



LOUSHIGUANCHA

—CONGJINRONGSHIJIAOKANFANGDICHANSHICHANG

尹中立 著

楼市观察

——从金融视角看房地产市场

本书反映作者十多年来对中国楼市的观察和思考，对影响中国楼市的方方面面作了全方位的分析，其中，侧重于从金融的视角分析房地产市场是本书的特色。



中国金融出版社

楼市观察

——从金融视角看房地产市场

尹中立 著



中国金融出版社

责任编辑：张智慧 张翠华

责任校对：潘 洁

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

楼市观察——从金融视角看房地产市场 (Loushi Guancha Cong Jinrong Shijiao Kan Fangdichan Shichang) /尹中立著. —北京：中国金融出版社，2010. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5660 - 6

I. ①楼… II. ①尹… III. ①房地产—市场—中国—文集
IV. ①F299.233.5 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 183653 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17.25

字数 278 千

版次 2010 年 10 月第 1 版

印次 2010 年 10 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5660 - 6/F. 5220

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

自序

过去的10年（1999年至2009年）是中国房地产行业沧桑巨变的10年，从一系列数字对比即可感受到这些变化：房地产开发投资从4 000亿元增加到3.62万亿元，增加8倍多；商品房销售面积从1.34亿平方米增加到9.37亿平方米，增加近6倍；住宅销售金额从2 200亿元增长到36 700亿元，增长15倍多；住宅销售均价从1 843元/平方米上升到4 571元/平方米，涨幅近150%，而北京、上海、深圳等少数城市的住宅价格上涨达到5倍以上。

作为学者，我们有幸见证并记录了这一巨变的过程。根据我观察，至少有以下几个因素值得我们关注：

第一，是制度变革，1998年启动的住房制度改革将压抑多年的住房需求一下子释放出来。1998年住房制度改革之前，我国城镇实行的是高度福利化的住房制度，城市居民无须到市场上购买住宅，该制度的弊端是效率低下，住房建设速度十分缓慢，住房紧张问题越来越严重。而住房制度改革之后，供求关系由市场决定，住房市场立刻被激活，释放出惊人的能量，不仅使住房紧张问题很快得到解决，而且带动了经济快速发展。但其副作用也日益显现，主要表现为住房价格上涨过快，并由此导致经济结构的严重扭曲。相关的内容在住房制度及房地产与宏观经济章节里有详细的分析。

第二，是宏观经济的重大变化对房地产也有重要的促进作用。如2001年中国加入世界贸易组织使中国经济很快融入经济全球化，出口高速增长，带动房地产市场的繁荣。2003年后中国GDP连续增长速度超过10%，2007年达到了13.3%；出口连续数年保持20%以上的速度增长。2009年末，中国出口超过了德国，成为第一出口大国；中国外汇储备超过2万亿美元，成为外汇储备最多的国家；2010年第二季度中国经济总量超过日本成为第二大经济体。

第三，金融的因素不可忽视。从2003年开始，随着中国出口的增长，人民币升值预期逐渐升温，全球“热钱”开始流向中国，部分资金汇聚到中国房地产市场，从2005年7月开始的人民币汇率形成机制改革加速了全球资本投资中

国楼市的步伐。受此影响，中国的货币供应量迅速增长，商业银行的广义货币总量 M_2 从 1999 年的 11.99 万亿元增加到 2009 年的 60.62 万亿元，增长幅度超过 4 倍。其间，楼市的价格涨幅与货币增长幅度保持了基本同步。这似乎又佐证了货币学派的代表人物——弗里德曼的名言“无论何时、何地，物价都是货币现象”，10 年来的中国楼市价格的上涨归根结底是货币现象。

2009 年为了应对全球金融危机中国实施了适度宽松的货币政策对楼市也有重要的影响，当年中国的信贷增长超过 10 万亿元（官方数据是 9.5 万亿元，其中不包括信贷类理财产品），广义货币供应量的增长速度接近 30%，刺激了楼市价格快速上升。北京有些楼盘在 2009 年上涨了 100% 以上，上涨速度为近年之最。

