



高波 赵奉军等 著

中国房地产

周期波动与宏观调控

China's Real Estate Cycles and Macro-regulation



创于1897

商务印书馆
The Commercial Press

国家社会科学基金项目(06BJY084)最终成果

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(10JZD0025)阶段性成果



中国房地产

周期波动与宏观调控

高波 赵奉军等 著

商务印书馆

2012年·北京

图书在版编目(CIP)数据

中国房地产周期波动与宏观调控/高波著. —北京:
商务印书馆, 2012

ISBN 978-7-100-09405-4

I. ①中… II. ①高… III. ①房地产业—经济周期波
动—中国②房地产业—宏观经济调控—中国 IV.

①F299.233

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 213562 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

中国房地产周期波动与宏观调控

高波 赵奉军等 著

商务印书馆出版

(北京王府井大街36号 邮政编码100710)

商务印书馆发行

三河市尚艺印装有限公司印刷

ISBN 978-7-100-09405-4

2012年12月第1版

开本 890×1240 1/32

2012年12月北京第1次印刷

印张 10.75

定价:38.00元

前 言

在现实世界中,经济周期波动总是周而复始地发生,美国次贷危机所引发的全球金融危机,再一次给人们敲响了警钟。世界上一些大规模的经济周期事件,通常都与房地产市场有着直接的关系。而且,任何一种经济周期或房地产周期现象,几乎都与不同程度的金融危机或经济危机相关。特别是20世纪90年代以来的三次大危机(1990年日本泡沫经济破灭、1997年亚洲金融危机和2007年美国次贷危机),房地产泡沫的破灭无一例外地成为这三次经济周期转入萧条的关键事件,每一次房地产泡沫的破灭都与整体经济的恶化是一致的。房地产泡沫崩溃,除了直接带来金融危机,还将造成实体经济的衰退,并对社会财富分配和社会稳定产生严重伤害。这表明经济周期与房地产周期存在一定的关联性,且经济周期和房地产周期的剧烈波动具有巨大的危害性。

因此,必须深入研究经济周期和房地产周期理论,深刻把握经济周期和房地产周期规律,探求应对周期之策,实现金融安全和经济安全。经济周期理论是房地产周期研究的理论基础,经济周期理论为房地产周期的研究提供理论指导。房地产周期理论的研究,能够为经济周期理论的研究提供更为翔实和独特的案例与理论素材及观点,并进一步深化经济周期理论的研究。通过对经济周期和房地产周期理论的深入研究,准确把握经济周期和房地产周期波动的趋势,及时做出预警,并制定和实施经济运行和房地产市场宏观调控的政策措施,采取相应的反周期策略,防止衰退和萧条,治

理通货紧缩,防范经济泡沫和房地产泡沫过度膨胀以至破灭。

房地产周期波动是房地产经济运行的基本规律,人们如何科学描述和全面把握房地产市场的运行规律是一个难题。改革开放以来,特别是2000年以来,中国房地产业(本文特指中国大陆地区的房地产业)高速增长,房地产市场不断发育和完善,房地产周期波动呈现出显著的增长型周期特征。同时,尽管中国还没有出现全局性的房地产泡沫问题,但区域性的房地产泡沫问题已十分突出。20世纪90年代的房地产市场调整,导致海南的房地产泡沫破灭;2008年出现的房地产市场调整,使深圳的房地产泡沫破灭,并有效地挤压了全国的房地产泡沫,房地产市场一度陷入困境。所以,深入剖析中国房地产周期波动现象,科学揭示中国房地产周期波动特征,谋求防止房地产市场过度繁荣和极度低迷之策,是本课题研究的宗旨。作为一种尝试,本书尽力在以下几个方面进行理论创新和实践探索。

1. 构造房地产周期波动的理论分析框架,梳理相关理论模型和计量分析方法

在理论模型方面,微观的蛛网模型构成了早期及当代研究房地产周期波动的基础,宏观的乘数—加速数理论模型描述的房地产周期是一个具有二阶自回归特征的内部传导过程。存量—流量模型进一步考虑了房地产具有使用耐久性的特征。在考虑到不确定性的楔子模型中,不确定性的存在给价格变化与房地产开发投资调整之间打入一个楔子,使得从房地产价格变化到房地产供给调整变成一个需要延续多期的过程。

