



No. C2004001

2004-3

融资、地价与楼盘价格趋势

平新乔 陈敏彦

北京大学中国经济研究中心

香江国际发展有限公司

No. C2004001

2004年3月23日

融资、地价与楼盘价格趋势^a

平新乔* 陈敏彦**

论文摘要： 本文运用中国《房地产开发统计年报》（1999年—2002年）所提供的35个大城市的面板数据，对政府（地方政府）控制的地价、信贷与经济适用房优惠政策这三个变量对于中国房地产业的投资、销售价、销量与土地购置价所产生的效应，作了一个实证分析，分析结果显示：中国房地产开发商在低地价与高房价之间，目前更在乎土地的廉价获取，他们对低廉地价的获取动力超过对高房价追求动力的两倍之上；“经济适用房”开发与土地截留已经成了中国房地产开发商从政府手中获取廉价土地的两个基本手段。政府支持的银行信贷，无论对房地产投资，还是对房价上升，还是对土地价格上涨，与房屋销量，都具有正向推动作用，外资进入是近三年来房地产投资扩张的一个显著推动因素。如要对房地产业适当缩水，除了信贷政策的适当调整以外，也需要从产品质量与产品结构上作相应调整。

关键词： 资金来源 土地价格 空置率

* 平新乔 北京大学中国经济研究中心，电话：62754798，E-mail: xqping@ccer.pku.edu.cn

** 陈敏彦 香江国际发展有限公司 电话：65071122-386

a 在本文的研究过程中，郝朝艳和翁翕同学提供了许多帮助，作者深表感谢。当然，文责自负。

融资、地价与楼盘价格趋势^a

一． 导言

中国房地产开发热潮实际上是在近 5 年内形成的。从 1999 年以来，整个房地产开发完成的投资额每年以 1000 亿元以上的幅度递增着，从 1999 年的 4103 亿元，迅速攀升至 2003 年的 10323 亿元。其中仅 2003 年就比 2002 年的房地产投资完成额增加 2300 亿元。这个递增幅度，相当于 1993 年—1994 年的房地产投资的整个规模。目前，年均 1 万亿元以上的房地产投资盘子，实际上已相当于中国股市的投资规模。

这么大的投资规模，其背后必定存在动力。这里大体存在两方面的推动力：一是资金注入的推动力，二是房地产开发商利润追求的驱动力。关于资金注入的推动力，我们关心的是银行资金、房地产开发商自有资金，以及外资注入，分别在过去 5 年的房地产投资热中起了什么样的作用？而关于房地产开发商追求利润的动力机制的形成，主要取决于三个变量：地价、楼盘价与售房面临的市场需求。地价是房地产开发商的最基本的成本要素，在过去 5 年中，中国的地价如按土地购置单价（元/平方米）度量，上升得并不快，且总的说来是处于 400—500 元（每平方米）的低价位上，相当于建安成本（也按每平方米计价）（1100 元/每平方米）的 40%左右。而另一方面，楼盘的均价在 1998 年以来上升了 10%左右，2001 年达到 2250 元/平方米。这也就是说，房地产开发商的利润空间在 600 元/平方米以上。从房屋销售趋势看，1998 年至 2001 年，年销售面积已从 14557 万平方米增至 26808 平方米，每年增长率在 20%以上。

其实，无论对房地产业的资金注入，还是决定房地产商赢利空间的三个变量（地价、楼盘价与售房面积），背后都站着政府。中国政府，尤其是地方各级政府，通过三个主要政策工具，即土地价格的决定、银行资金的供应，以及与“经济适用房”开发相关的“优惠”政策在直接或间接地推动着房地产市场中的供给、价格与市场。土地价格的决定，事实上是房地产开发商与政府之间谈判、交易的结果；而银行资金注入房地产业，是离不开各级政府发改委的批件的；至于鼓励

“经济适用房”开发，其给予房地产开发商的优惠，可能主要体现在低廉又地段不错的土地资源供应与配套的银行贷款上。因此，政府批地卖地、供应银行资金与“经济适用房”开发，三者之间可能是存在着内在联系的：房地产开发商以承诺开发“经济适用房”为条件，可以获取低廉的土地与所需的银行信贷。至于政府规定的经济适用房开发的利润率不能超过 3%这一规制准则，在实践中是无法有效检查落实的。要研究 1998 年以来 5 年中中国经历的房地产热，研究房地产业中的融资、地价与楼盘价格趋势，必须把政府的作用放进分析框架中去。

