



住房市场发展 阶段、波动与风险

邓郁松/著



科学出版社

住房市场发展阶段、波动与风险

邓郁松 / 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

住房问题始终是各界关注的热点问题,也是争论比较大的问题之一。近30年来,日本、中国香港、东南亚一些国家、美国、西班牙等经济体都曾经历过住房市场危机。住房市场危机在不同国家和地区的频繁出现表明,对住房问题的理论和政策研究都需要进一步深入。本书侧重从长周期和国际比较的视角研究住房市场的发展阶段、波动与风险的关系,对住房市场发展的阶段进行了界定,总结提出不同发展阶段的典型特征。本书还对主要住房政策工具的作用机理和住房市场的风险类型进行深入分析,提出防范风险的重点和政策选择。由于我国住房市场已进入新的发展阶段,需要准确地把握住房市场发展新阶段的市场运行规律和特征,据此客观看待当前住房市场形势,并进行相应的市场策略和相关政策调整。

本书对房地产业的从业者、政府机构和研究者具有重要的参考价值,也适合关心住房市场的普通读者。

图书在版编目(CIP)数据

住房市场发展阶段、波动与风险/邓郁松著. —北京:科学出版社,2016.9
ISBN 978-7-03-049894-6

I. ①住… II. ①邓… III. ①住宅市场—研究—中国 IV. ①F299.233.5
中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第218086号

责任编辑:徐 倩/责任校对:彭珍珍
责任印制:霍 兵/封面设计:无极书装

科 学 出 版 社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

http://www.sciencep.com

三河市骏杰印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2016年9月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2016年9月第一次印刷 印张:8 1/2

字数:171 000

定价:58.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前言

2003 年以来，我国部分城市房价涨幅显著加大。随着房价的持续上涨，各界开始较多关注房地产泡沫问题，政府也出台了一系列政策来抑制房价的过快上涨。但 2003 年之后房地产价格的实际走势仍明显超出各界预期。房地产市场实际运行情况与大众（包括政府）的预期存在较大差异，这表明一些被大众广泛接受的观点和判断标准可能并没有揭示出房地产市场运行的客观规律。

2008 年，我开始将较多精力投入到对房地产市场的研究中。2008 年也恰好是我国城镇住房制度改革以来，房地产市场第一次出现较为明显的调整，当年全国新建商品房销售面积较 2007 年减少了 19.7%，新建商品住宅销售均价较 2007 年下降 1.9%。由于 2008 年爆发了全球金融危机，许多人认为我国房地产市场的调整是受全球金融危机的冲击。但仔细观察房地产市场的运行数据，可以发现，房地产销售面积等先行指标在 2007 年第四季度就开始放缓，2008 年前两个月销售面积出现了负增长，而 2008 年年初宏观调控的主基调是“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨转为明显通货膨胀”，并强调继续实行从紧货币政策和稳健财政政策。由于房地产销售面积等指标调整在前，而全球金融危机发生在后，用全球金融危机的冲击来解释 2008 年我国房地产市场的调整在逻辑上并不成立。

由于观察到主流判断与房地产市场实际运行情况长期存在较大差异，在从事房地产研究过程中，一直提醒自己将理解和理清房地产市场波动背后的逻辑和规律作为重点，尽可能不考虑个人对房价波动的喜好。将理清房地产波动背后的规律作为重点的好处是可以通过分析不同国家、不同城市房地产市场的波动情况去不断验证所发现的规律是否正确。如果通过研究得出的规律是正确的，那么这个规律一定可以很好地解释我国房地产市场的历史波动，也应该能够对房地产市场的近中期波动做出准确预测。如果能够称之为规律，那么应该能够利用这个规律去分析和预测不同国家、不同城市住房市场的波动情况。基于这种认识，笔者在对住房市场的研究中，始终把握三个重点。

