



方东平 刘洪玉

主编

清华大学建设管理丛书

Construction Management Series

清华大学国际工程项目管理研究院组编

Institute of International Engineering Project Management

Tsinghua University

# 房地产价格与 宏观经济的关系研究

沈悦 著

中国水利水电出版社  
知识产权出版社



清华大学出版社

TSINGHUA UNIVERSITY PRESS

清华大学经济管理学院系列教材

Financial Management Series

清华大学经济管理学院系列教材

Financial Management Series  
Tsinghua University

# 房地产价格与 宏观经济的关系研究

黄友文

清华大学经济管理学院  
清华大学出版社



方东平 刘洪玉 主编

清华大学建设管理丛书

Construction Management Series

清华大学国际工程项目管理研究院组编

Institute of International Engineering Project Management

Tsinghua University

# 房地产价格与 宏观经济的关系研究

沈悦 著

中国水利水电出版社  
知识产权出版社

## 内容提要

本书系“清华大学建设管理丛书”之一，在借鉴国际房地产市场发展经验及相关研究成果的基础上，分析了房地产价格的长期变化规律，建立了房地产价格与宏观经济关系研究的理论框架，对我国经济基本面对住宅价格的解释能力进行了实证研究，并进一步从波及效应、成本效应、财富效应和投资效应角度，研究当前我国房地产价格对宏观经济的影响，提出了我国当前处理好房地产价格与宏观经济关系的政策目标和具体的政策建议。本书理论与实证分析相结合，定性分析与定量分析相结合，文献综述详尽，内容翔实，实证分析部分数据新、针对性强。

本书可供政府管理部门、市场研究机构、房地产开发企业、经济研究部门等领域的房地产业内人士参考，也可作为大专院校房地产经济学和宏观经济学相关专业教师、研究生和本科生的参考教材或教学用书。

**选题策划：**阳 森 张宝林 E-mail: yangsanshui@vip.sina.com; z\_baolin@263.net

**责任编辑：**阳 森 张宝林

**文字编辑：**莫 莉

## 图书在版编目 (CIP) 数据

房地产价格与宏观经济的关系研究 / 沈悦著. —北京:

中国水利水电出版社: 知识产权出版社, 2006

(清华大学建设管理丛书 / 方东平, 刘洪玉主编)

ISBN 7 - 5084 - 4126 - 5

I. 房… II. 沈… III. 房地产—价格—关系—宏观经济—  
研究—中国 IV. F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 122727 号

清华大学建设管理丛书

## 房地产价格与宏观经济的关系研究

沈悦 著

中国水利水电出版社 出版发行 (北京市西城区三里河路 6 号; 电话: 010-68331835 68357319)  
知识产权出版社 (北京市海淀区马甸南村 1 号; 电话、传真: 010-82000893)

北京科水图书销售中心 (零售) 电话: (010) 88383994、63202643

全国各地新华书店和相关出版物销售网点经销

中国水利水电出版社微机排版中心排版

北京市兴怀印刷厂印刷

850mm×1168mm 32 开 9.375 印张 194 千字

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月第 1 次印刷

印数: 0001—3100 册

定价: 22.00 元

ISBN 7 - 5084 - 4126 - 5

## 版权所有 侵权必究

如有印装质量问题, 可寄中国水利水电出版社营销中心调换

(邮政编码: 100044, 电子邮件: sales@waterpub.com.cn)

# 总序

从人类文明发端直至今天，建设事业始终保持着社会发展的基础地位。建设活动在为人类提供了更好的生存、生活、进化和发展的同时，也不乏因认识肤浅和违背科学而造成决策失误、管理失策，导致建设质量低劣、经济损失、人员伤亡、事故惨重之例；更有对自然环境不可恢复的破坏，对宝贵资源无法复得的浪费之惨痛教训。数百年来，世界各国在对本国建设事业和建设活动的管理过程中积累了丰富的丰富而宝贵的成功经验和失败教训，并结合各自的经济社会、文化政治特点形成了各种独特的管理模式和知识体系。

当前，我国正在进行着有史以来最大规模的工程建设，其规模之大在世界上也属罕见；可以预计，至少到2020年，我国都将持续地进行世界上几乎是最大规模的工程建设。然而，在工程建设管理科学和技术领域，我国基础薄弱、经验不足，理论研究尚待进一步深入系统，学科建设尚在探索成型之中。大建设为我国工程建设管理科学和技术的发展提供了不可多得的良好机遇，同时对其发展也提出了不可回避的严峻挑战。机遇来自挑战，挑战即是机遇。

