

房价飞涨充其量不过是肌肤之疮  
而银行风险才是心头大患

HZ BOOKS  
华章经管

# 房价与泡沫经济

◎徐滇庆 著

房价是否将继续上涨  
究竟应该租房还是买房  
谁在阻碍房价成本的核算与公开

著名华人经济学家徐滇庆  
评析当前的房价乱局及潜藏的危机



机械工业出版社  
China Machine Press

# 房价与 泡沫经济

©徐滇庆 著



机械工业出版社  
China Machine Press

本书作者根据目前中国房地产的市场状况，结合其他发生过房地产泡沫的地区和国家的情况，以自己独到的见解分析了中国当前的房价以及中国当前是否存在房地产泡沫经济。作者还对中国目前与房地产业有关的问题，如经济适用房、房价成本的不透明性提出了有益的解决思路及相应对策。

**版权所有，侵权必究**

**本书法律顾问 北京市展达律师事务所**

### **图书在版编目 (CIP) 数据**

房价与泡沫经济 / 徐滇庆著. —北京: 机械工业出版社, 2006. 8

ISBN 7-111-19720-8

I. 房… II. 徐… III. 房地产业—研究—中国 IV. F299.233

中国版本图书馆CIP数据核字 (2006) 第089451号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑: 石美华 版式设计: 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷 · 新华书店北京发行所发行

2006年8月第1版第1次印刷

170 mm × 242mm · 25.75印张

定价: 48.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线: (010) 68326294

投稿热线: (010) 88379007

这是一本被逼出来的书。

在1997年以前，我对房地产所知甚少，根本就没有这个方面的写作计划。

在亚洲金融风暴期间，我受命穿梭于亚洲各国，组织并参与了对亚洲金融危机的研究。当时，有许多人认为，在泰国、马来西亚、印尼等国遭遇金融危机之后，下一个受害者必定是中国。根据各种经济学模型分析，我在多次国际会议上力陈：中国完全有可能保持汇率稳定。我亲眼目睹了亚洲各国遭遇金融危机后的惨状，非常庆幸中国能够成功地回避了金融风暴的冲击。在研究金融危机的过程中我读了不少资料，开始对房地产市场有了一些了解。

按照WTO协议，中国将在2006年11月以后全面开放金融领域。这将是一次严峻的考验。随着日期临近，我感到越来越不安：会不会在中国爆发一场意想不到的金融危机？

亚洲金融风暴快有十年历史了。前车之辙，后者之师。为什么当初亚洲邻国的金融体系如此脆弱？泡沫经济是导致金融危机的一个非常重要的原因。股市和房地产泡沫经济在短期内制造出虚假繁荣景象，却从根本上动摇了金融体制的稳定性。一旦遭遇外来冲击，极易崩溃。毫无疑问，中国并不具备对金融危机的先天免疫力。我们必须如临深渊，如履薄冰，防范出现房地产泡沫经济。



2005年8月，在博鳌房地产论坛上，我应邀向房地产业人士介绍了一些经济学知识，颇受欢迎。他们告诉我，迄今为止，还没有几本比较系统地讨论中国房地产市场规律的专著。我有些不自量力，当场许诺就房地产知识写本书。我打算把当前正在争论的问题整理出来，分别研究，以求提供一个分析的平台。等到真正动手的时候，方才知有多不容易。

在开始撰写本书的时候，我只打算写10个主题。后来，计划赶不上变化，简直刹不住车。中国房价自2003年以来连年暴涨，引起了举国关注。可是，在房地产研究上却异常混乱，众说纷纭，千奇百怪。有些人信口开河，毫不负责。往往在一个错误观点后面紧跟着另外一串错误观点。在许多地方不仅需要介绍经济学基本知识，由于国情的特殊性，还需要做一些开创性的工作。在报纸刊物上看到似是而非甚至荒谬无稽的言论越多，需要介绍的知识就越多。摆在我面前的研究主题越来越多，工作量越来越大。

有些参加房地产争论的人好像并没有什么明确的观点。他们既不清楚自己说的究竟是什么，也不关心别人说了些什么，只不过是找个机会说几句，凑个热闹，抒发一下感想。为此，有人还专门评选出2005年房地产业的十大“话唠”。

