

金融学论丛

金融支持过度与房地产泡沫

——理论与实证研究

周京奎 著

Financial Supportive Excess and Real Estate Bubble

——An Analysis Based on Theory and Experiment



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

金融学论丛

金融支持过度与房地产泡沫

——理论与实证研究

周京奎 著

Financial Supportive Excess and Real Estate Bubble

——An Analysis Based on Theory and Experiment



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融支持过度与房地产泡沫——理论与实证研究/周京奎著. —北京:北京大学出版社,2005.11

(金融学论丛)

ISBN 7-301-10135-X

I. 金… II. 周… III. 房地产经济学-研究 IV. F293.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第133048号

书 名: 金融支持过度与房地产泡沫——理论与实证研究

著作责任者: 周京奎 著

责任编辑: 张慧卉 韦燕春

标准书号: ISBN 7-301-10135-X/F·1307

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

排版者: 北京高新特打字服务社 82350640

印刷者: 三河新世纪印务有限公司

经 销 者: 新华书店

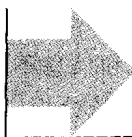
650毫米×980毫米 16开本 18.25印张 298千字

2005年11月第1版 2005年11月第1次印刷

定 价: 32.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究



代 序

《金融支持过度与房地产泡沫——理论与实证研究》一书是周京奎同志在其博士论文的基础上修改而成的。房地产价格波动和泡沫问题研究是他在读博士初期就确定的,经过两年的资料收集和理论准备,最终确定以金融支持过度为切入点,研究房地产泡沫生成与演化机理。过去有经济学家从资本流动和货币供应角度研究房地产价格波动问题,但系统研究的文献还很少见。本书作者从金融支持过度的角度对房地产价格波动和泡沫形成与演化过程作了系统分析,不仅拓展了资本理论研究,同时也丰富和发展了房地产泡沫理论,为判断房地产泡沫提供了一个理论工具和检验方法,全书具有以下特点和新意:

在结构体系上试图建立起规范的房地产泡沫理论分析框架,包括金融支持过度理论假说的提出,假说的基本内容和在房地产市场局部均衡框架内对理论证明,以及在该假说下房地产价格波动传导机制和评判泡沫的方法等,初步建立了房地产泡沫分析与评价体系。

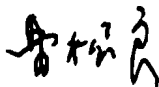
在分析方法上,本书采用比较分析方法和理论与实证相结合的分析方法。本书对理性泡沫理论和非理性泡沫理论进行了比较分析,提出了金融支持过度理论;构建了金融支持过度与房地产泡沫关系理论模型,在此基础上给出了判断金融支持过度临界值,用该临界值对我国房地产金融支持程度进行了实证分析;对房地产泡沫经济效应理论进行了深入探讨,并用中国台湾地区的数据对房地产泡沫经济效应进行了实证分析。另外,博弈论和信息经济学理论也为本书提供了有益的分析方法。

在理论方面,作者认为凯恩斯主义理论中货币创造有着非常重要的作用,它不仅是银行运行的基础,也是融资的主要来源。从目前金融制度来看,银行具有通过信贷扩张使金融支持力度提高的能力,从而增加信贷货币供给。如果没有金融部门信贷扩张所产生的货币创造,投资和经济增长是不可能的。然而,在金融支持力度提高时,又会对整体经济造成冲击,从而形成资产泡沫,房地产泡沫的产生就与金融支持过度有密切的关系。因此,作者以金融支持过度为视角,首先建立了金融支持过度假说与房地产

泡沫生成和演化模型及金融支持动态最优路径模型;然后从信息不对称、信念及反馈效应角度分别构建了信念、反馈效应与博弈均衡模型和信息不对称、信念与金融支持过度模型,对房地产价格波动问题进行了系统分析。

