

2008 年中国金融与投资发展报告

FANGDICHAN YU

ZIBEN SHICHANG

# 房地产与 资本市场

主 编

张中华

朱新蓉

唐文进



中国金融出版社

CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

2008 年中国金融与投资发展报告

# 房地产与资本市场

主编 张中华 朱新蓉 唐文进



中国金融出版社

责任编辑：张 铁  
责任校对：张志文  
责任印制：尹小平

## 图书在版编目 (CIP) 数据

房地产与资本市场 (Fangdichan yu Ziben Shichang): 2008 年中国金融与投资发展报告/张中华, 朱新蓉, 唐文进主编. —北京: 中国金融出版社, 2009. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5012 - 3

I. 房… II. ①张…②朱…③唐… III. ①房地产—资本市场  
IV. F293.3 F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 038288 号

出版  
发行

**中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 30

字数 578 千

版次 2009 年 5 月第 1 版

印次 2009 年 5 月第 1 次印刷

定价 56.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5012 - 3/F. 4572

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 目 录

## 主题篇

### 绪 论/1

#### 第一章 中国房地产需求分析/23

- 一、房地产需求的内涵/23
- 二、房地产需求的影响因素/32
- 三、房地产需求的实证分析/44

#### 第二章 中国房地产市场供给分析/52

- 一、房地产市场供给总量分析/52
- 二、房地产市场供给结构分析/59
- 三、结论与建议/77

#### 第三章 中国房地产供求均衡与价格决定/79

- 一、房地产供求均衡与非均衡/79
- 二、房地产价格的决定/88
- 三、中国房地产市场主体的行为/98

#### 第四章 中国房地产业的地位及驱动效应分析/116

- 一、国内外研究综述/117
- 二、研究方法与数据来源/119
- 三、改革前后中国房地产业的驱动效应/125
- 四、房地产业地位及驱动效应的国际比较/134

五、结论及政策建议/146

## 第五章 房地产泡沫的测度与成因分析/149

一、问题的提出/149

二、相关文献回顾/151

三、房地产泡沫的理论分析/154

四、我国房地产泡沫的测度:指标法/159

五、房地产泡沫的成因分析/173

六、房地产泡沫的治理对策/177

## 第六章 房地产信贷/179

一、文献回顾/179

二、中国房地产供求与银行信贷关系的理论考察/183

三、房地产信贷对房地产供求影响的实证分析/193

四、对中国房地产信贷的政策建议/197

## 第七章 房地产投资信托基金在中国的发展及风险规避/200

一、中国发展房地产投资信托基金的必要性/200

二、中国房地产投资信托基金的有益探索及制约因素/204

三、中国发展房地产投资信托基金的模式选择/213

四、中国发展房地产投资信托基金的风险规避/223

## 第八章 房地产公司上市与证券市场/232

一、中国房地产公司上市融资的现状与趋势/232

二、房地产上市公司的运行现状与公司业绩/242

- 三、房地产上市公司与证券市场相关  
关系分析/253
- 四、结论/257

## 第九章 房地产价格与股票价格的关系/259

- 一、问题的提出/259
- 二、文献综述/260
- 三、房价与股价的影响因素及联动机理/262
- 四、中国房价与股价关系的实证分析/267
- 五、研究结论与政策启示/274

## 第十章 房地产周期与经济周期/276

- 一、房地产周期的运行机理与分析方法/276
- 二、房地产周期的实证分析/282
- 三、房地产周期与经济周期关系的  
实证分析/291
- 四、房地产周期与宏观经济调控政策关系的  
考察/305
- 五、结论/309

## 第十一章 美国次贷危机及其对中国的启示/312

- 一、美国次贷危机及其生成原因/312
- 二、美国次贷危机的全球传导机制/318
- 三、美国次贷危机对中国的启示/333
- 四、结束语/347

## 第十二章 中国房地产市场宏观调控分析/352

- 一、房地产市场的有序运行依赖于适度的政府  
宏观调控/352
- 二、1998年以来中国房地产市场的宏观调控  
轨迹/354
- 三、近年来中国房地产市场宏观调控效果实证  
分析/360

