

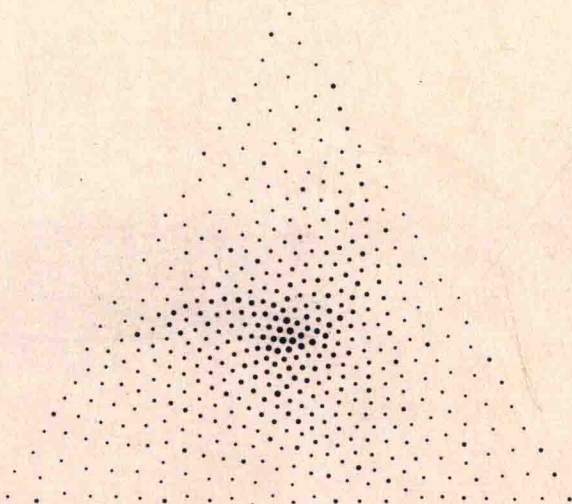
国家“十三五”重点图书出版规划 广东省原创精品出版项目

中国房地产与宏观经济研究丛书

# 房地产与中国宏观经济： 历史与未来

吕风勇 著

China's Real Estate  
and  
Macroeconomic Studies Series



**SPM**

南方出版传媒  
广东经济出版社

国家“十三五”重点图书出版规划 广东省原创精品出版项目

中国房地产与宏观经济研究丛书

# 房地产与中国宏观经济： 历史与未来

吕风勇 著

China's Real Estate  
and  
Macroeconomic Studies Series

**SPM**

南方出版传媒

广东经济出版社

—广州—

## 图书在版编目 (CIP) 数据

房地产与中国宏观经济：历史与未来 / 吕风勇著. —广州：广东经济出版社，2019. 4

ISBN 978 - 7 - 5454 - 6637 - 9

I. ①房… II. ①吕… III. ①房地产业 - 关系 - 宏观经济 - 经济发展 - 研究 - 中国 IV. ①F299.233 ②F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 065881 号

出版人：李 鹏

责任编辑：黄 忻

责任技编：许伟斌

封面设计：朱晓艳

《房地产与中国宏观经济：历史与未来》

Fangdichan yu Zhongguo Hongguan Jingji: Lishi yu Weilai

吕风勇 著

出版发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经销	全国新华书店
印刷	佛山市迎高彩印有限公司 (佛山市顺德区陈村镇广隆工业区兴业七路 9 号)
开本	787 毫米 × 1092 毫米 1/16
印张	14.5
字数	183 770 字
版次	2019 年 4 月第 1 版
印次	2019 年 4 月第 1 次
书号	ISBN 978 - 7 - 5454 - 6637 - 9
定价	58.80 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。

发行部地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 38306055 37601950 邮政编码：510075

邮购地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 37601980 营销网址：<http://www.gebook.com>

广东经济出版社新浪官方微博：<http://e.weibo.com/gebook>

广东经济出版社常年法律顾问：胡志海律师

· 版权所有 翻印必究 ·

# 目 录

第一章 中国房地产与宏观经济关系：逻辑与结构	001
一、中国房地产的发展现状	001
二、中国房地产与宏观经济变量的关系	005
三、房地产与经济周期波动	013
第二章 房地产与中国宏观经济关系：历史与未来	017
一、房地产业作为支柱产业的地位演变	017
二、房地产供需关系的历史演变	026
三、房地产活动与中国经济波动	029
四、房地产活动与金融风险	032
五、未来房地产需求与中国宏观经济	037
第三章 房地产平稳发展与中国部门经济降杠杆	043
一、中国部门杠杆率的测算	043
二、中国部门杠杆率的可持续性	049
三、房地产市场发展与中国杠杆率的提高	052
四、房地产市场的规范发展与去杠杆	057