作者在进行理论研究的同时,更注重实证分析。货币供应、银行贷款、汇率、利率、股价、土地供应量都是重要的宏观经济变量,为探讨房地产价格传导机制,本书分别建立了货币政策、银行贷款与住宅价格关系模型,利率、汇率调整对房地产价格的影响模型,房地产业与股票市场关系模型,房价与地价、租赁价格关系模型。我国房地产市场实证分析结果表明,住宅价格上涨与宽松的货币政策有紧密的联系;利率和汇率与房地产价格之间相互影响,但影响弹性较弱,表明我国金融制度仍存在缺陷,逐步完善金融市场才能更好地发挥利率和汇率调节经济的功能;房地产价格的变动将导致股票价格产生波动,而股票价格波动对房地产价格的影响力较弱;房价对地价有显著影响,地价对房价的影响度较小;房价对租赁价格有显著影响,租赁价格对房价的影响程度较小。这些都值得展开讨论。

我作为周京奎同志的博士生导师,和广大读者一样,真切地希望他能够在已经取得的研究成果的基础上,继续跟踪国际前沿理论,并从动态的角度进一步深入研究,取得新的成绩,为深化泡沫和房地产泡沫理论研究作出更大的贡献。



2005 年 11 月

第一章 导论	/1
第一节 选题背景、目的和意义	/1
第二节 泡沫内涵与国内外研究动态	/3
第三节 研究思路、方法及创新	/13
第二章 泡沫经济理论回顾与展望	/16
第一节 泡沫经济现象历史性回顾	/16
第二节 泡沫经济理论综述	/25
第三节 评论	/45
第三章 金融支持过度假说与房地产泡沫关系模型	/48
第一节 金融支持过度假说与房地产泡沫生成和演化	/48
第二节 金融支持动态最优化分析	/59
第三节 金融支持过度与房地产泡沫关系实证分析	/65
第四章 金融支持过度假说背景下房地产泡沫形成机理分析	/73
第一节 房地产泡沫形成的制度因素分析	/73
第二节 房地产泡沫形成的市场环境因素分析	/82
第三节 房地产泡沫形成的投机心理因素分析	/106
第五章 房地产泡沫经济效应分析	/117
第一节 房地产泡沫效率性分析	/117
第二节 房地产泡沫经济效应理论分析	/124
第三节 房地产泡沫经济效应的计量经济分析	/138
第六章 金融支持过度背景下房地产价格传导机制研究	/145
第一节 货币政策、银行贷款与住宅价格	/145
第二节 利率、汇率与房地产价格关系研究	/155
第三节 房地产价格与股票市场关系研究	/166
第四节 房价与地价关系的再认识	/178
第五节 房价、地价与租赁价格关系的再认识	/191
第七章 金融支持过度与房地产泡沫评价指标体系研究	/201
第一节 金融支持过度衡量指标体系研究	/201
第二节 房地产泡沫评价指标研究	/213
第八章 房地产泡沫检验理论与模型分析	/218
第一节 泡沫检验理论综述与评价	/218

目录

金融支持过度与房地产泡沫——理论与实证研究

第二节	单位根与协整检验模型	/223
第三节	房地产投机度检验模型	/226
第九章	中国房地产泡沫实证研究	/232
第一节	中国房地产金融支持与房价关系实证分析	/232
第二节	中国房地产金融支持过度实证分析	/236
第三节	中国房地产泡沫指标评价分析	/240
第四节	中国房地产泡沫单位根与协整性检验	/248
第五节	中国房地产业投机度实证分析	/254
第六节	中国房地产泡沫防范的政策建议	/261
结论		/268
主要参考文献		/270
附表		/278
后记		/282



第一章

导 论

第一节 选题背景、目的和意义

一、选题的背景

20 世纪 80 年代末 90 年代初期经济合作与发展组织中的发达国家和新兴工业化国家,经历了类似的房地产周期波动,在房地产发展经历了繁荣阶段后,又都出现了泡沫现象,其中以日本泡沫经济、美国经济萧条和东南亚金融危机最为典型。