专题篇

四、近年来中国房地产市场宏观调控政策失效  
原因剖析/372

五、国外相关经验借鉴/376

六、中国房地产市场宏观调控思路矫正/377

一、基于新兴古典框架的融资结构  
优化研究/383

二、成本收益差异的房地产不对称  
双头投资决策分析/400

**附录 2007 年中国金融与投资发展大事记/418**

一、货币市场大事记/418

二、国际金融大事记/427

三、证券市场大事记/434

四、保险市场大事记/442

五、投资大事记/449

**参考文献/456**

# 绪 论

---

## 一、问题的提出

房地产业是为人类生活和社会再生产提供空间场所的经济部门，它包括房地产开发、交易、物业管理及与之相联系的其他经济活动。房地产业为居民生活提供基本物质资料，为国民经济各部门的生产经营活动提供立足之地和活动空间；没有必要的土地和房产，居民不能安居，各部门的生产经营活动也无法正常进行。房地产的发展需要投入大量的生产要素，不仅会直接带动建筑业的发展，还会间接带动建材、家具、家用电器、园林、旅游、交通运输、邮电、商业等其他产业发展。从国际经验看，在工业化和城市化加速过程中，住房逐渐成为居民消费的主导，房地产业及相关的建筑业则会成为国民经济的支柱性产业，对国民经济增长、就业扩大和居民消费水平提高具有巨大的拉动效应。

在实行改革开放政策以前，我国城市土地实行国家所有、统一划拨、无偿无期限使用的制度，居民住房实行福利供给制度，房地产不能作为商品进行交易和流通，因而没有独立的房地产业。从 1980 年开始，我国实行了城镇土地使用制度和住房制度的改革，房地产业得以复苏，房地产投资不断增长，房地产交易逐渐活跃起来，城镇居民住房面积逐渐扩大，城市化程度逐渐提高，房地产业在国民经济中的地位和作用日趋提升。房地产业现已成为我国经济的重要支柱性产业部门。

在市场经济条件下，金融是经济的核心。资金是企业生产经营活动的第一推动力，是企业生产正常进行的润滑剂、加速器和调节器。房地产业的发展同样离不开资金的支持。资金像血液一样渗透于房地产生产、分配、交换和消费的全过程。房地产需求是有货币支付能力的需求，房地产市场的消费需求，特别是投资需求，离不开金融的支持；房地产开发投资，项目规模大，建设时间长，资金占用量大，更需要金融的扶持。

随着财富的逐渐积累，我国居民已开始将房地产作为重要的投资工具，居民



## 2 房地产与资本市场

房地产投资行为不仅会受房地产品质、区位条件、成本等因素的影响，还会受银行利率、证券市场价格、汇率等多种因素的影响。同时，我国房地产企业投资的资金来源渠道也日趋多元化，除大量借用银行贷款外，一些房地产企业还可以通过发行债券、股票融资，有的还走向境外资本市场，房地产信托基金和房地产资产证券化也开始兴起。房地产市场与资本市场的联系日趋紧密。

近年来，我国房地产需求、供给结构不合理，需求与供给总量不平衡，城市住房价格上涨过快，是以我国收入分配差别不断扩大、对外贸易和外资流入持续顺差、货币流动性过剩以及国际经济严重失衡为背景的。在人民币升值的预期下，股市价格和城市房地产价格大幅上升，金融风险逐渐增大。从2008年起，股市价格大幅回落，城市房地产价格也有所下降。人们开始关心房地产价格会不会全面下挫？如果房地产价格出现急剧性大幅下挫，会不会引发金融危机？

为了实现经济的可持续发展，防范金融风险，单纯关注实体经济，或单纯关注股市，或单纯关注房地产市场，都是不可取的。必须以宏大的国际视野，综合研究实体经济、房地产与资本市场的相互联动。因此，我们继研究资本市场与实体经济、资本市场与投资、资本市场与汇率等问题后，2008年我们选择以房地产与资本市场为主题进行研究。

