业界普遍认为易老师的这些文章掀起了全社会对房地产泡沫的讨论。易老师，首先请您介绍一下，您对目前房地产市场的基本判断。

易宪容：网友大家好！有机会和大家一起交流，我认为是一个很好的事情。对于国内的房地产泡沫问题，我在2002年6月份的时候就提过。当时有一个晚上，朋友带我到北京北郊的天通苑。沿途到处都是建筑工地，都是灯火通明的。我那个时候就想北京的房地产市场就是一个大工地。无论是从世界历史来看，还是从中国的情况来看，从来没有一个地方，出现北京这样的情况。到处都是工地，到处都是房地产开发项目，到处都是大车拉着各种各样的建筑材料。后来写了文章提出房地产泡沫，这篇文章发表了以后产生了比较大的影响。

易宪容：防止房地产业威胁整个国民经济

易宪容：去年的SARS冲淡了国家对房地产泡沫的调整和改善。SARS以后，各地政府为了弥补当时由于SARS所造成的经济增长速度放缓，采取措施大力鼓励高速投资，高速增长。尤其是房地产业，在这个过程中达到了一个飞快的发展。所以房地产泡沫在去年SARS以后越来越大。去年以来，特别是121文件、国务院18号文件以后，我就做了一系列的文章。中国的房地产已经面临着很大的泡沫。到了今年，整个房地产这种泡沫吹的越来越大。大在哪里？大家可能比较清楚，在北京等大城市的民众当中，大家都说你买了房子没有，买的房子多大，有没有装修？自己都亲身感受到整个房地产热潮，就是房地产泡沫逐渐的吹大。尤其是，从整个国家统计局的数据和一些报表来看，比如说2003年，个人信贷来讲，一下子涨到了一万二千亿。是1998年个人信贷总额的27倍。今年个人消费信贷整个增长大概达到了近7000亿左右。就是说，整个大额的信贷都进入的房地产市场。还有房地产开发商的投资来讲，比如说北京，今年上半年房地产开发占到了50%。从房地产的价格来讲，近一年来，房地产尽管是经过了4月份以来的宏观调控，实际上房地产价格越来越高。今年1到8月份，房地产价格就上升了13.6%。

我曾经写了一篇文章说，今年4、5月份政府起动了宏观调控。如果说房地产价格不能调控下来，只能证明我们这次宏观调控的效果相当有限。从9月份的数据来看，比如说固定资产投资的比例，CPI的增幅，还有GDP的增长速度来讲有所放缓，但是房价来讲没有调整下来。面对这样一个状况我在今年7月份的时候就写了一篇文章，正如网友所说的，我这篇文章可能是这一轮房地产泡沫讨论的开始。我那个时候在香港，写这个文章说，“要防止房地产业威胁整个中国经济”，因为今年宏观调控在哪里？就是在房地产。固定资产投资增长过快，钢铁过热，建筑材料过热、水泥过热，这些产品价格高速上涨。由于这些产品和行业带动电力、能源、运输等等行业成为整个经济发展的瓶颈，都认为是房地产高速拉动的结果；因为房地产行业不仅仅需要这些行业的产品，更重要的是，它开拓了整个中国的城市化进程。所以我写的这篇文章就说，如果说我们对房地产业有一个清醒的认识，那么整个房地产业的泡沫会越吹越大。最后如果泡沫破灭的时候，整个中国的房地产业会面临很大的危险。

易宪容：目前房地产市场状况类似于日本和香港房市泡沫破裂前夜

网友：如果现在地产泡沫破灭的话，对中国经济的影响有多大？

易宪容：如果从国外的经验来看，比如日本，房地产泡沫是在80年代末到90年代初，那个时候的房地产泡沫破灭带动了整个股市由4万点左右下降到8千多点。整个经济从90年代初的衰退到现在还没有恢复过来。日本经济经过了几十年的发展，民众都积累了大量的财富，还面临这样的困难，更何况中国。还有香港市场，97年的房地产泡沫破灭，给香港经济整整带来了7年的箫条，包括股价的下降。所以中国的经济，如果房地产泡沫破灭，最大的问题就是个人信贷，现在有两万亿左右是个人信贷。还有从开发商来讲，也有一万多亿。这样来讲，有三万多亿的资产直接关系到银行。