日本二战后经济发展大致经历了“兴起(1955—1970 年)—延续(1971—1980 年)—扩展(1981—1985 年)—不成功的调整(1986—1996 年)—衰退(1997 年起)”五个阶段。^① 与此相应,日本房地产业也出现了五个发展周期。在第四个房地产周期中日本房地产价格出现了骤升和狂跌等新的特点。其原因主要是随着 1985 年日元大幅升值,迫使日本对持续了 30 年的外向型经济增长模式进行战略调整。在内需主导政策推动下,日本整体经济从 1986 年走出低谷,1987 年进入新周期的上升期;1985 年“广场协议”后中央银行调低了贴现率,货币供给大幅增加;日本政府对购买住宅采取优惠政策,金融机构降低住宅贷款利率和扩大住宅贷款范围,广大居民也纷纷投入高收益的房地产市场和股票市场,形成全民性投机生财热,以房地产和股票为代表的资产价格飞涨,导致严重的泡沫经济。1989 年日本全国房地产市场总值超过 2 000 兆日元,其房地产市场总值是国土面积大于日本 25 倍的美国的 4 倍。

^① 刘树成:《繁荣与稳定——中国经济波动研究》,社会科学文献出版社 2000 年版,第 133 页。

美国房地产经济学家 Fred(1974)和 Alan(1980)分别以美国房地产市场交易量(或销售额)为依据,通过分析 1795—1973 年共 180 年间美国房地产的实际运行情况,指出美国房地产存在约 18 年左右的长期波动周期。从 1981 年开始美国房地产业又进入了新的发展周期。由于在 20 世纪 80 年代初美国实行了金融自由化政策,加之房地产周期性繁荣阶段的来临,使得银行向房地产贷款量不断上升。1980 年美国商业银行发放的房地产抵押贷款额为商业银行总资产的 31.3%,1985 年为 30.3%,到 1989 年为其总资产的 40%,达到 7 270 亿美元。过多的贷款极大的促进了房地产升温,房地产价格在此期间也大幅上涨,其涨幅甚至超过了通货膨胀的速度,房地产泡沫开始出现,房地产呈现出非理性繁荣,而后房地产泡沫的迅速破灭加剧了银行危机。

东南亚各国受日本和美国等国家房地产繁荣的影响,在 20 世纪 90 年代前半期向房地产业注入了大量的投机资金,直接推动了房地产业繁荣,并形成了巨大的房地产泡沫。从东南亚各国房地产泡沫形成与破灭的过程可以看出,它们过早的开放了资本市场,使大量国际和国内投机资本进入股市和房地产市场,这些资金在带动市场繁荣的同时也激发了民众的投机狂潮。当泡沫达到顶峰投机资本难以获得更高的收益时,资本外流和银行惜贷就不可避免,投机泡沫开始破灭,成为金融危机形成的主要原因。

对上述现象的回顾中我们可以看出,金融支持过度与新的房地产周期和泡沫的形成有着紧密的联系。然而,房地产业是资金密集型产业,房地产开发所需资金主要由金融机构提供,由此产生一个悖论:缺少金融支持房地产业发展就会滞后,其运行效率将下降;金融支持过度又会导致房地产进入持续的繁荣期,甚至出现价格泡沫。本论文选题正是立足于此背景,以金融支持过度为视角,探讨金融支持与房地产泡沫之间的关系,分析金融支持导致房地产泡沫形成的机理,对泡沫检验和预警指标体系进行研究。

二、选题的目的和意义

泡沫与房地产泡沫研究,特别是房地产泡沫界定、形成机制及检验研究仍是理论界存有争议尚需突破的难点问题。系统而全面地对房地产泡沫形成机制、泡沫检验以及政府如何有效调控房地产市场作理论探讨,对于完善和发展房地产经济理论有着重要的学术意义。