第四，是人口结构因素。中国在 1970 年前后出现了人口出生高峰，这批人在 1999 年后正值 30 岁上下，使住房需求急剧上升，如果按照福利化的分配方式，政府无法满足这些 60 后和 70 后的住房需求，这就是 1998 年政府下决心启动住房制度改革的重要原因之一。从人口结构分析看，中国的人口高峰导致的住房需求高峰即将成为历史，是否意味着炙热的楼市也会成为往事。

楼市与宏观经济的关系犹如器官与人体之间的关系一样，需要协调发展。过去 10 年楼市的发展之快远远超过了其他行业，势必会导致经济结构的扭曲，尤其在全球金融危机之后，中国的出口增长难以持续，使调整经济结构成为我国最艰巨的挑战，也是楼市最大的挑战。

本书部分内容写于 2005 年前后，正值人民币汇率成为世界焦点之时。笔者试图对日本、中国台湾的历史进行分析，寻找前车之鉴，提出了很多建设性的政策建议。但遗憾的是，我们似乎在重蹈他人的覆辙，由汇率升值引起的诸如资产价格泡沫的威胁离我们越来越近。掩卷深思，令人无限感慨。

本书汇集了我十年来对中国楼市的观察和思考，对影响中国楼市的因素作了全方位的分析，其中，偏重于从金融的视角分析房地产市场是本书的特色。如果说本书有些内容还有所独创的话，主要受益于中国社会科学院金融研究所的特殊环境，这里汇聚了数位中国金融界的泰斗和众多的年轻精英，无论是前辈的教诲还是同仁的砥砺，笔者没齿难忘。

文中涉及的部分建议在当时被有关部门采纳，笔者甚感欣慰。重温这些文字，能够使读者更深刻地理解有关房地产调控政策，对房地产政策及市场的趋

势有更准确的把握。

全书采取随笔的方式写作，适合财经高校的大学生、研究生参阅，也可为地产界、金融界人士提供参考，对于股市投资人士，本书也有独到的见解。

鉴于笔者的认识深度，文中有些分析角度和观点难免偏颇与局限，欢迎读者批评指正。

感谢中国金融出版社的编辑张智慧和张翠华的辛勤劳动，没有她们的付出，本书不会顺利出版。

尹中立

2010年9月3日于中国社会科学院金融研究所

目 录

第一篇 市场分析

汇率变动与楼市价格涨跌	3
银行改革与房地产市场的扩张	8
地方政府推高房价的五大招术	11
房地产市场的洗钱行为	15
反腐败使房地产商的资金链吃紧	18
房贷政策调整对楼市的影响	20
利用房地产骗贷的故事	23
房屋的价格和成本到底是什么关系	25
日本“土地神话”对中国的启示	28
征收不动产税究竟给房地产市场带来什么影响	37
美国楼市影响中国楼市	40
2008 年或许是房价的拐点	48
从人口结构看中国住房市场的大趋势	51
全球金融危机对中国房地产市场的影响及对策	58
土地供应减少是产生“地王”的重要前提	64
2009 年初房地产市场的异常现象溯源	66
2009 年中期的房地产动向	73
影响 2009 年房价的最重要因素是信贷井喷	76
房价的拐点应该在 2010 年第三季度出现	80

