



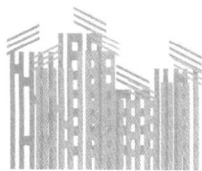
■ 中国人民银行营业管理部课题组 著

房地产价格与房地产泡沫问题

—— 国别研究与实证研究

FANGDICHAN JIAGE YU
FANGDICHAN PAOMO WENTI

中国社会科学出版社



■ 中国人民银行营业管理部课题组 著

房地产价格与房地产泡沫问题

—— 国别研究与实证研究

FANGDICHAN JIAGE YU
FANGDICHAN PAOMO WENTI

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产价格与房地产泡沫问题: 国别研究与实证研究 / 中国人民银行营业管理部课题组. —北京: 中国社会科学出版社, 2007. 1

ISBN 978 - 7 - 5004 - 6040 - 4

I. 房… II. 中… III. 房地产 - 价格 - 研究报告 - 中国 IV. F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 132036 号

出版策划 任 明
责任编辑 曲弘梅
责任校对 陶 璇
封面设计 弓禾碧
技术编辑 李 建

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010 - 84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京奥隆印刷厂

装 订 三河鑫鑫装订厂

版 次 2007 年 1 月第 1 版

印 次 2007 年 1 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 1/32

印 张 6.125

插 页 2

字 数 120 千字

定 价 21.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

中国人民银行营业管理部
房地产价格与房地产泡沫问题
课 题 组

课题组负责人 韩 平

课题组成员 姜再勇 严宝玉 盛朝晖

李宏瑾 方悦平

内 容 摘 要

近年来，在我国房地产市场迅速发展的同时，有关房地产市场是否过热、是否存在严重泡沫问题的讨论日趋激烈起来，各方面远未达成一致。国外的经验表明，房地产泡沫危害极其严重，它使得资产价格发生扭曲、资源配置失衡，从而威胁整体经济的健康发展。房地产业自身的特性及其与银行的密切关系，又进一步加深了金融系统的脆弱性，更有甚者将极易导致银行资金链条的突然断裂，引发金融系统性危机，危害金融安全。房价的迅速上升和崩裂，不仅引爆房地产泡沫，还对居民的财富与消费产生重大的不利影响，造成社会整体福利的下降。因此，研究房地产泡沫问题具有十分重要的理论意义和现实意义。

虽然目前国内关于房地产的研究很多，但由于我国房地产市场化进程时间不长，而且一些必要的数据库等研究的基础设施并不令人满意，有关房地产的研究、特别是关于房地产泡沫的研究，大都停留在传统的定性描述的阶段，将国外的房地产泡沫理论模型、国际比较和我国房地产市

场经验研究相结合的综合研究尚不多见。本项研究试图弥补这方面的不足，力图借鉴国外研究房地产泡沫的先进理论和模型方法，在总结美国、日本和东亚等国家和地区房地产市场泡沫经验教训的基础之上，尝试构建我国房地产市场泡沫监测的综合指标体系，利用目前能够掌握的可靠数据，对 2000 年以来我国房地产市场发展的实际情况进行初步的判断，并对北京市房地产市场的实际运行情况进行考察，最后提出促进我国房地产市场健康发展的政策建议。课题分为六章进行阐述，分别是：引言、房地产泡沫问题的理论分析、房地产市场泡沫的国际比较、房地产市场泡沫监测指标体系及对我国和北京市房地产市场的实证研究、对北京市房地产市场的调查分析、促进房地产市场健康发展的政策建议。

引言主要回顾了我国房地产市场发展的实际情况，对国外研究房地产泡沫问题的文献进行了梳理，指出研究房地产泡沫和房价问题具有重大的理论意义和现实意义。在此基础之上，第二章主要对房地产泡沫问题进行了理论分析，指出了房地产市场供给缺乏弹性、持续上涨预期、投资者的短视和金融的扩张等因素是房地产泡沫形成的前提条件。之后，重点考察了国际上用于研究房地产泡沫问题的四个经典理论模型，从理性预期的角度说明了房地产泡沫的生成机理，并分析了金融业（银行）在泡沫形成中的作用。