从实际上看,20 世纪 80 年代末 90 年代初日本出现房地产泡沫,

1992—1993年我国出现海南、北海房地产泡沫,1997年开始的东南亚金融危机中,房地产泡沫破灭是其形成的主要原因之一。这些经济事件极大地影响了本国、本地区甚至全球经济的发展。当前,我国又出现房地产业发展过热现象,房地产价格、房地产投资、商品房空置率持续上升,政府及部分专家学者认为房地产泡沫已经出现,并制定了挤压泡沫的相应措施。然而,房地产业内人士及一些专家学者认为,房地产业发展过热并不等于泡沫形成,目前判断泡沫的指标还不是很成熟、科学,如果盲目采取一些所谓制止泡沫的措施,将会严重影响今后房地产业乃至整个国民经济的发展。这也从一个方面说明认识和掌握房地产泡沫的形成机制,为预测、识别房地产泡沫提供科学的技术手段,对维护国民经济健康运行有重大现实意义。

我们认为,这个问题的解决有赖于对房地产泡沫界定和房地产形成机制进行科学探讨,在此基础上探寻泡沫形成的主要因素和次要因素,为政府调控房地产市场、引导住宅消费、推进房地产业发展提供决策依据。尤其是在我国当前,如何运用上述研究所确定的指标体系,来判别我国是否存在房地产泡沫?若存在,是采取房地产业结构调整策略,还是消费导向策略,还是投资导向策略,还是“多管”齐下?这些问题都急需研究解决。

第二节 泡沫内涵与国内外研究动态

一、资产泡沫的内涵

西方学者关于泡沫定义的争论已经很久,正如金德尔伯格(Charles P. Kindleberger)在为《新帕尔格雷夫经济学辞典》撰写的“泡沫”辞条中写道:“在编写本辞条时,理论界尚未达成对泡沫的一致同意的定义;至于它是否可能发生,也没有一致的看法。”^①因此,本节将对资产泡沫的定义进行综述与辨析。

1. 资产泡沫定义综述

(1) 资产泡沫是一种在不可靠基础上的投机性冒险,很少或者没有成

^① Eatwell J., Milgate M. & Newman P., *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London Mac. Millan, Vol. I, p. 281.

功的机会。^①

(2) 资产泡沫是任何形式的过度投机。^②

(3) 资产泡沫是一种资产的价格持续上涨到很高的水平直至崩溃;它是一种投机性冒险。除非有无数个参与者,否则,泡沫在本质上是非理性的。^③

(4) 资产泡沫是指一个机构为牟取暴利,以欺骗手法将一种物品或股票的价格抬高到远远高于它的实际价值之上,最后就像气泡破裂那样,其价格猛然下降,使买主蒙受巨大损失。又指买卖资信欠佳的公司以股票进行投机,使股票的价格远远高于它的实际价值。^④

(5) 资产泡沫是指地价、股价等资产的价格,持续出现无法以基础条件来解释的上涨或下跌,最后突然暴跌或暴涨。^⑤

(6) 金德尔伯格在泡沫辞条提出,泡沫可以不太严格地定义为:一种资产或一系列资产的价格在一个连续过程中的急剧上涨,初始的价格上涨使人们产生价格会进一步上涨的预期,从而又吸引新的买者——这些人一般是以买卖资产牟利的投机者,对资产的使用及其盈利能力并不感兴趣。随着价格的上涨,常常是预期的逆转和价格的暴跌,由此通常导致金融危机。^⑥

(7) 弗拉德与加伯(Robert P. Flood and Peter M. Garber, 1981)认为,当实际市场价格正向地依赖于它的预期的变动率时,资产泡沫才会产生。具有理性预期的经济主体不会有系统性的预测误差,所以,价格及其预期的变动率之间的正相关就意味着价格与其实际的变动率之间也有类似的关系。在这种情况下,由于对价格变动的套利行为及自我完成的预期就会使实际价格变动脱离市场基础,这种情况叫价格泡沫。

2. 资产泡沫定义辨析

资产泡沫是一种复杂的经济现象,人们对其进行界定时常常仅考虑泡

① Donald W. Moffat, *Economics Dictionary*, Elsevier Scientific Publishing Company, 1976, p. 28.

② Erwin Esser Nemmers, *Dictionary of Economics and Business*, Littlefield, Adams & Co., 1979, p. 57.