二．文献综述

我们主要关注日本与美国的房地产金融与楼盘价格趋势。

H. Saito (2003 年) 曾对日本与美国的房地产融资结构、地价与楼盘价在过去 20 年中的趋势作了一个比较分析。他发现，无论是地价，还是楼盘价，日本都远远高于美国。比如，上世纪 90 年代，东京最昂贵的地价达到过 20000 美元/平方英尺，这相当于纽约最昂贵地段的价格 3500 美元/平方英尺的 6 倍。现在，东京一套公寓的平均售价，仍在 540 美元/平方英尺的价位上，而在上世纪 90 年代最高峰时，这个价格曾达到过 1200 美元/平方英尺。

Saito 指出，在过去 10 年多里，日本经历了房地产泡沫的破灭过程。而关于导致日本房地产泡沫的原因，Saito 分析了三个方面：第一，从文化心理上说，日本人对房地产盲目持有一种“土地迷信”，认为无论如何，地价只会涨不会跌。这种根植于日本民众心理深处的信念直接导致了日本房地产供应一直处于短缺的局面，使楼盘价格在长时期内居高不下。

第二，糟糕的货币政策。1985 年 9 月 22 日，日元对美元升值了 38%，这给日本制造业的出口带来了极大的负面效应；为了激励日本国内经济，日本银行便降低了利率，从 5%降为 2.5%。于是，银行资金便以低利息为条件大大涌入房地产产业。

产生房地产泡沫的第三个原因是日本房地产产业自身在金融上缺乏纪律。银行、保险公司、与大量非银行金融机构在上世纪 80—90 年代纷纷涌入房地产业，

建筑业也向土地大量投资，非银机构成了银行资金的输钱暗线，即使房地产开发项目并不达到融资准则，也照样可以获得银行资金。这一切，都埋下了房地产信贷中的不良资产的祸根。

Saito 对日本房地产泡沫成因的三点分析，对我们透视中国房地产业中的融资、地价与楼盘价格趋势中的问题，具有相当的警示作用。

再看美国政府是如何干预房地产开发的？根据 C. J. Mayer 与 C. T. Somerville (2000 年) 的分析，美国政府，主要是州以下的地方政府（市、县），对房地产开发项目的干预，主要通过两种形式：一是要求各类房地产开发商向政府缴纳各种费。据 1993 年的一项抽样调查，在上世纪 80 年代中期，大约 60% 的地方政府都向房地产开发商征收过“开发费”。到 90 年代，这类开发费的收缴率已经相当高，对一处价值 28 万美元的房产，房地产开发商就会向地方政府缴纳 2.1 万美元左右的“开发费”。

美国地方政府对房地产开发项目的另一种干预手段是项目审批以及由此产生的项目搁置与延缓。Mayer 与 Somerville 指出，一般说来，房地产开发商在项目开工前，要经历两轮谈判，首先是项目报地方政府有关司局审批，政府主要按地区发展与环保要求为准则来决定是否通过该项目；其次是房地产开发商与大量的当地居民（尤其是拆迁户）之间一对一的艰苦谈判。

Mayer 与 Somerville 以 1985 年至 1986 年 44 个美国城市的房地产开发项目的 Panel 数据为基础，建立了一个关于房地产开发的供应函数，并估算了政府上述两种干预方式对于美国房地产价格、成本、利润的效应。他们的主要发现是，地方政府开征的房地产“开发费”对房地产供给曲线的效应并不重要，重要的倒在于政府对房地产项目的审批所导致的拖延。

Chang-Tai Hsieh 与 Enrico Moretti (2003 年) 对美国房地产业的售楼服务业的效益作了一个精致的实证分析。他们的分析的独特之处在于，考察了房地产业中的特殊的产业结构（垄断、寡头或竞争）对于效率的影响。其实证分析的结论是，房地产业可能不宜于过分强调自由进入。过分强调竞争，导致售楼服务的高回扣被更多的机构稀释，倒反而会导致社会整体福利的降低。