<b>第四章 房地产投资与产出波动关系的一般均衡研究</b> .....	060
一、研究背景和文献回顾 .....	060
二、理论模型和比较静态分析 .....	063
三、动态一般均衡随机系统与参数校准 .....	066
四、脉冲响应分析 .....	069
五、基于中国数据的检验 .....	072
六、结论 .....	075
<b>第五章 偏好冲击、资本积累与中国产出波动</b> .....	078
一、研究背景和文献回顾 .....	078
二、理论模型 .....	081
三、参数校准与贝叶斯估计 .....	085
四、模拟结果 .....	088
五、实证分析 .....	091
六、结论 .....	095
<b>第六章 房地产价格波动的通货膨胀效应及其传导机制</b> .....	097
一、研究背景和文献回顾 .....	097
二、传导机制分析 .....	100
三、模型构建和数据说明 .....	106
四、实证结果分析 .....	108
五、结论 .....	112
<b>第七章 效率差异、资产属性与房地产价格波动</b> .....	114
一、研究背景和文献回顾 .....	114

二、理论模型 .....	117
三、实证检验 .....	125
四、结论 .....	131
<b>第八章 非对称部门冲击下的结构性货币政策 .....</b>	<b>134</b>
一、引言 .....	134
二、理论模型 .....	135
三、货币政策与帕累托最优 .....	142
四、模型参数校准 .....	145
五、货币政策规则、随机冲击与脉冲反应 .....	147
六、结论 .....	154
<b>第九章 房地产价格波动的财富效应及其对消费的影响 .....</b>	<b>156</b>
一、研究背景和文献回顾 .....	156
二、模型设定、数据来源与变量说明 .....	162
三、实证分析 .....	164
四、结论 .....	170
<b>第十章 中国房地产业金融加速器效应研究 .....</b>	<b>172</b>
一、研究背景和文献回顾 .....	172
二、金融加速器的作用机制 .....	175
三、模型设定和变量说明 .....	177
四、实证分析 .....	179
五、结论 .....	185

第十一章 房地产泡沫的形成、测度与风险 .....	187
一、研究背景和文献回顾 .....	187
二、房地产泡沫的测度 .....	189
三、房地产泡沫的形成机制 .....	200
四、房地产泡沫破灭的条件 .....	203
五、房地产泡沫破灭的可能性及影响 .....	205
参考文献 .....	210

# 第一章 中国房地产与宏观经济关系： 逻辑与结构

## 一、中国房地产的发展现状

房地产业是国民经济发展的重要基础产业，特别是对于一个处于城镇化中的经济体而言，房地产业不仅担负着为城镇化新增人口提供住房的重责，同时也发挥着为整个城市提供商业和办公设施的作用。自改革开放后，中国房地产业获得了飞速的发展，1998年开启的市场化取向的住房体制改革，更是为房地产业插上了腾飞的翅膀，而房地产价格的大幅上涨，则最终刺激房地产业演绎出了一场令人目眩神晕、狂飙突进的戏码。

图1-1描述了1992—2016年全国房屋竣工面积的增长状况。图1-1显示，全国房屋竣工面积增速变化较大，1992—1995年每年增速都维持在20%以上，1999—2003年平均每年增速也维持在20%以上，此后尽管增速有所降低，但是2003—2016年这13年间也只有3个年份出现了小幅度的负增长，其余年份都维持了正增长，部分年份增速还超过了10%。大多数年份的正增长，特别是前期较多年份较大幅度的增长奠定的高基数，使全国房屋竣工面积绝对值迅速攀升，2016年这一