③ Donald, Rutherford, *Dictionary of Economics*, London; New York: Routledge, p. 49.

④ 陈岱孙等:《英汉国际金融大辞典》,北京工业大学出版社1994年版,第134页。

⑤ 铃木淑夫:《日本的金融政策》,中译本,中国发展出版社1995年版,第69页。

⑥ Eatwell J., Milgate M. & Newman P., *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London Mac. Millan, Vol. I, p. 28.

沫现象的一个方面,而没有对泡沫现象进行更全面的分析。我们认为科学的泡沫定义应该包含下面一些内容:

(1) 泡沫的表象。我们认为,泡沫本质上是一种价格运动现象,是由投机导致的资产价格脱离市场基础持续上涨。

(2) 泡沫的形成原因。从影响泡沫形成的各种因素来看,主要有三种:

第一,预期。经济学中的预期本质上是对同当前决策有关的经济变量的未来值的预测。在泡沫形成与崩溃阶段,经济主体的预期方式却有两个明显的特点:① 同质预期:经济主体对资产价格走向具有共同预期,一大批人对于资产价格的涨跌方向看法相同。对资产价格看涨的共同预期是形成泡沫的基础。② 需求预期与价格预期的正反馈。一般情况下,价格上升,需求会下降。但在投机泡沫形成时,预期价格越高,投机者预期的资本收益率会愈大,因而需求量反而增加了。

第二,投机行为。众所周知投机行为对经济波动有很大影响,并且会推动资产泡沫的形成,如20世纪90年代初日本泡沫经济的破灭及1998年东南亚金融危机,很大程度上是由于股票市场、房地产市场投机行为所导致的。因此,长期以来资产投机理论一直受到经济学家们的关注。

第三,非理性行为。市场并不是有效的,信息的获得和利用可能存在差异,投资者对未来资产价格的预期也并非同质的,存在着大量的“愚笨”投资者及受心理情感因素支配的投资者。因此,市场基础仅能部分地决定价格,外来因素如群体心理、时尚、狂热而引起的投机行为,也是决定价格的重要因素。

(3) 资产泡沫形成的后果。资产泡沫形成会产生严重的后果,主要表现在:① 泡沫经济会强化正常的景气波动,使经济系统具有更大的不稳定性;② 泡沫经济扭曲了价格信号,形成了不合理的资源配置;③ 泡沫经济具有通货膨胀效应;④ 泡沫经济的再分配效应,会拉大收入差距;⑤ 资产泡沫破灭最终会导致金融危机。

3. 对上述资产泡沫定义的评价

西方学者关于资产泡沫的定义仍存有缺陷,主要表现为:第一种定义仅指明了泡沫是由一种缺乏根据的投机活动所导致,但在泡沫崩溃前的投机者或多或少都会成功;第二种定义抓住了泡沫的本质,即资产泡沫由过度投机形成的,但未指明泡沫是一种价格运动现象;第三种定义比较全面,但泡沫在理性预期条件下也存在,即存在所谓的理性泡沫;第四种定义仅

指明了由欺骗形成的泡沫,如南海泡沫、橡皮风潮中的股票泡沫等,但许多泡沫是由于公众的群体预期一致及过度投机形成的;第五种定义比较准确,但没有揭示出泡沫是由投机形成的;第六种定义比较形象,但确实不太严格,它没有指明这种价格上涨是市场基础条件所无法解释的;第七种定义是一个颇具模型化的定义,是建立理性泡沫模型的基础。

综合考察各种资产泡沫定义,我们认为泡沫本质上是一种价格运动现象,是由于人们的预期具有趋同性而产生的投机行为导致的资产价格偏离市场基础的持续上涨。在此基础上可以给出房地产泡沫的定义:房地产泡沫是一种价格现象,是在金融支持过度背景下由于人们的群体投机行为导致的房地产价格偏离基础价格而持续上涨。该定义是本书讨论房地产泡沫存在性的立论基础。