综上所述，Saito、Mayer-Somerville、Hsieh-Moretti 的三个分析，分别提供了关于房地产泡沫与融资，政府干预与楼盘价，以及房地产业市场结构与效率等三个侧面的分析。在中国，我们同样需研究房地产融资与投资热潮之间的关系，需分析政府干预对楼盘价格趋势的影响，需深入剖析房地产业的市场结构极其效应。不过，与上面三篇论文的分析有别的是，在我们的研究中，政府是土地价格、楼盘价格与房地产供应等经济现象的后台。因此，中国房地产发展中存在的问题，在相当程度上反映的是政府政策上存在的问题。

本文依据中国国家统计局编制的《房地产开发统计年报》(1999—2002年)，建立了关于中国房地产业融资、地价、楼盘价的一个数据库，并以此为基数，实证考察了政府在房地产融资、地价决定与楼盘价格趋势变化过程中的作用及其效应。

三． 理论假说

房地产开发商的供给行为包括投资、成本、销楼、定价与空闲率等若干个方面。这里，我们从六个方面分析房地产开发商的供给行为，并提出相关的备检假说。

3.1. 投资行为

在市场环境中，房地产开发商的供给行为最早表现为项目启动，这可以用当年完成的房地产开放投资额来度量。

对于以投资完成额表现的供给行为，最基本的决定变量应是楼房售价与土地成本价（即土地购置费），前者是基本的产出价格，后者则是主要投入品价格。按经济学的基本理论，应该有以下假说：

假说 1：房地产投资完成额与楼盘售价成正向变动，而与土地购置价成反向变动。

资金供应与存货积压状态同样会影响厂商的供应行为。资金供应增加会使供

给曲线向右移动，而存货上升（房屋面积空闲率上升）会从负面对企业投资产生效应。于是，我们有：

假说 2：房地产投资完成额与资金（包括银行资金与企业自有资金）供应成正向变动，而与房屋空闲率成反向变动。

3.2. 楼盘—价格趋势

在房地产厂商的供给函数中，决定价格的基本变量是成本，由于成本主要表现为土地购置成本与建安成本，又由于“投资额”实质上可以看成是投入成本，因此，我们可以提出如下假说：

假说 3：土地价格与投资额会推动楼盘售价上升。

房地产业是一个垄断性较强的行业，而垄断本身又会抬高楼盘售价；而融资增加，尤其是银行资金的进入，会推动楼盘价格上扬。因此，我们有：

假说 4：垄断程度上升会提高楼盘价位；银行注资会推动房产价格上升。

3.3. 地价决定

现在讨论作为房地产开发商的主要投入品价格——土地价格的决定。在中国，由于土地价格是在房地产商与政府双头之间的博弈或合谋中决定的，一般来说，房地产商有两个武器可以使用：一是用“经济适用房项目”的承诺作为条件向政府要求低廉的土地资源；二是设法进行土地囤积，多购置，部分开发，将截留土地作为后盾在与政府计价还价的过程中处于较为有利的地位。由此，我们有：

假说 5：经济适用房在房地产厂商完成的房屋面积中比重越高，则土地购置价越低；房地产厂商手中截留的土地越多，则土地购置价便越低。

同时，土地价位也与对房地产业的资金注入有关。根据日本房地产业泡沫的经历，我们可以提出：

假说 6：对房地产业的资金注入会推动土地价格上升。

3.4. 楼盘销售量

在向上倾斜的供给曲线中，销量与价格应当同向。除此以外，还有诸多因素可以使供应曲线向左或向右移动，一般地，我们有：

假说 7：

- 银行资金注入会使房地产供应曲线右移，从而增加楼房供应量；
- 商品质量提高会增加成本，同时，质量又是刻画“垄断性”的一个指标，所以，质量上升会使供应曲线左移，从而减少楼房供应量。
- 存货增加会使现房供给曲线右移，从而提高楼房供应量。

3.5. 期房销售量的决定

期房，即预售房，是房地产开发商的又一类供给。如果期房的供应行为与现房的供应行为是同向的，则导致现房供应曲线左右移动的经济变量应引起期房供应曲线同样的左右移动。据此，我们提出以下假说：