数值已是 1992 年的 15.2 倍，达到 10.6 亿平方米。图 1-2 就显示了 1992—2016 年全国房屋竣工面积的绝对值情况。

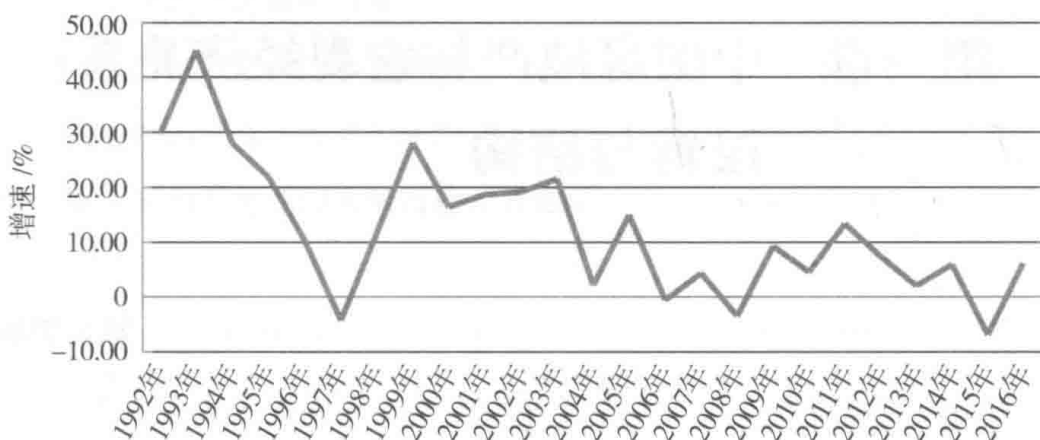


图 1-1 1992—2016 年全国房屋竣工面积增速

数据来源：Wind 资讯。

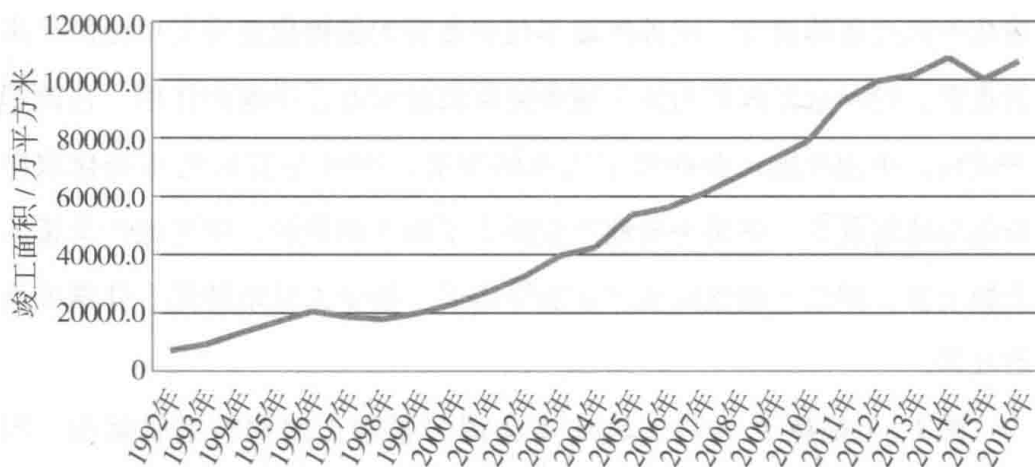


图 1-2 1992—2016 年全国房屋竣工面积的绝对值

数据来源：Wind 资讯。

与全国房屋竣工面积增长相对应，并受到土地等投入品价格迅速攀升的影响，全国房地产开发投资以更大的幅度增长。图 1-3 和图 1-4 分别描述了 1999—2016 年全国房地产开发投资完成额及其增速的变化

情况。在2014年以前，全国房地产开发投资完成额增速都维持在10%以上，并有10个年份超过20%。在2015年和2016年，增速才降为个位数。事实上，2016年的全国房地产开发投资完成额已经是1999年的25.6倍，而2016年全国房屋竣工面积才是1999年的5.4倍，每平方米竣工面积对应的投资完成额从1999年的2027元上升到9665元，投入品的价格攀升之快由此可见一斑。

