



基于基础价值的房地产泡沫测度研究 ——以深圳为例

赖一飞 周 雅 魏元欣

摘 要:我国房地产业近几年来一直保持高速增长,房地产价格逐年攀升,引起各界的广泛关注。保障性住房缺失、土地出让制度缺陷、房地产市场结构不合理、金融体制不健全、特殊文化背景下的投资偏好,是导致我国产生房地产泡沫的原因。我国房地产泡沫存在逐年扩大的趋势,而房地产泡沫的破灭会对整个国民经济带来致命的打击。因此,为促进我国房地产市场健康稳定的发展,需要从改善土地使用权出让制度、完善住房供给结构、调整房地产税收制度、加强房地产贷款的监管和风险管理等方面着手。

关键词:房地产泡沫;基础价值;数量测度;对策

21 世纪以来,我国房地产业进入了一个高速发展的阶段,作为国民经济的一个重要产业,房地产业对我国经济增长发挥了重要作用,并显著提高了人民的生活水平。目前,房地产投资占我国固定资产投资的比重已经接近 20%,占 GDP 的比重接近 10%,个别地区这一比例更高。同时,房地产业具有相关产业链较长的特点,一般估算,房地产业产前、产中、产后带动的相关产业达 50 多个部门,产品和服务达几百种^①。房地产业已逐步成为我国国民经济的一个重要支柱产业。

房地产业的快速发展也带来了一系列的问题,如房价居高不下、市场行为缺乏规范、房地产投机氛围浓厚、房地产泡沫逐渐累积等,这些问题引起社会的广泛关注。于是,中国房地产市场是否存在泡沫,泡沫的程度究竟有多大成为一个研究热点。对房地产泡沫进行数量测度,有利于政府准确判断目前房地产市场的运行状况,在必要时能及时制定各项调控政策,以促进房地产市场的正常运行,并进而促进我国国民经济快速、健康地发展。

一、房地产泡沫的概念及成因

(一) 房地产泡沫的概念

房地产泡沫是附着于房地产,以房地产作为载体的泡沫。具体表现为:房地产价格对其基本价值的双向连续偏离,并突破基本价值邻近的区间,即房地产价格处于房地产基本价值邻近区域之外的一种对个人、社会及宏观经济运行等有比较严重影响的经济现象。房地产泡沫的本质在于其市场价格与基础价值之间偏离所形成的价值高估,这种现象也是导致房地产市场价格出现瞬时回落的原因。分析房地产价格的构成,建筑物价格通常比较稳定,而土地价格往往波动较大,因此房地产泡沫往往是由土地价格泡沫所导致的。

房地产作为一种商品有其独有的特征。房地产具有较强的地域性,一个地域范围内的

^① 刘洪玉、张 红:《房地产业与社会经济》,清华大学出版社 2006 年,第 23 页。

房地产价格基本不受该地域范围外的其他房地产价格的影响,房地产的地域性特征决定了其不可流动的特点。由于不同房地产具有不同的户型设计、区位及社区环境的特征,因此商品之间存在一定的差异性。

鉴于以上特征,房地产泡沫与一般的金融泡沫之间存在较大的差异。房地产作为资本品具有成为投机对象的可能,由此滋生泡沫现象;同时,房地产作为满足人们生活需求的耐用消费品,其价格与基础价值之间的偏离存在一定的限度,因此房地产泡沫不可能像金融泡沫那样无限膨胀。

适度的泡沫现象有利于经济的发展,但若房地产泡沫程度过大往往会抑制其他产业的发展,诱发消费结构失衡,引起经济社会结构失衡,降低金融运行效率,恶化金融生态环境,引发金融经济危机并导致经济社会危机。因此,房地产泡沫现象需要得到广泛的关注。

(二) 房地产泡沫的成因

房地产泡沫的产生与当时特定的经济环境相联系,每个国家由于面临的国际国内环境、经济基础、发展状况、人们消费习惯等不同,房地产泡沫产生的原因也不同^①。对于我国而言,房地产泡沫产生的原因主要为以下五个方面:

1. 保障性住房缺失

我国城镇住房体制改革使得福利分房政策变为市场化的住房政策。在经济利润的驱使下,地方政府对保障房和经济适用房的建设缺乏积极性,转而将更多的土地用以建设商品房,使得住房保障严重缺位,而商品房却过度发展,形成了过度投机的非理性繁荣现象,导致了房地产泡沫的出现。