有些学者犯了非常低级的经济学常识性错误，很让人怀疑他们有多长时间没有看书了？古人云，只有站在巨人肩膀上才能看得更远。在一次会议上，我曾经很不客气地建议这些人回到大学二年级的课堂里，先复习一下经济学的基本知识，然后再来讨论。

有的人胆子非常大，在2005年夏天断言房价马上就要大跌。他们不仅给出了具体的时间，还给出了具体的地点和跌幅。我在听他们发言的时候连连摇头。房地产市场是一个多元博弈，情况非常复杂，不确定性很强。贸然预测房价走势，起码说明这些人没有学好对策论。如今，他们预言的时间早就过去了，房价非但没有下跌反而继续攀高。好像也没有听见这些预言家们对此做过什么自我批评。虽然在学术研究中难免犯错误，但是，作为一个学者应当对自己的研究结论负些责任，对自己的失误有所交代。特别重要的是今后要在学风上有所改进。在发表观点的时候要讲清楚自己的数据来自何方，理论根据是什么，以示负责。

有的人信手拈来一些数据，侃侃而谈，把一些读者弄得晕头转向。其实，他们连这些数据的定义或经济术语的内在含义都没有搞清楚，常常张冠李戴，乱点鸳鸯谱。

例如，有人说，外国人用3年收入就可以买套房子，中国人要用十几年的全部收入，中国的房价收入比太高了。有人据此断言，大部分中国人根本就买不起房子。这怎么可能呢？房地产市场这么热，那么多新盖的房子都卖给谁了？房价收入比的变化是评估居民购房能力的一个非常重要的指标。我仔细推敲一下才发现，前段时间，人们在使用房价收入比的时候居然没有一个清晰、统一的定义。房价收入比只不过涉及房价和收入两个量。在收入数据上，有人用个人工资，有人用全部收入，有人用可支配家庭收入；在房价问题上更是各取所需，有人把一套住宅定义为50平方米，有人定义为60、70、80甚至90平方米。在这种情况下展开的讨论必然是五花八门，混乱不堪。

其实，世界各国使用的房价收入比的定义各不相同。有的国家采用独立带庭院的住宅作为统计基础，有的国家采用二卧室单元房作为统计基础。显然，别墅和单元房之间缺乏可比性。因为采用的统计基础不同，所以，在国与国之间的横向比较没有多大意义。

针对中国的国情，我给房价收入比下了一个定义，希望能够为今后的讨论提供一个共同的基础。我并不奢望所有的人都同意这个定义。如果有人不同意，非常欢迎他们指出这个定义的不足之处，或者给出他们自己的定义。房地产研究必须更加规范化。只有学术讨论规范了，才有可能将房地产研究深入地进展下去。

有关住宅空置率的讨论也让人啼笑皆非。统计部门、建设部门不辞辛苦地定期发布住宅空置面积数据，可是却没有弄清楚为什么要统计空置率，甚至连空置率的准确定义都搞不清楚。

有些学者在会议上建议降低按揭贷款的门槛，他们认为，如果某人要买套总价为100万元的房子，而手里只有15万元，就买不成了。这些学者建议降低按揭贷款门槛，刺激消费，这样大家都可以买房子。由于类似的言论很能迎合部分民众的心理而颇受欢迎。也许是因为这些人有点名气，其他经济

学家颇有礼貌地保持了沉默。其实，如果有较好的学风，这样简单的谬误不至于轻易泛滥。设置按揭贷款首付门槛是为了保护银行信贷安全。之所以将按揭贷款的门槛设定为20%，是因为要将银行房贷遭遇市场风险的概率纳入可控制的范围之内。保护银行信贷安全就是保护广大的储户。在任何社会中储户大多数是民众，而购房者的数目远远低于储户数目。建议降低按揭贷款首付比例看起来照顾了某些购房者的利益，实际上损害了广大储户的利益。这些学者的错误非常明显。如果手中只有15万元，那么就买套总价为75万元的住宅，何必非要超出自己的能力，买套总价为100万元的住宅？如果嫌房子不够大，那么好好工作，多赚点钱，将来换套大的。超出自己购买力的消费本来就是不合理的，怎么反而堂而皇之，理直气壮起来了？