一是重视对其他经济体，特别是对美国、日本、西欧等发达经济体住房市场发展历程的研究，通过观察发达经济体在较长周期内住房市场的波动特征来发现住房市场波动背后的逻辑和规律。很幸运的是，我们对发达经济体住房市场发展历程的研究并不是从 20 世纪 80 年代中期开始的，而是从 20 世纪 60 年代初开始的。2015 年下半年以来，我们进一步把对发达经济体住房市场发展历程的研究提

前到 1945 年。当从相对较长的周期来研究发达经济体住房市场发展历程时，就可以比较清晰地观察到这些经济体住房市场发展阶段的变化。例如，发达经济体的住房市场都先后经历过住房短缺阶段、供求基本平衡阶段和市场成熟阶段，还有的经济体经历了泡沫产生和破灭的过程，也有个别经济体出现了供给过剩的问题。在不同的发展阶段，住房市场的特征存在显著差异。当对发达经济体住房市场发展历程有了全面了解后，就会很清晰地看到中国住房市场处在发展的哪个阶段，也很自然了解为什么从 2003 年开始国内就不断谈论、担忧房地产泡沫，但住房价格却总体呈持续上升态势。

二是始终尊重市场，在尊重市场的基础上去寻找、发现住房市场波动背后的规律。住房与每个人的生活密切相关，每个人对住房市场都会有自己的判断和诉求。但住房市场的运行态势不可能和每个人的分析判断都一致，事实上，自 2003 年以来，各界对住房市场形势的判断一直存在较大差异。我们在进行住房市场的分析预测时，始终坚持尊重市场。当分析、预测的结果与市场实际运行情况不一致时，首先尊重市场运行的客观性，因为住房市场的波动是各种因素综合作用的结果，不论市场运行是平稳，还是出现房价泡沫或严重的过剩情况，一定有其背后的原因和逻辑。只有尊重市场运行的结果，才可能不断完善已有分析框架，更好地总结和把握市场波动背后的规律。

三是厘清住房金融、土地、税收、住房保障等相关政策对住房市场的影响机理。住房市场是受政策影响较大的市场，住房市场的较大波动通常与住房相关政策的调整紧密相关。不同国家、不同城市在其发展过程中曾进行过各种各样的尝试去解决住房市场发展中的问题，一些尝试取得了成功，但也有很多尝试并不成功。通过对主要住房政策工具作用机理的研究，厘清了主要住房政策工具对住房市场影响的路径和效果，这不仅为客观分析、评估相关政策调整的影响奠定了基础，也为研究提出相关政策建议提供了理论支撑。

我国住房市场已从供不应求转向供求总体平衡、局部过剩的新阶段。随着住房市场发展阶段的变化，住房市场的运行特征和发展规律都开始发生重大变化，这对住房市场的研究提出了更高要求。在本书中，笔者尝试从住房市场发展阶段变化的角度分析住房市场，对不同阶段住房市场的波动特征进行归纳，分析住房市场的风险类型、成因及防范措施，也对未来住房市场的发展趋势进行预测，并提出根据住房市场发展阶段的变化及时调整住房市场发展目标和相关政策。

对住房市场的研究是一个不断学习、持续渐进的过程。2016 年上半年，笔者有机会到哈佛大学进行访问研究，与哈佛大学和麻省理工学院等高校、研究机构、企业、投资机构、政府机构从事房地产、住房政策、城市规划、建筑设计、房地产投资等方面的专家、企业家和官员进行了较为深入的交流。通过学习和交流，进一步丰富了个人对住房市场研究的理解。笔者最初对房地产市场、特别是住房

市场的研究，更多的是从经济角度去分析和思考，用经济学的方法寻找住房市场波动背后的规律。当与不同领域的专家、学者、企业家和官员就住房问题进行交流后，笔者越来越认识到住房问题涉及人口变化、经济兴衰、城市发展、社会变迁、产业变化等诸多方面。就住房问题解决住房问题相对容易，通常短期成效也很明显，但如果未能同步解决与住房问题相关的、深层次的经济、社会等其他领域的问题，当前针对住房问题的解决方案很可能会成为今后住房市场出现的新问题的原因。因此，研究住房问题，需要越来越重视对住房市场发展历史的研究、对国际比较的研究和跨领域、跨学科的系统研究，需要越来越重视跨领域、跨学科的交流与合作。笔者也期待着，今后会有更多跨领域、跨学科的交流与合作。