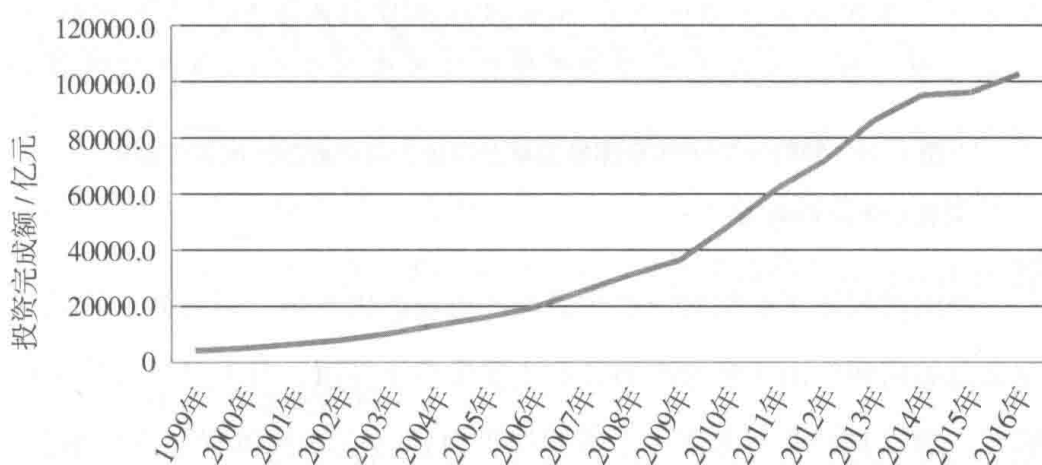


图 1-3 1999—2016 年全国房地产开发投资完成额

数据来源：Wind 资讯。

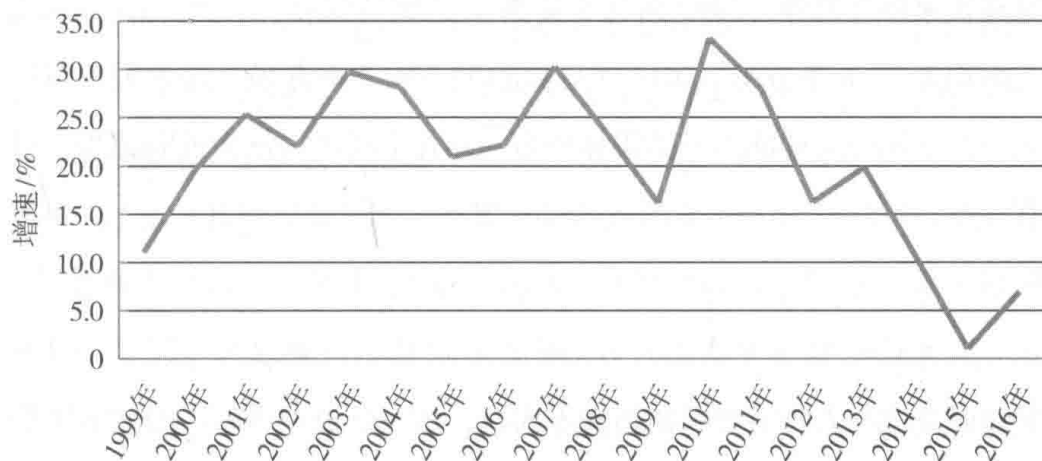


图 1-4 1999—2016 年全国房地产开发投资完成额增速

数据来源：Wind 资讯。

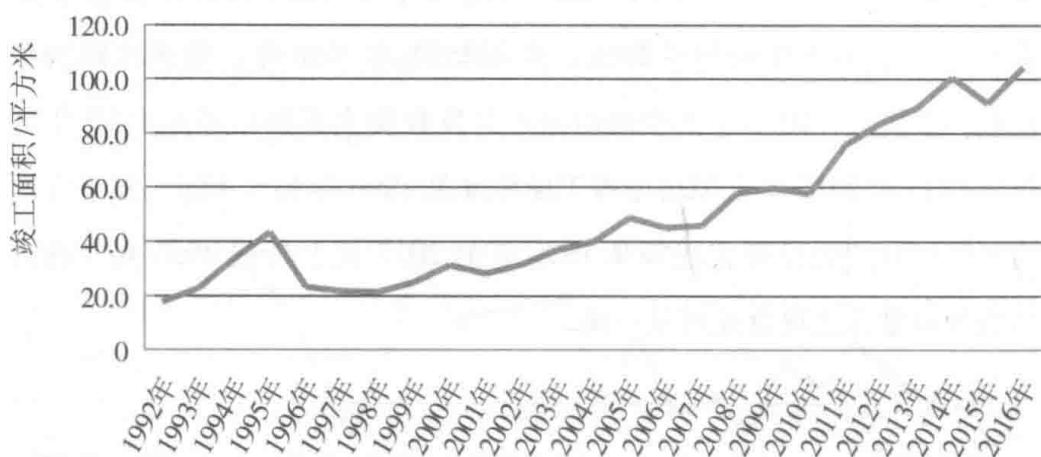


图 1-5 1992—2016 年全国城镇就业增加人口对应的房屋竣工面积

数据来源：Wind 资讯。

全国房屋竣工面积对应的是房地产市场的供给侧，那么需求侧的状况又是如何呢？由于房地产的开发主要集中于城镇，与人口城镇化密切联系，所以我们就来考察一下房屋竣工面积对应的城镇就业人口情况。图 1-5 描述了 1992—2016 年全国城镇就业增加人口对应的房屋竣工面积。该图显示，此期间每个新增加的城镇就业人口对应的房屋竣工面积呈现快速攀升趋势，1992 年每个新增加的城镇就业人口对应的房屋竣工面积为 17.6 平方米，2016 年已经达到 104.3 平方米。这表明中国房地产开发和供应的能力有了明显提高，并且呈现出一定的过剩趋势。尽管如此，1992—2016 年全国城镇就业增加人口总数达到 2.4 亿人，而房屋竣工面积为 128.2 亿平方米，人均只有 53.4 平方米，仅考虑住宅，这一数值只有 41.6 平方米。考虑到原有城镇人口的改善性需求，以及城镇就业增加人口需要负担的赡养人口，这一数值并不高，因此城镇房地产仍然具有较大的发展空间。现在的主要问题是，城镇就业增加人口中有相当一部分属于半城镇化人口，对房地产需求不强烈，更主要的