有些人动不动就喊“泡沫”，这也是泡沫，那也是泡沫，好像房地产业整个就是一个泡沫。刚开始，我对这些泡沫论并不十分反感，多谈谈也许还有利于防范房地产泡沫的形成。后来我发现情况有些不对，项庄舞剑，意在沛公，喊叫房地产泡沫论的目的是希望房价下跌。众所周知，超越真理一步就是谬误。什么是泡沫？请问，世界上有没有不破灭的泡沫？拿肥皂水吹个泡泡，能坚持多久？如果一个泡沫总也不破灭，那么它根本就不是泡沫。如果说房地产是泡沫，实际上是在说它很快就要破灭了。当前房地产市场是不是已经出现了泡沫经济？如果是的话，我们必须马上准备好泡沫崩溃之后的危机管理，收拾残局，重整旗鼓。如果不是的话，切莫危言耸听，就像撒谎的孩子老叫狼来了，等到真的狼来了，民众反而不信了。

根据目前中国房地产市场状况分析，谢天谢地，至今还没有形成房地产泡沫经济。在这种情况下，房价不可能急剧下跌。房价飞涨，其中必有原因，未必一定是由于房地产投机造成的泡沫经济。北欧的挪威在5年内房价涨了3倍，也没有人说是泡沫经济，依然看好房地产市场。说中国房地产市场马上就要崩溃，毫无根据。

但是，切不可掉以轻心。如果政策失误，要在中国形成房地产泡沫经济是很容易的事情。当年，日本、泰国及中国的台湾和香港地区都有过惨痛的教训。这是一个事物的两个方面。一方面，我们不要捕风捉影，夸大其词，不可轻易断言房地产市场已经出现了泡沫经济。最近一段时期，房价

不跌反涨，实际上就否定了房地产泡沫已经濒临崩溃的说法。而另一方面，目前没有出出现房地产泡沫经济并不意味着我们可以高枕无忧，听任房地产投机活动肆虐猖獗。

房价涨跌并不是核心，关键是要防止房地产泡沫经济崩溃时危及银行系统。切断房地产泡沫通往银行的渠道是当务之急。整治房地产市场的乱局要和金融改革联系在一起。我在好几篇文章中都阐述了这样一个观点：房价飞涨是表面现象，充其量不过是肌肤之疮，而银行风险才是心头大患。皮肤上长个疮，很难受，必须医治。但是一般的肌肤之疮还不至于致命。可是银行是国民经济的中心，一旦心肌梗死，可就要命了。

我估计房地产业人士也许对本书的前几章比较感兴趣，会感觉后半部分涉及到金融改革和泡沫经济，好像离他们的专业远了一些。我建议他们多花点时间，好好看看后半部分。如果金融危机爆发的话，无论是制造业、建筑业还是其他行业，统统遭殃，谁都无法幸免。如果有机会，不妨问问泰国、日本等国的房地产商，在金融危机之后它们的损失有多惨重。在很多情况下，局部利益必须要服从全局利益。如果市场机制不能保证做到这一点，那么就应当建立相应的房地产市场竞争规则，明确告诉人们哪些可以做，哪些不能做。政府不应当直接去干预房价，但是政府必须在房价形成机制上设定明确的竞争规则，有效监督并执行这些规则。

在研究房地产市场的时候，许多学者和我一样，都有一个相同的困惑：在经济高速发展的同时，为什么经济学界的学风会如此浮躁？如何才能在整治房地产市场竞争秩序的同时也整治一下经济学界的学风？

目前，国内在许多大学里都开设了区域经济学和房地产专业，采用的教科书有区域经济学（Regional economics）和都市经济学（Urban economics）等。我认为有必要与时俱进，在这些教科书的基础上，增加房地产定价原理和房地产金融部分内容，扩展大学生和研究生的知识领域，理论联系实际，增加他们的竞争力。