假说 8：如果期房售量与现房售量是同向变化的，那么，银行注资会使期房供应曲线右移，使期房供应量上升；质量提高会使期房供应曲线左移，导致期房供应量下降；政府干预会增加交易成本，使供应曲线左移，导致期房供应量下降；而存货（房屋空闲率）上升会导致期房供应曲线右移，使期房供应量增加。

3.6. 空闲率的决定

房产产业的过剩程度一般用“空闲率”来度量。空闲程度高，也许是由于价位太高，也许是由于市场缺乏竞争，即垄断使供给无法适应市场需求的变化；也许是由于产品结构不合理。因此，我们提出假说 9：

假说 9：· 房屋高价会与空闲率同向变化；

· 垄断程度会与空闲率同向变化；

· 空闲率是楼盘结构不合理的反映。

在以下的分析中，我们构造了关于投资、楼盘价、地价、房屋销量、期房销量、空闲率等六个模型，对上述 9 个假说进行实证检验。

四. 数据与变量

4.1. 数据

本文的数据全部取之于中国国家统计局编制的《房地产开发统计年报》（1999—2002 年）。该年报收集了全国 31 个省市的房地产开发商的投资、施工面积、

土地购置、售价、开商个数与级别、资本、融资来源与规模、期房、房屋出租等指标数据，并且收集了 35 个中国大城市相应的上述数据。由于大城市是近 5 年来房地产开发热的主要区域，本研究就以 35 个大城市为基本观察单位，建立了从 1998 年至 2001 年时间长度为 4 年的 Panel 数据。

由于统计指标是逐年完善的，因此，1998 年的年报中包含的统计指标最少。当我们建立平衡的 Panel 数据时，只好舍去 1998 年的数据。又因为有一个城市缺少 1999 年数据，所以，最后我们的 Panel 数据只会含 $(35 \times 3 - 1) = 104$ 个观察值。

4.2. 变量

表 4.1 给出了变量的名称、英文标识与经济定义以及数学定义。表 4.2 则给出若干个主要变量的基本统计值。它表明，第一，从 1999 年至 2001 年 3 年间里，房地产开发商每年会截留大约 30% 的土地，这样，三年下来，房地产高手中累计的截留土地规模就相当于一年中从政府那里买来的土地量！第二，垄断程度（mono）的度量是相当于一级开发商个数占企业个数的比重，表 4.2 显示，过去 3 年中大约占 2% 的大开发商大约占了全部房地产投资的 10%。这说明房地产业的垄断程度不低。第三，从资金来源看，银行资金大约占房地产资金来源的 22%，而自有资金则占 30%，不过由于其它资金（表 4.2 中并未列出）约占 30% 左右，又由于“其它资金”实质上是通过非银行金融机构转化而来的银行资金，因此，可以推断，在房地产业中，直接与间接的银行资金占到 52% 左右。第四，空闲率平均达到 38% 左右，这说明目前房地产业的积压程度相当高，其空闲面积在 2001 年达 13156 万平方米。按 2500 元/m² 计算，这大约积压了资金 3300 亿元。

表 4.1： 变量名称与定义

名称	标识	单位	定义
投资	inv	万元	ln (投资额)
房价	price	元/m ²	ln (房价)
地价	pri_l	元/m ²	土地购置价 = $\frac{\text{土地购置费}}{\text{土地购置面积}}$
房屋销售面积	sale	m ²	ln (销售面积)
银行资金	loan	万元	ln (银行资金)
银行资金占全部 资金比重	loan_r	%	自明
外资占全部资金 比重	forei	%	自明
有有资金	self	万元	ln (自有资金)
自有资金占全部 资金比重	sel	%	自明
空闲率	rvac	%	空置一年以上的房屋所占比重
经济适用房比率	eco	%	自明
截留土地率	rest_l	%	$\frac{(\text{本年购置土地}) - (\text{土地开发土地})}{\text{本年购置土地}}$
高档别墅房比率	high	%	自明
商业用房比率	busi	%	自明
期房中高当档房 比率	high_pr	%	自明
期房中商业用房 比率	busi_pr	%	自明
期房中经济适用 房比率	eco_pr	%	自明
垄断程度	Mono	%	$\frac{(\text{一级开发企业个数})}{(\text{开发企业个数})}$
质量	quality	%	$\frac{(\text{一级投资规模})}{(\text{投资总规模})}$