是，2016年城镇就业增加人口平均对应的104.3平方米的竣工面积已经过大，这样大的房屋供给规模并不具有可持续性，房屋竣工面积的绝对下降最终将是不可避免的。

## 二、中国房地产与宏观经济变量的关系

房地产的快速发展对中国经济产生了深刻的影响，特别是对宏观经济的稳定运行带来了重大挑战，加剧了经济周期波动的程度，为宏观经济调控提出了新的命题。房地产的发展与许多重要的宏观经济变量都具有关联效应，例如在投资、消费、物价、财政、金融和收入分配等领域，房地产的影响都不容小觑，从而对宏观经济影响的方式也表现在多个方面。

### 1. 房地产发展与投资

房地产对投资既有直接影响，也有间接影响。房地产开发投资本身就是投资的重要组成部分，房地产的迅速发展将通过房地产开发投资影响全社会的总投资。同时，房地产的发展对全社会的投资还具有间接性，主要表现在房地产投资会通过乘数效应带动全社会其他行业更多的投资；另一个渠道是房地产的发展将带动居住类消费的增长，继而刺激居住类产品生产企业扩大投资。不仅如此，房地产本身具有一定的资产属性，通过资产抵押等渠道将有利于扩大全社会的信用规模，对全社会的投资产生刺激作用，特别是在房地产价格膨胀时更是如此。房地产的发展还将有利于促进地方财政收入的增加，增强地方政府对城镇基础设施和公共设施的投资能力，进一步带动全社会投资的增长。当然，在房地产市场出现向下波动时，全社会的投资下滑乃至由此引起的经济向下波动也将可能发生。图1-6显示，在1986年城镇房地产开发投资占全