特别强调的是，本书中所提及的香港、台湾均指香港特别行政区和中国台湾地区。

我在授课之余广为阅读、学习，收集必要的资料和数据，写书正是我充



电、学习的过程，虽然忙，却乐在其中。在我刚有写书的构思的时候，就得到了张培刚、刘国光和吴敬琏老师的鼓励与支持。林毅夫、汤敏、张维迎、李玲、盛洪、茅于軾、张曙光等人和以往一样，不仅鼓励我写作，还提供了不少宝贵的建议。董藩、巴曙松、赵晓、章林晓、易宪容、彭恩泽、刘正山等人为我提供了许多原始资料和数据，并且对初稿提出了不少宝贵的意见。研究助理宋维佳、丁宁帮助我做了许多工作。衷心感谢加拿大西安大略大学（University of Western Ontario）为我提供了良好的研究和写作环境。休伦学院（Huron University College）的院长Trish Fulton和经济系的同事们给予了无私的帮助。我的夫人关克勤不仅为本书的写作提供了充足的后勤保证，还帮助校对和输入数据。没有他们的帮助和鼓励，要在这么短的时间内写完本书是完全不可能的。当然，如果在书中有什么谬误，应当由我个人负责。

虽然我尽了最大努力提高本书的质量，但是肯定还有值得改进的地方。我真挚地希望读者们不吝指教，帮助纠正其中的错误。但愿在本书问世之后可以引出更多的好书、好文章。中国的经济学，特别是关于房地产市场的研究，应当在健康、严肃的争论中出现新的繁荣。

徐滇庆

2006年6月

## 前言

### 第1章 房价暴涨的警告/1

- 1.1 居住条件的显著改善/1
- 1.2 巨大的房地产市场潜力/3
- 1.3 房价暴涨，举国震撼/5

### 第2章 房价理论研究/13

- 2.1 房地产理论研究动态/13
- 2.2 决定房价的要素/15
- 2.3 推动房价上涨的动力/18
- 2.4 导致房价下跌的原因/20
- 2.5 房价变动的周期性/22
- 2.6 房价变动的主要矛盾/25

### 第3章 房价是否正常的评价体系/29

- 3.1 判断房价是否正常的标准/30
- 3.2 居民购房承受能力的研究/32
- 3.3 房价收入比/33
- 3.4 购租比/37
- 3.5 购租比的变化趋势/39
- 3.6 什么是空置率/40
- 3.7 严肃金融纪律是降低空置率的关键/44
- 3.8 空置率与端正学风/47



## 第4章 居民的购房承受能力/51

- 4.1 老百姓究竟能不能买得起房子/52
- 4.2 居民家庭平均收入/52
- 4.3 税前和税后收入/55
- 4.4 家庭总收入和可支配收入/56
- 4.5 究竟一套住房的面积应该为多大/57
- 4.6 房价定义上的分歧/59
- 4.7 中国的房价收入比/60
- 4.8 房价收入比说明了什么/63
- 4.9 可持续的房地产市场/66
- 4.10 扭曲房地产市场的因素/69

## 第5章 房价估算方法/71

- 5.1 房地产估价差异的由来/71
- 5.2 市场比较法/73
- 5.3 收益还原法/75
- 5.4 成本估价法/78
- 5.5 假设开发法/79
- 5.6 房价估算方法的背后/80

## 第6章 房价与地价/83

- 6.1 房价地价，孰先孰后/83
- 6.2 房价与地租/85
- 6.3 批租还是出售/87
- 6.4 地产定价的不对称性/88
- 6.5 房价决定了地价/90
- 6.6 降低地价便宜了谁/92

## 第7章 房价之谜/95

- 7.1 令人困惑的房地产业/96
- 7.2 房价成本是不是房地产商的隐私/97

- 7.3 政府官员对公布房价成本的分歧/100
- 7.4 公布房价成本的阻力/102
- 7.5 照马克思的办法解剖房价/104
- 7.6 房价与造价/106
- 7.7 房价暴涨并非由于成本推动/107
- 7.8 房价暴涨与地方财政收入/109
- 7.9 房地产业的利润/113
- 7.10 两种房地产腐败/117