表 4.2： 主要变量的统计值

量名称	记法	N	均 值	标准差	最大值	最小值
截留土地率	(rest_l)	104	0.2996305	0.5932486	-3.4195816	1.0000000
垄断程度	(mono)	104	0.0224561	0.0229668	0	0.1577465
高档房比率	(high)	104	0.0592053	0.0687460	0	0.4483475
期房里高档房比率	(high_pr)	104	0.0675118	0.0844953	0	0.4590825
商业房比率	(busi)	104	0.0631587	0.0377463	0.0054180	0.2320100
期房里商业房率	(busi_pr)	104	0.0650346	0.0610863	0	0.4467676
银行资金比率	(loan_r)	104	0.2182526	0.0620600	0.0628468	0.3565411
外资比率	(forei)	104	0.0177466	0.0240367	0	0.1549772
自有资金率	(sel)	104	0.3075562	0.1061893	0.1356170	0.6975851
空闲率	(rvac)	104	37.9278846	16.8785695	0	81.7000000
经济适用房率	(eco)	104	0.2027803	0.1753997	0	0.7900152
期房里经济适用房比率	(eco_pr)	104	0.1832987	0.2227283	0	0.9498104
用房比率						

五．计量结果

我们按一维随机效应模型对前述 Panel 数据进行计量分析 ,分别得到下列结果：

5.1. 投资量的决定

表 5.1 列出了关于房地产业开发商的投资行为的计量结果。

表 5.1： 投资行为

因变量： Ln(投资量)

变量	系数估计值	t-值
截距	- 351.0*** (37.29)	- 9.41
年份(year)	0.1797*** (0.0190)	9.44
房价(price)	0.6367*** (0.1978)	3.22
空闲率(rvac)	- 0.0019 (0.0016)	- 1.15
银行资金比率(loan_r)	0.3290 (0.3505)	0.94
外资比率(forei)	1.4699* (0.8789)	1.67
地价(pri_l)	- 1.4349** (0.7016)	- 2.05
R ² =0.7422, Hausman 值=13.35		

*表示 10%水平上显著；**表示 5%水平上显著；***表示 1%水平上显著。

(括号中的数字表示标准差)。

如表 5.1 所示，房地产商的投资（供给）量对房产价的供给弹性为正，弹性值为 0.6367，且在 1%的水平上显著。投资对土地（要素）价格的弹性为负，且绝对值大于 1，为 1.4349，在 1%水平上显著。这说明，对中国的房地厂开发商来说，争取低廉的土地资源的动力会高过争取更高的楼盘价格的动力，前者的动力超过后者的动力两倍还多！假说 1 完全得到证实。

再看资金供给对房地产投资的效应，银行资金占资金比率对投资的推动作用并不显著，而外资比率对投资的推动作用在 10%水平上显著。这意味着，在近 3

年的房地产热中，增量的投资中可能是外资在推动！假说 2 局部获得支持。

“年份”(year)这一变量在 Panel 模型中是有经济含义的，“年份”前系数估计值为 0.1797 表示中国房地产投资额每年大约递增 17.97%。而扣除这 17.97% 的“自然增长率”之后，房价上升与土地价格下降还会对投资发生显著的推动作用！

5.2. 房价决定

表 5.2 说明，4 个解释变量都显著地对楼盘价格发生效应：银行资金上升 1 个百分点，楼盘价会上扬 0.5 个百分点。如果过去 3 年中银行资金注入房地产业的总额上升 20%个百分点，则仅此一项就足以说明房价在过去三年中上涨 10%。

土地价格每上升 1 个百分点，楼盘价格会上升 0.78 个百分点，且这在 5%的水平上显著。而投资额作为成本的代表，更是显著地推动着房价。此外，房地产

表 5.2： 房价决定
因变量：ln(房价)

变量	系数估计值	t-值
截距	4.6523*** (0.3187)	14.60
地价(pri_l)	0.7850** (0.3749)	2.09
信贷(loan)	0.04986* (0.0309)	1.61
投资额(inv)	0.1764*** (0.0417)	4.23
垄断程度(mono)	1.8268*** (0.6350)	2.88
R ² =0.5651, Hausman 值=13.54		

