



上海房地产泡沫

◎ 上海社会科学院出版社

实证研究

高汝熹 宋忠敏·著

- 对待房地产价格应抱着一种平和的心态去看待，无需谈“泡”色变。
- 上海商品住宅的自住性年需求量已趋于稳定，在房地产市场保持理性的前提下，住宅价格具有下调的内在趋势。
- 2004年上海房地产泡沫度已膨胀到2.02，开始步入危险区范围。泡沫破裂的风险开始积聚。
- 上海房价收入比达13.5倍，远离居民的长期支付能力。
- 上海投资性购房无法完全依靠租赁来获得投资收益，只能寄希望于泡沫膨胀，但一旦泡沫破裂将损失惨重。
- 追求上海经济的快速发展，不能把重担过分地压在房地产业上。
- 上海房地产泡沫的产生有其宏观经济背景作支撑。
- 上海房地产泡沫的产生更有深层的制度性因素。
- 目前上海的房地产制度存在鼓励市场投机的间接性作用，控制房价过快上涨关键在于堵上制度性漏洞。
- 房地产市场天然地具有垄断性特征，政府应当担负起相应的管理职能，追求“居者有其屋”的政策目标。

上海房地产泡沫

实证研究

高汝熹 宋忠敏 著

图书在版编目(CIP)数据

上海房地产泡沫的实证研究/高汝熹,宋忠敏著. —
上海:上海社会科学院出版社,2005

ISBN 7-80681-626-7

I. 上... II. ①高...②宋... III. 房地产业-
研究-上海市 IV. F299.275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 013731 号

上海房地产泡沫的实证研究

作 者:高汝熹 宋忠敏

责任编辑:吴芸茜

封面设计:闵 敏

出版发行:上海社会科学院出版社

上海淮海中路 622 弄 7 号 电话 63875741 邮编 200020

<http://www.sassp.com> E-mail:sassp@online.sh.cn

经 销:新华书店

照 排:南京展望文化发展有限公司

印 刷:上海社会科学院印刷厂

开 本:890×1240 毫米 1/32 开

印 张:7.5

插 页:2

字 数:202 千字

版 次:2005 年 3 月第 1 版 2005 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 7-80681-626-7/F·063

定价:15.00 元

版权所有 翻印必究

自序

自2000年开始,上海房地产业经历着新一轮的繁荣,房地产业增加值由2000年的251.70亿元增长到2003年的461.88亿元,占本地生产总值的比重则从2000年的5.5%上升到2003年的7.4%。2004年,上海房地产开发投资达1175.46亿元,比上年增长30.4%,是2000年投资额的两倍多;商品房竣工面积更达3443.02万平方米,比上年增长38.17%,同样是2000年竣工面积的两倍多;房地产增加值为622.59亿元,占本地生产总值的比重为8.36%。与此同时,房地产价格不断上扬、投资性购房大量增加、房地产商业贷款新增额占全部新增贷款的比重高达76%,关于房地产泡沫的争论越来越剧烈,甚至有学者指出上海房地产泡沫一年之内必将破裂。本书以这一问题为出发点,并围绕怎样度量泡沫,泡沫是否有破裂危险,以及房地产泡沫成因及其治理等问题展开了实证研究。

我们认为,对待房地产泡沫应抱着一种平和的心态去看待,无需谈“泡”色变,更应避免从自身的利益出发感情用事,要坚持以科学的态度分析问题,而不是一味地坚持一种观点而反对另一种

观点。

泡沫并不等于泡沫经济,两者是有区别的。一般而言,泡沫是由于某种垄断性的存在,以及投资需求的过度膨胀导致资产的价格水平相对于理论价格的非平稳性上涨,同时,根据泡沫的度量可把泡沫分为安全区、警戒区、危险区、严重危险区四个阶段,安全区的泡沫通常对经济发展有积极作用,但如何区分泡沫的四个阶段有赖于不同时期不同经济体的详尽的市场运行的精确模型;泡沫经济则是泡沫一般到了危险区或严重危险区的阶段,且泡沫资产与宏观经济联系密切,泡沫破裂将引发金融危机或经济危机。