### 二、房地产需求与供给

依据现代经济学的基本原理，在竞争性市场上，资源配置受价格调节，而商品价格由市场需求与供给决定，房地产也不例外。但是，房地产市场的需求与供给具有许多不同于一般商品的特殊属性。因此，分析房地产市场的运行，必须从房地产市场需求和供给的特点入手。

#### (一) 房地产需求

房地产是房产和地产的总称，其中房产又分为住房和非住房两大类。房地产需求也可以区分为消费需求与投资需求，其中住房的需求既包括消费需求，又包括投资需求。

住房消费需求主要受人口、家庭结构、居民收入水平和住房价格的影响。居民生活不仅要有遮风避雨的栖息之地，而且要求住房面积和功能达到一定的标准，住房的最低需要与人口规模和家庭结构密切相关，具有一定的刚性。但是，住房需求是有货币支付能力和有消费意愿的需要，这种需求超过最低需要标准后是有较大弹性的。住房的消费需求函数可以表示为

$$HD_c = f(Y, P)$$

式中， $HD_c$ 表示住房消费需求， $Y$ 为居民家庭可支配收入， $P$ 为住房价格。公式表明，在人口规模和家庭结构一定的条件下，住房的消费需求主要取决于居民的收入水平和住房价格水平。住房消费需求是住房价格的反函数，是居民家庭可支

配收入的正函数,在收入水平一定的条件下,住房价格越低,住房消费需求越大;相反,住房价格越高,住房消费需求越小。从整个社会来看,随着收入水平的提高,居民消费支出结构中,食品消费支出的比重呈下降趋势,而非食品消费支出包括住房消费支出的比重则呈上升趋势,住房的消费需求呈逐渐上升的趋势。

住房是异质性产品,不同的消费群体所需求的住房不尽相同,住房的消费需求结构与收入分配结构密切相关,高收入家庭、中等收入家庭与低收入家庭的住房需求有着很大的差异,高收入家庭需要的可能是别墅或大户型的高档住宅,住房不仅用来满足其生活必需,还用来显示其社会地位、威望和财富;而中、低收入家庭往往只能购买中、小户型的住房。高收入家庭一般会选择购买新建住房或名宅,用以表现其生活方式偏好,中等收入家庭可能选择购买条件较好的二手房,低收入家庭、临时居住者则可能选择租房。收入分配的差别越大,住房消费需求的结构越复杂。

房地产投资需求具有很大的不确定性,不仅受收入分配结构的影响,还涉及各种投资品收益与风险的对比关系。居民投资购买房地产的目的是为了获利,包括持有房地产的租金收益和买卖房地产的差价收益,而投资购买和持有房地产是需要花费成本的,其中,购买成本主要为支付房款的投资机会成本,持有成本主要为住房的折旧、维修费及物业管理费,此外,无论是购置还是持有都可能需要支付一定的税金。房地产投资的需求函数可以表示为

$$HD_t = f(P_T - P_0, R, r, V, Tax_t)$$

式中,  $HD_t$  为住房投资需求,  $P_0$  为住房现期价格,  $P_T$  是持有期结束时的房地产价格,  $P_T - P_0$  为房地产增值,  $R$  为住房持有期租金收益,  $r$  为投资的机会成本,  $V$  为持有成本,  $Tax_t$  为需求者购置和持有房产需要支付的税金。公式表明,房地产投资需求主要取决于住房现期价格与持有期结束时房地产价格的差额即房地产的增值、房地产的租金收益、投资的机会成本、持有成本和税金,与房地产的增值、租金收益成正比;与投资机会成本、持有期成本和税金成反比。<sup>①</sup>

如果不考虑持有期成本和税金,以  $R_t$  代表  $t$  时期的租金收益,以投资的机会成本  $r$  为贴现因子,  $T$  为持有期,  $NPV$  为净现值,则

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T} - P_0$$

根据上式,当  $NPV \geq 0$  时,居民购置房地产的投资决策是理性的。持有期越

① 经济学家关于住房的需求函数有多种不同的表述。参见多恩布什、费希尔:《宏观经济学》,中文版,299~302页,北京,中国人民大学出版社,1997;《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,中文版,第2卷,734页,北京,经济科学出版社,1992。

