



中国人民大学研究报告系列

中国房地产市场 稳健发展与财政金融政策

THE DEVELOPMENT OF CHINA'S REAL
ESTATE MARKET AND FINANCIAL POLICIES

主 编 郭庆旺 张 杰
副主编 汪昌云 瞿 强

013068850

F299.233.5
88



中国人民大学研究报告系列

中国房地产市场 稳健发展与财政金融政策

THE DEVELOPMENT OF CHINA'S REAL
ESTATE MARKET AND FINANCIAL POLICIES



主 编 郭庆旺 张 杰
副主编 汪昌云 瞿 强

F299.233.5
88



北航 C1676320

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国房地产市场稳健发展与财政金融政策/郭庆旺, 张杰主编. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 7

(中国人民大学研究报告系列)

ISBN 978-7-300-17601-7

I. ①中… II. ①郭… ②张… III. ①房地产市场-经济发展-研究报告-中国②房地产市场-财政政策-研究报告-中国③房地产市场-金融政策-研究报告-中国 IV. ①F299.233.5②F812.0③F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 166071 号

中国人民大学研究报告系列

中国房地产市场稳健发展与财政金融政策

主 编 郭庆旺 张 杰

副主编 汪昌云 瞿 强

Zhongguo Fangdichan Shichang Wenjian Fazhan yu Caizheng Jinrong Zhengce

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京宏伟双华印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

印 张 13.25 插页 1

字 数 236 000

邮政编码 100080

010-62511398 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2013 年 8 月第 1 版

印 次 2013 年 8 月第 1 次印刷

定 价 45.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

“中国人民大学研究报告系列”编委会

主 任 陈雨露

副主任 冯惠玲

委 员 (以姓氏笔画为序)

马 中	王孝群	毛基业	冯惠玲	刘大椿
杜 鹏	李路路	杨伟国	杨瑞龙	吴晓求
陈雨露	陈 岳	郝立新	贺耀敏	袁 卫
倪 宁	郭庆旺	董克用	韩大元	温铁军

总序

陈雨露

当前中国的各类研究报告层出不穷，种类繁多，写法各异，成百舸争流、各领风骚之势。中国人民大学经过精心组织、整合设计，隆重推出由人大学者协同编撰的“研究报告系列”。这一系列主要是应用对策型研究报告，集中推出的本意在于，直面重大社会现实问题，开展动态分析和评估预测，建言献策于咨政与学术。

“学术领先、内容原创、关注时事、咨政助企”是中国人民大学“研究报告系列”的基本定位与功能。研究报告是一种科研成果载体，它承载了人大学者立足创新，致力于建设学术高地和咨询智库的学术责任和社会关怀；研究报告是一种研究模式，它以相关领域指标和统计数据为基础，评估现状，预测未来，推动人文社会科学研究成果的转化应用；研究报告还是一种学术品牌，它持续聚焦经济社会发展中的热点、焦点和重大战略问题，以扎实有力的研究成果服务于党和政府以及企业的计划、决策，服务于专门领域的研究，并以其专题性、周期性和翔实性赢得读者的识别与关注。

中国人民大学推出“研究报告系列”，有自己的学术积淀和学术思考。我校素以人文社会科学见长，注重学术研究咨政育人、服务社会的作用，曾陆续推出若干有影响力的研究报告。譬如自2002年始，我们组织跨学科课题组研究编写的《中国经济发展研究报告》、《中国社会发展研究报告》、《中国人文社会科学发展研究报告》，紧密联系和真实反映我国经济、社会和人文社会科学发展领域的重大现实问题，十年不辍，近年又推出《中国法律发展报告》等，与前三种合称为“四大报告”。此外还有一些散在的不同学科的专题研究报告也连续多年，在学界和社会上形成了一定的影响。这些研究报告都是观察分析、评估预测政治经济、社会文化等领域重大问题的专题研究，其中既有客观数据和事例，又有深度分析和战略预测，兼具实证性、前瞻性和学术性。我们把这些研究报告整合起来，与人民大学出版社资源相结合，再做新的策划、征集、遴选，形成了这个“研究报告系列”，以期放大