## **第8章 谁来研究房价/123**

- 8.1 奇谈怪论的泛滥/123
- 8.2 为什么房价研究不足/125
- 8.3 强制披露房价信息的必要性/127
- 8.4 房价研究机构的独立性/130

## **第9章 泡沫经济与经济泡沫/133**

- 9.1 泡沫经济的定义/133
- 9.2 经济泡沫并不等于泡沫经济/136
- 9.3 经济周期与泡沫经济/137
- 9.4 泡沫经济的种类/139
- 9.5 房地产泡沫经济与银行的关系/140
- 9.6 投资与投机不同的思维逻辑/142
- 9.7 张冠李戴，贻误诊断/144
- 9.8 市场失灵与市场机制/145

## **第10章 泡沫经济的理论分析/147**

- 10.1 理性预期学说要点/147
- 10.2 泡沫经济的基本数学模型/149
- 10.3 解释房地产价格波动的经济模型/154
- 10.4 检验泡沫经济的数学模型/156

10.5 经济模型的局限性/157

## **第11章 房地产市场的两种需求/163**

11.1 真实需求和投机需求/163

11.2 投资与投机的区别/166

11.3 拥有正斜率的需求曲线/168

11.4 增加供给与抑制房价/170

## **第12章 泡沫经济的形成与崩溃/173**

12.1 泡沫经济形成的过程/173

12.2 股票和房地产是泡沫经济的主要载体/175

12.3 泡沫经济崩溃的条件/176

12.4 泡沫经济情结/178

## **第13章 房价飞涨的财富转移效应/181**

13.1 房价飞涨不利于社会稳定/181

13.2 房价飞涨将社会财富向富人转移，扩大了贫富差距/182

13.3 房价飞涨将社会财富从农村转移到城市，从贫困和边远地区转移到大都市/183

13.4 房价飞涨将社会财富由投资转移到投机/183

13.5 房价飞涨将社会财富转移给了房地产商/184

13.6 房价飞涨将社会财富由民众转移给了政府/184

13.7 如果泡沫经济崩溃，银行资产将转移给投机者，导致金融危机/185

13.8 泡沫经济比抢劫银行还厉害/187

## **第14章 房地产泡沫经济的危害/189**

14.1 破坏稳定的宏观经济环境/189

14.2 降低社会生产和资源配置效率/190

14.3 阻碍工农业的发展/191

14.4 助长地下经济和非法活动/192

14.5 加大贫富差距和国民收入不平等/195

- 14.6 败坏社会风气/197
- 14.7 破坏金融秩序，导致银行危机/197

## **第15章 台湾的房地产泡沫/199**

- 15.1 台湾的住房基本情况/200
- 15.2 台湾房价的3次大波动/201
- 15.3 台湾房价暴涨的后果/206
- 15.4 台湾的房价收入比/207
- 15.5 促成台湾房地产泡沫经济的要素/208
- 15.6 房价与货币政策/210
- 15.7 房价与股市指数/212
- 15.8 亚洲金融危机之后的台湾房地产业/215

## **第16章 日本的房地产泡沫/219**

- 16.1 翘尾巴翘出来的泡沫经济/220
- 16.2 日本泡沫经济的破灭/223
- 16.3 房地产泡沫经济留下的不良贷款/224
- 16.4 房地产泡沫经济对日本银行业的冲击/226
- 16.5 日本政府的拖字诀/228
- 16.6 为什么日本能拖很久/230
- 16.7 甩不脱的噩梦/231
- 16.8 日本必须加速金融体制改革/236

## **第17章 泰国的房地产泡沫/241**

- 17.1 泰国房地产泡沫的泛起/241
- 17.2 泰国房地产泡沫经济的恶果/245
- 17.3 脆弱的金融体系/249
- 17.4 外资推波助澜，迅速吹涨了泰国的房地产泡沫经济/251
- 17.5 泰国金融危机处理的失误/255