面对机遇和挑战，清华大学于2001年在原外经贸部和学校领导的支持下成立了清华大学国际工程项目管理研究院。本院秉持高水平、国际化、开放式

的定位，主要致力于建设管理领域的科研、咨询和培训工作。在近年来工作的基础上，本院组织编写这套建设管理丛书，基本立意为：立足国内，放眼世界，针对我国建设管理的热点问题，借鉴发达国家和地区的建設管理经验，从经济、管理、法律等多方位研究探讨我国建设事业和工程建设活动的发展规律和趋势，以及与其相适应的科学的管理模式，持续地为我国建设事业的发展提供最新的研究成果和资讯，为工程建设管理学科的发展构建一个高水平的学术交流论坛。

本套丛书尝试突出三个特色：一是兼收并蓄，欢迎国内、国外的学者和专家用汉语或英语将自己相关的研究成果和工程经验撰写成著；二是与时俱进，拟伴随着我国建设小康社会的历程，在较长一段时期内每年出版若干册，收揽各个阶段国内、国外建设管理的重要思想和成果；三是实用创新，鼓励出版反映热点、贴近实际的新理论、新方法和新观点。

殷切希望在广大作者和读者的大力支持下，本套丛书能够在我国建设管理领域中成为——

**汇集百家精华之文库，收藏时代印记之史鉴。**

**全国人民代表大会常务委员会委员**

**清华大学国际工程项目管理研究院院长 袁驷**

**清华大学土木水利学院院长**

2004年11月于清华园

# 前言

我们这一代从事房地产学术研究的教师和学生是非常幸运的，因为我们生活在我国房地产业大发展的时代，在这个阶段，有无数难题需要我们去研究，为解决数亿城镇居民的住房问题，为我国房地产业和国民经济的健康发展作出自己应有的贡献。但我们也面对着巨大的挑战，国情的不同使得我们不可能照搬照抄他国的经验，数据的匮乏和不规范使得我们无法准确地判断和研究我国房地产市场过去和现在发生的一切。如何对我国房地产业的发展状况做出准确地判断和预测，如何更加规范地进行房地产经济学领域的学术研究，一直是我国房地产学术界面临的难题。

在目前我国房地产业和宏观经济的发展阶段，房地产价格和投资是两个最核心、最热点，也是最敏感的问题。我从本科毕业直接攻读博士学位开始，就在刘洪玉教授的悉心指导下，研究房地产价格和宏观经济的互动关系。本书是近5年来我在这个领域探索的一个阶段性的成果集，将我的博士论文以及在《经济研究》等刊物上发表的相关文章进行梳理，力图构建一个相对完整的研究框架，提供规范的理论 and 实证研究方法。但囿于学术视野和学术水平，书中难免还有部分不尽如人意甚至谬误之处，衷心希望读者能够指出，并与我（E-mail: shenyue@tsinghua.edu.cn）联系。

此书的问世，要感谢方方面面的人士。首先是我的导师刘洪玉教授，刘教授为我的研究提供了非常多的学术资源，正确把握研究的方向，他的为人为学，都值得我终身学习。其次要感谢清华大学房地产研究所的老师和同学们，研究所良好的研究氛围以及融洽的关系使我受益无穷。最后要感谢我的家人和朋友以及中国水利水电出版社的同志，正是在你们的支持下，此书才会与读者见面。

沈悦

2006年9月9日于清华大学



# 目 录

总序

前言

|     |                                  |    |
|-----|----------------------------------|----|
| 第一章 | 绪论 .....                         | 1  |
|     | 第一节 研究的现实背景 / 2                  |    |
|     | 第二节 研究目的与意义 / 9                  |    |
|     | 第三节 研究对象与范围 / 12                 |    |
|     | 第四节 研究方法、技术路线与结构安排 / 17          |    |
| 第二章 | 国内外研究现状与发展 .....                 | 21 |
|     | 第一节 国外研究综述 / 21                  |    |
|     | 第二节 国内研究概况 / 34                  |    |
| 第三章 | 国际经验借鉴 .....                     | 37 |
|     | 第一节 房地产价格的变化规律 / 38              |    |
|     | 第二节 房地产价格与经济周期 / 49              |    |
|     | 第三节 房地产价格与金融系统 / 60              |    |
| 第四章 | 房地产价格与宏观经济的作用<br>机制 .....        | 68 |
|     | 第一节 宏观经济对房地产价格的作用机制 / 68         |    |
|     | 第二节 房地产价格对宏观经济的作用机制 / 79         |    |
|     | 第三节 房地产价格与宏观经济关系研究的<br>理论框架 / 83 |    |
| 第五章 | 我国房地产价格和宏观经济指标关系<br>的定性判断 .....  | 91 |