网友：房价与年收入的比例是多少才合理？

易宪容：按国际来讲是3到6倍。我刚才跟一个公司白领谈他个人购房的资金来源。如果给全社会划一条收入线，从0到100，他个人的收入大概是80左右。他的房子是20多万按揭，以他的收入水平和经济实力，要保证不失业，他都感觉到压力很大。我们一个中等收入的家庭，一个家庭6万块钱左右。如果房价在30万到40万左右，买一个100平米的房子，或者是120平米，3、40万我估计他们承受这个压力不是很大。如果这样一个收入的家庭，它买一个房子，120平米的，到80万或者是100万，这个房价和收入水平相比压力就比较大。现在我们国内的，比如说上海房价，这个收入和房价相比大概是10到15倍。今天从网络上看到，这些统计数据都是房地产商提供的，其实都不可信的。这样来讲，我们的房价相当高。我认为如果他没有压力，这个房价和收入水平的比例才合适。有的人说我们国内的标准和国外的标准差异很大，用国外的标准套国内的标准不合适，我认为我们不是在“套”，是我们民众亲身买的房子，你会感觉压力怎么样？我今天上午想到一个基本的概念，如果现在民众买房，有这样一个心态在里面，现在买房，民众把房子既作为投资品，又作为消费品。他们现在买来房子，尤其是在北京有工作，有固定的单位来讲，他们都有两套房子。如果房价下跌，就把这个房子租出去。如果房价一旦上升，今天早上我问了好几个朋友，他们就告诉我，比如说我100万买的房子，如果赚20%，就可能把这个房子卖掉。所以现在的很多房子都是双重的功能，就是投

资和消费。大家都左右摇摆。所以房价的收入比，像北京超过40万就比较高了。

网友：可否请您比较一下当前国内房地产市场的状况，和与香港遭受经济危机之前的市场状况，它们之间有什么共同点？或者是房价泡沫破裂的预兆是什么？

易宪容：共同点就是房价过高。大多数人都进了房地产，都在买房子。不仅仅是北京，很多地方的，我今天问了同事，他说他妈有一套房子，现在又要买一套。而且他姐也有一套，又在买。这一点来讲，很多人都进了房地产，特别是收入稍微高一点点的人都进了房地产，这个跟香港是一个共同的特点，就是把房子作为投资的比例越来越高。今年4、5月份就有一个简单的例子，上海曾经有一个人，用7千多万做房地产投资。这样的情况下，我们国内的房地产会炒到什么程度？但是有一个基本的差别，我们国内的房地产，是非市场化在运作。土地是非市场化的，你房地产是非市场化的，还有房地产的建筑公司都是非市场化的。由于这些非市场化，房地产的价格完全控制在房地产商少数人手里头。在香港来讲，它的价格，大多数人一炒以后，价格随着市场的炒作而起来。而我们的房价基本上是房地产商在控制价格的变动。一个很简单的东西，前几天，831文件还没有下来的时候，我们的大地产商就说，觉得土地价格一上升，所以房价就会升起来。你想想，一块土地都没有卖出来，我们的房价早就在上升了。本来跟土地的变化没有多少的关系，国内的房地产商就拼命的炒作价格的上涨是由于土地控制的问题。

易宪容：判断泡沫很简单，三个指标足以

关于中国的房地产泡沫，我前几天写了一篇文章，讲了一个很简单东西，我们只要看三个指标就可以：一个是城市居民的收入和房价比。第二，就是看城市的租金的价格是否随着房价的上升幅度在增长。第三，一个基本的东西，就是房地产的泡沫永远都在特定的时间和地点上。房地产泡沫没有全国性的泡沫。农村土地不值钱，那么多土地在那里。我们泡沫是没有瓶颈的，我们全国的平均价格是2700多，我们平均算起来房价上涨是13.6%，这是一个误导概念，因为这是一个全国平均价，没有意义。在农村盖一个房子可能很便宜，这个有没有人买？可能没有人买。但是在一个大城市，在上海来讲，一炒作，一万块钱马上就可以炒到一万二。因为房子永远是地点、地段的优势。所以房价来讲，它的泡沫是区域性的，或者是一个个大城市，或者是中等城市。如果这几个地方房价在高速增长那么泡沫出来了。比如说上海增长了21.6%，但肯定里面不是这样一个数据。还有北京的房价，去年是5000多，现在还是这些，其实我们现在这个地方的房价，去年可能是8千，现在已经涨到了1万2，一上涨就是50%。同样一个东西，同样地点，同样的东西，都是在翻倍的上涨，你说这个是不是泡沫？所以房价来讲，房地产泡沫永远是地点问题，不是全国性的问题。

