



您的位置：首页 - 2004科研成果

文章：房地产泡沫论缺少真凭实据(殷剑峰；10月23日)

文章作者：

近来关于房地产市场存在很多不同的看法。在宏观层面上，这些看法主要针对的问题是：当前房地产市场是否存在“泡沫”？或者更为严重的是，当前的“泡沫”是否已经对整个经济构成了威胁？在微观层面，一些争论主要发生在房地产价格上涨同地价或其他影响成本的因素究竟有何关联？由于看法不同，所提出的政策建议自然相差甚远。

本报告以公开数据(2000年至2004年《中国统计年鉴》)为基础，对当前影响全国房地产价格的因素进行了分析。我们的基本结论是：在宏观层面上，中国房地产市场总体发展稳健，“泡沫”论难以得到数据的支持；在微观层面上，不仅反映居民真实购买力的城市就业率、工资水平等指标是决定房价的主要因素，而且，供给方面、即包括地价和其他成本在内的造价上涨也是房价上升的推动力。随着我国城市化进程的加快和居民收入水平的提高，房地产市场将继续成为我国经济的主要推动力量之一。但是，在此过程中我们应该对房价水平过高和上涨速度过快的部分地区予以关注。

一、全国房价分析——“泡沫论”难以成立

同一般的消费品和一般的金融投资工具不同，住宅兼具消费和投资的双重功用，这就使得房地产价格走势受到诸多复杂因素的影响。在这种情况下，要想正确判断房价是否合理，或者是否存在“泡沫”，其难度自然可想而知。本报告从两个方面来研究这个问题。

第一，是否存在“泡沫”可以从影响房价变动的因素来分析。可以想像，在一个没有多少“泡沫”因而比较稳健的市场中，住宅主要是作为居民消费必需品而被购买的。因此，房价的变动必然受到供求基本面的影响。也即，由居民购买力和真实的住房需求所决定的需求方因素，以及由建房成本决定的供给方因素，将成为决定房价走势的关键因素。相反，在一个价格不尽合理、甚至充满“泡沫”的市场中，购买住宅的动机主要在于投资目的，因此，驱动价格的关键力量很可能是非理性的投机预期，居民购买力和造房成本等供求基本面无法成为价格变动的决定力量。

第二，是否存在“泡沫”可以从房价水平与居民工资水平的比较中获知。既然住宅兼具消费和投资之功用，那么，在一个以消费为主要目的的市场中，房价必然应该是居民能够承受得起的。相反，如果房价超出工资水平太多，则以消费为目的的普通购房需求将会让位于投资性的需求。而只有在投资性需求成为市场主导力量的情况下，讨论“泡沫”是否存在才具有意义。

1. 房价变动因素分析——“泡沫”论难以成立

对于正处于城市化过程中的中国居民来说，住宅之所以能够作为一种消费必需品，除了起因于住房体制改革以外，关键在于三点：第一，是否在城市居住；第二，在城市中是否有就业机会；第三，就业的工资水平。其中，前者产生了对住房的意愿需求，后两者决定了真实的购买力。从表1可以看到，与93年前后的房地产热不同，1999年后住宅市场的迅速发展同个人购房密切相关——这是本轮房地产“热”同以往的本质差异。由表1获得的一个直觉就是，个人购房之所以能够成为这次房地产市场发展的推动力，就在于城市就业人口的比例以及职工平均工资有较大幅度的上升。