第二篇 政策研究

打击“温州炒房团”	87
-----------------	----

理解 2005 年房地产新政的四个要点	94
附：“国八条”的具体内容	98
关于控制房价的六点建议	100
有关 2005 年房地产新政的博弈	102
调控房地产价格并非易事	104
房价检查组能带来什么“利好”	107
“国六条”之后的房地产政策走势分析	110
附：“国六条”的内容	116
要防止房地产交易所得税政策空转	118
为什么要限制外资进入房地产	121
附：关于规范房地产市场外资准入和管理的意见	124
影响房地产调控效果的四个因素	128
对房地产类上市公司的再融资行为应该适当限制	134
中央的房地产政策开始转向	136
2010 年初的房地产调控有什么新意	138
附：2010 年国务院 4 号文件	142
不能用短期的眼光看房地产新政	146
附：2010 年国务院 10 号文件	149
房地产调控不能留有死角	153
从政治的视角解读 2010 年 4 月新政	155

第三篇 楼市与股市

楼市应该从股市吸取哪些经验与教训	161
楼市下跌将使股市迎来最黑暗的一段时期	166
股价为什么会影响房价	169
房价上涨可能成为压倒股市的最后一根稻草	173
房地产调控为何导致股市跳水	175

第四篇 住房制度探讨

住房制度不能一味强调市场化	179
我们不要忘了土地公有制	181
有关合作建房的探讨	184
增加保障性住房投资需要注意的问题	188
住房价格与白菜价格没有可比性	191
中国住房制度改革的回顾与展望	193
住房制度的设计要考虑本国的文化传统	200

第五篇 房地产与宏观经济

增加经济适用房建设可以防止经济滑坡	205
“中部崛起”不能过分依赖房地产	207
住房抵押贷款将成为货币政策的桎梏	215
“两房”危机给了我们什么警示	220
应对危机我们不能再走老路	225
美国次贷危机对中国房地产市场影响的全流程分析	233
土地价格扭曲与中国经济结构失衡	245
资产负债表型衰退理论假说及其对中国的启示	255
中国的房地产泡沫与日本究竟有什么不同	264



第一篇 市场分析

看清房价的波动规律是所有投资者的梦想。早在 18 世纪美国就有人试图从历史数据中寻找楼市波动的规律，但有关中国的楼市波动规律的研究还是最近几年的事情，因为 1998 年之前绝大多数的中国城镇居民是不需要到市场去买房子的，因此，老百姓不关心楼市的涨跌。笔者从 2003 年开始致力于对中国楼市的研究，并将自己的研究心得汇聚成集，本篇是笔者分析楼市价格运行规律的一个总结。

本篇主要分析汇率改革、财税改革、房贷政策等一系列因素对房价的影响。但房价波动还涉及住房制度、房地产政策及宏观经济运行状况，有关住房制度对房价的影响参见第四篇，政策变动对房价的影响参见第二篇。

房地产行业是一个资本密集型行业，房地产与金融是一对孪生兄弟，研究分析房地产问题必须从金融入手，这正好是笔者的专业优势所在。2003 年之后，金融体系出现流动性过剩，这是中国房地产市场发展的大背景，本书的开篇之作是分析汇率改革和银行改革对房地产的影响。

税收政策同样是影响中国房地产市场的最重要因素之一。笔者不仅探讨了土地财政对房价的影响，还分析了物业税（或称做不动产税）对房价的影响。其中，日本通过税收手段抑制房价泡沫的经验值得我们仔细琢磨。

本篇罗列了笔者观察房价波动规律的 19 篇文章，基本按照时间顺序排列，读者由此可以观察中国房地产市场演变的一般脉络。

汇率变动与楼市价格涨跌

2003 年之后，中国不断膨胀的房地产市场越来越引起学者的关注，但大多数研究者在研究中国的房地产泡沫时，都主要从市场的需求与供给角度分析，忽视了金融因素对房地产市场的影响。本文将从汇率变动的角度分析楼市。

中国人民银行于 2005 年 7 月 21 日发布公告进行人民币改革后，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币不再盯住单一的美元。这标志着人民币汇率改革的序幕已经开启。