二、中国房地产泡沫若干观点的评述

据统计,2002年8月底,全国商品房空置面积1.25亿平方米,2003年1—3月份商品房空置面积比去年同期增长8.5%;2003年1—3月份,全国商品房平均销售价格为2511元/平方米,比去年同期增长5.1%;2003年1—2月份,全国房地产业完成投资额、商品房施工面积、商品房竣工面积、商品房销售面积、土地购置面积分别比上年同期增长37%、31.6%、74.8%、68.9%、78.6%。鉴于此种情况,政府官员及部分专家学者认为房地产业已经过热,甚至认为房地产泡沫已经出现,并制定了挤压泡沫的相应措施。

然而,房地产业发展过热并不等于泡沫形成,目前判断泡沫的指标还不很成熟、科学,如果盲目采取一些所谓制止泡沫的措施,将会严重影响今后房地产业乃至整个国民经济的发展。因此,本节将对有关房地产泡沫若干观点作简单综述,并对这些观点给予评价。

1. 中国房地产泡沫存在性之争

目前我国政府官员、专家学者和实业界人士对房地产业中出现的房地产价格、房地产投资、商品房空置率持续上升现象分别提出了三种观点,即泡沫论、非泡沫论、存在泡沫危险论。下面就对他们的观点作简单的综述。

(1) 泡沫论。该观点以经济学家魏杰教授、天则经济研究所所长张曙光教授、国家计委经济研究所经济运行与发展室主任王小广、复旦大学谢百三教授为代表。

第一,2001年10月25日著名经济学家魏杰教授在接受中央电视台采

访时指出,2001年房地产市场是房地产泡沫的第二次高潮,2002年就要充分显示出房地产的冬天。其论据主要有五点:①研究中国经济当然要注重房地产业,这是市场经济的前沿问题。1993年以来,积压了一大批房子,尽管消化了一部分,但积压率还是超过50%,过几年会炸掉一批;②现在有一大批新建的房子过时了,任何人都不要。有50%—60%没有考虑未来,不符合人们的需要,过几年就不适合居住了。因为中国的土地资源很宝贵,因此,这些房子的最后结果是要炸掉;③2001年的房地产市场,是房地产泡沫的第二次高潮。第一次在1993年、1994年。以北京、上海为首,价格普遍上涨,超越中国现实的支付能力,到一定的时候统统会下降;④2002年就要充分显示出房地产的冬天,比1993年、1994年更难受,因为大量房子已经盖了,拆都没法拆。

第二,天则经济研究所所长张曙光教授在谈到房地产业运行状况时认为,二十年来,特别是近几年来,房地产业的增长是相当快的,这是好事。但也应该看到,在房地产业高速发展的背后,已经有了一些潜在的危险因素,那就是,现在房地产泡沫正在膨胀,而一些非理性的决策仍在发展,是该给房地产业敲敲警钟了。^①

他认为,目前房地产业泡沫确实有所膨胀,表现在两个方面:一个是房价过高,而且还在上涨。另一方面,就是开发商纷纷进入,大的公司搞房地产开发,小的公司搞房地产开发,很多从事其他产业的公司也搞起了多角化经营,纷纷进入搞房地产开发,于是到处圈地盖房,摊子越铺越大。很多人被高额利润吸引,缺乏风险意识,纷纷进入,忘记了90年代初期的惨痛教训。

第三,国家计委经济研究所经济运行与发展室主任王小广博士认为,目前我国房地产泡沫已经存在。^②他指出我国房地产业投资和消费连续三年出现了20%以上增长,超过GDP增长率的2倍以上,部分地区出现了房地产泡沫现象。这其中有合理的一面:释放了过去长期压抑的房地产消费需求,推动了消费信贷的增长。但投资的持续超高增长、消费的持续超高增长、房价持续大幅攀高或持续居高不下也带来了一些问题。如果房地产投资继续大幅增长,导致房地产泡沫增加,对经济增长的危害将很大。