在对房地产周期波动的具体测度方面,各种滤波方法适合对单一变量分解出其周期波动序列,而景气指数方法采用多个或多组变量的综合变动来反映房地产周期波动。在对周期成分的具体建模方面,主要有自回归移动平均模型、调和模型、谱分析模型和体制转变模型四种。

房地产周期波动的对称性是一个比较前沿的领域,可以通过游程检验、Fisher's Kapper 统计量以及 Kolmogorov-Smirnov 统计量来验证序列的周期性,在此基础上,采用赛赫(Sichel)技术对周期性成分进行非对称性检验。

2. 测度中国房地产开发投资周期、房地产需求周期和房地产价格周期,揭示房地产周期波动特征,分析经济周期与房地产周期的关联性

从供给角度研究房地产开发投资周期。中国房地产开发投资和住宅投资无论是从投资总额还是从占 GDP 的比例来看,都波动剧烈,变异系数远高于 OECD 国家,人均收入和房价的变动显著地影响中国房地产开发投资。中国房地产开发投资存在周期长度为 12 年和 3 年的中周期和短周期。中国的住宅投资,在古典型周期阶段,存在一个年限为 3 年左右的主周期;在增长型周期阶段,存在一个年限为 10 年左右的主周期和 3 年左右的次周期。20 个大中城市的房地产开发投资周期存在较为明显的地域差异,在周期波动的年限上也不大相同,这证实了房地产市场作为区域市场的根本特征。

对房地产需求周期的研究表明,中国存在 6 年左右的房地产需求周期。高速的收入增长、人口增长和人口结构的变化以及金融支持促使中国房地产需求快速增长,收入和房价预期显著地推动房地产需求增加,而房价对房地产需求产生负的影响,符合需求定律。

房地产价格周期波动,受到人们的普遍关注。中国房价的走向由建筑成本和收入的变动决定,中国房地产价格周期波动存在 12 年左右的中周期和 2—4 年的短周期。中国 35 个大中城市的房价存在显著的空间自相关。18 个大中城市,房价波动都具有显著的周期性,并不存在完全同步的房价周期,不同城市之间房价周期的关联性强度存在显著差异,在具有较强相关性的城市之间,房价波动也不完全同步,而是存在丰富的领先—滞后关系。

中国总产出与住宅投资在 10 年的周期上具有较强的相关性,

总产出周期的变动领先于房地产需求周期,总产出周期与房地产价格周期不存在领先—滞后特征,而房地产价格波动领先于固定资产投资及CPI。房地产开发投资周期与房地产需求周期的联动紧密,具有一致性;房地产价格周期与房地产开发投资周期之间并不存在显著的领先—滞后关系,而房地产需求的波动显著领先于房地产价格的波动。

3. 阐述政府针对房地产周期波动实行房地产市场宏观调控的必要性,探讨中国房地产市场宏观调控的目标和工具,分析中国房地产市场宏观调控的效果

由于房地产业在国民经济中的支柱产业地位和住房商品的复杂性,且房地产市场普遍存在市场失灵和“羊群效应”以及由此引发社会问题,政府有必要加强对房地产市场的宏观调控。对于政府来说,实行房地产市场宏观调控和政府干预是极具挑战性的。

中国房地产市场宏观调控的总体目标是实现房地产业的持续、稳定、健康发展。这个目标具体细化为房地产市场供求总量基本平衡,房地产供应结构合理,房地产交易平稳增长,房地产价格稳定,住房资源合理配置和房地产业可持续发展。政府运用土地政策、金融政策和财政政策等经济手段,价格指导、价格管制和规划引导等行政手段以及法律手段等对房地产市场实行宏观调控,熨平房地产周期波动,以实现房地产市场宏观调控目标。

