

# 透过房价收入比看房地产市场泡沫

彭建林<sup>1</sup>,王阿忠<sup>2</sup>

(1.福州大学管理学院,福建 福州 350002;2.厦门大学经济研究所,福建 厦门 361005)

【摘要】对用房价收入比来衡量房地产泡沫,学者们有不同的看法。文章在分析了房价收入比在我国偏低的原因的基础上,认为国外4~6倍的房价收入比不适宜判断我国房地产市场是否存在泡沫。并从房价收入比的波动程度和收入对房地产价格的解释能力入手,通过对各个省历年数据进行实证分析来研判泡沫的发展程度。

【关键词】房价收入比;泡沫;实证分析

【中图分类号】F293.3

【文献标识码】A

【文章编号】1007-7723(2005)07-0172-02

## 一、引言

近段时间以来,房价在部分地区上涨幅度很大,超过了市民的承受能力。房地产市场出现泡沫了吗?各方争论不休。

在政府决策部门,建设部、国土资源部都不认为存在房地产泡沫,但对引起房价快速上升的因素有不同看法;央行意识到房地产市场太热了,担心出现泡沫并破灭,于是紧急出台了一系列措施来平抑房价。

学者们也各执己见:易宪容认为如果国内房地产业不调整,可能会孕育出更大的金融风险。如果让国内房地产的泡沫任意地吹大,泡沫的破灭不可避免。谢国忠认为,中国房地产市场泡沫不会持续很久,可能将在几个月内就破裂,至多不会超过一年,上海的房地产市场泡沫尤为严重。与之针锋相对,另有一些学者表示不同观点。聂梅生认为,我国住宅市场的需求是刚性的、真实的、持续的,我国房价稳步上涨是市场调节的正常结果,从长期来看,今房价还会继续稳步上升。

到底房地产市场有泡沫吗?但有一点是不容置疑的,那就是房地产的价格正在快速的增长。价格的快速增加意味着泡沫吗?泡沫现象是虚拟资本过度膨胀的经济现象,其主要表现是价格猛涨,远远离开其价值,用以考查是否出现了过度涨价的问题。

## 二、4~6倍的房价收入比国际惯例不适合我国房地产市场

衡量房地产泡沫的一个基本指标是房价收入比。国际上有一个惯例:房价收入比在4~6倍之间的房地产市场是健康的,不存在泡沫;超过这个比例,则认为存在泡沫。而我国房价收入比从1994年以来一直高于8倍,2002年甚至达到了10.9倍。我国房价收入比远远高于国际认可的标准,一些学者据此得出我国房价收入比不合理,房地产市场存在泡沫的结论。其实房价收入比并没有一个放之四海而皆准的标准,4~6倍的房价收入比不是对所有国家都适用的。对于正处于发展中的中国来说,房价收入比偏高是有原因的。

1. 房价收入比的比值高低跟国家的经济发展水平相关。联合国曾对世界上许多城市房价收入比的资料进行分组测

算;居民平均收入在3000~3999美元之间的城市,房价收入比为2.1~20倍;居民平均收入在10000美元以上的城市,房价收入比为0.8~12.3倍。发展水平越低,房价收入比就越高,这是因为处于发展中国家的居民中有许多贫穷居民住在简陋的居所内。由于低收入居民的住宅一般不会上市销售,因而在计算当年上市销售的住宅时,只包括能够上市的价格相对比较高的住宅。在这种情况下计算出的房价收入比,就会达到十几倍甚至20倍。

2. 在我国计算房价收入比使用的房价,是一定期期出售住房总量的每套平均价,它不仅受到房价涨跌的影响,而且受到出售住房构成变化的影响。如果在一定时期内出售的住房中,大户型、高房价的住房比重大,平均价就高;反之,平均价就低。这种因构成变化而造成的平均价高低,对房价收入比影响很大。而在美国计算房地产价格是基于价格指数来计算的。OFHEO每年都会根据重复销售模型测算出价格指数,价格指数与基期价格的乘积为当期房地产价格。重复销售模型基于同质商品计算出的价格排除了户型、住房结构等非市场因素的影响,房价收入比相对平均价格来说比较稳定。

3. 现行的把全部居民都按“白手起家”购买一套新房的方法计算出来的房价收入比不符合实际情况。我国有一半以上的城市居民,在房改进程中用很低的价格购买了平均每套60平方米左右的“房改”住宅。按照梯度消费的原则,如果这些居民卖掉60平方米的住宅再去买80平方米的住宅,计算出来的房价收入比就只有4倍左右,买房就不那么困难了。

综上所述可知,国外4~6倍的房价收入比并不能用来衡量我国房地产市场是否有泡沫。那到底我国的房价收入比的合理区间在那里?除了比值,在房价和收入上还有其他的方法来衡量房地产市场泡沫吗?