从我们的实证研究结果来看,上海房地产 2002 年的泡沫度还处在安全区范围内,对经济发展具有积极作用;但是,2003 年房地产泡沫度则膨胀为 1.7,处于警戒区范围,逼近危险区,不利于经济的持续稳定发展;2004 年房地产泡沫度进一步膨胀到 2.02,开始步入危险区范围,泡沫破裂的风险开始积聚,如果继续纵容泡沫的膨胀,将演变成泡沫经济,一旦泡沫破裂,必然导致大量的银行坏账,甚至引发金融危机或经济危机,进而严重影响经济的发展。

对于那些否认上海房地产泡沫的存在,甚至鼓吹“上海房地产还要上涨,要涨 20 年”的观点,我们认为其依据是站不住脚的,根本经不住经济理论的推敲,有时倒是混淆视听,争抢话语权,希望别人来接房地产泡沫的最后一棒,赤裸裸地维护着自己的巨额利益,丝毫不顾泡沫破裂风险不断扩大而产生的对经济持续发展产生的消极作用。

我们的实证研究还表明,在房地产市场保持理性的前提条件下,商品住宅的自住性年需求量已趋于稳定,如果投资性需求也保持稳定或者些许下降的话,2005 年的上海房地产价格将开始出现缓慢下降趋势,房地产泡沫则呈现缓慢收缩的运行状态,这将有利于金融风险的释放,有利于上海房地产的长期健康发展。问题在于上海房地产市场能不能保持理性,投资性需求能不能趋于下降,这有赖于政府松紧适度、对症下药的宏观调控政策,有赖于政府旗帜鲜明地遏制房

地产市场的过度投机。

关于政府对房地产市场的调控,我们强调应在把握房地产泡沫产生原因的基础上对症下药,采取切实可行的有力措施。上海房地产泡沫之所以产生,首先在于宏观经济环境为房地产泡沫的产生提供了土壤,这些因素包括经济增长主要依靠投资拉动、通货紧缩、可供民间资本投资的渠道非常狭窄、住房制度改革激发了房地产新一轮的繁荣局面、上海世界级城市的定位和世博会申办成功给房地产业提供了丰富的想象空间等方面;上海房地产泡沫产生的深层动因在于上海房地产的制度性缺陷,包括过分强调“以售为主”、住宅租赁市场发育迟缓、政府住房保障制度建设严重滞后、不合理的房地产税费制度以及土地政策的失误等;微观上直接引发泡沫产生的因素则在于房地产市场秩序不规范、结构矛盾、不正常的消费心理与羊群效应、投机炒作等方面。

针对以上泡沫产生的原因分析,我们提出,泡沫治理仍应遵循“控制但不‘打压’”的指导思想,力求泡沫自动收缩到安全区域而不是泡沫破裂。具体措施包括完善住房保障制度、积极发展住房租赁市场、积极稳妥地推进房地产税费改革、完善相关土地政策、规范市场秩序、加强市场信息的公开透明、提高房地产投机炒作成本等。我们还特别强调,面对异常艰巨的房地产调控任务,应考虑改革现行的旧房拆迁政策,以改变产权不清晰造成的不恰当的预期(不管房价多高,租金多低,总认为买房比租房合算,认为房产永远可以保值而不会发生价值耗损)。

需要说明的是,由于泡沫理论以及泡沫的实证研究在经济学研究中还是属于一个比较新的领域,各种观点的争论至今仍较多,而且其涉及的深度和广度都很大,国内对泡沫的研究更是近十多年的事情,本书的研究只能算是在泡沫实证研究方面的一个探索,存在很多不足,一些结论可能还不完善,有待今后作进一步的研究,也欢迎读者对我们的不足给予批评指正。

本书是在博士论文的基础上改写而成,并吸取了2002年作者承

担的研究课题《上海房地产波动的定量研究》的相关成果。在此,感谢上海市房屋土地资源管理局、房地产经济学会提供的资助,以及上海市统计局、上海市房地产交易中心在数据提供方面的支持;同时也感谢课题组成员管锡展博士、滕辉硕士、毛水荣硕士等对本书的贡献。感谢上海社会科学院出版社吴芸茜博士为此书付出的工作和努力。