规模效应，扩展社会服务功能。这个系列是开放的，未来会依情势有所增减，使其动态成长。

中国人民大学推出“研究报告系列”，还具有关注学科建设、强化育人功能、推进协同创新等多重意义。作为连续性出版物，研究报告可以成为本学科学者展示、交流学术成果的平台。编写一部好的研究报告，通常需要集结力量，精诚携手，合作者随报告之连续而成为稳定团队，亦可增益学科实力。研究报告立足于丰厚素材，常常动员学生参与，可使他们在系统研究中得到学术训练，增长才干。此外，面向社会实践的研究报告必然要与政府、企业保持密切联系，关注社会的状况与需要，从而带动高校与行业企业、政府、学界以及国外科研机构之间的深度合作，收“协同创新”之效。

为适应信息化、数字化、网络化的发展趋势，中国人民大学的“研究报告系列”在出版纸质版本的同时将开发相应的文献数据库，形成丰富的数字资源，借助知识管理工具实现信息关联和知识挖掘，方便网络查询和跨专题检索，为广大读者提供方便适用的增值服务。

中国人民大学的“研究报告系列”是我们在整合科研力量，促进成果转化方面的新探索，我们将紧扣时代脉搏，敏锐捕捉经济社会发展的重点、热点、焦点问题，力争使每一种研究报告和整个系列都成为精品，都适应读者需要，从而铸造高质量的学术品牌、形成核心学术价值，更好地担当学术服务社会的职责。

前言

自 2010 年以来中国房地产价格持续普遍上涨，引起了人们对社会矛盾以及潜在经济金融风险的担忧，中央政府连续出台了多项严厉的宏观调控措施，特别是以“限贷限购限价”为基调的管制措施，在短期内达到抑制房价明显上涨的效果。但是，房地产行业上下游产业关联度高，涉及面广，在国民经济中有着举足轻重的位置。针对通胀高企，经济过热，作为对此前过度刺激经济措施的补救，2011 年宏观政策在短期内出现了迅速的转向，信贷被迫大幅收缩，已经大规模铺开的经济建设项目很多难以为继。2012 年以投资拉动为基础的经济增长显著下落，国内经济快速从过热向偏冷转换。与此同时，自 2008 年爆发的全球金融与经济危机，虽历时五年仍“了犹未了”，中国的主要出口对象欧洲和美国，经济低迷与衰退有长期化的迹象。这样，国内投资与外部需求的同时减少，使中国经济增长陷入了“双重困境”。在这种困境下，中国的房地产调控局面愈发复杂，调控的节奏与力度如何把握，货币信贷政策与财政税收政策如何配合，管制手段与市场机制的矛盾如何协调，短期的权宜措施与长期的制度安排如何平顺过渡——简言之，在当前内外“双重困境”下，如何实现中国房地产市场的“软着陆”，是本项研究的主题。

本报告首先简要分析了近年来的内外经济困境，接着对中国房地产的现状、问题以及潜在风险做了一个初步的判断，从我国的财政、税收、金融和房地产市场等多个角度，分析这些问题形成的过程与机理，并提出若干政策主张。

本报告认为，当前中国经济面临着内外“双重困境”。先看国内经济的增长。作为一个“发展加转轨”的国家，自 1978 年以来中国经济增长的一个显著的特点就是政府主导，投资驱动；相应地，经济的周期性波动也与投资密切相关。为了应对 2008 年开始的全球经济危机，预防其对国内经济的可能冲击，政府启动了大规模的投资扩张计划，在“地方政府+国有企业+国有银行”这种“三位一体”的投资模式下，巨量新增信贷在全国范围转化为大量的新开工项目，仅仅两年之后，经