表1 1991—2003住房销售及供求指标

年份	住宅销售 面积(万平方米)	个人购买 面积(万平方米)	个人住房面 积占比(%)	城市就业人 口比例(%)	职工平均货 币工资(元)	竣工房屋造价 (元/平米)
1991	2745.17	926.55	33.75	26.67	2340	
1992	3812.21	1456.01	38.19	27.00	2711	
1993	6035.19	2943.39	48.77	27.34	3371	
1994	6118.03	3344.53	54.67	27.65	4538	
1995	6787.03	3344.81	49.28	27.97	5500	
1996	6898.46	3666.82	53.15	28.89	6210	
1997	7864.30	5233.72	66.55	29.76	6470	1175
1998	10827.10	7792.62	71.97	30.60	7479	1218
1999	12997.87	10408.53	80.08	31.39	8346	1152
2000	16570.28	14464.38	87.29	32.12	9371	1139
2001	19938.75	18250.77	91.53	32.78	10870	1128
2002	23702.31	22793.69	96.17	33.60	12422	1184
2003	29778.85	28714.61	96.43	34.45	14040	1273

资料来源：2000年至2004年《中国统计年鉴》，下同。

除了需求面之外，反应建房成本的造价变化也可能是导致房价变化的供给因素。为了检验本轮房价变化同供求的关系，我们以1999年至2003年全国31个省、直辖市的数据为基础，进行了99—03年、02—03年面板数据检验(Panel Data Analysis)，并单独对03年全国房价进行截面数据回归。结果如下：

表2 全国31个省、直辖市数据分析

检验1：1999—2003年面板数据回归

$$\text{回归方程： 售价} = -529.727 + 16.488 \times \text{城市就业比率} + 4.38 \times 10^{-2} \times \text{职工平均工资} + 1.144 \times \text{造价}$$

$$(-6.204) (7.258) \quad (4.940) \quad (9.823)$$

$R^2=0.835$, $AJUSTED R^2=0.831$, $DW=2.087$

残差平稳性(ADF)检验

(1)无截距和趋势：-4.727(-2.519***); (2)截距：-4.709(-3.475***); (3)截距和趋势：-4.716(-4.022***)。

检验2：2002—2003年面板数据回归

$$\text{回归方程： 售价} = -510.490 + 19.518 \times \text{城市就业比率} + 5.386 \times 10^{-2} \times \text{职工平均工资} + 0.870 \times \text{造价}$$

$$(-3.541) (5.310) \quad (3.851) \quad (4.741)$$

$R^2=0.841$, $AJUSTED R^2=0.833$, $DW=2.089$

残差平稳性(ADF)检验

(1)无截距和趋势：-3.672(-2.602***); (2)截距：-3.636(-3.544***); (3)截距和趋势：-3.578(-3.486**)

检验3：2003年截面数据回归

$$\text{回归方程： 售价} = -601.409 + 15.312 \times \text{城市就业比率} + 5.443 \times 10^{-2} \times \text{职工平均工资} + 1.019 \times \text{造价}$$

$$(-3.117) (2.961) \quad (2.994) \quad (4.378)$$

$R^2=0.877$, $AJUSTED R^2=0.864$, $DW=1.769$

残差平稳性(ADF)检验

(1)无截距和趋势：-3.205(-2.645***); (2)截距：-3.142(-2.967**); (3)截距和趋势：-3.152(-3.220*)。

数据说明：“售价”为各地住宅销售平均价格(元/平米)；“城市就业率”为各地就业人口中城市就业人口比例(%)；“职工平均工资”为各地年平均货币工资(元)；“造价”为各地竣工房屋造价(元/平米)。残差平稳性检验中的“***”、“**”、“*”分别表示1%、5%、10%显著性水平上ADF检验的临界值。

数据来源：2000年至2004年《中国统计年鉴》。

从检验结果看，不仅1999—2003年和2002—2003年面板数据检验的效果非常好，而且，即使是2003年1年的截面数据检验也具有优良的性能。即：不仅各变量系数的t检验值都在1%的水平上显著，而且模型的调整 R^2 很高，这说明模型的解释力非常强。从DW检验值看，模型构造错误的可能性很低。模型残差也完全符合平稳性要求。