20世纪90年代以来,中国政府根据经济运行态势和房地产市场的表现,直接针对房地产市场实行了五轮宏观调控,包括两次扩张型宏观调控和三次紧缩型宏观调控,都取得了较好的效果。要不断总结房地产市场宏观调控的经验,进一步提高宏观调控的科学水平,适时预调、微调,把握最佳的调控时机和调控力度。

4. 分析土地政策、货币政策和财政政策等对房地产市场宏观调控的政策效应,提出政策建议

土地政策是房地产市场宏观调控的重要手段。在市场经济条

件下土地作为房地产业的重要生产要素,从“质”和“量”两个方面表现出对房地产开发投资的影响。从“质”的方面来看,土地价值的波动对房地产开发商的投资行为产生影响;而从“量”的方面来看,土地供应量的变化对房地产开发投资水平具有调节功能,借此政府可以调控房地产市场。从长期来看,调整土地投放量具有调节房地产开发投资水平的政策效应。

货币政策对房地产市场的宏观调控,具有显著的行业效应和区域效应。从货币政策的行业效应来看,利率对房地产行业冲击存在价格难题,货币供给量对房地产业的冲击表现出正向冲击主导和瞬时性强的特征。从货币政策的区域效应来看,中西部地区房地产需求对信贷扩张较东部地区敏感,而东部地区房地产需求对利率更敏感。房地产信贷和利率对房地产供给的影响,东部地区不明显,中西部地区较明显。房地产信贷扩张促使房地产价格呈现快速上涨趋势,且东部地区最为显著。而利率对房地产价格的冲击,全国和中西部地区房地产价格和利率之间存在负向关系,但系数相当小,作用力不强,东部地区不明显。

财政政策的变化将对房价产生影响,扩张性财政政策导致房价上涨,紧缩性财政政策对房价产生负面影响。财政收入政策和财政支出政策都对房价产生影响,但影响的方向和程度是有差异的。财政支出政策对房价的影响显著为正,财政支出的增加将促使房价上升。现实中,房地产业税负水平偏高,房地产业税负水平区域差异显著。

土地政策必须具有前瞻性、长远性和区域差异性,要破除地方政府对土地财政的依赖,从中央政府层面限制土地储备量,防止地方政府通过土地储备控制土地市场。实行土地政策的分类指导,制定和实施不同主体功能区的土地政策,改变土地政策一刀切的状况,在土地利用总体规划指导下,优化建设用地供应结构,促进工业化和城市化协调发展。货币政策的制定和实施必须有一定的

超前性、灵活性和区域性,尽可能提高货币政策的效率。由于货币政策冲击存在明显的行业特征和区域差异,中央银行应根据不同行业 and 不同区域对货币政策的反应程度,区别不同行业 and 不同区域制定 and 实施差别性的货币政策。推进中国的财政体制改革,降低房地产业的税负水平。在财政收入政策方面,按照“宽税基、简税种、低税率”的原则,实现房地产开发流转环节税收为主向房地产保有环节税收为主的房地产税制转型。在财政支出政策方面,确保保障性住房或公共住房的投入,促进公共服务设施投入的均等化。

5. 揭示住房保障对房地产周期波动的影响机理,分析住房保障政策效应,提供完善住房保障制度的建议

住房保障为中低收入居民提供物质保障、安全保障、精神保障、尊重保障和发展保障,住房保障对于提高社会财富水平、稳定社会秩序、增进低收入群体的社会归属感、体现社会关爱及实现社会公正与和谐,以及平抑房地产周期波动,具有不可替代的功能。地方政府给开发商提供便宜的土地和减免税收进行保障房建设,并核定购买资格,实际上分流了对商品房的需求,同时增加了有效供给,在商品房需求减少和有效供给增加的同时,降低了商品房价格。对中国住房保障效应的实证分析表明,适当加大经济适用房等保障房供应,将有效抑制住房价格上涨。

从保障对象来看,保障房除了保障城市中低收入群体外,必须把城市外来务工人员纳入住房保障对象。住房保障的职责主体是地方政府,但基于公共部门在营运管理过程中的效率往往低于私人部门的事实,可以引进企业参与保障房的建设和管理。住房保障的资金以财政预算安排为主,多渠道筹措。从保障房的分配机制来说,地方政府可以设立非营利组织充当审核的第三方机构,对辖区内居民住房情况进行摸底调查,建立网上监督平台,并进一步加强社会信用体系的建立。保障房的定价以保本微利为基本原则。根据保障房的不同类型,合理确定保障房的产权归属。