济形势便回到了传统的“过热与调控”模式中。在这一轮投资扩张中，各级地方政府的“投融资平台”起了主导作用，也因此累积了 10 万亿元的债务，大量的“铁、公、基（机）”项目建设周期长、资金需求量大，建设初期依赖短期超常规的信贷扩张，后续资金需求则在很大程度上依赖各种土地出让收入，而后者又依赖经济持续增长，特别是房地产价格持续上涨的预期。一旦政府对房地产进行调控，短期信贷急剧收缩，已经开始的大量工程将难以为继，宏观经济就必然会进入一个循环下降的通道。从理论上讲，经济周期波动的本质在于信贷扩张导致投资过度，从事后看就是资源错配，一旦既有的投资不能完成，预期收益无法实现，整个经济体系和金融体系就将被迫做出调整，严重时表现为经济金融危机。应该说，进入 2012 年以后，中国经济存在着这样的风险。

从外部环境看，依靠廉价劳动成本和规模优势，出口一直是推动中国经济持续增长的另一动力。但是 2008 年开始的全球经济金融危机，无疑对出口有重大影响，特别是由于主要贸易对象欧洲和美国受经济危机的冲击严重而持久。我们应该清醒地认识到，这次危机有长期化的趋势。对于发达经济体来说，这个判断来自以下三个层面的分析。从内部因素看，这次金融危机是发达经济体自 20 世纪 80 年代以来在经济自由化、放松管制、信贷扩张等因素综合作用下一个较长增长周期后的一次大的调整。从外部因素看，世界经济格局正在发生变化，以中国、巴西、印度为代表的新兴市场经济体崛起，会对欧美经济的优势地位形成较为持久的冲击。再从历史经验看，日本经济泡沫崩溃后，经历了二十余年的经济低迷；1929 年发端于美国的全球性经济萧条，虽然在 1935 年左右结束，但如果没有第二次世界大战爆发形成的战争需求，或许要持续更长的时间。当前的经济危机中，各国大规模降息、放松信贷、扩张财政，并不能从根本上解决问题，只是将问题向未来转移。

根据上述分析，进入 2012 年以后中国经济已经并将继续遇到内部投资下降和出口萎缩两方面的制约，而消费需求本身有一定的刚性，且受制于收入分配格局，短期内不易扩张。在这样的宏观背景下，已经累积多年，而且对中国经济未来稳定增长有潜在风险的房地产市场如何调整，如何以房地产市场的“软着陆”配合整个经济的“软着陆”是一个巨大的政策难题。而我们如何理解房地产市场长期过度繁荣的形成机理与潜在风险，是我们提出恰当的政策建议的前提。

关于中国房地产市场是否过快增长，乃至是否存在“泡沫”，有多种看法。本课题研究认为，无论参照国际经验，还是从中国房地产市场自身发展的历史趋势看，应该客观地承认我国房地产市场短期中存在“泡沫”成分，“冰冻三尺非一日之寒”，其形成有一个较长的酝酿和爆发期。这一过程可以分三个阶段讨论，即初

期的消费品属性、中期的投资品属性、后期的投机品属性，虽然这三种属性在各个阶段有重合。

20世纪90年代初期，市场化的住房改革，使得在计划经济体制下长期压抑的刚性需求集中爆发，而且几乎是两代人的需求在同一个时期相互叠加，凸显了供求矛盾。房价开始持续上升，整个行业出现了超额利润，吸引了大量资金、资源的进入。资本对于超额利润的追逐是正常的市场行为，这一阶段住房的消费品属性较为显著。这个过程持续了十余年。

进入本世纪以后，持续高企的房价继续对供求双方产生影响。从供给面看，超额利润吸引更多资金进入，无论是国有垄断性的经济，还是受垄断压抑的民营经济，都争相进入房地产市场，供给越来越充足；从需求面看，居民高额的储蓄没有合理的金融投资出路，住房成为吸纳储蓄的重要方式，从而在正常的消费属性之外，住房的投资品属性不断增强。充分供应的住房能够被更强劲的需求吸纳，房价还能继续上升。客观地说，住房作为长期投资品，仍有经济合理性，但是潜在风险已经开始形成。政策部门虽然已经意识到这个问题，并且着手调控，但效果有限。