由此，我们首先可以说：决定全国房价走势的主要因素在于供求基本面，“泡沫”论不能得到数据的支持。具体来看，供求基本面对房价的影响力度有所不同：

第一，城市就业比率对住宅售价影响很大。该比率每提高一个百分点，将导致售价上升15—20元；

第二，工资虽然显著地影响售价，但幅度有限。工资每提高1元，售价只上升0.05元左右；

第三，造价对售价的影响很大。造价每上升1元，售价也将相应上升1元左右。

所以，1999年迄今的房价上升，其主要动力在于城市化和城市就业人口的增加。考虑到我国城市就业人口比例只有不到35%，因此，随着城市就业人口的逐步增加，全国房地产市场还将稳步发展。

2. 房价与工资水平的比较——“泡沫”论难以成立

由房价变动因素可以看到，决定房价走势的还是在于基本的供求因素。为了验证“泡沫”论无法成立，还需要回答一个问题，即：当前房价的水平是否已经远远超出了居民的购买能力？

数据显示，2003年中房价工资倍数在8到10倍的仅有海南、上海、北京和辽宁四个省、直辖市；倍数在6到8倍的有广东、黑龙江、福建等12个省、直辖市；其余省、直辖市的倍数均在6倍以下。也就是说，在全国将近一半的地区(15个省、直辖市)中，城市职工仅需花费不超过6年的工资即可购置人均50平米的房屋，处于一般认可的3—6倍合理区间；另有12个省的房价稍高；而海南、上海、北京和辽宁的房价工资倍数不近合理。

另外，对比2003年和2002年的数据可以发现，2003年房价工资倍数比2002年上涨的只有7个地区，按上涨幅度排名依次为：福建、上海、青海、西藏、海南、浙江和安徽。其余地区2003年的房价工资倍数均比2002年有所下降。

所以，无论从房价工资倍数的静态数据看，还是从该指标的动态变化看，这样的观点——中国存在普遍的房地产“泡沫”——都是难以成立的。

二、房价水平和增速排名前10位的地区房价分析

尽管普遍的“泡沫”论难以成立，但是，对于部分房价较高和房价上涨速度较快的地区，我们依然要分析其原因，以发现其中不合理的成分。

1. 按售价排名前10位地区的房价分析

表3 2003年和2002年按售价排名前10位的地区

	售价和位次	造价售价比和位	地价造价比和位	城市就业比例和	人均工资和位
	(由高到低)	次(由低到高)	次(由高到低)	位次(由高到低)	次(由高到低)
上海	4989	59.95(10)	39.44(14)	67.6(2)	27304(1)
北京	4456	39.97(1)	86.04(1)	80.25(1)	25312(3)
广东	2994	55.64(7)	52.17(7)	31.44(10)	19986(5)
浙江	2451	60.67(11)	66.9(2)	25.05(18)	21367(4)
天津	2393	55.04(6)	20.97(29)	58.59(3)	18648(6)
辽宁	2131	50.45(3)	57.08(5)	45.4(5)	13008(11)
福建	2053	54.21(5)	41.81(11)	26.93(16)	14310(9)
江苏	2017	51.81(4)	65.6(3)	26.62(17)	15712(7)
海南	2017	82.94(28)	31.46(19)	32.08(9)	10397(31)

2002年					
北京	4467	39.65(1)	40.26(11)	79.27(1)	21852(3)
上海	4007	53.33(6)	64.8(2)	65.87(2)	23959(2)
广东	3022	55.23(7)	44.89(6)	29.91(10)	17814(5)
天津	2414	40.22(2)	30.05(20)	58.15(3)	16258(6)
浙江	2128	62.78(14)	51.85(4)	22.9(18)	18785(4)
辽宁	1991	52.18(5)	40.38(10)	46.06(5)	11659(11)
江苏	1806	55.43(8)	55.98(3)	24.43(17)	13509(8)
海南	1797	101.06(31)	26.46(26)	31.67(9)	9480(27)
云南	1784	52.02(4)	24.94(27)	14.97(28)	11987(10)