邓郁松

2016年7月6日

目 录

第一章 住房市场发展阶段与波动	1
如何看待典型经济体住房市场的波动	1
影响住房市场波动的主要因素	4
人口变化与住房市场	10
第二章 住房政策工具作用机理与政策选择	14
不同政策工具对住房市场的影响——典型经济体的做法及启示	14
如何借鉴国外的住房政策	21
1998 年以来我国住房政策的运用及其效果评估	24
关于实行中性的住房金融政策的建议	35
天津市调控商品住房供需平衡的主要做法及启示	38
房产税：不是房地产调控的理想工具	41
建立房地产市场长效机制需关注的几个问题	44
住房市场区域差异与分类调控	47
第三章 住房市场风险与防范	52
区分三种房地产风险	52
如何认识房价收入比	54
如何判断房价的合理水平	57
如何区分房价的正常上涨与房地产泡沫	63
化解房地产库存的重点和建议	66
解决北京市房价过高问题需要新思路	69
尽快建立我国房地产市场监测预警指标体系的政策建议	75
第四章 住房保障目标与方式选择	79
完善我国住房保障体系的目标和总体思路	79
进一步完善住房保障相关政策的建议	84
完善流动人口住房公积金政策的建议	87

第五章 住房市场形势分析与建议	94
观察房地产市场形势需把握的几个关键点	94
我国房地产市场调整有望在三季末结束	97
2015 年房地产形势分析与建议	100
美国房地产市场复苏难以持续	106
房地产发展态势评估与健康发展长效机制	109
参考文献	124

第一章 住房市场发展阶段与波动

如何看待典型经济体住房市场的波动

自 1998 年城镇住房制度改革以来，我国的住房市场快速发展，城镇居民居住条件明显改善。但在住房市场快速发展过程中，出现了一些问题，各界对住房市场的发展态势也一直存在不同的看法。由于我国住房市场发展历程短，面对住房市场发展中出现的一些情况和问题，各界经常通过与美国等典型经济体住房市场发展情况的比较来对我国的住房市场发展情况进行分析判断。因此，全面、客观、准确地分析典型经济体住房市场的发展历程，厘清住房市场波动背后的原因和规律，将有助于对我国住房市场的发展情况进行更好地分析、判断。

一、要重视从长周期的视角观察、分析典型经济体住房市场的变化

住房市场的发展是一个长期过程，观察的周期不同，得出的结论会存在很大差异。如果只观察过去 30 年典型经济体住房市场的发展情况，可以发现，日本等发达经济体在过去 30 年住房新开工量并不高，这是因为这些发达经济体早在 30 年前就已经解决了住房总量不足的问题。通过对住房价格和市场风险情况的观察，发现日本在 20 世纪 80 年代后期出现了房地产泡沫，而房地产泡沫破灭对日本经济产生了重大冲击；21 世纪初以来，美国房价涨幅加大，并造成次贷危机的爆发；中国香港也曾在 20 世纪 90 年代出现住房价格的大幅上涨和房地产泡沫的破灭。但是如果将观察的周期延长到 60 年，可以发现，美国、日本、英国、德国等典型经济体都面临过住房短缺的问题，也经历过住房新开工套数持续增加、房价涨幅较高而市场运行基本正常的阶段。

第二次世界大战后，英国、德国、日本、美国等均面临较为严重的住房短缺问题。从供给端观察，许多国家的住房在战争期间大量被毁，住房存量减少。即便是住房未受到战争破坏的国家，也大多经历了较长时期的新增住房供给不足问题。从需求端观察，第二次世界大战后大批士兵返乡，这不仅带动了住房需求的

