



您的位置：首页 - 文章选登

世界上没有只涨不落的房地产价格(刘霞辉；2月11日)

文章作者：刘霞辉

自1990年我国土地使用制度市场化以来，特别是近几年，我国房地产价格持续攀升特别是以上海为中心的长江中下游地区房地产价格上涨幅度为甚。房地产价格的大幅度上涨已经引起了各方关注，并引发了是否产生房地产价格泡沫的大讨论。国家还针对可能出现的房地产泡沫，从2005年年初开始，出台了一系列调控措施，以求稳定房地产价格。如何看待中国房地产价格变动及合理控制房地产价格的过度波动，从而使宏观经济保持稳定是一个需要研讨的课题。

从理论角度看，房地产价格的核心是土地价格。最古老且在生产理论中仍然使用的理论是，土地作为一种生产要素，其使用价格（地租）决定于其边际产出率，该理论认为土地服务本身不是最终的消费需求，而是向某些经济活动投入的要素。另一种理论认为，土地是有着时间价值的一种特定生产要素，与投入生产的资本和劳动力不同，在每一个地区土地是基本不变的供给要素，为了反映土地在其长期使用期间的价值，应该将其未来提供的产出包含在内（即贴现现值）而不单是当期边际产出。上述两种地价理论基本上排除了地价大幅波动的可能性，因为作为一种生产要素，其价格由其产出现值决定，在一般情况下土地边际产出较稳定，故地价不应暴涨暴落，当然房地产价格也应基本稳定。

但在现实世界中这一结果并不完全正确，许多发达国家和地区，如美国、日本、香港等，房地产价格在某一经济发展阶段经历过大幅波动的历史：美国经济学家的分析表明，在美国经济高速增长的19世纪，曾出现过土地价格的大幅波动，1870—1911年，土地价格上涨幅度达70%以上，房产价格也上升80%以上。更为我们熟知的日本，在20世纪80年代中后期到90年代初土地价格暴涨暴落，地价总值与名义GDP的比重在1969—1985年大致处于200%—300%的区间，1986年以后开始急剧上升，1987—1990年间突破400%，甚至高达550%，东京的商业用地价格上涨了3.4倍，住宅地价上涨了2.5倍；大阪商业用地上涨了3.9倍，住宅地价上涨了3倍；东京银座4丁目的地价暴涨到每坪（3.3平方米）12000万日元；日本的土地总值达到美国的2倍，东京千代田区的土地总值与加拿大相等。1991年之后地价总额占名义GDP之比持续下跌，在1997年为327%，回复到1985年左右的水平，1995年，东京和大板地区的土地价格降低到最高价的1/3以下水平。

所以，房地产价格的变动需要从更广泛的角度去理解。因为土地供给的数量基本固定，而土地的生产成本为零（因土地是自然形成的），则土地价格由对土地的需求所决定，并且，持有土地与持有易腐商品不同之处是它有时间价值，从而使土地的交易能产生收益（相当于一种生息资产）。所以，土地价格从更为一般的资产角度来看是合理的。依资产定价的无套利规则，土地收益将由其边际产出率（使用收益）或贴现现值和附带风险的交易收益（预期价格上涨）共同决定，这种交易收益在预期土地供应紧张时会很大。美国历史上土地价格的波动可用该理论得以解释，因为当时美国处于一个相对封闭的经济环境。但若将该理论直接用于解释日本和目前中国的土地价格变化，则并非完全合理，原因是这两个国家处于更开放的环境。除了土地实际需求增加的原因外，货币的升值预期也是重要因素，而且可能是短期土地价格上涨的主要因素。在金融业日益自由化、全球化的今天，各类资本在寻求一个全球组合的综合资产收益。据世界银行统计，2001年全球直接投资存量为6.15万亿美元，全球证券组合投资存量则高达12.55万亿美元。对一个高增长区域而言，自然是资本汇集之地，而这些地区的土地交易收益因有货币的升值预期得以提高。

中国目前房地产价格的持续上涨，并非某一个因素，而是几个因素共同作用的结果。在中国特定的土地政策条件下，土地商业开发权的初次获得是通过公开拍卖国家土地，其后的转让和开发是市场化的。国家土地公开拍卖价格基本上体现了土地的贴现现值，土地的开发转让则体现了交易价值。

先看土地价格变化问题。因现阶段我国城市化进程加快，土地的短期供给在一些地区相对不足，使得国家土地公开拍卖价格上涨，其结果是当期土地价格越高，房地产价格也越高。以此为借口，有些房地产商宣称土地价格还会涨（因供应越来越少），自然是房地产价格下不来。