主持人：各位网友我们今天邀请到了另外一位专家是洪曦先生。他在我国投资房地产经营领域有很多年的研究和实战经验。他来自被称为房价泡沫核心区的上海。洪先生，您对上海的房价有很多的研究，请您谈一谈对我们国家的房地产泡沫以及对上海房价的走势看法？

洪曦：外国直接投资推高上海房价

洪曦：我觉得上海房地产，以前被严重低估了。现在是充分的释放和补涨。它有没有泡沫呢？可能相比较其他国家，就是发达国家，也就是市场资源配置比较均衡的国家可能有一些泡沫。但是把中国看作一个封闭的资产区域来看，它的泡沫还是相对低的。比如说跟股市比较，或者是上海房地产市场跟别的城市房地产相比较。我一直谈房地产的资本密度问题。我认为所有的经济产出都是由三个基本的要素投入决定的，就是土地、资本还有劳动力。当一个区域的资本密度在提高，就是它的产业升级，包括FDI和外面资金和人群的涌入，实际上土地的供应量没有快速增加，那么土地价格必然上升。这个土地价格就是跟资本的一个比价。这个资本并不是热钱，并不是我们说的一些金融上的游资。我们简单做一个比喻。如果金融热钱进入中国的话，你可以认为是一个国际的活期存款。但是由于FDI，外国直接产业投资，可以认为这是长期定期的存款，就是资金完全归我们使用。也就是说，它不会暂时的撤出去。它肯定要买地，或者租地，搞厂房。这样的话，资金进来以后，和土地结合的时候是吸纳，一方面是劳动力吸纳。当然我们的人口众多，这个资源是非常充沛的。但是土地相比较而言在三种要素比较起来是稀缺的。我们说的均衡，比如说在经济学领域说的均衡是因为这三种要素非常市场化的，就是交易成本和费用都比较低的情况下，会达到比较合理的状况。我说上海，前三年北京的资本密度远不如上海。其实上海整个对于三大经济区来看，正在进行充分的补涨。

洪曦：有泡沫，但不意味着不涨

洪曦：第二我觉得它有泡沫，但是有泡沫不等于不涨。我们来分析一下这个泡沫怎么形成的？对于个人投资理财来说，我们知道回报率都是无风险收益加上风险贴水。我们现在的无风险收益是低于2%。我们这个参照物，指的是国债或者是定期存款。定期存款1.98，国债是在2.2左右。因为我们现在找不到一个比较安全的高于2的投资。在上海的房产已经变成了一个比较安全的投资领域。它的使用需求和投资需求这两个比较起来的话，投资需求占有很大的比例。因此它并不是一般意义上的纯粹的使用。因为我觉得上海房地产就象黄金，黄金本身也不能吃也不能用。它的使用价值是做首饰的，但是这个价格作为一种投资工具来用的时候，完全是用按照资本的偏好，资本通过对它的买卖进行标价。就是说上海房产在这种条件下，对房租比较麻木了。我前一段时间提出，如果房产收益不能达到5%的话，应该来说它就是有泡沫了。我指的5%，因为我们的贷款利率是5.04%，如果高于5.04%的话，就是借银行的钱投房产，这样的话资产回报率大于投资成本，这样的话就是正的。如果要是低于5%，而且还继续涨的话，那么我可以认为它就有泡沫。因为我们没有其他投资品种来替代，比如说，如果去年有足够的钱把A股的股票按指数都买了，一样是亏的。

洪曦：做多上海，做空北京

洪曦：其实现在在上海还没有出现能跟上海房产所抗衡的投资理财产品。因此，这个品种被钱围追堵截，就是价格的上升。假设说，海外市场对内开放了，这样的话就不投上海房产了，因为有期待。股票和黄金的投机性肯定大于上海房产。比如说上海房产，我认为中国的金融产品没有像中国大城市，像北京、上海、深圳的房产那样更有竞争力的了。股票有很大的道德风险，而买房产的一个好处就是没有道德风险。为什么三年来我让我的客户看空股市，因为股市制度是个腐朽的制度。我认为这个股市的制度是腐朽的，而房产不是。我买的是不动产，在里面没有任何的风险投资。当然我这个前提是因为我没有其他的选择。所以虽然上海的房产有泡沫，但是我没有选择。为什么宏观调控来了以后，我还会买。因为这个宏观调控主要是两个特点，一个是对土地的控制。第二是控制信贷。控制资金往房地产走，这就证明未来两年新房上市会大大的减少。现在做好了卖的都是两年以前的土地。如果要是土地收缩的话是对存量房最大的释放。我跟一些基金经理人进行辩论的时候我说，房地产不是没有泡沫。我反问对方，如果不买房产，你告诉我有什么比房地产更好的。他们没有说出来。我说一下北京，从资金密度来看的话，北京的特点是摊大饼，这样的话土地的供应量就大于上海。因为土地的供应量大，所以它的资本密度低于上海。