社会固定资产投资的比重只有 3.2%，而到 2011 年，这一比重已经上升到 19.8%，此后虽有所下降，但在 2016 年仍然高达 16.9%。

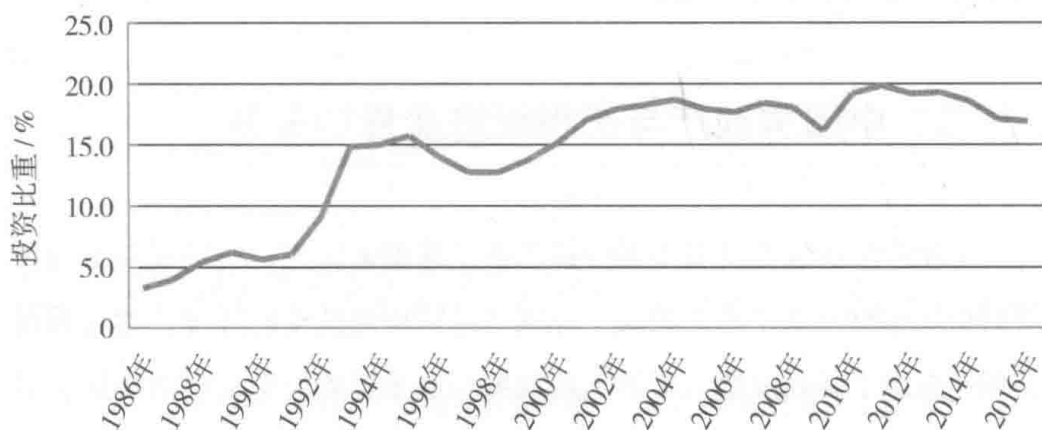


图 1-6 1986—2016 年城镇房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重

数据来源：Wind 资讯。

## 2. 房地产发展与消费

房地产发展对消费的影响具有双重性。一方面房地产的销售会带动家庭对装修材料、家电和家具等消费品的购置；另一方面过高的房地产实际购买支出或者预期购买支出在一定时期内会抑制家庭对其他非家居类消费品的购置。不过，由于家居类消费品的数额较大，家庭在购置房地产后总的消费支出在相当长一段时期内还是明显增加的，即使在长期，由于房地产价格上涨带来的财富效应，甚至也可能使相当一部分家庭增加消费支出，只是对于收入相对较低、房贷支出占收入比重过高的家庭，其消费的增长速度才会明显降低。从图 1-7 中不难看出，尽管商品房销售面积比装饰材料、家具和家电等家居类产品消费额波动更为剧烈，在部分年份甚至出现一定相反的走势，但是两者的变化总趋势是一致的，反映出房地产市场的变化对消费具有重大的影响。



图 1-7 2001—2016 年商品房销售面积与部分消费品消费额的增速比较

数据来源：Wind 资讯。

### 3. 房地产价格与通货膨胀

房地产作为重要的生产要素和生活要素，其投资规模和价格水平的剧烈波动对全社会物价水平会产生重大影响。房地产价格的波动影响全社会物价水平的渠道也是多样的。第一，房地产是一项价值庞大的资产，其价格波动本身将直接对全社会物价产生影响；第二，房地产价格的波动还会对住宅或商业办公房地产的预期租金收入产生影响，并继而影响商品和服务价格；第三，房地产价格的大幅波动会对社会通货膨胀预期产生影响，刺激各类经济主体增加消费支出或资产购置支出，进一步推高全社会物价水平；第四，房地产作为一项优良的资产抵押品，其价值的波动还会对抵押物价值产生影响，继而对社会可贷资金数量产生影响，并由此提高或者削弱全社会信用总规模，影响全社会的购买能力；第五，房地产投资规模的波动也会对物价水平产生影响，即大规模的房地产投资将会直接增加需求总量，推动包括钢材、水泥等在内的一

系列工业品的价格水平。图 1-8 描述了 2006 年 1 月至 2016 年 7 月 70 个大中城市新建住宅月度同比价格指数的变化情况。该图显示，在总共 126 个月份中：只有 32 个月份的指数是下降的，而且最大下降值只有 -6.3%；而其余月份的指数都是上升的，而且大于 10% 的月份达到 21 个，住宅价格单边上涨的趋势明显。