快速增加,而且婴儿潮一代在20世纪60年代后期开始进入就业市场,成家立业,进一步推动了住房市场的发展。因此,发达经济体住房市场快速发展、住宅新开工套数持续增加的阶段基本集中在1975年以前。例如,原联邦德国在1960~1974年的15年每1000个居民住房建设量平均为10套,而1991年以来每1000个居民的住房建设量平均不到4套。从住房价格变化情况看,主要经济体住房价格涨幅最快的阶段基本也在1980年之前。

经过第二次世界大战后20多年的发展和住房的大规模建设,20世纪70年代前后,主要发达经济体户均住房套数都达到了1.0套左右,基本解决了住房短缺问题。在经历了住房市场的快速增长阶段后,随着住房短缺问题的基本解决,发达经济体在20世纪70年代前后相继出现了住房新开工套数的峰值,此后住房新开工套数开始下降。值得关注的是,在住房短缺问题基本解决后,各国住房价格涨幅都较住房短缺时期有所回落。即便20世纪80年代后期日本出现了房地产泡沫,但房地产泡沫破灭前的地价涨幅实际上也低于日本20世纪60年代和70年代初的地价涨幅。美国次贷危机爆发前的房价涨幅实际上也明显低于其20世纪60~70年代的房价涨幅。显然,从较长时期观察,不能简单地以房价涨幅多少来判断住房市场风险的大小。

住房是伴随居民一生的必需品,认识、分析住房市场的波动,客观上也要求将观察的周期尽可能地延长。只有从长周期观察,厘清住房市场发展阶段的差异,才可能减少对住房市场中长期发展趋势和当前形势的误判。

二、要重视把握住房市场波动背后的规律

从较长时期观察,可以清楚地看到典型经济体在不同的发展阶段,住房市场的运行特征存在较大差异。只有厘清住房市场变化背后的规律,才可能更好地分析、判断住房市场中长期变化趋势和短期波动态势。从日本、德国等典型经济体住房市场的发展历程看,大规模的住房建设期基本出现在人口较快增长、住房总量不足的阶段,而在户均住房超过1套后,将会出现住房建设峰值,此后随着人口增速的放缓和住房短缺问题的解决,新建住房数量将较大规模建设期明显回落。从房价变化情况看,典型经济体在住房需求快速增长、住房大规模建设阶段的房价涨幅普遍较高,这一阶段由于住房的大规模建设客观上对经济增长的带动作用较为明显,居民收入增速也保持在较高水平。居民收入的较高增速和住房需求的

较快增长是这一阶段房价涨幅较高的最主要原因,这一阶段也是住房市场比较繁荣的时期。分析典型经济体住房市场的发展历程,可以发现,住房市场的中长期变化趋势主要受人口总量和结构变化、经济增长与居民收入变化情况的影响,一旦人口总量和结构变化趋势发生变化,经济增速和居民收入增速放缓,住房市场也将从快速发展阶段转向平稳发展阶段。需要注意的是,在住房市场进入平稳发展阶段后,一旦相关政策不当,极易引发房地产泡沫风险等问题,如美国、日本和中国香港地区都曾在经济增速和居民收入增速放缓后,实行了不恰当的住房金融政策,并引发了房地产泡沫问题。因此,在住房总量不足的矛盾基本解决后,需要更加重视防范风险问题,并根据住房市场发展阶段的变化对相关政策进行适应性调整。

三、要重视研究相关政策对住房市场的影响

住房市场是受政策变化影响较大的市场。金融政策、土地政策、税收政策和住房保障等政策的调整都会对住房市场产生一定影响。其中,住房金融政策和土地政策对典型经济体住房市场的短期波动影响最为显著。

