

理解中国住房市场

陈英楠 清华大学恒隆房地产研究中心

2003年以来，中国部分城市的房价膨胀引致中央政府频繁出台调控政策，以期缓解高房价问题。中央政府已经多次强调房地产调控目标主要有两个：“一是促使房价合理回归不动摇，二是促进房地产市场长期、稳定、健康发展”，并明确坚持房价调控目标不动摇。但是，由于以往的调控政策并没有导致房价出现持续的大幅下滑，使得政策调控效果仍然是各界心中的一个巨大疑问。显然，理解中国城市住房市场的内在运行逻辑是预期调控政策效果的基础。那么，过去近10年，中国城市住房市场给我们留下一个怎样的画面呢？

1998年，中国住房制度的市场化改革得到根本性深化——全面停止住房实物分配和实施按揭贷款政策。但是，在中国住房市场化改革的同时，并没有明确（或落实）政府提供政策性住房保障弱势群体居住需求的责任，从而导致不同收入人群过于依赖市场解决住房需求。当大部分甚至绝大部分城市户籍或非户籍居民只能通过市场解决住房需求时，媒体或者业界创造出一个经济学没有的名词——刚性需求。当住房市场上的需求远大于供给，房价上涨不可避免。问题不在于房价的上涨，因为在住房金融市场深化的背景下，伴随着经济增长、居民可支配收入持续提高与人口红利等经济基本面因素的变化，房价理所当然应处于上涨趋势。问题在于，一个众人“疯狂”购房追涨房价的“羊群现象”出现了：面对近年房价的持续上涨，首次购房者和改善性购房者担忧如果现在不购房，将来会承受不起购房的成本；而投资（投机）者认为偏高的房价仍然是可以接受的，因为未来价格的显著增长会带来高额资

本利得。

当上述现象出现后，在中国城市住房市场上，人们最为关注的问题是房价什么时候出现“拐点”。于是各界纷纷预测房价走势，购房者则在苦思冥想如何决定购房时点，而不是依据自身的可支付能力，并由此出现了一个新名词——房奴。与购房时点相关的理论问题是，中国城市住房市场并不是信息有效市场，投资（投机）性购房者可以通过评估最优入市时点而获利，从而导致住房市场上充斥着投资（投机）行为。与投资（投机）性购房行为相关的另一个现象可能加剧了房价的上涨，那就是各界认为住房资产是抵御通货膨胀影响的有效投资工具。随着通货膨胀预期的上升，越来越多的投资者将资金投入住房市场寻求保值，从而推高房价。而短期内，居民的通货膨胀预期更可能是适应性的，通货膨胀预期的持续性会导致名义房价变动出现同向惯性特征，也就是房价可以被预测。

随着房价的快速膨胀，人们越来越认为住房市场存在“泡沫”。显然，仅依靠观察房价的变动无法得出房价是否被高估的结论。媒体上常见各界主要使用两个指标进行评判：房价收入比和房价租金比（其倒数即为租售比，或称为租金房价比、租金收益率）。而且，媒体上经常出现所谓的国际标准与使用国内相关数据计算得出的上述指标进行比较，并得出国内住房市场存在严重泡沫的结论。实际上，主流学术研究文献中并没有统一的国际标准。判断住房市场是否被高估，通常的做法是将上述两个指标的当期值与其历史均值进行比较，以考察住房市场当前的估值水平是否合理。此外，房价收入比只是一个经验指标，

中国房地產



当一个年轻家庭购房时，依靠的是双方家族力量，可以理解为把未来若干年的购买能力提前到现在，使得将未来可承受的房价水平与当前的收入水平进行比较，在上述情况下，房价收入比已经失去其经验意义。而房价租金比反映的是房价由住房所有者租金收入流的贴现值决定。McCarthy 与 Peach (2004) 和 Himmelberg et al. (2005) 指出，使用房价租金比来衡量住房市场是否存在泡沫有不足之处，因为它没有考虑利率对房价的影响。比如，经剔除通货膨胀影响的真实抵押贷款利率的下降是支持房价上涨的一个理性因素，但房价租金比的上升会令人认为住房市场可能存在泡沫。

关于中国城市住房市场是否存在“泡沫”，学术上的经验测度是十分困难的，主要原因是国内关于住房市场的数据存在许多不足之处。Ahuja et al. (2010) 和笔者 (2011) 都对此进行了尝试。相对于测度“泡沫”大小更为重要的是，我们发现，在过去的 10 年，当中国城市实际房价出现偏离均衡房价的趋势后，这种偏离会很快被修正。本文认为一个可能的解释是，当实际房价偏离均衡房价过快上涨时，政府出台的调控政策会起到抑制作用；而当实际房价偏离均衡房价过度下降时，由于购房者需求增加导致实际房价恢复上涨。

综合上述，可以勾勒出过去近 10 年中国城市房价过度膨胀的一个可能逻辑：国内购房者普遍认为，房价持续上涨得到中国城市化进程与经济增长等经济基本面因素支持；同时，由于房地产业对于拉动中国经济增长十分重要，因此，当房价下跌时，政府会出台政策进行干预，这会使

得房价的下行调整非常短暂。此外，1998 年中国住房制度市场化改革后，购房者没有经历过一个完整房价周期，人们缺乏对于房价下跌的感性认识。购房者主要根据过去房价的上涨率判断未来房价还要上涨，导致房价快速膨胀主要受非理性的房价增长预期(后向预期)和购房者心理而不是住房市场基本面因素的影响。

那么，应该出台怎样的住房市场调控政策？从短期来看，在无法有效增加住房市场供给的情况下，中央和地方出台遏制房价过快上涨、抑制投资(投机)性购房的政策显得十分必要。如果政策导致购房者认为房价过度上涨的趋势得到抑制，他们将不再接受高房价，那么房价将会随着需求的下降而下跌。同时，提高住房市场交易的信息透明度，改善市场参与者的不对称性，将有利于降低市场上的“炒作”风气。而如果居民的高通货膨胀预期呈持续状态，管理居民的通货膨胀预期可能在一定程度上有利于稳定房价的波动。

但是，房价要经历持续下降，也需要反映经济基本面因素的变化，例如从 2008 年次贷危机开始至今欧美主要发达国家经历的房价衰退伴随着经济基本面因素的恶化。而且，由于名义房价存在粘性，住房所有者不愿意承受在房价下降时出售住房的损失成本，房价的衰退期将是一个缓慢过程。结合中国的经济基本面因素情况，从 20 世纪 90 年代末开始至今的城市房价周期并没有完成其上行期，而且没有迹象表明房价将要开始经历缓慢、持续的下降期。即使出现所谓的“合理调整”，只要政策因素发生变化，很有可能会出现回归上涨趋势的反弹。因此，抑制购房需求的政策应该是短期的。从长期而言，需要关注的是，如何增加住房市场的有效供给，引导购房者形成合理房价上涨预期和调整购房与租房观念。

基金项目：

本文得到教育部人文社会科学研究规划项目(12YJC790015, 09YJA790074) 和国家自然科学基金项目(70973065) 的资助。

齐婧 / 责任编辑