#### 4 房地产与资本市场

长，租金收益对居民房地产投资决策的影响越大；持有期越短，持有期结束时的房地产价格的影响越大。如果不考虑房地产的租金收益，房地产投资的需求将随着预期的持有结束时房地产价格的上涨和机会成本的下降而上升。房地产预期价格上升，房地产投资的收益率提高，将刺激房地产投资增加。反过来，房地产投资增长，又会进一步推动房地产价格的上涨。但是，因预期的持有期结束时房地产价格下跌，或因投资的机会成本上升，或因租金减少， $NPV < 0$  时，理性的居民就会停止房地产投资。这就是说，房地产预期价格下降，房地产投资的收益率下降，将导致房地产投资减少甚至停止。反过来，房地产投资的减少或停止，又会进一步推动房地产价格的下跌。

房地产的消费需求与投资需求既有区别，又有联系。某一个居民家庭的房地产需求可能既有消费需求，又有投资需求，如购买一套住宅供家庭居住，而购买第二套或更多的住宅进行投资。但是，住宅最终是供人居住的。如果投资购置的住宅不能出租或转让交易，投资者就不能收回投资。因此，从长期看，从整个社会的角度看，房地产的投资需求是由房地产的消费需求决定的。在一定范围内，房地产投资需求的扩张，可以活跃房地产交易，促进房地产业的发展。但是，超出一定的范围，缺乏消费需求的支持，超出合理的界限，就会导致房地产需求的膨胀和结构的失衡。

##### (二) 房地产供给

房地产的市场供给包括新增房地产出售和出租以及房地产存量的出售和出租。房地产存量供给在任何时点上都是固定的，人们无法在短期内改变既定的房地产存量。因此，房地产存量市场的供给主要决定于房地产的资产价格。就新增房地产而言，其市场的有效供给和一般商品一样受成本、价格等因素的制约。其中，房地产供给成本主要由土地购置与开发成本、建筑安装成本、资本成本、政府税费等构成。房地产供给的函数可以表示如下：

$$S = f(L, C, r, Tax_2, P_0)$$

式中， $L$  为土地供给成本， $C$  为建筑安装成本， $Tax_2$  为供给者支付的税金。房地产的供给与土地供给成本、建筑安装成本、资本成本和政府税费成反比，与房地产的现期价格成正比。

但是，房地产的供给和其他商品的供给不同，不仅受成本和价格两类因素的影响，还会受土地资源稀缺性的制约。土地是不可再生的，“土地有限是一个普遍现象”。<sup>①</sup> 土地的可供量决定房地产供给的可能边界。不仅如此，房地产总是固定在一定地点发挥作用的，不能移动，而每个区域的房地产区位条件与环境千差万别。因此，房地产市场总是区域性的市场，或者说是分割性的市场，“是一

<sup>①</sup> 《列宁全集》，第5卷，100页，北京，人民出版社，1959。

个联系松散且彼此分割的特殊的基础商品市场的总和”。<sup>①</sup>同时，房地产开发建设，从开工到销售交付使用，一般要经历较长的时间，往往需要占用大量的资金。如果资金是可以充分供给的，房地产的供给只需考虑资金成本的高低。但是，在资金供给配给的条件下，房地产供给还将受到资金可得性的制约。

### 三、不完全竞争与房地产价格决定

按照现行法律制度规定，我国城镇土地为国家所有，农村土地为集体所有，而且集体土地用于城镇房地产开发必须经国家征购，然后再由国家转让给开发商。这就是说，我国的土地一级市场的供给是由政府高度垄断的。我国的银行以国有控股商业银行或国有商业银行为主，银行存贷款利率受中央银行直接控制。在土地和资本配给的条件下，我国房地产市场无疑是典型的不完全市场。但是，我国房地产市场绝非垄断或寡头市场，而是垄断竞争市场。在房地产市场中，市场主体不是价格的简单接受者，而可能是价格的决定者。研究房地产价格的决定，不能不研究房地产市场主体的行为。