|            |                        |            |
|------------|------------------------|------------|
| 第一节        | 房地产价格与价格指数的关系          | / 92       |
| 第二节        | 房地产价格与居民收入的关系          | / 96       |
| 第三节        | 房地产价格与 GDP 的关系         | / 99       |
| 第四节        | 房地产资产价值量与 GDP 的关系      | / 101      |
| <b>第六章</b> | <b>我国房地产价格走势的分析与预测</b> | <b>118</b> |
| 第一节        | 理论基础                   | / 119      |
| 第二节        | 我国住宅价格走势的分析            | / 121      |
| 第三节        | 14 个城市住宅价格走势的分析        | / 134      |
| 第四节        | 北京与上海住宅价格走势的分析         | / 147      |
| 第五节        | 对未来我国房地产价格走势的预测        | / 154      |
| 第六节        | 本章小结                   | / 157      |
| <b>第七章</b> | <b>房地产价格的波及效应</b>      | <b>159</b> |
| 第一节        | 价格波及效应的投入产出分析模型        | / 160      |
| 第二节        | 房地产价格波及效应的定量分析         | / 163      |
| 第三节        | 价格稳定平台理论               | / 168      |
| 第四节        | 本章小结                   | / 179      |
| <b>第八章</b> | <b>房地产价格的成本效应</b>      | <b>181</b> |
| 第一节        | 住宅价格对居民生活成本的影响         | / 181      |
| 第二节        | 住宅价格对劳动力成本的影响          | / 189      |
| 第三节        | 住宅价格与城镇就业的关系           | / 196      |
| 第四节        | 住宅价格对居民和企业成本的综合影响      | / 202      |
| 第五节        | 城市住宅价格变化过程中其他指标的变化特征   | / 211      |
| 第六节        | 本章小结                   | / 213      |

|      |                                    |     |
|------|------------------------------------|-----|
| 第九章  | 住宅价格的财富效应 .....                    | 215 |
| 第一节  | 市场经济条件下住宅价格的<br>财富效应 / 215         |     |
| 第二节  | 我国住宅价格财富效应的<br>实证研究 / 223          |     |
| 第三节  | 35个大中城市住宅价格财富效应的<br>实证研究 / 227     |     |
| 第四节  | 结论与分析 / 232                        |     |
| 第五节  | 本章小结 / 237                         |     |
| 第十章  | 房地产价格的投资效应 .....                   | 239 |
| 第一节  | 理论分析 / 239                         |     |
| 第二节  | 我国房地产价格投资效应的<br>实证研究 / 243         |     |
| 第三节  | 35个大中城市房地产价格的<br>Tobin's Q效应 / 255 |     |
| 第四节  | 本章小结 / 258                         |     |
| 第十一章 | 结论 .....                           | 260 |
| 第一节  | 理论研究的主要成果 / 261                    |     |
| 第二节  | 实证研究的主要结论 / 263                    |     |
| 第三节  | 政策建议 / 267                         |     |
| 第四节  | 进一步的研究工作 / 274                     |     |
| 参考文献 | .....                              | 277 |

# 绪 论

房地产既是重要的生产和生活资料，也是一种非常重要的资产。房地产市场的运行既受宏观经济影响，也深刻影响着宏观经济的发展。在房地产业与宏观经济千丝万缕的联系中，房地产价格是其中最具有影响力，也是最关键的一个因素<sup>[1]</sup>。从微观角度来看，房地产价格的波动关系到人们的生活水平；从中观角度来看，房地产价格水平是一个城市或者地区竞争力的重要组成部分；从宏观角度来看，房地产价格对一个国家国民经济的产业结构、产业政策和产业协调发展等方面都有着重要的影响。