汇率改革究竟对中国的房地产市场产生怎样的影响？从 20 世纪 80 年代日本和我国台湾的汇率改革的历史轨迹看，汇率的升值导致了房地产价格的上涨，甚至产生严重的房地产泡沫。笔者希望通过对日本和中国台湾地区汇率改革过程中的房地产价格走势的分析中找到一些有用的东西，为中国的汇率改革和房地产调控提供一点帮助。

一、日元升值与日本的地价上涨

第二次世界大战以后，日本经历了两次大的汇率变动，第一次是 1971 年 12 月的《斯密森协议》，日元对美元的汇率从 360 上涨到 306，涨幅为 18%。第二次是 1985 年 12 月的《广场协议》之后，日元迅速升值，到 1987 年底，日元汇率升值 66%。日本的两次汇率改革都导致了地价的上涨。1971 年底的汇率改革导致了 1973 年的地价上涨，但因为石油危机的影响，时间只持续了 1 年，在此，我们不作重点分析。1985 年后的日元升值导致了地价的连续 5 年的上涨，我们以 1983 年为基期计算，到 1988 年东京的地价上涨了 2 倍多。当时日本的房地产价格上涨速度之快是举世公认的，它已经成为现代经济学研究中典型的泡沫经济案例。

日元汇率升值为什么会导导致日本房地产价格的迅速上涨？主要有两个原因。原因之一是汇率改革迫使日本政府采取宽松的货币政策。由于日元升值的影响，

日本的工业受到了相当大的冲击，1986 年日本工业出现了负增长。为了缓冲升值对产业经济的影响，日本中央银行放松了银根。统计数据显示，日本的货币供应量 M_2 从 1985 年初的 8% 左右不断增加到 1987 年的 12%，增长了 50% 左右；在货币供应大幅度增加的同时利率不断下调，1986 年 9 月和 1987 年 5 月，两次采取紧急经济对策，将官方贴现率从 5% 降到 2.5%。而当时的日本经济仍然处于经济景气上升的过程中，不当的经济政策刺激了包括房地产在内的投资品价格的不断上涨。

原因之二是为了减少金融自由化与国际化过程中银行的经营风险，日本政府在汇率改革的过程中，推行银行资本金管理改革，部分银行执行国际清算银行制定的银行资本金管理规定，对商业银行的行为产生了深远的影响，并间接刺激了房地产价格的上涨。由于住房抵押贷款的风险权重是公司业务贷款的一半，促使银行贷款向住房抵押贷款倾斜，使银行之间在不动产贷款上产生恶性竞争，使房地产行业的资金泛滥，刺激了房地产泡沫的不断膨胀。

二、台湾地区的汇率改革与房地产价格波动

与日本类似，1985 年启动新台币汇率改革也导致了岛内的房地产价格的大幅度波动。

中国台湾地区 1979 年 2 月建立外汇市场之初，新台币对美元的汇率是 36:1，之后小幅贬值，在 1985 年 12 月之前，汇率基本维持在 40:1 的水平。但从 1986 年开始，在美国的压力之下，新台币不断升值（逐步升值），新台币与美元的汇率从 1985 年的 100 新台币兑换 2.51 美元上升到 1989 年的 3.82 美元，4 年升值 34%。

新台币的小幅度缓慢升值的方式，使企业可以争取调整的时间，但同时带来了大量的投机资本，助长了新台币的升值压力。台湾地区当局为了稳定新台币，就必须不断从市场上购买美元，抛出新台币，导致货币的过多投放，1985 年的货币供应量 M_1 增长 12.23%，1986 年增加为 51.42%，1987 年为 37.82%，1988 年为 24.37%，使房地产价格和股市价格膨胀，1987 年、1988 年和 1989 年台北市的住宅价格上涨速度分别达到 36.8%、96.5% 和 78.24%。