房地产市场的主体包括中央政府、地方政府、开发商、消费购置者和投资购置者，房地产市场的供求状态及价格变动主要受中央政府、地方政府、开发商、消费购置者及投资购置者行为的影响和制约。这几者之间具有不同的利益动机和行为目标函数，形成相互博弈的关系。不仅如此，地方政府与地方政府、开发商与开发商、购置者与购置者之间也是相互博弈的。房地产的市场价格就是在它们相互博弈的过程中决定的。

总体上说我国是单一制国家，中央政府是国家意志的执行机构。它对全国的经济发展负责，负责制定除香港、澳门和台湾以外的全国的土地政策、房地产业政策、财政政策和货币政策。中央政府主要通过制定和调整土地政策、财政政策和货币政策影响全国房地产的总需求和总供给。房地产业的发展，可以增加居民住房的供给，增加就业，促进城市化，并带动相关行业的发展。因此，中央政府在房地产业发展不足时，会采取促进房地产业发展的政策。但是，房地产业投资过度，或价格过高，影响国民经济的协调发展，或导致社会低收入群体的不满，中央政府则会采取紧缩性调整政策。

地方政府既要要对中央政府负责，又要对本地经济的发展、居民生活和社会稳定负责。其行为的主要动机是追求所辖地区居民福利的最大化和本级财政收入的最大化。我国土地批租权实质上主要掌握在各级地方政府的手中，土地出让收入由地方政府所有，而且房地产具有非常显著的区域性，地方政府可以通过土地批租影响房地产的供求和价格。房地产开发投资项目需要办理规划许可证、施工许

---

<sup>①</sup> 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，中文版，第2卷，734页，北京，经济科学出版社，1992。

## 6 房地产与资本市场

可证并通过环境评价等，地方政府可以通过行使这些审批权影响房地产市场供求和价格。此外，地方政府还可以通过税收减免、财政支出等手段影响房地产市场供求和价格。

房地产价格上涨，可以增加地方政府的土地收入，地方政府通常会采取促进和刺激本地房地产发展的政策。即使在中央采取宏观紧缩政策时，地方政府也可能采取“阳奉阴违”的态度，一方面公开宣称支持对全国房地产市场的调控，另一方面强调本地的特殊性，希望中央政府差别对待，甚至可能继续采取促进政策。只有当房价上涨引起中央政府的不满，或引发当地居民的严重不满，可能影响到对地方政府的政治支持时，地方政府才会采取紧缩性措施。

房地产开发商的行为动机是追求开发投资收益的最大化。房地产的区域性为不同类型的开发商的发展提供了可能性，这是房地产市场集中度较低的重要原因。但是，房地产开发商的发展要有可供开发的土地和资金，在土地和资本配给的条件，房地产开发商的发展在很大程度上就取决于它们同政府的关系。同时，房地产开发商要实现盈利，必须将房地产产品销售出去，其行为必然会受到市场的影响。

在市场需求大于供给的条件下，大型房地产开发商是市场的领先者，其房地产的市场定价对中小房地产开发商具有重要影响，而中小房地产开发商则通常采取追随战略。拥有资本优势或在资本、土地获取上拥有优势的房地产公司，通常提前获得、囤积土地以及转让土地，可以获得高额的垄断利润。由于土地价格变动或政府官员与开发商“串谋”，国有土地租金可能部分转化为开发商的利润。在市场供给大于需求的条件下，市场价格下跌，自有资金比率高或区域条件好的开发企业则占有相对优势。它们通常会将房价锁定在成本价格以上。

房地产消费者行为的主要动机是追求消费效用的最大化。住房消费需求主要取决于本地居民家庭的消费能力和消费意愿。在收入水平一定的条件下，居民何时购房是有一定选择弹性的。理性的消费者应在房价较低时选择购入；在房价较高时选择等待。但是，实际中，居民往往在预期住房价格上涨时，因担心房价继续上涨而提前进行消费；而在房价下跌时，持币观望。