在美国等典型经济体出现房地产泡沫或市场萧条等大幅波动情况时,几乎都可以找到住房金融政策方面的原因。例如,美国、日本和中国香港地区房地产泡沫的出现都与当时的低利率政策密切相关,而利率的持续升高则造成泡沫的破裂。再如,20世纪70年代末期,美国为抑制通货膨胀,开始大幅度提高贷款利率,1981年30年期抵押贷款固定利率最高时曾超过18%,而1977年30年期抵押贷款固定利率最高不超过9%。由于贷款利率大幅提高,居民的购买能力显著下降,1977年美国新建住房销售量为81.9万套,1981年下降到43.6万套。由于销售量大幅下降,美国新建住宅的开工量也显著减少。1977年,美国已开工的新建私人住宅接近200万套,到1981年则只有108万套。

土地供给是形成住房供给量的基础和前提,也是决定住房供给趋势的主要因素,因此土地政策的调整会影响住房供给形势,进而对住房市场运行的总体态势带来较大影响。典型经济体住房市场的发展历程表明,土地供给不足或供给过量都会造成住房市场供应失衡,而供应失衡通常会诱发住房市场的大幅波动。例如,

2008~2009年,中国香港新增住宅用地只有0.019公顷,从而导致其2010年仅约有19800个住宅单位建成,不到2000年的1/4,2011年和2012年香港房价呈现快速上涨趋势。

目前我国城镇户均住房套数已达到1.0套左右,住宅投资增速已开始回落,经济也从高速增长转向中高速增长。对照典型经济体住房市场发展历程,大体可以判断目前我国的住房市场正在从快速发展阶段转向平稳发展阶段。由于发展阶段的变化,住房市场将会出现一些与快速发展阶段不同的特征。认识到住房市场发展阶段正在发生变化,将有助于更客观地看待当前住房市场出现的一些变化。

影响住房市场波动的主要因素

房地产业在各国经济中具有重要地位,房地产市场的波动通常会对宏观经济的运行带来较大影响,如美国的次贷危机、日本的房地产泡沫曾对两国经济产生较大冲击。2007年以来,我国房地产市场也出现了大幅波动的情况,并对房地产市场的稳定运行和宏观经济的健康发展带来一定影响。深入分析美国、日本等发达国家房地产市场波动的历程,可以发现,人口总量和结构变化、金融政策,特别是利率政策调整、经济周期波动,以及房地产市场供求的非同步性,对房地产市场的周期波动具有重要影响,这些因素也是我国住房制度改革以来房地产市场波动的主要原因。

一、人口总量和结构变化决定住房市场的长期趋势

住房市场的需求归根结底来自人们的居住需求,因此,人口总量和结构的变化会直接带来住房市场需求的波动。美国、日本等发达国家住房市场发展的历史表明,人口总量和结构的重大变化无一例外会带来住房市场需求的重大变化。

例如,美国人口的一次明显增长发生在1946~1964年,这期间出生的人被认为属于“婴儿潮”一代。美国“婴儿潮”一代从出生、就业到退休对美国房地产市场产生了多次冲击。20世纪70年代,“婴儿潮”一代到了就业年龄,美国涌现了大量刚毕业的学生。他们将对公寓的需求推向一个高潮,出租空置率

下降到 9%。1970~1980 年, 20~39 岁的人口数量增加 38% (这 10 年间美国人口总数增加了 21%), 有购房 (初次购房) 意愿年龄段的人口增加, 这可以解释 20 世纪 70 年代末美国住宅需求的上升。日本人口总量和结构的变化也对房地产市场产生重要影响。第二次世界大战结束后, 日本和许多参战国家一样出现了生育高峰, 总人口从 1945 年的 7215 万人猛增至 1950 年的 8320 万人。这次生育高峰对住房市场具有重要影响, 20 世纪 70 年代住房市场取得的快速发展, 很大程度上应归因于“婴儿潮”一代成家立业带动的巨大需求。此后, 由于日本政府采取鼓励优生优育来诱导性地控制人口增长, 加之社会环境和居民生活意识的变化, 除 20 世纪 70 年代前期因“婴儿潮”一代陆续进入生育期而引发一次小的生育高峰外, 人口增长率总体而言呈现出逐步下降的趋势。尤其是进入 20 世纪 90 年代后, 由于育龄人口生育愿望明显下降, 出现了出生率持续低于 1% 的“少子化”现象, 人口自然增长率也相应屡创新低。这在一定程度上制约了住宅需求。