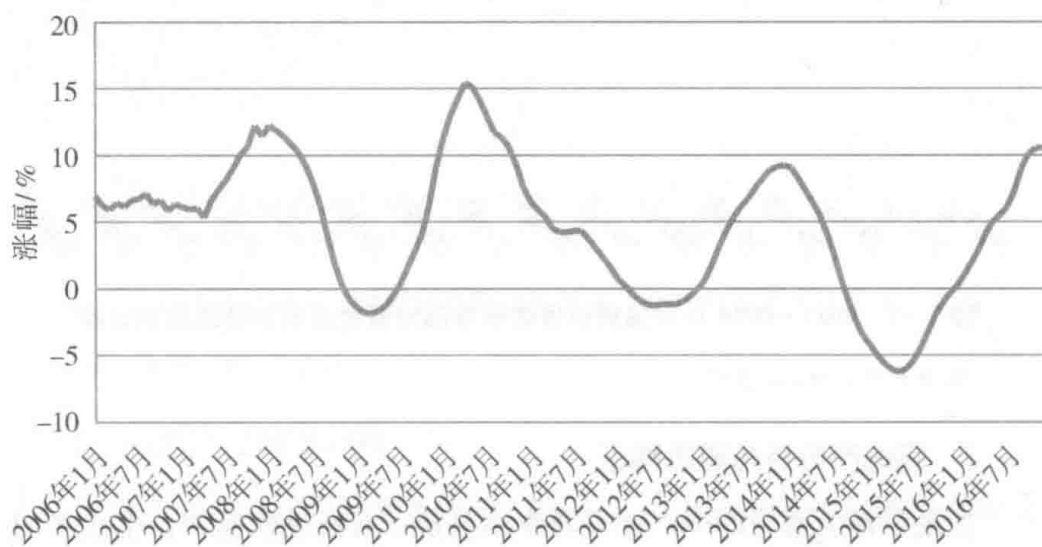


图 1-8 2006—2016 年 70 个大中城市新建住宅月度涨幅

数据来源：Wind 资讯。

#### 4. 房地产市场与财政收支

财政收入决定政府的财政支出能力，也是一个重要的宏观经济变量，而房地产的发展对财政收入特别是地方财政收入具有重要影响。房地产对财政收入的影响突出表现在两个方面：一是土地整理拍卖差价收益，这直接增加了地方基金性质的财政收入；二是与房地产交易相关的营业税或增值税等税收收入。土地财政收入对于地方政府而言无疑是意义重大的，在城镇化的过程中，它所占地方财政收入的比重是相当可观的，为地方政府推动当地经济发展和城镇化进程提供了基本的财力保障，并成为影响地方政府基础设施和公共设施投资行为的重要因素。图

1-9 描述了 2010—2016 年全国国有土地使用权出让金与地方公共财政收入的变化情况。该图显示，除了 2010 年，其余年份全国国有土地使用权出让金占地方公共财政收入的比重都达到 20.0% 以上，2014 年最高达到 27.0%，此后略有下降，但 2016 年仍然达到 25.5%。由于地方公共财政收入具有较强的支出刚性，而土地使用权出让金则能够较为自由地使用以进行基础设施投资，其收入状况对于地方政府的重要性不言而喻。然而，由于土地使用权出让金的多寡又受到房地产发展状况的影响，故房地产市场对于地方财政的影响亦由此可见一斑。