作 者

2005年1月

目 录

自序	.....1
0 导论	.....1
0.1 从央行 121 文件与国务院 18 号文件说起	.....1
0.2 上海房地产泡沫实证研究的意义	.....8
0.3 国内外研究现状	.....17
0.4 研究范围与方法	.....19
0.5 展开逻辑与章节安排	.....19
1 泡沫与泡沫经济	.....23
1.1 泡沫事件的历史回顾	.....24
1.1.1 荷兰郁金香泡沫	.....24
1.1.2 法国密西西比泡沫	.....27
1.1.3 英国南海股票泡沫	.....30
1.1.4 日本的泡沫经济	.....33
1.1.5 泰国的泡沫经济	.....35
1.2 泡沫概念的界定	.....36
1.2.1 泡沫的定义	.....37
1.2.2 泡沫与通货膨胀的区别	.....41
1.2.3 泡沫经济与经济周期的区别	.....42
1.3 理性泡沫及其检验	.....44

1.3.1	理性泡沫模型	.....44
1.3.2	理性泡沫的检验	.....49
1.4	小结	.....54
2	上海房地产市场泡沫的初步讨论	.....56
2.1	上海房地产市场现状	.....56
2.2	上海房地产泡沫问题的正反观点及其评述	.....64
2.2.1	“泡沫”观点的主要依据	.....64
2.2.2	无“泡沫”观点的主要依据	.....70
2.2.3	上海房地产市场泡沫初步评述	.....71
2.3	上海房地产泡沫的动态自回归检验	.....77
2.4	上海商品住宅供求关系的初步考察	.....80
2.4.1	房地产需求与供给预测	.....80
2.4.2	房地产供求关系初步分析	.....84
2.5	上海房地产价格传导机制——蛛网模型	.....86
2.6	2004年上海房地产现状及泡沫最新争论	.....92
2.6.1	2004年上海房地产现状	.....92
2.6.2	2004年上海房地产泡沫最新争论	.....96
2.7	小结	.....104
3	上海房地产泡沫的计量经济模型分析	.....106
3.1	相关变量与数据取得	.....106
3.2	计量经济模型构建的基本思路	.....116
3.2.1	需求模型的建立	.....117
3.2.2	供给模型的建立	.....128
3.2.3	价格模型的建立	.....133
3.2.4	模型结果	.....135
3.3	方程组预测	.....139

3.3.1 数据预测	.....139
3.3.2 预测结果	.....141
3.3.3 预测调整	.....145
3.4 计量经济模型外生变量的敏感性分析	.....153
3.5 小结	.....157

4 上海房地产泡沫的进一步讨论159

4.1 房地产泡沫测度的文献回顾	.....159
4.2 房地产泡沫衡量指标的选择	.....163
4.2.1 指标选择的原则	.....163
4.2.2 泡沫指标的选择	.....164
4.3 房地产泡沫指标标准值的确定	.....168
4.3.1 房地产投资占GDP的比重标准值	.....168
4.3.2 房价收入比的标准值	.....170
4.3.3 租售比的标准值	.....178
4.4 上海房地产市场泡沫度的计算	.....181
4.4.1 泡沫度指数的综合	.....181
4.4.2 泡沫度指数的计算	.....182
4.5 小结	.....185

5 上海房地产泡沫的成因与政策分析187

5.1 上海房地产泡沫产生的宏观经济环境	.....189
5.1.1 经济增长主要靠投资拉动	.....189
5.1.2 通货紧缩	.....191
5.1.3 股市行情不佳,居民投资渠道狭小	.....193
5.1.4 世界级城市定位、世博会申办成功为 上海房地产带来了丰富的想象空间	.....194
5.2 上海房地产泡沫产生的制度性原因	.....195

5.2.1	过分强调“以售为主”，政府住房保障制度 建设严重滞后，住宅租赁市场发展迟缓	……195
5.2.2	不合理的房地产税费制度以及土地 政策的失误	……199
5.3	上海房地产泡沫产生的微观因素	……202
5.3.1	房地产市场秩序不规范	……202
5.3.2	结构矛盾	……203
5.3.3	投机因素	……204
5.3.4	羊群效应与不成熟的消费心理	……205
5.4	上海房地产泡沫治理的对策措施	……206
5.4.1	完善住宅保障制度	……207
5.4.2	积极发展住房租赁市场	……208
5.4.3	积极稳妥推进房地产税费改革，完善 相关土地政策	……209
5.4.4	规范市场秩序，加强市场信息的 公开透明	……210
5.4.5	在相关政策上提高房地产投机 炒作的成本	……210
5.5	宏观调控与房地产泡沫治理	……211
5.5.1	2004年宏观调控措施回顾	……212
5.5.2	下一步宏观调控的讨论与思考	……215
5.6	小结	……220
	参考文献	……221