从自然属性看，土地是不可再生、不能增长、不可移动的资源。但人类开发土地的长期历史证明，土地使用效率不断提高，房地产开发的效率也在提高，如由过去盖平房向更高的楼层发展、填海造地等，土地紧张地区如日本和我国香港地区都顺利解决了土地短缺问题。由此可见，土地约束并不成为房地产价格上涨的必然因素，因为随土地使用效率提高，土地供应可以认为是无限的。反过来，各国的人口增长到某一水平后，都会进入一个稳定状态，人口总量大致维持在一个相对不变的水平，从这一角度考虑，土地与人口增长之间可以维持一个合理的关系，不可能存在土地供应不足的问题。如北京市土地管理部门多次公开宣称，北京市的土地有足够的供应量，而且这几年土地供应与需求之间已经出现了需求不足的现象，这也说明土地供给没有出现短缺。所以，有人宣称，土地将出现长期短缺并由此导致房地产价格的长期攀升是完全没有道理的。

当然，我们也应看到，有些地区因为地方政府想从土地市场得到更多的收益，将土地价格人为抬升，从而导致房地产价格的上涨，这种现象也是存在的。其原因是这些地区财政相对比较紧张，政府收入渠道有限，所以地方政府想趁城市化之机，通过土地出让得到更多的财政收入，但这不是房地产价格上涨的主因更非全部。近几年我国土地交易价格指数表明，我国居民住宅用地的价格指数由2001年到2004年只上升5%，而这几年的房地产价格年上升率都超过10%，土地价格的作用力不大。由此，我个人认为，近几年我国大部分地区房地产价格的攀升，土地价格上涨只是一个因素，更重要的原因还在于，房地产交易产生的收益较高，有人人为炒高了房地产价格。

再看房地产的交易收益问题。理论上，房地产交易收益并不是没有衡量标准，因为投资者在进行资产组合时必然要比较不同资产的收益和风险，封闭经济环境下一个可资比较的标准是存款与贷款利率及房租。理性购房者，会比较房价、房租和存、贷款利率来做购房决策。如果按一些房地产商的说法，房价还会再涨，若存、贷款利率不变，房租也应相应提高，这只有假设投资者都不理性才行。因为，在房租已不够弥补购房利息损失时，如果预期房租和存、贷款利率都不变，则房地产交易收益提高只能来自纯交易泡沫或本币升值预期。

对于一个完全封闭的国内资产市场而言，汇率不应应对资产价格产生影响，这是资产价格无套利条件的体现。但是，如果一国的货币有

升值预期，而境外资金又有渠道进入，则该国房地产价格也会涨。在中国，房地产价格的形成中纳入汇率变动则应是一种市场套利行为，因为资本市场将放未放，国外游资能通过非法渠道部分进入房地产市场，这些资金能获得中国特殊市场环境的超额收益（人民币升值）。国外游资的进入使中国房地产定价机制发生变化，国内投资者就有可能把房地产价格推得更高，因为他们的风险要小于国外游资，这时房地产投资是在开放条件下投资者赚取人民币升值所带来的收益的一种方式众所周知，用预期人民币升值作为房地产定价体系是不稳定的，其中夹有泡沫，因为一旦人民币不升值或升值利益小，则房地产定价则回归原体系，价格会暴跌。我个人认为，房地产交易收益这几年的上涨与预期人民币升值有很大关系。人民币升值预期会导致房地产价格上涨，而且可能产生房地产泡沫，这种可能性又因为中国资本市场没有放开使投资者有套利机会而更显复杂。

房地产价格的过度波动，不但会损害广大消费者的利益，而且对宏观经济稳定构成威胁。以上分析表明，近几年，我国部分地区房地产价格的持续攀升并非正常供求失衡所引起，泡沫的成份是存在的。泡沫主要来自人民币升值预期和人为制造土地短缺假象，误导消费者进入非理性购房状况。当然，银行对房贷监管不严和某些地方政府炒高土地价格的行为进一步助长了泡沫的扩大。为阻止房地产价格的泡沫扩大，政府可以采取的措施有：压缩房地产的交易收益，打击交易欺诈，提高市场透明度；如果我们在短期内不能完全放开资本项目，政府应严格监控国外资本投资中国房地产；拍卖国家土地价格应相对稳定，特别是一般住宅用地要维持一个合理价位；中央政府可以考虑将大中城市的储备国有土地做成综合的地产指数债券出售以合理抑制房地产价格过度波动。

文章出处：《经济参考报》

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

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