能否保证房地产价格与宏观经济的协调发展，是摆在各国政府面前的一个难题。20世纪80~90年代，美国、日本以及东南亚各国和地区相继发生的房地产价格崩溃都曾给这些国家和地区的宏观经济带来了巨大的负面影响。从理论研究层面来看，房地产价格与宏观经济关系的研究，一直受到国内外学术界和政府的重视。自20世纪80年代以来，房地产价格与宏观经济的关系一直是相关领域的前沿和热点课题之一。

## 第一节 研究的现实背景

### 一、房地产业在我国国民经济中的地位日趋重要

我国房地产业的发展从 20 世纪 80 年代中后期开始起步,自 20 世纪 90 年代初以海南为中心的“地产泡沫”破裂后,房地产业的发展进入了调整期。1996 年,建设部正式提出把住宅建设培育成为国民经济新的增长点。1997 年,受东南亚金融危机影响,我国迫切需要找到一个能强劲拉动经济发展的新的增长点,住宅建设扮演了这种历史角色。国民经济新的增长点的说法被 1997 年与 1998 年的中央经济工作会议和 1998 年与 1999 年的《政府工作报告》所采用。1998 年下半年,福利分房被停止,房地产业的发展掀开了新的一页,“把住宅建设培育成为国民经济新的增长点”的说法被置换为“力争将房地产业发展为国民经济的支柱产业”。

1998~2002 年是我国房地产业发展的黄金时期。这 5 年中,全国房地产开发投资年均增长 19.5%,直接和间接拉动 GDP 增长每年保持在 2 个百分点左右<sup>[2]</sup>;房地产开发投资占固定资产投资的比重由 12.7% 提高到 17.9%;商品房竣工面积、销售面积年均增长分别为 15.5% 和 22.6%;全国城镇个人购买占商品住宅销售总额的比重由 54.5% 提高到 95.3%。2002 年,全国个人购买新旧住房和建房支出总额约 8000 亿元,城镇居民已成为住房市场需求的主体。5 年中城镇住宅建设累计竣工建筑面积 34 亿 m<sup>2</sup>。2002 年,城镇人均住房建筑面积达到了 22.8m<sup>2</sup>。

房地产业的发展,对于改善居民居住条件、拉动经济增长、扩大就业以及加快城市建设都发挥了重要作用。2003年8月12日,国务院《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(18号文件)充分肯定了中国房地产业对社会经济发展的贡献,明确作出了“房地产业关联度高,带动力强,已经成为国民经济的支柱产业”的判断。国务院副总理曾培炎在2003年9月1日召开的全国房地产工作会议上,进一步作出房地产业已成为国民经济“重要支柱产业”<sup>①</sup>的判断。

## 二、房地产价格问题引起各方关注

伴随着房地产供销两旺局面的是房地产价格的快速上扬,2002年我国住宅平均销售价格的名义值上升为1986年的7倍。各大中城市普遍出现了房地产价格的快速上升,不少城市房地产价格的上升速度远远超过了经济和消费者收入的增长速度,这些城市包括上海、宁波、杭州、青岛、南昌、成都、贵州、西安和沈阳等。以上海市房地产交易中心的住宅预售价格指数为例,2000~2002年3年累计涨幅为27.5%,2003年全年涨幅超过25%<sup>[3]</sup>。国家统计局的统计表明,2004年第一季度上海房屋销售价格比去年同期上升28.3%,其绝对价格水平已经超过北京<sup>[4]</sup>。杭州市房价由1999年的均

---

① 支柱产业指在地区生产总值中所占比重较大,对经济的长期发展有举足轻重作用的产业或部门。其增加值在地区生产总值中的比重应达到5%以上;其市场需求份额较大,产业内的企业市场集中度较高,具有明显的规模经济特征;一般都处于产业发展的成熟区,市场需求总量的份额波动不大,利润和产值的增长较为平稳;与其他产业的上下游关系联系紧密。

价 2000 元/m<sup>2</sup> 上升到 2003 年的 5000~6000 元/m<sup>2</sup>, 2003 年市中心均价已经突破 8000 元/m<sup>2</sup>[5]。

不少专家学者指出, 一些区域和城市的高房价已经成为宏观经济健康持续运行的隐忧。例如, 王小广认为“许多地方房价在短短两三年内翻番, 需求已经被严重透支了”[6]; 吴敬琏则认为“要警惕资产价格, 尤其是房地产价格的上升。尽管每个地区情况不同, 难有明确结论, 但某些地区确实有泡沫”[7]。政府方面也发出了“把房地产价格保持在一个适度的范围之内”的声音[8]。