0.1 从央行 121 文件与国务院 18 号文件说起

2003 年 6 月 13 日,中国人民银行为促进房地产金融健康发展并防范金融风险,发布了有关紧缩房贷的新规定,即《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》^①,业内人士称为“央行一二一文件”。121 文件的发布主要是针对我国房地产过热而采取的一项措施,其主要内容包括:(一)加强房地产开发贷款管理、引导规范贷款投向。房地产开发贷款对象应为具备房地产开发资质、信用等级较高、没有拖欠工程款的房地产开发企业;对商品房空置量大、负债率高的房地产开发企业,要严格审批新增房地产开发贷款并重点监控;对未取得土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证的项目,不得发放任何形式贷款;房地产开发企业申请银行

^① 参见 2003 年 6 月 13 日 17:07 中国财经信息网房地产栏目,《央行通知:要求加强房地产信贷业务管理(条文)》,转引自当日中新网。

贷款,其自有资金(指所有者权益)应不低于开发项目总投资的30%;商业银行发放的房地产贷款,只能用于本地区的房地产项目,严禁跨地区使用。(二)严格控制土地储备贷款的发放。对土地储备机构发放的贷款为抵押贷款,贷款额度不得超过所收购土地评估价值的70%,贷款期限最长不得超过2年。商业银行不得向房地产开发企业发放用于缴交土地出让金的贷款。(三)规范建筑施工企业流动资金贷款用途。严格防止建筑施工企业使用银行贷款垫资房地产开发项目。(四)加强个人住房贷款管理,重点支持中低收入家庭购买住房的需要。个人住房贷款应重点支持中低收入家庭购买住房需要。为减轻借款人不必要的利息负担,商业银行只能对购买主体结构已封顶住房的个人发放个人房贷;对借款人申请个人住房贷款购买第一套自住住房的,首付款比例仍执行20%的规定;对购买第二套以上(含第二套)住房的,应适当提高首付款比例。(五)强化个人商业用房贷款管理。借款人申请个人商业用房贷款的抵借比不得超过60%,贷款期限最长不得超过10年。(六)充分发挥利率杠杆对个人住房贷款需求的调节作用。借款人申请个人房贷购买第一套自住住房,个人住房贷款仍执行现行的优惠住房贷款利率;对购买高档商品房、别墅或第二套以上(含第二套)商品房的借款人,执行人民银行公布的同期同档次贷款利率,不再执行优惠住房利率规定。(七)加强个人住房公积金委托贷款业务的管理。住房委托贷款业务仅限于个人住房公积金委托贷款,对使用其他房改资金(包括单位售房款、购房补贴资金、住房维修基金等)委托办理贷款业务的,商业银行一律不得承办。

央行房贷新政发布后,立即引起房地产业界人士的猛烈袭击。他们认为,央行未免“下药过猛”,一旦收紧房地产贷款银根,得不到银行贷款的开发商的资金链条可能会断裂,资金实力不够的房地产企业将被淘汰出局。北京华远房地产股份有限公司董事长任志强更是认为央行此举非但不能达到防范金融风险的初衷,还会导致金融陷阱,不仅房地产市场会进入“冬天”,整个国民经济的健康发展都会

受影响。^①

同时,一些人则认为央行房贷新政的实施势在必行。中国人民大学财政金融学院副院长、投资研究所所长任准秀教授表示,中国人民银行此次房贷新政策是根据我国经济发展的情况,为了规范房地产市场而制定的。主旨绝不是要打压房地产行业发展,而是为了防止房地产的“虚火”积聚,从而造成房地产行业的大起大落。^②