*表示在 10%水平上显著；**表示在 5%水平上显著；***表示在 1%水平上显著。

(括号中的数字表示标准差)

业的产业结构也是促使房价上升的一个显著变量，且在 1%水平上显著。因此，假说 3 与假说 4 完全得到证实。

5.3. 地价决定

表 5.3 给出了土地购置价 (pri_l) 的决定方程。假说 5 得到了计量结果的支持：如果房地产开发商将“经济适用房”的比率提高 1 个百分点，则他便可以用低 0.03 个百分点的优惠价从政府那里买到土地！并且这种联系在 10%的水平上显著。另一方面，房地产商又可以利用自己囤积的土地与政府讨价还价，囤积土地率上升一个百分点，可使地价下调 0.008 个百分点。这在 2%的水平上显著。统计结果表明，房地产商一手发展“经济适用房”，一手囤积土地，可以使自己的赢利空间上升。因此，假说 5 得到了验证。

有意思的是，资金来源的四个变量 ($loan$, $loan_r$, $self$, sel) 对地价趋势的效应有正有负，但这些效应在统计上全部通过显著性检验。其中，银行资金绝对额 ($loan$) 与自有资金相对比率 ($self$) 对土地购置价的作用都为正，但银行资金相对比率 ($loan_r$) 与自有资金绝对额对地价的作用为负。这也许意味着，银行资金相对比率高就包含了自有资金相对比率低的情形，而这样的企业往往是与政府关系较为密切的企业，容易从政府那里获得较便宜的土地。而银行资金绝对量变大（自有资金绝对量变小）的企业则往往是开发昂贵地价的开发商，这样的企业所付出的地价平均会高一些。因此，假说 6 只是部分获得计量结果支持。

表 5.3 在： 地价决定
(因变量： $\ln(\text{土地价})$)

变量	系数估计值	t-值
截距	0.0657 (0.0831)	0.79
经济适用房比率(eco)	- 0.036* (0.0215)	- 1.68
截留土地比率(rest_l)	- 0.0087** (0.0038)	- 2.25
银行信贷(loan)	0.0744*** (0.0262)	2.84
银行资金比率(loan_r)	- 0.4183*** (0.1473)	- 2.84
自有资金(self)	- 0.0527** (0.0261)	- 2.02
自有资金率(sel)	0.2057** (0.0899)	2.29
楼盘销量(sale)	- 0.01456 (0.0108)	- 1.34
R ² =0.2065, Hausman 值=12.27		

*表示在 10%水平上显著；**表示在 5%水平上显著；***表示在 1%水平上显著。

(括号中的数字表示标准差)

5.4. 楼盘销量

表 5.4 显示，楼盘供给函数是一条向上升的曲线，供给的价格弹性为 0.5，供给的信贷弹性为 0.43，而从显著性上看，信贷对房地产供给的推动效应更为显著。

质量 (quality)、经济适用房比率 (eco) 与高档别墅房比率 (high) 的上升，对楼盘销量的作用并不显著，但系数符号都为负。这说明，这三个变量确实增加了房地产开发房的经营成本或交易成本，从而可能使供应曲线左移。

这样看来，假说 7 只是局部获得支持。

表 5.4： 房屋销量

因变量：ln (销量)

变量	系数估计值	t-值
截距	5.5168*** (1.6911)	3.26
价格(price)	0.5003** (0.265)	1.89
信贷(loan)	0.4279*** (0.667)	6.41
质量(quality)	- 0.8012 (0.539)	- 1.49
经济适用房比率(eco)	- 0.0706 (0.2630)	- 0.27
高档房比率(high)	- 0.4843 (0.5278)	- 0.92
商业用房比率(busi)	1.1239 (0.7858)	1.43
空闲率(rvac)	0.0026 (0.0024)	1.07
R ² =0.5464, Hausman 值=15.36		

*表示在 10%水平上显著；**表示在 5%水平上显著；***表示在 1%水平上显著。

(括号中的数字表示标准差)