像北京的面积是上海的两倍，但只是差不多的。可能都是一千六百万到一千七百万的样子。所以人的密度，和人的GDP和人均的资本、产业，上海都是高于北京。所以上海的房产高于北京。我曾经在搜狐做过文章，我说做空北京，做多上海。如果这两个房产都跌的话，我只要取得这两个房产的差价，这就是投资收益。所以我觉得北京的房产上升的可能性在短期看不是很大。如果是上海的面积是北京1/2的话，我认为北京的产业投资是上海两倍的时候，才有可能对北京房地产的影响和上海房地产的影响差不多。

主持人：摩根斯坦利研究专家谢国忠也从国际资本流动角度来分析中国房价，他认为上海房价在一年之内就会大幅下跌。为什么您和他会得出相反的结论呢？

洪曦：他说的观点就是套利。比如说投资回报率已经低于海外。这样的话，这个资本就从上海撤出来。以前进入上海房产投资的时候，它已经获利，就是说现在可以抛出了，这个时候就会跌下来。他得出这个结论，前提条件是外资要撤。就是说以前是做多中国，现在是离开中国，平仓。在美国连续加息以后并没有对中国的FDI构成影响，而且FDI一样成长。我觉得，有几个基本的数据决定，一个是中国的劳动力非常的廉价，第二是中国社会经济制度仍然有改革的空间。我认为这个改革的空间很大。就是说它的效率如果提高的话，还会释放生产力。这对国外投资人还是非常有吸引力的。包括前两周，有一家中国银行到海外募集资金，非常的多。我认为这反映资本对中国的看法。我跟上海的投资人也讲，其实上海GDP上升和上海房价上升是一个事物的两个侧面。你不可能能够享受GTP高速增长的同时抱怨房价上升。因为房价是由资本说得算。我想说，外资对这个看好的话，它就涨。它肯定有泡沫，但是在现在这个情况下是合理选择。国外的一些专家说有泡沫，前提是资本要撤出。但前提是资本能够随便进出，在这种情况下，资本就会向优质的资源流出。如果不能自由流通的话，这个泡沫还可能持续，或者是放缓。因为上海的房价，前一段时间增长的比较快。今年增长的，我个人认为比政府报的还是要快。我五一的时候去看过，十一也看过，很多优质的楼盘已经涨价超过了15%。

网友：您认为上升的趋势在上海还会持续多长时间？

洪曦：资本流动不放开的话，我觉得这个房价很难下跌，或者是几乎不太可能下跌。因为这是一个博弈，没有选择的。

易宪容：中国房地产主要由中资推动

主持人：易老师也想跟您做一个交流。

易宪容：我有三个方面不太赞同您的观点。第一个，中国的房地产是否是由外资进来而快速增长的。不是。中国房地产的快速增长基本上是通过国有银行的贷款把这个产业作大的。第二，洪先生说，房地产目前来讲是一个无风险投资，我特别不赞同这个观点。为什么呢？房地产在价格上升的时候是没有多少风险的。而房地产不是就永远都会上涨，没有下跌的时候。我在香港亲身经历，我有几个朋友，我是97年到2000年到在香港，97年的时候，房价的泡沫开始破。当跌了很多的时候，应该进来买。所以在98年买房子，结果到了去年，还是又掉了近40%。一个8百万的房子就掉了3百万。1999年、2000年进来的人，也认为房地产市场已经跌到底了，可是这些人即使到现在，他们还是赔的。所以你说的房地产是无风险投资，我很不赞同这个观点。

易宪容：现金为王是当前百姓的合理策略

易宪容：第三个，你说房地产有泡沫，但是我们现在没有好的投资，是在无奈的情况下，只好买了房地产。一个很简单的道理，我们投资的目的是做什么？投资主要的一个问题，就是保值。如果是面临很大的风险，而且是收益率不高的情况下，我想投资者不必轻易进入这样的一些行业。纳斯达克网络泡沫破了以后，大家一直主张现金为王。现金独立性很大，而且安全。所以我在这三个方面不是很赞同您的观点。