说明：表中括弧中数字为指标排名；另外，2002年地价造价比排名第一位的是黑龙江(66.1%)；2002年人均工资最高的是西藏(24766元)。

根据上表，我们首先来看住宅售价排名与决定购买力的城市就业人口和工资水平的关系。可以看到，售价最高的前10个地区，其人均工资水平也基本在前10位，其中，人均工资水平同其售价排名不相符的只有辽宁和海南两省。售价排名前10位的地区，其城市就业人口比例也都位于前列，而浙江、福建和江苏城市人口就业比例较低，这同它们的乡镇企业较发达有关。

我们再来比较售价排名和造价、地价的关系。在表3中，造价售价比反映了整个房地产市场的利润空间，这部分利润空间可能是政府的税费，也可能是房地产企业的真实利润，还可能是建房、售房过程中各种公开或隐性的支出。可以看到，北京的造价售价比最低，实际上，从99年到2003年间，除了2002年天津的造价售价比低于北京之外，其余年份都是北京的最低。而且，同其他地区相比，北京的造价售价比一般都低过至少10个百分点。这说明北京房地产市场始终维持着一个异常大的利润空间。这部分利润究竟是如何分配的，需要进一步调查。

地价造价比反应了房地产企业建房成本中土地购置费用水平的高低。可以看到，2003年中北京、浙江和江苏的地价造价比分列前三位，而这3个地区的地价造价比均比2002年有显著的上升，其中，上升速度最快的是北京。

结合地价造价比、造价售价比可以看到，在北京地价占造价比例大幅度上升的情况下，房地产市场的利润空间却没有变化。这不仅说明地价是维持当前北京房价的一个关键因素，而且也表明，地价的上升在很大程度上没有被房地产企业所消化，而是转化成了过高的住宅售价。在城市就业比例已经很高，并且，职工工资水平难以迅速提高的情况下，过大的利润空间预示着北京的房价至少不应该继续上涨。浙江和江苏的地价占比显著上升，这直接推动了房价的上涨，但是，同北京不同，房地产市场的利润空间显然被积压了。

与北京相比，上海房地产的利润空间在2003年降低了，但是，上海的房价也有非常明显的上升。

2. 按售价上涨速度排名前10位地区的房价分析

表4 2003和2002年按售价上涨速度排名前10位地区

2003年	售价上	造价上	工资上	城市就业比	地价上
	涨速度	涨速度	涨速度	例增加速度	涨速度
上海	24.51	39.96(1)	13.96(8)	2.63(11)	-14.81(25)
福建	17.72	7.33(11)	7.55(29)	5.53(7)	52.24(5)
浙江	15.18	11.3(8)	13.75(10)	9.39(1)	43.61(7)
青海	15.00	-2.61(25)	6.11(31)	2.37(12)	-17.15(26)
安徽	14.94	8.27(10)	13.82(9)	-1.82(29)	32.87(10)
西藏	13.16	-16.14(31)	8.74(28)	5.55(6)	-37.5(31)
海南	12.24	-7.87(30)	9.67(27)	1.29(15)	9.52(18)
江苏	11.68	4.4(14)	16.31(3)	8.96(2)	22.35(13)
辽宁	7.03	3.46(15)	11.57(15)	-1.43(28)	46.25(6)
贵州	7.02	26.6	12.51(13)	-0.17(21)	-20.75(28)
2002年					
宁夏	21.77	16.05(5)	11.47(27)	-0.32(16)	
安徽	17.81	10.77(8)	17.55(3)	-1.43(23)	
浙江	16.86	7.39(13)	14.65(11)	5.48(5)	
山东	12.78	9.96(11)	13.65(18)	2.07(9)	
重庆	12.71	6.8(15)	15.09(8)	5.82(4)	
河南	10.06	7.07(14)	15.89(5)	0.2(14)	

上海	9.54	0.89(24)	10(30)	4.27(6)
江苏	8.47	1.15(23)	14.08(12)	-1.13(20)
湖北	7.4	5.29(18)	11.51(26)	-0.73(17)
陕西	5.94	-0.33(15)	13.5(21)	7.71(1)