有关数据显示,我国 94% 的住房开发定性为商品房,经济适用房不到 6%。我们的廉租房本来规划就远远不足,在规划实施的过程中却只实现了 1/4。据全国人大常委会报告数据,在中央预算安排的重大公共投资项目中,保障性住房建设进度缓慢,截止 2009 年 8 月底仅完成投资 394.9 亿元,完成率为 23.6%,不足 1/4,原因是一些地方由于配套资金不到位和征地、拆迁等前期工作准备不足。总而言之,虽然近年来廉租房、经济适用房的建设力度不断加大,但总体目标的实现程度仍然不够理想。

2. 土地出让制度缺陷

土地是一种特殊的商品,具有稀缺性及不可再生性,不能像其他商品一样进行再生产。我国土地归国家所有,土地出让由政府控制,这使得一些地方政府利用土地大搞形象工程,也引发了地方政府的寻租行为。从 2001 年开始,我国陆续出台了多项关于土地的调控措施,如土地公开竞价、提高开发商准入门槛等,这些措施虽然一定程度上规范了地产市场,但没能从根源上解决房价高涨的问题,还加剧了开发商的寡头垄断。处于房地产行业的上升周期,我国对城市土地实行招标、拍卖方式出让使用权,往往会使得竞拍中的地价被炒得很高,“地王”现象频频发生,土地价格远远高出了土地价值,因此房地产的市场价格严重偏离于其基本价值,泡沫化的程度越来越严重。

3. 房地产市场结构不合理

和发达国家发展较为成熟的房地产市场相比,我国房地产市场结构存在一些不合理现象。首先,我国房地产存量市场发展严重滞后,需求主要集中在增量市场,导致我国房地产存量市场和增量市场之间结构的不均衡现象。其次,我国房地产市场高档住房相对偏多,保障性住房、经济适用房、廉租房和限价房相对偏少,一方面高档住房存在空置,另一方面人们的住房需求无法得到有效满足,进一步推高了房地产的价格。房地产市场结构的不合理现象推动了房价的不合理增长,使得住房平均价格不断上升。

4. 金融体制不健全,金融监管不力

房地产业的资金密集性特征导致房地产开发商对银行的依赖,同时银行在房地产作为优良贷款项目的吸引下,也对房地产开发商存在一定程度的依赖,房地产开发的资金主要来自于银行的贷款。一方面,银行部门认为具有保值增值特性的房地产产品贷款风险很小,在利润的驱动下银行对房地产投资进行过度放贷。另一方面,我国银行在体制方面不太完善,房地产价格的提升会导致其作为抵押物价值的提高,此时银行往往会忽略对借贷人进行信用调查这一环节,向开发商发放大量贷款,造成房地产市场

①任宏、王林:《中国房地产泡沫研究》,重庆大学出版社 2008 年,第 25 页。

过度开发的现象。目前,我国金融体系尚不健全,房地产市场的泡沫膨胀与银行信贷资金的分布有着高度的正相关。银行信贷过度扩张使得银行持有大量房地产,或以房地产为抵押的资产,其市场价格的攀升使得银行的资本充足率有了较大程度的提升,银行便进一步扩大对房地产业的信贷供给,这一过程循环往复,使得房地产价格日益偏离于其基本价值,进而导致房地产泡沫的膨胀。

5. 特殊文化背景下的投资偏好

目前,虽然房地产价格的不合理上涨已严重超出我国居民消费的承受能力,但房地产市场中消费者买房的热情并没有因此衰减^①,这一现象是由我国特殊的文化背景所决定的。首先,中国历史传统文化营造了中国人求稳求和的思维方式,房屋作为满足稳定和谐的一项先决条件在中国人眼中具有不可替代的地位,因此大多数中国人宁愿穷尽一生的积蓄也要拥有属于自己的住房。其次,在目前中国阶层逐渐分化的情况下,是否拥有住房成为阶层区分的一个重要依据。上述两点导致人们对住房有着非理性的偏好,也因此出现了房地产市场非理性的过度投资现象。截至 2008 年底,我国居民自有住房比例达到 87.8%,与德国、日本、加拿大、美国相比,我国的居民自有住房比例明显偏高(见表 1)。

表 1 若干国家自有住房比例

国 家	比 重
德 国	43%
日 本	58%
加 拿 大	70%
美 国	70%

二、房地产泡沫的数量测度

对于房地产泡沫数量测度的研究,目前主要存在着两种方法:第一种方法是指标测度法,即选择多个能反映房地产市场特征的指标,以其综合评价的结果对房地产市场的现状做出判断。第二种方法是数学法,即紧扣房地产泡沫的定义,通过房地产市场价格和基础价值的比较来推算房地产泡沫系数。