从2005年开始，十余年的价格上涨使全社会形成了“房价只涨不跌，而且会持续上涨”的强烈而且普遍的预期。在自我实现的预期作用下，房地产价格出现了急剧的加速度增长，一方面供给大量增加，另一方面需求似乎总是存在，一旦住房脱离了作为消费品的商品属性，变为一种投机性的金融产品，普通的供求关系分析框架就不再适用。

当房地产的金融投资属性，特别是投机属性突出时，传统的以供求关系决定价格的经济分析框架就会出现问題，甚至是误导。例如，针对高房价，希望进一步增加供给来平抑；再例如，简单套用所谓城市化进程理论，论证中国在未来还会有大量的住房需求，而实际上，由于收入分配差距的原因，新进入城市的人口有的只是“欲望”，而非“有效”需求。短期中严重过剩的住房供应被投机性的住房需求掩盖了。更严重的是，在投机暴利的驱使下，住房的供求双方均利用银行信贷作为杠杆，实质是风险的转移。

麻烦在于，一旦市场普遍预期形成，特别是短期暴利得以实现，边际性的调控政策收效甚微。一系列的政策失效甚至会使市场产生“耐药性”，出现负面作用。这也从另一个角度说明了长期制度调整的重要性。

本报告的基本结构和内容可以概述如下：

第1章“房地产市场调控面临的困境”，实证地描述了我国房地产市场多年来投资、价格变化，及其与宏观经济的关系，认为中国经济增长在近十年中呈现明显

的“房地产依赖症”，这既是中国短期内国内需求无法弥补外需不足的结果，也是中国投资增长模式的必然结果。

中国经济未来发展面临内外两方面的巨大压力，加剧了中国房地产市场调控的困境。一方面，不能急于调控，房地产业对投资和消费均具有巨大拉动作用，若对其实施严厉打压政策，会对房地产业产生巨大的冲击，中国现行的经济结构和金融体系都会因此而受重创，经济面临“硬着陆”的风险。而另一方面，更不能继续放任房地产业的畸形繁荣，否则极易造成房地产泡沫和实体产业的空心化。房地产泡沫的破灭将会导致金融与财政体系的崩溃，进而引发系统性的经济危机。

第2章“商品房住宅的均衡价格决定”，首先指出关于房地产领域的均衡价格决定，目前学术界罕有提及，多数的研究仅针对房地产的“基础价格”。该章所研究的商品房住宅均衡价格是一个相对于基础价格而言更为一般性的定义。它所代表的价格决定机理不仅包含商品房住宅的基本面变量，还包含商品房住宅的可租赁属性所隐含的价值。简单地说，商品房住宅均衡价格应当是商品房住宅基础价格加上租金折现。

尽管所有的基本面分析都试图找到商品房住宅的基础价格，但多数研究的基础假设都是将人们购买自有住房作为获取居住权的唯一方式。因此，回归模型中所有解释变量的统计显著性都仅能解释住房价格的波动性，而无法解释人们为获取居住权而实际发生的其他住房搜寻行为（如租赁等）。中国一线城市的城镇化进程及住房总供给的相对不足可能会导致商品房住宅价格的上涨，这种上涨既包含基础价格和租赁需求共同拉动的上涨，也包含投机导致的非理性价格泡沫。该章研究如何剥离这几方面的需求，进而探讨商品房“销售—租赁”双市场均衡的价格决定机制。

第3章“商品房住宅价格泡沫测度”，引入学术界流行的基本面回归法来测度基于宏观变量的住宅基础价格，进而讨论在测度系统中加入租赁市场，以使得商品房住宅具备双重属性，进一步讨论双市场均衡的住宅销售价格。