三、人民币升值预期下的房地产投机

日本和中国台湾地区的汇率改革的经验和教训，对于中国的汇率改革有直接的参考价值。我们注意到，自 2002 年之后，人民币升值预期已经吸引了大量国际资本流入中国，房地产行业成为国际资本的重要投机领域。为了分析外资对上海房地产市场的影响，人民银行曾经在 2004 年底进行了一项课题调研，根据该调研的资料，2002 年、2003 年和 2004 年 1~11 月境外资金进入上海房地产开发领域的金额分别为 109.5 亿元、150.0 亿元和 153.5 亿元，境外资金购买商品房的金额分别为 32.2 亿元、39.3 亿元和 68.6 亿元。此外，2004 年境外机构、个人通过借用外汇贷款结汇后进入房地产开发和购买商品房的金额分别为 58.6 亿元和 52.4 亿元。可见，上海市自 2002 年之后房价的大幅度飙升，外资“功不可没”。

外资除了通过直接购买国内的不动产或从事房地产开发之外，还可以通过向国内房地产开发企业融资的方式影响国内的房地产市场，尤其是 2003 年 6 月之后，在国家采取紧缩的房地产信贷政策的影响下，国内房地产公司纷纷转向利用境外融资的方式来解决资金短缺的问题。因为根据我国现行政策，外资企业举借外债的管理政策较内资企业松，外资企业可以在批准的投资总额和注册资本差额内允许自由举借外债。为了从境外融资的方便，很多内资企业通过各种方式实现外资化。如 2004 年，天津顺驰房地产公司、河北天山房地产公司通过“自我收购”方式改制为外资企业，迅速建立起方便的国际融资渠道。由于外资的作用，国家对房地产行业采取的一系列金融政策的有效性受到了相当程度的制约。

在操作主体上，外资进入国内房地产市场以房地产基金为主。最有代表性的是新加坡凯德置地和摩根士丹利等机构。值得注意的是，为了使房地产基金更便捷地投资中国的房地产市场，香港金融管理局还专门修改了有关规则。2005 年 6 月，香港证监会正式发布了《房地产信托投资基金守则》修订的相关文件，撤销了香港房地产投资信托基金（REITs）投资海外房地产的限制，房地产基金可以投资于全球各地的房地产。在目前国内法律政策不完善，建立 REITs 条件不成熟的背景下，香港放宽投资海外房地产限制，让香港房地产投资信托

基金可以投资海外房地产项目，实际上意味着允许内地房地产商可以按照《香港房地产信托投资基金守则》成立房地产投资信托基金（REITs），然后注入其在内地的商业地产项目，为内地房地产企业提供了一种新的融资渠道。不仅有很多外资通过正当的渠道进入中国，而且有相当数量的资本是通过非正常的渠道进入中国的。

人民币的汇率改革已经于2005年7月21日启动，如果房地产价格还会不断上涨，则国际资本可以通过投机国内房地产和汇率来赚取双重利润，它不仅对实体经济带来可怕的后果，而且会进一步导致人民币的升值预期，这是中国政府必须警惕的。

四、政策建议与投资建议

对于上述结论，站在不同的立场，建议是不一样的。

首先，站在投资者的角度看，应该积极把握汇率升值背景下的地产升值机遇，分享汇率升值带来的好处。从国际经验看，在本币升值的背景下，房地产价格是很难控制的。在中国，我们也开始看到这种迹象，2001年以来，房价已经开始不断上涨，尽管有连续的政策调控，但效果甚微。

从金融统计数据看，由于汇率升值的作用，大量国际资本通过各种途径进入中国，迫使中央银行投放大量的人民币从市场收购外汇，仅2005年就因此投放了超过15 000亿元人民币的货币，直接导致了资金的过度泛滥（截至2009年底，通过购买外汇而投放的人民币基础货币高达20万亿元），势必会产生资产泡沫，最好的投资策略是持有房地产类公司的股票，尤其是持有拥有大量土地储备的公司的股票。