从理论上讲,房地产价值是该房地产未来 n 期收益流的贴现和,未来现金流最直接的表现就是房租。我国由于房地产业发展尚不完善,房租的相关数据很难获得,因此,房地产基础价值的确定仍是一个需要进一步研究和解决的问题。基于一些学者的研究^②,本文尝试从消费的角度,来对房屋基础价值的收益率做出估算,并在此基础上计算出房屋的基础价值,然后与市场价值相比较,最终得出泡沫系数。

(一) 基于基础价值的房地产泡沫测度模型的构建

要从消费的角度入手,首先需要确定影响房地产消费的因素。本文从供求两方面对房地产价格的影响来对影响因素进行分析:(1)能够表示供给程度的指标主要有房地产开发投资额、年竣工面积、房屋空置面积增长率等,本文选取能综合反应存量房和增量房的指标——房屋空置面积增长率。(2)能够衡量需求的指标有资金成本、居民购买力以及人口增长,本文选取这三个指标作为需求方面的影响因素。

根据上述分析,我们选择商品房屋空置面积增长率、利率、城镇居民人均可支配收入增长率、人口增长率 4 个指标作为模型自变量,其中人口增长率方面分别采用年末常住人口增长率、年末户籍人口增长率和年末户籍户数增长率来进行替换。假设基础价值增长率与上述自变量成线性相关关系,建立如下回归方程:

$$y_t = a + b_1 * x_{1t} + b_2 * x_{2t} + b_3 * x_{3t} + b_4 * x_{4t}$$

其中, y_t 为第 t 年房地产基础价格的增长率; x_{1t} 为第 t 年一年定期存款利率; x_{2t} 为第 t 年城镇居民人均可支配收入增长率; x_{3t} 为第 t 年人口增长率; x_{4t} 为第 t 年商品房房屋空置面积增长率。回归方程

①黄汉江:《全国房地产研究文选》,上海财经大学出版社 2010 年,第 673 页。

②Eugene F. Fama, "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, 1998, 12(49), pp. 283~306.

要对人口增长率用常住人口增长率、户籍人口增长率、户数增长率分别进行替代回归。

（二）对深圳市房地产泡沫进行数量测度

改革开放以来,深圳房地产业经历了一个飞速发展的阶段,房地产市场的发展也带动了深圳市其他行业的发展。近十年来,在我国房地产投资环境宽松的大背景下,深圳房地产市场的发展速度更是逐渐加快,拉动了深圳市经济的增长。发展的同时,我们也应该看到深圳市房地产市场存在着泡沫现象,本文采用构建的房地产泡沫测度模型对深圳市 1999—2009 年的房地产市场进行数量测度,以得出相应的结论。通过查阅深圳市统计年鉴得到深圳市与房地产价格增长率有关因素的数据(见表 2)。

表 2 深圳市 1999—2009 年与房地产价格增长率有关因素的数据表

年份	城镇居民人均可 支配收入(元/人)	人均可支配 收入增长率	年末户籍人口 户数(万户)	家庭户数 增长率	房屋空置面积 (10 000 sq. m.)	房屋空置面 积增长率
1999	19520	0.0159	36.15	0.0611	249.6	—0.1594
2000	20906	0.0710	38.87	0.0752	272.62	0.0922
2001	22760	0.0887	41.14	0.0584	241.35	—0.1147
2002	24941	0.0958	44.73	0.0873	311.03	0.2887
2003	25936	0.0399	47.55	0.0630	319.94	0.0286
2004	27596	0.0640	52.04	0.0944	251.53	—0.2138
2005	21494	—0.2211	57.01	0.0955	191.51	—0.2386
2006	22567	0.0499	61.37	0.0765	185.41	—0.0319
2007	24870	0.1021	64.88	0.0572	152.36	—0.1783
2008	26729	0.0747	67.1	0.0342	231.58	0.5200
2009	29245	0.0941	69.81	0.0404	141.64	—0.3884

数据来源:深圳市统计年鉴 2010

对以上数据用 SPSS17.0 软件进行多次回归,并进行合理性分析,得到如下回归方程:

$$y_t = -0.070 - 0.011 * x_{1t} - 0.107 * x_{2t} + 1.919 * x_{3t} - 0.035 * x_{4t}$$

— 5.892

— 2.304

— 14.495

43.902

— 8.769

$R = 1$

$R^2 = 1$

$D.W. = 1.566$

根据回归方程计算出房地产逐年基础价格的增长率,进一步计算出逐年房地产基础价格。房地产泡沫系数的定义为:

泡沫系数=(市场价格—基础价格)/基础价格

根据该定义测算 2006—2009 年深圳市房地产泡沫系数,2006 年为 0.2635,2007 年为 0.7556,2008 年为 0.5823,2009 年为 0.9159(见表 3)。

