



您的位置：首页 - 2005年科研成果

文章：香港房地产兴衰之启示(易宪容；3月31日)

文章作者：

内地房地产市场这一轮的快速发展已经有几年了，对于内地房地产市场是否存在泡沫、这种快速发展是否属于正常、或这种快速发展能否持续下去，市场有着激烈的争论。由于所参照的标准不同，这种争论中谁是谁非一时也无法得出一个明确的结论。特别是内地的房地产市场只是近几年才发展起来的，既没有系统的数据来研究，也没有历史经验来对照，在这种情况下，先看看他人与他国的经验与教训，或许可以给国人提供不少思考的角度，以及可借鉴的经验。

我们可以看到，从上世纪八十年代以来，随着金融全球化加速发展，国际金融市场规模不断扩大，跨国资金在全球快速流动，各国资产价格波动加剧。而不少国家房地产价格的泡沫化，已相继引发系统性金融危机，严重冲击着整个经济。如日本的六大主要城市平均地价指数则由1986年的38.4，飚升到1991年的103.0，再下跌至2002年30.4，跌幅达70.5%，导致经济低迷长达十多年之久，金融机构连连倒闭。还有泰国房地产价格在1991年至1997年间上涨48.3%，马来西亚房价1996年到1998年跌幅达58.4%。不仅亚洲，欧美一些发达国家也经历过房地产价格大幅波动的过程。

正是这种房地产价格的大幅波动导致不少国家经济较大的起落，甚至重创亚洲许多国家的经济。因为房地产价格由攀升到下跌，一方面会影响银行非贷款类资产的市值，导致金融机构总资产的缩水；另一方面也会影响银行担保品的价值，引起银行贷款质量的恶化、银行不良贷款率上升，从而引发银行信贷紧缩、经济景气进一步恶化、房地产价格进一步下跌的恶性循环。

房地产价格的波动也会透过财富、资金成本及资产负债表效应间接冲击金融体系。一般来说，房地产价格下跌，会产生财富缩减效应，影响消费支出，并随着股市筹资成本的上升，削弱企业的投资意愿，缩减内地需求，从而进一步降低房地产的价格，冲击金融机构资产品质。另一方面，资产价格的下跌，会影响企业的资产负债表，反映企业净市值与资产价格的缩减，从而降低企业借款能力及加重信用紧缩，加速经济景气恶化，使得资产价格进一步下跌。以香港的房地产为例，从1983年开始到1997年，其价格指数基本是保持持续上升，每年上升幅度大致在6%左右。在1993年到1994年，香港的房地产更是大旺，楼价与租金的价格分别上升了33%及29%，但租金回报率下降。其后美国连续7次加息，港元按揭利率也跟随上升，导致房地产价格在1995年出现调整，但由于香港整体经济基础好，所以下降的房地产价格又很快在1996年出现复苏，1997年香港房地产价格更是上升40%。

但是随着亚洲金融危机爆发，国际热钱开始狙击港元，香港金融管理部门措手不及，在港元汇率与美元汇率挂钩的情况下，只能提高拆借市场的隔夜利率。当拆借市场的隔夜利率上升到300厘时，整个市场一片恐慌，股市大跌，房地产价格也开始迅速回落。从1997年开始到2003年上半年，香港的房地产价格下跌70~80%，租金则下跌了50%。当房地产价格下降超过30%之后，负资产人数急速增加，最高峰的时候达十多万户。

在这种情况下，一些负面影响也逐渐地显示出来，如二手楼的交易减少，负资产导致的负财富效应，令居民消费萎缩，很多与房地产有关的行业也随之收缩，失业率上升。最后连续几年的通货紧缩来临，以往香港最引以为豪的房地产资产也失去了保值功能。据统计，1996年每月个人收入平均水平为9500港元，比1991年5170港元上升83%，但到2001年每月个人收入仍然只在10000港元，停留在1996年的水平。特别是对一些民企来说，个人收入水平更是大幅下降。个人的收入减少，使得香港的房地产价格更是下跌。2003年上半年香港政府为了支持房地产市场发展，宣布全面停建公屋，并提出以租金券的形式代替提供公屋。同时，随着国际经济环境的好转，加上中央政府采取了一系列支持香港经济复苏的政策，如让更多内地企业到香港上市、开放自由行、CEPA签订、同意香港银行经营个人人民币业务等，香港经济才逐渐从前几年的困境中走出来。

从以上香港与国际市场的房地产发展的情况来看，房地产市场同样是一个需要持续稳定发展的市场。房地产市场能否以一种持续稳定的速度发展，不仅影响该市场自身的健康状况，也会严重影响到整体经济的发展变化。当房地产市场人为地制造虚假繁荣时，不仅会吹大当地房地产市场的泡沫，也不可避免地会给当地经济带来虚假繁荣的景象，而这种泡沫一旦吹破，给整个经济带来的负面影响决不可低估。可以说，香港的房地产泡沫破灭、经济进入萧条后，如果不是有外在助力，那么香港就会和日本一样，要想在短期内走出困境是非常困难的。

由此想到，对于内地的房地产业来说，现在这样过快的发展速度是否也应该放缓些呢。避免大起大落，以一种健康稳定的速度发展，才是内地房地产业真正能够持续发展之路。

文章出处：《东方早报》

[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