目 录

前言	1
第一章 经济周期与房地产周期：理论和现实	1
一、问题的提出	1
二、经济周期理论	4
三、房地产周期的内涵和事实	12
四、经济周期与房地产周期的关联性	24
五、中国经济周期与房地产周期的特征	31
六、本书的逻辑结构	37
第二章 房地产周期波动：理论模型与计量方法	40
一、引言与文献回顾	40
二、房地产周期波动的理论模型	42
三、房地产周期波动的计量方法	51
四、房地产周期波动测度的其他问题	66
五、结论	69
第三章 房地产投资周期：总体水平和区域差异分析	70
一、引言与文献回顾	70
二、中国房地产开发投资周期分析	76
三、中国住宅投资周期分析	85

四、房地产投资周期的区域差异分析	94
五、结论	99
第四章 房地产需求周期的实证分析	101
一、引言与文献回顾	101
二、房地产需求：概念界定与决定因素	103
三、房地产需求周期波动的测度	112
四、结论	117
第五章 房地产价格周期：动态变化和区域差异分析	119
一、引言	119
二、中国房地产价格周期分析	121
三、20个城市房地产价格周期的区域差异分析	137
四、结论	150
第六章 房地产市场宏观调控：目标、工具与效果	152
一、引言	152
二、房地产市场宏观调控的必要性分析	157
三、房地产市场宏观调控：目标与工具	162
四、中国房地产市场宏观调控：历程、效果及问题	170
五、结论	183
第七章 土地政策：传导机制与区域效应	185
一、引言与文献回顾	185
二、土地政策的传导机制与效应分析	187
三、土地政策区域效应的实证分析	191
四、对实证结果的进一步分析	202
五、结论与政策建议	211

第八章 货币政策：行业效应与区域效应	213
一、问题的提出	213
二、文献回顾	216
三、行业效应：理论模型与实证分析	219
四、区域效应：模型设立与实证分析	229
五、结论与政策建议	236
第九章 财政政策：税负水平与房价效应	238
一、引言与文献回顾	238
二、财政政策房价效应的理论分析	243
三、房地产业税负水平比较分析	249
四、财政支出政策房价效应的实证分析	254
五、结论	258
第十章 房地产周期波动与住房保障	260
一、引言与文献回顾	260
二、部分发达国家的住房保障政策评述	262
三、中国住房保障的实践	267
四、住房保障的功能	277
五、住房保障对房地产周期波动的影响机理	280
六、住房保障效应的实证分析	287
七、结论与政策建议	295
参考文献	299
附录	323
后记	326

第一章 经济周期与房地产周期： 理论和现实

一、问题的提出

现代经济增长史表明,任何一种经济周期或房地产周期现象,几乎都与不同程度的金融危机或经济危机相关。爆发于美国次贷危机的全球金融危机是一个活生生的例证。2006年第四季度美国房地产市场投机泡沫开始破灭。2007年5月,美国经济开始显现次贷危机。2008年9月,占美国房贷市场半壁江山的美国五大银行之二的“房利美”及“房地美”被美国政府接管,美国第四大投资银行“雷曼兄弟银行”申请破产保护,第三大投资银行“美林投资银行”被美国银行收购。以华尔街为中心的美国金融危机暴露在世人面前。美国次贷危机的起因是美国房地产市场人为制造的过度需求,引致房地产市场泡沫破灭,造成次级住房抵押证券急剧贬值,进而引发金融危机。

受美国次贷危机引发的全球金融危机的影响,欧美等西方发达国家、新兴市场经济国家乃至全球,先是虚拟经济后是实体经济经历了急剧衰退、止跌徘徊、缓慢回升的痛苦历程。在全球金融危机不断蔓延的过程中,已与世界经济融为一体的中国经济,同样面临外贸需求萎缩、出口急剧下降、股票市场大幅下跌、房地产市场深度调整、国内投资和消费需求低迷、经济增长乏力的困境。

