

上海市教委重点学科金融学建设

项目资助 (J512-01)

# R 失衡背景下的房地产市场: 泡沫及风险管控

Real Estate Market in the Context of Disequilibrium:  
Bubble and Risk Control

王志伟●著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

上海市教委重点学科金融学建设  
项目资助 (J512-01)

# R 失衡背景下的房地产市场: 泡沫及风险管控

Real Estate Market in the Context of Disequilibrium:  
Bubble and Risk Control

王志伟●著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

**图书在版编目 (CIP) 数据**

失衡背景下的房地产市场：泡沫及风险管控/王志伟  
著. —北京：经济管理出版社，2010.8

ISBN 978-7-5096-1074-9

I. ①失… II. ①王… III. ①房地产—市场—风险  
管理—研究—中国 IV. ①F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 159898 号

**出版发行：经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京交通印务实务公司

经销：新华书店

组稿编辑：贾晓建

责任编辑：王 琼 张 达

技术编辑：黄 铄

责任校对：郭 佳

880mm×1230mm/32

7.625 印张 212 千字

2010 年 9 月第 1 版

2010 年 9 月第 1 次印刷

定价：20.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1074-9

**·版权所有 翻印必究·**

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部  
负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974 邮编：100836

# 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 引 言 .....                 | 1  |
| 第一章 房地产行业概述 .....         | 3  |
| 第一节 房地产的概念 .....          | 3  |
| 第二节 房地产的特性 .....          | 4  |
| 第三节 房地产市场及其特征 .....       | 7  |
| 第四节 影响房地产供给需求的因素 .....    | 9  |
| 第五节 我国房地产市场发展的历史沿革 .....  | 19 |
| 第二章 房地产与宏观经济 .....        | 23 |
| 第一节 房地产业对 GDP 的直接贡献 ..... | 23 |
| 第二节 房地产的产业链拉动作用 .....     | 26 |
| 第三节 房地产与地方政府财政 .....      | 33 |
| 第三章 内部失衡与房地产市场 .....      | 38 |
| 第一节 均衡、非均衡及失衡的概念 .....    | 38 |
| 第二节 收入和财富失衡 .....         | 40 |
| 第三节 储蓄投资失衡 .....          | 51 |
| 第四节 财政失衡 .....            | 53 |
| 第四章 外部失衡与房地产市场 .....      | 58 |
| 第一节 中国外部失衡的表现 .....       | 58 |

|                   |                                                  |            |
|-------------------|--------------------------------------------------|------------|
| 第二节               | 外部失衡条件下的人民币升值预期 .....                            | 64         |
| 第三节               | 外资流入对我国房地产的影响分析 .....                            | 70         |
| 第四节               | 汇价对房价的影响 .....                                   | 76         |
| 第五节               | 我国房地产外资管制政策 .....                                | 81         |
| <b>第五章</b>        | <b>我国的房地产市场失灵 .....</b>                          | <b>89</b>  |
| 第一节               | 房地产非均衡研究概况 .....                                 | 89         |
| 第二节               | 有限理性的房地产开发博弈模型 .....                             | 92         |
| 第三节               | 我国房地产失衡的表象 .....                                 | 100        |
| 第四节               | 房地产市场呈现明显的卖方市场特征 .....                           | 111        |
| <b>第六章</b>        | <b>房地产泡沫与金融支持 .....</b>                          | <b>118</b> |
| 第一节               | 房地产泡沫的概念 .....                                   | 118        |
| 第二节               | 我国房地产市场存在泡沫吗 .....                               | 119        |
| 第三节               | 金融催生房地产泡沫的文献综述 .....                             | 139        |
| 第四节               | 货币政策对房地产价格影响的理论模型 .....                          | 146        |
| 第五节               | 金融变量对房地产价格影响的实证分析 .....                          | 151        |
| 第六节               | 金融支持的房地产泡沫国际案例 .....                             | 156        |
| <b>第七章</b>        | <b>金融风险及其管控措施 .....</b>                          | <b>181</b> |
| 第一节               | 房地产金融风险的文献综述 .....                               | 181        |
| 第二节               | 房地产信贷集中程度模型<br>——Herring & Wachter (HW 模型) ..... | 185        |
| 第三节               | 我国房地产金融风险分析 .....                                | 187        |
| 第四节               | 房地产金融风险的管控对策 .....                               | 199        |
| <b>结 语</b> .....  |                                                  | <b>228</b> |
| <b>参考文献</b> ..... |                                                  | <b>232</b> |