基本面测算的结果与双市场均衡测算的结果共同显示，自2006年起中国一线城市商品房住宅市场呈现出明显的价格泡沫，且泡沫规模在近年政府颁布积极管制房地产市场的诸多政策之后呈现出明显萎缩的趋势，从而出现暂时性的住宅销售价格下跌。双市场均衡测度法进一步暗示暂时性的价格下跌是销售价格的良性回归，即销售价格下跌并未造成明显的租金上涨，进而销售价格的净回归体现出政策的短期有效性。但是，给定限购令长期存在，则一线城市的商品房住宅价格水平将逐渐刺穿理论价格水平（即泡沫规模为负，销售价格低于双市场均衡价格），这意味着租售比的回归为恶性回归，体现为租金大幅度上扬，最终造成销售价格大幅度上

扬。届时会出现市场名义租售比高于全社会资本红利水平,即住宅租赁市场将成为新的超额收益市场,故社会中短期资本会在租赁市场汇聚,最终形成租赁市场泡沫化的局面。

第4章“房地产市场价格泡沫与系统性风险”认为,泡沫化的房地产市场必然使得大量的资金向房地产行业集聚,甚至造成全社会资本的投机。资金大量流向房地产行业,导致其他产业投资不足,造成失业甚至产生长期经济衰退的风险。同样地,对于金融业来说,房地产泡沫也会助推系统性金融风险。在房地产泡沫膨胀阶段,对房地产价格上涨的预期不会扭转,此时如果金融监管缺位,银行便会在利润的驱动下不遗余力地扩张信贷,使银行的房地产相关贷款的规模和贷款业务中的占比增大,从规模和结构上影响着银行资产质量,形成巨大的系统性风险。

第5章“房地产价格稳定与财政货币政策组合”提出,如何有效完善财政和货币政策调控和协调机制,更好地遏制房地产价格的快速上涨、实现房地产市场的稳健发展,是我国政府和学术界亟待解决的重大理论和现实问题。该章在一个统一的政策规则分析框架内以我国1992—2010年间的季度数据为基础,从总量视角出发,通过估算财政和货币政策规则函数考察了我国财政和货币政策是否有助于遏制房地产价格的快速上涨,以及财政和货币政策组合在我国房地产价格动态决定中的作用,以明确我国房地产价格的快速上涨到底是一个单纯的“货币现象”还是一个“财政货币混合现象”,从而为更好地运用财政和货币政策来有效遏制房地产价格快速上涨提供一些良好借鉴。

研究表明,央行没有积极运用利率政策来平抑房地产价格,利率政策反而成为房地产价格上涨的助推器,这一特点在1998年以来特别是2008年世界金融危机期间表现得尤为突出。货币增长政策对房地产价格上涨的推动作用更为突出,2008年世界金融危机期间的货币超发成为近年来房地产价格快速上涨的一个重要原因。1998年以前,房地产价格变动对我国财政政策态势的影响很弱,但此后产生了重要影响。总体上,在“土地财政”的激励下,财政政策不利于房地产价格稳定。进一步的分析表明,较单一货币政策规则而言,财政和货币政策规则组合对我国房地产价格的动态变化具有更强的解释力,且在一定程度上有助于房地产价格稳定。因此,我国房地产价格不仅是一个货币现象也是一个财政现象,房地产价格稳定需要财政和货币政策的有效配合。

第6章“房地产市场稳健发展与货币政策”,基于我国房地产业市场化进程不断加快,货币政策在房地产调控中的地位越来越重要的事实,通过建立动态时间序列模型,研究了我国自2000年以来不同货币政策调控工具(包括货币总量、信贷

总量和利率)对房地产市场发展(包括房地产投资规模和住房价格)的调控效应。研究表明,中国的货币政策对于房地产市场的调控作用并不十分明显,仅仅是提高利率,并不能显著减少刚性需求的购房者的购房意愿和购房行为。这一轮房地产调控力度大、效果显著,更多的是由直接削减需求的限购政策导致的。反过来,我国的货币政策受到房地产市场的影响很大,房地产相关货币政策制定严重缺乏前瞻性,没有有效的逆周期政策,进而导致政策的调整很被动,没有充分发挥应有的作用。此外,调控中组合政策效果好于单独政策,采用货币政策、财政政策和土地政策并行的政策组合会在相同的时间和环境下收到更加明显的调控效果。最后,政策效果呈现不对称情况,刺激政策会在短时间内收到非常明显的效果,而抑制政策则需要比较长的时间来发挥作用。