其实,经济危机现象早已有之。至少从1702年开始,英格兰

就出现了经济危机的现象。观察家发现,在过了几年相对繁荣的好日子之后,就会不可避免地经历一场恐慌。在危机之后每一次都是经济自我复苏,而且多数时候经济在复苏后都会上升到更高水平的稳定状态。但是,每一次复苏都只有几年时间,随后又会发生新的危机,并再次摧毁经济。从1702年到1791年间,银行家亨利·桑顿就看到英格兰共发生了18次经济危机。此后,世界上严重的经济周期事件不断上演。在1837年,美国发生了一次经济危机,随着泡沫的破灭,芝加哥的一块曾经在1836年卖到1.1万美元的土地,到1840年只要花100美元就能够买到。1872年,围绕着铁路行业的投机又导致了一场全球性的危机。20世纪以来,影响重大的经济周期和危机出现了多次,特别是1929年的大萧条、20世纪90年代初期日本的泡沫经济危机、1997年的亚洲金融危机和由2007年美国次贷危机引发的全球金融危机。事实上,发展中国家的危机已经有规律地频繁发生,相关统计表明,1970—2007年间共发生了124次经济危机(Luc Laeven and Fabian Valencis, 2008)。

古典经济学家萨伊、李嘉图、穆勒、马克思等都曾经观察到并分析过经济周期的现象。朱格拉率先认识到经常性的经济危机并不是一些简单的相互独立的事件,而是经济组织内在不稳定性、周期性重复发作的体现。他写道:“萧条的唯一原因就是繁荣。”美国经济学家韦斯利·米切尔在1913年出版的著作《经济周期》中,对经济周期做了如下的定义:经济周期是一个由工商业企业占主体的国家的整体经济活动出现波动的现象(拉斯·特维德,2008,第65页)。这就意味着,只要是工商企业成为经济活动的主体,无论政府的主观愿望如何,都不能避免经济周期波动或经济危机的来临。

值得关注的是,在这些大规模的经济周期事件中,通常都与房地产市场有着直接的关系,特别是20世纪90年代以来的三次大危机,房地产泡沫的破灭无一例外地成为这三次经济周期转入萧

条的关键事件，每一次房地产泡沫的破灭都与整体经济的恶化是一致的。正是因为如此，房地产周期波动现象又被人们称之为“周期之母”。

在中华人民共和国成立后的相当长时期内，中国房地产市场几乎不存在，也就谈不上研究房地产周期问题。改革开放以来，特别是近 10 年来，中国房地产业的发展为经济增长提供了强有力的保障和支撑，对于扩大内需、拉动相关产业发展、增加就业和促进国民经济发展作出了重要贡献，并已成长为国民经济的支柱产业。但是，在有数据可查的短短 20 多年的房地产业发展历程中，中国房地产市场大起大落、波动剧烈的问题比较突出，而且其波动具有明显的周期性。

因此，研究中国的房地产周期波动现象和规律，不仅有着重大的理论价值，而且具有十分显著的实践意义。主要表现为：（1）对房地产周期规律的研究，有利于科学描述和把握房地产市场的运行规律。房地产周期波动是房地产经济运行的基本规律，通过对房地产周期波动的深入研究，可以更为全面地把握房地产市场的运行规律。（2）对房地产周期规律的研究，将进一步深化经济周期理论的研究。一方面房地产周期波动的研究需要借助经济周期理论的指导；另一方面对中国房地产周期理论的研究，能够为经济周期理论的研究提供更为翔实和独特的案例与理论素材及观点。（3）深化房地产周期规律的研究，并据此制定和实施房地产市场宏观调控的政策措施，可以防止因房地产价格波动而加剧金融风险，以至引发房地产泡沫破灭和产生金融危机。尽管中国还没有出现全局性的房地产泡沫问题，但 20 世纪 90 年代的房地产市场调整，导致了海南的房地产泡沫破灭；2008 年出现的房地产市场调整，使深圳的房地产泡沫破灭，并有效地挤压了全国的房地产泡沫，房地产市场发生了短暂的严重衰退和萧条。现实表明，在房地产周期上升阶段，存在房地产泡沫是常态；在房地产周期下降阶