在央行“121文件”发布之后两个月,国务院于2003年8月12日发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》^③,业内称作18号文。通知认为,以住宅为主的房地产市场不断发展,对拉动经济增长和提高人民生活水平发挥了重要作用。同时应当看到,当前我国房地产市场发展还不平衡,一些地区住房供求的结构性矛盾较为突出,房地产价格和投资增长过快;房地产市场服务体系尚不健全,住房消费还需拓展;房地产开发和交易行为不够规范,对房地产市场的监管和调控有待完善。

通知指出,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。因此,要充分认识到房地产市场持续健康发展的重要意义。同时,要进一步明确房地产市场发展的指导思想。要坚持住房市场化的基本方向,不断完善房地产市场体系,更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用;坚持加强宏观调控,努力实现房地产市场总量基本平衡,结构基本合理,价格基本稳定。

根据通知,我国今后将完善住房供应政策,加强经济适用房的建设和管理,控制高档商品房建设,增加普通商品住房供应,建立和完善廉租住房制度。在控制高档商品房建设方面,通知特别强调,各地要根据实际情况,合理确定高档商品住房和普通商品住房的划分

① 参见2003年7月4日17:44中国财经信息网房地产栏目,《房贷新政一石激起千层浪 我国住宅金融待变》,转引自当日《经济导刊》。

② 参见2003年6月27日20:14中国财经信息网房地产栏目,《房贷新政实施势在必行》,转引自当日《市场报》。

③ 参见2003年9月1日《上海证券报》网络版,《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》。

标准。

4 在发展住房信贷方面,通知要求,要加大住房公积金归集和贷款发放力度。要加强住房公积金归集工作,大力发展住房公积金委托贷款,简化手续,取消不合理收费,改进服务,方便职工贷款。同时,要加强房地产贷款监管。对符合条件的房地产开发企业和房地产项目,要继续加大信贷支持力度。同时要加强房地产开发项目贷款审核管理,严禁违规发放房地产贷款;加强对预售款和信贷资金使用方向的监督管理,防止挪作他用。要加快建立个人征信系统,完善房地产抵押登记制度,严厉打击各种骗贷骗资行为。

在土地供应方面,通知要求加强对土地市场的宏观调控,普通商品住房和经济适用住房供不应求、房价涨幅过大的城市,可以按规定适当调剂增加土地供应量;制定住房建设规划和住宅产业政策,充分发挥城乡规划的调控作用。

通知还要求各地要完善市场监管制度,整顿和规范房地产市场秩序,加强房地产市场统计工作,完善全国房地产市场信息系统,建立健全房地产市场预警预报体系。

对于 18 号文件的出台,建设部部长汪光焘称之为“指导当前和今后一段时期我国房地产市场发展的纲领性文件”,房地产开发商对此亦是欢呼一片。北京华远房地产股份有限公司董事长任志强对 18 号文则是“几乎要鞠躬致敬了”,在他看来,18 号文件认为全国房地产市场是健康的,没有泡沫,局部地区有些问题但不是全局有问题;而 121 号文件则将全国的投资高增长归罪于房地产,并认为泡沫是全国性的,是普遍性的。随着 18 号文的发布,“中国房地产将迎来新的春天”^①。

事实上,121 文件与 18 号文件都是着重于如何促进我国房地产业的持续健康发展,其中的关键问题就是如何调控局部地区的过热

^① 参见 2003 年 9 月 8 日《21 世纪经济报道》网络版,《“18”VS.“121”: 房地产冬去春又来?》。

问题,说得严重一点就是房地产局部泡沫问题。作为起草央行 121 文件的关键人物,原央行货币政策司司长戴根有特别强调:“我对 121 文件有足够的信心,因为是几年研究的结果,不管有多少不同意见,它可能是个历史性文件,如果执行得好,能够防止中国整体上出现房地产泡沫,那功劳就大了。”^①