因此,房地产相关政策调整应该遵循抑扬并举、细分细化的综合调控模式,着重实施有选择的信贷管控政策、细化差别化的利率调控政策、更具前瞻性的货币政策以及三位一体的组合性政策措施。具体而言,要对信贷的流向加以监控,用多种方式鼓励和支持自住性住房需求的满足和实现,平抑过度的投机资金流入;要注意审慎使用直接利率政策对房地产市场进行调控,尽量寻找直接利率政策的替代政策;要通过逆周期政策熨平波动而不是根据市场形势被动地采取经济政策;要多部门合力,在统一协调的框架下共同采用政策工具,以保证调控目标的顺利实现。

第7章“房地产市场稳健发展与税制改革”认为,我国经济发展的一个重要特点是政府在其中起着主导作用,这极易导致政府在经济发展中职能定位不够明确、政府与市场边界划分不清等问题。政府对房地产市场的干预出现错位现象,主要表现在以下两方面:一是中央政府与地方政府的目标错位,表现为当中央政府要为房地产市场降温时,地方政府会采取各种明暗手段推动房地产投资;二是政府对保障房和商品房住宅干预力度错位,表现为地方政府热衷于推动商品房住宅投资,而发展保障房的动力不足。

这种错位现象的根源在于行为主体的利益目标与经济目标不相容。房地产市场的复杂性在于,它是由商品房住宅市场和保障房市场构成,商品房住宅和保障房的商品属性不同,这两种市场给中央政府和地方政府带来的影响不同,如税收增长、经济稳定和社会稳定等,并且这些影响会随着宏观经济和社会形势等外在因素而变化。本章首先分析住房市场的属性,对中央政府和地方政府在房地产市场发展中的责任进行合理定位;接着通过剖析房地产发展对于政府的激励机制,分析政府在房地产市场发展中存在错位现象的根源;然后通过实证分析,说明房地产发展产生的财政利益是地方政府热衷于推动房地产投资的重要因素,为理论分析提供经验证

据;最后提出深化分税制改革的建议,在税收体制中建立能够实现政府利益目标与经济目标一致的激励相容机制。

由于房地产市场发展中的政府激励机制存在诸多问题,要促使房地产市场稳健发展,一个重要机制是通过利益杠杆来创造对于政府的良性激励机制,而在诸多利益杠杆中,由房地产业发展所带来的财政收益是一个重要的组成部分。本章认为,这种财政收益的激励机制主要在于地方税系的设置。因此,房地产市场发展与地方税系建设密切相关。本章提出了有利于房地产市场发展的税收体系建设方案,其中稳定的长期政策主要包括开征销售税和房产税、扩大增值税征收范围等,其目标在于调节地方政府行为;灵活的短期政策主要体现在个人所得税、营业税、土地增值税和契税等,其目标在于抑制房地产业投机行为。

第8章“房地产市场稳健发展与土地财政”,首先从财政和行政两个视角考察了地方政府的激励机制及其对土地财政形成的影响,探究土地财政形成的制度基础和内在逻辑;然后,以我国地级市面板数据为基础,利用系统广义矩估计考察了纵向财政失衡和官员政治晋升对土地出让金规模的影响,以期有效缓解我国地方政府对土地财政的依赖,进而遏制商品房住宅价格快速上涨,促进房地产市场稳健发展提供一些良好借鉴。

研究表明,纵向财政失衡对土地出让金具有显著的正向影响,说明分税制改革以来由中央与地方财政收支责任划分导致的纵向财政失衡问题会刺激地方政府不断通过出让土地来弥补财政收支缺口,从而加剧了地方政府对土地财政的依赖。市委书记离任后获得了升迁对土地出让金规模同样具有显著的正影响,这表明政治晋升激励同样是地方土地财政形成的一个重要原因。此外,市委书记所处任期的不同阶段对土地出让金影响存在着一定差异。进一步的分析还表明,上述机制在经济欠发达的地级市、非省会地级市和市委书记获得升迁的地级市表现得更加突出。