在理论分析的基础之上，第三章通过对美国、日本、东南亚国家和地区房地产市场泡沫形成和崩溃过程考察，

总结其经验教训。通过研究认为,银行信贷在房地产业的过度扩张是造成房地产泡沫过度膨胀的重要原因;投资者的短视与房价上涨的心理预期刺激了泡沫的形成;在制度环境和市场发展不健全的条件下,过快的放松管制和过度的对外开放容易导致资产泡沫的膨胀;微观金融机构的良好治理结构,是防范和化解房地产泡沫和金融风险的第一道防线;健全发达的金融市场是房地产业健康发展的必要条件;中央银行应与金融监管部门密切合作,共同化解房地产市场金融风险;加强先行性预警指标的研究和监测,实时掌握泡沫发展程度,是有效预防和化解房地产市场风险的重要途径。

在理论分析与国际经验的基础之上,第四章根据目前所能够获得的统计资料的情况和基本的经济学原理,构建了包括银行资金在房地产业的聚集程度、房地产投资价值、房地产市场供求、收入对房地产价格的支撑以及资金在房地产等不同市场的流向五个方面因素的房地产泡沫监测指标体系,试图对近年来我国和北京市房地产泡沫的发展有一个理性的认识。通过初步的监测指标分析,发现2003年以来,我国房地产市场的泡沫因素在迅速上升,国家最近一轮针对房地产的宏观调控政策是十分必要的。尽管北京市房地产泡沫程度较全国小,但也有两点需要高度关注:一是北京市房地产泡沫的比较基准水平处于高位;二是与全国房地产泡沫指数一直攀升的情况不同,北京市2004年以前泡沫指数始终上升,表明房地产泡沫风险在加大,但是在各种宏观调控政策的作用下,2005年北京市房地产市

场泡沫已经回归至 107.66，比 2004 年下降了两个基点。这进一步说明北京市房地产市场运行具有较全国更为特殊的规律，因此相关部门在进行宏观调控时，在政策的把握尺度和执行力度上，应该更多地考虑北京房地产市场的特殊性。

为了印证上述理论分析的结论，在第五章通过问卷调查的方式对北京市房地产市场的实际运行情况进行了实地考察，发现北京市房地产市场总体运行状况是良好的。银行信贷在房地产需求中起到了重要的支撑作用，房地产一、二级市场循环较为顺畅、非居民购房能力较强，多数居民投资房地产市场较为理性。

最后一章对全书进行了总结，指出一个良好稳定的市场环境将促进经济的增长，而经济的增长又为市场的长期健康发展提供了必要条件。由于自身的行业性质，金融系统（尤其是银行业）具有天生的脆弱性，而信贷资金在房地产业的积累和房地产市场泡沫的膨胀更加剧了问题的严重性。正是由于金融发展与经济增长的密切关系，更由于金融体系与房地产市场的紧密联系，才使我们有必要再一次地关注房地产泡沫和金融脆弱性问题，而在当前我国经济发展和宏观调控的大背景下，进行这方面的研究尤具现实意义。

为此提出了如下政策建议：构筑完善的房地产金融市场体系，形成房地产信贷市场、房地产证券市场和房地产金融中介市场多层次的市场结构，满足房地产市场发展的多样化需求。完善制度，加强管理，有效抑制房地产市场

的投机行为。健全住房保障体系，引导公众预期，稳定房地产价格。加强对房地产市场泡沫的监测分析，探索建立合理的监测指标体系，为出台科学的宏观调控政策提供科学、坚实、可靠的依据。

目 录

第一章 引言	(1)
一 房地产泡沫研究的意义	(1)
二 近年来我国房地产市场发展简况	(3)
三 本项研究的安排	(5)
第二章 房地产泡沫的理论分析	(7)
一 房地产泡沫的含义及其形成的条件	(7)
二 几个房地产泡沫的经济学模型	(14)
第三章 房地产泡沫的国际比较	(33)
一 美国房地产泡沫与储贷协会 (S&L) 危机	(34)
二 日本地产泡沫神话的破灭	(38)
三 东南亚各国和地区房地产泡沫及金融危机	(42)

四 房地产泡沫的经验教训 (53)

第四章 房地产泡沫监测指标体系及对我国和北京房地产市场的实证研究	(62)
一 房地产泡沫判断性指标的经济学含义	(62)
二 房地产泡沫判断性指标的计算口径及对我国和北京房地产市场的初步分析	(68)
三 房地产泡沫监测指标体系及对我国和北京房地产市场的实证分析	(84)