二、金融政策调整对房地产市场的短期波动影响较大

购买房地产大多需要借助银行的信贷, 因此, 金融政策特别是利率政策变化对房地产市场的波动具有重要影响。当名义利率上升时, 购房者的月供支出将增加, 会抑制房地产市场的需求; 当利率下降时, 购房者的月供支出将减少, 实际支付能力提高, 将扩大对房地产市场的需求。需要指出的是, 利率政策的调整对房地产市场的影响具有滞后性, 这种影响通常在连续加息或持续降息后才会显现出来。以美国为例, 2001 年前后, 美国经济因网络股泡沫破裂而陷入衰退。美国联邦储备委员会 (以下简称美联储) 采取了持续降息的政策以刺激经济。从 2001 年 1 月 3 日到 2003 年 6 月 25 日, 美联储 13 次降息, 使联邦基金利率 (即银行间隔夜拆借利率) 降至 1%, 这是 40 年来的最低点, 且一直保持到 2004 年 6 月 30 日。利率的大幅下降大大刺激了住房消费, 股票市场资金外撤也激发了对房地产的投机需求。金融支持力度较大、实际需求也增长较快使美国的房价和销售量经历了空前的上升。而从 2004 年 6 月 30 日到 2006 年 6 月 30 日, 美联储连续 17 次加息, 利率水平总计上升了 4.25 个百分点。利率大幅上升成为美国次贷危机爆发的直接诱因, 并随之出现房地产销售量的下降和房价的下跌。2008 年全球金融危机发生后, 美国实行了大规模的救助计划, 特

别是利率水平的大幅下降和持续的量化宽松政策再一次推高了居民的购买力，美国的房价从 2011 年开始回升，目前美国的新房平均销售价格已超过危机前的最高水平。

我国贷款利率的变化对房地产市场的影响也较为显著。住房制度改革以来，我国住房贷款利率（按五年期以上贷款利率计算）经历了下降—上升—下降—上升—下降的过程，目前正处于新一轮利率下降周期。从 1998 年以来的房地产市场变化情况看，在每一轮利率大幅变化后，房价的波动都非常显著。2004 年之后，贷款利率持续上升，2007 年 9 月 15 日，五年期以上贷款基准利率提高到 7.83%，这也是 1999 年以来的最高水平。2007 年 9 月 27 日，《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于加强商业性房地产信贷管理的通知》决定对二套房实行 1.1 倍基准利率的政策，1.1 倍利率与当时的优惠利率相比，相当于加息 196 个基点。利率政策的调整对房地产市场需求产生较大的抑制作用，2007 年第四季度，住宅销售面积增速开始回落，2008 年全国房地产销售面积出现了住房制度改革以来的首次负增长，2008 年全国新建商品住宅销售均价也较 2007 年下降了 0.27%，这也是住房制度改革以来唯一一次出现房价下降的情况。2008 年第四季度，为应对国际金融危机，促进房地产市场健康发展，银行利率持续降低，2008 年 12 月 23 日最后一次降息后，五年期以上贷款基准利率只有 5.94%，较 2008 年 9 月 15 日的利率水平下降了 189 个基点。从 2008 年 10 月 27 日开始，中国人民银行决定对首套房实行 0.7 倍的优惠利率，对属于改善型的二套房也比照首套房实行优惠利率。按照 2008 年 12 月 23 日调整后的五年期以上贷款基准利率 5.94% 计算，七折后的利率只有 4.158%，处于住房制度改革以来的最低水平。实际利率的大幅下降大大降低了购房者的还款压力，也扩大了购房人群。以购买住房使用 100 万元银行贷款为例，按 20 年等额本息计算，同样是 100 万元贷款，在 2008 年 9 月 15 日之前和 2008 年 12 月 23 日之后，还款利息总额的差距最高达 624 849 元，每月还款额的最高差距达 2604 元（表 1 和表 2）。如果按照银行信贷规定，每月还款额不超过其收入的 50% 计算，在贷款额度不变的情况下，还款额的降低将使从月收入 8748 元的购房人群扩大到月收入 6144 元的购房人群，即能够支付 100 万元购房款的人群将大大扩大。由于市场供给能力无法在短期内大量增加，需求人数大大增加的结果必然是显著推高房价。