5.5. 期房供给决定

从表 5.5 里可以读出，期房是与现房的销售量正相关的，因此，对现房供应产生效应的经济变量也对期房供应发生大致同样的效应：银行信贷是推动期房销量的显著变量，销量对信贷的弹性为 0.53，且在 1%水平上显著。空闲率会使期房供应曲线右移，效应虽不强，只在 10%水平上显著，但这还是说明，如一个城市有大量的置房，会降低期房的交易价格。

表 5.5： 期房供应
因变量：ln（期房供应量）

变量	系数估计值	t-值
截距	3.2530 (2.6901)	1.21
价格(price)	- 0.4199 (0.3764)	- 1.12
信贷(loan)	0.5313*** (0.1595)	3.37
期房中商业用房比率 (busi_pr)	- 2.7762*** (1.0032)	- 2.77
期房中经济适用房比率(eco_pr)	- 0.7612** (0.3236)	- 2.35
现房售量(sale)	0.4918*** (0.1839)	2.67
空闲率(rvac)	0.0080* (0.0045)	1.80
R ² =0.6491, Hausman 值=4.81		

*表示在 10%水平上显著；**表示在 5%水平上显著；***表示在 1%水平上显著。

(括号中的数字表示标准差)。

经济适用房比率上升，或者商业用房比率上升，这都会提高房地产开发房的经营成本与交易成本，使供应曲线左移，从而对期房成交量产生显著的负面效应。

这样，我们的假说 8 大致成立。

5.6. 空闲率的决定

最后来看房屋空闲率，从表 5.6 中可以读出，房地产产品积压的原因大致有三：一是价格。价格每上升 1%，会使房子空闲率增 1.46 个百分点，且这种效应

最为显著。二是产质量。一级开发公司所占的投资额的比例上升 1 个百分点，会抬高整个房地产业的空间率下降 1.267 个百分点，从统计上看，这也通过了显著性检验。三是产品结构方面的原因。从表 5.6 中显而易见，如提高经济适用房比率，空闲率可能会下降；反之，若提高高档房与商业用房比率，则空闲率会有所上升。

可见，我们的假说 9 基本上得到了肯定的检验。

表 5.6 在： 空闲率的产生原因
(因变量：空闲率)

变量	系数估计值	t-值
截距	2.7263 (2.2862)	1.19
价格(price)	1.4605*** (0.2923)	5.00
期房里的高档房比率(high_pr)	0.1547 (0.457)	0.34
期房里经济适用房比率(eco_pr)	- 0.3427 (0.2185)	- 1.57
质量 (quality)	- 1.2668* (0.7837)	- 1.62
期房中商业用房比率 (busi_pr)	1.0801* (0.5955)	1.81
R ² =0.3147, Hausman 值=4.44		

*表示在 10%水平上显著；**表示在 5%水平上显著；***表示在 1%水平上显著。

(括号中的数字表示标准差)

六．总 结

我们运用中国《房地产开发统计年报》（1999年—2002年）所提供的35个大城市的面板数据，对政府（地方政府）控制的地价、信贷与经济适用房优惠政策这三个变量对于中国房地产业的投资、销售价、销量与土地购置价所产生的效应，作了一个实证分析，分析结果显示：

1、中国房地产开发商在低地价与高房价之间，目前更在乎土地的廉价获取，他们对低廉地价的获取动力超过对高房价追求动力的两倍之上；

2、“经济适用房”开发与土地截留已经成了中国房地产开发商从政府手中获取廉价土地的两个基本手段。提高经济适用房比率1个百分点，可使土地采置价降低0.03个百分点；而提高土地截留比率一个百分点，又可以使土地降价0.008个百分点。

3、目前房地产开发商手中截留的土地可能相当于其一年的土地购置量。

4、政府支持的银行信贷，无论对房地产投资，还是对房价上升，还是对土地价格上扬，与房屋销量，都具有正向推动作用，房地产供应对信贷的弹性大致为0.5。

5、外资进入是近三年来房地产投资扩张的一个显著推动因素。并且，房地产投资对外资注入的膨胀系数为1.5左右。

6、目前房地产业中与滞销和空闲率相联系的泡沫，有三个根由。其中价位高是最突出的原因；而产品质量与产品结构不合理，也是导致空闲率（近40%）的原因。因此，如要对房地产业适当缩水，除了信贷政策的适当调整以外，也需要从产品质量与产品结构上作相应调整。