# 引 言

自 2003 年房地产被我国宏观政策部门正式定位为“支柱产业”以来，总体上我国房地产市场呈现着“非理性繁荣”的景象。房地产作为近年来经济发展中的一个热点，无论在实务界、学术界，还是居民日常生活中都成为一个热门的话题。

一方面城镇居民、经济学者对房价超出居民的消费水平感到担忧；另一方面房地产开发商、部分地方政府官员及官方学者对房地产市场又充满了信心和期待，对于房地产的宏观调控也是时松时紧，房地产市场就在争议中进入一种“调控—观望—反弹”的发展模式，房地产价格则表现为“且调且涨、越调越涨”的趋势。

学术界和实务界关于房地产的讨论往往局限在一个较小的视角内进行分析，如城市化进程迅速，人口红利、居民家庭刚性需求庞大，土地资源有限；投机者众，推波助澜；保障性住房建设上的政府失职；开发商谋取暴利，囤地捂盘等。而地方政府垄断土地供给，土地财政的依赖造成地价高起，源头上造成了高房价，且出于保持经济持续增长的心理依赖，宏观金融政策对房地产支持过度，房地产开发商的社会责任缺乏等因素，无疑都是造成我国房地产价格近年来快速攀升的重要因素。

本书的特色在于将目前我国房地产市场的种种缺陷纳入到市场内外失衡的框架内进行分析，房地产过热的需求首先是收入和财富的失衡，少数富裕家庭的居民收入畸高，并且动辄可以购买多套房子，而大多数的家庭要支付接近毕生收入的资金来购买一套普通住宅。其次是制度计划供给与市场需求的失衡，政府财政收支的失衡特别是分税制后地方政府的财政紧张，在学习了我国香港等地方政府经营城市的

做法后，地方政府通过垄断土地供给获得高收益。再次外部失衡的因素主要是国际收支长期双顺差的背景下，人民币升值概念引发海外热钱对中国市场特别是房地产市场的冲击，同时，国际储备巨额累积造成人民币供给的被动投放，货币投放引发了通货膨胀的压力，部分居民把房地产作为抵御通胀的手段，房地产的投机需求攀升。

此外，房地产开发商利用市场上信息不对称的特点，通过囤地捂盘、分批开盘等手段制造市场恐慌情绪，造成非理性购买的进一步升级。同时金融行业对于房地产体系的支持也成为了房价上涨的资金推手。

从各种市场化的指标来看，我国的房地产市场，尤其是一线城市的房地产市场存在着较大的泡沫，但是，我们也要理性地分析，对于房地产泡沫的标准要与市场体制相挂钩，基于我国新兴加转轨的国情，市场经济体制还需要进一步完善，计划体制的残余在一定程度上和在一段时间内还会继续存在，土地稀缺、户籍管理等因素是我国独特的国情，有鉴于此，我国房地产的高价格在目前的体制环境下，一段时间内还有继续存在的可能性。但是，高房价给我国经济增长，社会和谐发展与金融稳定带来了极大的挑战，宏观管理当局已经认识到高房价的危害，并且采取了调控措施来解决房地产价格持续快速上涨问题。通过对我国失衡背景下的房地产市场进行分析，本书最后提出了若干对策：如增加土地供给和保障房建设，征收房地产税收来调节贫富差距和房地产供需矛盾，建立起专业的房地产金融体系避免房地产泡沫破灭冲击商业银行体系等建议。

# 第一章 房地产行业概述

## 第一节 房地产的概念

房地产不仅是国民经济的支柱也是居民财富构成中的重要组成部分。而对房地产概念的界定也存在着不同看法。一般而言，房地产是实物和法权的结合。所谓房地产，是指土地、建筑物及固着在土地、建筑物上不可分离的部分和附着于其上的各种权益（权利）的总和。

这些固着在土地、建筑物上不可分离的部分，主要包括：为提高房地产的使用价值而种植在土地上的花草、树木或人工建造的花园、假山，为提高建筑物的使用功能而安装在建筑物上的水、暖、电、卫生、通风、通讯、电梯、消防等设备。它们往往可以被看做是土地或建筑物的构成部分。