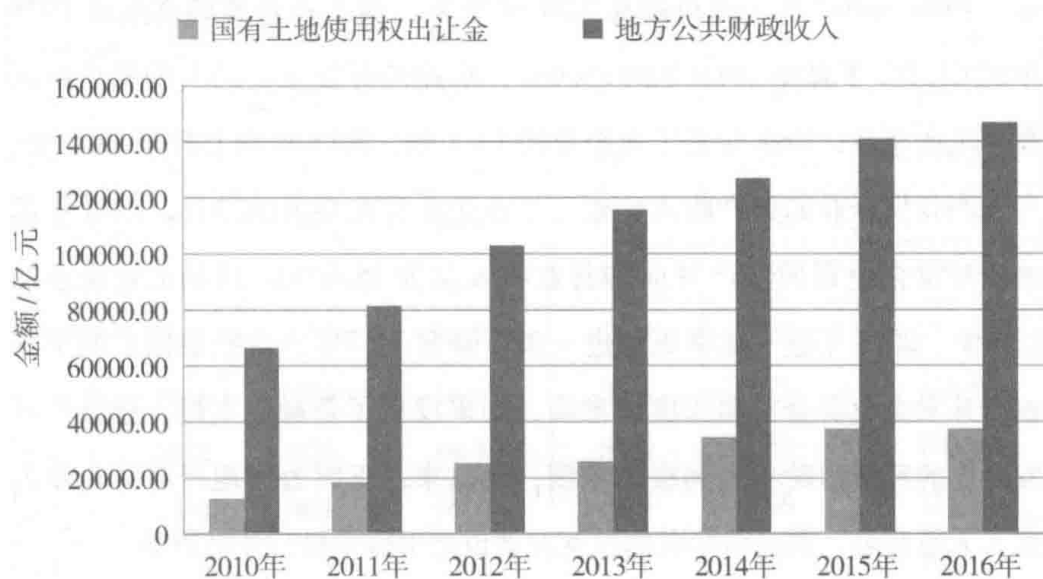


图 1-9 2010—2016 年全国国有土地使用权出让金与地方公共财政收入比较

数据来源：Wind 资讯。

## 5. 房地产市场与金融

房地产与金融的关系更是复杂多样。房地产业是资金密集型的产业，它的发展离不开金融活动的支撑，社会资金供给规模和利率水平直接影响房地产市场的供需状况，并对房地产价格产生影响。反之，房地产的发展也为金融活动提供了更多标的物，同时，房地产作为一种

资产抵押物，在提高经济主体信用度和金融机构融资信心方面具有重要作用，特别是在资产价格膨胀时期，房地产的发展会产生明显的金融加速器效应，并有利于全社会信用的扩张，促进经济走向繁荣；当然，在资产价格萎缩时期，则会对全社会的信用产生反向的影响。现代的经济危机突出表现在金融危机，而金融危机又和房地产市场密切相关，因此房地产的平稳运行对于一个经济体维持经济稳定运行也就具有重要意义。表1-1描述了房地产开发企业与工业企业在资金密集度方面的差异。从表中不难看出，房地产开发企业的资产负债率明显高于工业企业，1998—2015年一直维持在72%~78%，而工业企业则逐渐由1998年的63.7%下降至2015年的56.6%；房地产开发企业的人均资产则远高于工业企业，1998年是工业企业的13.1倍，2015年则上升至19.2倍；房地产开发企业的资产收入比也与工业企业存在显著的差异，1998年房地产开发企业百元资产对应的营业收入仅为15.1元，只是工业企业的25.6%，2015年这一比率更是进一步下降至11.7%。这些数据表明了房地产开发企业资金密集程度非常高，如果没有了金融的支持，房地产开发企业的经济活动将受到极大限制；反过来，正因为房地产开发企业占据了大量资金，其经营状况的过度波动也会引起金融行业的震荡。

表1-1 1998—2015年房地产开发企业与工业企业的资金密集度比较

年份	房地产开发企业资产负债率/%	房地产开发企业人均资产/(万元·人 <sup>-1</sup> )	房地产开发企业百元资产对应的营业收入/元	规模以上工业企业资产负债率/%	规模以上工业企业人均资产/(万元·人 <sup>-1</sup> )	规模以上工业企业百元资产对应的营业收入/元
1998年	76.1	236	15.1	63.7	18	58.9
1999年	76.1	213	16.1	61.8	20	59.7
2000年	75.6	259	17.9	60.8	23	66.7