## 三、透过房价和收入来看房地产泡沫

回顾关于泡沫的定义,房地产泡沫是指房地产价格猛涨,偏离了其理论价格。如何确定其理论价格?对房价收入比我们不能仅仅根据比值的大小来判断泡沫是否存在。各国的具体情况不一样,我们不能确定一个适用于全球的房价收入比值。

【收稿日期】2005-04-11

【作者简介】彭建林(1980—),男,广西桂林人,福州大学管理学院硕士生,研究方向:房地产经营与管理、项目管理等;王阿忠(1964—),男,福建福州人,厦门大学经济研究所硕士生导师,博士,研究方向:房地产经营与管理。

但是可以从两方面来研究房地产泡沫,一是看房价收入比的波动情况。发生泡沫时,房价收入比会有一个较大的波动。二是根据泡沫定义,收入是一个基础(fundamental),房价不能偏离这个基础。是否存在房地产泡沫,可以看房价和居民收入在时间和空间上是否保持稳定的关系。

用房价收入比的波动程度(标准离差)的大小由两个因素决定:房价收入比比值大小和历年的房价收入比变动情况。如果一个地区的房价收入比比值大,在其他条件相同的情况下,这个地区的房价收入比的比值相对其他地区来说是大的。同样,在其他条件相同时,历年房价收入比变化大的地区标准离差较大。从历年的统计资料可以看出,各个地区的房价收入比基本上是上升的,上升的快的地区存在房地产泡沫的可能性更大。当然还必须考虑它的“底子”问题,就是它最开始时房价收入比比值的大小。“底子”最厚,并且以后“底子”以后变化最快的,存在泡沫的可能性就最大;“底子”薄,并且以后“底子”以后变化较小的,存在泡沫的可能性就较小;“底子”薄,但变化快,或者“底子”厚,但变化慢的地区存在泡沫的可能性大小居于两者之间。

回到关于泡沫的定义,泡沫是指实际价格脱离理论价格。什么理解脱离理论价格呢?房地产价格的上涨应该有一个经济基础(fundamental)。用人均GDP来表示经济基础是比较合理的。同时考虑到房子是居民用自己的收入(而不是国民收入)购买的,并且居民的人均收入和人均国民收入是成正比的,我们用人均收入来表示经济基础。如果每年房价和人均收入上涨的幅度是一样的,这样以房价和人均收入进行线性回归,该方程的拟合优度(R-square)为1,认为房价的上涨完全可以用人均收入的上涨来解释,则该地区不可能存在泡沫。相对于人均收入的上涨,如果房价上涨的幅度越大,则方程的拟合优度就越小,存在泡沫的可能性就最大。

为此,我们收集了全国除港澳台和西藏以外的30个省、自治区和直辖市和全国从1994年到2003年共10年的房价和人均收入数据,共330对数据。

房价(P)指的是用房地产价格指数计算出来的价格。Case-Shiller(1987)根据重复销售模型(Repeat Sale Model)提出了重复销售价格指数。OFHEO在此基础上提出了加权的重复销售价格指数模型,并且每期都公布指数。重复销售模型基于同质商品计算出的价格排除了户型、住房结构等非市场因素的影响,房价收入比相对平均价格来说比较稳定。在我国房地产价格指数是根据简单的加权平均法计算的,只有上海按重复法计算价格指数。基于此,我们以国家统计局公布的房地产价格数据为准。

收入(I)以人均收入(per capita personal income)为标准。对人均收入和房地产价格分别取对数,并对他们进行线性回归,模型如下: $\text{Log}(P)=a+b*\text{log}(I)$