值得指出的是，虽然我国至今为止仍存在严格的户籍管理制度，但各大中城市都存在数量不等的非本地户籍人口：包括进城务工的农村户籍人口；到本地工作的外地城市户籍人口；滞留在本地的集体户籍人口；外地驻本地派出机构人员等。这类人员的数量越多，住房的消费需求越大。这类人员中进城务工农村人员住房消费需求通常较小，但有一部分从事贸易、金融、中介服务、文化艺术活动的人员住房消费需求却相对较大，外地派出机构人员的住房通常由派出机构购买。因此，非本地户籍人口的多少、类型及购买力可能成为影响本地房地产市场供求的重要因素。

房地产投资者行为的主要动机是盈利，投资主要受市场预期状态的引导，而且可以跨地区流动。某一个地区房地产价格预期向上，投资需求扩大，市场交易量增长，反过来又会推动房地产价格预期进一步上升，形成价格的自我放大效应和投资在区域上的集聚效应；在价格预期向下时，投资需求缩减，市场交易萎缩，反过来带动投资需求进一步萎缩。在房地产需求中，投资需求是最具弹性和极易变动的部分。因此，投资者行为对房地产的市场供求的短期状态及价格波动有着决定性的影响。

#### 四、房地产泡沫与房地产周期

从宏观经济的角度考察，房地产可以拉动建筑装饰业、建筑装饰材料、家具、家用电器等一系列产业部门的发展，同时还会对其他产业部门产生一系列的间接影响。运用投入产出法，可以测量房地产业发展对国民经济增长、就业扩大和居民消费水平提高的直接效应和间接效应。通过这种分析可以看出，房地产快速发展是国民经济快速发展的产物，同时，房地产的快速发展又是国民经济快速发展的重要动力。

房地产泡沫是相对于真实经济而言的，一般指缺乏真实经济支持的房地产投资过热和房地产价格过高，主要表现为房地产价格由投资或投机需求不断推升。正如斯蒂格利茨所指出的那样：“如果今天价格上涨的原因是由于投资者相信明天他们会以更高的价格卖出去，而基本要素又不能调整价格，那么就存在泡沫。”<sup>①</sup> 测量房地产泡沫的经验性指标有多种，如房价与收入的比值（房价收入比）、房屋购置价格与租金收入的比值（购租比）、房屋空置率、房地产开发商的超额利润率等。

房价收入比通常采用房屋平均价格与居民家庭平均收入的比来计算。住房最终是供人们消费的，住房的价格的高低最终要受居民消费能力的限制。如果房价收入比值过大，房地产价格超出一般消费者收入的承受能力，房地产的供给与需求就可能失衡。因此，房价收入比被广泛用来评价房地产是否存在泡沫。但是，房屋平均价格与居民家庭平均收入的计算方法有很多，因计算方法不同往往会得出不同的评价结论。在运用这个指标进行横向比较分析时，必须采取同一计算方法。同时，房价收入比较高，问题可能并不在房地产价格本身，而是由收入分配差别造成的。在收入分配差别很大的情况下，房价可能具有高收入家庭的真实消费需求支持，而低收入家庭早已难以承受房价上涨的压力。在我国，由于存在大量的非本地户籍家庭购房者，居民收入统计也不完全，如果仅计算本地居民的显

---

<sup>①</sup> Stiglitz, Joseph, Symposium on Bubbles [J], *Journal of Economic Perspective*, Spring, 4, 2, 1990, 13 - 18.

性收入，可能导致对房价比的高估。

购租比是反映房地产投资是否理性的重要指标。在正常情况下，投资者购置房产后，在持有期内，只能将房产用于出租，如果不考虑通过转手交易可以获得差价收益，每年获得的房租收益扣除成本应高于购买和装修房产投资可能获得的利息收入。例如，购买和装修房产投资 100 万元，1 年期国债利息为 5%，房租收入应高于 5 万元。当然，我国仍处在城市化过程中，从长期看，不少区域的房价仍有升值空间，投资者可能获得房地产增值收益，房租收益也可以略低于利息收入。但是，如果购租比值过大，至少在短期看是能够反映房地产投资过度的。