因此，房地产本质上包括土地和建筑物及附着于其上的权益两大部分。

房地产主要有三种存在形态：①单纯的土地，如一块无建筑物的城市空地；②单纯的建筑物，建筑物虽然必须建造在土地之上，但在某些特定情况下可以把它单独看待；③土地与建筑物合成一体的“房地”（或称为复合房地产），如把建筑物和其坐落的土地作为一个整体来考虑。

房地产由于其位置固定、不可移动，通常又被称为不动产。所谓不动产，简单地说，即指不能移动的财产。

在我国，就房地产开发经营来说，附着于土地和建筑物上的房地产权益包括土地使用权和房屋所有权，以及在其上设置的他项权益，如抵押权、典权等。

我国房地产的整体概念可归纳为如图 1-1 所示：

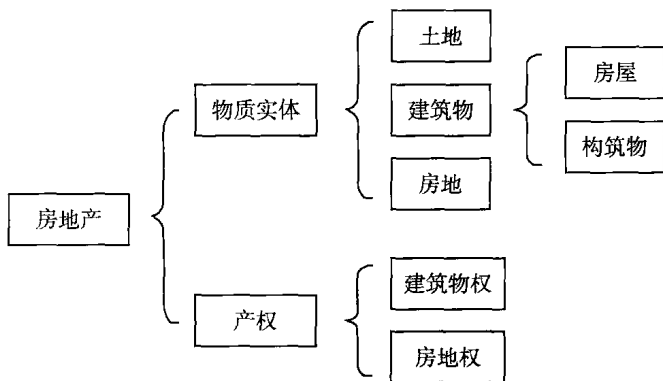


图 1-1 我国房地产含义构成

从国际经验来看，美国的房地产市场总价值中超过 60%是业主个人拥有的住宅，<sup>①</sup> 所以本书主要从住宅房地产的角度进行分析。

## 第二节 房地产的特性

### 1. 固定性（不可移动性）

房地产最重要的一个特性是其位置的固定性或不可移动性。每一宗土地都有其固定的位置，不可移动，这一特性使土地利用形态受到位置的严格限制。建筑物由于固着于土地上，所以也是不可移动的。因此，位置对房地产投资具有重要意义。

<sup>①</sup> 杰克弗朗西斯、罗杰伊博森：《投资学全球视角》，中国人民大学出版社 2006 年版，第 993 页。

房地产的位置有自然地理位置与社会经济地理位置之别。虽然,房地产的自然地理位置固定不变,但其社会经济地理位置却经常在变动。这种变动可以由以下原因引起:①城市规划的制定或修改;②交通建设的发展或改变;③其他建设的发展等。当房地产的位置由劣变优时,其价格会上涨;反之,价格会下跌。

房地产投资者应重视对房地产所处位置的研究,尤其应重视对社会经济地理位置现状和发展变化的研究。

## 2. 长期使用性

土地的利用价值永不会消失,这种特性称为不可毁灭性或恒久性。土地的这种特性,可为其占有者带来永续不断的收益。作为一种商品,房地产具有长期使用性或具有较高的耐用性。

我国房地产的长期使用性受到了有限期的土地使用权的制约。根据我国现行的土地使用制度,公司、企业、其他组织和个人通过政府出让方式取得的土地使用权,是有一定使用期限的土地使用权,其土地使用权在使用年限内可以转让、出租、抵押或者用于其他经济活动,但土地使用期满,土地及其地上的建筑物、其他附着物所有权应由国家无偿收回。

## 3. 吸收效应

吸收效应是外部效应 (Externalities) 或溢出效应 (Spillover) 的反向称谓。外部效应指的是经济主体的活动给其他的经济主体带来的好处或者坏处。例如:养蜂人的到来增加了果园的产量,反过来果园的扩大又会增加养蜂人的收益,这就是正外部效应。一个工厂污染了水源,对下游的居民和河中的鱼类造成了损害,这就是负外部效应。

房地产的吸收效应也指某地经济的发展往往会对房地产价格造成相应影响,或者说房地产价格吸收当地经济发展的成果。其他条件不变的情况下,当经济处于繁荣或快速增长期,房地产价格会持续攀升;而当经济处于萧条或者调整期,房地产价格也同样会出现回落。但一般竞争性商品和服务的价格未必能够随着经济增长而上涨,倒是随着经济萧条价格下跌的可能性更大。