第五章 对北京市房地产市场发展的调查分析	(90)
一 购房者的基本需求情况	(91)
二 房地产市场供给的基本情况	(97)
三 北京房地产市场价格的基本情况	(100)
四 北京房地产市场运行情况评价及价格形成机制中存在的问题	(103)

第六章 促进房地产市场健康发展的政策建议	(111)
一 全书总结	(111)
二 进一步促进房地产市场健康发展的几点政策建议	(114)
(一) 构筑完善的房地产金融市场体系	(114)
(二) 推进利率市场化改革, 完善人民币汇率形成机制	(115)
(三) 完善制度, 加强管理, 有效抑制房地产	

市场的投机行为	(115)
(四) 健全住房保障体系、引导公众预期, 稳定 房地产价格	(117)
(五) 加强对房地产市场泡沫监测分析	(117)
参考文献	(119)

专题报告

一 关于进一步加强和改善房地产市场宏观 调控的思考	(125)
二 房地产市场、银行信贷与经济增长 ——基于面板数据的经验研究	(136)
三 供给刚性、市场结构与金融 ——关于房价的 Carey (1990) 模型扩展	(154)
四 高地价导致了高房价吗? ——格兰杰因果检验的视角	(175)

第一章

引言

一 房地产泡沫研究的意义

自人类社会步入市场经济以来，就不断遭受泡沫经济的困扰。17 世纪荷兰的郁金香泡沫、18 世纪初法国的密西西比泡沫及其随后的伦敦南海泡沫，使当时正在逐步确立的市场经济从一开始就蒙上了泡沫经济的阴影。随着现代市场经济的发展，资本流动、货币兑换、金融票据等符号经济已经从产品、服务等实体经济中完全独立出来，这给泡沫经济的形成和扩张提供了必要条件，而市场经济内在的周期性波动又使得泡沫经济的危害更为严重。且不论由于 20 世纪 20 年代资本主义“黄金十年”泡沫的最终崩溃导致的“大萧条”和世界大战的梦魇，即便是最近 20 年来，业已成熟的市场经济体系也未能摆脱泡沫经济的侵袭。美国联邦储贷协会（S&L）危机迫使联邦存款保险计

划完全重组，其经济后果一直延宕十余年才最终完全解决；日本自 20 世纪 90 年代初泡沫经济破裂之后，就一直在不景气中挣扎，甚至 90 年代被称为日本“失去的十年”；1997 年东亚金融危机的爆发，使得昔日还被人们广为称道为“东亚奇迹”的各国和地区陷入了泡沫迸裂的苦痛泥潭^①。

房地产泡沫危害极其严重，它使得资产价格发生扭曲、资源配置失衡，从而威胁整体经济的健康发展。房地产业自身的特性及其与银行的密切关系，又进一步加深了金融系统的脆弱性，更有甚者将极易导致银行资金链条的突然断裂，引发金融系统性危机。NBER 的另一项研究以 14 个发达国家 20 年的面板数据为样本，计量结果表明，与一般人们的感受相反，股票市场的波动对居民财富效应的影响是相对较弱的，而房地产市场的波动对居民财富效应的影响则非常强，美国及个别国家的数据也支持了这样的结论^②。2005 年 6 月，英国《经济学家》杂志指出，在过去的五年，发达国家楼市总值由 30 万亿美元升至超过 70 万亿美元，升幅总值相当于各国国内生产总值的 100%，这次房地产泡沫比 20 世纪 90 年代后期全球股市泡沫更加膨胀，是

① 这期间，比较著名的危机事件和经济危机还有：一向被外国投资者看好的墨西哥 1994 年的金融风暴，曾一度被誉为拉美“美元化”样板的阿根廷 2001 年的金融危机以及俄罗斯金融危机、土耳其金融危机、巴西雷亚尔货币危机等等。

② Case, K, Quigley, J and R. Shiller (2001): “Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market”, NBER Working Paper 8606, November.