日前（2006年4月初），中央银行公布了2006年第一季度的金融统计数据，统计数据显示，金融总体运行平稳，但货币供应量明显偏快，尤其是贷款的增长明显出现异常：2006年前3个月人民币贷款增加1.26万亿元，同比多增5193亿元。从年初中央银行公布的2006年的计划看，2006年的新增加贷款总量在2.5万亿元左右，也就是说，2006年前3个月已经用掉了全年一半的计划指标！可见，过多的货币已经开始流动起来，包括房地产在内的资产（主要是股票和地产）价格上升会加快。

其次，站在政府的角度看，笔者认为，中国政府于2005年5月出台的房地产调控是及时的、必要的，对房地产市场的调控要从严、从紧，要从长计议。考虑到中国特殊的金融改革背景（汇率改革和银行改革），建议采取更多的有针对性的措施。

1. 限制境外资本进入房地产市场，重点是抑制投机性需求。该政策已经出台，要进一步将政策落到实处。

2. 降低住房抵押贷款的利率等。在利率市场化还不成熟的情况下，政府应该将住房抵押贷款的利率降低，使扭曲的价格矫正过来，消除住房抵押贷款的暴利是防止房地产市场过度膨胀的有效手段。

当然，有人会说，降低住房抵押贷款的利率和目前的宏观调控政策是不吻合的。这样的担心是不无道理的。因此，我们在降低住房抵押贷款利率的同时应该推出其他措施，如调整房地产的税收政策，例如，征收惩罚性的所得税，征收不动产税等（限于篇幅，有关房地产税制改革的分析另作论述）。

3. 严格执行国家对房地产市场的调控政策。笔者以为，不管是国内的银行，还是境外的投资基金，它们倾向于进入国内的房地产市场的一个关键的原因是房地产价格的持续上涨，要从根本上改变上述现象，就必须遏制住不断上涨的房地产价格。

银行改革与房地产市场的扩张

统计资料显示，1998年之后，中国的房地产开发贷款和住房抵押贷款都以超常规的速度增长，房地产开发贷款的年平均增长速度超过25%，而住房抵押贷款的增长速度则超过50%。从需求的角度看，中国房地产金融的超常规增长是因为住房制度改革导致的（1998年之前的住房制度是以实物分配为主的高度福利化的制度，1998年以后实现市场化改革）；但从资金供给的角度看，银行改革使银行更加注重住房抵押贷款业务，这也是房地产市场出现超常规增长的很重要的原因。

银行重视住房按揭贷款的原因在于银行监管制度的变化。2001年之后，中国对商业银行改革的思路逐渐明确，在监管的理念上开始按照国际标准办事。2004年之后，中国的银行业开始实施资本充足率管理，而此时的中国银行业的资本充足率普遍不足8%的要求，以占市场份额最大的中国工商银行为例，2003年底的资本充足率只有5.52%，而不良资产的比率却达到21.24%。在资本充足率的约束下，商业银行一边通过各种方式补充资本金，一边调整自己的业务结构，尽可能地扩大低风险的业务。对于银行而言，低风险的业务主要有两类，一类是政府债券，另一类就是住房抵押贷款。我国目前的债券市场容量还十分有限，银行还不可能通过大规模地增加持有债券数量的方式完成自己的业务结构调整。在此背景下，几乎所有的银行都将房地产抵押贷款作为业务调整的战略重点来发展。

商业银行垂涎于住房抵押贷款的另外一个重要原因是我国利率市场化的不成熟。一般而言，低风险的贷款，利率也应该较低，这样才符合风险与收益对等的原则。因此，在利率市场化的情况下，住房按揭贷款的风险比其他贷款的风险小，它的贷款利率应该比其他贷款低。在美国等利率市场化程度高的国家，住房按揭贷款的利率比公司贷款的利率要低很多，有的住房按揭贷款的利率只有公司贷款利率的一半。在另外一些国家，利率市场化程度不高，但政府强行规定按揭贷款的利率比公司业务贷款低。而我国的住房按揭贷款与公司贷款的