#### 4. 附加收益性

房地产本身并不能产生收入，房地产的收益是在使用过程中产生的。房地产投资者可以在合法前提下调整房地产的使用功能，使之既适合房地产特征，又能增加房地产投资的收益。

按照房地产使用者的意愿及时调整房地产的使用功能是十分重要的，可以极大地增加对租客的吸引力。对房地产投资者来说，如果其投资的房地产适应性很差，则意味着他面临着较大的投资风险。

#### 5. 异质性

市场上不可能有两宗完全相同的房地产。一宗土地由于受区位和周围环境的影响不可能与另一宗土地相同；纵使两处的建筑物一模一样，但由于其坐落的位置不同，周围环境不同，这两宗房地产实质上也是不相同的。

#### 6. 资本和消费品的二重性

房地产不仅是人类最基本的生产要素，也是最基本的生活资料。在市场经济中，房地产是一种商品，又是人们最重视、最珍惜、最具体的财产。房地产既是一种消费品也是一项有价资产。房地产作为一项重要资产，在一国总财富中一般占有很大比重。

根据有关统计资料，美国的不动产价值约占其总财富的 73.2%，其中土地占 23.2%，建筑物占 50%；属于其他财富的仅占 26.8%。因此，人们购买一宗房地产消费品的时候，同时也是在进行一项投资。

#### 7. 易受政策影响性

在任何国家和地区，对房地产的使用、支配都会受到某些限制。房地产受政府法令和政策的限制影响较重要的有两项：一是政府基于公共利益，可限制某些房地产的使用，如城市规划对土地用途、建筑容积率、建筑覆盖率、建筑高度和绿地率等的规定；二是政府为满足社会公共利益的需要，可以对任何房地产实行强制征用或收买。

#### 8. 相互影响性和深受周围社区环境影响性

一宗房地产与其周围房地产相互影响。房地产的价格不仅与其本身的用途等有直接的关系，而且往往还取决于其周围其他房地产的状况。

房地产深受周围社区环境的影响，不能脱离周围的社区环境而单独存在。政府在道路、公园、博物馆等公共设施方面的投资，能显著地提高附近房地产的价值。

### 第三节 房地产市场及其特征

房地产市场是房地产交易双方就某宗特定房地产的交易价格达成一致并进行房地产商品交易的领域。房地产市场的核心功能是形成房地产市场交易价格。

一个完善而灵活的房地产市场必须具备4个条件：①有稳定、明确及长远的房地产政策；②有完善的法制基础，使房地产开发、交易和管理均有法可依；③有统一、简明、灵活有效的现代化管理制度；④有完善的房地产市场运作体系。

房地产市场具有如下特征：

#### 1. 房地产市场是房地产权益的交易市场

由于房地产的不可移动性，房地产交易流通的对象实际上是附着在每一宗具体房地产上的权益（或权利），而不是物业本身。

这种权益可以是所有权（包括占有权、使用权、收益权和处分权），也可以是部分所有权或其他权益（权利）。这种权益一般有明确的界定，因而具有排他性。

这些权益或单独交易或联合在一起交易，在房地产市场上就表现为不同类型、不同性质的交易行为。

#### 2. 房地产市场是区域性市场

由于地产的不可移动性和异质性，房地产市场的区域性极强。不同国家、不同城市甚至一个城市内部的不同地区之间，房地产的市场条件、供求关系、价格水平都会大相径庭。

由于房地产市场的区域性特点，房地产开发商在从事某一地区的房地产开发经营业务时，必须充分了解当地政治、经济、社会、文

化、法律等各方面的情况。

### 3. 房地产市场是不完全竞争市场

一个完全竞争的市场必须具备三个条件：①商品同质，可以互相替代；②某一商品的卖主和买主人数众多，且随时自由进出市场；③信息充分，传播畅通。但房地产市场不具备上述三个条件。

房地产商品是绝对异质的，互相不可替代。所以，某一房地产的卖主和买主都不可能是众多的。在房地产市场上买主和卖主的机会都不是均等的，两者都没有充分的选择权，因而，在房地产市场上个别卖主或买主对房地产交易价格往往会起很大作用。

房地产市场是一个专业性很强的复杂市场，人们进行房地产交易时需要求助于专业人员和专业机构。这些专业人士通常是律师、房地产估价师、房地产营销人员及掌握建筑工程和房地产税收知识的专业人员。