但是也有反面的声音。例如, 北京市 58.1% 的房地产开发企业认为今后北京的房价会上升[9]。有观点甚至认为, “保守地说, 今后 10 年, 中国的大城市, 无论是上海、北京还是南京, 房价要涨 3 倍; 大胆地说, 10 年房价要涨 5 倍以上”。[10] 也有人认为, “当前上海房价的较快上升, 不必引起过多的担忧, 因为其基本面是健康的”。[11] 诸如此类的观点引起了业内非常激烈的讨论, 如何看待当前房地产价格水平以及如何预测未来的价格走势, 成为舆论关注的焦点。

### 三、房地产业的发展与我国经济投资过热、消费不足紧密相关

一方面, 目前我国经济发展遇到的主要问题是投资增长过快, 房地产开发投资的增长成为本次投资过热的源头之一: 1999~2003 年全国房地产开发投资平均增长 22%, 2003 年房地产开发投资增长 32.5%。房地产行业是钢铁、水泥等产业的上游产业, 其快速增长带动了对建材的需求, 并带来了这些产业的投资过热, 同样,

钢铁、水泥又属高耗能产业，与电解铝等其他高耗能产业一起带动了对能源的需求，从而导致煤炭电力紧张，煤炭需求上升又导致运输紧张，再加上钢铁需求上升导致的铁矿石对运输需求的增长，带来全社会运力紧张。

一方面，从住房需求的角度来看，经过 20 年的高速增长，我国城镇居民的人均住房面积从  $7\text{m}^2$  增加到  $23\text{m}^2$ ，住房严重短缺的时代已经结束。在这种情况下，房地产开发投资应当进入平稳增长期。目前房地产开发投资增长过快与我国经济增长主要依靠行政手段调控有关系，出口、消费和投资中前两者的增降不取决于政府，只有投资增降掌握在各级政府手中<sup>[12]</sup>。在过去十几年中，各级政府主要依靠不断增加投资推动经济的高速增长，资本形成/GDP 这个比率从改革开放初期的 30% 稳步上升，2003 年已经超过 40%，高于东南亚国家在 1997 年亚洲金融危机之前的水平。过分依赖投资推动经济增长，投资边际效益递减的规律就要发生作用，使新增投资的效益越来越低<sup>[13]</sup>。

另一方面，尽管我国政府提出了扩大内需的政策目标，但事实上消费对经济的拉动能力仍然偏低<sup>[14]</sup>。2003 年，我国消费率仅为 55.4%，是 1978 年以来的 25 年里最低的水平。尤其令人注意的是，统计数字显示，在 2003 年消费率下降到最低点的状况下，政府消费率是上升的。这说明，在近年来持续下降的消费率中，下降的主要是居民消费率。在影响消费的各种因素中，房地产价格的不断上升是一个重要因素。为了能够购买合适的房子，城镇居民不得不重储蓄、轻消



费，2003年底我国城乡居民储蓄余额已经高达10.36万亿元。如何通过释放房地产价格上升带来的财富效应来真正促进城乡居民的消费，进而促进经济持续健康发展，这一点目前仍然未能得到学术界和政府的足够重视。

#### 四、政府一直在寻找有效调控房地产市场的方式

在妥善处理好房地产价格与宏观经济的关系这个问题上，我国各级政府普遍陷入了两难境地。

一方面，担心过高的房价会降低住房的可支付性，甚至引起房地产开发的过度投资和房地产市场上的过度投机，前者会降低固定资产的投资效率，导致投资结构的失衡，后者则有可能导致价格泡沫的产生，一旦崩溃将给宏观经济带来不可估量的损失。

另一方面，从发达国家的实践经验来看，经济景气阶段一般都伴随着资产价格的上升，如果房地产价格的上升是由经济基本面所决定，人为对房地产价格进行调控，给经济增长带来的负面效应很可能远大于正面效应。

为了防止房地产泡沫，防范金融风险，从2003年2月起我国政府共计出台了约40项全国性的关于房地产市场的政策法规，努力寻找有效调控房地产市场的方式，如中国人民银行的银发[2003]121号文件、国务院的国发[2003]18号文件、国土资源部的国土资发[2003]45号文件以及银监会的《商业银行房地产贷款风险管理指引》等。这些文件集中在房地产市场、房地产信贷和土地市场三个领域作出规定，明确了房地产业