通过回归方程的R-square来求得收入对房价的解释程度,结合房价收入比的波动情况分析泡沫。

30个省、自治区和直辖市和全国的结果见表1。

资料来源:①1994~2003年各年的全国统计年鉴

②作者计算

注:①房价收入比的计算中,假设每户家庭人口为2.58人,购买一套80平米的住宅。

②重庆市1994~1996年的数据根据重庆1997年的数据和四川1995~1997年历年相对于上年的增长速度倒推得出。

表1:房价收入比:1993~2003

	Max	Min	Mean	Median	Std Dev	R-square
海南	14.0	8.1	10.9	10.8	1.84	0.12
北京	21.8	9.9	15.2	16.1	3.25	0.46
广东	11.7	7.5	9.9	10.2	1.23	0.53
青海	9.8	5.9	7.8	8.3	1.38	0.63
贵州	7.4	5.4	6.4	6.6	0.63	0.75
云南	9.8	6.7	8.0	7.9	0.99	0.75
吉林	13.3	6.4	9.1	8.5	1.91	0.76
河北	8.8	5.7	7.5	7.8	0.96	0.76
重庆	6.6	5.0	5.7	5.6	0.49	0.77
新疆	11.0	6.4	8.1	7.9	1.44	0.80
江西	7.8	4.3	5.4	5.2	1.00	0.80
福建	12.1	5.9	8.4	8.3	1.83	0.81
陕西	10.9	6.4	8.3	8.3	1.49	0.81
湖北	8.9	6.1	7.5	7.6	0.81	0.86
黑龙江	18.4	7.5	10.8	10.0	3.03	0.86
辽宁	13.3	9.1	11.0	11.0	1.13	0.88
上海	11.9	8.8	10.0	10.2	1.01	0.88
四川	8.0	5.4	6.6	6.6	0.86	0.90
安徽	7.8	6.0	6.5	6.4	0.59	0.90
山东	9.5	6.0	7.0	6.9	1.06	0.90
内蒙	11.2	4.7	7.2	6.4	2.10	0.91
山西	8.4	5.6	7.2	7.2	0.87	0.92
宁夏	9.1	7.2	8.1	8.1	0.69	0.92
全国	10.9	8.1	9.8	10.1	0.96	0.93
湖南	6.3	4.8	5.3	5.2	0.44	0.94
天津	13.1	7.2	9.6	9.2	1.81	0.94
河南	7.5	5.7	6.8	6.8	0.44	0.95
广西	7.6	6.4	7.0	7.0	0.40	0.95
甘肃	10.5	6.0	8.0	8.1	1.39	0.95
江苏	8.4	6.7	7.5	7.4	0.60	0.96
浙江	6.3	5.7	5.9	5.9	0.21	0.98

从房价收入比的波动幅度来看,北京高居榜首,而东部沿海的热点地区,上海、江苏和浙江的波动幅度不是很大,特别是浙江省排在全国的末席。房价收入比的波动幅度和房价收入比基本上是成正比例关系的,这说明上海和江浙地区没有传言那样存在房地产泡沫。

从人均收入对房价的解释能力来看,海南、北京和广东人均收入对房价上涨的解释能力比较弱,由于家庭人均收入基本上是比较稳定的增长,可以认为这几个地区近十年来房地产价格波动很大,存在泡沫的可能性。上海和江浙地区家庭人均收入对房价的解释能力比较高,可以认为在这10年中,长三角地区房价的增长和家庭收入的增长是比较吻合的,存在泡沫的可能性不大。

上面的分析也是比较吻合实际情况的,海南自从90年代的房地产泡沫破灭后,房地产价格起伏不断,1994年住宅均价为1555元/平方米,1995年为2100元/平方米,1998年跌到1661元/平方米,随后缓慢上升。房价的反复变化,稳定上涨的收入当然解释不了,但从房价收入比的波幅来看,海南还谈不上出现了泡沫。北京的房地产价格一直走在全国的前列,从房价收入比的波幅来看,北京排在第二位,房价收入比也远高于全国平均水平;从人均收入对房价的解释能力来看,北京人均收入对房价的解释能力不强。综合上面两方面,可以认为北京的房地产市场可能存在一定的泡沫。而上海和江浙地区房价一贯以来都偏低,2003年以后长三角地区房价才急剧上扬,而这11年中长三角地区的人均收入一直在全国处于前列,所以无论是从房价收入比波动幅度还是人均收入对房价的解释能力来看,长三角地区2003年以前是不存在任何泡沫的。

综合各个地区的情况,两个指标都揭示我国房地产市场总体上是健康发展的。但是要警惕局部地区(如北京)的房地产市场出现泡沫的可能。

【参考文献】

[1]谢国忠.美元疲软造就中国房产的繁荣泡沫[J].证券市场周刊,2004,(9).