上述结论对于如何有效缓解地方政府对土地财政的依赖性,进而更好地遏制我国商品房住宅价格的持续快速上涨具有重要意义。从中至少可以得到如下两点启示:(1)进一步深化我国财税体制改革,优化调整中央与地方财政关系,适当上移事权、下放财权,加强地方主体税种建设,有效缓解地方纵向财政失衡,降低地方财政对土地出让收入的依赖性。(2)就长期来看,应积极推进我国干部人事制度改革,逐步转变以增长绩效为核心的官员考核机制,倡导科学发展观,促使地方政府树立更加正确的“政绩观”,规避官员为仕途利益对土地财政的过度依赖,实现我国地方财政与房地产市场的稳健发展。

第9章“房地产市场稳健发展与保障房建设”,在对几类保障房分别研究的基

础上,我们认为:

(1) 对于商品房住宅价格而言,仅投资额对经济适用房的建设有影响,从长期来看,投资额越高,商品房住宅的价格越低。这说明加大对经济适用房的供给,在一定程度上增加了整个住房市场的供给,从而缓解了供需不足所带来的价格上涨的影响;而从经济适用房的投资额来看,商品房住宅的价格从长期上与其呈负相关关系,说明当房价不断上涨时,政府为了抑制房价,会加大对经济适用房的供给力度。

(2) 从经济适用房的价格和投资额对商品房住宅价格的冲击反应来看,经济适用房的价格在前6个季度对商品房价格有负向的冲击,但是随后就会带来正向的影响,并产生一定的波动;在经济适用房投资额的冲击下,商品房住宅的价格先升后降,从第5个季度开始这种冲击的作用逐渐减小,但从第7个季度开始商品房的价格又开始上扬。这说明由于经济适用房定价明显低于商品房价格,开始会对商品房的价格造成影响,使得一些购买者将目光转向了经济适用房。但是由于政府对经济适用房的购买设定了很多限制,拥有购买权的人寥寥无几;而且很多经济适用房的地理位置比较偏远,建筑质量也较差,和商品房相比其竞争性并不是很强;加之当政府把大量土地用于保障性住房建设,商品房市场土地供给不足,所以从长期看经济适用房的建设反而会抬高房价。

(3) 从经济适用房的价格和投资额对商品房住宅价格的贡献度来看,经济适用房价格的贡献度要大于投资额。这说明不同类型房屋在价格上的相互影响是更直接的,但是二者的贡献度都比较低。

(4) 由于影响房价的因素众多,因此经济适用房的价格和销售额都不是最重要的决定因素。但是对于经济适用房的投资额而言,商品房住宅价格是其格兰杰原因。

第10章“房地产市场稳健发展与限购管制”,从实证角度讨论限购管制政策的实施效果。首先讨论“限购令”的具体内容与特征,然后分析全国性以及地区性“限购令”的实施对于商品房一手市场和二手市场价格、成交量以及对于租金市场价格的影响。在这些分析的基础上,提出进一步加强“限购令”的实施,同时推进配套政策落实的建议。

“限购令”是中央和地方政府为解决房价上涨过高、速度过快以及房产供应紧张问题的一项管制措施,在短期内通过差别化的“限贷”政策和按照户籍供应的“限量”政策,从需求方面限制了自住性购房需求之外的其他购房需求,降低了房地产市场的成交量,对抑制房价上涨产生了一定的积极效果,但在一定程度上推高了房屋租赁市场的租金价格。

继续坚持还是逐渐放松“限购令”，是目前摆在政府面前的一个重大问题。在2012年中，一度出现了为“限购令”松绑的猜测和地方政府措施。这些猜测和措施造成了一些地区房价的快速反弹。中央政府多次重申“限购令”的重要性，对地方政府的松绑行为实施问责，力图转变人们对房价上涨走势的预期。