说明：表中括弧中数字为指标排名；在2003年中，工资上涨速度最快的是河南(17.17%)，地价上涨速度最快的是北京(114.91%)；在2002年中，造价上涨速度最快的是西藏(73.29%)，工资上涨速度最快的是西藏(29.37%)，城市就业比例增速最快的是陕西(7.71%)。由于2002年前无地价统计数据，因此未计算2002年地价上涨速度。

从增速来看，我们首先来比较售价上涨速度同反映居民真实购买力的城市就业比例变化和工资变化之间的关系。可以看到，2003年售价上涨速度超过城市就业比例速度和工资上涨速度之和的地区有：上海、福建、青海、安徽、海南。

其次，我们来比较售价上涨速度与地价、造价的关系。可以看到，造价上涨速度快于售价上涨速度的唯有上海；地价上涨速度快于售价上涨速度的依次有：福建、辽宁、浙江、安徽和江苏。

综合供求变化两方面因素看，上海房价上涨虽然有显著的成本因素，但是，需求过旺也非常明显；造价增速慢于售价增速、且售价增速快于真实购买力增速的福建、安徽、海南，其房价的形成存在疑问；浙江和江苏的房价过快上涨一方面同真实购买力的变化有关，另一方面，地价的高速增长显然是推动房价上涨的关键因素。

至于北京，在2003年间，地价甚至比2002年翻了一倍，这是北京房价得以维持的供给面因素。

三、结论

综合以上分析，我们有如下结论：

第一，就全国房地产市场而言，房地产价格的形成是由供求基本面决定，房价工资倍数基本合理。“泡沫”论得不到数据支持，因而难以成立。

第二，就部分地区而言，房地产价格的形成存在疑问。其中，北京房地产市场的利润空间很大，地价上涨速度以及地价占造价的比例过大；上海、福建、安徽、海南住宅售价增速远远快于工资上涨速度和城市就业比例的增速，应该警惕；浙江、福建、辽宁、安徽的地价上涨速度过快，这是房价上涨压力的主要来源之一。

由于我国大部分地区的城市化水平较低，因此，房地产市场必然会随着城市化进程而逐步发展，房地产业将是我国经济自主增长的主要动力之一。既然如此，我们认为当前房地产市场的政策基调应该是：控制风险、规范机制、大力发展。具体来说，有如下政策建议：

第一，由于造价是影响住宅售价的关键因素，而造价中的主要构成部分是地价，因此，在推行土地批租制度改革的过程中，不仅要顾及透明度，而且要考虑居民的购房成本。具体而言，在实行土地公开拍卖的过程中，政府应该提前作出整体规划并予以公布，以保证拍卖土地能够满足市场需求。同时，土地出让金的规模及使用应该公开，以防止腐败现象发生。

第二，对于部分房价过高和房价上涨速度过快的地区，尤其是对城市化水平已经相当高的地区，需要研究其房价的形成机制，并予以关注。

第三，由于住宅抵押贷款日益成为居民购房的主要资金来源，也是推动我国房地产市场发展的金融动力，因此，当前应该加快住宅抵押贷款合约的标准化，并大力推行固定利率的抵押贷款(例如美国16年固定利率抵押贷款就是市场的主要品种)。这将收到两方面的效果：其一，贷款合约标准化和固定利率有助于加强银行业的竞争，并推动资产证券化市场的发展。因为前者扫清了银行间人为设置的竞争门槛和证券化障碍，后者则通过利率风险的转移加强了银行证券化的激励；其二，在实行了固定利率的抵押贷款之后，央行对市场的调控可以在“边际”上进行。换言之，在一个以固定利率抵押贷款品种为主的市场中，央行可以通过抵押贷款利率的调整来灵活地控制增量贷款需求，同时，也不会对已经发生的存量贷款产生冲击。在这种情况下，可以收到调节市场但不扰乱市场的双重功效。

文章出处：《中国证券报》

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

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