对房屋空置面积有两种不同的定义：一种指开发商尚未售出或租出的楼盘面积；另一种指开发商尚未售出或租出的楼盘面积以及投资购置后无人居住的房产面积。开发商尚未售出或租出的楼盘空置率过高表明开发投资过多，市场供给超过了市场需求；投资购置后无人居住的房产空置率过高表明房产并未投入实际使用，会造成社会财富的闲置和浪费。如果新增住房热销，但大量房屋投资购置后被闲置，则既造成社会资源的闲置，也加大了市场供求的非平衡。

按照平均利润率规律，在充分竞争的条件下，各产业部门的资本利润率应趋于一致。在我国，房地产业还是一个发展中的产业部门，而且房地产已成为居民家庭的主导性消费。因此，房地产开发投资收益率略高于一般产业部门，是有利于促进房地产发展的。但是，如果房地产开发商的超额利润率过高，投资过度向房地产业集中，必然损害整个经济的均衡发展，房地产业本身的发展也将是不可持续的。值得指出的是，这里所说的是资本利润率，而不是总资金利润率。

我国人口多，土地十分有限，现阶段正处于城市化过程之中，住房消费正成为居民的主要消费支出项目，住房质量也在不断提升，由这些因素推动房地产开发投资增长及价格适度上涨是合理的。但是，以房价收入比、购租比、房屋空置率、房地产开发商的超额利润率等指标进行评价，我国一些区域确实存在房地产投资过热和价格过高的问题，即存在房地产泡沫。但是，房地产具有很强的区域性，我国房地产市场泡沫是区域性的，即在一定区域范围内存在房地产泡沫。

房地产业的发展具有明显的周期性特征。在西方国家，房地产业的周期波动往往是一个国家经济发展状况的“晴雨表”。房地产业的波动通常领先于经济总水平及其他经济部门的变动。

首先，房地产业的发展的周期性是由经济发展的阶段性决定的。从世界范围看，在工业化和城市化初期，许多国家曾出现住宅的严重短缺。在工业化和城市化加速的过程中，房地产投资通常会加速增长，房地产业成为国民经济的主导性产业。工业化和城市化过程基本完成后，房地产投资则会减速。

其次，房地产发展的周期与房产的更新有关。房地产通常可以在较长的时期内发挥作用，其主体结构的使用寿命可以达到几十年，甚至上百年。但是，房产

的装修材料有的只能使用十年甚至使用几年后就要进行更新改造。伴随着生活水平的提高,人们对房产面积、品质、外部环境的要求提高,可能需要更换面积更大,品质和外部环境更好的房产。这种更换并不是随收入提高不间断进行的,而是间断性、跳跃式的,往往会在收入积累达到一定水平后一次性完成,然后在收入积累达到一定水平后再次进行更换。无论是房地产折旧引起的更新,还是收入水平提高引致的更新,都会使房地产的发展呈现出周期性的特征。

最后,房地产发展的周期与经济发展周期也密切相关。就住宅而言,经济发展的周期会影响居民家庭的收入,同时也会影响房屋装修材料和建筑材料的供给。就商业房产而言,房地产的需求更是与经济发展周期紧密相关。因此,在经济上涨期,房地产需求逐渐扩大,房地产投资加速;在经济衰退时期,房地产需求缩小,房地产投资则可能衰退。反过来,房地产投资加速,会加速经济增长;房地产投资衰退,又会导致经济衰退。因此,房地产业及建筑业的周期性波动通常领先于经济周期变动的其他指标。

在房地产周期的上行阶段,房地产消费需求和投资需求不断扩大,房地产价格呈逐渐上涨的趋势。在短期内,房地产价格可能带来多重好处:投资者因房地产价格上升而财富增值,如果投资者将房地产销售出去,购入价格和售出价格之间的差额则成为投资者的收益;房地产开发商因房地产价格上涨,会加速房地产的开发,并获得较高的投资收益;地方政府因土地供给价格和房地产交易价格上涨,可以获得更多的土地批租收入、房地产交易税和其他多种规费收入;房地产业的发展还可以带动其他相关产业的发展。这时,居民消费可能选择提前消费;住房投资购买可能选择增加投资;开发商可能选择增加供给;地方政府可能选择增加土地供给和提高土地租金价格,它们的行为形成全合力,共同推动价格继续上涨。