第四,复旦大学谢百三教授认为目前我国部分城市房地产市场已经出

① 《房地产:希望与危机共存》,《中国经济时报》2001年12月23日。

② 《高地价成引资障碍》,《21世纪经济报道》2003年2月1日。

现泡沫经济^①,其理由如下:①我国部分城市房地产近两年投资迅猛增加,呈非理性白热化状态;②我国部分城市出现新的圈地热潮,房地产企业资产负债率居高不下;③我国部分城市房地产价格脱离全国物价指数而非理性上涨;④“三外”人士抢房地产,全民买房炒房产;⑤购房者中夹杂着相当大比例的投机性购房;⑥房地产开发商炒房地产概念,为房地产价格非理性上涨套上种种光环,而且炒房地产没有群众基础;⑦香港、新加坡与我国大中城市的房价没有可比性;⑧全国物价持续低位运行,房地产单独狂涨;⑨我国部分城市房地产空置率居高不下,房地产狂热可能已近高峰。

(2) 非泡沫论。该种观点以北京大学萧灼基教授、中国房地产及住宅研究会副会长包宗华、华远集团总裁任志强为代表。

第一,经济学家萧灼基教授认为中国房地产市场就总体而言不存在泡沫。^② 萧灼基指出,房地产有一定的空置率是正常的,没有的话,房屋的周转就成问题了;问题的关键是空置率不能过高。空置率超过多少才算是出现泡沫呢?国际上目前并没有统一的标准。对空置率也有两种不同的算法,算出的结果差异很大。因此,他认为争论是否出现泡沫的问题缺乏科学依据。

他认为有不少原因决定了中国房地产市场的高潮还在后面。首先,随着经济的发展,人们的住房条件将会进一步改善,人均住房面积一定会继续增加;其次,国际经验表明,城市化程度在30%—60%之间,房地产市场将进入高速发展期,中国目前的城市化水平大约是36%,正处于房产市场的快速发展时期;第三,中国加入WTO后,外资公司将会以更快的步伐涌入国门,他们对房产市场的需求很大;第四,消费水平的提高会对公共房产设施有越来越大的需求。

第二,中国房地产及住宅研究会副会长包宗华认为当前房地产市场并没有出现房地产泡沫。^③ 其理由主要有:①1998年以来开发投资和土地供应增幅较大,对带动国民经济发展、扩大内需、提高人民居住水平都做出了巨大贡献,但也潜伏着“持续发热”的危险;②住房销售面积达到竣工面积的90%以上,供销基本平衡,同时房价的涨幅基本合适。总的说来,2001

① 谢百三:《高度警惕我国部分城市房地产业的泡沫经济卷土重来》,《价格理论与实践》2003年第1期。

② 《著名经济学家萧灼基:房产市场总体上不存在泡沫》,《解放日报》2002年11月27日。

③ 《目前房地产热不是泡沫》,《生活时报》2002年3月5日。

年我国的房地产仍然处于良好的走势,没有出现1992年、1993年开发投资和土地供应翻番的“过热”问题,更不是房地产泡沫的高潮。

第三,华远集团总裁任志强认为房地产泡沫的论题最终将由市场作判断。^①他认为支撑房地产泡沫存在的论据还不充分,其理由主要有:①从全年已竣工的商品房数量与销售的总面积数量相比,销售率在96%以上。按商品房竣工面积中有相当约10%以上的面积是不能被列入可销售面积的规定看,实际销售的面积大于已竣工商品房面积中的实际可销售面积。因此房价是否虚高不是经济学家与官员口头的评价,而是市场决定的。市场目前的反映是房价没有虚高;②我国和世界各国的房价收入比的差别很大,根本的原因不只在在于中国城市居民的GDP水平和收入水平尚很低,重要的在于中国的收入非完全货币化,其中相当一部分实际收入未列入货币收入之中,经济学家们用于计算的统计数字与国际的人均收入的统计数字不是同一个起点和标准;③收入的高低是个相对的问题,房价的高低也是个相对的问题,每个不同收入的家庭都在按自己的收入能力购买与自己相适应的房屋,在收入不断提高的情况下会使更多的人进入购房的行列。因此需求只能不断提高而不会被消耗掉,并且不会出现断层。