洪曦：我没有说房地产是无风险投资。就是说房地产是有风险，而且是风险很高的，因为它的流动性比较差。我们知道，我们投资追求的是回报率、流动性和安全性。因为房地产的风险之一就是流动性差。上海房地产跟国外为什么不太一样？因为刚才易先生也说了，香港房地产爆跌的情况。我觉得香港是一个经济自由港，它的要素流动非常的通畅。也就是说在一个城市里面，如果它的资金可以随意进出的话，那么它的地产价格是可以波动的。但如果这个城市是封闭的，比如说资金只能往里进，不能往外出，如果在这种条件下，我认为这个地产价格跟投资的方向和经济要素的集中趋势是正相关的。目前上海，基本是这样。因为我们的资金几乎是往里进，不能往外出。比如说外资进来以后，即便是你的投资，你想拿回去的话，也有一个10%提前交的税收。反正就是设了一些障碍，我们也是欢迎FDI，但是这个游资不太可能进来。我觉得这是一个区别。第二，这个价格，因为大家经常谈到收入和房价的比，说上海这个收入和房产的比已经超出了1:12，国外是1:6。我觉得这两个环境完全不一样。在国外，人和资本都是自由流动。当人和资金往外出的时候这个房价就跌。当进的时候这个房价就涨。其实在上海，这个人口是一直增长。还有一个数据，在国外，比如说在纽约或者是在巴黎，他们认为是密度很高的区域，一平方公里是一万人。而上海一平方公里是11万人。我从来没有说上海的房地产市场一定会涨，不跌。4月底，我发表了一个文章，“如果加息，房产是可能下跌最慢的资产。”因为货币的价格是利率，而这几个资产价值是相通的。我原来是做套利的，我们做投资，就是看它有没有利益驱动，就是说这个资金怎么流，怎么分布。我去年年底说上海房地产如果涨，先遭殃的是股市。因为股市流动率最高，资金会抽出来进入房市。因为当利润提升的时候，是有传导效应的，它向各个方向抽的劲是一样的，但是它先抽股市，因为那里资金流动容易。

主持人：您能否定义一下，您所说的泡沫是什么含义？

洪曦：如果社会上存在一个平均收益率，比如说是5或者是6。如果投资回报率比这个低，而资产价格还在涨，这种情况下就是没有投资价值。没有投资价值的情况下，价格还上涨就是泡沫。中国的金融资产跟上海的房地产比较来说，仍然是金融资产的泡沫高于房地产。我的投资方策略就是跟随外资机构，因为他们有很大的研发团队。他买什么我就走在前面。我想说，我知道房地产市场也有风险，但是我没有选择。

主持人：我知道您本人也在做个人投资理财网，你也是组合投资的倡导者。在您个人的资产组合中，房地产大概占了一个什么比重？

洪曦：我占的比较高。我是坚决持有大中城市的优质房地产。我原来写了一篇文章，就是人民币升值与优质房地产膨胀。我们跟国外的一些房地产基金公司接触，他们都到上海整栋楼地投资。如果可能的话，要买境外的金融产品。中国的金融产品是一个区域的金融产品，它的风险在于政策，整个是封闭的。

主持人：谢国忠先生有一个观点，上海在一年之内会有比较大幅度的下跌。请问易先生怎么看？

易宪容：中国的房地产整个行业的投入，外资所占的比例不是很高。而FDI分布的所有行业，比如说有500多亿，但和我们的信贷资产相比是很小的。他们对大城市的影响不是很大。尤其是对北京的影响，微乎其微。

主持人：最后我们请两位专家分别就自己的观点，做一个简单的总结。

易宪容：我的一个基本观点是，中国的房地产早就存在着泡沫。从一个常识的东西来讲，中国大中型城市都是大工地，这些在世界历史，中国历史当中找不到这样的状况。第二，现在民众购房的预期，对房地产的预期比较高。但是它可能演变成当年的股灾，成为房地产市场最后一个接棒人。所以民众以及政府应该对这个市场给予更大的关注，要有相应的制度、方式进行调整。

洪曦：能量是守恒的。我认为中国的资产存在泡沫，这个泡沫在方方面面都存在。但是作为投资来说是一个博弈性的，就是找风险最低的。你现在拿现金每年是亏3%，因为你拿现金冒的是通货膨胀的危险。就是说你在任何地方都有风险的时候，我就找所有风险里面最小，最安全的，我认为就是优质的房产。

主持人：谢谢两位专家，今天和网友进行交流，各自发表了自己的观点。今天的聊天到此结束，谢谢大家！

（搜狐理财频道）

文章出处：[搜狐理财频道](#)

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

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