7、决定楼盘价位的基本因素是两个：一是土地购置价，二是信贷注入。但地价对房价的边际效应（0.78）远大于信贷注入对房价的边际效应（0.05）。今后若干年，如政府收缩土地供应，或提高土地价格，在这样的条件下，即使信贷对房地产作适当收缩，房价仍会由于土地购置价的逐步上升而所上升。

参考文献

- (1) Altshuler, A.A., Gomez-Ibanez, J.A., 1993. Regulation for Revenue: The Political Economy of Land Use Exactions. Brookings Institute, Washington, DC.
- (2) Arnold, Michael A. "The Principal-Agent Relationship in Real Estate Brokerage Services." American Real Estate and Urban Econ. Assoc. J. 20(Spring 1992):89-106.
- (3) Berry, Steven T., and Waldfoegel, Joel. "Free Entry and Social Inefficiency in Radio Broadcasting." Rand J. Econ. 30(autumn 1999):397-420.
- (4) Christopher J. Mayer, C. Tsurriel Somerville, "Land use regulation and new construction", Regional Science and Urban Economics 30(2000)639-662.
- (5) Chang-Tai Hsieh and Enrico Moretti, "Can Free Entry Be Inefficient? Fixed Commissions and Social Waste in the Real Estate Industry", Journal of Political Economy, 2003, vol. 111, no. 5.
- (6) Mankiw, N. Gregory, and Whinston, Michael D. "Free Entry and Social Inefficiency." Rand J. Econ. 17(spring 1986):48-58.
- (7) McFarlane, A.W., 1999. Taxes, fees, and urban development. Journal of Urban Economics 46(3), 416-436.
- (8) Riddiough, T.J., 1997. The economic consequences of regulatory taking risk on land value and development activity. Journal of Urban Economics 41(1), 56-77.
- (9) Satio Hitoshi, 2003. "The US real estate bubble A comparison to Japan", Japan and the World Economy, 15:365-371
- (10) Titman, S., 1985. Urban land prices under uncertainty. American Economic Review 65, 505-514.
- (11) 国家统计局, 1999 年房地产开发统计年报
- (12) 国家统计局, 2000 年房地产开发统计年报
- (13) 国家统计局, 2001 年房地产开发统计年报
- (14) 国家统计局, 2002 年房地产开发统计年报
- (15) 固定资产投资处, 2002, 《对北京市商品房空置状况的分析》
- (16) 顾云昌, 2003, 《中国房地产十年记》, 城市开发
- (17) 鹿心社 《研究征地问题探索改革之路》, 2003 年 9 月, 中国大地出版社。
- (18) 国家统计局, 2003 年 10 月, 《国房景气指数月度报告》

- (19) 国家统计局, 2003 年 1-11 月, 《北京市房地产开发统计报告》
- (20) 汪利娜, 2003, 《房地产泡沫与银行金融风险防范》, 城乡建设 第 11 期
- (21) 北京广厦网络技术有限公司, 2003 年第四季度, 《中关村写字楼指数分析报告》
- (22) 新浪房产, 2004 年 0109 日, 《中国房地产城市信息发布会: 回顾 2003 寄语 2004》
- (23) 孙兆东, 2004, 《房地产融资的“第 3 条道路”》, 城市开发 第一期
- (24) 马端建, 2004, 《土地: 影响房地产价格的双刃剑》, 城市开发 第一期
- (25) 梁细清, 2004, 《杭州土地出让价为何猛涨》——解读杭州土地公开出让史, 城市开发 第 3 期

“Real estate financing, and price, and the trend of housing price”

By Ping, xin-qiao, and Chen, ming-yan

Abstract:

Based on the “Survey of China real estate industry” (1999-2002), we establish a data set about 35 metropolitan in China. Then the effects of government policy about land price control, and credit supply on the development of real estate industry have been discussed. We have found out that the effect of lower land price is larger than the effect of higher housing price on the real estate investment, and foreign capital is one of the most active factors in promoting the expansion of China real estate industry recently. Bank loan provided directly or indirectly by the government have always been supported the increase both in housing investment and housing sale.

Key words: Capital sources, Land price, Vacancy rate;