表 1 金融机构法定贷款利率变化情况

调整时间	金融机构法定贷款利率/%		备注
	一年	五年以上	
1998/03/25	7.92	10.35	利率下降期
1998/07/01	6.93	8.01	
1998/12/07	6.39	7.56	
1999/06/10	5.85	6.21	
2002/02/21	5.31	5.76	
2004/10/29	5.58	6.12	利率上升期 2007 年 9 月起对二套房实行 1.1 倍基准利率
2006/04/28	5.85	6.39	
2006/08/19	6.12	6.84	
2007/03/18	6.39	7.11	
2007/05/19	6.57	7.20	
2007/07/21	6.84	7.38	
2007/08/22	7.02	7.56	
2007/09/15	7.29	7.83	
2007/12/21	7.47	7.83	
2008/09/16	7.20	7.74	利率下降期 2008 年 10 月起, 对首套房实行 0.7 倍基准利率, 2008 年 12 月起对改善型也实行优惠利率
2008/10/09	6.93	7.47	
2008/10/30	6.66	7.20	
2008/11/27	5.58	6.12	
2008/12/23	5.31	5.94	
2010/10/20	5.56	6.14	利率上升期
2010/12/26	5.81	6.40	
2011/02/09	6.06	6.60	
2011/04/06	6.31	6.8	
2011/07/07	6.56	7.05	
2012/06/08	6.31	6.8	利率下降期
2012/07/06	6.0	6.55	
2014/11/22	5.6	6.15	
2015/03/01	5.35	5.9	
2015/05/11	5.1	5.65	
2015/06/28	4.85	5.4	
2015/08/26	4.6	5.15	
2015/10/24	4.35	4.9	

资料来源：中国人民银行

表 2 不同利率下贷款 100 万元每月还款额（按 20 年等额本息还款方式）

利率/%	7.83	6.65	8.61	5.94	4.16	6.53
执行起止时间	2007/09/15~ 2008/09/15	2007/09/15~ 2008/09/15	2007/09/15~ 2008/09/15	2008/12/23~ 2010/10/19	2008/12/23~ 2010/10/19	2008/12/23~ 2010/10/19
备注	基准利率	优惠利率	1.1 倍利率	基准利率	7 折利率	1.1 倍利率
月还款额/元	8 259	7 544	8 748	7 130	6 144	7 473
利息总额/元	982 139	810 633	1 099 515	711 137	474 666	793 617
收入要求/元	16 518	15 088	17 496	14 260	12 288	14 946

三、经济的周期变化对住房市场的周期波动具有重要影响

购房人的收入状况是决定其购买能力的最主要因素。购房人的收入增长较快时，其购买力将提高。经济增长状况是决定收入增长情况的最重要因素，因此，经济周期变化会对收入产生较大影响，并进而影响到住房市场的波动。当经济处于繁荣期时，由于失业率低，居民收入状况较好，对住房市场的需求通常会增加。而在经济处于衰退期时，由于失业率提高，收入下降，对住房市场的需求一般会下降。例如，第一次石油危机对发达国家的经济造成了严重的冲击。美国的工业生产下降了 14%，国内生产总值（gross domestic product, GDP）下降了 4.7%，人均实际可支配收入出现负增长，1975 年美国失业率已经达到 8.5%。个人住房需求迅速降温，房价增长停止，销售量在 1974 年出现了大幅下滑，回到了 20 世纪 60 年代的水平。