## **第18章 香港和海南的房地产泡沫/257**

- 18.1 香港房价飞涨及其背景/258

18.2 香港房地产泡沫经济崩溃的恶果/260

18.3 香港房地产业的困境/262

18.4 海南的房地产泡沫/265

## **第19章 美国有没有房地产泡沫/269**

19.1 美国房价的变化/270

19.2 美国的房价收入比/274

19.3 美国的房地产购租比/277

19.4 美国的房地产理论租金/278

19.5 美国尚无房地产泡沫的依据/284

## **第20章 亚洲房地产泡沫经济的教训/287**

20.1 必须要有强烈的危机意识/287

20.2 不能迷信市场机制/288

20.3 谨慎有序地对外开放房地产业/289

20.4 警惕房地产市场的道德风险/289

20.5 单独成立住房贷款银行不利于全面监管/290

20.6 加强房地产政策研究/291

## **第21章 房地产市场失灵与托宾税/293**

21.1 房地产市场失灵/294

21.2 房地产市场上难以消除的垄断特征/295

21.3 信息垄断扰乱了房地产市场的竞争规则/297

21.4 导致房地产市场失灵的原因/298

21.5 托宾税——投机活动的克星/299

21.6 采用托宾税纠正房地产市场失灵/301

## **第22章 经济适用房的弊端与出路/305**

22.1 经济适用房的由来/306

22.2 围绕着经济适用房的争论/307

22.3 经济适用房的弊病/309

22.4 排队奇观/316

- 22.5 政府在经济发展中的作用/319
- 22.6 捅掉经济适用房的马蜂窝/321
- 22.7 经济适用房创新模式/324

## **第23章 房地产企业的作用与制度创新/327**

- 23.1 房地产企业扮演的角色/327
- 23.2 专业分工与生产效率/329
- 23.3 房地产企业的资金构成/330
- 23.4 寡头垄断的房地产市场/333
- 23.5 房地产行业的制度创新/334

## **第24章 房地产政策探讨/339**

- 24.1 政府是否应该直接干预房价/340
- 24.2 制定房地产政策的目的/341
- 24.3 房地产信息政策/342
- 24.4 房地产转移支付政策/343
- 24.5 房地产贷款利率政策/344
- 24.6 房地产信贷政策/346
- 24.7 房地产税收政策/350
- 24.8 房地产土地政策/354

## **第25章 房价是涨还是跌/359**

- 25.1 房地产研究的学风/359
- 25.2 房价会涨吗/361
- 25.3 房价会跌吗/364
- 25.4 房价涨跌面面观/369

## **附录A 世界历史上著名的泡沫经济/373**

- A.1 荷兰郁金香泡沫/373
- A.2 法国密西西比泡沫/378
- A.3 英国南海股票泡沫/382

## **参考文献/389**



# 房价暴涨的警告

- 随着居民收入的高速增加和城市化进程的加快，中国房地产市场出现了巨大的真实需求。
- 在2004年全国房价突然飞涨，“月晕知风，础润知雨”，房价异常上扬除了表明民众对改善住房条件的需求继续保持强劲之外，还有更深层的原因。我们必须认真探索房价的形成机制。为什么会出现房价暴涨？如果听任房价继续飞涨，将给中国经济带来什么危害？

## 1.1 居住条件的显著改善

人世间，衣食住行，缺一不可。其中人们在住房上投入的资金最多。住宅通常是人们拥有资产的主要部分。在经济发达的国家中老百姓有三大开销：住房、汽车和教育。住房始终排在第一位。

“安得广厦千万间，大庇天下寒士俱欢颜”，这是唐代诗圣杜甫的伟大心愿。可是，中国人的住房条件一直很差。1978年，中国城市居民的人均住房面积只有6.7平方米。祖孙三代挤在一间斗室之中的情况比比皆是。自改革开放以来，中国经济高速增长，人民生活水平逐步提高。在基本解决了吃穿问题之后，人们逐渐把注意力转移到行和住上。汽车市场，从无到有，迅速热了起来；房地产市场，后来居上，很快也成了国民经济中的热点。

近年来，随着居民人均可支配收入的增长，城镇居民的人均住房面积逐年上升。人们的居住条件获得了显著改善。城镇居民人均住房面积平均每年