段,房地产泡沫破灭的风险较大,而房地产泡沫破灭的危害是极大的。在后金融危机时代,无论是全球金融危机的发生,还是海南、深圳的房地产泡沫破灭,都给我们敲响了警钟。为了防范房地产泡沫过度膨胀以至破灭,必须准确把握房地产周期波动的趋势,及时做出预警,并采取相应的反周期策略。

研究中国的房地产周期波动,需要对以下问题做出科学回答:(1)是什么因素导致了中国房地产市场的波动?(2)中国房地产周期波动的基本特征是什么?(3)如何对中国房地产周期波动现象进行理论解释?(4)中国房地产周期波动与经济周期的关系如何,它们是怎样产生相互影响的?(5)中国房地产市场宏观调控的效果如何?(6)如何防止房地产市场的极度低迷和过度繁荣,避免房地产市场的大起大落,适度熨平房地产周期波动?对上述问题的解答,研究者需要具备扎实的理论功底,以建构一般的理论分析框架和模型,并深入实际,根据对现实的科学认知和理性判断,做出客观准确的统计描述和逻辑严密的计量分析来进行实证检验,从而提供理论价值高和应用价值大的研究成果。

二、经济周期理论

(一) 经济周期的类别

在近 300 年人类经济发展史上,经济周期现象已经引起了许多研究者和实践者的关注,人们对于经济周期的认识越来越深入,已经积累了丰富的理论成果。卢卡斯将经济周期定义为与某种类型的价格和其他变量协同运动相关联的就业、产出及产出组合的反复波动(卢卡斯,2000[1977])。学术界关注的经济周期主要有存货周期、产能周期、建筑周期和技术社会变迁周期等。

1. 短周期: 存货周期

美国经济学家约瑟夫·基钦(Kitchin, Joseph, 1923)在《经济因素中的周期与趋势》一书中,研究了美国和英国 1890—1922 年

的利率、物价、生产和就业等统计资料,从中发现厂商生产过多时就会形成存货,从而减少生产,进而形成3—5年的经济周期波动。基钦把这种短期调整称为存货周期,后人把3—5年的存货波动周期称为基钦周期。伴随着物流业的发展,短周期的时间长度越来越短。二战以后的经验研究表明,短周期的平均长度为40个月,其上升阶段比较明显,而顶部及下降阶段则不明显,往往受到所处经济发展大背景的影响。过去对短周期的观察可能受到了中周期的干扰,实际的短周期可能更短。

2. 中周期：产能周期

法国经济学家朱格拉(Juglar, C., 1862)在《法国、英国、美国的商业恐慌与其周期的再现》一书中,基于银行贷款的数字、利率、物价的统计资料,研究了英、法、美等国家工业设备投资的变动情况,发现了9—10年的周期波动,这就是中周期,也即朱格拉周期。例如,美国从1795年至1937年的142年中,共经历了17个中周期,其平均持续时间约为8.35年。西方世界对朱格拉周期进行了丰富的研究,一致认为,朱格拉周期的产生是由于失业和物价随设备投资的波动而产生变化,从而导致10年左右的周期波动。这种说法是当前的主流观点。中周期也被称为设备投资循环,是一种产能周期。马克思在《资本论》里详细地论述了设备周期。熊彼特认为中周期反映了经济在特定技术和制度环境下的“自然兴衰”。

3. 中长周期：建筑周期

中长周期是在1930年由俄裔美籍经济学家西蒙·库兹涅茨(Simon Kuznets, 1930)在《生产和价格的长期运行》一书中提出。库兹涅茨根据美、英、德、法和比利时等国60种工农业主要产品产量和35种工农业主要产品价格变动的时序资料,剔除了期间短周期和中周期的变动,发现存在15—25年的中长周期。这种中长周期,也被定义为库兹涅茨周期。这种周期与建筑业的兴衰有