可是,对于房地产局部地区过热,至今却仍没有一个地区公开承认过热,而且各个地区虽都承认房地产局部过热,但都否认自己所在地区存在过热。2003 年 9 月 18 日,在国新办·建设部副部长刘志峰记者招待会上,《金融时报》记者尖锐地提问:哪些地区房地产发展过热?刘部长也没有正面回答,只是点名上海、杭州这几年房价涨得过快。国内学者对当前房地产过热以及泡沫问题也是见仁见智,各执一词。最早提出当前我国房地产存在泡沫的是清华大学魏杰教授,2001 年 12 月 25 日,魏杰接受了中央电视台的专访,发表了题为《2002,房地产的冬天》的访谈讲话,亮出了“泡沫”观点,但房地产业界人士对此基本持否定观点。2002 年 9 月 28 日,《中国经营报》刊登《房地产泡沫之争》文章,国家信息中心经济预测部副主任范剑平研究员认为,从整体上看,我国房地产不存在很大泡沫。而中国社科院金融研究中心研究员、香港大学经济金融学院易宪容博士认为,国内房地产业泡沫的产生与否完全取决于 1998 年房改政策效应释放的持续性,如果这部分消费潜力释放完以后,房地产建设还是如此热火朝天,泡沫也就自然出现了。2003 年 1 月,国家发改委经济研究所王小广在《中国行业景气分析报告》中明确指出,2002 年,真实的房地产泡沫已经出现。吴敬链表示房地产市场中是不是存在泡沫要比股市存不存在泡沫更难回答,但那些声称房地产市场没有泡沫的人所持的论据还不够充分。^② 清华大学房地产研究所刘洪玉则认

^① 参见 2003 年 11 月 3 日《21 世纪经济报道》网络版,《121 文件内幕 戴根有回应:谁说 121 与 18 矛盾?》。

^② 参见 2003 年 2 月 26 日中国财经信息网房地产栏目,《中美“泡沫”专家对话金融房产“泡沫”》,来源:中新社 2003 年 2 月 26 日。

为,目前我国的房地产市场不能用泡沫来形容:“我们没有感觉到中国的房地产市场存在严重的泡沫问题,我们没有找到这样的支持。”^①中国房地产及住宅研究会副会长兼秘书长张元瑞提出对“泡沫”要有正确的理解,不能把“过热现象”当成了“泡沫”,把“空置房”当成了“泡沫”等等,并指出,当前我国房地产经济中有不同程度的“泡沫”成分,但还不是“泡沫经济”。^②中国房地产及住宅研究会常务副会长包宗华同样提出了如何对“泡沫”正确释义的问题,指出虽然存在局部性的一般性泡沫,但从整体上看这几年我国的房地产市场没有产生什么泡沫。^③

2004年7月,中国社会科学院金融研究中心易宪容^④在《国际金融报》发表署名文章《谨防房地产要挟整个国内经济》,房地产泡沫之争进一步激化。易宪容在该文指出:“近期国内的房地产业调控之所以困难,就在于国内房地产业要挟着整个中国经济。即无论是从各方的利益还是相关的产业发展来看,如果国内房地产崩盘,整个国家经济就可能发生危机。但如果国内房地产不调整,也可能孕育更大的金融风险。特别是当中国的房地产把整个风险都归结在国内银行体系上时,国内房地产所带来的风险会更高。”

9月初,浙江省统计局企调部公布的一份《浙江房地产市场发展研究报告》发出预警:目前浙江省房地产泡沫已经膨胀,并进入警戒区,若任其发展,楼市泡沫随时可能破裂。^⑤

9月下旬,摩根士丹利亚太区首席经济学家谢国忠^⑥认为,中国

① 参见2003年5月29日中国财经信息网房地产栏目,《严防房地产泡沫 央行对房贷规模再出书面意见》,来源:央视《经济信息联播》2003年5月29日。

② 张元瑞,《正本清源话“泡沫”》,《中国房地产》2003年第3期,第20—23页。

③ 包宗华,《关于泡沫经济与房地产业》,《中国房地产》2003年第9期,第30—33页。

④ 参见焦点房地产网 tj.focus.cn 2004年7月30日 10:28,《房地产“要挟”国民经济 房价必须降下来》,国际金融报。

⑤ 参见<http://zt.zj.com/finance/hzfrtt/0/101237.html> 《浙江楼市深度调查:四大泡沫可能引崩盘危机》。

⑥ 参见焦点房地产网 house.focus.cn 2004年9月27日 10:02,《大摩学者称中国经济面临调整 地产泡沫将破裂》,《证券日报》。