“限购令”不是权宜之计。它与我国独特的消费文化和人口结构特征密切相连，也与房地产市场本身的特性相关。因此，我们应该继续实行“有差别性的信贷政策”与“引导合理性需求”的限购管制措施。同时，也应实施房地产税制改革，完善公共住房体系，全方位地引导和控制新增住房需求，从而对房地产市场价格实施有效的管理，降低出现泡沫的可能性。

本报告系“中国财政金融政策研究中心系列研究报告”之一，得到中国人民大学研究报告系列之“中国财政金融政策研究报告”的资助。本报告的撰写采取集体创作、分工负责的方法，首先由陈雨露教授、郭庆旺教授、张杰教授、汪昌云教授和瞿强教授确立研究主题、提出研究思想、设计分析框架，然后由财政金融学院和中国财政金融政策研究中心的青年教师何青（第1章）、刚健华（第2章、第3章和附录A1）、刘晓龙（第3章和第4章）、贾俊雪（第5章和第8章）、张成思（第6章）、吕冰洋（第7章）、张鹤（第9章）、薛涧坡（第10章）以及王芳（附录A2）分别执笔撰写有关内容。在本项研究过程中，先后召开6次小型讨论会，统一思想，厘定思路，斟酌观点，完善方法，细化论证。朱青教授、岳树民教授、向松祚教授以及业界人士对本项研究成果的修改和完善提出了中肯的意见和建议。对此我们表示衷心感谢！

本报告研究的主题涉及面广、难度大，加之我们的水平有限，因此错漏之处在所难免，敬请学术界同行和读者不吝赐教。

编者

目录

第1章 房地产市场调控面临的困境	1
1.1 引言	1
1.2 房价过快上涨与经济发展隐患	2
1.3 房地产市场调控与保增长	5
1.4 内外经济发展不确定性与房地产调控困境	9
1.5 小结	12
第2章 商品房住宅的均衡价格决定	14
2.1 引言	14
2.2 住宅“双市场”均衡机制	15
2.3 无泡沫的商品房住宅均衡价格决定	18
2.4 泡沫化的商品房住宅均衡价格决定	21
2.5 管制性商品房住宅均衡价格决定	23
2.6 小结	24
第3章 商品房住宅价格泡沫测度	26
3.1 引言	26
3.2 房地产市场价格泡沫	27
3.3 商品房住宅价格基本面测度法	30
3.4 租赁—销售双市场均衡价格测度法	35
3.5 小结	46
第4章 房地产市场价格泡沫与系统性风险	47
4.1 引言	47
4.2 房地产价格泡沫化的经济影响	47

4.3	价格泡沫效应的传导机制	50
4.4	小结	55
第5章	房地产价格稳定与财政货币政策组合	56
5.1	引言	56
5.2	政策规则设定与数据描述	59
5.3	财政和货币政策规则分析	64
5.4	政策组合的房地产价格稳定效应	70
5.5	小结	72
第6章	房地产市场稳健发展与货币政策	74
6.1	引言	74
6.2	调控房地产市场发展的货币政策回顾	76
6.3	房地产市场发展与货币政策关系的实证分析	80
6.4	货币政策调整的路径选择	84
6.5	小结	88
第7章	房地产市场稳健发展与税制改革	93
7.1	引言	93
7.2	政府的角色定位	94
7.3	政府激励：理论分析	96
7.4	政府激励：实证分析	102
7.5	税制改革方案	109
7.6	小结	114
第8章	房地产市场稳健发展与土地财政	115
8.1	引言	115
8.2	土地财政的历史演进	117
8.3	土地财政形成的制度基础与内在逻辑	119
8.4	实证分析	122
8.5	小结	129
第9章	房地产市场稳健发展与保障房建设	130
9.1	引言	130
9.2	我国保障性住房的历史与发展	130
9.3	经济适用房建设对商品房住宅市场的影响	138
9.4	小结	148