从我国情况看（图 1），1998 年以来，我国经济总体保持持续较快增长，虽然经济增速有所波动，但仍然属于增长中的波动，从未出现增速显著回落、甚至负增长的情况。受经济持续较快增长带动，城镇居民人均收入水平不断提高，2015 年全国城镇居民人均可支配收入为 31 195 元，是 1998 年的 3.49 倍，是 2007 年的 1.77 倍。从同期全国新建商品住宅价格变化情况看，2015 年全国新建商品住宅销售均价为 6472 元/平方米，是 1998 年的 5.75 倍，是 2007 年的 2.26 倍。总体看，城镇居民人均收入增速高于城镇新建商品住宅销售均价涨幅。

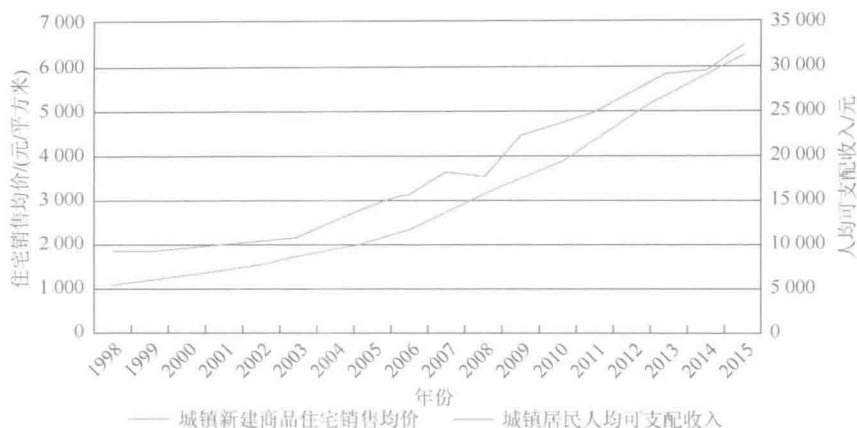


图1 2000~2015年城镇居民人均可支配收入与城镇新建商品住宅销售均价

资料来源: WIND

四、住房市场供求的非同步性会加剧短期市场波动

住房市场的波动、特别是大幅波动还与供给和需求的非同步性有关。受生产周期影响,住房市场的供应能力并不能在需求最旺的时候大量增加,在需求最旺而新增供给量相对有限时,住房市场将会出现短期的供不应求,这将会造成房价的进一步上涨。而房价上涨通常会刺激供应能力的增加,但一旦房价偏离正常的支付水平,住房市场的需求将会下降,房价和需求走势将发生新的变化,而这可能恰逢住房供给的高峰期,因此就可能出现短期内的供过于求。从各国房地产市场的发展情况看,房价的大幅波动通常出现在供求高度不均衡时期,短期内的供不应求会造成房价的进一步上涨,而严重的供过于求将加大价格下行压力。

需要指出的是,上述因素都会对住房市场的波动产生重要影响,但人口总量和结构变化更多影响的是长期趋势,金融政策和经济周期变化则对住房市场中短期波动影响更为显著,而供求的非同步性通常会加剧市场的波动性。同时,在任一时点上,住房市场的波动均是多种因素共同作用的结果,不同影响因素对房地产市场的影响可能是同向的,也可能是反向的,综合作用的结果既可能会造成住房市场的较大波动,也可能会出现住房市场运行比较平稳的状况。同时,需要关注的是,政策调控通常发生在住房市场出现异常波动时,评估调控政策能否取得预期效果需要考虑两方面因素:一是调控政策是否准确把握了住房市场出现异常波动的原因,政策是否对症下药;二是调控政策对市场影响的滞后期有多长,在