(3) 存在泡沫危险论。该观点以前总理朱镕基、国家经贸委副秘书长马建堂、建设部部长汪光焘、建设部刘志峰副部长、中国房地产业协会副会长顾云昌为代表。

第一,前总理朱镕基2002年11月04日在泰国访问时表示,内地某些城市的房地产已出现过热现象,要严防出现房地产泡沫经济。2002年11月19日,他在香港会见驻港中资机构负责人时再一次重复了他在国庆节视察深圳时说的话,认为有些城市,不是全部,房地产有一点热,空置率太高,而且还在增长。朱镕基认为,这种说法主要是来自对房地产空置率较高并可能导致经济过热的忧虑。^②

第二,建设部部长汪光焘表示^③,我们一定会积极研究,推进解决中低收入家庭的住房问题。汪光焘表示,对房地产问题一定要认真对待,既要让房地产有一定发展,又要注意控制发展规模,防止房地产泡沫经济。

第三,建设部刘志峰副部长认为,目前部分地区投资增幅过大、土地供

① 资料来源于新浪房产,2003年1月13日。

② 《要严防房地产泡沫》,《香港商报》2002年11月4日。

③ 《建设部长汪光焘:防房地产泡沫》,《香港文汇报》2003年3月18日。

应过量、价格上涨过快,出现了不同程度的过热、虚热和结构性问题,存在较严重的市场风险,并认为这些问题主要表现为^①:① 部分城市房地产开发规模过大;② 部分地区投资增幅过大、土地供应过量,摊子铺得太大;③ 有些地区不能有效调控市场,房地产价格上涨过快,个别城市有些区位的地价上涨了一倍以上,有的住宅项目一两年内价格成倍增长;④ 部分地区住房供求结构失衡,商品房空置量增加;⑤ 个别地区背离国情建设高档住宅;⑥ 少数地区经济存在对房地产开发依赖的风险。

第四,国家经贸委副秘书长马建堂认为,当前我国房地产建设确实出现了局部过热和结构性问题。^② 2003 年第一季度,房地产投资在去年高基数的基础上,增幅仍高达 34.9%,比去年全年高 13 个百分点。综合上述情况,既要看到随着城镇化加速、城镇居民住房需求增加、住房市场化及二级市场的发展,我国房地产投资在较长的时间内仍会保持较快增长的实际情况。

第五,中国房地产业协会副会长顾云昌认为^③,房地产过热不等于泡沫存在。他指出,要谈中国房地产市场的泡沫问题,首先应该弄清泡沫与过热的区别,两者不能混为一谈。不能说房地产市场投资大、规模大、空置房多,就有泡沫。房地产热不能简单等同于泡沫。

2. 关于房地产泡沫若干观点的评述

从上面的论述中可知,评判泡沫的存在性不能只观察表面现象,还要分析其形成的原因及后果。下面就以给定的房地产泡沫的定义为出发点,对上面的泡沫论、非泡沫论、存在泡沫危险论观点作简单评述。

(1) 泡沫论者提出了一些论据,我们认为这些论据没有从房地产泡沫的定义出发,证明房地产泡沫存在的理由仍然不充分。

第一,房地产投资增长过快并不能说明泡沫的存在。因为,经济运行受周期的影响很大,而且各地区经济发展的环境不同,投资增长率的高低自然有很大差别,不能说投资额高一些,就认为房地产泡沫存在了。

第二,空置率过高不能说泡沫就存在。这主要从两点来看:国内与国外空置率的计算口径不统一,不能照搬国外有关空置率的警戒指标来判断我国的房地产市场;我国空置率居高不下有结构性原因,而这些因结构性

① 《高地价成引资障碍》,《21 世纪经济报道》2003 年 2 月 1 日。

② 马建堂:《关注经济运行新变化》,《经济日报》2003 年 4 月 28 日。

③ 顾云昌:《房地产业不存在很大泡沫》,《中国证券报》2002 年 12 月 26 日。