房地产是高价商品，房地产的权属转移必须按法定的程序履行各项手续，除房地产产权人的变更外，还有相关的权利和义务、责任和利益等经济关系的转移行为。为了保护有关当事人的利益，各国政府都立法管理房地产买卖及租赁活动或行为。

房地产交易活动在某些环节是受到政府严格限制的，房地产市场是受国家严格控制的不完全开放市场。

### 4. 房地产市场信息不充分

缺乏信息是房地产市场的又一特征。许多房地产交易和定价是私下进行的，很大程度上取决于交易当事人的相互关系，因此，这种成交价往往不能反映成交房地产的真实价值。由于房地产交易信息不易获得，因而房地产市场不易形成竞争性的市场结构。

### 5. 房地产市场的变化具有周期性

房地产业和国民经济其他产业一样具有周期性，其变化的基本规律也是：繁荣—调整—衰退—复苏—繁荣，其规律如图 1-2 所示。

根据国际和我国的实际，一般而言，房地产平均循环周期为 7~10 年，日本约为 10 年，我国内地为 6~8 年，我国台湾地区为 7 年。当然，房地产市场的周期性与国民经济的周期性有着密切的关系，国民

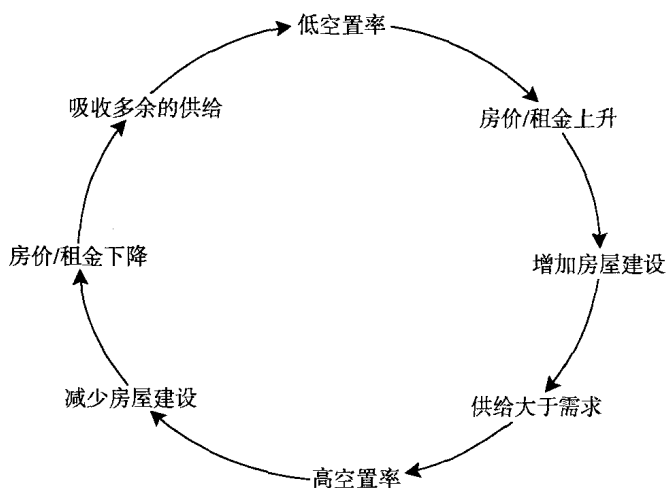


图 1-2 房地产周期循环

经济的发展决定着房地产市场的大势。

判断周期变化的主要指标有空置率、租金/售价、开复工面积、销售面积、土地出让面积等。

## 第四节 影响房地产供给需求的因素

一个国家或地区的经济发展规模、速度和结构以及产业结构、居民的收入水平、对外开放的程度等，都会对房地产的需求结构产生影响。

### 一、国民经济发展

房地产业的发展离不开国民经济其他部门为之提供产品、市场和服务。当国民经济其他部门受阻时，房地产业的过快发展将导致商品房的结构性过剩。因而，宏观经济的运行状况直接制约商品房价格指

数与其他一些指数的比较，体现房地产市场的景气状况，这种制约作用体现在房地产的需求和供给两方面。

### 1. 宏观经济运行状况决定房地产的有效需求

房地产市场有效需求受到消费者（包括单位集团和个人）实际购买力的限制，所以，房屋销售情况的好坏取决于消费者的购买能力。当消费者的购买能力由强变弱时，市场对房屋的有效需求就会减少；相反，消费者的购买能力由弱变强时，房屋的有效需求就会增加。而消费者的购买力同样取决于宏观经济的运行情况，当宏观经济处于扩张阶段时，国民收入增加，人均收入会相应增加，消费者购买能力就会随之增强；反之亦然。

### 2. 宏观经济运行状况决定着房地产的供给成本

土地开发成本和建设成本是构成房地产供给成本的两大因素，而它们都要受到宏观经济运行状况的制约。土地开发成本（不包括受让土地使用权的成本）受两方面因素的影响：一是市政基础设施建设成本，如市政管线、城市交通和道路的建设成本等，这些都与材料和人工费用有关；二是拆迁成本，包括拆迁补偿费用和拆迁房的建设成本，其中拆迁房的建设成本也与材料和人工费用有关。