但是,伴随着房地产价格的上涨,一些低收入家庭因支付能力不足将被逐渐排斥到市场之外。房地产价格逐渐提高,受到排斥的家庭就逐渐增多。房地产价格上涨达到一定程度,中等收入家庭也会因为支付能力不足而被排斥到市场之外。当房地产市场总体上缺乏真实消费需求支持时就会形成房地产泡沫,而房地产泡沫累积达到一定程度,房地产投资预期会发生逆转,由此将导致市场需求萎缩和房地产业衰退。一旦房地产泡沫破灭,就可能危及实体经济并影响社会稳定。

伴随着房地产价格的不断攀升,被排斥到市场之外的居民家庭不断增加,政府受到的来自社会各方面的批评和不满也会逐渐增加。为了避免引发社会尖锐的矛盾和失去政治支持,政府主动采取支持低收入家庭的紧缩性政策,可以影响房地产价格的预期,缩小房地产周期波动的幅度,但并不能改变房地产的周期性。

在我国,房地产的发展也表现出明显的周期性的特征。在经历1987—1988



年和1992—1993年两次房地产开发投资热后，我国房地产开发投资增长率由1994年的31.1%逐渐下降为1997年的-3.4%。为了促进房地产业的发展，国务院于1998年发布了《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，明确提出将房地产作为国民经济新的增长点来培育，并出台了发展房地产金融和房地产市场的一系列政策措施，对房地产投资和交易起到了明显的促进作用。2003年，房地产投资开始在局部地区出现了增长过快的苗头。为了保持房地产的可持续发展，政府相继出台了一系列政策文件，包括国土资源部关于土地治理整顿的文件、中央银行关于加强房地产信贷业务管理的通知、国务院《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》等。2005年3月26日，国务院办公厅发布《关于切实稳定住房价格的通知》；4月27日国务院常务会议作出进一步加强房地产市场宏观调控的决定，提出了加强房地产市场引导和调控的八项措施，即“国八条”。2006年5月17日国务院常务会议提出“国六条”；5月29日国务院办公厅转发建设部、中国人民银行等九部委《关于调整住房供给结构稳定住房价格的意见》。然而，房地产需求、供给结构不合理，需求与供给总量不平衡的局面并没有因这些政策的出台而迅速得到改变，城市住房价格持续大幅上涨，引起社会各界越来越普遍的关注。2007年、2008年，政府进一步加大了对房地产市场的调控力度。至2008年，房地产价格已显露出回落的势头。

## 五、银行信贷与房地产供求

房地产开发项目规模大，动辄需要几亿元的投资，甚至需要几十亿元、上百亿元的投资，房地产开发投资需要金融的支持；房地产作为耐用消费，可以长期使用，一次购入时通常需要支付数倍于居民家庭当年收入的资金，往往需要金融的支持；地方政府通过土地储备中心征购进行土地开发，需要垫付大量的资金，通常也会通过政府控制的公司融资。

银行发放房地产开发投资信贷，可以扩大开发商的供给能力，从而起到增加房地产市场供给的作用；开办对个人的住房消费或投资抵押贷款业务，可以扩大个人消费或投资的购买支付能力，从而会增加居民个人对住房的需求；银行对地方政府发放土地征购或开发贷款则可以增加地方政府土地供给的能力。

在房地产价格上升时期，只要房地产开发投资的资金收益率高于银行利率，开发商借入银行贷款，扩大开发投资规模就有利可图，负债比例越高，财务杠杆效应越大，开发商的资本收益率就相对较高。房地产价格下跌，开发商投入的资本金可能受损。但是，开发商通常会设立项目公司，其最大损失以项目公司的资本金为限。

当住房的增值率大于银行贷款利息率时，居民个人通过抵押贷款提前购买住房消费或投资，可以增大个人福利或实现投资增值。但是，在贷款购房后，如果