有史以来最大的，因此，这次泡沫可能造成的经济损失比以往更为严重，世界经济处于危险之中，不能忽视房地产泡沫危害。

二 近年来我国房地产市场发展简况

与全球性房地产市场发展情况相似，近年来，我国房地产业一直保持着持续快速的增长，投资增速始终高于全社会固定资产投资增速，尤其是2000年以来，房地产开发投资一直保持20%以上的高速增长，2004年2月份房地产投资增速曾高达57.1%，直至2005年随着宏观调控各项措施效果逐渐显效，这一势头才有了初步的逆转；伴随着房地产投资增速的上升，房地产价格持续上涨，2002年至2005年，我国平均房地产销售价格指数为106.1，远远高于同期居民消费价格指数，并且逐季稳步攀升，在2004年甚至高达110多点。

我国房地产业对银行体系的信贷资金具有很强的依赖性。2001年以来，房地产开发贷款增速一直保持25%以上的高位增长，远远高于同期金融机构贷款增速，2003年房地产开发贷款增速甚至高达49.1%，高于金融机构贷款增速整整28个百分点；房地产开发贷款占全部金融机构贷款比重也逐年上升，从1998年的2.34%升至2005年的4.7%。个人住房贷款从无到有，经历了迅速的增长，2005年末我国个人住房贷款余额为

18364.3 亿元，占金融机构贷款余额的比重高达 9.43%。银行信贷在支持我国房地产业蓬勃发展的同时，也相应累积了大量的风险。尽管目前还没有统一标准的统计数据，但是我国房地产空置率过高是人们共同承认的事实，这给以信贷为支撑的房地产业带来了大量的风险。而与此同时，房地产金融的不规范行为进一步严重损害了金融业的健康稳健运行^①。IMF 的一项经验研究表明，信贷膨胀是造成东亚金融危机各国资产价格膨胀和泡沫崩溃的罪魁祸首，而且，银行信贷渠道对房地产市场的作用要明显强于对股票市场的作用；在泡沫崩溃、金融危机来临之前，房地产价格都经历了与信贷扩张相关的迅速上升的过程，而且相对于信贷规模的变化，房地产价格上升的反应速度是价格下降的三倍。^②我国房地产业与金融业的密切关系，以及其对经济运行中的影响，都需要我们对我国房地产市场发展情况以房价的泡沫性作出一个明确的判断，并采取相应对策。

① 2002 年 11 月中国人民银行公布了对部分城市商业银行 2002 年 7 月 1 日至 2002 年 9 月 30 日发放的房地产贷款的检查结果。在检查中，总共抽查了 20901 笔、金额总计 1468 亿元房地产贷款，其中房地产开发贷款 3654 笔，金额 1380.5 亿元，个人住房贷款 12158 笔，金额 44.1 亿元，个人商业用房贷款 5089 笔，金额 43.4 亿元。调查发现违规贷款和违规金额分别占总检查笔数和金额的 9.8% 和 24.9%（资料来源：《2002 年中国货币政策执行报告》，中国人民银行 2003 年 2 月 20 日）。

② Collyns, C and A. Senhadji (2002): "Lending Booms, Real Estate Bubbles and The Asian Crisis", IMF Working Paper, WP/02/20, January.

三 本项研究的安排

本项研究正是在这样一个大的背景下进行的。目前,国内有关房地产市场的研究,很多都停留在定性描述分析的阶段(如杨帆,2002;谢经荣,2002),对国外房地产市场泡沫数理定量分析也大都侧重于个别模型的介绍(如瞿强,2003),根据我国房地产市场发展的数据进行的经验和实证研究也相对较少(如中国人民银行营业管理部,2004),但是将国外的房地产泡沫理论模型、国际比较和我国房地产市场经验研究相结合的综合研究,目前国内尚不多见。我们力图在这方面有所创新。除引言外,共分为以下几部分:第二章将从基本的经济学理论出发,探讨泡沫形成的机制,并总结国外学者关于泡沫形成的几个经典的经济学模型,通过理论的分析我们可以看到,预期的作用在房地产泡沫形成中的重要作用,同时我们也将发现,银行可能明知房地产泡沫的风险,但在预期和短视的作用下,银行信贷在泡沫形成中发挥了重要的作用;第三章将在理论分析的基础上,对近二十年来美国、日本和东亚等国发生的房地产泡沫进行考察,并从中得出几点启示;第四章分析影响房地产泡沫形成中各主要因素的作用,根据我国现行可得到的数据设计一套我国房地产泡沫的监测指数,以此进行实证分析,并对我国和北京市房地产市场泡沫情况进行判断,这部分也是本项研究的一个尝试,希望通过