表 3 2006—2009 年深圳市房地产泡沫系数

年份	2006	2007	2008	2009
基础价格	7945	8003	8004	7894
市场交易价格	10039	14050	12665	15124
泡沫系数	0.2635	0.7556	0.5823	0.9159

（三）数量测度的结论及分析

根据深圳市房地产市场发展的现状,结合房地产泡沫系数测算结果,对深圳市房地产市场进行综合分析从而得出以下结论:

1. 2006 至 2007 年深圳市房地产泡沫大幅扩张,2008 年房屋价格有所下降,房地产泡沫缩小,2009 年深圳市房地产泡沫再度扩张。

2. 2006 至 2007 年间房地产泡沫大幅扩张,这期间城镇居民人均可支配收入有很大的提升并且大于 CPI 变动的幅度,居民购买力提高;2006 年住房空置面积减少,说明市场上房屋总的供应量有所减少,因此 2007 年房价进一步提高。2007 年住房空置面积再度减少并且幅度较大,说明 2007 年的房屋

需求较大、供给量减少,房屋经过了一轮火热的销售阶段。

3. 2008年上半年国家房地产调控措施十分密集,使得多个城市房屋交易价格的涨幅放缓,同时在这一年次贷危机波及全球,所以房地产基础价格基本不变,由于当年人均可支配收入减少,房地产需求减少。同时2007年由于住房供给量减少,带来更多的房屋投资与建设,市场在2008年反映为住房空置面积的增长率由负变正,这表明房地产供给增加,因此房地产市场价格明显降低,房地产泡沫有所缩减。

4. 考虑到房地产业本身的时滞性,2008年受到次贷危机的影响,人均可支配收入虽然有小幅提升,但考虑到CPI的变动幅度,居民购买力反而减弱,2009年房屋的基础价值有所下降。同时,针对国际形势以及国内当时房地产发展调控后滞缓的状况,2008年政府调控政策先紧后松,2009年房价又开始升高,又由于2008年房地产投资放缓和房屋空置面积的大幅减少,因此2009年房地产价格继续攀升,房地产泡沫继续扩张。

三、抑制房地产泡沫的对策与建议

深圳市房地产泡沫数量测度的结论表明房地产泡沫存在逐年扩大的趋势,而房地产泡沫的破灭会对一国的经济带来致命的打击。因此,为了维持房地产市场的稳定,应该采取相应的措施来对房地产市场进行调控,从而实现国民经济健康稳定发展的目标。

(一) 改善土地使用权出让制度

土地使用权制度改善的重点在于土地出让金利益分配问题,适度降低地方政府从土地出让中获益的水平,严格土地出让金的管理,将土地出让金中更多部分用以支付征地居民的拆迁安置及补偿费用,从而在人民和政府之间形成一种合理有效的利益分配机制,有利于房地产市场的健康发展。

(二) 完善住房供给结构

针对我国房地产供给结构的不合理现象,应该加大保障性住房、经济适用住房、廉租住房及限价住房的供给,满足低收入群体的基本住房需求。减少高档住房的供给,抑制投资行为所带来的住房空置现象。坚持普通商品房的主体地位,以市场化的途径来满足中等收入群体的住房需求。逐步调和房地产供给和需求之间的矛盾,促进房地产市场的持续发展。

(三) 调整房地产税收制度

利用税收政策调控房地产市场重点在于抑制投资性需求,对于满足基本生活需求和投资性需求的消费行为应该采用差别化的税收政策,对于居民的消费性需求可以采取一些优惠政策予以鼓励,例如减免契税、抵扣或减免个人所得税等。对于房地产保有环节的税收政策也需要进行进一步完善,房地产相关税收的计税依据应该为房地产的评估价值,提高投资性购房相关税种的税率,通过提高其成本降低其盈利空间的方式在一定程度上抑制投资性需求。

(四) 加强房地产贷款的监管和风险管理

对房地产贷款进行严格监管,控制土地贷款和房地产开发贷款的风险。在土地贷款方面,需要防范土地抵押贷款的法律风险以及贷款机构资金链断裂的财务风险。在房地产开发贷款方面,需要对房地产项目及房地产开发企业的资信进行详细考察,严格业务流程,完善监督机制,严格遵守操作规定,坚持贷前、贷中、贷后的全流程管理并完善住房置业担保制度。

■作者简介:赖一飞,武汉大学经济与管理学院副教授,工学博士;湖北 武汉 430072。

周 雅,武汉大学经济与管理学院硕士生。

魏元欣,武汉大学经济与管理学院硕士生。

■基金项目:教育部人文社会科学研究规划项目(10YJA630077)

■责任编辑:于华东