房屋建设成本更是直接决定于建筑材料、装饰材料、设备和人工费用的高低。而建筑材料的价格波动取决于宏观经济运行的变化。

房地产业的发展不能超出国民经济的整体发展轨道，否则就会面临旺极而衰的境地。在这方面，日本就是典型的例子。第二次世界大战后日本地价一直呈上扬态势，但 20 世纪 80 年代后超常发展，土地价格上涨远远超过国民生产总值的增长，资金投向的倾斜，产业结构的畸形，造成国民经济发展的不平衡。而泡沫经济破灭的结果，也使得日本房地产业极为受挫，至今未恢复元气。

## 二、产业结构

房地产业是国民经济整体的一个部分，它的发展和周期波动也受国民经济波动的制约和影响。因此，产业结构的演进既决定了房地产

周期波动的基本状态特征，也决定了房地产项目开发的市场景气状态和需求结构。

由于受经济体制的影响，我国产业结构演化对不动产市场波动的影响与其他国家不尽相同。例如，我国工业化初期以重化工业为主，但由于在计划经济体制下这些行业的企业土地大都是以非市场化的方式，通过行政划拨取得的，因而工业用地的地价并未上涨。随着我国房地产市场的启动和发育，工业用地必然而且已经大量进入市场，从而导致这些地价出现补偿性的上涨。

### 三、城市化进程

城市化进程包含两大变革：一是城市生活方式的兴起，即城市化的过程；二是城市生活方式向全国范围的辐射和扩散，即郊区化的过程。

城市化进程的影响因素包括：人口增长、城市基础设施建设和交通运输业的发展，而城市化进程对地价上涨和房地产业的发展具有强烈持久的作用，也影响到各类不动产的长期趋势，进而影响各类不动产市场波动的特征。

### 四、经济体制与政策环境

在我国正处于计划经济向社会主义市场经济体制过渡的时期、房地产业发展时期较短、市场化程度较低的历史背景下，政府运用直接行政干预手段来调节房地产市场的运行，对于避免出现不动产市场的大幅震荡，保证房地产业的稳定成长是十分必要的。但随着我国社会主义市场经济体制的逐步建立和完善、房地产业的进一步发展，可以预见，政府将更多地运用间接的宏观调控手段来减缓不动产市场波动的幅度，以促进房地产业的顺利运行和发展。

政策环境是指房地产开发所面临的政策和制度环境。一般说来，与房地产有关的政策主要有财政政策、货币政策、土地政策、住房政

策等。

### 1. 财政政策

财政政策包括财政收入政策和财政支出政策。财政收入政策主要是通过税率的调整来调节国家、企业和个人收入的分配关系；财政支出政策主要是确定国家预算支出的总量和支出结构。

第一，在财政支出政策方面，政府作为不动产市场的参与者，以自身的支出总量和结构来影响房地产市场的总量和结构。

第二，在财政收入政策方面，政府作为不动产市场的监督者，通过税率的调节，影响市场参与者的总量和结构，进而调节不动产市场的结构和供求状况。与不动产经济活动直接相关的税种主要包括土地增值税、房产税、契税等。

### 2. 货币政策

货币政策是指中央银行通过调整贴现率与法定准备金和公开市场业务等手段，来调节货币供给。对不动产市场的调节主要是通过利率，以控制银行对房地产业的信贷投向和信贷规模指标。利率对不动产市场的直接影响分为供应和需求两方面。

第一，在供应方面主要是影响开发商的财务费用。由于财务的杠杆作用会使得利率对开发成本产生巨大的影响作用，而开发商融资成本的高低和借贷资金的取得与资金市场息息相关。

第二，在需求方面主要是影响按揭利率和按揭比例。相对于其他商品，不动产价值高昂是它的重要特征之一，昂贵的价格使得许多人无法进入不动产市场。就住宅而言，有相当一部分得以进入住宅市场的购房者，是依赖长期负债以取得住房。这就牵涉两个问题，即长期融资的取得与长期融资的成本。因此，不动产需求深受融资成本高低与不动产抵押借款取得的难易程度的影响。利率高则加大银行按揭成本，从而抑制了不动产的需求；反之，利率降低会促进人们的投资意愿，加大房地产的投资需求和使用需求。

虽然我国房地产抵押贷款开展的时间较晚，但近两年房地产抵押贷款的比例（按揭比率）越来越大，按揭的信贷额越来越多，因而利率对房地产需求的影响也越来越大。